

Ngành : Bảo hiểm

Khuyến nghị

MUA

Tổng Công ty Cổ phần Bảo Minh (HSX: BMI)
Triển vọng thoái vốn

Giá hiện tại:	36,800	Ngày viết báo cáo:	08/02/2022	Cơ cấu cổ đông	
Giá mục tiêu	45,000	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	109.624	SCIC	50.70%
Tỷ suất cổ tức	5%	Vốn hóa (tỷ đồng)	4,165	AXA	16.65%
Tiềm năng tăng giá	27.7%	Thanh khoản bình quân 6 tháng:	12,837,910	Chevalier	5.65%
		Sở hữu nước ngoài	30.19%	Nguyễn Thế Năng	0.02%

Chuyên viên phân tích ngành:

Dương Quang Minh
(Dầu khí, Phân bón, bảo hiểm)
minhdq@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

Lê Quốc Trung
trunglq@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị: 46,000 VND
Giá cắt lỗ: 35,000 VND

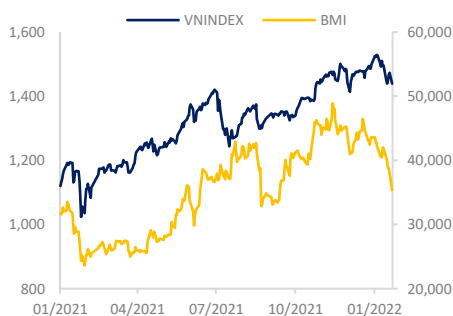
Định giá

BSC khuyến nghị **MUA** cổ phiếu BMI với giá khuyến nghị **47,000 VND/CP** (tương đương **upside 27.7%** so với giá đóng cửa ngày 07/02/2022 là 36,800 VND/CP) với mức PB mục tiêu = 2.1x.

Dự báo kết quả kinh doanh

BSC dự báo DTT và LNST của BMI năm 2022 đạt lần lượt đạt mức **4,737 tỷ VND (+12.8% yoy)** và **268 tỷ VND (+7.1% yoy)**, EPS FW = **2,448 VND/CP** với giả định (1) Doanh thu phí bảo hiểm đạt 5,329 tỷ VND (+10.1% yoy); (2) Tỷ lệ kết hợp tăng lên 98.9%, trong đó tỷ lệ tổn thất là 34%; và (3) Lợi suất đầu tư gộp và lợi suất đầu tư ròng của các tài sản đầu tư lần lượt là 9.7% và 7.4%.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Quan điểm đầu tư

- Doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ dự kiến tăng trưởng trở lại sau dịch bệnh;
- BMI duy trì thị phần ổn định, với mạng lưới chi nhánh phủ sóng toàn quốc;

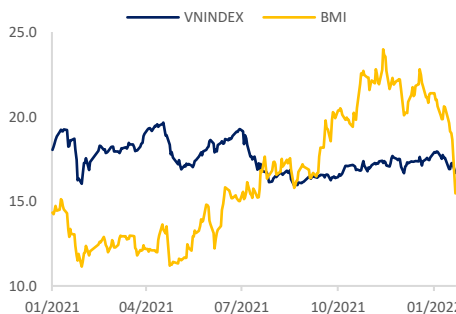
Catalyst

- Việc thoái vốn tại SCIC có thể giúp BMI được định giá cao hơn trong thời gian tới.

Rủi ro

- Dịch bệnh kéo dài ảnh hưởng tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm.
- Lãi suất giảm làm giảm lợi nhuận tài chính của BMI.

Bảng so sánh P/E và VN index



Cập nhật doanh nghiệp

- Trong năm 2021, DTT và LNST của BMI lần lượt đạt **3,612 tỷ VND (+0.7% yoy)** và **251 tỷ VND (+28.3% yoy)** do (1) chi phí HĐKD bảo hiểm -0.3% yoy, (2) chi phí bồi thường và dự trữ -1% yoy, và (3) doanh thu tài chính +62.7% yoy .

	2020	2021	2022F	Peer
TL dự phòng BT	-29.6%	-29.2%	-29.6%	32.0%
TL chi phí	67.0%	64.9%	64.9%	61.0%
TL kết hợp	99.1%	98.6%	98.9%	94.0%
ROE (%)	8.5%	10.7%	10.3%	14.5%
ROA (%)	3.0%	3.4%	3.4%	3.0%
BVPS	23,084	19,542	22,268	22,996

	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu thuần	3,437	3,792	3,811	4,304
Lợi nhuận gộp	238	156	187	193
LNST	208	195	251	268
EPS	1,940	1,813	2,326	2,448
Tăng trưởng EPS	27%	-7%	28%	5%
Nợ/VCSH	1.5	1.8	2.1	2.0

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

Trong quý 4/2021, **Doanh thu thuần của BMI đạt 1,080 tỷ VND (23.4% yoy), và LNST đạt 62 tỷ VND (+77.1% yoy)**. Lũy kế cả năm 2021, doanh thu thuần và LNST của BMI đạt lần lượt 3,612 tỷ VND (+0.7% yoy) và 251 tỷ VND (+28.3% yoy), hoàn thành 89% và 110% kế hoạch cả năm. Lợi nhuận năm 2021 tăng trưởng khả quan so với cùng kỳ là nhờ (1) chi phí HĐKD bảo hiểm -0.3% yoy, (2) chi phí bồi thường và dự trữ -1% yoy, và (3) doanh thu tài chính +62.7% yoy.

Bảng 1: Cập nhật KQKD BMI Quý 4 và cả năm 2021

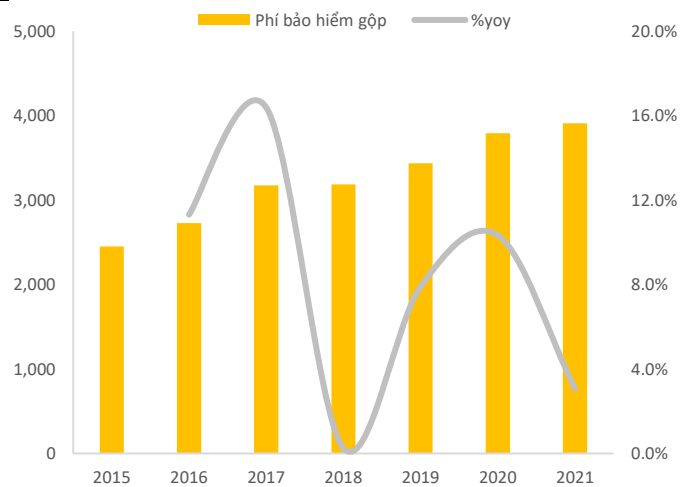
(tỷ VND)	Q4/2021	Q4/2020	%yoy	2021	2020	%yoy
Phí bảo hiểm gốc	1,315.5	1,067.2	23.3%	4,493.4	4,295.3	4.6%
Phí nhượng tái bảo hiểm	130.4	99.2	31.5%	524.4	469.9	11.6%
Doanh thu phí bảo hiểm gộp	1,485.6	1,131.9	31.2%	4,844.9	4,720.1	2.6%
Phí nhượng tái bảo hiểm	-337.6	-233.0	44.9%	-1,306.9	-1,094.4	19.4%
Doanh thu phí bảo hiểm thuần	1,080.1	875.0	23.4%	3,612.1	3,588.0	0.7%
Tổng chi phí bồi thường và dự phòng	-465.6	-341.3	36.4%	-1,284.5	-1,218.2	5.4%
Chi phí bồi thường ròng	-559.1	-416.9	34.1%	-1,616.9	-1,500.6	7.7%
Chi khác HĐKD bảo hiểm gốc	-629.2	-559.4	12.5%	-2,302.8	-2,381.1	-3.3%
Chi phí quản lý	-40.0	-28.9	38.3%	-132.4	-122.2	8.4%
Thu nhập từ HĐKD	-14.2	-10.9	29.8%	54.4	33.4	62.7%
Thu nhập từ đầu tư	105.0	52.6	99.7%	314.2	247.6	26.9%
Chi phí tài chính	-24.1	0.1		-75.0	-55.3	35.7%
Thu nhập tài chính ròng	80.9	52.7	53.5%	239.1	192.3	24.4%
Lợi nhuận trước thuế	69.0	43.6	58.2%	300.6	233.2	28.9%
LNST	62.1	35.1	77.1%	250.6	195.2	28.3%
EPS				2,326	1,813	
Tỷ lệ chi trả	28.8%	36.8%		33.7%	32.1%	
Tỷ lệ chi phí	68.2%	64.4%		64.9%	67.0%	
Tỷ lệ kết hợp	97.0%	101.2%		98.6%	99.1%	

Nguồn: BMI, BSC research

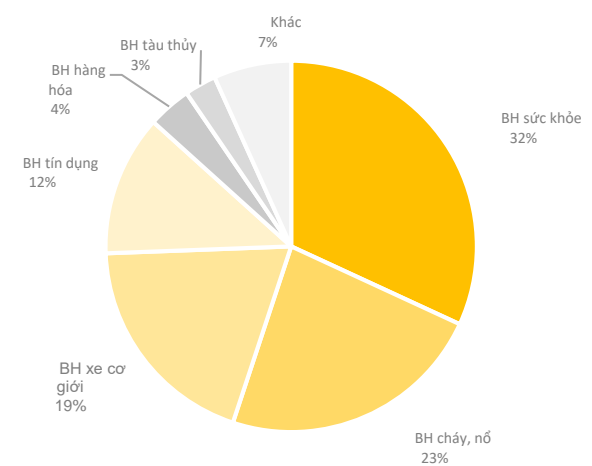
TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2022

Tăng trưởng ngành bảo hiểm phi nhân thọ giảm tốc trong năm 2021 do ảnh hưởng của dịch bệnh. Tổng doanh thu phí toàn thị trường ước đạt 57,802 tỷ VND (+2.0% yoy). Đây là mức tăng trưởng thấp nhất của bảo hiểm phi nhân thọ trong những năm gần đây, do 2 nghiệp vụ chính là bảo hiểm xe cơ giới (-10% yoy) và bảo hiểm sức khỏe (+0.2% yoy) đều ghi nhận mức tăng trưởng không khả quan. Còn đối với BMI, trong năm 2021 phí bảo hiểm gộp của BMI chỉ tăng trưởng 3.1% yoy. Trong đó, nghiệp vụ chiếm tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu của BMI là bảo hiểm sức khỏe giảm 4.3% yoy, bên cạnh đó mảng bảo hiểm xe cơ giới cũng chỉ tăng trưởng 1.1% yoy.

Hình 1: Phí bảo hiểm gộp của BMI



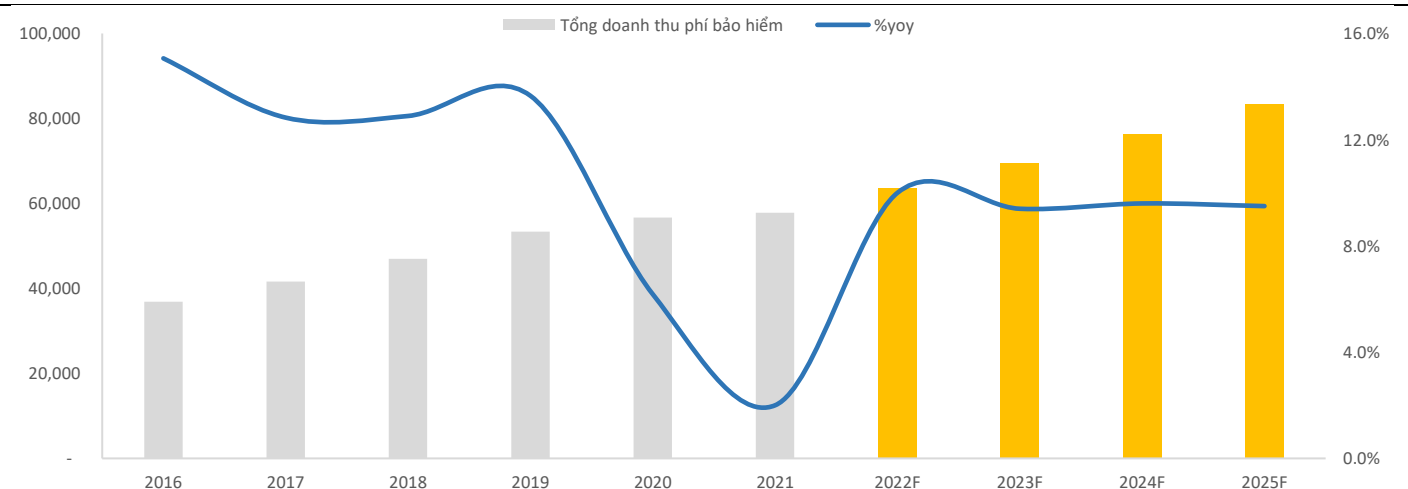
Hình 2: Cơ cấu doanh thu phí bảo hiểm của BMI



Nguồn: BMI, BSC Research

Chúng tôi cho rằng doanh thu phí bảo hiểm của BMI và toàn ngành sẽ tăng trưởng trở lại trong năm 2022. Ngành BHPNT Việt Nam vẫn có nhiều tiềm năng tăng trưởng do (1) cơ cấu dân số độ tuổi lao động chiếm gần 70% và tăng trưởng GDP 6-7%/năm và (2) tỷ lệ sử dụng BHPNT tại Việt Nam ở mức khá thấp (0.9% so với mức trung bình 3-4% trong khu vực). BSC kỳ vọng, sau khi dịch bệnh được kiểm soát, tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ dự báo sẽ quay trở lại mức 9-10% trong năm giai đoạn 2022-2025.

Hình 3: Tổng doanh thu phí BHPNT toàn thị trường dự kiến tăng trưởng khoảng 10% năm giai đoạn 2022 – 2025

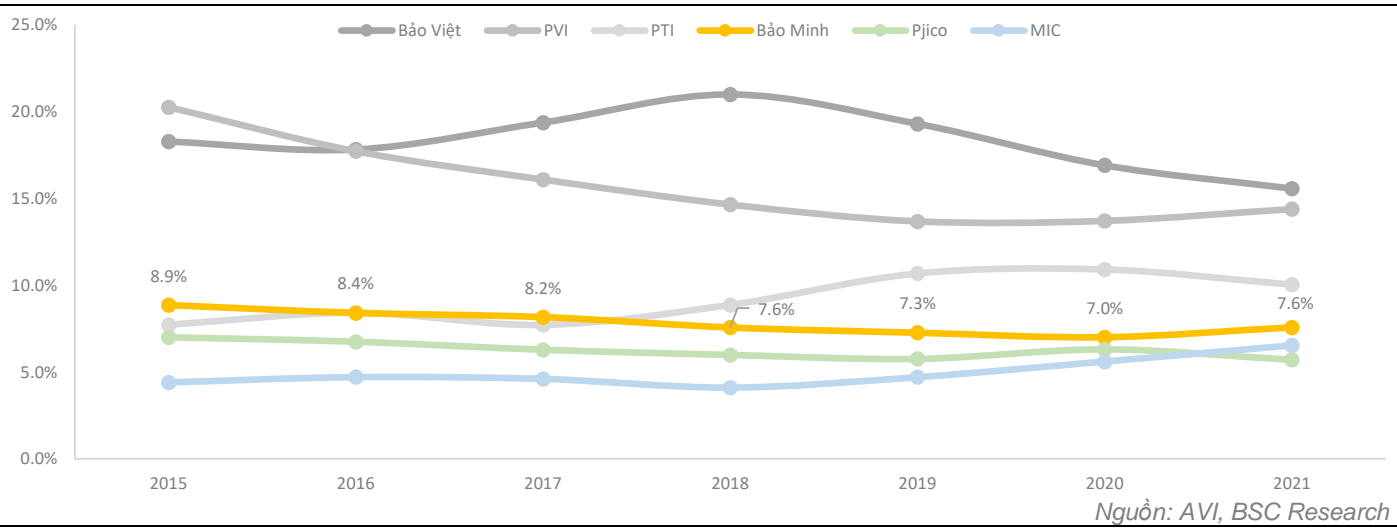


Nguồn: AVI, BSC Research

BMI sở hữu thị phần ổn định với mạng lưới chi nhánh phủ rộng khắp toàn quốc. Kể từ khi thành lập tới nay, BMI luôn nằm trong top 4 doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ, với thị phần về doanh thu phí đạt trên 7%. Chúng tôi đánh giá, dù cạnh tranh trong ngành sẽ ngày càng trở nên gay gắt hơn trong thời gian tới, nhưng thị phần của BMI sẽ vẫn

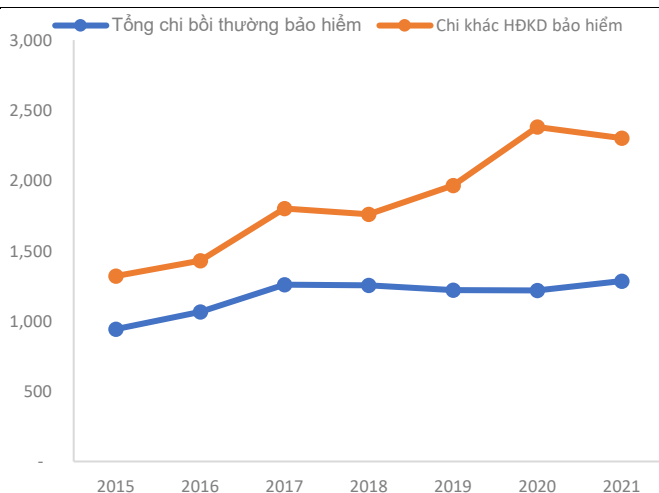
được duy trì ổn định quanh mức 7% nhờ (1) mạng lưới chi nhánh phủ rộng khắp toàn quốc với 62 công ty trực thuộc, và hơn 3,700 đại lý bán bảo hiểm chuyên nghiệp; và (2) thương hiệu uy tín đã được xây dựng trong nhiều năm.

Hình 4: Thị phần của BMI luôn duy trì trong top 4 toàn ngành

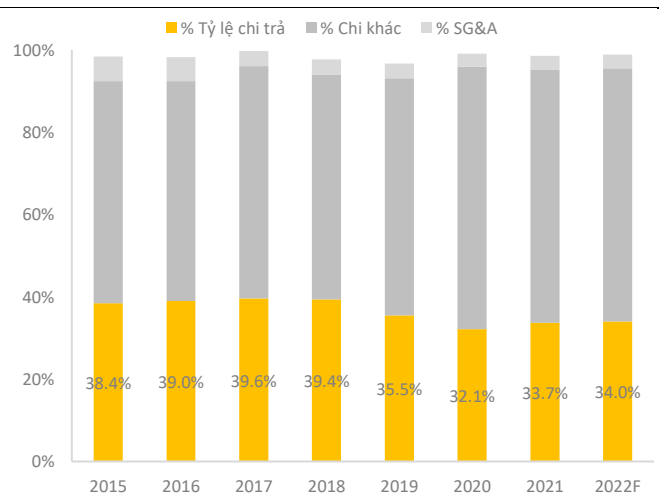


Tỷ lệ kết hợp của BMI đã giảm xuống trong năm 2021, nhưng có thể tăng trở lại kể từ 2022. Tỷ lệ kết hợp năm 2021 của BMI đạt 98.6%, giảm 0.5 điểm % so với cùng kỳ, chủ yếu đến từ tỷ lệ chi phí giảm 2.1 điểm % xuống 64.9%. Tỷ lệ kết hợp của BMI giảm nhờ (1) Tình trạng giãn cách xã hội gián tiếp làm giảm tỷ lệ bồi thường toàn ngành (từ 34.4% xuống 31.2%), và (2) BMI tập trung vào hiệu quả các nghiệp vụ thay vì cạnh tranh về phí, để giành thêm thị phần ở các nghiệp vụ có tính rủi ro cao hơn. BSC cho rằng, khi các hoạt động xã hội dần trở lại bình thường, chi phí bồi thường bảo hiểm sẽ có xu hướng tăng, và dự báo tỷ lệ kết hợp của BMI có thể tăng nhẹ lên 98.9% trong năm 2022.

Hình 5: Tổng chi bồi thường bảo hiểm của BMI



Hình 6: Tỷ lệ kết hợp của BMI

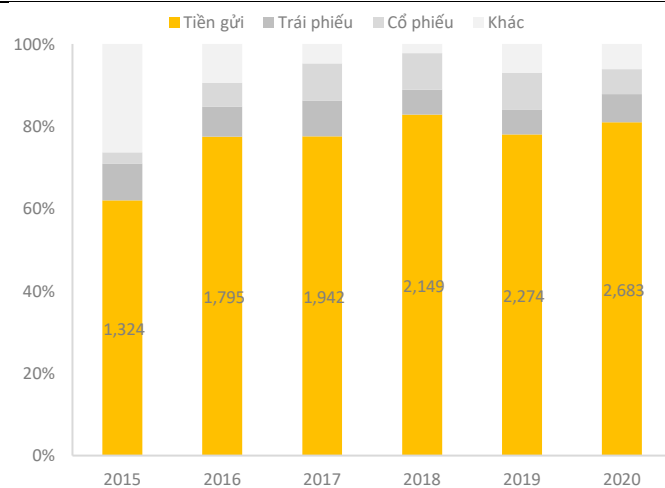


Về hoạt động đầu tư tài chính, **phần lớn danh mục đầu tư của BMI là các tài sản nắm giữ đến ngày đáo hạn** (tiền gửi, trái phiếu, chứng chỉ tiền gửi). Điều này phản ánh chính sách thận trọng của BMI nói riêng và các công ty bảo hiểm nói chung. Trên thực tế, khi xét danh mục đầu tư chứng khoán của BMI tính đến thời điểm giữa năm 2021, nhìn chung hoạt động đầu tư cổ phiếu của BMI không đem lại hiệu quả.

Lợi suất đầu tư dự kiến đi ngang trong năm 2022. Dù tình hình vĩ mô chứng kiến khá nhiều biến động liên quan tới tỷ giá, chính sách tăng lãi suất của Fed, và xu hướng lạm phát, nhìn chung mặt bằng lãi suất huy động tại Việt Nam trong

năm tới được dự báo sẽ duy trì ở mức ổn định. Do đó, BSC dự phóng lợi suất đầu tư gộp và lợi suất đầu tư ròng của BMI sẽ giữ nguyên ở mức lần lượt là 9.7% và 7.4% trong năm 2022.

Hình 7: Tiền gửi chiếm hầu hết danh mục đầu tư tài chính của BMI



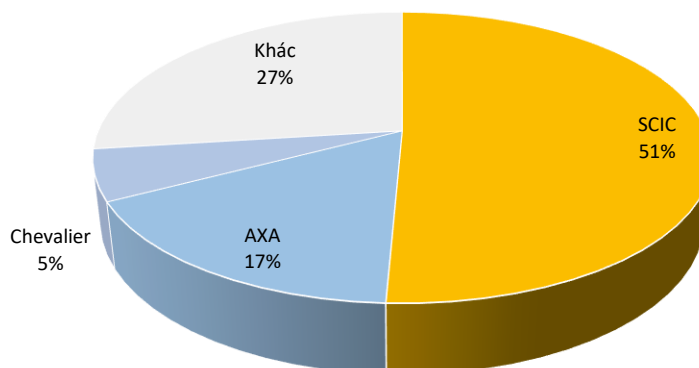
Bảng 2: Danh mục chứng khoán của BMI (tính đến 30/9/2021)

Danh mục	Giá gốc (tỷ VND)	Giá thị trường	Lãi/lỗ
NOS	20.0	2.4	(17.6)
KSB	7.4	5.6	(1.7)
NTP	14.3	13.4	(0.9)
CII	11.6	6.5	(5.1)
SKG	9.9	4.5	(5.3)
NCT	9.7	6.9	(2.7)
DRH	8.7	4.0	(4.7)
VNM	10.0	9.8	(0.2)

Nguồn: BMI, BSC Research

Thương vụ thoái vốn được kỳ vọng sẽ thực hiện trong năm 2022. Gần đây, BMI đã thông qua kế hoạch nới room ngoại lên 100% nhằm mở đường cho việc thoái toàn bộ vốn nhà nước tại doanh nghiệp, và đã trình Bộ Tài chính phương án nới room này. Hiện cơ cấu cổ đông của BMI hiện nay gồm có SCIC sở hữu xấp xỉ 51%, Tập đoàn AXA (Pháp) và cổ đông lớn nước ngoài khác sở hữu trên 20%. Nếu nguồn vốn của BMI được chuyển nhượng thành công cho nhà đầu tư ngoại, đây sẽ là thương vụ đầu tiên một doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ có sự tham gia với quyền chi phối vốn của doanh nghiệp nước ngoài. BSC đánh giá, khả năng thương vụ này được thực hiện trong năm 2022 là khá lớn, và nếu thoái vốn thành công, **BMI sẽ có tiềm năng được đánh giá lại trong ngắn hạn.** Còn về dài hạn, với việc có khối tư nhân, đặc biệt là nhà đầu tư ngoại nắm quyền chi phối, BMI được kỳ vọng sẽ có sự cải thiện về khâu quản lý điều hành, cũng như hiệu quả hoạt động tốt hơn.

Hình 8: Cơ cấu cổ đông của BMI



Nguồn: BMI, BSC Research

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC dự báo DTT và LNST của BMI trong năm 2022 đạt lần lượt là 4,737 tỷ VND (+12.8% yoy) và 268 tỷ VND (+7.1% yoy), EPS FW = 2,448 VND/CP với giả định:

- Doanh thu phí bảo hiểm đạt 5,329 tỷ VND (+10.1% yoy)
- Tỷ lệ kết hợp tăng lên 98.9%, trong đó tỷ lệ tổn thất là 34%.
- Lợi suất đầu tư gộp và lợi suất đầu tư ròng của các tài sản đầu tư lần lượt là 9.7% và 7.4%.

Bảng 3: Dự báo KQKD BMI

(tỷ VND)	2019	2020	2021	2022F
Phí bảo hiểm gốc	3,881	4,295	4,493	4,737
Phí nhượng tái bảo hiểm	501	470	524	593
Doanh thu phí bảo hiểm gộp	4,349	4,720	4,845	5,329
Phí nhượng tái bảo hiểm	(1,032)	(1,094)	(1,307)	(1,328)
Doanh thu phí bảo hiểm thuần	3,251	3,588	3,612	4,076
Tổng chi phí bồi thường và dự phòng	(1,221)	(1,218)	(1,285)	(1,464)
Chi phí bồi thường ròng	(1,726)	(1,501)	(1,617)	(1,880)
Chi khác HĐKD bảo hiểm gốc	(1,964)	(2,381)	(2,303)	(2,605)
Chi phí quản lý	(124)	(122)	(132)	(145)
Thu nhập từ HĐKD	115	33	54	48
Thu nhập từ đầu tư	205	248	314	350
Chi phí tài chính	(79)	(55)	(75)	(83)
Thu nhập tài chính ròng	126	192	239	267
Lợi nhuận trước thuế	254	233	301	326
LNST	208	195	251	268
EPS	1,940	1,813	2,326	2,448

Nguồn: BMI, BSC Research

ĐỊNH GIÁ

Bằng phương pháp định giá P/B, **BSC ước tính giá trị hợp lý mỗi cổ phiếu BMI là 47,000 VND**, với PB mục tiêu 2.1x, BVPS năm 2022 ước đạt 22,268 VND. Chúng tôi kỳ vọng nếu BMI thoái vốn thành công, cổ phiếu của công ty có thể đạt mức định giá cao hơn trong thời gian tới.

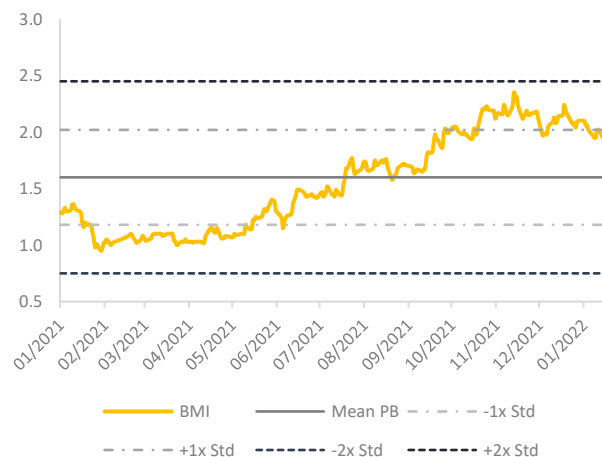
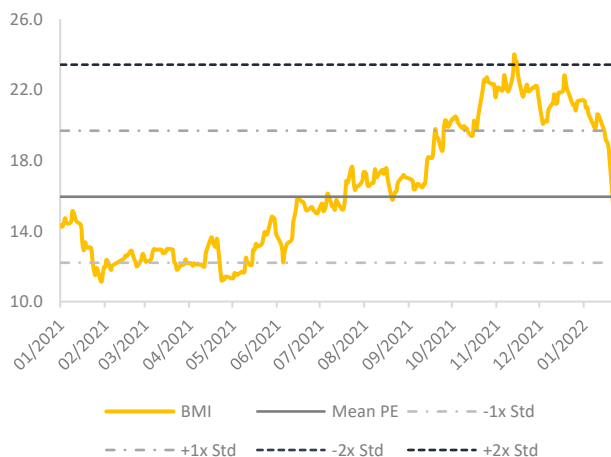
Bảng 4: So sánh định giá các doanh nghiệp bảo hiểm

Công ty	Vốn hóa (tỷ VND)	P/E	P/B	ROE
PVI	10,752	12.3	1.4	11.2%
PTI	4,743	17.6	2.2	13.1%
VNR	4,070	11.6	1.3	11.1%
BIC	3,225	9.6	1.3	13.8%
MIG	2,910	11.9	1.7	15.2%
PGI	2,511	8.4	1.5	19.1%
ABI	2,359	8.8	1.9	24.0%
PRE	1,259	9.7	1.4	14.2%
BLI	1,020	15.3	1.3	9.2%
Trung bình	3,650	11.7	1.6	14.5%
Trung vị	2,910	11.6	1.4	13.8%
BMI	3,875	14.4	1.6	10.8%

Nguồn: Fiinpro, BSC Research

Stock PE

Stock PB



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022F
Phí bảo hiểm gộp	4,349	4,720	4,845	5,329
- Giảm trừ phí bảo hiểm	(1,098)	(1,132)	(1,233)	(1,253)
Phí bảo hiểm thuần	3,251	3,588	3,612	4,076
Thu nhượng tái bảo hiểm	186	204	199	228
DTT từ HĐKD BH	3,437	3,792	3,811	4,304
Tổng chi bồi thường bảo hiểm	(1,221)	(1,218)	(1,285)	(1,464)
- Bồi thường thuộc trách nhiệm giữ lại	(1,206)	(1,122)	(1,113)	(1,313)
- Tăng/giảm dự phòng bồi thường	(14)	(96)	-	-
Trích dự phòng dao động lớn	(13)	(37)	(37)	(42)
Chi khác	(1,964)	(2,381)	(2,303)	(2,605)
Tổng chi trực tiếp từ HĐKD BH	(3,198)	(3,636)	(3,624)	(4,111)
LNG từ HĐKD BH	238	156	187	193
Chi phí QLDN	(124)	(122)	(132)	(145)
Lợi nhuận từ HĐKD BH	115	33	54	48
LN từ HĐ tài chính	126	192	239	267
Lợi nhuận khác	7	1	1	3
LN từ CTLK	-	-	-	-
LNTT	254	233	301	326
Thuế	(46)	(38)	(50)	(57)
LNST	208	195	251	268
Lợi ích CĐTS	-	-	-	-
LNST sau lợi ích CĐTS	208	195	251	268
EPS	1,940	1,813	2,326	2,448

Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022F
Năng lực hoạt động				
Tỷ lệ bồi thường	35.5%	32.1%	33.7%	34.0%
CP QLDN/Phí BH thuần	57.5%	63.8%	61.4%	61.5%
Tổng chi phí bồi thường	3.6%	3.2%	3.5%	3.4%
Tỷ lệ kết hợp	96.7%	99.1%	98.6%	98.9%
Tình hình đầu tư				
Lợi suất đầu tư gộp	8.2%	8.9%	9.7%	9.7%
Lợi suất đầu tư ròng	5.1%	6.9%	7.4%	7.4%

BCĐKT (Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022F
Tiền và tương đương tiền	236	150	221	518
Đầu tư ngắn hạn	2,108	2,434	3,061	3,351
Phải thu ngắn hạn	1,129	1,100	699	1,045
TS ngắn hạn khác	315	318	475	363
TS tái bảo hiểm	964	1,438	1,947	1,679
TS ngắn hạn	4,756	5,445	6,408	6,961
Phải thu dài hạn	14	16	15	15
TS cố định	292	286	273	252
ĐTTTC dài hạn	466	568	416	403
TS dài hạn khác	35	56	43	48
TS dài hạn	983	1,107	932	872
Tổng TS	5,739	6,552	7,341	7,833
Nợ phải trả	3,444	4,249	5,009	5,220
DT chưa thực hiện	24	42	43	43
Dự phòng bảo hiểm	2,296	2,985	3,801	4,007
Nợ ngắn hạn	3,443	4,249	5,009	5,220
Nợ dài hạn	0	0	1	0
Tổng Nợ	3,444	4,249	5,009	5,220
Vốn góp	914	914	1,096	1,096
Vốn khác	-	-	-	-
LN chưa phân phối	287	295	311	579
Tổng VCSH	2,295	2,303	2,331	2,613
Tổng nguồn vốn	5,739	6,552	7,341	7,833
SLCP lưu hành (triệu)	91	91	110	110

Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022F
Khả năng sinh lời				
ROA	4%	3%	3%	3%
ROE	9%	8%	11%	10%
Cơ cấu tài sản				
TS ngắn hạn/Tổng TS	83%	83%	87%	89%
Nợ ngắn hạn/Tổng TS	60%	65%	68%	67%
BVPS	22,949	23,084	19,542	22,268

Nguồn: BMI, BSC Research

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

