

MUA

Giá mục tiêu: **48.300 VND (▲ 19%)**

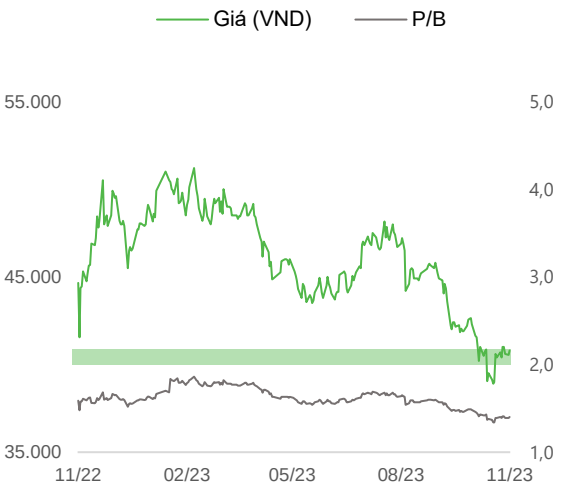
Cập nhật: 15/11/2023

TRIỂN VỌNG 2023

Tích cực: Mức định giá quay trở về vùng tương đối rẻ.

Tiêu cực: Biến động giá cổ phiếu không tương đồng với mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận.

Khuyến nghị: Có thể cân nhắc giải ngân khi cổ phiếu giao dịch quanh vùng giá 40.000d, mức P/B hợp lý rơi vào **khoảng 1,3 – 1,4 lần**.



Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Bảo hiểm
Giá hiện tại (VND/cp)	40.800
Vốn hóa (Tỷ VND)	30.361
Số lượng CPLH (triệu cp)	742
BVPS 4 quý gần nhất	29.138
P/B (TTM)	1,40
Cao nhất 52 tuần	51.200
Thấp nhất 52 tuần	38.900

BVH

Tập đoàn Bảo Việt

DSC

TỔNG QUAN

BVH là một trong những tập đoàn tài chính nắm giữ lượng tiền mặt khổng, lên tới hơn 12 nghìn tỷ (tính đến hết Q3) với quy mô tài sản vượt mốc 8 tỷ USD năm 2021, sở hữu tệp khách hàng hơn 17 triệu người. Hệ sinh thái của BVH đa dạng với các lĩnh vực: Bảo hiểm, đầu tư, tài chính, ngân hàng, trong đó lĩnh vực bảo hiểm đóng vai trò cốt lõi.

Bảo Việt là doanh nghiệp phi nhân thọ duy nhất không mấy “mặn mà” với Bancassurance. Sau một khoảng thời gian dài tập trung khai thác kênh đại lý, Bảo Việt quay lại cuộc đua Bancassurance qua hợp đồng toàn diện với PGBank vào tháng 4/2021. Tuy nhiên đây không phải là một kênh trọng yếu và gần như 100% khách hàng đều đến từ kênh đại lý.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

Lãi suất cao dần phản ánh vào kết quả kinh doanh

9T/2023, doanh thu hoạt động tài chính là một điểm sáng trong bức tranh kết quả kinh doanh của BVH.

Danh mục đầu tư của BVH bao gồm tiền gửi, trái phiếu và chứng khoán kinh doanh. Mặc dù so với cùng kỳ, khoản đầu tư tài chính giảm 9%, yoy, đạt 8.260 tỷ, tuy nhiên doanh thu tài chính tăng 42%. Với việc số dư đầu tư chứng khoán vẫn giậm chân tại chỗ, rõ ràng hiệu suất đầu tư khoản tiền gửi đã cho thấy sự cải thiện.

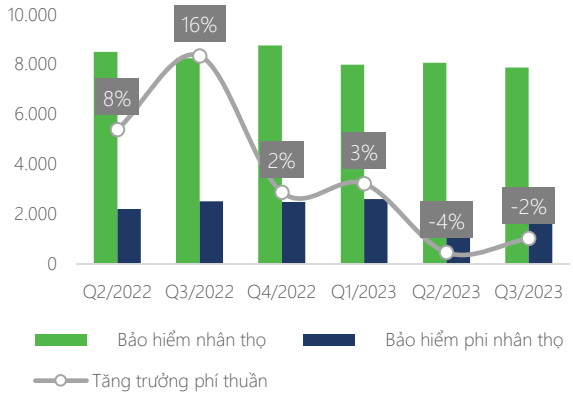
“Rỗng ản mình” với lượng tiền mặt khổng

Tỷ lệ dự phòng/doanh thu khoảng 3,45, cao hơn nhiều so với trung bình ngành là 1-2 lần. Điều này tạo ra bộ đệm vốn dày, hỗ trợ phần nào doanh thu trong những giai đoạn khoản bồi thường tăng cao như hiện nay.

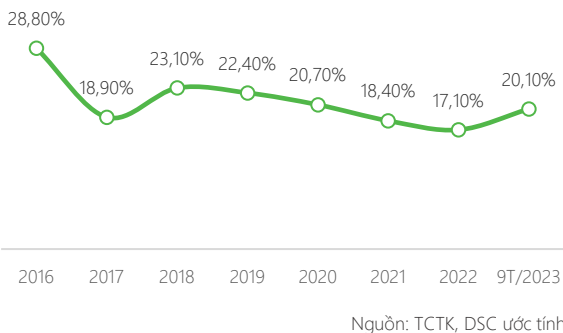
Bancassurance làm thay đổi cục diện cạnh tranh trong ngành

Bảo Việt đang dần mất thị phần do không hợp tác Banca. Tuy nhiên Bancassurance như con dao hai lưỡi, một mặt cung cấp tệp khách hàng dồi dào cho DN, mặt khác đây là một kênh bán hàng tốn kém với mức hoa hồng cao và không đem lại tỷ lệ duy trì cao.

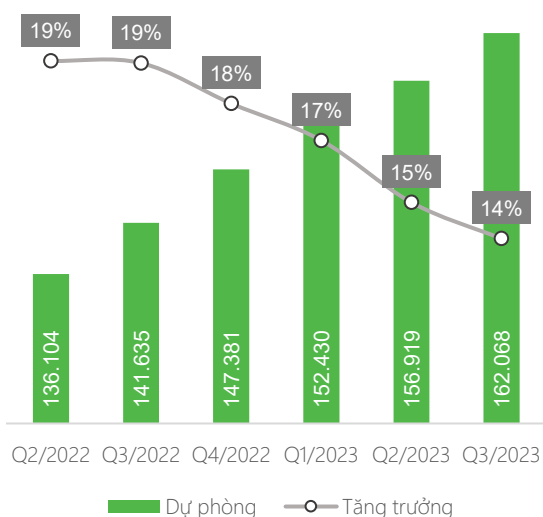
KẾT QUẢ KINH DOANH



THỊ PHẦN



DỰ PHÒNG NGHIỆP VỤ



KẾT QUẢ KINH DOANH

Vẫn duy trì vị thế dẫn đầu kể cả trong giai đoạn khó khăn

Giai đoạn vừa rồi là giai đoạn khó khăn với ngành bảo hiểm với những scandal về sản phẩm bảo hiểm nhân thọ làm mất niềm tin từ người tiêu dùng.

Q3/23, phí bảo hiểm nhân thọ đạt 7.870 tỷ (-4,4% yoy) do nhu cầu yếu. Dường như sẽ khó có mức giảm mạnh hơn nữa trong tương lai do đã có nhiều chính sách tích cực rà soát sai phạm, bảo vệ người tiêu dùng. Tuy nhiên, sự hồi phục sẽ mất thời gian tương đối do bảo hiểm là sản phẩm đặc thù, có giá trị cao nên hạn chế hơn trong hoạt động sale.

Ngược lại, phí bảo hiểm phi nhân thọ cho thấy sự tăng trưởng tích cực hơn. Phí bảo hiểm Q3 đạt 2.618 tỷ (+4,2% yoy), cao hơn TB ngành là 4,1%. Do BH PNT có một số sản phẩm đặc thù (VD: BHYT học sinh) nên thông thường, Q3 sẽ là thời điểm ghi nhận phí bảo hiểm phi nhân thọ cao nhất trên toàn ngành.

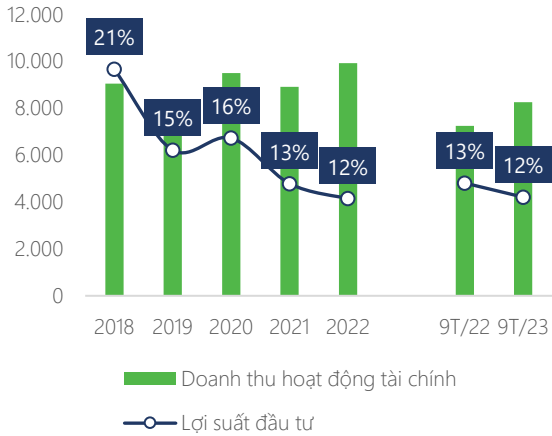
Nhìn chung, mặc dù chịu ảnh hưởng không nhỏ từ scandal chung, tuy nhiên BVH đã cho thấy sự cải thiện về thị phần và duy trì vị thế đầu bảng.

Bộ đệm dự phòng lớn, áp lực trích lập giảm

Dự phòng nghiệp vụ Q3 đạt 162 nghìn tỷ (+14% yoy). Mức tăng này chủ yếu đến từ dự phòng cam kết lãi đầu tư tối thiểu, tăng thêm 3 nghìn tỷ so với đầu năm. Đây là khoản liên quan tới danh mục đầu tư chứng khoán, Dù quy mô đi ngang, tuy nhiên khoản trích lập tăng đều mỗi quý 1 nghìn tỷ, cho thấy triển vọng tiêu cực về hiệu suất đầu tư trong năm nay. Tuy nhiên, nhìn chung đây là khoản tương đối nhỏ và không có ảnh hưởng trọng yếu đến KQKD tổng thể.

Mặt khác, nhìn chung, tốc độ tăng của tổng dự phòng đã chậm lại đáng kể. Nhờ khoản dự phòng lũy kế cực kỳ lớn, tỷ lệ dự phòng/doanh thu thuần duy trì quanh 3 lần qua các năm, áp lực trích lập dự phòng trong giai đoạn có nhiều diễn biến tiêu cực như năm nay của BVH sẽ tương đối nhỏ.

ĐẦU TƯ TÀI CHÍNH



Nguồn: BVH, DSC ước tính

KẾT QUẢ KINH DOANH

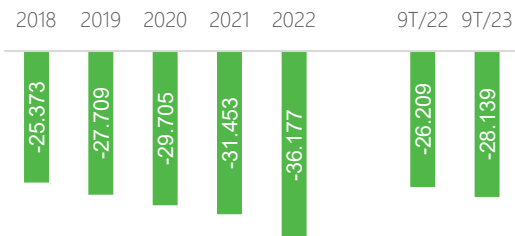
Bộ đệm dự phòng lớn, áp lực trích lập giảm

Q3/23 doanh thu tài chính đạt 3.513 tỷ (+42% yoy), tương đương lợi suất đầu tư khoảng 12%/năm. Danh mục đầu tư của BVH bao gồm: tiền gửi; trái phiếu và đầu tư chứng khoán. Sự tăng trưởng doanh thu tài chính có được khả năng cao do các khoản tiền gửi xoay vòng về mức lãi suất cao giai đoạn cuối năm 2022.

Mặc dù Q3 cho thấy sự cải thiện trong doanh thu tài chính dù quy mô đầu tư thu hẹp, tuy nhiên, lợi suất đầu tư của BVH nhìn chung vẫn trên đà giảm.

Dự kiến trong thời gian tới, sẽ không có nhiều kỳ vọng cho hoạt động này do chính sách tiền tệ nới lỏng dự kiến tiếp tục được duy trì.

TỔNG CHI BỒI THƯỜNG BẢO HIỂM



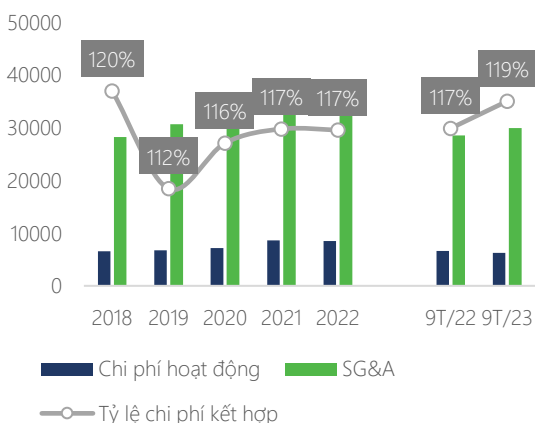
Nguồn: BVH

Bồi thường tăng nhưng vẫn nằm trong tầm kiểm soát

Q3/23, mức tổng chi bồi thường bảo hiểm đạt hơn 28 nghìn tỷ (+7% yoy), chủ yếu do chi bồi thường bảo hiểm gốc và chi trả đáo hạn tăng.

Mức dự phòng nghiệp vụ đi ngang svck. Tỷ lệ dự phòng toán học giảm 24% do mặt bằng lãi suất giảm tương đối. Mặt khác, dự phòng lãi cam kết đầu tư tăng gần gấp đôi cho thấy danh mục đầu tư chưa thực sự hiệu quả.

TỶ LỆ KẾT HỢP



Nguồn: BVH, DSC ước tính

Tỷ lệ kết hợp ổn định nhờ khả năng quản trị chi phí

Tỷ lệ chi phí kết hợp 9T/2023 tăng nhẹ so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 119%. Mức tăng này đến từ tỷ lệ bồi thường bảo hiểm gốc tăng nhẹ, kết hợp với doanh thu thuần giảm 3% so với cùng kỳ.

Tuy nhiên nhìn chung, tỷ lệ này vẫn đang được duy trì ở mức ổn định, biên độ dao động hẹp cho thấy việc quản trị chi phí vẫn trong tầm kiểm soát.

ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức

Từ 2014-2020, BVH có kế hoạch trả cổ tức bằng tiền mặt tỷ lệ 8% - 10%. Đặc biệt năm 2021, mức cổ tức kỷ lục là 30%. Tỷ lệ trả cổ tức cho thấy dòng tiền ổn định của doanh nghiệp. Năm 2023, BVH chưa thông báo kế hoạch trả cổ tức.

Định giá

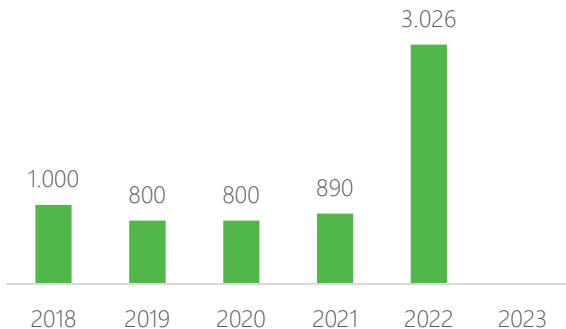
P/B của BVH (tại giá đóng cửa 14/11/2023) đạt 1,4 lần, thấp hơn so với mức P/B trung bình 5 năm (2,34 lần).

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC điều chỉnh giảm dự báo doanh thu thuần của BVH so với báo cáo gần nhất xuống 10% do nhu cầu yếu hơn kỳ vọng, đạt lần lượt 39.263 tỷ (+6% YoY) và 2.400 tỷ (+19% YoY). BVPS 2023 là 31.600VND/cp, tương đương P/B fw là 1,28 lần. Giá mục tiêu của BVH 2023 là 48.300 VND/cp, upside 19% so với giá đóng cửa ngày 14/11/2023 là 40.800 VND/cp.

Thống kê báo cáo phân tích của các CTCK về mức giá mục tiêu 2023 của cổ phiếu BVH từ đầu năm 2022 tới nay, giá mục tiêu bình quân là 48.800 VND.

CỔ TỨC TIỀN MẶT



(Tỷ đồng)	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần hoạt động BH	34.524	36.828	39.263
Tăng trưởng	3%	6%	6%
Lợi nhuận gộp HDBH	613	104	-2.400
Lợi nhuận tài chính	7.851	8.082	10.070
Lợi nhuận khác	28	19	10
Lợi nhuận trước thuế	2.398	2.010	2.400
Tăng trưởng LNTT	23%	-16%	19%

BIỂU ĐỒ GIÁ



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. 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.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC 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 DSC 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 DSC 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 DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,
GĐ. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Phạm Văn Trang,
Chuyên viên Phân tích
trang.pv@dsc.com.vn

Nguyễn Minh Tuấn,
Chuyên viên Phân tích
tuan.nm@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,
Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Phan Duy Thành,
Chuyên viên Phân tích
thanh.pd@dsc.com.vn

Nguyễn Vũ Thái Sơn,
Chuyên viên Phân tích
son.nvt@dsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Hiệp,
Trưởng nhóm vĩ mô
hiep.nh@dsc.com.vn