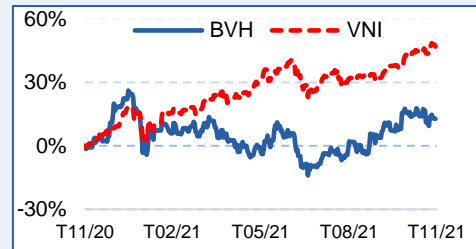


Ngành	Bảo hiểm		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	01/12/2021	TT phí bảo hiểm gộp	5,5%	5,8%	13,9%	14,5%
Giá hiện tại	61.000VND	TT phí BH ròng	3,6%	7,5%	14,5%	14,8%
Giá mục tiêu	65.800VND	Nhân thọ/Tổng phí	71,2%	74,3%	77,5%	78,5%
Giá mục tiêu gần nhất	62.100VND	Lợi suất danh mục ĐT	6,5%	5,4%	5,5%	5,5%
TL tăng	7,9%	TT EPS	28,5%	19,6%	18,4%	28,5%
Lợi suất cổ tức	1,5%	P/E	28,3x	23,7x	20,0x	15,6x
Tổng mức sinh lời	9,3%	P/B	2,3x	2,1x	1,9x	1,8x



			BVH	Peers	VNI
GT vốn hóa	2,0 tỷ USD	P/E (trượt)	24,2x	8,2x	17,5x
Room KN	444tr USD	P/B (hiện tại)	2,1x	1,1x	2,8x
GTGD/ngày (30n)	4,4tr USD	ROE	9,0%	13,2%	15,8%
Cổ phần Nhà nước	68,0%	ROA	1,3%	1,6%	2,5%
SL cổ phiếu lưu hành	742 tr				
Pha loãng	742 tr				

Tổng quan về công ty

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 năm 1996, và sau đó thành lập các công ty con và công ty liên kết trong lĩnh vực môi giới, ngân hàng và quản lý quỹ.

Huyền Thị Hồng Ngọc
Chuyên viên

Ngô Hoàng Long
Phó Giám đốc

Tăng trưởng phí bảo hiểm phục hồi trong năm 2022

- Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 6,0% lên 65.800 đồng/CP nhưng điều chỉnh khuyến nghị đối với BVH từ KHẢ QUAN xuống PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG do giá cổ phiếu của công ty đã tăng khoảng 11% trong 3 tháng qua.
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 12,2%/20,0% trong dự báo LNST năm 2021/2022 và (2) tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá mục tiêu của chúng tôi đến cuối năm 2022.
- Chúng tôi tăng dự báo thu nhập ròng năm 2021/2022 lên 12,2%/20,0% chủ yếu do (1) phí bồi thường ròng trung bình 2 năm giảm 2,7%, (2) thu nhập tài chính ròng trung bình hai năm tăng 6,0% và (3) chi phí dự phòng toán học giảm trung bình 2 năm giảm 4,0%. Các ảnh hưởng của điều chỉnh này được giảm bớt một phần bởi mức giảm trung bình 0,8% trong phí bảo hiểm gộp (GWP) trong 2 năm do chúng tôi cắt giảm phí bảo hiểm ước tính cho lĩnh vực phi nhân thọ.
- Yếu tố hỗ trợ: (1) Tỷ lệ kết hợp thấp hơn dự kiến; (2) tăng trưởng phí bảo hiểm cao hơn.
- Rủi ro: (1) Việc lãi suất trái phiếu Chính phủ thấp kéo dài có thể ảnh hưởng đáng kể đến định giá của chúng tôi; (2) cạnh tranh gay gắt trong mảng bảo hiểm nhân thọ và/hoặc phi nhân thọ có thể ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng của BVH.

Phí bảo hiểm gốc mảng nhân thọ tăng mạnh nhưng mảng phi nhân thọ giảm trong 9 tháng năm 2021. Các biện pháp giãn cách xã hội ở Việt Nam trong những tháng vừa qua đã gây áp lực lên cả lĩnh vực nhân thọ và phi nhân thọ. Bất chấp những khó khăn này, phí bảo hiểm gốc bảo hiểm nhân thọ của BVH đã tăng 10,5% YoY trong 9 tháng đầu năm 2021, mà chúng tôi cho rằng nhờ vào việc triển khai các kênh bán hàng kỹ thuật số. Mặc dù phí bảo hiểm nhân thọ phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi, mức giảm phí bảo hiểm phi nhân thọ trong 9 tháng năm 2021 là mức giảm trong 9 tháng cao nhất trong 5 năm qua. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm 3,1% dự báo phí bảo hiểm phi nhân thọ năm 2021. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng nếu dịch COVID-19 được kiểm soát tại Việt Nam, thì năm 2022 sẽ mang lại mức tăng trưởng dương 9% YoY trong mảng phi nhân thọ và tăng trưởng 15,3% YoY trong mảng nhân thọ khi nhu cầu tăng trở lại.

Chúng tôi dự báo tỷ lệ tổn thất sẽ tăng vào năm 2022 từ mức tương đối thấp vào năm 2021. Trong 9 tháng đầu năm 2021, BVH gây bất ngờ khi ghi nhận tỷ lệ tổn thất thấp nhất trong vòng 4 năm qua là 41,2% (-12,2 điểm %). Chúng tôi cho rằng tỷ lệ tổn thất thấp này là do (1) phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng trưởng âm kể từ quý 1/2020, (2) BVH chuyển hướng sang mảng bảo hiểm sức khỏe trong 2 năm qua để cải thiện khả năng lợi nhuận và (3) khả năng có sự trì hoãn trong xử lý yêu cầu bồi thường trong bối cảnh các biện pháp giãn cách xã hội trong quý 3/2021. Nguyên nhân thứ ba có thể tạo ra áp lực tăng tỷ lệ tổn thất trong quý 4/2021; ngoài ra, chúng tôi dự báo tỷ lệ tổn thất năm 2021 đạt 47,3% so với 52,5% trong dự báo trước đó của chúng tôi. Với dự báo của chúng tôi về mức tăng trưởng của phí bảo hiểm phi nhân thọ vào

năm 2022, chúng tôi dự báo tỷ lệ tổn thất năm 2022 sẽ tăng 5,6 điểm % lên 52,9% từ mức thấp vào năm 2021.

Lợi suất trái phiếu Chính phủ đã không tăng trong 3 tháng qua, gây áp lực lên chi phí dự phòng. Từ tháng 9 đến đầu tháng 11/2021, lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm của Việt Nam đã tăng khoảng 10 điểm cơ bản trước khi giảm vào cuối tháng 11 xuống còn khoảng 2,07%. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì kỳ vọng lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm sẽ phục hồi vào năm 2022, do đó giảm bớt áp lực lên lợi nhuận của BVH.

Báo cáo Tài chính

Báo cáo KQLN (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu (DT) phí bảo hiểm gộp	37.727	39.933	45.476	52.072
Nhân thọ	28.038	30.966	35.703	41.133
Phi nhân thọ	9.689	8.967	9.774	10.939
DT phí nhận tái bảo hiểm	179	161	169	178
DT phí bảo hiểm gộp ghi nhận	37.906	40.094	45.645	52.250
DT phí nhượng tái bảo hiểm	(4.119)	(3.785)	(4.077)	(4.510)
DT phí bảo hiểm ròng ghi nhận	33.787	36.310	41.568	47.740
Dự phòng DT phí bảo hiểm gộp chưa thu tăng/giảm	(343)	590	(101)	(119)
DT phí bảo hiểm thuần	33.444	36.900	41.467	47.621
DT phí bảo hiểm khác	1.080	1.022	1.142	1.263
Tổng chi phí bồi thường	(29.722)	(31.459)	(35.585)	(40.713)
trong đó: - Chi phí dự phòng toán học	(17.544)	(19.807)	(22.301)	(25.487)
Chi phí khác hoạt động kinh doanh bảo hiểm	(6.843)	(7.362)	(8.331)	(9.361)
Chi phí quản lý	(3.757)	(4.248)	(4.863)	(5.586)
Thu nhập từ HĐKD	(5.797)	(5.148)	(6.170)	(6.776)
Thu nhập từ đầu tư	9.496	8.842	10.606	12.346
Chi phí tài chính	(1.842)	(1.383)	(1.700)	(2.025)
Thu nhập từ công ty liên kết	70	80	100	105
Thu nhập khác	27	26	27	28
Lợi nhuận trước thuế	1.954	2.417	2.862	3.679
LNST	1.650	1.982	2.347	3.016
Lợi ích CĐTS	(52)	(69)	(82)	(106)
LNST sau lợi ích CĐTS	1.598	1.913	2.265	2.911
EPS (VND)	2.090	2.500	2.959	3.804
DPS (VND)	899	1.000	1.100	1.200

TỶ LỆ	2020	2021F	2022F	2023F
Hiệu quả				
Tỷ lệ dự phòng và bồi thường*	57,4%	47,3%	52,9%	55,7%
Tỷ lệ chi phí*	44,6%	45,9%	45,4%	44,6%
Tỷ lệ kết hợp*	102,1%	93,2%	98,4%	100,4%
Tỷ lệ giữ lại	89,1%	90,6%	91,1%	91,4%
Bảng CĐKT				
Danh mục/ Vốn CSH	6,26	6,96	7,48	7,94
Danh mục/ Dự phòng	1,19	1,20	1,18	1,16
Tài sản/vốn CSH	7,30	7,79	8,31	8,74

Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền và tương đương tiền	6.781	11.764	12.261	12.095
Đầu tư ngắn hạn	73.718	84.866	92.474	101.979
Đầu tư dài hạn	51.874	64.851	81.038	100.395
Các khoản phải thu	8.370	81	94	108
Tài sản cố định	2.351	2.821	3.386	4.063
Tài sản khác	3.318	3.376	3.896	4.479
Tổng tài sản	146.412	167.761	193.150	223.119
Dự phòng bồi thường	2.576	2.386	2.787	3.244
Dự phòng phí	4.970	4.569	4.751	4.960
Dự phòng toán học	93.091	112.897	135.198	160.685
Dự phòng bảo hiểm khác	4.633	4.862	5.143	5.408
Nợ ngắn hạn	896	2.120	1.620	1.320
Nợ ngắn hạn khác	18.852	18.215	18.953	20.524
Nợ dài hạn	317	100	100	100
Nợ dài hạn khác	257	239	455	325
Tổng nợ phải trả	125.590	145.389	169.008	196.567
Vốn CSH	20.067	21.548	23.235	25.540
Lợi ích CĐTS	755	824	906	1.012
Tổng nợ phải trả & vốn CSH	146.412	167.761	193.150	223.119
Số CP lưu hành cuối năm (triệu)	742	742	742	742
BVPS (VND)	27.033	29.028	31.301	34.405

TỶ LỆ	2020	2021F	2022F	2023F
Khả năng sinh lời				
ROAA	1,2%	1,3%	1,3%	1,4%
ROAE	8,1%	9,2%	10,1%	11,9%
Tình hình đầu tư				
Lợi suất đầu tư gộp	8,1%	6,4%	6,6%	6,6%
Lợi suất đầu tư ròng	6,5%	5,4%	5,5%	5,5%
Tỷ lệ biên khả năng thanh toán (ước tính)				
Mảng bảo hiểm nhân thọ	109%	117%	118%	121%
Mảng bảo hiểm phi nhân thọ	120%	140%	138%	138%

Nguồn: BVH, VCSC (*) Tỷ lệ dự phòng và bồi thường được tính là tổng tỷ lệ dự phòng và bồi thường từ cả mảng bảo hiểm nhân thọ và bảo hiểm phi nhân thọ chia tổng doanh thu phí được hưởng (net earned premium); tỷ lệ chi phí được tính theo chi phí hoạt động kinh doanh bảo hiểm chia tổng doanh thu phí được hưởng (net earned premium); tỷ lệ kết hợp được tính bằng tổng tỷ lệ bồi thường và dự phòng với tỷ lệ chi phí. Chúng tôi sửa đổi công thức tính tỷ lệ chi phí bằng cách đưa các chi phí quản lý và hành chính liên quan đến hoạt động bảo hiểm vào tính toán của chúng tôi.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Huỳnh Thị Hồng Ngọc 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 HOẢN	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
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.