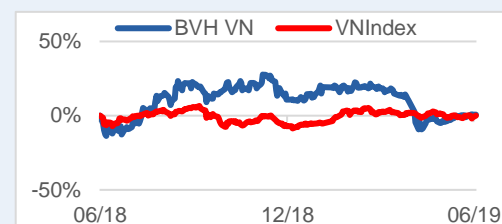


<b>Ngành:</b>	<b>Bảo hiểm</b>		<u>2018</u>	<u>2019F</u>	<u>2020F</u>	<u>2021F</u>
<b>Ngày báo cáo:</b>	<b>01/07/2019</b>	TT Phí bảo hiểm gộp	23%	19%	18%	17%
Giá hiện tại:	81.100VND	TT phí BH ròng	21%	19%	20%	18%
Giá mục tiêu:	98.600VND	Nhân thọ/Tổng phí	68%	69%	70%	71%
TL tăng:	21,6%	Danh mục ĐT / vốn CSH	6,24	6,99	7,21	7,34
Lợi suất cổ tức:	<u>1,2%</u>	Lợi suất danh mục ĐT	8,6%	7,1%	7,0%	7,2%
Tổng mức sinh lời:	22,8%	TL kết hợp	122%	117%	112%	110%
Khuyến nghị:	MUA	TT EPS	-31%	54%	104%	49%



GT vốn hóa:	2,4tỷ	<u>BVH</u>	<u>Peers*</u>	<u>VNI</u>
Room KN:	562tr USD	P/E (trượt)	53,6	16,8
GTGD/ngày (30n):	1,2tr USD	P/B (hiện tại)	3,7	1,6
Cổ phần Nhà nước:	72%	ROE	6,7%	9,6%
SL cổ phiếu lưu hành:	700,9 tr	ROA	1,0%	0,7%
Pha loãng:	700,9 tr	* Các công ty cùng ngành trong khu vực. giá trị trung vị		

**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. BVH có thị phần lớn nhất trong mảng bảo hiểm nhân thọ lẫn phi nhân thọ ở Việt Nam.

Cameron Joyce, CFA  
 Trưởng phòng

## Đợt phát hành riêng lẻ sẽ giúp tăng vốn và giảm sở hữu nhà nước

- Chúng tôi đã tham dự ĐHCĐ của Tập đoàn Bảo Việt (BVH) tổ chức ngày 29/06/2019 tại Hà Nội.
- Cổ đông đã thông qua kế hoạch phát hành riêng lẻ 41,4 triệu cổ phiếu, tương đương 5,91% lượng cổ phiếu lưu hành. Nếu giá thị trường trung bình 30 ngày giữ tại mức hiện tại 78.993VND/cổ phiếu, chúng tôi ước tính công ty sẽ huy động được ít nhất 3,27 nghìn tỷ đồng. Đợt phát hành dự kiến sẽ được hoàn tất trong năm 2019 hoặc 2020 và cần sự phê duyệt của UBCKNN. Đợt phát hành này sẽ giúp làm giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước từ 72% xuống 68%.
- Đợt phát hành riêng lẻ nếu thành công cùng đợt thoái vốn 3,2% cổ phần của SCIC sẽ giúp công ty tuân thủ chỉ đạo của Thủ tướng về việc đưa tỷ lệ sở hữu nhà nước xuống 65% vào năm 2020.
- Cổ đông đã thông qua mục tiêu 2019 do BVH đề ra như sau: doanh thu hợp nhất đạt 43,6 nghìn tỷ đồng, LNST đạt 1,2 nghìn tỷ đồng, tăng lần lượt 4,2% và 7,9%. Chúng tôi xin lưu ý rằng định nghĩa tổng doanh thu của BVH bao gồm cả thu nhập từ đầu tư.
- Mặc dù BVH thường đưa ra mục tiêu thận trọng, mục tiêu nói trên vẫn thấp hơn so với dự báo chúng tôi đã đưa ra trong [báo cáo ngày 10/05/2019](#). Chúng tôi hiện dự báo tổng doanh thu và LNST sẽ đạt tăng trưởng lần lượt 14,7% và 61,9% so với cùng kỳ năm ngoái. Mục tiêu công ty đề ra dựa trên giả định tỷ lệ chiết khấu khi tính dự phòng 2019 thấp hơn 11 điểm cơ bản so với ước tính của chúng tôi. Chi phí dự phòng và lợi nhuận chịu ảnh hưởng rất lớn bởi tỷ lệ chiết khấu.
- 3 thành viên đã rời HĐQT và một thành viên đã rời Ban Kiểm soát. Trong đó, 2 thành viên đại diện Sumitomo Life đã rời HĐQT được thay thế bởi 2 thành viên khác cũng đến từ Sumitomo Life. Đồng thời, vị trí trống ở Ban Kiểm soát cũng bầu chọn được người thay thế.
- Cổ đông thông qua kế hoạch trả cổ tức bằng tiền mặt 1.000VND/cổ phiếu năm 2018 và năm 2019. Trong khi đó, chúng tôi dự báo công ty sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt 1.000VND/cổ phiếu cho năm 2018 và 1.250VND/cổ phiếu cho năm 2019.

**Thông qua đợt phát hành riêng lẻ, tương đương 5,9% cổ phiếu lưu hành.** Đợt phát hành riêng lẻ này sẽ cho phép dưới 100 nhà đầu tư tham gia và thời gian hạn chế chuyển nhượng là 1 năm. Mức giá tối thiểu bằng mức giá cao hơn giữa i) trung bình giá thị trường 30 ngày trước đợt phát hành riêng lẻ (giá trung bình 30 ngày hiện tại là 78.993VND/cổ phiếu) và ii) 3 lần giá trị sổ sách của công ty vào cuối năm 2018, nghĩa là 66.195VND/cổ phiếu. Chúng tôi cho rằng Sumitomo Life có thể sẽ tham gia vào đợt phát hành này, ít nhất để duy trì sở hữu tại mức 17,5%.

**Tiến độ giảm cổ phần nhà nước từ 72% xuống 65% vào năm 2020 theo đúng kế hoạch.** Hiện Bộ Tài chính sở hữu 68,8% cổ phần trong khi SCIC nắm 3,2%. Giả định số tiền thu về từ đợt phát hành riêng lẻ như dự báo và SCIC thoái vốn theo đúng kế hoạch, cổ phần nhà nước sẽ giảm còn 64,2%. Tuy nhiên, vì Chính phủ có dự định duy trì cổ phần không dưới 65% cho đến năm 2020, điều này cho thấy nhiều khả năng SCIC chỉ chuyển nhượng một phần cổ phần của mình. Công ty cho biết có thể xem xét đề nghị Chính phủ giảm cổ phần xuống 51% sau năm 2020 nếu cần huy động thêm vốn trong tương lai.

**Mục tiêu đề ra còn thận trọng so với dự báo của chúng tôi, với giả định tỷ lệ chiết khấu giảm.** Trong báo cáo cập nhật gần đây nhất, chúng tôi ước tính tỷ lệ chiết khấu để tính dự phòng toán học năm 2019 sẽ là 3,56%. Giả định của công ty là 3,45% thấp hơn 11 điểm cơ bản so với ước tính nói trên của chúng tôi. Vì vậy, công ty hiện đề ra mục tiêu chi phí dự phòng toán học cao hơn và LNST thấp hơn so với chúng tôi dự báo.

**Quyết tâm giữ vững vị trí số một về bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ.** Công ty một lần nữa khẳng định quyết tâm thống lĩnh thị trường bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ Việt Nam. Cụ thể, công ty dự kiến sẽ tiếp tục dẫn đầu về phí bảo hiểm ở cả 2 thị trường. Trong khi chúng tôi tin tưởng BVH sẽ giữ vững được vị trí thống lĩnh thị trường, việc chú trọng vào thị phần có thể đặt ra một số rủi ro vì khuyến khích công ty đẩy mạnh bảo lãnh nhằm đạt mục tiêu tăng trưởng doanh số, qua đó gây áp lực gia tăng tỷ lệ tổn thất, có thể ảnh hưởng đến khả năng sinh lời trong tương lai.

#### Mục tiêu của BVH (hợp nhất)

	2018	2019G	2019F	Mục tiêu 2019 so với KQ 2018	Mục tiêu 2019 so với dự báo VCSC
Tổng doanh thu ** (tỷ VND)	41.847	43.608	47.944	4,2%	-8,8%
LNST (tỷ VND)	1.135	1.225	1.838	7,9%	-33,3%
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	1.000*	1.000	1.250	0,0%	-20,0%

Nguồn: BVH, VCSC \* mục tiêu \*\* tổng doanh thu bao gồm phí bảo hiểm gộp, phí tái bảo hiểm, hoa hồng từ phí nhượng tái bảo hiểm, doanh thu khác, thu nhập từ công ty liên kết, thu nhập ngoài hoạt động kinh doanh khác và thu nhập đầu tư gộp.

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Cameron Joyce, 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
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	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.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	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](http://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 và Chứng khoán

##### **Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123**

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Đình Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Phạm Đức Trinh, Chuyên viên, ext 116

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### **Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143**

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### **Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120**

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

#### Khách hàng cá nhân

##### **Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363**

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

### 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](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 28 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto: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](mailto:alastair.macdonald@vcsc.com.vn)

#### Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

#### Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

#### Dầu khí và Điện

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

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

##### **Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130**

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 24 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.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.