

Tập đoàn Bảo Việt (BVH: HOSE)

Chuyên viên phân tích:

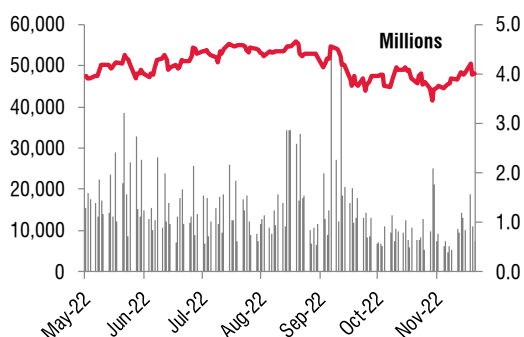
Nguyễn Thu Hà, CFA (Ms.)

hant4@ssi.com.vn

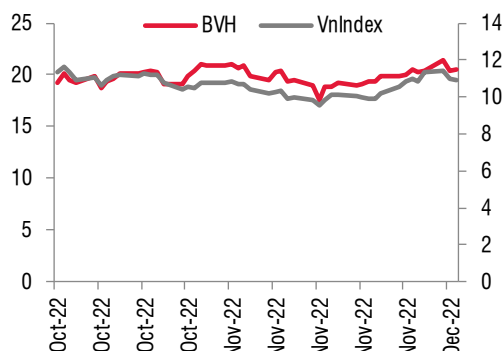
Thông số cơ bản

Giá	48,300
Vốn hóa (tỷ VND)	35,854
Số lượng CP lưu hành	742.322.800
KLGD TB 3T	1.108.668
GTGD TB 3T (tỷ VND)	55,54
P/E	20,47
P/B	1,61
ROE	8,0%
ROA	1,0%
Sở hữu NN	67,98%
Sở hữu NĐTNN	26,55%
Room NĐTNN	22%
Free-float	34,9%

Biên động giá cổ phiếu



P/E so sánh



Cập nhật Kết quả kinh doanh

Mặc dù lãi suất huy động liên tục tăng mạnh trong năm 2022, nhưng tác động đến KQKD của BVH là trong 9 tháng đầu năm 2022 còn rất hạn chế, do thị trường chứng khoán không khả quan và tỷ lệ bồi thường không còn ở mức thấp đặc biệt như năm 2021 trong giai đoạn giãn cách xã hội. Điều này phù hợp với dự báo của SSI Research và do đó, ước tính LNTT năm 2022 của chúng tôi duy trì ở mức 2 nghìn tỷ đồng (giảm 0.6% so với cùng kỳ). Năm 2023, chúng tôi cho rằng tác động của việc tăng lãi suất đến kết quả kinh doanh của BVH sẽ được thể hiện rõ rệt hơn, với doanh thu tài chính tăng tốt theo xu hướng của lãi suất tiền gửi. Chúng tôi đang xem xét lại ước tính lợi nhuận cho năm 2023, trong khi chờ công ty công bố rõ hơn về danh mục đầu tư trái phiếu doanh nghiệp (12,6 nghìn tỷ đồng cuối tháng 9/2022).

Thị phần tiếp tục giảm, mặc dù với tốc độ chậm hơn

Mặc dù doanh thu phí khai thác mới (NBP) tại Công ty Bảo Việt nhân thọ (BaoVietLife - BVL) giảm 14% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2022, công ty vẫn giữ vị trí số 1 về thị phần bảo hiểm nhân thọ khi công ty đứng thứ 2 là Manulife ghi nhận doanh thu phí khai thác mới giảm mạnh hơn (giảm 19% so với cùng kỳ). Chúng tôi cho rằng điều này là do hạn mức tín dụng của TCB bị thắt chặt trong quý 3 năm 2022 và hoạt động bán bancassurance không còn được triển khai mạnh mẽ tại SCB. SCB trước đây từng đứng đầu về doanh thu bancassurance, trong khi TCB đứng thứ 5 ~6. Xét về cơ cấu sản phẩm, bảo hiểm liên kết chung tiếp tục là động lực chính cho tăng trưởng của BVL (tăng 19% so với cùng kỳ), trong khi bảo hiểm hỗn hợp sụt giảm (10,7% so với cùng kỳ).

Kể từ năm 2020, BVL vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng phí bảo hiểm ổn định ở mức 10~11%/năm và chúng tôi tin rằng xu hướng này có thể tiếp tục trong dài hạn. Trong khi đó, do các đối thủ phụ thuộc nhiều vào thị trường bancassurance, tốc độ tăng trưởng của công ty đối thủ có thể sẽ không còn quá mạnh mẽ như trước đây do những giới hạn về trần tăng trưởng tín dụng đối với các ngân hàng và hoạt động bancassurance dần bị giám sát chặt chẽ hơn. Theo Dự thảo Thông tư hướng dẫn Luật Kinh doanh bảo hiểm, các ngân hàng bán chéo bảo hiểm có thể phải ghi âm, lưu lại trong 5 năm toàn bộ nội dung đã tư vấn cho khách hàng. Điều này có thể ảnh hưởng đến doanh số bán bancassurance của một số ngân hàng, khi việc khách hàng buộc phải tham gia hợp đồng bảo hiểm để đăng ký khoản vay dần được hạn chế. Bên cạnh đó, khi lãi suất tăng, tỷ lệ hủy hợp đồng tại BVL có thể thấp hơn so với các công ty cùng ngành do cách tiếp cận khách hàng ít yếu tố "bắt buộc" hơn, điều này sẽ dẫn đến việc gia hạn hợp đồng nhiều hơn so với các đối thủ cạnh tranh.

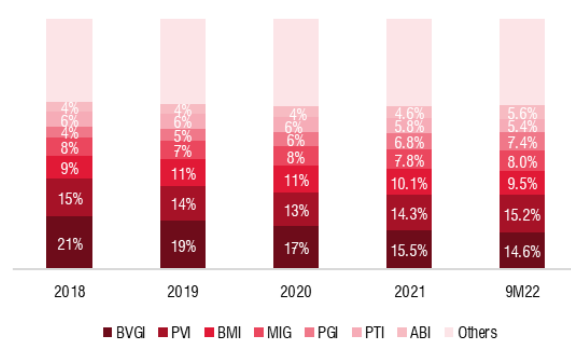
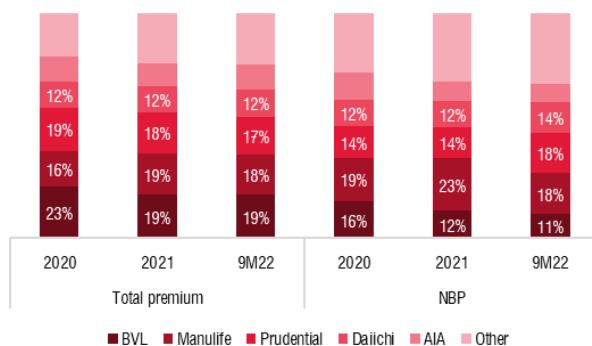
Bảng: Tổng hợp KQKD quý 3/2022

	Quý 3/2022	Quý 3/2021	So với cùng kỳ (%)	9 tháng đầu năm 2022	9 tháng đầu năm 2021	So với cùng kỳ (%)
Doanh thu phí bảo hiểm gốc	10.748	9.279	16%	31.721	28.434	12%
Bảo hiểm nhân thọ	8.235	7.362	12%	24.457	22.037	11%
Bảo hiểm phi nhân thọ	2.513	1.916	31%	7.266	6.397	14%
Lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm	(584)	(246)	-138%	(1.321)	(848)	-56%
Lợi nhuận ròng từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm	(1.423)	(1.183)	20%	(4.038)	(3.839)	5%
Tỷ lệ bồi thường (bảo hiểm phi nhân thọ)	52%	26%		46%	39%	
Tỷ lệ kết hợp (bảo hiểm phi nhân thọ)	104%	102%		102%	104%	
Doanh thu tài chính	2.041	1.825	12%	5.940	5.852	2%
ROI	4,7%	5,6%		5,0%	6,1%	
LNTT	503	543	-7%	1.561	1.646	-5%
NPATMI	384	423	-9%	1.197	1.312	-9%

Nguồn: BVH, SSI Research

Biểu đồ: Thị phần bảo hiểm nhân thọ

Biểu đồ: Thị phần bảo hiểm phi nhân thọ



Nguồn: BVH, SSI Research

Nguồn: BVH, SSI Research

Đối với thị trường bảo hiểm phi nhân thọ, BVGI duy trì thị phần lớn thứ hai (14,6%) sau PVI (15,2%), mặc dù doanh thu phí bảo hiểm trong quý 3/2022 của BVH ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ (tăng 31% so với cùng kỳ) nhờ bảo hiểm sức khỏe và bảo hiểm tai nạn con người tăng rất mạnh (41% so với cùng kỳ). Từ năm 2021 đến quý 3 năm 2022, các nghiệp vụ bảo hiểm bán buôn có mức tăng trưởng bình quân tốt hơn thị trường bảo hiểm phi nhân thọ nói chung do giá hàng hóa cao hơn, hoạt động xuất nhập khẩu phục hồi,... Chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ khó duy trì trong thời gian tới do các biến số kinh tế yếu hơn ở cả Việt Nam và trên toàn cầu. Vì BVGI có thế mạnh trong mảng bảo hiểm sức khỏe và bảo hiểm tai nạn cá nhân, chúng tôi tin rằng thị phần của BVGI có thể duy trì ở mức hiện tại trong năm 2023. Tuy nhiên, tỷ lệ bồi thường sẽ tiếp tục cao do đặc thù của mảng bảo hiểm bán lẻ. Chúng tôi giả định tỷ lệ bồi thường trong năm 2022 và 2023 là 45,8%, tương đương với mức trung bình trong 9 tháng đầu năm 2022.

Doanh thu tài chính sẽ tăng trưởng tốt trong năm 2023

Trong quý 3 năm 2022, mặc dù dự phòng bảo hiểm tăng 5,6 nghìn tỷ đồng (tăng 4% so với quý trước), AUM (tổng giá trị tài sản đầu tư) đã giảm 2,3 nghìn tỷ đồng (giảm 1,3% so với quý trước). Về phân bổ danh mục đầu tư, BVH đã giảm số dư tiền gửi 7 nghìn tỷ đồng (giảm 6,4% so với quý trước) và phân bổ nhiều hơn vào trái phiếu doanh nghiệp (tăng 2,7 nghìn tỷ đồng) và trái phiếu chính phủ (tăng 1,8 nghìn tỷ đồng). Chúng tôi cho rằng việc tăng tỷ trọng trái phiếu chính phủ là để đáp ứng cân đối về kỳ hạn giữa tài sản và nợ phải trả, trong khi việc tăng tỷ trọng đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp được thực hiện với mục đích cải thiện ROI. Diễn biến này tại BVH xảy ra trước thời điểm những diễn biến gần đây trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp do sự cố Vạn Thịnh Phát gây ra.

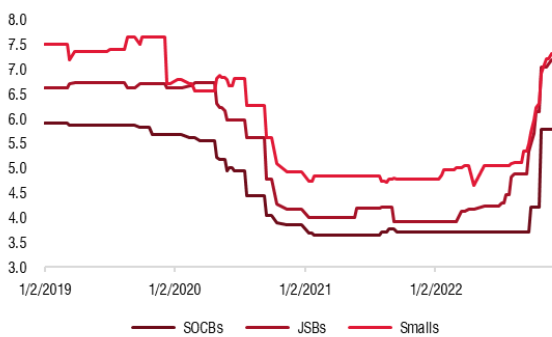
ROI trong quý 3 năm 2022 đạt 4,7% (so với 5,6% trong quý 3 năm 2021), do công ty tiếp tục phải tăng dự phòng rủi ro cho danh mục đầu tư cổ phiếu. Mặc dù chúng tôi tin rằng lợi ích của việc tăng lãi suất tiền gửi và lãi suất trái phiếu chính phủ sẽ được phản ánh rõ ràng hơn trong kết quả kinh doanh năm 2023, nhưng chúng tôi giữ quan điểm thận trọng với danh mục trái phiếu doanh nghiệp. Mặc dù chúng tôi cho rằng danh mục đầu tư trái phiếu doanh nghiệp của công ty tập trung vào các trái phiếu do ngân hàng phát hành, nhưng cần phải có thêm thông tin về danh mục này để có thể đánh giá được chính xác rủi ro của công ty.

Bảng: Danh mục đầu tư tại BVH

	2019	2020	2021	Quý 1/2022	Quý 2/2022	Quý 3/2022
Tiền gửi	68.500	82.219	87.303	93.402	109.593	102.579
Trái phiếu	32.630	35.477	53.578	56.046	57.481	62.061
Cổ phiếu	2.581	2.084	2.243	2.430	2.624	2.632
Khác	5.475	6.055	6.312	6.315	6.354	6.523
Dự phòng	-490	-277	-89	-110	-295	-359
Hoàn nhập dự phòng / (đã lập)		213	188	-21	-185	-64
Lãi suất tiền gửi bình quân (%)	7,36%	7,59%	5,60%	5,31%	4,97%	5,64%
Lợi tức trái phiếu bình quân (%)	7,72%	7,32%	6,45%	6,49%	6,50%	5,95%

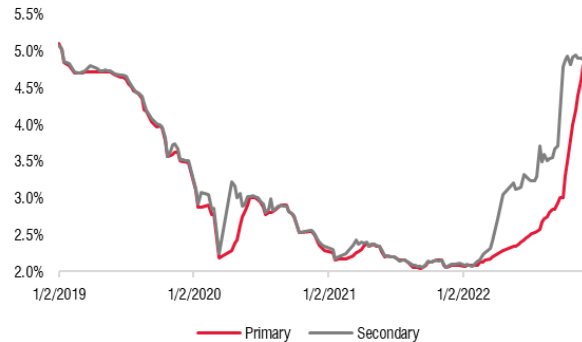
Nguồn: BVH, SSI Research

Biểu đồ: Lãi suất tiền gửi 6 tháng (6%)



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

Đồ thị: Lợi tức trái phiếu chính phủ 10 năm



Nguồn: HNX, SSI Research

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư
phuonghv@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trường
hungpl@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô
trinhhtt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Định lượng

Đỗ Nam Tùng

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng
tungdn@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8709

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp
thanhtk@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp
tranglh@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Phân tích Ngành Bảo hiểm

Nguyễn Thu Hà, CFA

Phó giám đốc
hant4@ssi.com.vn
SĐT: +84 – 24 3936 6321 ext. 8708

Chiến lược thị trường

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Phó Giám đốc Chiến lược Đầu tư
tamntd@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp
nganlt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ
tanntk@ssi.com.vn
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715