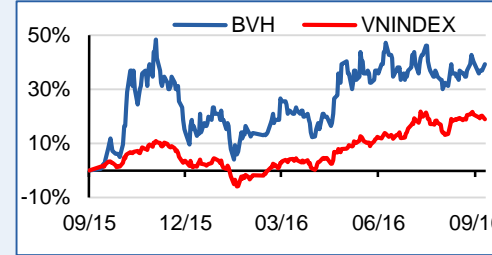


Tập đoàn Bảo Việt (BVH) [KHẢ QUAN +13,5%]

BC lần đầu

| | | | | | |
|-----------------------|------------------|---------------------------|-------------|--------------|--------------|
| Ngày báo cáo: | 22/09/2016 | | <u>2015</u> | <u>2016F</u> | <u>2017F</u> |
| Giá hiện tại: | 65.300VND | Tổng doanh thu | 14,2% | 18,7% | 17,8% |
| Giá mục tiêu: | 73.300VND | LN trước thuế | -9,8% | 0,7% | 0,8% |
| Cao/thấp nhất 52 tuần | 65.300/43.700VND | LNST và sau lợi ích CĐTS | -10,4% | -2,1% | 0,9% |
| | | Tăng trưởng DT phí BH gốc | 17,1% | 17,6% | 17,8% |
| TL tăng: | 12,3% | Dự phòng/Tổng tài sản | 58,8% | 59,6% | 61,0% |
| Lợi suất cổ tức: | <u>1,2%</u> | P/B | 3,5x | 3,5x | 3,4x |
| Tổng mức sinh lời: | 13,5% | | | | |



| | | | | | |
|----------------------|---------------|---|------------|---------------|------------|
| Ngành: | Bảo hiểm | | <u>BVH</u> | <u>*Peers</u> | <u>VNI</u> |
| GT vốn hóa: | 1.992,6tr USD | P/B (hiện tại) | 3,5x | 1,7x | 1,9x |
| Room KN: | 476,0tr USD | ROE | 12,2% | 10,4% | 12,7% |
| GTGD/ngày (30n): | 0,6tr USD | ROA | 2,6% | 2,6% | 2,2% |
| Cổ phần Nhà nước: | 74% | | | | |
| SL cổ phiếu lưu hành | 680,5tr | | | | |
| Pha loãng | 708,7tr | * bao gồm các công ty cùng ngành nước ngoài | | | |

BVH là tập đoàn tài chính hoạt động trong nhiều lĩnh vực, thành lập năm 1965 với tư cách là công ty quốc doanh trong ngành bảo hiểm phi nhân thọ, BVH bắt đầu mở rộng sang lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ từ năm 1996, và sau đó thành lập các công ty con và công ty liên kết trong lĩnh vực chứng khoán, ngân hàng, quản lý quỹ... BVH là doanh nghiệp lớn trong ngành bảo hiểm ở Việt Nam với thị phần lớn nhất trong mảng bảo hiểm nhân thọ và lớn thứ hai trong mảng bảo hiểm phi nhân thọ.

Trịnh Ngọc Hoa
Chuyên viên cao cấp

Vị thế dẫn đầu trong thị trường bảo hiểm có mức tăng trưởng cao cùng cổ quan điểm đầu tư

Chúng tôi công bố báo cáo lần đầu dành cho Tập đoàn Bảo Việt (BVH) với khuyến nghị KHẢ QUAN do tập đoàn đã chứng minh được khả năng trong thị trường bảo hiểm Việt Nam vốn có mức tăng trưởng cao và tỷ lệ thâm nhập thấp. BVH có lợi thế hệ thống phân phối lớn, cũng như mối quan hệ tốt với chính phủ và các doanh nghiệp.

Thị trường đang ở giai đoạn đầu phát triển với tỷ lệ thâm nhập thấp và tốc độ tăng trưởng cao tạo ra cơ hội to lớn cho các công ty bảo hiểm. Tỷ lệ thâm nhập hiện tại đang ở mức khoảng 2%, thấp nhiều so với thị trường mới nổi khác trong khu vực. Ngành bảo hiểm nói chung đang ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm cao 17,4%/năm giai đoạn 2010-2015. Thậm chí trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế, tỷ lệ này vẫn ở trên mức 15%, tạo ra tiềm năng tăng trưởng lớn đối với các công ty bảo hiểm. Mảng bảo hiểm nhân thọ tăng trưởng nhanh với 21,6%/năm trong giai đoạn này, trong khi mảng bảo hiểm phi nhân thọ ghi nhận mức tăng trưởng 13,4%/năm.

Tập đoàn Bảo Việt là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu trong cả lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ và bảo hiểm phi nhân thọ với thị phần trong quý 1/2016 đạt lần lượt 28,5% và 17,8%. Trong mảng bảo hiểm nhân thọ, BVH nắm giữ thị phần lớn nhất, trong khi trong mảng bảo hiểm phi nhân thọ, BVH xếp ở vị trí thứ hai sau PVI. Chúng tôi lưu ý rằng thị phần của đối thủ xếp thứ ba thấp hơn rất nhiều so với BVH, do đó chúng tôi cho rằng sẽ không có mối đe dọa đáng kể đến vị thế của tập đoàn trong tương lai gần.

Doanh thu phí bảo hiểm đang có xu hướng nghiêng về mảng bảo hiểm nhân thọ có khả năng tạo ra dòng tiền ổn định hơn, tăng thêm cơ hội cho hoạt động đầu tư. Với thị phần doanh thu phí bảo hiểm khai thác mới lớn nhất (quý 1/2016), chúng tôi cho rằng doanh thu phí bảo hiểm của BVH sẽ được đảm bảo trong trung hạn. Dòng tiền từ doanh thu phí bảo hiểm sẽ được đưa vào hoạt động đầu tư, đặc biệt là khi BVH có biên khả năng thanh toán theo quy định khá cao, cho phép tập đoàn có thêm sự tự do trong việc lựa chọn mục tiêu đầu tư.

Giá trị danh mục đầu tư dự kiến sẽ tăng trưởng, cùng với lợi suất ổn định là yếu tố dẫn dắt tăng trưởng LNST. Mặc dù chúng tôi nhận thấy sự biến động lợi suất đầu tư của BVH trong các quý, nhưng lợi suất đầu tư trung bình của BVH khá ổn định. Do đó, việc tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm làm tăng lợi nhuận từ hoạt động đầu tư, do đó gia tăng LNST trong các năm tới.

Tập đoàn Bảo Việt có lợi thế thông qua hệ thống phân phối lớn và mối quan hệ tốt với Chính phủ. Bộ Tài chính và Tổng Công ty Đầu tư Vốn Nhà nước (SCIC) hiện đang nắm giữ hơn 74% cổ phần của BVH và điều này đã giúp tập đoàn có lợi thế trong việc giành được các hợp đồng bảo hiểm phi nhân thọ. BSC (một công ty con của BVH) hiện cũng là thành viên đấu thầu trái phiếu Chính phủ (TPCP) tạo ra nhiều ưu thế trong việc triển khai hoạt động đầu tư. BVH cũng có văn phòng đại diện ở tất cả các tỉnh thành cho bảo hiểm phi nhân thọ, và có mạng lưới đại lý bảo hiểm nhân thọ lớn thứ 2 (theo tổng hợp từ các nguồn truyền thông).

Để định giá BVH, chúng tôi sử dụng phương pháp dòng tiền cho các cổ đông, với việc định giá qua nhiều giai đoạn, cùng với công thức giá trị tiếp diễn nhằm phân biệt giữa dòng tiền mới và dòng tiền cũ. Hiện đang trong giai đoạn tăng trưởng đầu tiên của ngành bảo hiểm cho thấy tăng trưởng sẽ bắt đầu chững lại khi thị trường bão hòa và chúng tôi áp dụng mô hình định giá 4 giai đoạn với tỷ lệ tăng trưởng dòng tiền cho các cổ đông. Trong giai đoạn cuối cùng, chúng tôi áp dụng công thức giá trị tiếp diễn giúp phân biệt giữa lượng vốn cũ và mới, khi lượng vốn mới sẽ tạo ra mức sinh lời khác biệt so với vốn cũ. Giá mục tiêu của chúng tôi ghi nhận mức P/B dự phóng 3,7 lần.

Mục lục

| | |
|--|-----------|
| Vị thế dẫn đầu trong thị trường bảo hiểm có mức tăng trưởng cao cùng cố quan điểm đầu tư | 1 |
| Phân tích ngành | 6 |
| Quy mô và tiềm năng thị trường | 6 |
| Rủi ro hệ thống | 9 |
| Các quy định pháp luật trong ngành bảo hiểm | 11 |
| Bức tranh cạnh tranh | 12 |
| Sự khác biệt với những công ty bảo hiểm nước ngoài | 14 |
| Tổng quan công ty | 15 |
| Các cột mốc đáng chú ý | 15 |
| Cơ cấu sở hữu và ban lãnh đạo | 16 |
| Sản phẩm và dịch vụ | 16 |
| Vị thế thị trường | 18 |
| Chiến lược tăng trưởng | 21 |
| Những rủi ro cụ thể của công ty | 23 |
| Chính sách cổ tức | 24 |
| Đánh giá hoạt động kinh doanh | 25 |
| Đánh giá vị thế tài chính của BVH | 25 |
| Đánh giá lợi nhuận | 27 |
| Định giá | 31 |
| Phương thức dòng tiền cho các cổ đông | 31 |
| Xác định chi phí vốn CSH | 31 |
| Mô hình định giá nhiều giai đoạn | 32 |
| Ước tính giá trị tiếp diễn | 32 |
| Định giá | 33 |
| So sánh các công ty cùng ngành | 34 |
| Báo cáo tài chính | 35 |

Hình & Bảng

| | |
|--|----|
| Hình 1: Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm vs tăng trưởng GDP ở Việt Nam | 6 |
| Hình 2: Tốc độ tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm tại các thị trường bảo hiểm khác | 7 |
| Hình 3: Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm ước tính tại Việt Nam | 7 |
| Hình 4: Doanh thu phí theo lĩnh vực tại ASEAN trong năm 2015 (tỷ USD) | 8 |
| Hình 5: Tăng trưởng doanh thu phí tại Việt Nam | 8 |
| Hình 6: Phí bảo hiểm UL tính theo phần trăm tiết kiệm ròng vs tăng trưởng GDP tại Việt Nam | 9 |
| Hình 7: Tỷ lệ tổn thất – trung bình ngành | 9 |
| Hình 8: Tỷ lệ tổn thất trung bình ngành trong mảng bảo hiểm phi nhân thọ | 10 |
| Hình 9: Lợi nhuận và dự phòng nghiệp vụ tích lũy theo hợp đồng – mô tả | 11 |
| Hình 10: Thị phần bảo hiểm phi nhân thọ (quý 1/2016) | 12 |
| Hình 11: Thị phần bảo hiểm nhân thọ | 12 |
| Hình 12: Đóng góp của doanh thu phí bảo hiểm theo từng dòng sản phẩm – thị trường bảo hiểm phi nhân thọ | 13 |
| Hình 13: Tỷ lệ dân số/công ty bảo hiểm nhân thọ tại ASEAN | 13 |
| Hình 14: Các cột mốc đáng chú ý của BVH | 15 |
| Hình 15: Cơ cấu sở hữu của BVH | 16 |
| Hình 16: Cơ cấu tổ chức của BVH | 17 |
| Hình 17: Đóng góp cho tổng doanh thu của BVH | 18 |
| Hình 18: Đóng góp cho LNTT của BVH | 18 |
| Hình 19: Thị phần của BVH trong ngành bảo hiểm | 19 |
| Hình 20: Mảng bảo hiểm phi nhân thọ – đóng góp cho doanh thu phí bảo hiểm gốc (GWP) tại BVH | 19 |
| Hình 21: Thị phần doanh thu phí bảo hiểm khai thác mới tính theo một đại lý tại các công ty bảo hiểm nhân thọ Việt Nam | 20 |
| Hình 22: Tỷ suất sinh lời trên vốn CSH của BVH | 21 |
| Hình 23: Đóng góp của mảng bảo hiểm phi nhân thọ và nhân thọ trong tổng doanh thu phí bảo hiểm tại BVH | 22 |
| Hình 24: Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu phí của bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ tại BVH | 22 |
| Hình 25: Ma trận tăng trưởng Boston Consultant Group | 22 |
| Hình 26: Tỷ lệ tổn thất giữ lại - bảo hiểm phi nhân thọ tại BVH vs PVI và trung bình ngành | 23 |
| Hình 27: Tỷ lệ tổn thất giữ lại của ngành bảo hiểm phi nhân thọ tại BVH tính theo sản phẩm | 23 |
| Hình 28: Tỷ lệ tổn thất giữ lại của ngành bảo hiểm nhân thọ tại BVH | 24 |
| Hình 29: Danh mục đầu tư của BVH | 24 |
| Hình 30: Lợi suất đầu tư của BVH | 24 |
| Hình 31: Tổng hợp bảng cân đối kế toán của BVH | 25 |
| Hình 32: Chênh lệch giữa thanh khoản tài sản và nợ | 26 |
| Hình 33: Đầu tư vào trái phiếu VFC | 26 |
| Hình 34: Vốn CSH/Tổng tài sản | 27 |
| Hình 35: Lợi nhuận của BVH (tỷ đồng) | 28 |
| Hình 36: Tốc độ tăng doanh thu phí và dự phòng nghiệp vụ (tỷ đồng) | 29 |
| Hình 37: Lợi suất đầu tư | 29 |
| Hình 38: Lợi suất đầu tư trung bình | 30 |
| Hình 39: Dòng tiền cho các cổ đông | 31 |

| | |
|--|----|
| Hình 40: Chi phí vốn | 32 |
| Hình 41: Tỷ lệ tăng trưởng FCFE..... | 32 |
| Hình 42: Dòng tiền cho các cổ đông FCFE (tỷ đồng)..... | 33 |
| Hình 43: Định giá | 33 |
| Hình 44: Hệ số P/B | 34 |
| Hình 45: So sánh với các công ty cùng ngành..... | 34 |

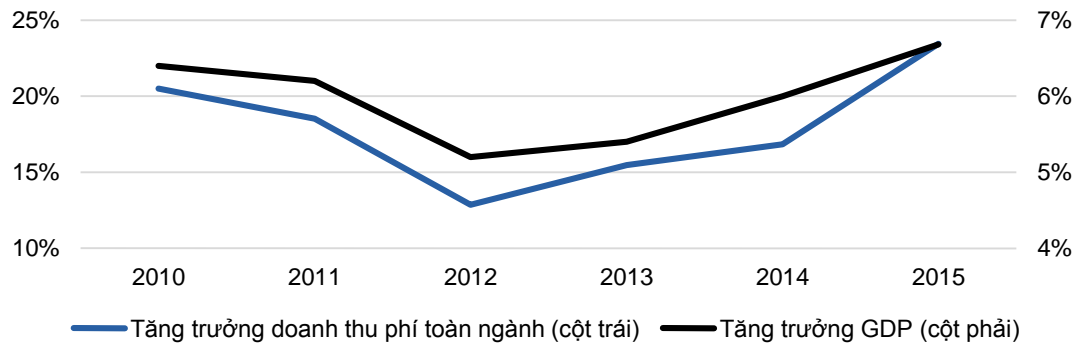
Phân tích ngành

Quy mô và tiềm năng thị trường

Thị trường bảo hiểm tại Việt Nam đã tăng trưởng nhanh trong những năm gần đây với tốc độ tăng trưởng trung bình của doanh thu phí bảo hiểm 17,4%/năm giai đoạn 2012-2015 với mảng bảo hiểm nhân thọ ghi nhận tăng trưởng 21,6%/năm và phi nhân thọ ghi nhận mức tăng trưởng 13,4%/năm. Tuy nhiên, tỷ lệ thâm nhập của ngành bảo hiểm tại Việt Nam trong năm 2015 chỉ đạt 2% và thấp hơn so với quốc gia ASEAN khoảng 3,5% (trong năm 2014)¹, các quốc gia ở Châu Á với mức 5,4% (trong năm 2013)² và mức trung bình Châu Âu 7,7% (trong năm 2013)³, đồng nghĩa với dư địa tăng trưởng vẫn còn dồi dào. Chính phủ Việt Nam đã đặt ra mục tiêu tỷ lệ đóng góp của ngành bảo hiểm trong GDP là 4% trong năm 2020. Chính phủ đã bắt đầu hỗ trợ cho mục tiêu này bằng việc xây dựng cơ sở pháp lý cho bảo hiểm nhân thọ và cùng với đó, áp dụng danh sách bảo hiểm phi nhân thọ bắt buộc như rủi ro cháy nổ, trách nhiệm dân sự dành cho xe cộ.

Các thống kê cho thấy mức tương quan lớn giữa tốc độ tăng trưởng GDP và tốc độ tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm lên đến 96,5%, cho thấy mối quan hệ mạnh mẽ của 2 yếu tố này. Tỷ lệ thâm nhập thấp, cùng với mức tương quan cao củng cố niềm tin của chúng tôi vào mức tăng trưởng cao kéo dài của ngành bảo hiểm.

Hình 1: Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm vs tăng trưởng GDP ở Việt Nam



Nguồn: Tổng Cục Thống kê (TCTK) và Cục Quản lý Giám sát Bảo hiểm

Tốc độ tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm có thể được ước tính bằng cách sử dụng tăng trưởng GDP thông qua công thức hồi quy tuyến tính (linear regression):

$$\text{Tăng trưởng thu nhập phí} = -19,711041 + 6,2953534 \times \text{Tăng trưởng GDP}$$

Chúng tôi sử dụng công thức hồi quy tuyến tính trong vòng 5 năm tới cho đến khi tỷ lệ thâm nhập của ngành bảo hiểm tại Việt Nam đạt khoảng 4%, tương ứng với mức hiện tại của ASEAN, và sau đó sử dụng thước đo chuẩn của khu vực để ước tính tốc độ tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm ước tính.

¹ Nguồn: Asean Insurance Markets - Global Counsel

² Nguồn: "What the Allied World/RSA Asia deal means for insurance M&A" - www.strategic-risk-global.com

³ Nguồn: European Insurance in Figures - Insurance Europe

Hình 2: Tốc độ tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm tại các thị trường bảo hiểm khác

| | Quốc gia | Năm | Tỷ lệ thâm nhập | Tốc độ tăng trưởng 2015 - 2020 | |
|--------|-------------|------|-----------------|-----------------------------------|--|
| | | | | (BMI research hoặc Towers Watson) | Nguồn |
| Nhóm 1 | Indonesia | 2015 | 2,5% | 10,3% | Global business guide Indonesia |
| | Philippines | 2016 | 1,8% | 8,1% | Insurance Asia News |
| | Thái Lan | 2016 | 4,1% | 14,0%(*) | Oxford business group |
| Nhóm 2 | Malaysia | 2014 | 3,2%(**) | 4,5% | www.oecd.org |
| | Hàn Quốc | 2014 | 12,6% | 7,0% | stats.oecd.org |
| | Hồng Kông | 2014 | 13,1%(**) | 7,2% | The Office of the Commissioner of Insurance of Hong Kong |
| | Singapore | 2014 | 6,0%(**) | 5,0% | www.oecd.org |
| Nhóm 3 | Nhật Bản | 2014 | 7,2% | 4,0% | stats.oecd.org |
| | Đan Mạch | 2014 | 10,6% | 4,0% | stats.oecd.org |
| | Úc | 2014 | 6,0% | 3,5% | stats.oecd.org |
| | Anh | 2014 | 11% | 3,5% | stats.oecd.org |
| | Mỹ | 2014 | 11% | 3,5% | stats.oecd.org |

(*) Tỷ lệ tăng trưởng giai đoạn 2008-2013

(**) Tỷ lệ thâm nhập ngành bảo hiểm nhân thọ

Chúng tôi kỳ vọng rằng sau năm 2020, Việt Nam sẽ ghi nhận các mức tăng trưởng tuần tự tương ứng với Nhóm 1, 2, và 3, theo khoảng thời gian tính theo thập kỷ.

Hình 3: Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm ước tính tại Việt Nam

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 20 năm tới | 20 năm tới | Tăng trưởng ổn định |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|------------|---------------------|
| Tăng trưởng GDP | 6,3% | 6,5% | 6,5% | 6,4% | 6,4% | | | |
| Tăng trưởng phí bảo hiểm | 19,8% | 21,2% | 21,2% | 20,6% | 20,6% | 10,8%(*) | 5,9%(**) | 3,7%(***) |

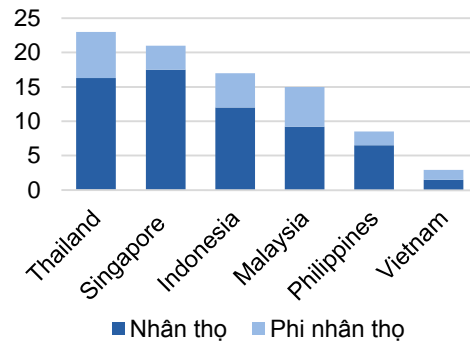
(*) tăng trưởng phí bảo hiểm trung bình tại Indonesia, Philippines và Thái Lan. Nguồn: BMI research và Towerswatson

(**) tăng trưởng phí bảo hiểm trung bình tại Malaysia, Singapore, Hồng Kông và Hàn Quốc. Nguồn: BMI research

(***) tăng trưởng phí bảo hiểm trung bình tại Nhật Bản, Đan Mạch, Úc, Anh và Mỹ. Nguồn: BMI research

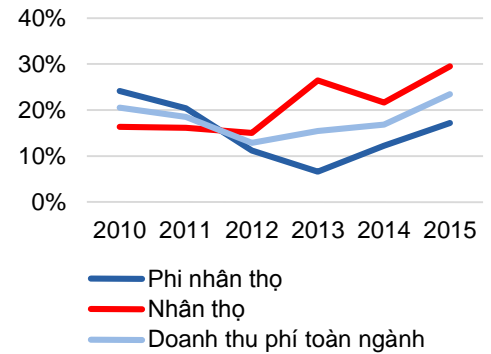
Chúng tôi lưu ý rằng trong khi bảo hiểm nhân thọ đang gia tăng đáng kể, tăng trưởng bảo hiểm phi nhân thọ đã chững lại trong những năm qua, dù mảng bảo hiểm phi nhân thọ vẫn phụ thuộc lớn vào tăng trưởng GDP với tỷ lệ tương quan 77%. Mảng bảo hiểm phi nhân thọ đang liên tục tăng trưởng chậm hơn mảng bảo hiểm nhân thọ nhân thọ kể từ năm 2012, và chúng tôi kỳ vọng rằng xu hướng này sẽ tiếp tục sau khi xem xét thông tin của các thị trường khác khi tỷ trọng doanh thu phí bảo hiểm từ bảo hiểm nhân thọ vượt bảo hiểm phi nhân thọ. (Hình 4 và Hình 5).

Hình 4: Doanh thu phí theo lĩnh vực tại ASEAN trong năm 2015 (tỷ USD)



Nguồn: Asean Insurance Markets - Global Counsel

Hình 5: Tăng trưởng doanh thu phí tại Việt Nam



Nguồn: Cục Quản lý Giám sát Bảo hiểm

Bảo hiểm phi nhân thọ

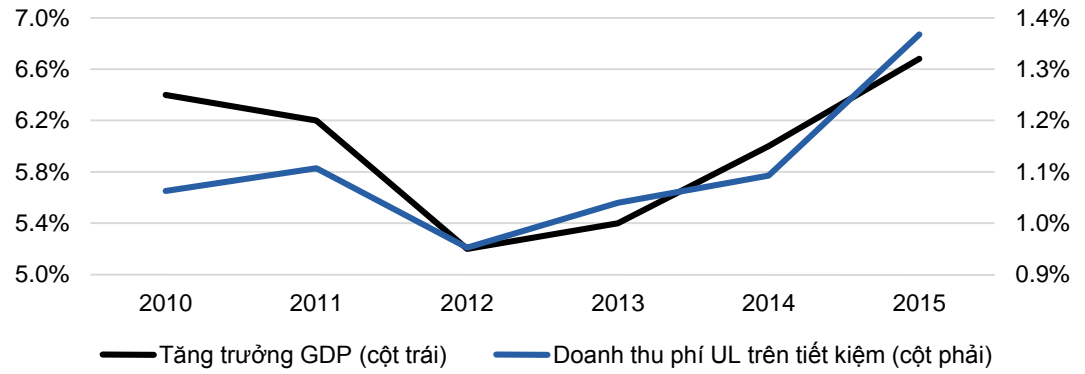
Bảo hiểm phi nhân thọ đã được bán tại Việt Nam kể từ khi Bảo Việt thành lập năm 1965. Bảo hiểm phi nhân thọ thường bao gồm bảo hiểm rủi ro ngắn hạn với thời gian bảo hiểm thông thường không kéo dài quá một năm. Tại Việt Nam, phần lớn doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ đến từ các sản phẩm bảo hiểm xe cơ giới, sức khỏe, BĐS, cháy nổ và thân tàu (hull), cùng với các loại hình bảo hiểm khác. Dù tỷ lệ tăng trưởng của bảo hiểm phi nhân thọ chậm hơn toàn ngành, chúng tôi cho rằng vẫn dư địa tăng trưởng vẫn còn khá lớn, đặc biệt là khi so sánh với các quốc gia láng giềng như Indonesia, Thái Lan và Malaysia (Hình 4).

Bảo hiểm nhân thọ

Bảo hiểm nhân thọ chính thức xuất hiện ở Việt Nam năm 1996 khi Bộ Tài chính cho phép BVH thử nghiệm sản phẩm bảo hiểm nhân thọ đầu tiên. Kể từ đó, thị trường bảo hiểm nhân thọ đã tăng trưởng nhanh chóng với tổng cộng 17 công ty đăng ký hoạt động ở thị trường, tốc độ tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm trong những năm gần đây hơn 20%, và khi nền kinh tế gặp khó khăn năm 2012, tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm vẫn giữ hơn 15% (Hình 5). Mức gia tăng doanh thu phí bảo hiểm được hỗ trợ bởi mức tăng trưởng GDP cao, vốn thúc đẩy thu nhập khả dụng và thái độ của người về kế hoạch cho tương lai. Thông thường sẽ có những mối tương quan giữa thu nhập khả dụng và tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ.

Thị trường bảo hiểm nhân thọ chủ yếu tập trung vào 2 sản phẩm là bảo hiểm hỗn hợp (endowment – thường là bảo hiểm và tiết kiệm) và bảo hiểm liên kết chung (universal life-UL), sản phẩm UL được giới thiệu năm 2009. Dù không có thống kê cụ thể, nhiều chuyên gia bảo hiểm đồng ý rằng sản phẩm UL có triển vọng lớn do bản chất kết hợp giữa tiết kiệm, đầu tư và bảo hiểm. Ý kiến này được hỗ trợ bằng thực tế rằng sản phẩm UL đã có diễn biến vượt trội đáng kể so với sản phẩm endowment trong những năm gần đây khi tính theo doanh thu phí bảo hiểm khai thác mới, có thể báo hiệu triển vọng tăng trưởng dài hạn của sản phẩm này.

Hình 6: Phí bảo hiểm UL tính theo phần trăm tiết kiệm ròng vs tăng trưởng GDP tại Việt Nam



Nguồn: TCTK, Ngân hàng thế giới và ước tính của VCSC

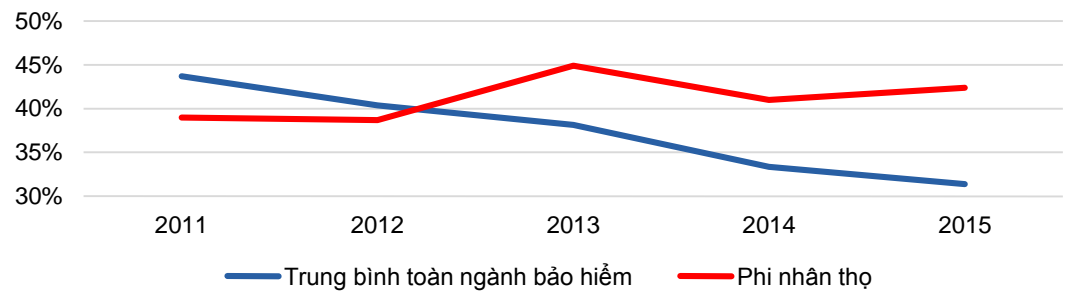
Rủi ro hệ thống

Bản chất của ngành bảo hiểm, vốn khác biệt với những khách hàng khác, là thứ tự dòng tiền. Các công ty bảo hiểm nhận tiền thanh toán từ khách hàng (phí bảo hiểm) trước khi thanh toán quyền lợi (chi phí bồi thường). Trong bối cảnh Việt Nam, một công ty bảo hiểm thông thường có thể có dòng tiền dương ở giai đoạn đầu tiên ở hợp đồng, nhưng sau đó có thể chịu dòng tiền âm giai đoạn sau đó khi phí bồi thường tăng cao; do đó, quản trị rủi ro do đó được xem là yếu tố chính cho việc quản lý dòng tiền.

Một chỉ báo quản lý rủi ro trong thị trường bảo hiểm là tỷ lệ tổn thất. Trong báo cáo này, do thông tin công bố hạn chế, chúng tôi sử dụng tỷ lệ tổn thất đơn giản

$$\text{Tỷ lệ tổn thất} = \frac{\text{Chi phí bồi thường}}{\text{Thu nhập phí bảo hiểm}}$$

Hình 7: Tỷ lệ tổn thất – trung bình ngành



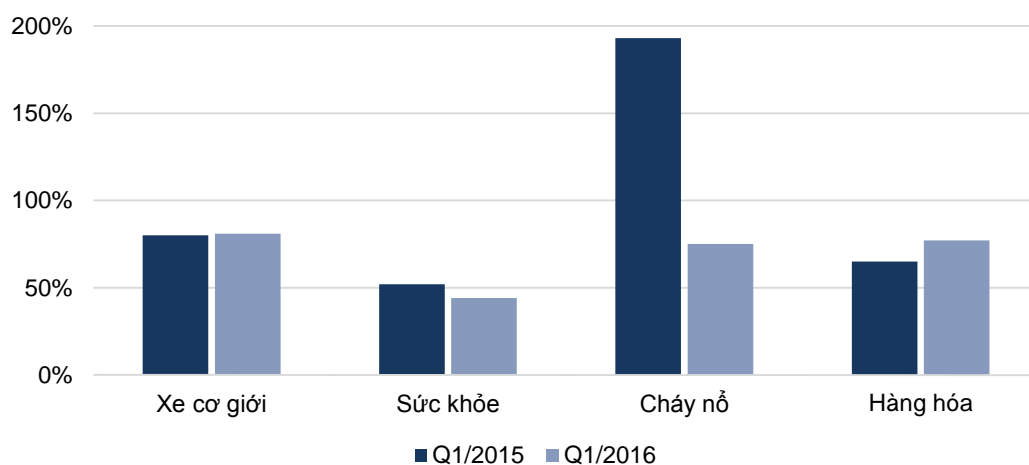
Nguồn: Cục Quản lý Giám sát Bảo hiểm, ước tính VCSC

Tỷ lệ tổn thất là chỉ báo tài chính thông thường đối với các công ty bảo hiểm. Công ty bảo hiểm nào thường xuyên ghi nhận tỷ lệ tổn thất cao sẽ có khả năng lớn rơi vào tình hình tài chính kém, vì phí bảo hiểm không đủ để thanh toán chi phí bồi thường, chi phí khác và sau đó để tạo ra lợi nhuận. Tỷ lệ tổn thất trong toàn ngành bảo hiểm đã giảm trong thời gian qua, bất chấp tỷ lệ tổn thất cao của mảng bảo hiểm phi nhân thọ. Điều này cho thấy mức tỷ lệ tổn thất thấp hơn của mảng bảo hiểm nhân thọ. Theo quan điểm của chúng tôi, lý do chính cho tỷ lệ tổn thất cao của ngành bảo hiểm phi nhân thọ là do mảng này thường dễ xảy ra tình trạng gian lận, số lượng lớn các công ty trong nước và cạnh tranh gay gắt. Điều này sẽ được chúng tôi đề cập kỹ hơn trong phần “**Error! Reference source not found.**”.

Một vấn đề đáng lưu ý khác là trực lợi bảo hiểm. Công ty bảo hiểm nào có tình trạng trực lợi bảo hiểm nghiêm trọng sẽ tạo ra các vấn đề gây tổn hại đạo đức. Theo báo cáo của Cục Quản lý Giám sát Bảo hiểm, cơ quan trực thuộc Bộ Tài chính, trong giai đoạn 2007-2014, tổng số vụ trực lợi bảo hiểm đã phát hiện và có bằng chứng cụ thể để từ chối chi trả bảo hiểm là gần 64.000 vụ, tăng trung bình 31,3%/năm. Tổng số tiền trực lợi khoảng 850 tỷ đồng, trung bình gần 110 tỷ đồng/năm. Chưa kể đến số hồ sơ bồi thường có dấu hiệu trực lợi nhưng DNBH không có bằng chứng rõ ràng để từ chối chi trả bảo hiểm, khiến các công ty bảo hiểm thất thoát hàng tỷ đồng, làm gián tiếp ảnh hưởng đến quyền lợi của người mua bảo hiểm. Số lượng vụ trực lợi bảo hiểm của các công ty bảo hiểm có thị phần lớn có thể đạt 2.000 vụ/năm. Sự kiện gần đây về trường hợp một người mua bảo hiểm tự cắt tay và chân của mình để đòi quyền lợi bảo hiểm lên đến 3,5 tỷ đồng đã được truyền thông đưa tin và nhấn mạnh tầm quan trọng của quản lý rủi ro bảo hiểm. Ngoài việc trực lợi bảo hiểm thông thường (như hủy hoại tài sản và sức khỏe), trực lợi với giấy tờ giả mạo hoặc cung cấp thông tin không trung thực ngày càng phổ biến. Trong nhiều trường hợp, các bệnh nhân đang mắc các căn bệnh, như ung thư và bệnh nan y khác trước khi mua bảo hiểm.

Hình 8 mô tả tỷ lệ tổn thất của một vài loại bảo hiểm phi nhân thọ trong quý 1 năm 2015 và cùng kỳ năm 2016. Sự kiện giàn khoan 981 làm dấy lên làn sóng biểu tình phản đối Trung Quốc tại Việt Nam, tổng chi phí bồi thường cho sự kiện này lên đến 5.000 tỷ đồng (224 triệu USD) với gần 700 đơn vị thụ hưởng. Đây là lý do chính của tỷ lệ tổn thất cao của bảo hiểm cháy nổ năm 2015. Do đó, yếu tố chủ chốt để quản lý rủi ro là tránh rủi ro tập trung khi chỉ tập trung vào lĩnh vực nhất định, và tái khẳng định rủi ro tiềm năng cho các công ty tái bảo hiểm.

Hình 8: Tỷ lệ tổn thất trung bình ngành trong mảng bảo hiểm phi nhân thọ quý 1/2015 vs quý 1/2016



Nguồn: Cục Quản lý Giám sát Bảo hiểm, VCSC ước tính

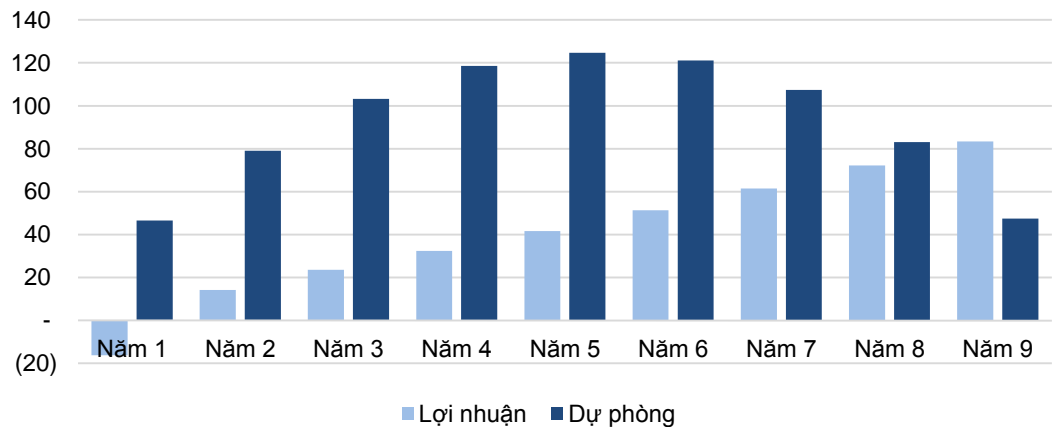
Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng đây việc không có lợi nhuận từ các hoạt động bảo hiểm là diễn biến bình thường, các công ty bảo hiểm thông thường sẽ sử dụng doanh thu phí bảo hiểm cho hoạt động đầu tư như phương thức chủ yếu tạo ra lợi nhuận trước khi phải thanh toán chi phí bồi thường. Đầu tư là động cơ tạo ra lợi nhuận chính cho các công ty bảo hiểm, phải tuân thủ theo quy định tại Nghị định 73/2016/ND-CP và Thông tư 125/2012/TT-BTC (được đề cập trong phần “**Error! Reference source not found.**”), được ban hành nhằm khuyến khích các khoản đầu tư an toàn nhưng có lợi suất cố định thấp, như tiền gửi có kỳ hạn và trái phiếu chính phủ. Do đó, rủi ro lãi suất sẽ có tác động đến kết quả hoạt động kinh doanh của các công ty bảo hiểm. Đối với các công ty bảo hiểm đầu tư vào chứng khoán và BĐS, rủi ro thị giá cũng là yếu tố quan trọng.

Các quy định pháp luật trong ngành bảo hiểm

Do thực tế rằng ngành bảo hiểm là ngành có lợi ích đại chúng, ngành này chịu sự giám sát theo quy định của Bộ Tài chính. Các công ty bảo hiểm có thể ghi nhận dòng tiền hoạt động dương khi hợp đồng bảo hiểm mới bắt đầu hiệu lực do phí bảo hiểm nhận từ khách hàng, tuy nhiên, các dòng tiền có thể âm trong tương lai khi các sự kiện bảo hiểm xảy ra. Do đó, các quy định yêu cầu các công ty bảo hiểm phải ghi nhận các khoản dự phòng, gọi là “dự phòng nghiệp vụ”, cho những nghĩa vụ trong tương lai. Trong một vài trường hợp, trong mảng bảo hiểm nhân thọ, khoản dự phòng nghiệp vụ ban đầu sẽ lớn đến nỗi có thể tạo ra lỗ trong năm đầu tiên khi chi phí hoa hồng và bán hàng ở mức cao (lưu ý rằng tại Việt Nam, chi phí hoa hồng cho bảo hiểm nhân thọ phải ghi nhận ngay trong năm phát sinh). Do đó, việc một hợp đồng bảo hiểm nhân thọ ghi nhận lỗ trong năm đầu tiên là một diễn biến bình thường, và bắt đầu thu hồi dần trong các năm tiếp theo, nếu không có yêu cầu bồi thường.

Hình 9 mô tả một trường hợp hợp đồng bảo hiểm nhân thọ có thời hạn kéo dài 10 năm và dự phòng nghiệp vụ ước tính dựa trên quyền lợi thực thể với mức chiết khấu kỹ thuật để tính toán dự phòng bằng 80% lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm, theo quy định của TT 125/2012/TT-BTC. Trong năm đầu tiên, công ty ghi nhận lỗ từ hoạt động bảo hiểm nhân thọ cho hợp đồng này do phí hoa hồng, bán hàng và dự phòng nghiệp vụ lớn (chi phí hoa hồng trong năm đầu tiên lên đến 40%, cao hơn nhiều so với các năm tiếp theo với mức 5% - 10% theo TT 124/2012/TT-BTC).

Hình 9: Lợi nhuận và dự phòng nghiệp vụ tích lũy theo hợp đồng – mô tả



Nguồn: VSCS ước tính

Tuy nhiên, khoản dự phòng nghiệp vụ không ảnh hưởng đến dòng tiền. Khoản mục này được ghi nhận trong các trên nợ phải trả của bảng cân đối kế toán cho thấy nghĩa vụ tương lai, và các công ty bảo hiểm được phép sử dụng nguồn tiền này cho các hoạt động đầu tư miễn là các hoạt động đầu tư này không được đánh giá “quá rủi ro” hoặc “quá kém thanh khoản” do các công ty bảo hiểm có thể cần thanh lý các khoản này khi cần thanh toán nghĩa vụ bảo hiểm.

Nghị định 73/2016/ND-CP quy định về hoạt động đầu tư của các công ty bảo hiểm, theo đó, vốn CSH và dự phòng nghiệp vụ có thể được sử dụng để thực hiện hoạt động đầu tư. Việc đầu tư từ vốn CSH có thể bằng với vốn pháp định hoặc một mức chuẩn được quy định trong Nghị định gọi là “biên khả năng thanh toán tối thiểu”, tùy theo số nào lớn hơn. Nghị định yêu cầu ít nhất 25% và 5% dự phòng nghiệp vụ lần lượt cho bảo hiểm phi nhân thọ và bảo hiểm nhân thọ, sẽ được gửi vào các tổ chức tín dụng hoạt động tại Việt Nam. Các công ty bảo hiểm được phép sử dụng phần dự phòng nghiệp vụ còn lại để đầu tư không giới hạn vào trái phiếu Chính phủ, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và tiền gửi có kỳ hạn, trong khi đó có giới hạn đầu tư của các khoảng đầu tư khác, như cổ phiếu, trái phiếu doanh nghiệp, BĐS, ...

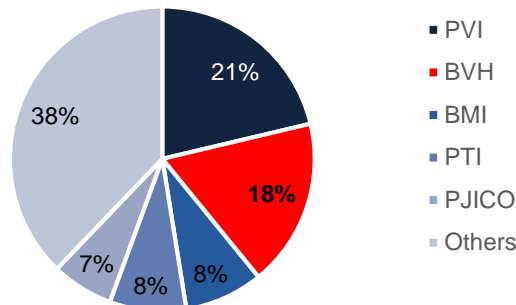
Thông tư 125/2012/TT-BTC cũng quy định các điều kiện tài chính bổ sung đối với các công ty bảo hiểm khi quy định chi tiết định nghĩa “biên khả năng thanh toán”. Nhìn chung, biên khả năng thanh toán phần chênh lệch giữa giá trị tài sản có điều chỉnh và các khoản nợ phải trả của doanh nghiệp bảo hiểm. Tính theo tài sản, tài sản càng an toàn, mức chấp nhận càng cao theo TT quy định (ví dụ mức chấp nhận của tiền mặt là 100%, trái phiếu doanh nghiệp đảm bảo là 99%, chứng khoán niêm yết là 85%, chứng khoán không niêm yết là 80%, tài sản cố định hữu hình là 75%...). Do đó, biên khả năng thanh toán theo tính toán càng gần biên khả năng thanh toán tối thiểu, công ty bảo hiểm sẽ càng kém linh hoạt hơn khi lựa chọn hình thức đầu tư. Tóm lại, các quy định giúp các công ty bảo hiểm không đầu tư quá tràn lan vào tài sản kém thanh khoản.

Bức tranh cạnh tranh

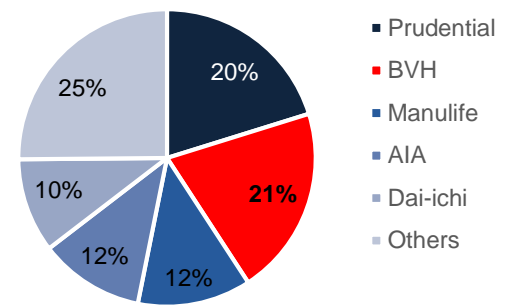
Hiện tại, thị trường bảo hiểm phi nhân thọ và bảo hiểm nhân thọ được thống trị bởi 5 công ty. Trong mảng bảo hiểm phi nhân thọ, top 5 công ty hàng đầu đều là các công ty trong nước, trong khi mảng bảo hiểm nhân thọ phần lớn là các công ty đa quốc gia. Điều này có thể lý giải rằng là do mảng bảo hiểm nhân thọ cần quản lý rủi ro và kỹ năng quản trị bảo hiểm hiện đại, điều vẫn còn khá yếu kém đối với các công ty trong nước.

Hình 10 và Hình 11 mô tả thị phần của các công ty bảo hiểm lớn trong thị trường và nhấn mạnh rằng BVH là công ty duy nhất thống trị cả hai mảng bảo hiểm phi nhân thọ và bảo hiểm nhân thọ.

Hình 10: Thị phần bảo hiểm phi nhân thọ (quý 1/2016)



Hình 11: Thị phần bảo hiểm nhân thọ (quý 1/2016)



Nguồn: Cục Quản lý Giám sát Bảo hiểm

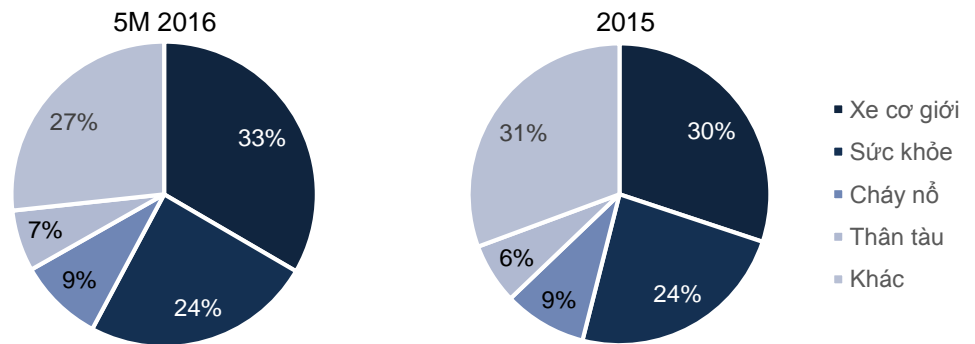
Bảo hiểm phi nhân thọ

Các công ty bảo hiểm phi nhân thọ hiện đang đối mặt với cạnh tranh gay gắt. Dù không có thống kê chính thức nào bởi cơ quan quản lý hoặc hiệp hội bảo hiểm, theo Cục Quản lý Cạnh tranh Việt Nam, hiện đang có cuộc chiến giành thị phần trong ngành bảo hiểm phi nhân thọ, đặc biệt là bảo hiểm xe cơ giới và sức khỏe.

Theo các chuyên gia của ngành bảo hiểm, các sản phẩm bảo hiểm thường khá tương đồng và khi một sản phẩm mới ra đời tại một công ty bảo hiểm được khách hàng đánh giá là “hấp dẫn”, sản phẩm này có thể được các công ty bảo hiểm khác áp dụng nhanh chóng. Các công ty bảo hiểm phi nhân thọ thường cạnh tranh bằng cách giảm phí và tăng hoa hồng (dù bị giới hạn bởi quy định, các công ty bảo hiểm có thể lách luật khi chuyển sang chi phí bán hàng hoặc thậm chí là chi phí G&A). Mặc dù những phương pháp cạnh tranh này có thể giúp công ty bảo hiểm tăng doanh thu phí bảo hiểm và tăng thị phần, chi phí bồi thường liên quan đến những chính sách chấp nhận rủi ro cao này có thể tạo ra những tác động tiêu cực đến KQKD. Có một số chuyên gia cho biết một doanh nghiệp lớn hoạt động trong mảng thị trường bảo hiểm phi nhân thọ đã bị ảnh hưởng bởi những chiến thuật này và buộc phải tái cơ cấu danh mục khách hàng. Nói chung, có khoảng 45-50% doanh thu phí bảo hiểm trong mảng bảo hiểm

phi nhân thọ đến từ các khách hàng tổ chức, đây là đối tượng khách hàng nhạy cảm với chính sách giá. Do đó, công ty bảo hiểm bắt buộc phải cạnh tranh mạnh với nhau, tương phản với thị trường bảo hiểm nhân thọ khi nguồn khách hàng chính là cá nhân và các hộ gia đình. Hình 7 cho thấy tỷ lệ tổn thất của mảng bảo hiểm phi nhân thọ ở mức cao so với thị trường chung trong những năm qua, đồng nghĩa với việc cạnh tranh sẽ cao hơn nhiều. Tuy nhiên, như được mô tả trong phần “**Error! Reference source not found.**” bảo hiểm phi nhân thọ vẫn còn dư địa tăng trưởng, với động cơ tăng trưởng sẽ là mảng bảo hiểm xe cơ giới và sức khỏe.

Hình 12: Đóng góp của doanh thu phí bảo hiểm theo từng dòng sản phẩm – thị trường bảo hiểm phi nhân thọ



Nguồn: Cục Quản lý Giám sát Bảo hiểm

Bảo hiểm nhân thọ

Tương phản với bảo hiểm phi nhân thọ, cạnh tranh giữa các công ty bảo hiểm nhân thọ kém căng thẳng hơn, chủ yếu do thực tế rằng phần lớn khách hàng là khách hàng cá nhân. Bên dưới cho thấy số lượng công ty bảo hiểm nhân thọ hoạt động tại Việt Nam ít nhất, đặc biệt là khi so sánh với Indonesia và Philippines. Và dù quy mô dân số thành thị Việt Nam nhỏ hơn (theo quan điểm của chúng tôi, dân số thành thị là khách hàng mục tiêu cho bảo hiểm nhân thọ), tỷ lệ dân số chia cho số công ty bảo hiểm nhân thọ vẫn cao hơn tại Malaysia, Thái Lan, Philippines và Singapore. Khi so sánh với Singapore và Malaysia, vốn đã có tỷ lệ đô thị hóa lớn, tốc độ gia tăng tỷ lệ đô thị hóa cùng với tăng trưởng GDP đồng nghĩa với việc vẫn còn dư địa lớn cho các công ty bảo hiểm tại Việt Nam có thể tăng trưởng mà không cần chấp nhận rủi ro cao.

Hình 13 bên dưới cho thấy số lượng công ty bảo hiểm nhân thọ hoạt động tại Việt Nam ít nhất, đặc biệt là khi so sánh với Indonesia và Philippines. Và dù quy mô dân số thành thị Việt Nam nhỏ hơn (theo quan điểm của chúng tôi, dân số thành thị là khách hàng mục tiêu cho bảo hiểm nhân thọ), tỷ lệ dân số chia cho số công ty bảo hiểm nhân thọ vẫn cao hơn tại Malaysia, Thái Lan, Philippines và Singapore. Khi so sánh với Singapore và Malaysia, vốn đã có tỷ lệ đô thị hóa lớn, tốc độ gia tăng tỷ lệ đô thị hóa cùng với tăng trưởng GDP đồng nghĩa với việc vẫn còn dư địa lớn cho các công ty bảo hiểm tại Việt Nam có thể tăng trưởng mà không cần chấp nhận rủi ro cao.

Hình 13: Tỷ lệ dân số/công ty bảo hiểm nhân thọ tại ASEAN

| Quốc gia | Số công ty bảo hiểm | Tỷ lệ đô thị hóa (%) năm 2015 | Tổng dân số độ tuổi 15 – 64 (triệu người) | Dân số độ tuổi 15 - 64 sống tại thành thị (triệu người) | Dân số/công ty bảo hiểm nhân thọ (triệu người) |
|-------------|---------------------|-------------------------------|---|---|--|
| Indonesia | 41 | 54% | 171 | 92 | 2,3 |
| Việt Nam | 14 | 34% | 64 | 22 | 1,6 |
| Malaysia | 15 | 75% | 21 | 16 | 1,1 |
| Thái Lan | 24 | 50% | 50 | 25 | 1,0 |
| Philippines | 34 | 44% | 64 | 28 | 0,8 |
| Singapore | 19 | 100% | 4 | 4 | 0,2 |

Khác với các quốc gia phát triển khi người dân thường để dành một phần thu nhập cho quỹ hưu trí, Luật lao động Việt Nam không yêu cầu khoản này. Thay vào đó, Nhà nước yêu cầu người sử dụng lao động và người lao động đóng góp khoản vào quỹ bảo hiểm xã hội, sẽ được sử dụng khi người lao động về hưu. Tuy nhiên, cùng với vấn đề lão hóa dân số, sụt giảm tỷ lệ giữa số người đóng góp và số người nhận tiền từ quỹ này, Chính phủ có thể sẽ chuyển đổi sang kế hoạch quỹ hưu trí tương tự các quốc gia phát triển. Khi điều này diễn ra, chúng tôi kỳ vọng ngoài khoản sản phẩm endowment và UL (cung cấp cho mục đích giữa bảo vệ và đầu tư), thị trường cũng sẽ tập trung vào sản phẩm hưu trí chi trả quyền lợi hàng năm cho người nghỉ hưu.

Sự khác biệt với những công ty bảo hiểm nước ngoài

Tài sản chi phí thu tóm chưa phân bổ (Deferred-acquisition-costs-DAC), vốn thường bằng khoảng một nửa đến $\frac{3}{4}$ vốn điều lệ của các công ty bảo hiểm quốc tế, là chi phí hoa hồng & chi phí bán hàng vốn hóa vẫn chưa được phân bổ vào báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh. Khoản DAC là khá nhỏ đối với các công ty bảo hiểm Việt Nam, khi quy định kế toán hiện hành chỉ cho phép trì hoãn chi phí hoa hồng của bảo hiểm phi nhân thọ, thường chỉ kéo dài trong 1 năm, trong khi chi phí hóa hồng và bán hàng của bảo hiểm nhân thọ được yêu cầu ghi nhận khi phát sinh. Do đó, ít có khả năng DAC được ghi nhận cao hơn thực tế hoặc tỷ lệ hủy hợp đồng thấp hơn thực tế, và cũng do đó, thường không có khoản điều chỉnh DAC “bù đắp” được ghi nhận là “chi phí bất thường” một vài năm sau khi hợp đồng bảo hiểm nhân thọ có hiệu lực.

Tổng quan công ty

Các cột mốc đáng chú ý

Tập đoàn Bảo Việt (BVH) hiện là tập đoàn tài chính cung cấp nhiều sản phẩm đến khách hàng. Nguồn gốc mảng bảo hiểm phi nhân thọ của BVH bắt đầu từ mô hình Công ty Bảo hiểm Việt Nam thành lập năm 1965, là một công ty thuộc sở hữu nhà nước tập trung vào bảo hiểm phi nhân thọ. BVH bắt đầu cổ phần hóa năm 2007 và niêm yết cổ phiếu trên Sàn GDCK TP HCM (HSX) năm 2009. Trong giai đoạn 2007-2009, HSBC đã mua 18% cổ phần BVH, với mục tiêu tăng tỷ lệ sở hữu lên 25%. Tuy nhiên, trong giai đoạn khó khăn của thị trường năm 2012, HSBC quyết định bán các tài sản bảo hiểm phi nhân thọ trên toàn cầu cho AXA SA và QBE Insurance Group Ltd. Mảng bảo hiểm của HSBC tại Việt Nam cũng được bán cho Sumitomo Life, một trong những công ty bảo hiểm lớn nhất Nhật Bản, vốn đang đối mặt với sự chững lại của thị trường tại Nhật Bản và triển vọng tăng giá của đồng JPY, trong khi cho rằng tiềm năng tăng trưởng cao hơn ở các thị trường nước ngoài. Sumitomo đã mua 18% cổ phần của BVH với giá xấp xỉ 65.000 đồng/CP, gấp đôi so với thị giá ở thời điểm đó. BVH và Sumitomo đã ký kết thỏa thuận, trong đó Sumitomo giúp cải thiện công nghệ và quản lý tại BVH.

Các cột mốc chính của BVH được thể hiện trong bảng bên dưới:

Hình 14: Các cột mốc đáng chú ý của BVH

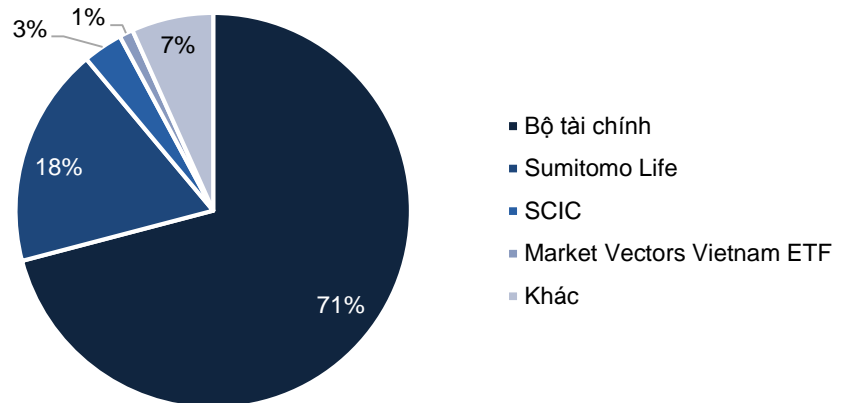
| Năm | Sự kiện |
|------|--|
| 1965 | Thành lập Công ty Bảo hiểm Việt Nam để thực hiện nhu cầu bảo hiểm phi nhân thọ |
| 1989 | Chuyển đổi Công ty Bảo hiểm Việt Nam thành Tổng Công ty Bảo hiểm Việt Nam |
| 1996 | Đưa ra thị trường dịch vụ bảo hiểm nhân thọ lần đầu tiên ở Việt Nam |
| 1999 | Thành lập Công ty Chứng khoán Bảo Việt - Công ty chứng khoán đầu tiên ở Việt Nam |
| 2004 | Tách mảng bảo hiểm phi nhân thọ và thành lập một đơn vị hạch toán độc lập - Bảo Việt Việt Nam Bảo hiểm Nhân thọ Việt Nam (Bảo Việt nhân thọ) được thành lập và chính thức đi vào hoạt động, là đơn vị hạch toán độc lập với 61 công ty trực thuộc |
| 2005 | Thành lập Công ty Quản lý Quỹ Đầu Tư Chứng Khoán Bảo Việt |
| 2007 | Bảo Việt Việt Nam chính thức trở thành Tổng Công ty bảo hiểm Bảo Việt (Bảo hiểm Bảo Việt) Thành lập Tập đoàn Bảo Việt (BVH). Thực hiện IPO. HSBC mua 10% cổ phần BVH |
| 2008 | Thành lập Ngân hàng Thương mại cổ phần Bảo Việt (Bảo Việt Bank) BVH niêm yết trên sàn HSX |
| 2009 | Ngân hàng Thương mại cổ phần Bảo Việt HSBC tăng cổ phần tại BVH lên 18% |
| 2011 | Tăng vốn điều lệ lên 6,8 nghìn tỷ đồng thông qua phát hành riêng lẻ cho cổ đông hiện hữu |
| 2012 | HSBC bán cổ phần cho Sumitomo, một trong những công ty bảo hiểm lớn nhất Nhật Bản Bảo Việt Bank tăng vốn điều lệ lên 3 nghìn tỷ đồng |
| 2013 | Bảo hiểm Bảo Việt và Bảo Việt nhân thọ tăng vốn điều lệ lên 2 nghìn tỷ đồng Bảo Việt Bank thực hiện phát hành riêng lẻ để tăng vốn điều lệ từ 3 nghìn tỷ đồng |
| 2014 | lên 3,15 nghìn tỷ đồng. giảm cổ phần năm giữ của BVH từ 52% còn 49,52%. Bảo Việt Bank không còn là công ty con của BVH |

Nguồn: <http://www.baoviet.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu và ban lãnh đạo

Kể từ khi IPO năm 2007, khi BVH phát hành lượng cổ phiếu tương đương 8,74% sau phát hành mới cho nhà đầu tư mới, cho đến thời điểm hiện tại, Chính phủ thông qua đại diện là Bộ Tài chính và SCIC, có lượng cổ phần giảm còn 74,17%. BVH đã thu hút nhà đầu tư nước ngoài, từ các NĐT chiến lược (HSBC trong quá khứ và Sumitomo Life ở hiện tại) cho đến NĐT tài chính (các quỹ ngoại). Hiện tại, các cổ đông lớn của BVH được thể hiện trong hình dưới:

Hình 15: Cơ cấu sở hữu của BVH



Nguồn: *cafef.vn*

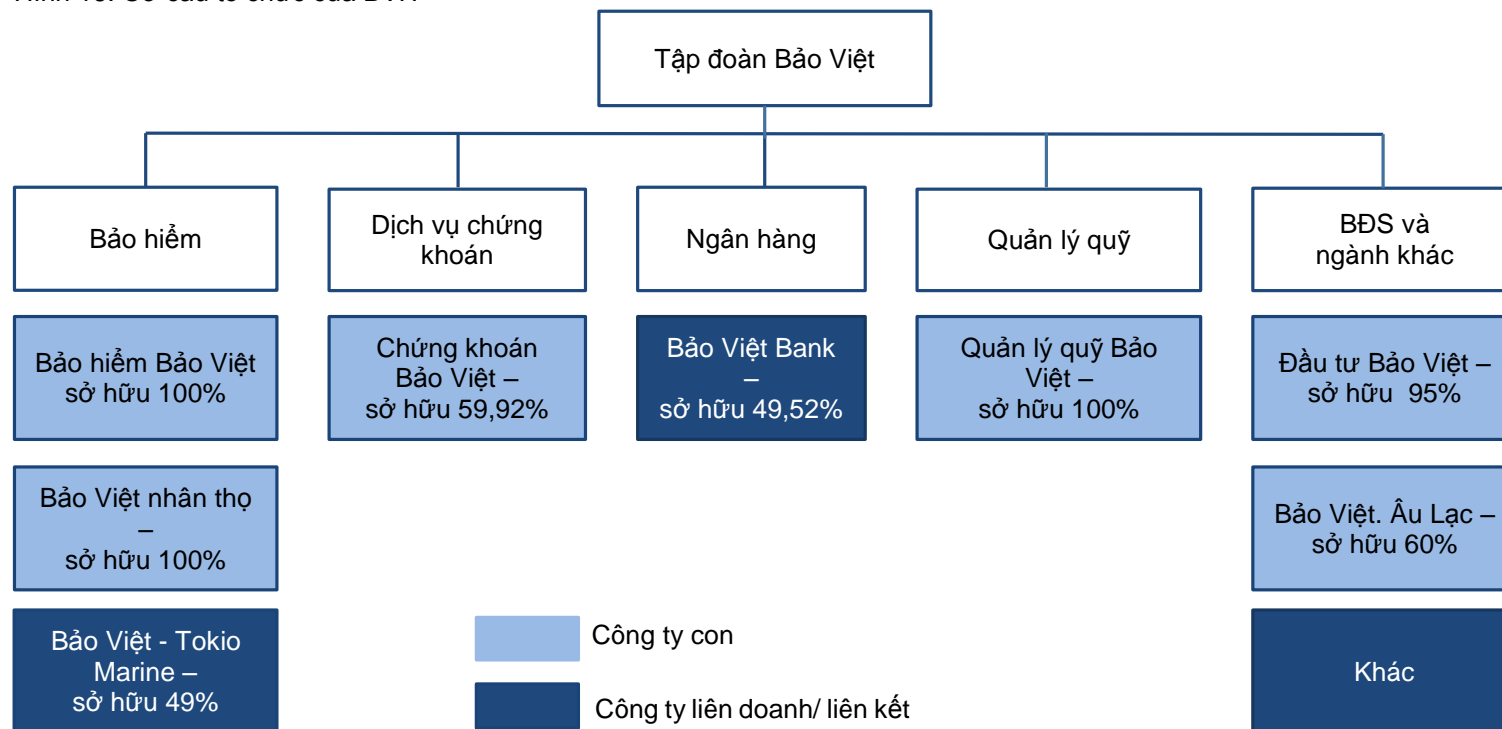
Như đã đề cập, việc lỗ trong hoạt động bảo hiểm không phải là diễn biến bất thường, do khoản lỗ này sẽ được bù đắp bởi lợi nhuận đầu tư được tạo ra từ dòng tiền từ doanh thu phí bảo hiểm. Thực tế, BVH có mối quan hệ tốt với Chính phủ giúp công ty trong các quá trình quyết định đầu tư, khi TPCP vẫn là kênh đầu tư chính.

Liên quan đến ban lãnh đạo công ty, chúng tôi ấn tượng khi độ tuổi trung bình của ban lãnh đạo công ty là khá trẻ so với các CTCP khác có cổ đông Nhà nước chiếm đa số như BIDV, VCB và VNM. Ông Nguyễn Quang Phi được bổ nhiệm là Tổng giám đốc của BVH năm 2014 ở tuổi 41 với 16 năm kinh nghiệm trong ngành bảo hiểm. Tương tự, các thành viên khác trong ban giám đốc đều có năng lực và hơn 15 năm kinh nghiệm, như ông Nguyễn Anh Tuấn – Giám đốc Khối quản lý Hoạt động (39 tuổi), ông Phạm Ngọc Tú – Giám đốc Tài chính (37 tuổi), ông Nguyễn Minh Hoàng – Giám đốc khối Chiến lược và Đầu tư (41 tuổi). Ban lãnh đạo khá trẻ này đã giúp đưa ra kế hoạch hoạt động chiến lược giai đoạn 2016-2020 để cải thiện hiệu quả quản lý và hoạt động kinh doanh của BVH.

Sản phẩm và dịch vụ

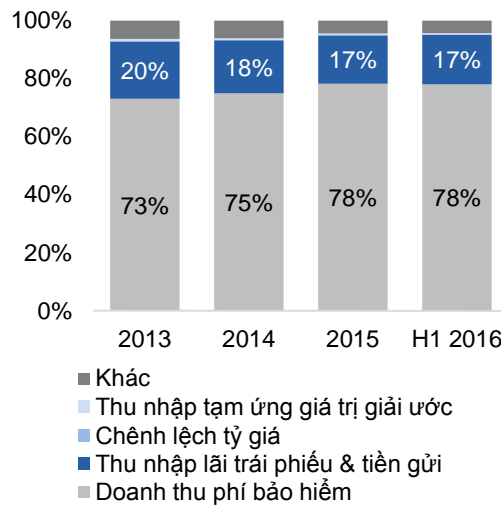
BVH có 4 công ty con trong mảng dịch vụ tài chính (bảo hiểm, quản lý quỹ và dịch vụ chứng khoán), 1 công ty con thực hiện đầu tư vào các doanh nghiệp và một công ty con cung cấp dịch vụ dạy lái xe. BVH cũng có 6 công ty liên kết và 1 công ty liên doanh trong nhiều ngành từ dịch vụ tài chính (bảo hiểm và ngân hàng) đến bệnh viện và xây dựng.

Hình 16: Cơ cấu tổ chức của BVH

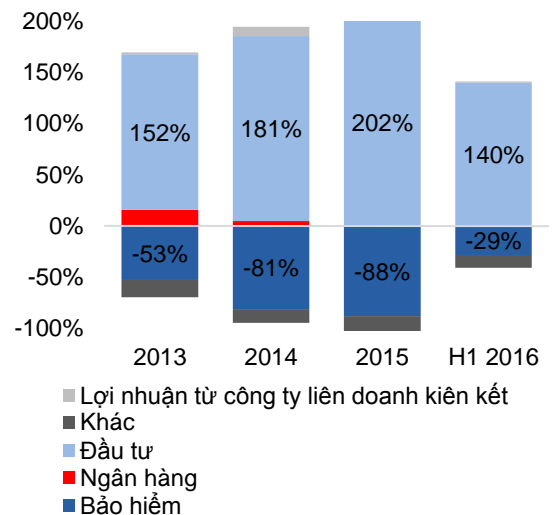


Mặc dù về mặt lý thuyết, BVH có thể được xem như là một tập đoàn đa ngành do các dịch vụ và sản phẩm cung cấp đa dạng cho khách hàng. Hình 17 và Hình 18 cho thấy hoạt động kinh doanh cốt lõi vẫn là đầu tư tài chính và bảo hiểm. Trong 6 tháng đầu năm 2016, doanh thu từ bảo hiểm và thu nhập từ lãi từ hoạt động đầu tư đóng lần lượt 78% và 17% tổng doanh thu. Trong cùng kỳ, LNTT từ bảo hiểm và đầu tư tài chính cũng đóng vai trò là yếu tố chính dẫn dắt kết quả kinh doanh nói chung. Phần màu đỏ trong Hình 18 tương ứng với mức đóng góp của ngân hàng Bảo Việt, đơn vị này không còn là công ty con của BVH kể từ năm 2014. BVH hiện tại đang xem ngân hàng Bảo Việt là một công ty liên kết, do đó, lợi nhuận đóng góp từ ngân hàng này được ghi nhận trong phần “lợi nhuận từ công ty LD/LK khác”, khá nhỏ so với con số hợp nhất của hoạt động bảo hiểm và đầu tư tài chính. Do đó, chúng tôi sẽ không đề cập sâu hơn đến các mảng kinh doanh khác từ hai yếu tố đóng góp chính khi chúng tôi đánh giá và nhận định BVH.

Hình 17: Đóng góp cho tổng doanh thu của BVH



Hình 18: Đóng góp cho LNTT của BVH



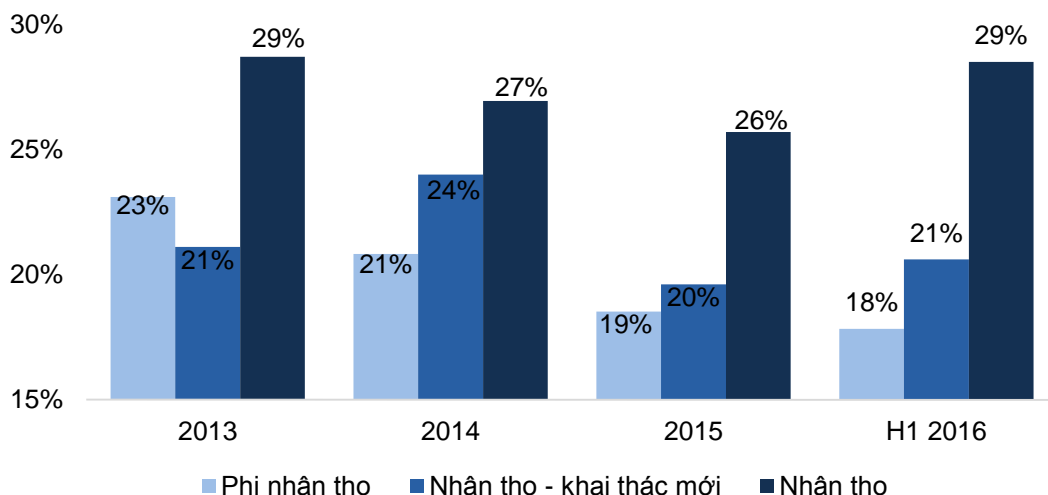
Nguồn: Báo cáo tài chính BVH

Trong ngành bảo hiểm, BVH được xem là một trong những công ty hàng đầu với thị phần lớn (Hình 10 và Hình 11). Trong khi trong ngành ngân hàng, dịch vụ chứng khoán và quản lý quỹ, BVH vẫn chưa cho thấy sức mạnh của mình. Chúng tôi sẽ đề cập chi tiết hơn đến các công ty trong tập đoàn trong phần “Vị thế thị trường” bên dưới.

Vị thế thị trường

BVH cung cấp nhiều sản phẩm tài chính bao gồm bảo hiểm, ngân hàng, môi giới chứng khoán và quản lý quỹ. Nhìn chung, Bảo hiểm Nhân thọ Bảo Việt và Bảo hiểm Bảo Việt liên tục dẫn dắt thị phần trong nhiều năm qua (Hình 19), Công ty chứng khoán Bảo Việt có thể mạnh trong mảng giao dịch TPCP do mối quan hệ tốt với Chính phủ, trong khi ngân hàng Bảo Việt và Bảo Việt Fund có quy mô khá nhỏ trong ngành.

Hình 19: Thị phần của BVH trong ngành bảo hiểm



Nguồn: Cục Quản lý Giám sát Bảo hiểm

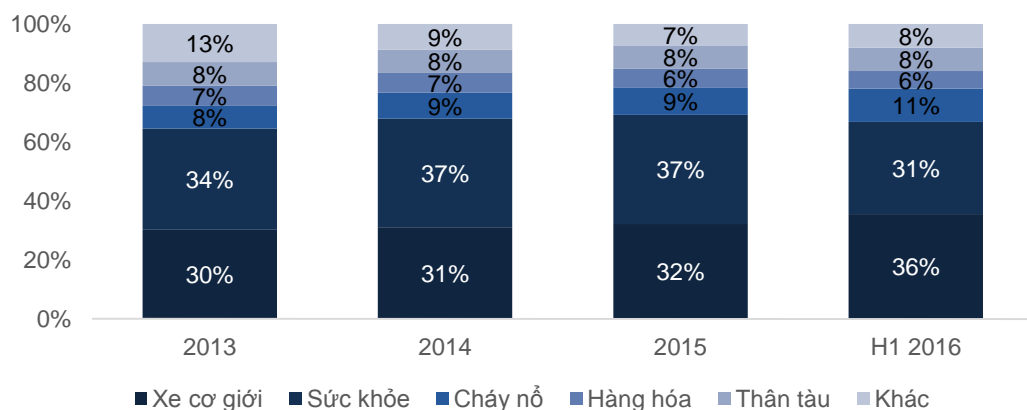
Mảng bảo hiểm

Trong thị trường bảo hiểm phi nhân thọ, BVH là công ty xếp thứ hai tính về thị phần, chỉ sau PVI (Hình 10), với tỷ lệ thị phần bỏ xa đối thủ thứ xếp thứ ba. Do đó, không có bằng chứng cụ thể nào về việc vị thế của BVH sẽ bị đe dọa bởi các đối thủ khác trong tương lai gần. BVH có lợi thế cạnh tranh nhờ mạng lưới lớn và mối quan hệ tốt với Chính phủ, đặc biệt là các doanh nghiệp nhà nước. Một vài ví dụ cho những mối quan hệ này là:

- BVH được lựa chọn là công ty bảo hiểm cho vệ tinh Vinasat trong năm 2016, năm thứ 9 liên tiếp; và
- BVH nắm giữ thị phần lớn nhất trong mảng bảo hiểm học sinh/sinh viên (6 tháng 2016, bảo hiểm học sinh/sinh viên tăng 54,5% YoY với tỷ lệ tổn thất trung bình chỉ 20% - Nguồn: tinnhanhchungkhoan), thường yêu cầu mối quan hệ tốt với ban lãnh đạo của các trường học/đại học, khiến các đối thủ khó cạnh tranh.

Chúng tôi nhìn thấy trong Hình 20, danh mục sản phẩm của BVH có thể đại diện cho cả thị trường bảo hiểm nói chung, với sự tập trung lớn vào bảo hiểm xe cơ giới và sức khỏe. Do đó, chúng tôi cho rằng cho đến khi nào hai dòng sản phẩm chính này vẫn là yếu tố chính dẫn dắt tăng trưởng bảo hiểm phi nhân thọ, doanh thu phí bảo hiểm sẽ vẫn còn tiềm năng gia tăng.

Hình 20: Mảng bảo hiểm phi nhân thọ – đóng góp cho doanh thu phí bảo hiểm gốc (GWP) tại BVH



Nguồn: Báo cáo tài chính BVH

Trong thị trường bảo hiểm nhân thọ, BVH xếp thứ hai về tổng thị phần sau Prudential, một công ty bảo hiểm nước ngoài kể từ năm 2013 (không có dữ liệu thống kê thị trường trước năm 2013). Trong 6 tháng 2016, BVH đã vượt mặt Prudential, trở thành công ty bảo hiểm có thị phần lớn nhất tính theo cả doanh thu phí bảo hiểm khai thác mới và doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ nói chung. Theo quan điểm của chúng tôi, doanh thu phí bảo hiểm khai thác mới là một chỉ báo quan trọng cho triển vọng dài hạn của các công ty bảo hiểm nhân thọ, do thời hạn hợp đồng thường kéo dài 10-20 năm. BVH có lợi thế cạnh tranh khi có hệ thống đại lý lớn. Tại Việt Nam, so với các thị trường khác, hạ tầng tài chính và kỹ thuật số thấp. Sự thâm nhập số còn thấp đồng nghĩa với việc bảo hiểm được bán chính thông qua kênh phân phối “truyền thống”, như đại lý và một chừng mực nào đó là các công ty môi giới bảo hiểm.

“Sự quan trọng của sự phân phối độc lập cho thấy ngành kinh doanh bảo hiểm nhân thọ thường có xu hướng diễn biến theo mô hình “kẻ thua trận” trong ngành bảo hiểm. Nói một cách khác, khi một công ty phân phối có sự tiếp cận đến nhiều nhiều công ty bảo hiểm khác nhau, công ty bảo hiểm nào tích cực nhất (trong việc chi trả chi phí hoa hồng cao hơn, phí bảo hiểm thấp hơn, các tính năng sản phẩm nhiều hơn) có khả năng lớn sẽ giành chiến thắng” –

Bank of America Merrill Lynch Primer 2014: The Life Insurance Prospectus

Tuy nhiên, tình huống này không áp dụng cho thị trường Việt Nam, khi các đại lý ở Việt Nam chỉ được làm việc cho một công ty bảo hiểm duy nhất ở cùng một thời điểm, theo quy định của pháp luật.

Theo thống kê của tapchitaichinh.vn tính đến tháng 03/2014, có 225.287 nghìn đại lý trong thị trường bảo hiểm nhân thọ, trong đó, Prudential có hệ thống 106.608 nghìn đại lý, tiếp theo là Bảo hiểm nhân thọ Bảo Việt với 37.426 đại lý (cuối năm 2015: 90:930 đại lý) và Dai-ichi Life với 22.030 đại lý. Dù tất cả các công ty này đều nằm trong top 5 tính theo thị phần, Hình 21 cho thấy các đại lý Bảo Việt Life có hiệu quả hơn đáng kể so với đối thủ cạnh tranh Prudential. Đây có thể là nguyên nhân giúp BVH vượt Prudential về thị phần trong quý 1/2016.

Hình 21: Thị phần doanh thu phí bảo hiểm khai thác mới tính theo một đại lý tại các công ty bảo hiểm nhân thọ Việt Nam

| | Số lượng đại lý (03/2014) | Thị phần 2013 | Thị phần 2014 | Thị phần ước tính 03/2014 | Thị phần mỗi đại lý |
|-------------------|---------------------------|---------------|---------------|---------------------------|---------------------|
| Prudential | 106.608 | 23,1 | 24,6 | 23,5 | 0,00022 |
| Bao Viet Nhân thọ | 37.426 | 21,1 | 24,0 | 21,8 | 0,00058 |
| Daiichi Life | 22.030 | 8,3 | 11,0 | 9,0 | 0,00041 |

Nguồn: tapchitaichinh.vn, Cục Quản lý Giám sát Bảo hiểm, và VCSC ước tính

Mảng môi giới chứng khoán

Trong khi Công ty Chứng khoán Bảo Việt (BVS) không phải là công ty lớn trong ngành chứng khoán, công ty vẫn thường xuyên hiện diện trong top 10 công ty môi giới trái phiếu tính theo thị phần trên sàn HSX và HNX do sự tham gia tích cực trong thị trường TPCP. Theo quy định, chỉ những thành viên đấu thầu TPCP được cho phép tham gia đấu thầu trái phiếu, đấu thầu trái phiếu có đảm bảo bởi Chính phủ và đấu giá trái phiếu đô thị (cho chính bản thân công ty hoặc cho khách hàng). Các thành viên này cũng có quyền ưu tiên, như thảo luận định kỳ với Bộ Tài chính về kế hoạch phát hành TPCP.

Tuy nhiên, tính theo mức độ tập đoàn, BVS chỉ đóng góp ít hơn 1% doanh thu và bất kỳ khoản đầu tư trái phiếu nào cũng được hợp nhất chung vào danh mục đầu tư, do đó, BVS không được phân tích chi tiết hơn.

Quản lý tài sản

Công ty quản lý Quỹ Bảo Việt hiện có 2 quỹ đầu tư: quỹ mở BVFED tập trung vào các tài sản có thanh khoản cao, như cổ phiếu, và quỹ mở BVBF thận trọng hơn, chủ yếu tập trung vào các tài sản sinh lời cố định. Cả 2 quỹ này là khá nhỏ tính theo giá trị tài sản ròng (NAV) nằm trong khoảng 70-80 tỷ đồng theo báo cáo NAV. 93% và 85% lượng tiền đầu tư vào BVFED và BVBF đến từ BVH. Do đó, dù BVH là công ty lớn trong ngành bảo hiểm, công ty vẫn chưa chứng tỏ được tiềm năng nhằm kêu gọi nguồn vốn lớn từ bên ngoài.

Chiến lược tăng trưởng

BVH công bố thông tin rằng sẽ tập trung vào ngành bảo hiểm và quản lý quỹ, có thể là lý do lý giải cho việc BVH vẫn duy trì lượng cổ phần 100% tại các công ty Bảo hiểm Bảo Việt, Bảo hiểm nhân thọ Bảo Việt, và Quản lý quỹ Bảo Việt.

BVH thực hiện chiến lược phát triển tự thân (organic growth), với mục tiêu sẽ trở thành công ty hàng đầu vào năm 2020. Dù công ty không nói rõ ý nghĩa chính xác của “công ty hàng đầu”, một thước đo KPI quan trọng là thị phần (tính theo doanh thu phí bảo hiểm) khi hiện tại công ty đang xếp thứ hai trong mảng bảo hiểm phi nhân thọ và thứ nhất trong mảng bảo hiểm nhân thọ. BVH cũng nhắm đến vị trí dẫn đầu trong mảng quản lý quỹ. Tính về số lượng, BVH nhắm đến mục tiêu LNTT năm 2020 là 1,5-1,6 nghìn tỷ đồng (67-72 triệu USD) và ROE sẽ là 15%. Chúng tôi lưu ý rằng dù tính toán của chúng tôi cho thấy mục tiêu LNTT là hoàn toàn khả thi, mức ROE 15% là một thách thức đối với BVH. Theo mô hình định giá của chúng tôi, chúng tôi dự báo BVH sẽ đạt LNST 1,53 nghìn tỷ đồng (64 triệu USD) trong năm 2020 và ROE khoảng 8-9% giai đoạn 2016-2020.

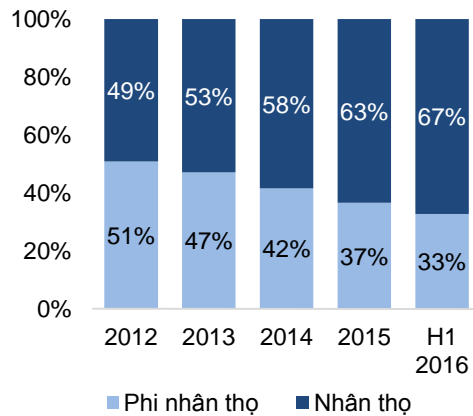
Hình 22: Tỷ suất sinh lời trên vốn CSH của BVH

| Tỷ đồng | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| LNST | 1.006 | 1.203 | 1.431 | 1.234 | 1.331 | 1.175 |
| Vốn CSH | 10.698 | 11.666 | 12.114 | 12.125 | 12.243 | 13.198 |
| ROE | 9,4% | 10,3% | 11,8% | 10,2% | 10,9% | 8,9% |

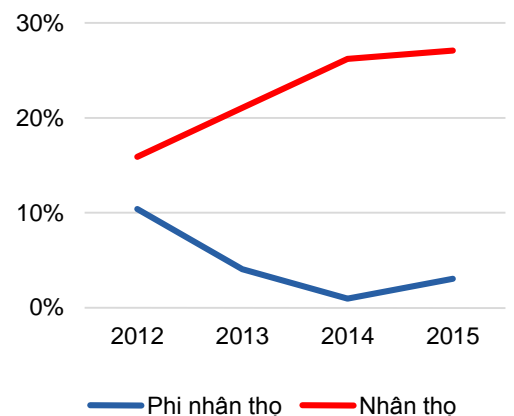
Nguồn: Báo cáo tài chính BVH

Động lực tăng trưởng chính của BVH vẫn tập trung vào hoạt động bảo hiểm dựa theo tỷ lệ thâm nhập thấp của thị trường bảo hiểm, tiềm năng tăng trưởng GDP và thu nhập khả dụng tăng cao. Trong ngành bảo hiểm, BVH có thể sẽ tập trung vào mảng bảo hiểm nhân thọ khi công ty đang ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm trung bình 20,3% giai đoạn 2010-2015, đưa mảng bảo hiểm nhân thọ trở thành yếu tố đóng góp chính cho tổng doanh thu phí bảo hiểm (Hình 23 và Hình 24). Tương phản lại, mảng bảo hiểm phi nhân thọ tạo ra tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm thấp hơn với mức trung bình 7,2% trong cùng kỳ. Theo mô hình định giá của chúng tôi, doanh thu phí bảo hiểm của mảng bảo hiểm phi nhân thọ dự kiến sẽ tăng trưởng 5,0% trong giai đoạn 2016-2020 trong khi mảng bảo hiểm nhân thọ tăng trưởng 21,5% trong cùng kỳ.

Hình 23: Đóng góp của mảng bảo hiểm phi nhân thọ và nhân thọ trong tổng doanh thu phí bảo hiểm tại BVH



Hình 24: Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu phí của bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ tại BVH



Nguồn: Báo cáo tài chính BVH

BVH xem mảng bảo hiểm nhân thọ là “ngôi sao-Star” trong ma trận tăng trưởng thị phần Boston Consultant Group (Hình 25) khi tăng trưởng thị trường đang ở mức cao và công ty có lợi thế cạnh tranh tính theo thị phần. BVH hiện đang đầu tư nhiều vào mảng này khi thuê thêm nhiều đại lý, cải thiện dịch vụ khách hàng cũng như hệ thống công nghệ thông tin (IT). Trong mảng bảo hiểm phi nhân thọ, mảng này có thể trở thành “nguồn sinh tiền mặt – cash cow” do dòng tiền ổn định nhờ mối quan hệ tốt với Chính phủ và vị thế mạnh mẽ của BVH trong thị trường cạnh tranh cao thường có lợi cho các doanh nghiệp xuất hiện trước. Lượng tiền mặt ghi nhận được từ hoạt động bảo hiểm được sử dụng để đầu tư vào các mảng kinh doanh khác như quản lý quỹ hoặc tự doanh.

Công ty Quản lý Quỹ Bảo Việt (BVFM) thừa nhận rằng thị trường Việt Nam vẫn còn bị dẫn dắt bởi các NĐT cá nhân, và các NĐT vẫn có xu hướng tự thực hiện hoạt động đầu tư, thay vì mua chứng chỉ quỹ của các quỹ đầu tư chuyên nghiệp. Tuy nhiên, BVH kỳ vọng rằng khi thị trường trở nên phát triển hơn, tiềm năng của các quỹ quản lý sẽ đủ lớn để tạo ra lợi nhuận. Do đó, mảng kinh doanh quản lý quỹ hiện được xem là “dấu chấm hỏi – Question mark” với những bước tiến nhỏ và mô hình kinh doanh vẫn cần phải thể hiện mình.

Hình 25: Ma trận tăng trưởng Boston Consultant Group
Thị phần

| | | Cao | Thấp |
|--|------|--|---|
| Tốc độ tăng trưởng thị phần trung bình | Cao | <p>Ngôi sao - Star Lợi nhuận: <i>cao, ổn định, tăng trưởng</i> Dòng tiền: <i>trung tính</i> Chiến lược: đầu tư cho tăng trưởng</p> | <p>Dấu chấm hỏi - Question mark Lợi nhuận: <i>thấp, không ổn định, tăng trưởng</i> Dòng tiền: âm Chiến lược: phân tích để quyết định liệu mô hình kinh doanh có thể phát triển san giai đoạn Star</p> |
| | Thấp | <p>Nguồn sinh tiền mặt - Cash cow Lợi nhuận: <i>Ổn định cao, tăng trưởng</i> Dòng tiền: <i>ổn định cao</i> Chiến lược: “<i>vắt sữa</i>” (milk)</p> | <p>Chó - Dog Lợi nhuận: <i>thấp, không ổn định</i> Dòng tiền: từ trung tính đến âm Chiến lược: <i>thoái vốn</i></p> |

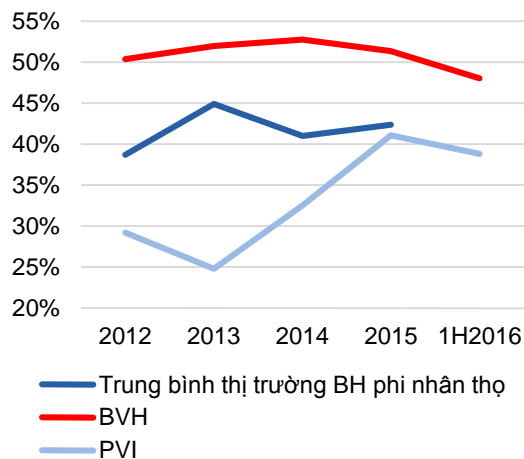
Những rủi ro cụ thể của công ty

Hoạt động bảo hiểm

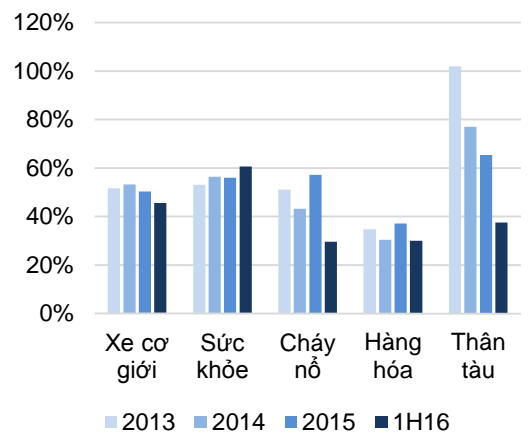
Giống như các công ty bảo hiểm khác, BVH chịu rủi ro tỷ lệ tổn thất lớn, do sự kết hợp của áp lực cạnh tranh hoặc trục lợi bảo hiểm. Nếu không được quan tâm đúng mức, những rủi ro này có thể dẫn đến mức thua lỗ lớn, và trong trường hợp nghiêm trọng hơn, đe dọa tính thanh khoản của công ty. Chúng tôi không có thông tin về tỷ lệ tổn thất của từng dòng sản phẩm trong thị trường bảo hiểm phi nhân thọ, tuy nhiên chúng tôi nhận thấy mảng bảo hiểm phi nhân thọ của BVH có tỷ lệ tổn thất cao hơn so với trung bình thị trường và đối thủ cạnh tranh chính, PVI. Tuy nhiên, trong khi xu hướng tỷ lệ này tại PVI đang gia tăng, xu hướng tại BVH đang giảm dần. Chúng tôi ước tính tỷ lệ tổn thất của BVH có thể dao động quanh mức 50%, trong bối cảnh các điều kiện khác không đổi.

Để bù đắp cho rủi ro thua lỗ, BVH vẫn ghi nhận dự phòng nghiệp vụ, được ghi nhận là nghĩa vụ nợ trên bảng cân đối kế toán. Chúng tôi ghi nhận rằng dù thị phần của BVH trong mảng bảo hiểm nhân thọ và bảo hiểm phi nhân thọ trong năm 2015 lần lượt là 18,5% và 25,7%, tỷ trọng dự phòng nghiệp vụ của BVH trong ngành bảo hiểm Việt Nam lần lượt là 24,4% và 29,9%. Do đó, rủi ro về việc ghi nhận thiếu khoản dự phòng nghiệp vụ là không đáng kể, và chúng tôi sẽ không đề cập sâu hơn đến vấn đề này trong báo cáo này.

Hình 26: Tỷ lệ tổn thất giữ lại - bảo hiểm phi nhân thọ tại BVH vs PVI và trung bình ngành



Hình 27: Tỷ lệ tổn thất giữ lại của ngành bảo hiểm phi nhân thọ tại BVH tính theo sản phẩm



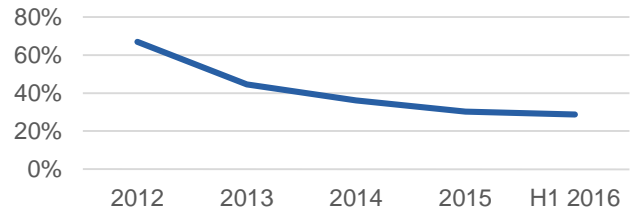
Nguồn: VCSC ước tính từ Báo cáo tài chính BVH và PVI

Tuy nhiên, lưu ý rằng theo quy định kế toán trong ngành bảo hiểm Việt Nam, chỉ có những trường hợp hồ sơ bồi thường đã được phê duyệt mới được ghi nhận là chi phí bồi thường. Những trường hợp chưa được phê duyệt hoặc phát sinh nhưng chưa được thông báo sẽ được ước tính và ghi nhận trong dự phòng bồi thường, không được dùng để tính tỷ lệ tổn thất. Trong mảng bảo hiểm phi nhân thọ, khoảng chênh lệch thời gian giữa thời điểm nộp hồ sơ yêu cầu bồi thường và phê duyệt thường dưới 1 năm; do đó, với khung thời gian 4,5 năm thể hiện trong Hình 26, ước tính tỷ lệ tổn thất xấp xỉ 50% là khá đáng tin cậy.

Hình 27 cho thấy sự thay đổi của tỷ lệ tổn thất trong bảo hiểm xe cơ giới và bảo hiểm sức khỏe là không đáng kể, trong khi tỷ lệ này trong bảo hiểm cháy nổ và bảo hiểm thân tàu giảm mạnh. Tỷ lệ tổn thất của bảo hiểm cháy nổ trong năm 2015 có thể chủ yếu liên quan đến các cuộc biểu tình phản đối Trung Quốc trong năm 2014 và đây là sự kiện bất thường.

Trong bảo hiểm nhân thọ, tỷ lệ tổn thất cho thấy sự cải thiện rõ rệt tại BVH, chủ yếu cho cạnh tranh kém gay gắt và quản trị rủi ro tốt hơn.

Hình 28: Tỷ lệ tổn thất giữ lại của ngành bảo hiểm nhân thọ tại BVH

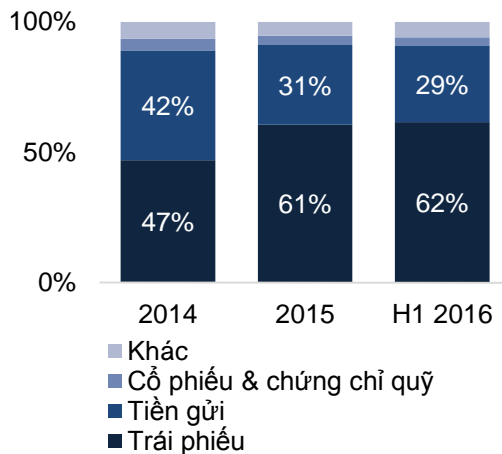


Nguồn: Báo cáo tài chính BVH

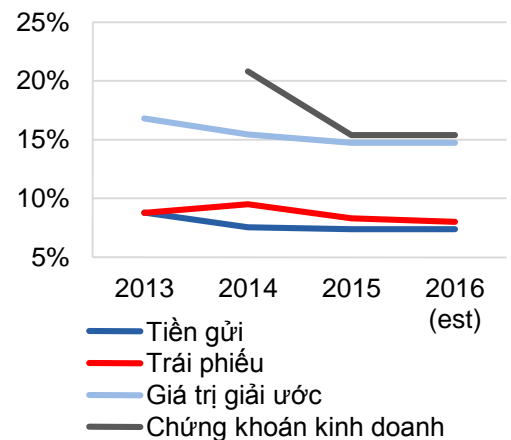
Hoạt động đầu tư

Khoảng 90% danh mục đầu tư của BVH tập trung vào các tài sản sinh lời cố định như trái phiếu và tiền gửi (Hình 29), trong khi 10% còn lại bao gồm các hoạt động đầu tư vào thị trường chứng khoán, đầu tư vào các công ty liên doanh liên kết và các hoạt động đầu tư khác. Do đó, rủi ro chính mà BVH đang đối mặt là rủi ro lãi suất cho khoảng thời gian nắm giữ danh mục đầu tư và chi trả nghĩa vụ bảo hiểm không khớp nhau. Hướng biến động của lãi suất tại Việt Nam là khá phức tạp khi có sự khác biệt lớn giữa lợi suất của thị trường thứ cấp và sơ cấp, thị trường sơ cấp liên quan nhiều đến BVH hơn. Lợi suất của thị trường sơ cấp đang được giữ ổn định trong cả năm 2016. Trong dài hạn, lãi suất được kỳ vọng sẽ không giảm đáng kể từ mức hiện tại, khi Bộ Kế hoạch và Đầu tư hướng đến mục tiêu lạm phát trung bình 5% giai đoạn 2016-2020. Chúng tôi ghi nhận mô hình định giá thận trọng, giữ lãi suất huy động và lợi suất trái phiếu lần lượt là 7,0% và 7,5%, giảm từ mức lợi suất huy động và trái phiếu hiện tại là 7,4% và 8,3%.

Hình 29: Danh mục đầu tư của BVH



Hình 30: Lợi suất đầu tư của BVH



Chính sách cổ tức

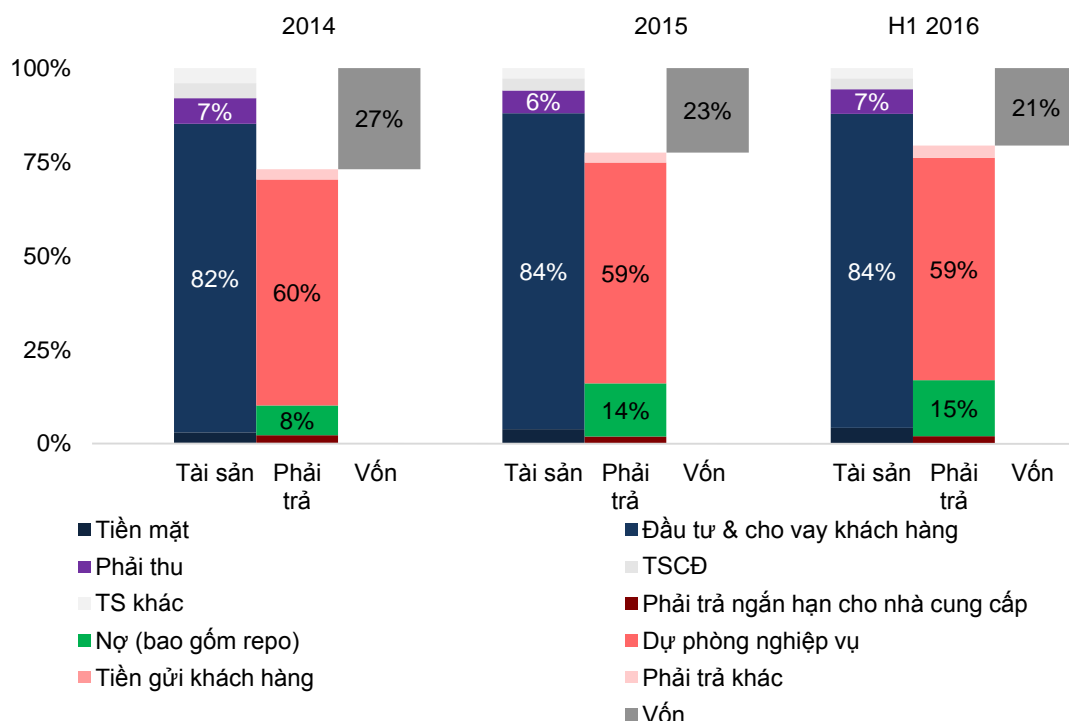
Theo ghi nhận tại ĐHCĐ, BVH sẽ giữ tỷ lệ thanh toán ít nhất là 50% lợi nhuận. Chúng tôi giả định rằng nếu BVH có thể thực hiện cam kết này, do đơn vị đánh giá cổ phiếu xem cổ tức là một nghĩa vụ cố định thay vì mua lại cổ phiếu. Ngoài ra, phân tích vị thế tài chính và khả năng thu nhập trong phần “Đánh giá hoạt động kinh doanh” cho thấy BVH thực tế có khả năng bán một phần đáng kể tài sản trong thời gian ngắn để thanh toán các nghĩa vụ tiền mặt.

Đánh giá hoạt động kinh doanh

Đánh giá vị thế tài chính của BVH

Hình 31 cho thấy cơ cấu bảng cân đối kế toán của BVH, mang lại cái nhìn tổng quan về vị thế tài chính của công ty.

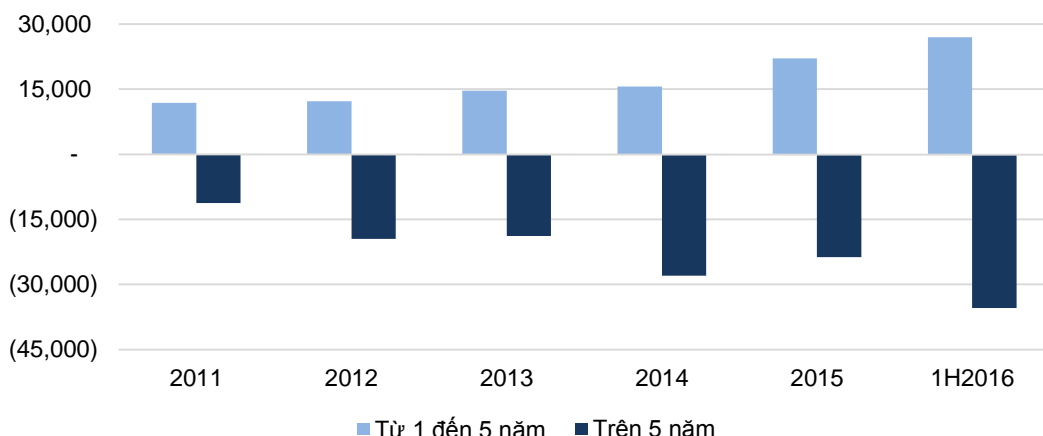
Hình 31: Tổng hợp bảng cân đối kế toán của BVH



Tính về mặt tài sản, chúng tôi nhận thấy cơ cấu tài sản khá ổn định trong các năm với hơn 80% đầu tư và khoản 7% là khoản phải thu, trong khi các tài sản khác không đáng kể. Chúng tôi lưu ý rằng trong khoản mục đầu tư, khoản 90% là đầu tư vào các sản phẩm sinh lời cố định như trái phiếu và tiền gửi có kỳ hạn (Hình 29), được cho là an toàn hơn so với đầu tư vốn. Đối với khoản mục phải thu, chúng tôi lưu ý rằng 50% là lãi dự thu từ tiền gửi ngân hàng, trái phiếu, tạm ứng phí và tiền ứng trước từ giá trị giải ước.

Chúng tôi nhận thấy rằng vào cuối tháng 6/2016, phần lớn khoản đầu tư giữ tới ngày đáo hạn (bao gồm tiền gửi kỳ hạn và trái phiếu) sẽ đáo hạn sau 5 năm, nếu các yếu tố khác không đổi, sẽ tạo ra điểm tựa về lợi nhuận trong khoảng thời gian này. Hình 32 cho thấy trường hợp của BVH, công ty hiện đang dư thừa nguồn tài chính cho nghĩa vụ dưới 5 năm, và đang gia tăng theo từng năm; trong khi đó thiếu hụt nguồn tài chính cho nghĩa vụ trên 5 năm và xu hướng này cũng gia tăng theo từng năm. Điều này không cho thấy rủi ro thanh khoản quá rõ ràng nhưng vẫn tạo ra những bất ổn về khả năng sinh lời trong khoản thời gian kéo dài sau đó, nhưng chỉ ở mức độ nhất định nếu các đối thủ cạnh tranh có thời gian nắm giữ danh mục đầu tư và nghĩa vụ bảo hiểm trùng khớp nhau hơn so với BVH. Tuy nhiên, khi chúng tôi cho rằng BVH sẽ tiếp tục tích cực hoạt động trong thị trường trái phiếu và lợi suất dự kiến không giảm quá đáng kể (do mục tiêu lạm phát 5% và lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm là 6,7% trong tháng 9/2016), chúng tôi cho rằng rủi ro sụt giảm thu nhập của BVH trong hoạt động đầu tư là khá thấp.

Hình 32: Chênh lệch giữa thanh khoản tài sản và nợ



Chúng tôi lưu ý rằng BVH có khoảng đầu tư tiền gửi có kỳ hạn vào Công ty cho thuê tài chính 2 thuộc Ngân hàng Agribank (ALC2) và Công ty Tài chính công nghiệp tàu thủy (VFC); và đầu tư vào trái phiếu của VFC.

- Liên quan đến khoản tiền gửi có kỳ hạn, dù báo cáo tài chính không tiết lộ khoản tiền gửi, BVH xác nhận rằng công ty đã trích lập toàn bộ dự phòng cho khoản đầu tư này. Do đó, chúng tôi không kỳ vọng bất kỳ khoản dự phòng thêm nào trong tương lai.
- Liên quan đến đầu tư trái phiếu, chúng tôi nhận thấy BVH nắm giữ một vài loại trái phiếu của VFC, và không phải tất cả trái phiếu này đã đáo hạn. Tuy nhiên, do tình hình hiện tại của VFC, chúng tôi nghi ngờ khả năng VFC sẽ thanh toán đúng hạn, do đó BVH đã dừng ghi nhận lãi dự thu trong bảng cân đối kế toán cho trái phiếu VFC⁴, và thoái lãi dự thu đã ghi nhận trước đó. Theo ước tính của chúng tôi trong 3 giai đoạn thể hiện trong Hình 33, tổng dư nợ trái phiếu VFC đạt xấp xỉ 675 tỷ đồng. Với giá trị sổ sách của các khoản trái phiếu này là 362 tỷ đồng vào cuối nửa đầu năm 2016, chúng tôi kỳ vọng BVH sẽ ghi nhận dự phòng liên quan đầy đủ vào cuối năm 2016 với khoảng 150 tỷ đồng dự phòng mỗi năm, chiếm xấp xỉ 10% LNTT. Do đó, chúng tôi ước tính rằng từ năm 2019 trở đi, mức gia tăng LN ròng sẽ tốt hơn so với giai đoạn 2015-2018.

Hình 33: Đầu tư vào trái phiếu VFC

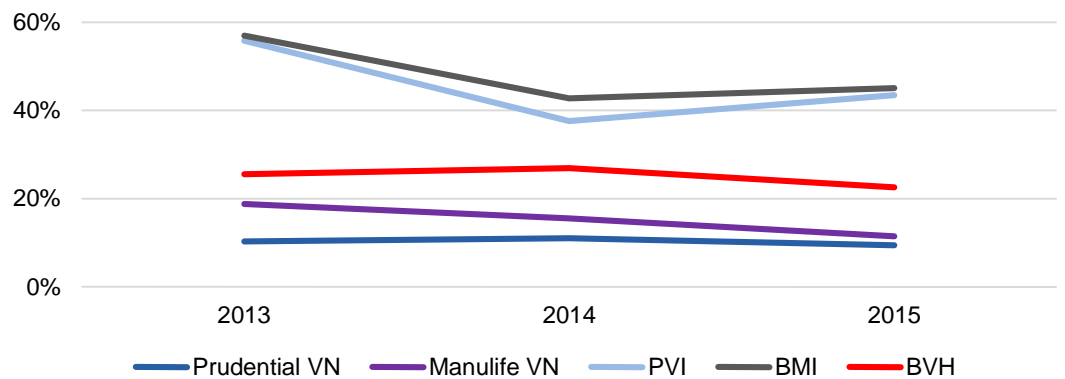
| | 2014 | 2015 | H1 2016 |
|--|------------|------------|------------|
| Dự phòng kế toán cho trái phiếu VFC | 120 | 265 | 312 |
| Giá trị sổ sách trái phiếu VFC trong bảng CĐKT | 555 | 410 | 362 |
| Giá trị gộp trái phiếu VFC (ước tính) | 675 | 675 | 675 |

Trong số các khoản đầu tư khác của BVH, có khoản đầu tư vào dự án BĐS, với tên gọi tháp Tài chính Quốc tế (IFT) tại Hà Nội. Dự án có kế hoạch khởi công năm 2010, nhưng cho đến hiện tại, chúng tôi không nhận thấy bất kỳ hoạt động xây dựng nào diễn ra tại đây. Thông qua trao đổi với BVH, công ty cho biết sự trì hoãn chủ yếu là do sự khác biệt quan điểm đầu tư của các NGĐT vào dự án này, sẽ được thống nhất vào cuối năm 2016. BVH có kế bắt đầu khởi công vào cuối năm nay.

⁴ Nguồn: thuyết minh số 13.1.5 tại báo cáo tài chính đã kiểm toán năm 2013

Về mặt nguồn vốn, chúng tôi nhận thấy BVH sử dụng nhiều đòn bẩy thông qua hoạt động repo để hỗ trợ tài sản, khi BVH là một trường hợp đặc biệt do là công ty bảo hiểm duy nhất niêm yết ở Việt Nam hoạt động trong cả mảng bảo hiểm nhân thọ và bảo hiểm phi nhân thọ, dẫn đến sự khó khăn khi so sánh với các công ty cùng ngành khác. Tuy nhiên, Hình 34 cho thấy các công ty bảo hiểm lớn khác ở Việt Nam có tỷ lệ vốn CSH/tổng tài sản đa dạng, từ tỷ lệ cao ở các công ty bảo hiểm phi nhân thọ đến tỷ lệ rất thấp dành cho các công ty bảo hiểm nhân thọ, chủ yếu do thời gian hợp đồng dài hạn cần lượng dự phòng nghiệp vụ lớn hơn. Tỷ lệ này tại BVH nằm ở khoảng giữa, do đó, chúng tôi không quá lo ngại về cán cân tài chính của BVH. Sự đóng góp của bảo hiểm nhân thọ vào doanh thu phí bảo hiểm có xu hướng gia tăng trong những năm qua, do đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ vốn CSH/tổng tài sản sẽ dần dần dịch chuyển gần hơn đến các công ty bảo hiểm nhân thọ, không phải là một tín hiệu xấu cho sức khỏe tài chính của công ty.

Hình 34: Vốn CSH/Tổng tài sản



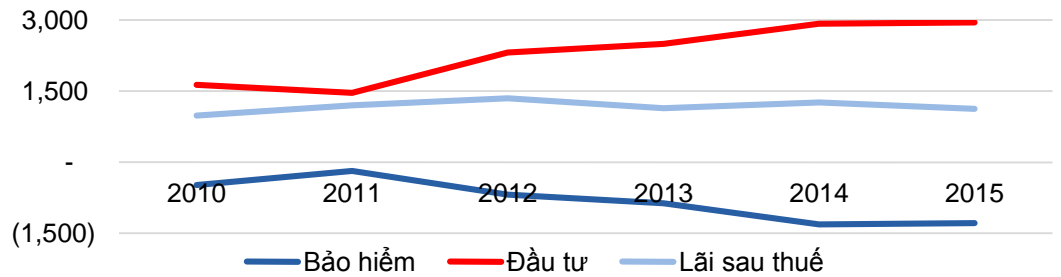
Nguồn: Báo cáo tài chính

“Nợ” tính theo tổng nguồn vốn chiếm khoản 15% và chủ yếu đến từ hoạt động repo đối với TPCP. Chúng tôi cho rằng do sự tham gia tích cực vào thị trường trái phiếu khi là thành viên đấu thầu, BVH có thể sử dụng trái phiếu là tài sản đảm bảo cho các khoản vay vốn lưu động ngắn hạn nếu cần thiết. Hợp đồng repo thường kéo dài một năm hoặc ít hơn, giúp BVH có sự linh hoạt hơn về tài chính. Trong tương lai gần, chúng tôi kỳ vọng khoản nợ này sẽ gia tăng khi BVH cần duy trì vị thế thành viên đấu thầu TPCP của mình, và công ty cũng cần tài trợ cho hoạt động của công ty để đạt mục tiêu trở thành công ty số một thị trường.

Đánh giá lợi nhuận

Nhìn chung, lợi nhuận của BVH biến động trong giai đoạn 2010-2015 dù xu hướng cơ bản là lợi nhuận vẫn tăng khoảng 4%/năm trong giai đoạn này. Lợi nhuận của BVH chủ yếu là kết quả của khoản lỗ từ hoạt động bảo hiểm và lợi nhuận của hoạt động đầu tư. Do đó, đánh giá hai hoạt động này là cần thiết để hiểu được xu hướng lợi nhuận của công ty.

Hình 35: Lợi nhuận của BVH (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo tài chính BVH

Hoạt động bảo hiểm

Trong mảng bảo hiểm tại BVH, bảo hiểm nhân thọ chiếm phần lớn trong tổng doanh thu phí bảo hiểm với tỷ lệ hơn 63% trong năm 2015, và 67% trong 6 tháng 2016. Sự tăng trưởng vượt trội của doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ không chỉ diễn ra tại BVH mà còn trong cả thị trường nói chung, và như chúng tôi đã đề cập, thu nhập khả dụng gia tăng sẽ tạo ra dư địa lớn cho bảo hiểm nhân thọ tăng trưởng. Chúng tôi ước tính rằng vào năm 2020, doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ có thể đóng góp gần 80% tổng doanh thu phí bảo hiểm tại BVH dựa theo xu hướng tăng trưởng hiện tại và KQKD vững chắc trong quý 1/2016. Do đó theo quan điểm của chúng tôi, mảng bảo hiểm nhân thọ sẽ đóng vai trò đáng kể hơn so với bảo hiểm phi nhân thọ trong việc quyết định tương lai của BVH. Chúng tôi cũng đồng ý với báo cáo nghiên cứu của Bank of America Merrill Lynch⁵ rằng “Đối với phần lớn sản phẩm của mảng bảo hiểm nhân thọ, doanh thu phí bảo hiểm thu được liên quan đến các hợp đồng bán được trong các năm trước đó”, đồng nghĩa với việc đạt được thị phần cao trong doanh thu phí bảo hiểm năm đầu đồng nghĩa với bảo đảm dòng tiền thu được trong tương lai.

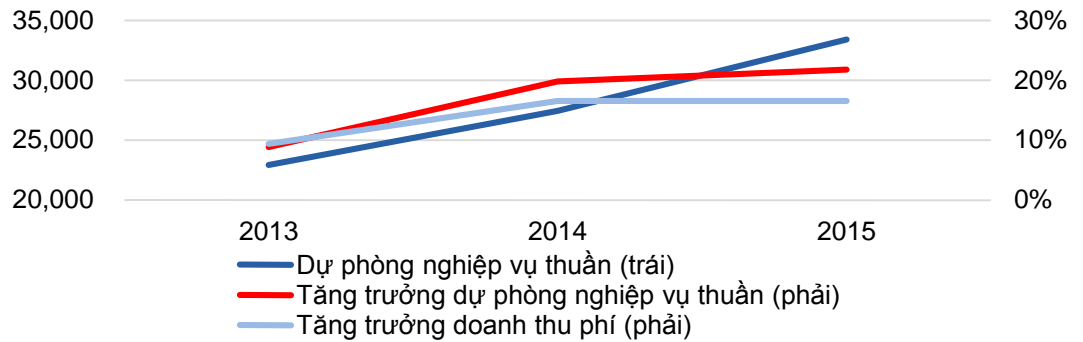
Liên quan đến tăng trưởng cao của doanh thu, chúng tôi nhận thấy trong khi hoạt động bảo hiểm nói chung tại BVH liên tục ghi nhận lỗ, mảng bảo hiểm phi nhân thọ liên tục tạo ra lợi nhuận, dù nhỏ. Khoản lỗ nói chung chủ yếu đến từ khoản mục chi phí “tổng chi bồi thường và trả tiền bảo hiểm” cao đối với phần rủi ro giữ lại. Khoản mục chi phí này tăng do được cấu tạo bởi 2 thành phần chính là: “chi phí bồi thường gốc và chi trả đáo hạn” và phần “tăng dự phòng toán học”.

Dù “chi phí bồi thường gốc và chi trả đáo hạn” ở mức cao giai đoạn 2011-2015, chúng tôi nhận thấy tăng trưởng của khoản mục này thấp hơn tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm, đặc biệt trong năm 2015. Điều này cũng giải thích cho việc tỷ lệ tổn thất của BVH giảm thể hiện trong Hình 26. Do đó, nguyên nhân chính cho việc gia tăng chi phí là dự phòng toán học tăng, đây là khoản dự phòng liên quan đến bảo hiểm nhân thọ; và theo quan điểm của chúng tôi, đây là lý do khiến sản phẩm này liên tục thua lỗ. Lấy ví dụ, từ năm 2013-2015, dự phòng toán học tại BVH tăng 126%. Tìm hiểu chi tiết về số liệu 2015 làm ví dụ, chúng tôi thấy doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ tăng tính theo tuyệt đối là khoảng 2.157 tỷ đồng, dẫn đến mức tăng dự phòng toán học 1.644 tỷ đồng và 171 tỷ đồng phí hoa hồng, khiến mức tăng của chi phí khác chỉ còn 342 tỷ đồng, như chi phí bán hàng và quản lý (Prudential và Manulife, hai công ty còn lại trong top 3 công ty thị phần lớn nhất, cũng ghi nhận lỗ trong hoạt động bảo hiểm nhân thọ năm 2015). Do đó, chúng tôi nhận thấy khoản lỗ này là lỗ kỹ thuật đến từ quy định đối với các công ty bảo hiểm, và do đó không nên xem đây là yếu tố tiêu cực đối với công ty, mà nên đánh giá mức tăng doanh thu phí và tổng giá trị danh mục đầu tư. Chúng tôi đồng ý với báo cáo nghiên cứu của Bank of America Merrill Lynch⁶ khi cho rằng “tăng trưởng dự phòng là một chỉ báo tốt nhất cho xu hướng tăng trưởng doanh thu”, đồng nghĩa với việc dự phòng nghiệp vụ gia tăng tại BVH có thể là tín hiệu cho việc doanh thu phí bảo hiểm sẽ tăng cao hơn.

⁵ Nguồn: Primer 2014: The Life Insurance Prospectus

⁶ Nguồn: Primer 2014: The Life Insurance Prospectus

Hình 36: Tốc độ tăng doanh thu phí và dự phòng nghiệp vụ (tỷ đồng)



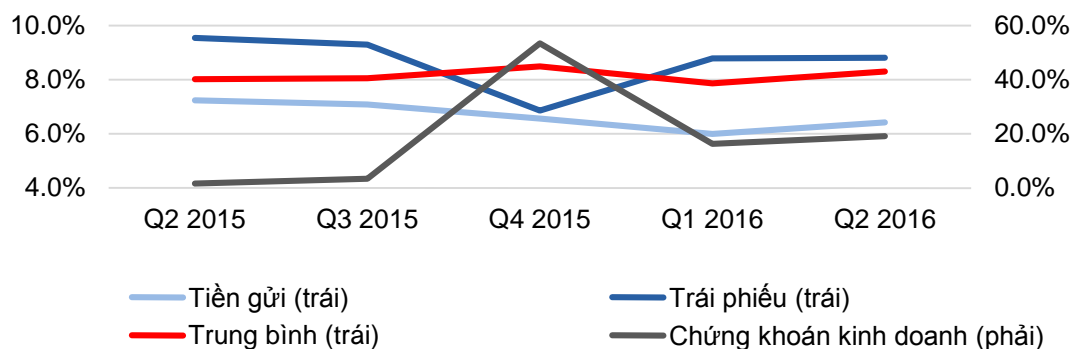
Nguồn: Báo cáo tài chính BVH

Trong mô hình định giá của chúng tôi, doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ dự kiến sẽ gia tăng xấp xỉ trung bình 22,2% mỗi năm trong giai đoạn 2016-2020, trong khi doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ là 5% và dự phòng nghiệp vụ là 25,4% cho cùng thời kỳ, do đó, tốc độ tăng tổng giá trị danh mục đầu tư xấp xỉ 21,2%. Chúng tôi không nhận thấy bất kỳ lý do nào để thay đổi xu hướng thua lỗ kỹ thuật từ hoạt động bảo hiểm tại BVH. Mô hình định giá của chúng tôi dự báo khoản lỗ kỹ thuật từ bảo hiểm sẽ tăng với tốc độ 23% mỗi năm trong cùng giai đoạn.

Hoạt động đầu tư tài chính

Như đã đề cập ở trên, lợi nhuận của BVH chủ yếu đến từ hoạt động đầu tư. Bản chất của hoạt động đầu tư là lợi nhuận có thể sẽ không ổn định và công ty có thể bán danh mục đầu tư và ghi nhận tăng lợi nhuận nhằm làm đẹp báo cáo. Mặc dù các khoản đầu tư nắm giữ cho đến ngày đáo hạn chiếm phần lớn danh mục đầu tư của BVH, đồng nghĩa lợi nhuận sẽ ổn định hơn, chúng tôi vẫn so sánh lợi suất đầu tư của quý gần nhất với trung bình 4 quý trước đó. Nếu lợi suất danh mục đầu tư tăng từ mức trung bình, chúng tôi sẽ có cơ sở nghi ngờ về sự ổn định của lợi nhuận thuần từ hoạt động đầu tư trong quý hiện tại.

Hình 37: Lợi suất đầu tư



Nguồn: Báo cáo tài chính BVH. Như đã đề cập ở trên, lợi nhuận của BVH chủ yếu đến từ hoạt động đầu tư. Bản chất của hoạt động đầu tư là lợi nhuận có thể sẽ không ổn định và công ty có thể bán danh mục đầu tư và ghi nhận tăng lợi nhuận nhằm làm đẹp báo cáo. Mặc dù các khoản đầu tư nắm giữ cho đến ngày đáo hạn chiếm phần lớn danh mục đầu tư của BVH, đồng nghĩa lợi nhuận sẽ ổn định hơn, chúng tôi vẫn so sánh lợi suất đầu tư của quý gần nhất với trung bình 4 quý trước đó. Nếu lợi suất danh mục đầu tư tăng từ mức trung bình, chúng tôi sẽ có cơ sở nghi ngờ về sự ổn định của lợi nhuận thuần từ hoạt động đầu tư trong quý hiện tại.

Hình 37 cho thấy lợi suất đầu tư trung bình nhìn chung ổn định ở mức khoảng 8%, tuy nhiên, phân tích sâu cho thấy sự biến động của từng loại hình đầu tư. Lợi suất trái phiếu trong quý

4 năm 2015 giảm và được bù đắp bởi mức tăng đáng kể của lợi suất từ chứng khoán kinh doanh. Về cơ bản, tính toán cho thấy mức tương quan âm “gần như hoàn hảo” của hai loại lợi suất này khi đạt 99,5% trong 5 quý, đồng nghĩa với việc có lý do để tin rằng BVH đã sử dụng giao dịch cổ phiếu làm yếu tố hỗ trợ trong trường hợp tỷ suất sinh lời đầu tư từ các mảng đầu tư khác thấp hơn kỳ vọng. Do đó, chúng tôi nhận thấy sẽ hợp lý hơn nếu đánh giá lợi suất trung bình mà không có khoản sinh lời từ hoạt động giao dịch chứng khoán kinh doanh:

Hình 38: Lợi suất đầu tư trung bình

| | Q2 2015 | Q3 2015 | Q4 2015 | Q1 2016 | Q2 2016 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|
| Bao gồm đầu tư vào chứng khoán kinh doanh | 8,0% | 8,1% | 8,5% | 7,9% | 8,3% |
| Không bao gồm đầu tư vào chứng khoán kinh doanh | 8,3% | 8,3% | 6,7% | 7,6% | 7,9% |

Nguồn: Báo cáo tài chính BVH

Nhận thấy rằng lợi suất đầu tư trung bình không có giao dịch chứng khoán kinh doanh trong quý 4/2015 thực tế giảm khá mạnh khi so với các quý trước, và tăng trở lại trong năm 2016. Do đó, chúng tôi kỳ vọng BVH sẽ vẫn có thể giữ lợi suất đầu tư dài hạn ở khoảng 7-8% do sự linh hoạt của danh mục đầu tư hiện có. Chúng tôi lưu ý rằng dù không đánh giá cao phương thức sử dụng chứng khoán kinh doanh làm yếu tố hỗ trợ, chúng tôi vẫn có đánh giá tích cực về danh mục chứng khoán kinh doanh của BVH khi phần lớn vị thế tập trung vào các cổ phiếu niêm yết và một vài chứng chỉ quỹ (NAV của các quỹ đang cho thấy sự gia tăng giá trị). Do đó, chúng tôi cho rằng BVH sẽ tránh được các cú shock từ các sự kiện bất ngờ làm giảm lợi nhuận. Theo mô hình định giá của chúng tôi, chúng tôi vẫn giữ sự thận trọng khi dự báo lợi suất đầu tư trung bình chung sẽ đạt 8,0% trong năm 2016 và 7,5% giai đoạn 2017-2020.

Như đã nhắc đến ở trên, bằng cách giành thị phần trong doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ khai thác mới, dòng tiền tương lai của BVH được đảm bảo, dẫn đến sự gia tăng của dự phòng nghiệp vụ là nguồn vốn chính cho hoạt động đầu tư (dự kiến giá tăng 25,4% giai đoạn 2016-2020). Theo mô hình định giá của chúng tôi, dù chúng tôi kỳ vọng rằng lợi suất đầu tư trung bình sẽ giảm, lợi nhuận đầu tư dự kiến sẽ tăng trung bình 19% mỗi năm giai đoạn 2016-2020, dẫn đến mức gia tăng lợi nhuận đến cổ đông 5% trong cùng kỳ.

Định giá

Phương thức dòng tiền cho các cổ đông

Tại các công ty bảo hiểm, hoạt động bảo hiểm và hoạt động đầu tư có mối quan hệ mật thiết với nhau. Do đó, phương thức chiết khấu dòng tiền cho các cổ đông (FCFE) được sử dụng để định giá công ty bảo hiểm. Ngoài ra, các công ty bảo hiểm có bản chất hoạt động đặc thù liên quan đến thời điểm dòng tiền, thành phần bảng cân đối kế toán và thời gian hợp đồng còn hiệu lực.

“Khi sử dụng phương thức dòng tiền cho các cổ đông, các khoản mục nợ phải trả như nợ và dự phòng được tính là một phần hoạt động của công ty bảo hiểm, không thuộc về hoạt động tài chính. Chi phí lãi vay được trừ khỏi thu nhập thuần trước khi ước tính tiền cho HĐKD và phần tăng trong dự nợ được tính là dòng tiền cho các cổ đông ” – theo Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 3rd Edition

Mô hình của chúng tôi ước tính FCFE giai đoạn 2016-2020 sẽ có mức tăng trưởng 34,6% như bên dưới

Hình 39: Dòng tiền cho các cổ đông

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| Dòng tiền từ HĐKD | 9.672 | 11.696 | 14.661 | 18.409 | 22.533 |
| Dòng tiền trước hoạt động tài chính | (2.304) | (2.233) | (412) | (90) | (179) |
| Tăng từ nợ | 2.818 | 3.856 | 2.384 | 2.455 | 3.017 |
| Chi phí lãi vay | (783) | (966) | (1.177) | (1.572) | (2.050) |
| FCFE | (269) | 657 | 795 | 792 | 788 |
| Cổ tức | 544 | 592 | 740 | 740 | 740 |
| Tổng FCFE | 276 | 1.249 | 1.536 | 1.533 | 1.528 |

Xác định chi phí vốn CSH

Tính Beta

Chúng tôi nhận thấy BVH có beta 2 năm là 1,5 lần (nguồn: Bloomberg). Tuy nhiên, với sự cải thiện thực hiện trong năm 2016 khi giành thị phần lớn nhất trong mảng bảo hiểm nhân thọ (giúp bảo đảm dòng tiền tương lai), chúng tôi nhận thấy beta có thể sẽ không cao như trong quá khứ. Ngoài ra, chúng tôi cũng đồng tình với ý kiến của McKinsey & Company và Tim Koller khi thực hiện định giá các thị trường mới nổi, đặc biệt là trong trường hợp khi khối lượng giao dịch thấp hơn nhiều so với các thị trường trong khu vực, sự biến động của giá cổ phiếu có thể cao hơn thực tế. Do đó, chúng tôi tin rằng sự biến động sẽ giảm khi khối lượng giao dịch đủ lớn.

Điều này có thể được áp dụng trong trường hợp BVH (không áp dụng cho tất cả các cổ phiếu khác) khi khối lượng giao dịch trung bình khoảng 200.000 cổ phiếu/ngày (thấp hơn cả PVI và BMI), và đã cho thấy cải thiện kể từ năm 2013. Giải pháp chúng tôi thực hiện là nhằm tính toán mức beta trung bình của công ty bảo hiểm tại Châu Á nhằm định giá BVH, tỷ lệ beta áp dụng là 1,21 lần.

Hình 40: Chi phí vốn

$$k_e = r_f + [r_m - r_f] \times \text{beta}$$

| | |
|---------------------------|-------|
| Chi phí vốn | 15,1% |
| LS phi rủi ro | 5,5% |
| Beta | 1,21 |
| Phần bù rủi ro thị trường | 7,9% |

Chi phí vốn này được sử dụng để chiết khấu tất cả dòng tiền cho các cổ đông trong mô hình định giá của chúng tôi

Mô hình định giá nhiều giai đoạn

Như đã đề cập trước đó, ngành bảo hiểm tại Việt Nam có tỷ lệ thâm nhập thấp, do đó vẫn có tiềm năng tăng trưởng lớn. Nói cách khác, so với các thị trường khác, ngành bảo hiểm tại Việt Nam vẫn ở giai đoạn đầu và tốc độ tăng trưởng trung bình là khá cao (hơn 15% ở mảng phi nhân thọ và 25% ở mảng nhân thọ). Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm không thể kéo dài mãi mãi, do đó chúng tôi sẽ hạ tỷ lệ tăng trưởng khi thị trường phát triển.

Mô hình định giá của chúng tôi cho thấy FCFE giai đoạn 2016-2020 tăng trưởng trung bình 34,8%/năm, tốc độ tăng trưởng sẽ giảm dần còn 1,8% trong giai đoạn tăng trưởng cuối cùng.

Công thức của tốc độ tăng trưởng FCFE trong giai đoạn đầu, giai đoạn giữa và giai đoạn tăng trưởng thấp (g) được ước tính bên dưới:

$$g = \frac{\text{Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm} \times \text{tăng trưởng FCFE trong giai đoạn tăng trưởng cao}}{\text{Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm trong giai đoạn tăng trưởng cao}} \times \text{Yếu tố điều chỉnh}$$

Với yếu tố điều chỉnh nhằm điều chỉnh cho sự không chắc chắn do thời gian kéo dài.

Hình 41: Tỷ lệ tăng trưởng FCFE

| Giai đoạn | Tốc độ tăng trưởng FCFE | Số năm | Tốc độ tăng trưởng doanh thu phí | Yếu tố điều chỉnh |
|-----------------------------|-------------------------|----------|----------------------------------|-------------------|
| Tăng trưởng cao | 34,8% | 5 | 17,8% | |
| Tăng trưởng trung bình cao | 20,5% | 20 | 10,8% | 97% |
| Tăng trưởng trung bình thấp | 10,4% | 20 | 5,9% | 90% |
| Tăng trưởng thấp | 1,8% | Liên tục | 3,7% | 25% |

Ước tính giá trị tiếp diễn

Do vốn đầu tư mới nhận được từ hoạt động kinh doanh sẽ tạo lợi tức khác với vốn đầu tư cũ, chúng tôi ưu tiên sử dụng công thức giá trị tiếp diễn giúp phân biệt giữa vốn đầu tư mới và cũ như được đề xuất trong báo cáo nghiên cứu của Bank of America Merrill Lynch⁷ như bên dưới:

$$\text{Giá trị tiếp diễn} = \frac{CF(1+g)(1-\frac{g}{r})}{(k_e - g)(1 + k_e)^n}$$

⁷ Nguồn: Primer 2014: The Life Insurance Prospectus

CF: FCFE trong năm cuối của kỳ cùng dự báo

g: tăng trưởng dài hạn của FCFE = 1,8%

r: tỷ lệ sinh lời dài hạn trên vốn đầu tư mới. Con số này được giả định là 2,0%, tương ứng với lợi suất trái phiếu Mỹ kỳ hạn 10 năm

k_e : chi phí vốn = 15,1%

n: Số năm chiết khấu

Định giá

Chúng tôi áp dụng 4 giai đoạn như đề cập ở trên, với định giá của từng giai đoạn như bên dưới:

Hình 42: Dòng tiền cho các cổ đông FCFE (tỷ đồng)

| Năm bắt đầu | 2016 | 2020 | 2036 | 2054 |
|--|-----------------|----------------------------|-----------------------------|------------------|
| Giai đoạn | Tăng trưởng cao | Tăng trưởng trung bình cao | Tăng trưởng trung bình thấp | Tăng trưởng thấp |
| Dòng tiền cho cổ đông trong năm đầu tiên của mỗi giai đoạn | 276 | 1.528 | 63.613 | 462.893 |
| Chiết khấu dòng tiền ở giai đoạn liên quan | 2.273 | 25.418 | 25.353 | 598 |
| Tổng chiết khấu dòng tiền | 53.642 | | | |
| Số cổ phiếu | | 680.471.400 CP | | |
| Giá trị cổ phiếu | | 78.831 VND/CP | | |

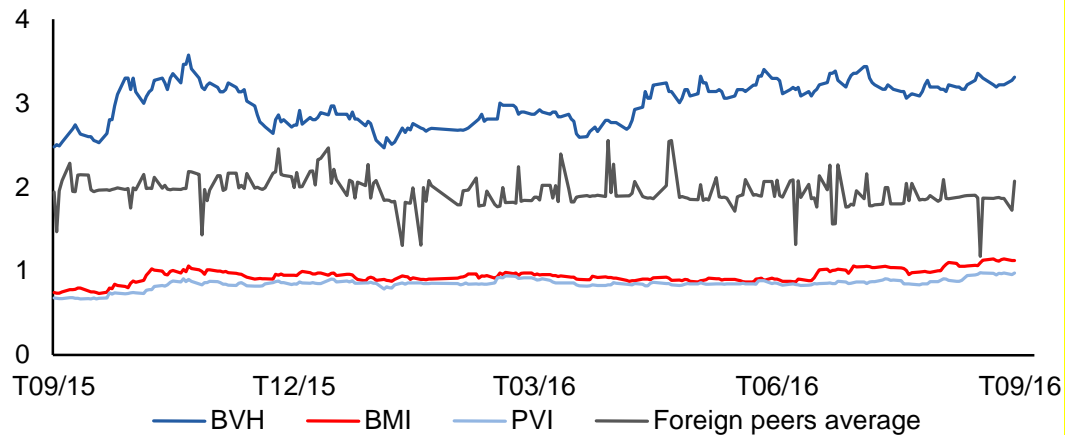
Định giá của chúng tôi dựa theo 2 phương thức: dòng tiền cho các cổ đông và hệ số P/B với tỷ trọng lần lượt 70% và 30%.

Hình 43: Định giá

| Phương pháp định giá | Giá trị mục tiêu | Tỷ trọng | Đóng góp (VND/CP) |
|----------------------|------------------|-------------|-------------------|
| FCFE | 78.831 | 70% | 55.181 |
| Hệ số P/B (3,2x) | 60.339 | 30% | 18.102 |
| Giá mục tiêu | | 100% | 73.283 |

Thực tế, chúng tôi không tìm thấy một công ty phù hợp hoàn toàn với BVH cung cấp cả 2 dịch vụ bảo hiểm nhân thọ và bảo hiểm phi nhân thọ, do đó chúng tôi sử dụng BMI và PVI là công ty cùng ngành tại Việt Nam trong mảng bảo hiểm phi nhân thọ và một vài công ty bảo hiểm trong khu vực bảo hiểm (hầu hết là công ty bảo hiểm nhân thọ). Như mô tả trong hình bên dưới, BVH luôn được giao dịch với P/B cao hơn và biến động trung bình trong khoảng 3,2 lần, do đó chúng tôi sử dụng tỷ lệ 3,2 lần cho mục đích định giá.

Hình 44: Hệ số P/B



Nguồn: Bloomberg, VCSC

So sánh các công ty cùng ngành

BVH hiện là công ty bảo hiểm hàng đầu ở Việt Nam, do đó chúng tôi chọn các công ty cùng ngành trong khu vực do vị trí trong cùng thị trường, với PVI và BMI trong mảng bảo hiểm phi nhân thọ và một vài công ty bảo hiểm niêm yết ở thị trường chứng khoán Châu Á với tổng giá trị vốn hóa lớn nhất tại quốc gia tương ứng hoặc có vốn hóa tương tự BVH. Chúng tôi nhận thấy BVH có ROE cao hơn và ROA tương tự khi so sánh với các công ty cùng ngành.

Hình 45: So sánh với các công ty cùng ngành

| Mã | GT vốn hóa | Thị trường | LNST 12 tháng gần nhất | LNST trừ lợi ích CĐT % | ROE 12 tháng gần nhất | ROA 12 tháng gần nhất | P/B quý gần nhất |
|------------|------------|------------|------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|------------------|
| BMI | 110,8 | Việt Nam | 6,1 | -12,6% | 6,1% | 2,8% | 1,1x |
| PVI | 298,3 | Việt Nam | 25,1 | 74,9% | 8,5% | 3,4% | 1,0x |
| PNLF | 486,7 | Indonesia | 69,3 | -25,3% | 6,5% | 4,6% | 0,4x |
| LPI | 1.294,0 | Malaysia | 111 | 18,3% | 25,3% | 5,5% | 3,0x |
| STMB | 860,0 | Malaysia | 39,5 | -7,4% | 22,9% | 0,6% | 4,8x |
| ALLZ | 433,0 | Malaysia | 76,1 | -10,7% | 11,3% | 2,2% | 0,7x |
| JLICL | 361,0 | Pakistan | 16,3 | 11,9% | 3,0% | 0,6% | 0,6x |
| CINS | 218,0 | Sri Lanka | 29,9 | 43,8% | 0,9% | 0,2% | 1,7x |
| BLA | 2.130,0 | Thái Lan | 114,5 | -5,2% | 13,2% | 1,6% | 2,3x |
| BKI | 12,0 | Thái Lan | 69,8 | -5,8% | 7,5% | 4,3% | 1,2x |
| Trung bình | 620,4 | | 55,8 | 8,2% | 10,5% | 2,6% | 1,7x |
| Trung vị | 397,0 | | 54,4 | -5,5% | 8,0% | 2,5% | 1,1x |
| BVH | 1.861,4 | Việt Nam | 53,2 | -10,4% | 12,2% | 2,6% | 3,3x |

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Báo cáo tài chính

| KQLN (tỷ đồng) | 2015A | 2016F | 2017F | Bảng CĐKT (tỷ đồng) | 2015A | 2016F | 2017F |
|--|----------------|----------------|----------------|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu thuần từ HĐKD bảo hiểm | 15.327 | 18.106 | 21.437 | Tài sản | | | |
| Chi bồi thường bảo hiểm | (11.445) | (13.941) | (16.507) | Đầu tư dài hạn | 34.376 | 44.083 | 55.980 |
| Chi bồi thường từ dự phòng giao động lớn | 46 | - | - | Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn | 17.139 | 18.799 | 20.516 |
| Trích dự phòng giao động lớn | (102) | (109) | (116) | Các khoản phải thu | 3.500 | 4.039 | 4.714 |
| Chi khác cho HĐKD bảo hiểm | (3.470) | (3.894) | (4.480) | Tài sản cố định hữu hình | 1.033 | 1.078 | 1.118 |
| Tổng chi trực tiếp HĐKD bảo hiểm | (14.971) | (17.944) | (21.103) | Tài sản vô hình | 838 | 880 | 924 |
| Lợi nhuận gộp HĐKD bảo hiểm | 356 | 162 | 334 | Chi phí khấu hao chưa phân bổ | 307 | 332 | 366 |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | (2.012) | (2.414) | (3.138) | Tài sản khác | 1.360 | 1.736 | 1.754 |
| Lỗ thuần từ HĐKD bảo hiểm | (1.287) | (1.810) | (2.229) | Tổng Tài sản | 58.553 | 70.946 | 85.370 |
| Lợi nhuận thuần từ hoạt động ngân hàng | - | - | - | Nợ phải trả & vốn CSH | | | |
| Lỗ thuần từ hoạt động khác | (300) | (363) | (484) | Nợ | 8.282 | 11.101 | 14.956 |
| Lợi nhuận hoạt động tài chính | 2.950 | 3.542 | 4.091 | Phải trả | 1.126 | 1.239 | 1.363 |
| Lợi nhuận từ hoạt động khác | 5 | 5 | 5 | Nợ khác | 1.529 | 1.659 | 1.810 |
| Phần lợi nhuận trong liên doanh liên kết | 93 | 96 | 100 | Dự phòng nghiệp vụ | 34.418 | 42.304 | 52.069 |
| LNTT | 1.461 | 1.471 | 1.483 | Tổng nợ phải trả | 45.354 | 56.303 | 70.198 |
| Thuế TNDN | (286) | (294) | (297) | Lợi ích CĐTS | 616 | 678 | 746 |
| Lợi ích CĐ thiểu số | 47 | 73 | 73 | Vốn điều lệ | 6.805 | 7.405 | 7.405 |
| LNST của chủ sở hữu tập đoàn | 1.128 | 1.104 | 1.113 | Thặng dư vốn CP | 3.184 | 3.471 | 3.471 |
| LNST của chủ sở hữu tập đoàn (điều chỉnh) | 1.059 | 1.038 | 1.047 | Chênh lệch tỷ giá | 16 | 16 | 16 |
| EPS cơ bản, VND | 1.727 | 1.589 | 1.602 | Vốn chủ sở hữu | 12.582 | 13.962 | 14.417 |
| EPS điều chỉnh, VND | 1.556 | 1.401 | 1.413 | Tổng nợ phải trả & vốn CSH | 58.553 | 70.946 | 85.370 |

| % | 2015A | 2016F | 2017F | LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng) | 2015A | 2016F | 2017F |
|---|--------|--------|--------|---|----------------|-----------------|-----------------|
| Tăng trưởng | | | | Tiền đầu năm | 1.424 | 2.256 | 2.482 |
| Tăng trưởng doanh thu phí BH thuần % | 19,2% | 18,5% | 18,7% | Lợi nhuận trước thuế | 1.468 | 1.471 | 1.483 |
| Tăng trưởng lỗ thuần từ HĐKD bảo hiểm % | -2,2% | 40,6% | 23,2% | Khấu hao | 158 | 164 | 170 |
| Tăng trưởng lợi nhuận hoạt động tài chính % | 0,9% | 20,1% | 15,5% | Điều chỉnh khác | 2.770 | 4.345 | 5.683 |
| Tăng trưởng LNTT % | -9,8% | 0,7% | 0,8% | LN từ HĐKD trước khi thay đổi vốn lưu động | 4.397 | 5.979 | 7.335 |
| Tăng trưởng LNST % | -11,7% | 0,1% | 0,8% | Thay đổi vốn lưu động | (205) | 2.863 | 3.098 |
| Tăng trưởng EPS, điều chỉnh | -8,5% | -9,9% | 0,9% | Tiền từ hoạt động KD | 4.192 | 8.842 | 10.434 |
| Khả năng sinh lời | | | | Chi mua sắm TSCĐ, ròng | (108) | (87) | (83) |
| Lợi suất đầu tư trung bình | 8,2% | 8,0% | 7,6% | Đầu tư | (7.097) | (11.142) | (13.440) |
| ROA % | 2,0% | 1,7% | 1,4% | Tiền từ HĐ đầu tư | (7.205) | (11.229) | (13.523) |
| ROE % | 9,0% | 7,9% | 7,7% | Tăng vốn | - | 340 | - |
| Thanh khoản | | | | Tiền thu từ đi vay (ròng) | 4.523 | 2.818 | 3.856 |
| CS thanh toán hiện hành | 2,0x | 1,8x | 1,5x | Cổ tức đã trả | (681) | (544) | (592) |
| CS thanh toán nhanh | 1,9x | 1,6x | 1,4x | Tiền từ hoạt động TC | 3.842 | 2.614 | 3.263 |
| CS thanh toán tiền mặt | 0,2x | 0,2x | 0,1x | Thay đổi tiền mặt ròng | 829 | 227 | 174 |
| Nợ/Tài sản | 77,5% | 79,4% | 82,2% | Chênh lệch tỷ giá ròng | 2 | - | - |
| Nợ/Vốn sử dụng | 309,8% | 371,4% | 450,9% | Tiền cuối năm | 2.256 | 2.482 | 2.656 |
| Nợ/Vốn CSH | 326,5% | 367,6% | 445,5% | | | | |

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Trịnh Ngọc Hoa xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

| Các khuyến nghị | Định nghĩa |
|-----------------------------|--|
| MUA | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20% |
| KHẢ QUAN | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20% |
| PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10% |
| KÉM KHẢ QUAN | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20% |
| BÁN | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20% |
| KHÔNG ĐÁNH GIÁ | Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó. |
| KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN | Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này. |

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco. Lầu 15. Số 2 Hải Triều
Quận 1. Tp, HCM
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1. TP, HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Barry Weisblatt. +848 3914 3588 ext 105
barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long. Trưởng phòng cao cấp. ext 145

Tài chính. Công nghiệp. Tập đoàn đa ngành

- Trịnh Ngọc Hoa. CV cao cấp ext 124
- Lê Minh Thùy. Chuyên viên ext 116

Vật liệu xây dựng

- Lý Thị Mỹ Dung. Chuyên viên ext 149

Vĩ mô

- Nguyễn Hải Hiền. Chuyên viên ext 132

Hàng tiêu dùng. Ôtô và Sắm lốp

Đặng Văn Pháp. Trưởng phòng ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào. CV cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa. Chuyên viên ext 181

BDS và Xây dựng

Lưu Bích Hồng. Trưởng phòng. ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên, ext 174

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto. M, Sc,
+848 3914 3588 ext 102
michel,tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh,chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm. Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1. TP, HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Anirban Lahiri. Trưởng phòng cao cấp ext 130

Logistics và Nông nghiệp

- Hoàng Minh Hải. Chuyên viên ext 138
- Nguyễn Thanh Nga. Chuyên viên ext 199

Dầu khí. Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương. Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm. Chuyên viên ext 135

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức. Trưởng phòng ext 363

- Nguyễn Thảo Vy. Chuyên viên 147
- Nguyễn Đắc Phú Thành. Chuyên viên ext 194
- Chu Lực Ninh. Chuyên viên ext 196

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn