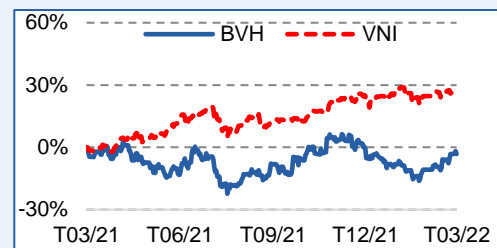


# Tập đoàn Bảo Việt (BVH) [KHẢ QUAN +10,2%]

Cập nhật

Ngành	Bảo hiểm		2021	2022F	2023F	2024F
<b>Ngày báo cáo</b>	<b>07/03/2022</b>	TT Phí bảo hiểm gộp	4,7%	14,4%	16,1%	16,0%
Giá hiện tại	59.700VND	TT phí BH ròng	6,8%	14,4%	16,5%	16,2%
Giá mục tiêu	64.900VND	Nhân thọ/Tổng phí	74,3%	77,4%	78,4%	79,6%
Giá mục tiêu gần nhất	65.800VND	Lợi suất danh mục ĐT	5,7%	5,1%	5,3%	5,3%
TL tăng	8,7%	TT EPS	18,3%	19,8%	16,4%	15,3%
Lợi suất cổ tức	1,5%	P/E	23,5x	19,6x	16,8x	14,6x
Tổng mức sinh lời	10,2%	P/B	2,1x	1,9x	1,8x	1,6x



GT vốn hóa	1,9 tỷ USD		<b>BVH</b>	<b>Peers</b>	<b>VNI</b>
Room KN	433tr USD	P/E (trượt)	23,5x	8,2x	17,2x
GTGD/ngày (30n)	2,2tr USD	P/B (hiện tại)	2,1x	1,1x	2,6x
Cổ phần Nhà nước	68,0%	ROE	9,1%	13,4%	15,6%
SL cổ phiếu lưu hành	742 tr	ROA	1,3%	1,6%	2,6%
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.

Huỳnh Thị Hồng Ngọc  
Chuyên viên

Ngô Hoàng Long  
Phó Giám đốc

## Tăng trưởng phí bảo hiểm tăng tốc, tỷ lệ kết hợp cao hơn trong năm 2022

- Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 1,4% xuống 64,900 đồng/cổ phiếu nhưng nâng khuyến nghị cho Tập đoàn Bảo Việt (BVH) từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN khi giá cổ phiếu của công ty đã giảm khoảng 2,5% trong 3 tháng qua.
- Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi là do (1) LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2021 thấp hơn 1,6% so với dự báo của chúng tôi và (2) giảm LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2022 của chúng tôi 0,2% so với dự báo trước đó của chúng tôi.
- Chúng tôi giảm 0,2% dự báo thu nhập ròng năm 2022 do phí bảo hiểm gộp (GWP) giảm 0,6% do chúng tôi giảm 0,7%/0,2% phí bảo hiểm dự kiến cho cả lĩnh vực nhân thọ và phi nhân thọ. Việc cắt giảm phí bảo hiểm dự kiến của chúng tôi được bù đắp một phần bởi (1) mức giảm 0,9% trong các khoản bồi thường ròng năm 2022 và (2) giảm 0,2% trong chi phí dự phòng toán học năm 2022.
- Yếu tố hỗ trợ: (1) Tỷ lệ kết hợp thấp hơn dự kiến; (2) tăng trưởng phí bảo hiểm cao hơn.
- Rủi ro: (1) Lợi suất trái phiếu Chính phủ duy trì ở mức thấp trong thời gian dài có thể ảnh hưởng đáng kể 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.

**Sự phục hồi mạnh mẽ của tăng trưởng phí bảo hiểm trong quý 4/2021 phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi.** Trong quý 4/2021, phí bảo hiểm gốc nhân thọ đạt 8,5 nghìn tỷ đồng (+ 15% QoQ; +5,2% YoY) trong khi phí bảo hiểm gốc phi nhân thọ là 2,5 nghìn tỷ đồng (+ 31% QoQ; +1,3% YoY). Khi mạng lưới phân phối chính của BVH là kênh đại lý truyền thống nên phí bảo hiểm nhân thọ của công ty tăng trưởng mạnh hơn nhờ có nhiều điều kiện thuận lợi hơn để tư vấn trực tiếp cho khách hàng và kiểm tra sức khỏe cho các đơn đăng ký bảo hiểm sau khi các biện pháp giãn cách xã hội được nới lỏng vào đầu tháng 10/2021. Chúng tôi tin rằng nếu dịch COVID-19 được kiểm soát tại Việt Nam, năm 2022 sẽ mang lại mức tăng trưởng +9% YoY trong mảng phi nhân thọ và 16% YoY trong mảng nhân thọ do (1) các điều kiện xã hội hầu hết trở lại bình thường và nhu cầu bảo hiểm tăng trở lại và (2) ban lãnh đạo có kế hoạch tung ra các sản phẩm bảo hiểm mới với các quyền lợi cạnh tranh nhằm củng cố thị phần của BVH trong cả phân khúc nhân thọ và phi nhân thọ.

**Tỷ lệ kết hợp dự báo tăng trong năm 2022 so với mức thấp nhất vào năm 2021.** Trong năm 2021, BVH gây bất ngờ với tỷ lệ bồi thường và dự phòng thấp nhất trong vòng 4 năm qua là 43,8% (-13,6 điểm % YoY). Tuy nhiên, trên cơ sở QoQ, tỷ lệ bồi thường và dự phòng trong quý 4/2021 tăng 23,5 điểm % so với quý 3/2021, phù hợp với giả định của chúng tôi do có sự chậm trễ trong việc xử lý yêu cầu bồi thường do các biện pháp giãn cách xã hội trong quý 3/2021. Với dự báo cập nhật của chúng tôi về tăng trưởng trong phí bảo hiểm phi nhân thọ trong năm 2022, chúng tôi dự báo tỷ lệ bồi thường và dự phòng năm 2022 sẽ tăng 9,7 điểm% YoY lên 53,5% so với mức cơ sở thấp vào năm 2021. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí sẽ tăng 1,4 điểm % YoY do chi phí

HĐKD và chi phí bán hàng cao hơn để tạo điều kiện cho kế hoạch tăng trưởng phí bảo hiểm cao hơn. Chúng tôi dự báo tỷ lệ kết hợp năm 2022 đạt 97,5% (+11,2 điểm % YoY) từ mức thấp nhất trong 6 năm là 86,3% trong năm 2021.

**Lợi suất TPCP tiếp tục biến động xung quanh mức thấp trong lịch sử, gây áp lực lên chi phí dự phòng toán học.** Từ tháng 3/2020 đến tháng 3/2021, lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm của Việt Nam dao động xung quanh mức 2,1%. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì kỳ vọng lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm sẽ hồi phục trong năm 2022, do đó giảm bớt áp lực lên lợi nhuận của BVH.

## Báo cáo Tài chính

Báo cáo KQLN (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu (DT) phí bảo hiểm gộp	39.504	45.194	52.468	60.858
Nhân thọ	30.557	35.440	41.768	48.907
Phi nhân thọ	8.947	9.754	10.700	11.952
DT phí nhận tái bảo hiểm	159	166	175	184
<b>DT phí bảo hiểm gộp ghi nhận</b>	<b>39.663</b>	<b>45.360</b>	<b>52.642</b>	<b>61.042</b>
DT phí nhượng tái bảo hiểm	(3.568)	(4.069)	(4.540)	(5.157)
<b>DT phí bảo hiểm ròng ghi nhận</b>	<b>36.095</b>	<b>41.291</b>	<b>48.102</b>	<b>55.885</b>
Dự phòng DT phí bảo hiểm gộp chưa thu tăng/giảm	283	(147)	(173)	(202)
<b>DT phí bảo hiểm thuần</b>	<b>36.378</b>	<b>41.144</b>	<b>47.929</b>	<b>55.683</b>
DT phí bảo hiểm khác	923	1.139	1.294	1.495
Tổng chi phí bồi thường	(31.878)	(35.277)	(41.529)	(48.198)
trong đó: - Chi phí dự phòng toán học	(18.982)	(22.261)	(26.028)	(30.476)
Chi phí khác hoạt động kinh doanh bảo hiểm	(7.089)	(8.109)	(9.485)	(11.168)
Chi phí quản lý	(4.017)	(4.637)	(5.401)	(6.387)
<b>Thu nhập từ HĐKD</b>	<b>(5.683)</b>	<b>(5.739)</b>	<b>(7.192)</b>	<b>(8.575)</b>
Thu nhập từ đầu tư	8.910	9.950	12.129	14.381
Chi phí tài chính	(1.058)	(1.599)	(1.864)	(2.242)
Thu nhập từ công ty liên kết	71	100	105	110
Thu nhập khác	128	121	126	132
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2.367</b>	<b>2.833</b>	<b>3.304</b>	<b>3.806</b>
<b>LNST</b>	<b>1.989</b>	<b>2.380</b>	<b>2.776</b>	<b>3.198</b>
Lợi ích CĐTS	(107)	(121)	(145)	(164)
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>1.882</b>	<b>2.260</b>	<b>2.631</b>	<b>3.034</b>
EPS (VND)	2.473	2.962	3.449	3.976
DPS (VND)	900	1.000	1.000	1.000

TỶ LỆ	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Hiệu quả</b>				
Tỷ lệ dự phòng và bồi thường*	43,8%	53,5%	56,3%	58,4%
Tỷ lệ chi phí*	42,6%	44,0%	44,9%	46,3%
Tỷ lệ kết hợp*	86,3%	97,5%	101,1%	104,6%
Tỷ lệ giữ lại	91,0%	91,0%	91,4%	91,6%
<b>Bảng CĐKT</b>				
Danh mục/ Vốn CSH	7,04	7,77	8,43	9,03
Danh mục/ Dự phòng	1,19	1,20	1,20	1,20
Tài sản/vốn CSH	7,93	8,41	8,86	9,40

Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F
Tiền và tương đương tiền	5.354	8.434	3.584	1.582
Đầu tư ngắn hạn	82.007	96.619	114.365	134.910
Đầu tư dài hạn	67.341	81.386	96.334	113.640
Các khoản phải thu	9.308	84	97	112
Tài sản cố định	2.375	2.850	3.420	4.104
Tài sản khác	3.076	3.512	4.016	4.591
<b>Tổng tài sản</b>	<b>169.461</b>	<b>192.886</b>	<b>221.816</b>	<b>258.937</b>
Dự phòng bồi thường	2.432	2.829	3.282	3.809
Dự phòng phí	4.637	4.842	5.080	5.355
Dự phòng toán học	112.073	134.334	160.362	190.839
Dự phòng bảo hiểm khác	6.118	6.132	6.621	6.841
Nợ ngắn hạn	2.506	2.306	2.206	2.106
Nợ ngắn hạn khác	17.655	18.087	17.668	20.637
Nợ dài hạn	268	100	100	100
Nợ dài hạn khác	285	390	400	469
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>145.974</b>	<b>169.020</b>	<b>195.719</b>	<b>230.156</b>
Vốn CSH	21.177	22.939	25.026	27.546
Lợi ích CĐTS	806	926	1.071	1.235
<b>Tổng nợ phải trả &amp; vốn CSH</b>	<b>167.957</b>	<b>192.886</b>	<b>221.816</b>	<b>258.937</b>
Số CP lưu hành cuối năm (triệu)	742	742	742	742
BVPS (VND)	28.527	30.902	33.714	37.107

TỶ LỆ	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Khả năng sinh lời</b>				
ROAA	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
ROAE	9,1%	10,2%	11,0%	11,5%
<b>Tình hình đầu tư</b>				
Lợi suất đầu tư gộp	6,5%	6,1%	6,2%	6,3%
Lợi suất đầu tư ròng	5,7%	5,1%	5,3%	5,3%
<b>Tỷ lệ biên khả năng thanh toán (ước tính)</b>				
Mảng bảo hiểm nhân thọ	117%	117%	117%	117%
Mảng bảo hiểm phi nhân thọ	138%	137%	138%	139%

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.



## 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 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 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

Tháp tài chính Bitexco, Lầu 15,  
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,  
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (417)

#### Phòng giao dịch Đống Đa

9 Nguyễn Ngọc Diên,  
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN  
+84 24 6262 6999

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588  
research@vcsc.com.vn

#### Nghân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

**Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123**  
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116  
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

#### Hàng tiêu dùng

**Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124**  
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194  
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185  
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

#### Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

**Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120**  
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149  
- 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  
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

#### Chi nhánh Hà Nội

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

#### Phòng giao dịch Nguyễn Công Trứ

Lầu 6B, 236 - 238 Nguyễn Công Trứ,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (400)

#### Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (403)

#### Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, 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

#### Vật liệu và Công nghiệp

**Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147**  
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

#### Tuan Nhan

**Giám đốc điều hành**  
**Khối môi giới và Giao dịch Chứng**  
**khoán – Khách hàng tổ chức**  
+84 28 3914 3588, ext 107  
tuan.nhan@vcsc.com.vn

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

**Giám đốc điều hành**  
**Khối Môi giới trong nước**  
+84 28 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vcsc.com.vn

#### Nguyễn Quốc Dũng

**Giám đốc**  
**Giao dịch Chứng khoán -**  
**Khách hàng tổ chức**  
+84 28 3914 3588, ext 136  
dung.nguyen@vcsc.com.vn

## 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.