

**Nguyễn Thu Hà**

[hant4@ssi.com.vn](mailto:hant4@ssi.com.vn)

+84 24 3936 6321 ext. 680

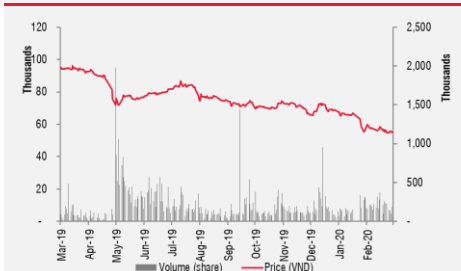
**Ngày 10/03/2020**

**NGÀNH TÀI CHÍNH**

#### Các chỉ số chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	1,762
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	40,902
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	742
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	98.5/54.5
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	197,744
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	0.54
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	12.59
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	29.34
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	72
Tỷ lệ sở hữu BLĐ (%)	N.a

#### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

#### Company Snapshot

Tập đoàn Bảo Việt được thành lập vào ngày 15/01/1965, là tập đoàn bảo hiểm hàng đầu tại Việt Nam và là công ty bảo hiểm đa ngành duy nhất trên thị trường. Hiện nay, công ty đã nâng vốn điều lệ lên 6.805 tỷ đồng. Bộ Tài chính (MoF) là cổ đông lớn nhất, với 71% cổ phần, tiếp theo đó là Tập đoàn Sumitomo Life (nhà bảo hiểm nhân thọ hàng đầu tại Nhật Bản về tổng tài sản và thị phần doanh thu phí bảo hiểm) với 18% cổ phần. Mạng kinh doanh chính là Bảo hiểm Nhân thọ và Bảo hiểm Toàn diện, Ngân hàng, Quản lý Quỹ, Chứng khoán và Quản lý Đầu tư Bất động sản thông qua 6 công ty con. Trong năm 2014, mảng bảo hiểm nhân thọ chiếm 42% tổng doanh thu hợp nhất, mảng phi nhân thọ chiếm 32% và đầu tư tài chính chiếm 19% tổng doanh thu hợp nhất.

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

### Môi trường lãi suất thấp đã phản ánh nhiều vào giá

**Điểm nhấn:** Gần đây BVH công bố báo cáo tài chính Q4/2019 với lợi nhuận trước thuế đạt 128 tỷ đồng. Lũy kế năm 2019, lợi nhuận trước thuế đạt 1.392 tỷ đồng, tương đương với năm 2018 mặc dù lợi nhuận hoạt động tài chính giảm 23% YoY.

Trong năm 2020, chúng tôi ước tính BVH ghi nhận 1.255 tỷ đồng lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ (+15,3% YoY), với giả định rằng doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ và phí nhân thọ tăng lần lượt là 17% YoY và 11% YoY. Chúng tôi cũng giả định lãi suất kỹ thuật để trích lập dự phòng nghiệp vụ giảm thêm 5 bps. Lãi suất này thấp hơn 18% so với giả định trước đây của chúng tôi, với tổng thay đổi về lãi suất kỹ thuật trong năm 2019 và 2020 là giảm 13 bps. Lãi suất kỹ thuật mà chúng tôi sử dụng trong năm 2019 là 3,37% (so với tỷ lệ 3,45% như trước đây) và trong năm 2020 là 3,32% (so với tỷ lệ 3,45% như trước đây).

Đối với dịch bệnh Covid-19, chúng tôi cho rằng tình hình này có **tác động ròng tích cực đến BVH** trong dài hạn.

**Quan điểm:** Giá cổ phiếu của các công ty bảo hiểm nhân thọ ở Châu Á Thái Bình Dương đã giảm 20% từ tháng 1/2019 tới nay trong môi trường lãi suất thấp. Đối với BVH, mức giảm là 34,3%. Vì chúng tôi ước tính lãi suất sẽ vẫn ở mức thấp trong năm 2020, chúng tôi điều chỉnh P/B mục tiêu xuống còn 2,5 lần và đưa ra giá mục tiêu cho cổ phiếu BVH là 65.900 đồng/cp, tương đương khuyến nghị **KHẢ QUAN**. Hệ số P/B mục tiêu mới thấp hơn hệ số P/B mục tiêu trước đây là 3,3 lần (mức P/B bình quân 5 năm) cũng như mức P/B bình quân 10 năm của BVH là 2,81 lần, do chúng tôi đã áp dụng chiết khấu cho tình hình phức tạp hiện tại về chênh lệch kỳ hạn của công ty.

Trong trường hợp xấu nhất trong giả định của chúng tôi khi lãi suất kỹ thuật bị điều chỉnh giảm 65 bps, rủi ro giảm giá với cổ phiếu BVH từ mức giá hiện tại cũng không quá nhiều. Trong khi đó, chúng tôi nhận thấy nhiều tiềm năng tăng giá hơn cho BVH, đặc biệt là khi doanh thu khai thác mới có thể vượt giả định hiện tại của chúng tôi ở mức +10% YoY.

**Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:** Môi trường lãi suất giảm sẽ làm phức tạp thêm chênh lệch kỳ hạn tài sản có – nợ phải trả, cũng như làm giảm hiệu quả của hoạt động đầu tư.

#### Bảng: Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính (tỷ đồng)

	4Q 18	4Q 19	%YoY	2018	2019	%YoY
Doanh thu phí bảo hiểm gốc	8.587	9.761	14%	31.360	35.753	14%
Bảo hiểm nhân thọ	6.009	7.255	21%	21.507	25.452	18%
Bảo hiểm phi nhân thọ	2.577	2.507	-3%	9.853	10.301	5%
Doanh thu thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm	8.087	9.321	15%	29.066	33.306	15%
Dự phòng nghiệp vụ	-2.755	-4.741	72%	-16.318	-16.091	-1%
Chi bồi thường bảo hiểm gốc và chi trả đáo hạn	-2.612	-3.318	27%	-9.786	-11.834	21%
Tỷ lệ bồi thường	49%	53%		58%	57%	
Tỷ lệ bồi thường (bao gồm dự phòng bồi thường)	63%	56%		63%	60%	
Chi khác	-2.912	-1.765	-39%	-5.599	-6.228	11%
Lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh bảo hiểm	-193	-503	-161%	-2.637	-848	68%
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	-672	-715	6%	-2.915	-2.967	2%
Lợi nhuận ròng hoạt động kinh doanh bảo hiểm	-1.046	-1.218	16%	-5.552	-3.814	31%
Lợi nhuận hoạt động tài chính	1.265	1.494	18%	7.340	5.672	-23%
Lợi nhuận trước thuế	240	128	-47%	1.396	1.392	0%
ROE	5,00%	2,00%		7,60%	6,40%	

Nguồn: BVH, SSI research

## Tóm tắt kết quả kinh doanh Q4/2019

Gần đây BVH đã công bố báo cáo tài chính Q4/2019 với lợi nhuận trước thuế đạt 128 tỷ đồng. Tính chung cả năm 2019, lợi nhuận trước thuế đạt 1.392 tỷ đồng, tương đương với năm 2018 mặc dù lợi nhuận hoạt động tài chính giảm 23% YoY.

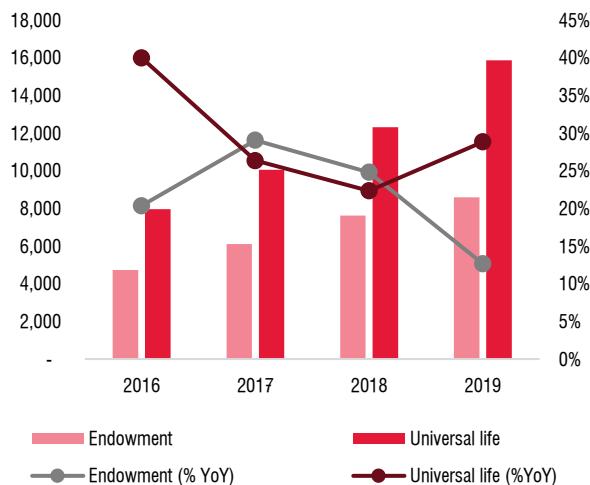
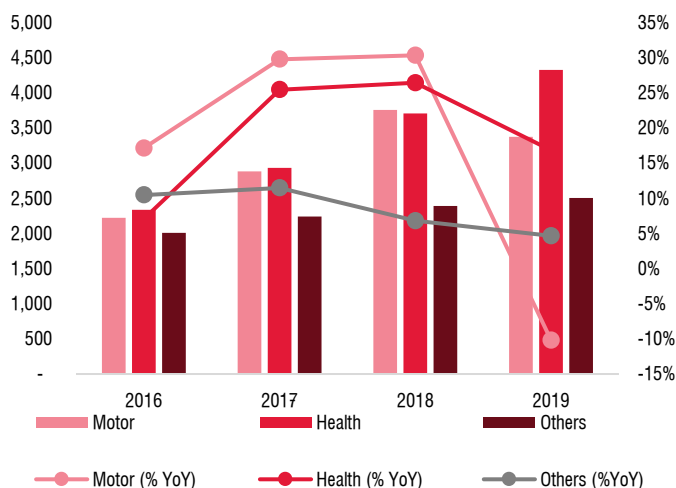
### Doanh thu phí bảo hiểm tăng chậm lại khi doanh nghiệp tập trung vào lợi nhuận

Trong Q4/2019, tổng doanh thu phí bảo hiểm gốc của BVH đạt 9.761 tỷ đồng (+14% YoY), trong đó doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ đạt 7.255 tỷ đồng (+21% YoY), và doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ đạt 2.507 tỷ đồng (-3% YoY). Lũy kế năm 2019, tổng doanh thu phí bảo hiểm gốc đạt 36 nghìn tỷ đồng (+14% YoY). Mặc dù tốc độ tăng trưởng này tương đối thấp hơn so với tỷ lệ CAGR 3 năm qua (+25,3% YoY), điều này hoàn toàn đúng như kỳ vọng của chúng tôi.

Đối với mảng bảo hiểm phi nhân thọ, sau giai đoạn thúc đẩy tăng trưởng để giành thị phần trong năm 2018, việc doanh thu phí bảo hiểm tăng chậm lại để tập trung hơn vào lợi nhuận trong năm 2019 là điều dễ hiểu. Điều này được chứng minh thông qua việc giảm tăng trưởng ở các sản phẩm có tỷ lệ bồi thường cao, bao gồm bảo hiểm xe cơ giới (-10,2% YoY), bảo hiểm tài sản thiệt hại (-11,2% YoY), và bảo hiểm thân tàu và bảo hiểm trách nhiệm dân sự cho chủ tàu (PI) (-2,1% YoY). Bảo hiểm sức khỏe và tai nạn con người vẫn là sản phẩm cốt lõi của BVH, với doanh thu phí bảo hiểm tăng 16,8% YoY. Do đó, cơ cấu sản phẩm đã có sự điều chỉnh so với năm 2018. Cụ thể, tỷ trọng doanh thu phí bảo hiểm sức khỏe & tai nạn con người, bảo hiểm xe cơ giới, bảo hiểm cháy nổ và bảo hiểm tài sản thiệt hại trong tổng doanh thu phí bảo hiểm chiếm lần lượt là 42%, 33%, 10% và 5% (so với 38%, 38%, 9% và 5%). Tỷ lệ bồi thường giảm xuống 57,2% YoY.

### Tăng trưởng mảng bảo hiểm phi nhân thọ

### Tăng trưởng mảng bảo hiểm nhân thọ



Nguồn: BVH, SSI Research

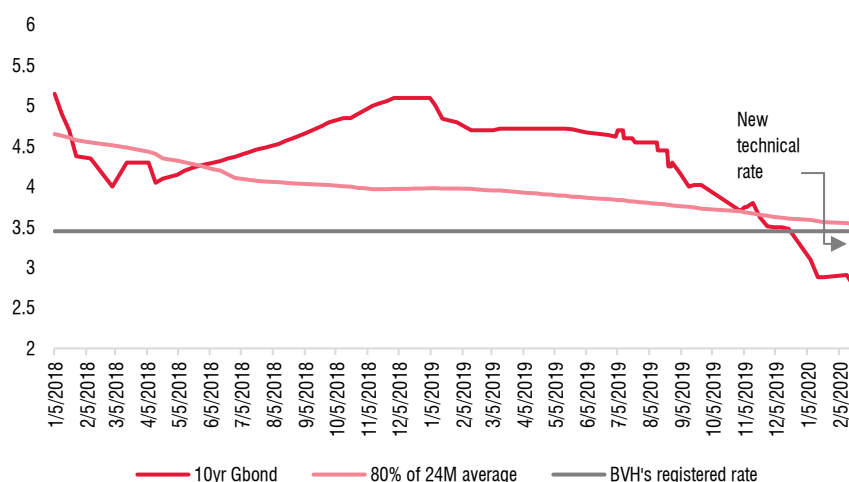
Đối với mảng bảo hiểm nhân thọ, theo Nghị định 151 (có hiệu lực từ tháng 11/2018) đã nới lỏng đáng kể các tiêu chí cho các đại lý có đủ điều kiện bán sản phẩm liên kết đầu tư. Do đó, sự cạnh tranh thậm chí còn khó khăn hơn trong năm 2019 đối với BVH. Hiện tại nhân viên ngân hàng có thể trở thành đại lý bán bảo hiểm liên kết chung và bảo hiểm liên kết đơn vị sau khi hoàn thành khóa đào tạo từ công ty bảo hiểm. Điều này đã khiến áp lực cạnh tranh tăng lên đáng kể với BVH. Áp lực cạnh tranh gay gắt cùng với hạn chế về biên khả năng thanh toán dẫn đến sự chững lại trong doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ của BVH. Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu phí bảo hiểm mới của BVH chỉ tăng 6% trong năm 2019 (so với 13,4% trong năm 2018, và khoảng 15% toàn ngành). Trong số các công ty cùng ngành, 5 công ty bảo hiểm lớn (Manulife, AIA, MAgeas, FWD, Aviva, Cathay) có tốc

độ tăng trưởng NBP trên 38%, trong khi tất cả các công ty bảo hiểm khác có mức tăng trưởng chậm hơn hoặc giảm đáng kể.

### Chi phí dự phòng toán học khiến cho việc nhận định về kết quả kinh doanh trở nên khó khăn hơn

Việc tăng chi phí dự phòng toán học trong Q4/2019 đã tác động đến lợi nhuận của công ty. Chi phí dự phòng toán học trong giai đoạn này đạt 4,8 nghìn tỷ đồng (+78,9% YoY). Chúng tôi tin rằng khoản dự phòng này phát sinh từ việc điều chỉnh giảm lãi suất kỹ thuật mà BVH đã đăng ký ban đầu tại thời điểm đầu năm là 3,45%. Theo ước tính của chúng tôi, việc giảm 8-10 bps đã được thực hiện vào cuối năm và được áp dụng hồi tố cho cả năm 2019. Mức 80% lãi suất bình quân của trái phiếu Chính phủ kỳ hạn từ 10 năm trở được phát hành trong 24 tháng gần nhất hiện tại là 3,52%, cao hơn tỷ lệ trích lập dự phòng đăng ký của BVH. Tuy nhiên, từ thời điểm báo cáo trước đây của chúng tôi đến nay, lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm đã giảm mạnh 116 bps. Do đó, chúng tôi hiểu rằng BVH đã chọn điều chỉnh giảm lãi suất kỹ thuật trong năm 2019 để tránh các thay đổi đột ngột trong năm 2020, và chuẩn bị tốt hơn cho môi trường lãi suất thấp hơn trong năm 2020.

### Lãi suất trích lập dự phòng đăng ký của BVH và lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm



Nguồn: SSI Research

### Duy trì lợi suất đầu tư được chú trọng trong năm 2019

Trong Q4/2019, BVH đã phân bổ thêm 4.876 tỷ đồng vào tiền gửi ngân hàng, và 26 tỷ đồng vào trái phiếu. Lũy kế 12 tháng, số dư tiền gửi có kỳ hạn tăng thêm 12 nghìn tỷ đồng đạt 68,5 nghìn tỷ đồng, trong khi đầu tư vào trái phiếu giảm mạnh so với số dư 1 năm trước là 339 tỷ đồng. Điều này rõ ràng cho thấy công ty đã đặt lợi suất đầu tư lên ưu tiên hàng đầu trong năm, thay vì giải quyết vấn đề về chênh lệch kỳ hạn giữa tài sản có và nợ phải trả. Tiền gửi ngân hàng chiếm 63% tổng danh mục đầu tư, đạt 109 nghìn tỷ đồng tính đến ngày 31/12/2019. Chúng tôi cũng nhận thấy động thái chuyển sang tiền gửi dài hạn trong quý cuối năm với mức tăng ròng là 3,5 nghìn tỷ đồng. Nói chung, lợi nhuận hoạt động tài chính ròng trong năm là 5,67 nghìn tỷ đồng (-23% YoY), và lợi tức đầu tư ở mức 5,5%.

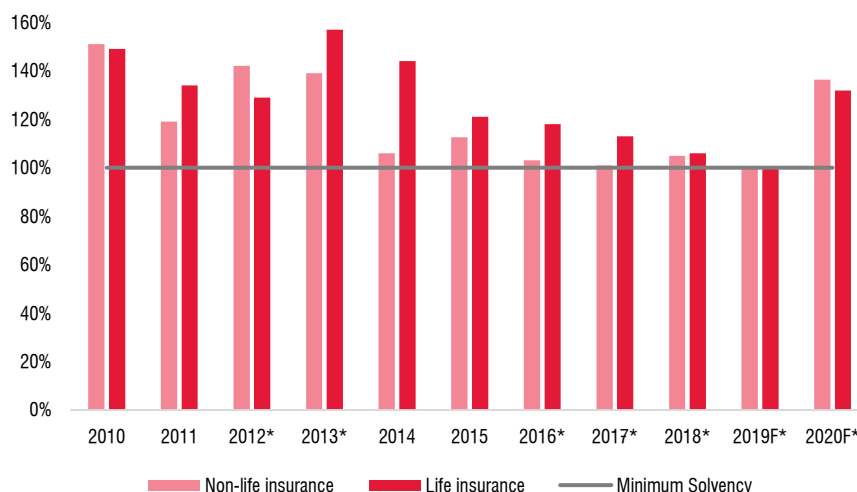
### Cập nhật khác

**Huy động thành công 173 triệu USD vào những phút cuối cùng.** Ngày 18/12/2019 BVH đã công bố thỏa thuận thành công với Sumitomo Life để phát hành 41,4 triệu cổ phiếu (5,91% tỷ lệ trước khi tăng vốn) với mức giá bình quân là 96.817 đồng/cp. Sau thỏa thuận này, vốn điều lệ của BVH tăng thêm 414 tỷ đồng, và doanh nghiệp ghi nhận 3,6 nghìn tỷ đồng thặng dư vốn. Kết quả này đã vượt kế hoạch tăng vốn ban đầu của công ty là 3 nghìn tỷ

đồng, trong đó 2,5 nghìn tỷ đồng được sử dụng để góp vốn cho các công ty con cụ thể là công ty Bảo Việt Nhân thọ (BVL) và công ty Bảo hiểm Bảo Việt (BVGI). Theo ban lãnh đạo của BVH, phần lớn số tiền (khoảng 90%) thu được sẽ được sử dụng để góp vốn cho các công ty con nêu trên. Chúng tôi giả định 2,5 nghìn tỷ đồng và 1 nghìn tỷ đồng được sử dụng để góp vốn điều lệ lần lượt cho BVL và BVGI. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng khoản góp vốn sẽ được chia ra và được thực hiện làm nhiều lần trong vòng 2-3 năm, chứ không phải rót vốn toàn bộ cho cho BVL và BVGI trong năm 2020.

Tuy nhiên, nếu phần lớn (90%) số tiền này thực sự được sử dụng để góp vốn cho các công ty con trong năm 2020, hệ số khả năng thanh toán được ước tính sẽ đạt 132% cho các công ty con bảo hiểm nhân thọ và 136% cho các công ty con bảo hiểm phi nhân thọ. Thời gian để BVH sử dụng nguồn vốn này phụ thuộc vào việc công ty có theo đuổi chiến lược tăng trưởng mạnh mẽ để mở rộng thị phần hay chọn cách hoạt động tập trung vào lợi nhuận. Mặc dù chúng tôi cho rằng BVGI sẽ chọn ưu tiên tối ưu hóa lợi nhuận, vì khoảng cách về thị phần với 2 công ty đứng thứ 2 dường như khá an toàn (thị phần của BVGI là 20% so với PVI là 15% và PTI là 10%), chúng tôi tin rằng BVL không thể thực hiện theo chiến lược này trong điều kiện cạnh tranh khốc liệt trên thị trường. Do đó, chúng tôi ước tính BVL sẽ cần tiếp tục tăng vốn trong năm 2022, trong khi BVGI có thể cần tăng vốn sau đó trong năm 2023-2024.

### Biên khả năng thanh toán của BVH



\*: những năm có thực hiện tăng vốn. Từ 2016-2019, BVGI tăng 1 nghìn tỷ đồng và BVL tăng 2,15 nghìn tỷ đồng vốn điều lệ.

Nguồn: BVH, SSI research

**Tác động của dịch bệnh Covid-19.** Cho đến nay Việt Nam đã ghi nhận 16 trường hợp nhiễm Covid-19, nhưng tất cả các bệnh nhân đã được chữa khỏi và xuất viện. Do đó, BVH vẫn chưa phát sinh bất kỳ khoản bồi thường nào.

Trong trường hợp virus lây lan và có đợt bùng phát khác xảy ra ở Việt Nam, tác động đến BVH như sau:

- **Hoạt động bán hàng.** Hoạt động bán hàng có thể bị chậm lại do các hội thảo với khách hàng, đào tạo, tuyển dụng sẽ bị hoãn lại, hoặc có ít người tham gia các sự kiện công cộng như vậy. Chúng tôi nhận thấy Manulife là công ty có hoạt động tích cực nhất trong việc tổ chức các hội thảo này trong năm 2019 để thúc đẩy doanh số bán hàng. Đối với BVH, công ty không phụ thuộc quá nhiều vào phương thức bán hàng này, vì vậy chúng tôi ước tính những gián đoạn trong hoạt động bán hàng qua hội thảo sẽ không ảnh hưởng đáng kể đến tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm của BVH.

- *Chi phí bồi thường.* Đối với bảo hiểm sức khỏe và tai nạn con người, theo nguyên tắc bảo hiểm tiêu chuẩn của Bộ Tài chính, tất cả các chi phí khám và điều trị y tế liên quan đến dịch bệnh do chính phủ Việt Nam công bố sẽ được chi trả bởi Chính phủ. Tuy nhiên, BVH và các công ty bảo hiểm khác vẫn cam kết hỗ trợ bệnh nhân mắc Covid-19 trong trường hợp có rủi ro. Đối với bảo hiểm gián đoạn kinh doanh, vì tổng quy mô tương đối nhỏ và hầu hết các hợp đồng đều có tái bảo hiểm cho các công ty tái bảo hiểm, chi phí bồi thường phát sinh từ những hợp đồng này sẽ không đáng kể.
- Nhu cầu về các sản phẩm bảo hiểm có thể được cải thiện trong dài hạn mặc dù chính phủ chi trả chi phí điều trị, vì nhu cầu cần được bảo vệ của người dân nhìn chung sẽ tăng lên.

Mặc dù chúng tôi phải đợi đến cuối quý 1/2020 mới có dữ liệu chính thức về doanh thu bán sản phẩm bảo hiểm, chúng tôi nghiêng về khả năng tín hiệu tăng trưởng tích cực từ phía cầu. Nhu cầu tăng sẽ có tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của BVH. Qua một số cuộc thảo luận của chúng tôi với các đại lý của một số công ty bảo hiểm nhân thọ, doanh thu bán hàng và doanh thu phí bảo hiểm đã tăng rất tốt trong tháng 1 và tháng 2/2020 khi người dân đua nhau mua bảo hiểm để có thể phòng vệ trước rủi ro khi dịch virus Corona lan rộng trên toàn thế giới.

**Cổ phiếu ESOP được giao dịch trong tháng 5/2020.** Trong tháng 5/2018, BVH đã phát hành 20,4 triệu cổ phiếu theo kế hoạch ESOP với giá 35.900 đồng/cp. Ngày được phép giao dịch của các cổ phiếu như sau:

- Tháng 5/2019: 12 triệu cổ phiếu (60% tổng số cổ phiếu phát hành trong năm 2018)
- Tháng 5/2020: 4 triệu cổ phiếu (20%)
- Tháng 5/2021: 4 triệu cổ phiếu (20%)

Vì khối lượng giao dịch bình quân ngày của cổ phiếu BVH trong 10 ngày qua xấp xỉ 213.000 cổ phiếu, 4 triệu cổ phiếu được phép giao dịch có thể ảnh hưởng đáng kể đến giá cổ phiếu. Tuy nhiên, nếu giá cổ phiếu giảm, chúng tôi cho rằng đó là cơ hội tốt để mua cổ phiếu BVH.

### Ước tính lợi nhuận năm 2020

Như đã đề cập trong báo cáo trước đây, rủi ro giảm giá đối với cổ phiếu BVH sẽ tiếp tục tồn tại trong môi trường lãi suất giảm. Với tình hình chênh lệch kỳ hạn hiện tại, lợi nhuận kế toán của BVH rất nhạy cảm với việc thay đổi lãi suất. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm 13 bps đối với lãi suất cam kết trong năm 2019 và năm 2020 xuống 3,37% và 3,32%. Do đó, lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ của BVH dự báo giảm 276 tỷ đồng (-18%) so với dự báo trước đây, đạt 1.255 tỷ đồng (+15,3% YoY). Giả định tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm không thay đổi, trong khi ROI điều chỉnh giảm thêm 10 bps xuống 5,3%. Lợi nhuận hoạt động tài chính điều chỉnh còn 6.367 tỷ đồng (+12,3% YoY so với dự báo trước đây +13,7% YoY).

Chúng tôi đã thực hiện kiểm tra độ nhạy để đo lường tác động của việc thay đổi lãi suất kỹ thuật đến lợi nhuận sau thuế của BVH, giả định các yếu tố khác không thay đổi. Lưu ý rằng trong trường hợp lãi suất tiếp tục giảm, lợi nhuận thực tế có thể không xấu như trong kết quả độ nhạy của chúng tôi, vì BVH vẫn có thể bán một phần danh mục trái phiếu và ghi nhận lợi nhuận từ hiện thực hóa danh mục trái phiếu để bù đắp.

**Bảng: Tác động của việc thay đổi lãi suất đến BVH**

Lãi suất kỹ thuật	Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ (tỷ đồng)	BVPS (đồng/cp)	Định giá (đồng/cp)
3,62%	2.656	28.266	70.665
3,52%	2.209	27.664	69.160
3,42%	1.745	27.039	67.598
<b>3,32%</b>	<b>1.255</b>	<b>26.379</b>	<b>65.947</b>
3,22%	767	25.722	64.305
3,12%	250	25.025	62.563
3,02%	-286	24.302	60.755
2,92%	-844	23.551	58.878
2,82%	-1.424	22.770	56.925
2,72%	-2.027	21.957	54.893

### Quan điểm đầu tư

Nhìn chung, giá cổ phiếu của các công ty bảo hiểm nhân thọ ở Châu Á Thái Bình Dương đã giảm 20% từ tháng 1/2019 tới nay trong môi trường lãi suất thấp. Đối với BVH, mức giảm là 34,3%. Vì chúng tôi ước tính lãi suất sẽ vẫn ở mức thấp trong năm 2020, chúng tôi điều chỉnh P/B mục tiêu xuống còn 2,5 lần và đưa ra giá mục tiêu cho cổ phiếu BVH là 65.900 đồng/cp, tương đương khuyến nghị KHẢ QUAN. Hệ số P/B mục tiêu mới thấp hơn hệ số P/B mục tiêu trước đây là 3,3 lần (mức P/B bình quân 5 năm) cũng như mức P/B bình quân 10 năm của BVH là 2,81 lần, do chúng tôi đã áp dụng chiết khấu cho tình hình phức tạp hiện tại về chênh lệch kỳ hạn của công ty.

Chúng tôi lưu ý rằng, trong trường hợp xấu nhất trong giá định của chúng tôi khi lãi suất kỹ thuật bị điều chỉnh giảm 65 bps, rủi ro giảm giá với cổ phiếu BVH từ mức giá hiện tại cũng không quá nhiều. Trong khi đó, chúng tôi nhận thấy nhiều tiềm năng tăng giá hơn cho BVH, đặc biệt là khi doanh thu khai thác mới có thể vượt giá định hiện tại của chúng tôi ở mức +10% YoY.

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Triệu đồng	2016	2017	2018	2019	2020F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>					
Tiền và các khoản tương đương tiền	2.883.460	3.789.197	2.159.931	4.746.231	2.795.168
Đầu tư ngắn hạn	20.802.680	31.154.635	55.406.654	63.080.541	72.362.654
Các khoản phải thu	4.706.940	6.915.015	7.565.806	8.132.376	9.518.886
Hàng tồn kho	118.800	144.572	149.072	118.150	121.695
Tài sản ngắn hạn khác	471.010	603.936	697.833	722.100	685.644
Tài sản tái bảo hiểm	1.316.290	2.344.655	3.340.281	3.042.461	3.245.957
Tài sản cố định	1.541.820	1.657.411	1.663.486	1.885.053	1.828.501
Bất động sản đầu tư	138.880	45.389	45.389	45.389	45.389
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	40.571.760	43.820.854	40.997.386	45.614.646	59.205.808
Tài sản dài hạn khác	444.810	915.853	1.128.891	866.918	414.615
<b>Tổng tài sản</b>	<b>72.996.450</b>	<b>91.391.517</b>	<b>113.154.729</b>	<b>128.253.864</b>	<b>150.224.317</b>
Nợ ngắn hạn	16.230.270	22.282.574	25.776.544	20.772.947	24.035.155
Nợ dài hạn	103.150	138.497	639.231	854.200	278.440
Dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm	42.976.490	54.509.625	71.273.953	86.822.678	105.414.957
Dự phòng phí chưa được hưởng	3.580.810	4.360.283	5.101.504	5.245.331	5.902.099
Dự phòng toán học	36.280.120	46.210.981	60.315.142	75.648.989	93.811.971
Dự phòng bồi thường	1.489.050	2.410.981	3.127.068	2.968.195	3.278.567
Dự phòng dao động lớn	176.170	23.172	71.690	43	43
Dự phòng chia lãi	1.385.610	1.429.375	2.542.873	2.864.473	2.313.140
Dự phòng đảm bảo cân đối	64.720	74.832	115.677	95.648	109.136
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>59.309.920</b>	<b>76.930.696</b>	<b>97.689.728</b>	<b>108.449.825</b>	<b>129.728.552</b>
Vốn	13.686.540	14.460.822	14.772.224	19.068.983	19.581.496
Vốn điều lệ	6.804.710	6.804.714	7.008.864	7.423.228	7.423.228
Thặng dư vốn cổ phần	3.184.332	3.184.332	3.713.081	7.310.459	7.310.459
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0	0
Quý khác thuộc vốn chủ sở hữu	103.569	103.569	103.569	103.569	103.569
Chênh lệch tỷ giá	15.450	15.445	15.445	15.445	15.445
Quý đầu tư phát triển	301.300	464.777	631.339	801.169	984.803
Quý dự phòng tài chính	21.972	0	0	0	0
Quý dự trữ bắt buộc	333.120	385.375	427.659	473.031	515.161
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	2.288.130	2.801.609	2.872.268	2.942.082	3.228.832
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>13.686.540</b>	<b>14.460.822</b>	<b>15.465.001</b>	<b>19.804.039</b>	<b>20.495.765</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	655.920	701.000	692.776	735.056	914.269
<b>Tổng nợ phải trả, vốn chủ sở hữu và lợi ích thuộc cổ đông thiểu số</b>	<b>72.996.450</b>	<b>91.391.517</b>	<b>113.154.729</b>	<b>128.253.864</b>	<b>150.224.317</b>
<b>Tăng trưởng</b>					
Dự phòng bảo hiểm kỹ thuật	24,9%	26,8%	30,8%	21,8%	21,4%
Đầu tư	24,7%	22,2%	28,6%	12,7%	21,0%
Tổng tài sản	24,7%	25,2%	23,8%	13,3%	17,1%
Vốn chủ sở hữu	3,7%	5,7%	6,9%	28,1%	3,5%
Doanh thu phí bảo hiểm gốc	25,6%	27,5%	22,9%	14,0%	15,8%
Thu phí nhận tái bảo hiểm	-11,3%	-11,5%	-7,5%	-8,9%	10,0%
Chuyển phí nhượng tái bảo hiểm	29,5%	37,0%	66,5%	3,9%	6,7%
Lợi nhuận ròng hoạt động kinh doanh bảo hiểm	-42,8%	-13,8%	-167,9%	31,3%	-13,9%
Thu nhập tài chính ròng	21,2%	23,8%	69,2%	-22,7%	12,2%
Lợi nhuận trước thuế	-0,9%	39,0%	-28,2%	-0,3%	17,6%
Lợi nhuận sau thuế	4,1%	39,1%	-28,7%	-2,3%	15,3%
<b>Định giá</b>					
PER	33,75	27,69	59,63	44,17	32,95
PBR	2,77	2,99	4,17	2,67	2,11
Tỷ suất cổ tức	1,44%	1,57%	1,14%	1,46%	1,80%
<b>Cơ cấu tài sản</b>					
Tiền và các khoản tương đương tiền	4,0%	4,1%	1,9%	3,7%	1,9%
Đầu tư	84,1%	82,0%	85,2%	84,8%	87,6%
Tài sản tái bảo hiểm	1,8%	2,6%	3,0%	2,4%	2,2%
Khác	10,2%	11,3%	9,9%	9,2%	8,4%

Triệu đồng	2016	2017	2018	2019	2020F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>					
Doanh thu phí bảo hiểm	20.018.590	25.522.587	31.360.102	35.753.159	41.386.460
Nhân thọ	13.456.429	17.471.776	21.507.292	25.452.056	29.876.193
Phi nhân thọ	6.564.657	8.050.895	9.852.923	10.301.103	11.510.267
Thu phí nhận tái bảo hiểm	300.790	266.097	246.198	224.268	246.695
Tăng/(giảm) dự phòng phí bảo hiểm gốc và nhận tái bảo hiểm	-247.580	-512.661	-102.124	89.632	-481.405
Chuyển phí nhượng tái bảo hiểm	-1.392.999	-1.907.955	-3.176.401	-3.301.209	-3.523.332
Doanh thu phí bảo hiểm thuần	18.678.801	23.368.069	28.327.775	32.765.851	37.628.418
Hoa hồng và thu nhập khác	330.670	675.092	738.036	539.795	575.442
Doanh thu thuần từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm	19.009.471	24.043.161	29.065.810	33.305.646	38.203.860
Tổng chi bồi thường bảo hiểm	-14.353.314	-17.903.629	-25.351.224	-27.782.500	-31.455.762
Bồi thường thuộc trách nhiệm giữ lại	-6.374.336	-7.768.635	-9.774.009	-11.830.241	-12.513.639
Tăng/giảm dự phòng toán học	-7.845.444	-9.974.625	-15.217.659	-15.655.448	-18.721.378
Tăng/(giảm) dự phòng bồi thường	-133.534	-160.369	-359.556	-296.811	-220.744
Tổng chi bồi thường bảo hiểm	-4.255.738	-5.592.602	-6.351.715	-6.370.875	-7.431.116
Lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh bảo hiểm	400.420	546.930	-2.637.129	-847.728	-683.017
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-2.628.430	-3.147.748	-3.456.342	-3.559.997	-4.220.272
Lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm	-1.821.750	-2.072.732	-5.552.331	-3.814.305	-4.344.006
Thu nhập tài chính	3.503.960	4.337.895	7.339.882	5.671.842	6.366.523
Lợi nhuận trước thuế	1.398.780	1.944.733	1.395.555	1.392.033	1.637.568
Dự phòng đảm bảo cân đối	-6.338	-10.110	-40.844	20.029	-13.488
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp trong năm	-233.840	-334.129	-232.018	-249.417	-327.514
Lợi nhuận sau thuế	1.164.940	1.610.604	1.163.537	1.142.617	1.310.054
Lợi ích của cổ đông thiểu số	41.620	47.643	49.043	54.130	55.218
Lợi nhuận sau thuế của chủ sở hữu, tập đoàn	1.123.320	1.562.962	1.114.494	1.088.487	1.254.836
<b>Hệ số</b>					
Biên khả năng thanh toán					
Nhân thọ	118,0%	113,0%	106,0%	n/a	n/a
Phi nhân thọ	103,1%	101,0%	105,0%	n/a	n/a
Tỷ lệ bồi thường	75,5%	74,5%	87,2%	83,4%	82,3%
Tỷ lệ kết hợp	109,6%	108,6%	119,1%	111,5%	111,4%
Danh mục bảo hiểm/ vốn chủ sở hữu	4,5	5,2	6,2	5,5	6,4
Danh mục bảo hiểm/ dự phòng	1,4	1,4	1,4	1,3	1,2
Tài sản/ vốn chủ sở hữu	5,3	6,3	7,3	6,5	7,3
ROA – trung bình	1,7%	1,9%	1,1%	0,9%	0,9%
ROE – trung bình	8,4%	11,1%	7,4%	6,2%	6,2%

Nguồn: Công ty, SSI Research



## 1. KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

## 2. THÔNG TIN LIÊN HỆ

Hoàng Việt Phương	Giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư	<a href="mailto:phuonghv@ssi.com.vn">phuonghv@ssi.com.vn</a>
Phạm Lưu Hưng	Phó GD Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư	<a href="mailto:hungpl@ssi.com.vn">hungpl@ssi.com.vn</a>
Nguyễn Thu Hà	Trưởng phòng phân tích	<a href="mailto:hant4@ssi.com.vn">hant4@ssi.com.vn</a>