

## TỔNG CTCP BẢO MINH (BMI)

<b>Giá thị trường</b> VND28.000	<b>Giá mục tiêu</b> VND37.000	<b>Tỷ suất cổ tức</b> 3,6%	<b>Khuyến nghị</b> MUA	<b>Ngành</b> Bảo hiểm
------------------------------------	----------------------------------	-------------------------------	---------------------------	--------------------------

### Triển vọng ngắn hạn



### Triển vọng dài hạn



### Định giá

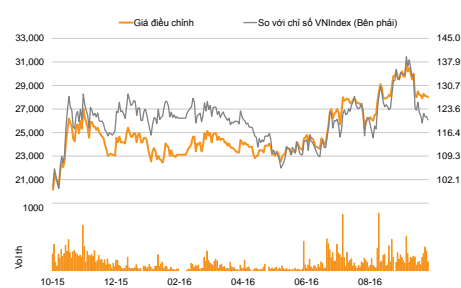


Ngày 06/10/2016

Trần Khánh Hiền

hien.trankhanh@vndirect.com.vn

### Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	30.900
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20.139
KLGDBQ (3thg)	196.289
Thị giá vốn(tỷ VND)	2.572
SL CP đang lưu hành (tr)	91,7
Free float (%)	15%
Beta	0,55

### Cổ đông lớn

Tên cổ đông	% sở hữu
SCIC	50,7
AXA SA (Pháp)	16,7
Firstland Co.Ltd	5,7
Chavalier (Hong Kong)	5,3
Halley Sicav	5,0

Nguồn: VNDIRECT

**Những nỗ lực trong việc tái cơ cấu danh mục đầu tư, kiểm soát chi phí và quản lý chặt chẽ bồi thường đang dần mang lại kết quả khả quan trong năm 2016.**

Thị trường BH phi nhân thọ Việt Nam dự báo sẽ đạt tốc độ tăng trưởng trung bình 15% trong 3 năm tới, nhờ vào sự phục hồi của chu kỳ kinh tế cũng như sự hoàn thiện dần của khung pháp lý ngành BH. Tỷ lệ thâm nhập BH phi nhân thọ của Việt Nam (bằng tỷ lệ tổng doanh thu phí BH trên tổng GDP) chỉ khoảng 0,7%, cách khá xa so với trung bình 1,5% của các nước ASEAN. Vì vậy dự địa tăng trưởng vẫn còn rất lớn đi kèm với nhiều sản phẩm tiềm năng chưa được khai thác.

**Điểm nhấn của BMI trong năm nay là việc tái cơ cấu lại danh mục đầu tư**, kỳ vọng sẽ cải thiện hiệu quả hoạt động của BMI trong thời gian tới. Sau khi đã hoàn thành trích lập cho các khoản đầu tư kém hiệu quả trong năm 2015, công ty tiếp tục thực hiện thoái vốn khỏi các khoản đầu tư dài hạn dẫn đến việc ghi nhận doanh thu tài chính đột biến.

**Doanh thu và LN sau thuế 6 tháng đầu năm 2016 lần lượt tăng 11% và 23%.** Doanh thu tài chính tăng 82% nhờ khoản lãi đột biến từ việc thoái vốn khỏi PTI.

**Là một trong số ít DN trong ngành có lợi nhuận từ nghiệp vụ BH.** Mặc dù tốc độ tăng trưởng có chậm lại trong 2 năm gần đây, song chúng tôi đánh giá cao định hướng phát triển bền vững của DN bằng cách loại bỏ các nghiệp vụ kém hiệu quả, quản lý chặt chẽ chi phí và kiểm soát bồi thường, đẩy Hệ số kết hợp về mức thấp nhất trong ngành trong nửa đầu năm 2016.

**Về dài hạn, chính sách trả cổ tức đều đặn 10% tiền mặt và 10% cổ phiếu** sẽ được duy trì trong 3 năm tới cũng là một điểm nhấn.

**Khuyến nghị:** Do các chỉ số ROE và ROA tương đối thấp, cổ phiếu BMI đang được giao dịch với định giá P/B thấp hơn so với trung bình ngành. Tuy nhiên với những kỳ vọng BMI sẽ cải thiện hiệu quả đầu tư tài chính đồng thời kiểm soát tốt chi phí trong tương lai, chúng tôi xác định P/B mục tiêu cho cổ phiếu BMI là 1,2 lần. Vì vậy chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu BMI với giá mục tiêu trong thời hạn 1 năm là **37.000 đồng/cổ phiếu**.

Tổng quan tài chính (VND)	12-14A	12-15A	12-16E	12-17E
Doanh thu phí bảo hiểm thuần (tỷ)	2,078	2,316	2,479	2,659
EBITDA thuần (tỷ)	143	156	188	211
LN ròng (tỷ)	120	129	174	177
Tăng trưởng LN ròng	32.5%	7.4%	35.0%	1.4%
LN trên cổ phiếu	1,594	1,555	1,909	1,936
Giá trị sổ sách/cp	28,947	27,762	29,058	31,994
ROAE	11.0%	5.8%	7.0%	6.3%

Nguồn: VNDIRECT

**LỊCH SỬ HÌNH THÀNH**

CTCP Bảo hiểm Bảo Minh (BMI) được thành lập từ tháng 11/1994 và là DN bảo hiểm đầu tiên được Chính phủ chọn để thực hiện cổ phần hóa vào tháng 10/2004. Công ty được niêm yết tại HNX từ ngày 28/11/2006, sau đó chuyển sang HOSE từ ngày 21/04/2008. Tháng 9/2007, Tập đoàn bảo hiểm AXA SA (Pháp) trở thành cổ đông chiến lược của BMI sau khi mua 16,6% cổ phần với trị giá 1.194 tỷ đồng, tương ứng với mức 93.000 đồng/cổ phiếu.

Sau 22 năm hoạt động, BMI đã xây dựng một thương hiệu uy tín vững chắc với mạng lưới 59 công ty thành viên, 4.000 đại lý chuyên nghiệp và 550 phòng giao dịch trên toàn quốc.

Hiện tại, cơ cấu cổ đông của BMI khá cô đặc với hơn 90% sở hữu thuộc về các cổ đông tổ chức. Ngoài SCIC, các khách hàng lớn của công ty như TCT Sông Đà, Vinataba, Vinachem, Vinaconex, TCT Vật tư nông nghiệp, Vinalines,...đều đang sở hữu 1-2% cổ phần của BMI.

*SCIC, cổ đông nắm quyền kiểm soát với tỷ lệ sở hữu 50,7% đang lên kế hoạch sẽ thoái vốn khỏi BMI trong giai đoạn 2016 – 2017.*

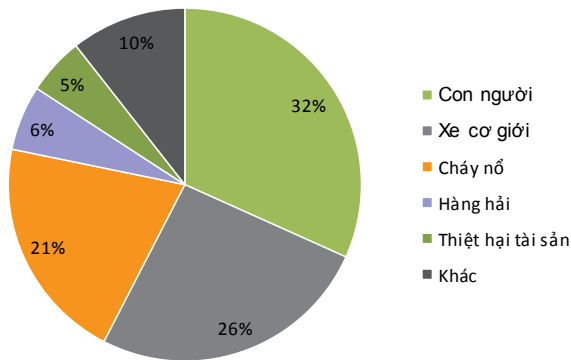
**HOẠT ĐỘNG KINH DOANH**

Hoạt động kinh doanh của BMI bao gồm 2 mảng lớn: nghiệp vụ bảo hiểm phi nhân thọ và đầu tư tài chính. Trong đó, nghiệp vụ BH đóng góp 93% DT thuần và 30,5% LN gộp.

**Nghiệp vụ bảo hiểm phi nhân thọ và tái bảo hiểm**

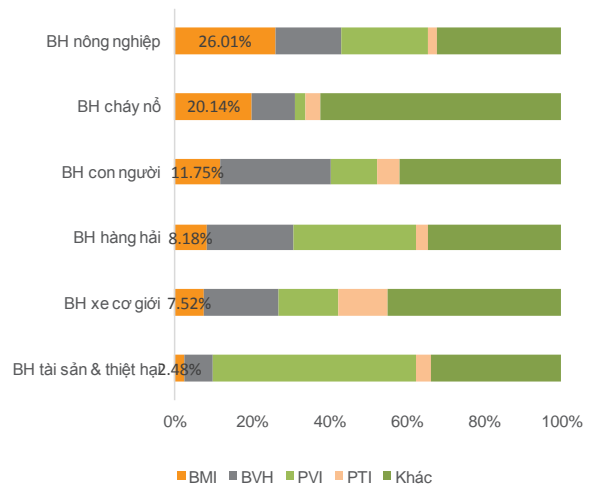
**Động lực tăng trưởng đến từ BH con người và BH xe cơ giới**

Cơ cấu phí BH gốc theo nghiệp vụ (2015)



Nguồn: BMI, VNDIRECT

Thị phần BMI theo từng nghiệp vụ (2015)



Nguồn: Hiệp hội BHVN

Hiện nay, BMI duy trì thị phần dẫn đầu trong mảng BH nông nghiệp và BH cháy nổ. Cùng với BVH và ABIC (CTCP BH Nông nghiệp) BMI là 1 trong 3 DNBH được Bộ Tài chính chỉ định triển khai sản phẩm BH nông nghiệp từ năm 2013. Tuy nhiên, nghiệp vụ này còn khá sơ khai và chưa đóng góp nhiều vào cơ cấu doanh thu phí BH gốc.

Bên cạnh đó, BH cháy nổ cũng được xem là lĩnh vực thế mạnh của BMI với thị phần dẫn đầu thị trường 20%, đóng góp 21% doanh thu phí BH gốc. Khách hàng truyền thống của BMI là các nhà máy dệt may, điện tử tại các KCN Đồng Nai, Bình Dương và TP.HCM. Tuy

nhiên đây là nghiệp vụ chứa nhiều rủi ro vì vậy tỷ lệ nhượng tái BH khá cao cũng như tỷ lệ bồi thường lớn. Do đó, BH cháy nổ cũng không đóng góp nhiều vào lợi nhuận gộp mảng BH phi nhân thọ. Vì vậy, chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng chính của BMI trong những năm tiếp theo chủ yếu đến từ BH con người và BH xe cơ giới.

### **Nghiệp vụ BH con người – thế mạnh là mạng lưới bán lẻ có uy tín lâu năm**

Thu nhập tăng cùng với nhận thức ngày càng cao của người dân về BH, các sản phẩm BH con người liên quan đến sức khỏe, du lịch, tai nạn đang có mức tăng trưởng hấp dẫn trên 20% mỗi năm. Vì vậy đây cũng là phân khúc đang có sự cạnh tranh khá quyết liệt về thị phần giữa các DN nội địa và nước ngoài. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng ưu thế vẫn nghiêng về các DN có mạng lưới bán lẻ sâu rộng.

BH con người đang chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của BMI với hơn 32%. Với 4.000 đại lý, BMI đang duy trì 12% thị phần BH con người, xếp thứ 3 trong ngành, gần tương đương với thị phần của PVI đang đứng thứ 2. Trong đó, với lợi thế là DNBH lâu đời có uy tín, BMI đang chiếm thị phần khá cao trong mảng bảo hiểm học sinh/sinh viên (chỉ xếp sau BVH). Đây là được xem là sản phẩm có tỷ lệ bồi thường khá thấp 20% so với tỷ lệ bồi thường chung 35% của cả mảng nghiệp vụ BH con người.

Ngoài ra, BMI hiện đang tích cực đa dạng hóa các sản phẩm bán lẻ như cho ra đời: BH du học, BH du lịch,... Bên cạnh đó, công ty còn thúc đẩy bán hàng qua kênh bancainsurance sau khi ký kết hợp tác với các NH bán lẻ như Techcombank, VP Bank, HD Ban, Vinaphone,...Tuy nhiên chúng tôi đánh giá, động thái này BMI là tương đối chậm khi các đối thủ khác đã triển khai mạnh mẽ hoạt động này từ năm 2014.

Một điểm vượt trội khác của BMI là duy trì tỷ lệ bồi thường nghiệp vụ BH con người khá thấp, ở mức 25% so với mức 35,7% của cả ngành.

### **Nghiệp vụ BH xe cơ giới – thị trường tiếp tục tăng trưởng ổn định**

Trong các nghiệp vụ BH, BH xe cơ giới vẫn luôn là mảng có tỷ trọng lớn nhất và tiềm năng tăng trưởng bền vững nhất. Nhìn chung, triển vọng của mảng BH xe cơ giới là rất khả quan nhờ vào hai yếu tố chính là: tăng thu nhập dẫn đến tăng thay mới các phương tiện giao thông và việc siết chặt các quy định về BH xe cơ giới của Chính phủ.

BH xe cơ giới đóng góp 26% tỷ trọng doanh thu hàng năm, tăng trưởng 14% trong năm 2015. Đây là mảng có sức bật khá lớn của BMI, tuy nhiên so với mức tăng 25% của ngành thì BMI còn khá khiêm tốn. BMI hiện xếp vị trí thứ 5 năm với 7,52% thị phần, đứng sau khá nhiều các tên tuổi khác.

Trong mảng này, BMI chủ trương không mở rộng thị trường bằng mọi cách hay cạnh tranh về phí mà tập trung giảm tỷ lệ bồi thường về mức trung bình ngành. Việc hoàn thành 2 trung tâm bồi thường xe cơ giới tại HN và TP HCM đã đẩy nhanh quá trình xử lý bồi thường, đồng thời tập trung hóa công tác quản lý nhằm giảm thiểu tình trạng gian lận BH. Năm 2015, BMI đã giảm tỷ lệ bồi thường

mảng xe cơ giới từ 58,6% (2014) xuống còn 51,3%. Mục tiêu DN đặt ra là phải tiếp tục giảm thêm 2-5% trong năm 2016.

**Nỗ lực kiểm soát tỷ lệ bồi thường và chi phí đang mang lại kết quả khả quan**

*Tỷ lệ bồi thường gốc là chi phí bồi thường BH gốc trên phí BH gốc. Tỷ lệ bồi thường thực chi được tính trên tỷ lệ chi phí bồi thường sau khi đã thu bồi thường tái bảo hiểm hoặc thu người thứ 3 chi cho phí BH thực thu.*

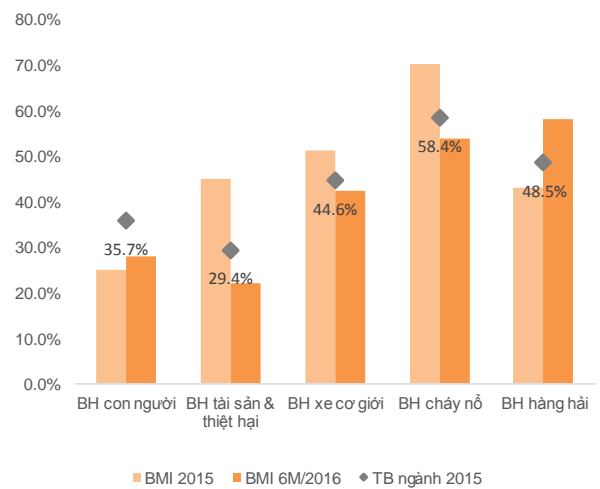
Từ nhiều năm trước với sản phẩm chủ đạo là BH cháy nổ, BMI luôn là một doanh nghiệp có chi phí bồi thường cao trong ngành. Giai đoạn tăng trưởng nóng đã qua vì vậy, công ty đang chủ động điều chỉnh tốc độ tăng trưởng, tập trung nâng cao năng lực quản lý rủi ro nhằm đưa tỷ lệ bồi thường về mức sát với thị trường. Từ tháng 7/2013, BMI bắt đầu thực hiện tái cấu trúc toàn hệ thống, mạnh dạn loại bỏ những nghiệp vụ kém hiệu quả.

**Tỷ lệ bồi thường bảo hiểm gốc**



Nguồn: BMI, Cục quản lý & giám sát BH

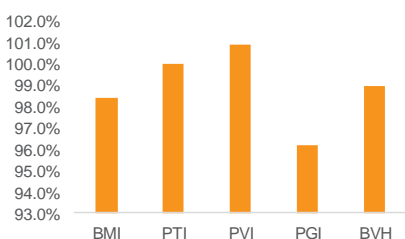
**Tỷ lệ bồi thường thực chi theo nghiệp vụ**



Nguồn: BMI, VNDIRECT

*Hệ số kết hợp bằng tổng của tỷ lệ bồi thường và tỷ lệ chi phí. Nếu trên 100%, có nghĩa là DNBH hoạt động không hiệu quả trong nghiệp vụ bảo hiểm.*

**Hệ số kết hợp (Combined ratio) năm 2015**



Nguồn: VNDIRECT

Từ một DNBH có tỷ lệ bồi thường cao ngất ngưỡng trong ngành, năm 2014, tỷ lệ bồi thường đã giảm xuống mức 40% dưới trung bình ngành. Tuy nhiên, tỷ lệ này có tăng trở lại trong năm 2015, phần nhiều do liên quan đến các vụ bạo động ở các KCN Bình Dương và Đồng Nai.

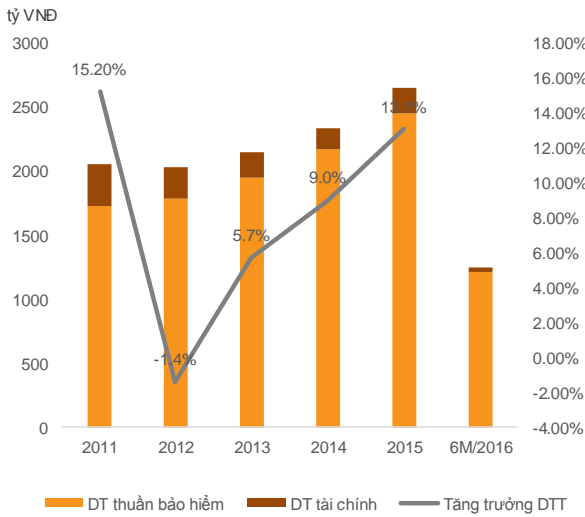
Ngoài chi phí bồi thường, các chi phí khác ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của DNBH bao gồm: chi phí hoa hồng, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp. Vì vậy công ty đã tích cực cắt giảm chi phí bằng cách cắt bỏ các khâu bán hàng trung gian, giảm chi phí quảng cáo, thay vào đó là thiết lập các điểm bán lẻ Bảo Minh Direct, để khách hàng có thể trải nghiệm trực tiếp đầy đủ các loại sản phẩm của BMI.

Tổng hợp mức độ hiệu quả của việc kiểm soát bồi thường và quản lý chi phí được đo lường bằng Hệ số kết hợp (Combined ratio). Đây được coi là tiêu chí quan trọng nhất các nhà đầu tư cần chú ý khi đánh giá hiệu quả hoạt động của DNBH. Những nỗ lực của công ty đã mang lại hiệu quả rõ rệt: năm 2015, BMI là một trong những DN có hệ số kết hợp thấp nhất ngành và cũng là một trong số ít DN ghi nhận lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh BH.

**Tuy nhiên áp lực đang tăng dần từ các đối thủ phía sau**

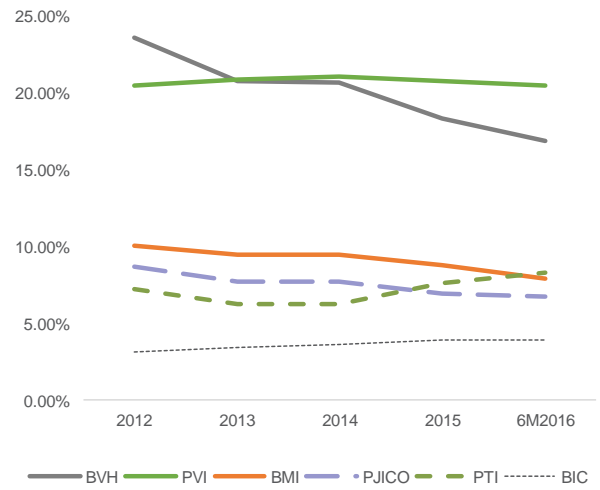
Trong hơn 20 năm hoạt động, BMI luôn nằm trong top 3 DN giữ thị phần lớn nhất trong ngành. Trong giai đoạn 2011 – 2015, doanh thu của BMI tăng trưởng trung bình 5%/năm, khá thấp so với tốc độ tăng trưởng trung bình hai con số của ngành BH phi nhân thọ Việt Nam. Vì vậy thị phần của BMI dần sụt giảm qua các năm trước sự vươn lên mạnh mẽ của các đối thủ xếp sau.

**Cơ cấu và tăng trưởng DT thuần**



Nguồn: BMI, VNDIRECT

**Thị phần phí bảo hiểm gốc 6 DN đầu ngành**



Nguồn: Hiệp hội BHVN

Năm 2010, BMI chính thức mất vị trí số 2 do sự lớn mạnh của PVI trong mảng bảo hiểm dầu khí. Năm 2013, nghiệp vụ hàng hải, một trong những thế mạnh của BMI, bị giảm sút nghiêm trọng do ảnh hưởng từ sự xuống dốc của ngành vận tải biển thế giới. Các khách hàng lớn của BMI như Vinalines, Vinashin đều gặp khó khăn trong kinh doanh dẫn đến tình trạng nợ phí.

Năm 2014, BMI mất lợi thế to lớn trong mảng bảo hiểm hàng không, khi cổ đông và cũng là một trong những khách hàng lớn nhất của công ty là VN Airlines thực hiện thoái vốn. Đồng thời, VN Airlines cũng chia sẻ hợp đồng BH hàng không với PVI và AVI (CTCP Bảo hiểm Hàng Không).

Cũng cần phải lưu ý, theo số liệu thống kê sơ bộ của Hiệp hội BHVN (AVI), trong 6 tháng đầu năm 2016, PTI đã vượt BMI để nắm giữ vị trí số 3 về doanh thu phí bảo hiểm gốc với 8,33% thị phần.

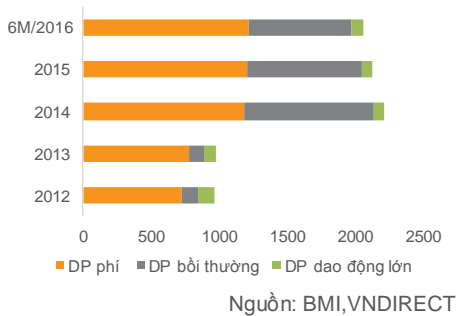
**Dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm**

Thông tư 125/2012 của Bộ Tài chính quy định các loại dự phòng gồm có: dự phòng phí chưa được hưởng, dự phòng bồi thường và dự phòng dao động lớn. Biên khả năng thanh toán (Solvency margin) là chỉ số cho biết DNBH có đủ quỹ được trích lập theo quy định để sẵn sàng chi trả tức thời cho khách hàng khi rủi ro, sự kiện bảo hiểm xảy ra hay không. Theo Nghị định 46/2007/NĐ-CP, các DNBH tại Việt Nam phải duy trì biên thanh toán tối thiểu là số lớn hơn trong 2 kết quả tính toán sau:

- a) 25% tổng phí bảo hiểm thực giữ lại tại thời điểm tính biên khả năng thanh toán;

*“Dự phòng nghiệp vụ là khoản tiền mà doanh nghiệp bảo hiểm phải trích lập nhằm mục đích thanh toán cho những trách nhiệm bảo hiểm đã được xác định trước và phát sinh từ các hợp đồng bảo hiểm đã giao kết.” – Luật KDBH 2010.*

**Quy mô quỹ dự phòng nghiệp vụ BMI (tỷ VNĐ)**



b) 12,5% của tổng phí bảo hiểm gốc và phí nhận tái bảo hiểm tại thời điểm tính biên khả năng thanh toán

Biên khả năng thanh toán được tính trên phần chênh lệch giữa giá trị tài sản và các khoản nợ phải trả của DN. Trong đó các khoản đầu tư có rủi ro cao như cổ phiếu, trái phiếu, bất động sản sẽ bị loại trừ một phần giá trị khi tính biên thanh toán. Vì vậy, trích lập dự phòng sẽ ảnh hưởng đến mục tiêu lợi nhuận của DN, do đó các công ty BH luôn phải đảm bảo cân bằng giữa 2 chỉ tiêu này.

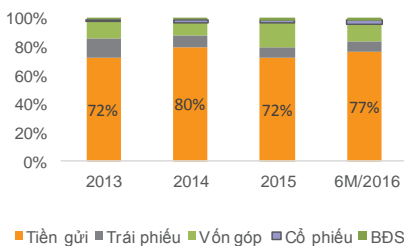
Quy mô quỹ dự phòng nghiệp vụ của BMI tăng gấp đôi từ năm 2014 do 2 nguyên nhân chính là (1) Thông tư 194/2014/77-BTC thay đổi cách tính trích lập dự phòng bồi thường và (2) tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm. Tại thời điểm 30/6/2016, quỹ dự phòng nghiệp vụ của BMI hiện nay đang chiếm 68% nợ phải trả của DN, cao hơn so với BVH (59%), tuy nhiên thấp hơn PTI (79%), PVI (73%) và PGI (83%).

**Hoạt động đầu tư**

DNBH chủ yếu sử dụng 2 nguồn chính để đầu tư tăng lợi nhuận, gồm: (1) vốn chủ sở hữu và (2) quỹ dự phòng nghiệp vụ trừ đi các khoản chi trả thường xuyên. Cũng theo Nghị định 46/2007/NĐ-CP, các kênh mà DNBH phi nhân thọ được phép đầu tư bao gồm:

- TPCP, TPDN được CP bảo lãnh, tiền gửi: không hạn chế
- Cổ phiếu, TPDN, góp vốn vào các DN khác: tối đa 35% quỹ dự phòng nghiệp vụ
- Bất động sản, cho vay: tối đa 20% quỹ dự phòng nghiệp vụ

**Phân bổ danh mục đầu tư**



**Chiến lược đầu tư khá thận trọng qua các năm**

Nhìn chung BMI có tỷ trọng tiền gửi và trái phiếu khá cao, trong khi các tài sản rủi ro như cổ phiếu, bất động sản duy trì tỷ lệ thấp. Vì vậy tỷ suất đầu tư của BMI không cao so với các DNBH khác. Trong quá khứ BMI có tỷ suất đầu tư nằm trong nhóm thấp nhất ngành. Năm 2015, công ty chỉ đạt 3,5%, chỉ cao hơn PTI và tương đối thấp so với PVI (12,6%) và PGI (5,2%). Nếu loại trừ doanh thu thoái vốn khỏi PVI-Sunlife thì tỷ suất đầu tư của PVI đạt khoảng 4,7%.

**Cơ cấu danh mục đầu tư cuối năm 2015 của một vài DNBH niêm yết**

	BMI	PVI	PTI	PGI
Tiền gửi	1,867	5,563	1,951	1,522
tỷ trọng (%)	72.2%	80.0%	76.2%	83.5%
Trái phiếu	190	10	150	30
tỷ trọng (%)	7.4%	0.1%	5.9%	1.6%
Vốn góp	448	844	124	1
tỷ trọng (%)	17.3%	12.1%	4.8%	0.1%
Cổ phiếu	44	91	335	215
tỷ trọng (%)	1.7%	1.3%	13.1%	11.8%
Bất động sản	36	450		55
tỷ trọng (%)	1.4%	6.5%	0.0%	3.0%
<b>Tổng cộng</b>	<b>2,584</b>	<b>6,958</b>	<b>2,560</b>	<b>1,824</b>
Tỷ suất lợi nhuận	3.5%	12.6%	3.4%	5.2%

Nguồn: BMI, VNDIRECT

Tiền gửi: các khoản thoái vốn đã mang lại nguồn tiền dồi dào nâng tỷ trọng tiền gửi tăng từ 72% cuối năm 2015 lên 77% trong nửa đầu năm 2016, tương đương với cơ cấu phân bổ của các DNBH khác. Tuy nhiên trong bối cảnh lãi suất tiền gửi đang duy trì xu hướng giảm

thì lợi suất đầu tư từ tiền gửi sẽ không mang lại nhiều hứa hẹn trong thời gian tới.

Trái phiếu: chiếm tỷ trọng 7% với 190 tỷ đồng, không đổi so với năm 2015.

Cổ phiếu: do khoản góp vốn vào SDF được chuyển thành cổ phiếu MBB, tỷ trọng đầu tư vào cổ phiếu ngắn hạn đã tăng từ 1,7% cuối năm 2015 lên 3,4%. Các khoản đầu tư cổ phiếu dài hạn hiện chỉ chiếm 2,6% cơ cấu danh mục. Trong đó, đáng chú ý nhất là khoản đầu tư 8,4 triệu cổ phiếu VinaRe(VNR) với giá trị ghi sổ tương ứng với 5.145 đồng/cp (thị giá hiện nay của VNR vào khoảng 22.000 đồng/cp)

Góp vốn vào công ty liên kết: chúng tôi đánh giá cao khoản đầu tư dài hạn của BMI vào CTCP BH Liên hiệp UIC có giá trị ghi sổ 255 tỷ. Đây là công ty liên doanh giữa BMI (nắm giữ 48,5%) và 2 đối tác Nhật và Hàn Quốc. Hàng năm, UIC đều đặn mang lại cho BMI khoản 20-25 tỷ đồng lợi nhuận.

### **Nhiều quyết định sai lầm trong quá khứ dẫn đến hoạt động đầu tư kém hiệu quả**

Trong quá khứ, BMI đã có những quyết định đầu tư mang lại hiệu quả thấp, thậm chí là không thu hồi vốn. Cụ thể, BMI góp vốn vào CTCP Tài Chính Sông Đà (SDF) với giá trị ghi sổ là 80 tỷ đồng từ năm 2008. Đầu năm 2016, BMI hoàn tất chuyển đổi cổ phiếu SDF sang MBB, ghi nhận khoản lỗ tài chính khoảng 25 tỷ đồng. BMI cũng đầu tư chứng chỉ Quỹ đầu tư tăng trưởng Việt Nam (VF2) từ năm 2006, tổng số lỗ hơn 7,4 tỷ đồng; đầu tư cổ phiếu Công ty cổ phần thép Nam Kim từ năm 2010, lỗ gần 8,9 tỷ đồng; ủy thác đầu tư 15 tỷ đồng qua Công ty TNHH Quản lý quỹ đầu tư chứng khoán Đông Á, sau 3 năm (2010-2013) lỗ gần 3,6 tỷ đồng.

Ngoài ra, trong một thời gian dài, BMI còn nắm giữ trái phiếu của Vinashin và CTCP Sông Đà Thăng Long (STL). Cuối năm 2014, tổng giá trị đầu tư trái phiếu là 221 tỷ đồng, trong đó dự phòng giảm giá cho 2 TPDN trên là 50 tỷ. Tuy nhiên, trong năm 2015, BMI đã tiến hành trích lập 100% cho khoản thua lỗ này và loại khỏi bảng cân đối kế toán.

### **Tái cơ cấu danh mục đầu tư là điểm nhấn cho hoạt động tài chính của BMI trong năm 2016**

Năm 2016 được xem như là năm hái quả ngọt khi BMI đã hoàn thành xử lý các khoản nợ xấu kể trên vào năm ngoái. Năm nay, công ty tiếp tục thực hiện việc tái cơ cấu lại danh mục, thoái vốn khỏi các khoản đầu tư dài hạn mang đến những khoản doanh thu tài chính đột biến. Nhờ đó, tỷ suất đầu tư cải thiện đáng kể từ 3,5% năm 2015 lên 4,5% trong 6 tháng đầu năm 2016.

Tháng 6/2016, BMI đã bán 5,53% cổ phần tại CTCP Bảo hiểm Bưu điện (PTI), ước tính ghi nhận khoản lãi tài chính gần 80 tỷ đồng. Tháng 9 vừa qua, BMI cũng hoàn tất thoái vốn tại CTCP Chứng khoán Bảo Minh (BMSC). Vì giá giao dịch không được công bố nên dựa trên giá đấu khởi điểm, chúng tôi ước tính BMI sẽ ghi nhận thêm khoảng lợi nhuận 20 tỷ đồng trong Q3 tới.

## DỰ BÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 2016

Trong 6 tháng đầu năm 2016, BMI ghi nhận 1.543 nghìn tỷ đồng doanh thu phí BH, tăng 11% so với cùng kỳ năm ngoái. Đây được xem là mức tăng rất ấn tượng trong vòng 3 năm trở lại đây của công ty. Với lượng xe ô tô bán ra tăng vọt trong 6 tháng đầu năm, mảng BH xe cơ giới đang là động lực tăng trưởng chính của BMI với mức tăng 12,3%; xếp sau là BH con người tăng 7,3%. Việc quản lý chi phí hiệu quả và giảm tỷ lệ bồi thường cũng ghi nhận tiến bộ đáng kể khi giúp Hệ số kết hợp về mức thấp nhất ngành 96,2%. Doanh thu tài chính tăng 82% nhờ khoản lãi đột biến từ việc thoái vốn khỏi PTI, đẩy LN sau thuế tăng 23%, đạt 102,5 tỷ đồng.

Năm 2016, chúng tôi dự báo DT thuần hoạt động kinh doanh BH đạt 2.361 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 7,3%; LN trước thuế đạt 207,7 tỷ đồng, tăng 35%. Các giả định chính trong mô hình dự báo của chúng tôi như sau:

- BH xe cơ giới: tăng 10%, thấp hơn so với mức 15% của năm ngoái dựa trên suy đoán của chúng tôi về tốc độ xe ô tô được bán ra đang chững lại trong nửa cuối năm 2016.
- BH con người: duy trì mức tăng ổn định 5% hàng năm.
- BH cháy nổ: tăng 10%, tương đương với mức tăng trong 6 tháng đầu năm.
- Tỷ lệ giữ lại đạt 82% tương đương với năm 2015.
- Lợi nhuận từ hoạt động tài chính ước đạt 140 tỷ đồng, bao gồm cả hai thương vụ thoái vốn đã nêu.
- Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt duy trì ở mức 10% qua các năm.

## ĐỊNH GIÁ

### BMI đang được giao dịch với định giá thấp so với các DN khác trong ngành

Để định giá cổ phiếu bảo hiểm, chúng tôi lựa chọn phương pháp so sánh P/B dựa trên giá trị sổ sách được đánh giá lại của doanh nghiệp (adjusted book value). Chúng tôi đã tiến hành đánh giá lại danh mục đầu tư của BMI theo giá thị trường tại thời điểm hiện tại, trong đó đáng chú ý là khoản lợi nhuận đầu tư tại VinaRE chưa ghi nhận vào giá trị sổ sách và cổ phần tại CTCP BH UIC. Theo đó, giá trị sổ sách điều chỉnh của BMI đạt 31.122 đồng/cp.

Để xác định P/B mục tiêu, chúng tôi lựa chọn các công ty BH có cùng qui mô và nghiệp vụ tương đồng trong và ngoài nước đưa vào bảng so sánh. Chúng tôi cũng loại trừ BVH do nghiệp vụ công ty bao gồm cả mảng nhân thọ và phi nhân thọ.

Với các chỉ số ROE và ROA thấp hơn trung bình ngành, BMI đang hoạt động kém hiệu quả hơn các DNBH khác, vì vậy cổ phiếu BMI đang được giao dịch với định giá P/B thấp hơn so với trung bình ngành. Tuy nhiên với những kỳ vọng BMI sẽ tiếp tục cải thiện hoạt động đầu tư tài chính đồng thời kiểm soát tốt chi phí và bồi thường, chúng tôi xác định P/B mục tiêu cho cổ phiếu BMI là 1,2 lần. **Do đó giá trị hợp lý cho mỗi cổ phiếu BMI là 37.347 đồng/cp.**



Bảng so sánh các DNBH đang niêm yết trong nước và khu vực

Mã CK	Tên	Sàn	Vốn hóa TT (tỷ VNĐ)	P/E	P/B	ROE 2015	ROA 2015
ABI	BH NH Nông Nghiệp	UPCOM		7.4	1.2	15.0%	6.7%
BIC	Bảo hiểm BIDV	HOSE	4,515	29.8	2.3	7.7%	3.1%
PGI	Bảo hiểm PJICO	HOSE	1,611	15.3	1.8	11.2%	2.5%
PTI	Bảo hiểm Bưu điện	HNX	2,452	8.2	1.4	12.7%	4.7%
PVI	Bảo hiểm PVI	HNX	5,629	10.1	0.8	9.3%	3.6%
2832 TT EQUITY	Taiwan Fire & Marine Insurance	Taiwan	4,805	13.9	0.9	6.5%	2.7%
000060 KS EQUITY	Meritz Fire & Marine Insurance	South Korea	34,263	8.0	0.9	12.0%	1.4%
LPI MK EQUITY	LPI Capital Bhd	Malaysia	29,578	12.2	3.19	26.8%	12.3%
BKI TB EQUITY	Bangkok Insurance PCL	Thailand	23,141	14.7	1.1	7.7%	4.4%
AICL PA EQUITY	Adamjee Insurance Co Ltd	Pakistan	3,876	7.6	0.6	8.1%	5.0%
	<b>Trung bình VN</b>			<b>14.1</b>	<b>1.5</b>	<b>11.2%</b>	<b>4.1%</b>
	<b>Trung bình khu vực</b>			<b>11.3</b>	<b>0.9</b>	<b>12.2%</b>	<b>5.2%</b>
	<b>Trung bình ngành</b>			<b>12.7</b>	<b>1.2</b>	<b>11.7%</b>	<b>4.6%</b>
BMI	Bảo hiểm Bảo Minh	HOSE	2,558	16.6	1.0	5.8%	2.5%

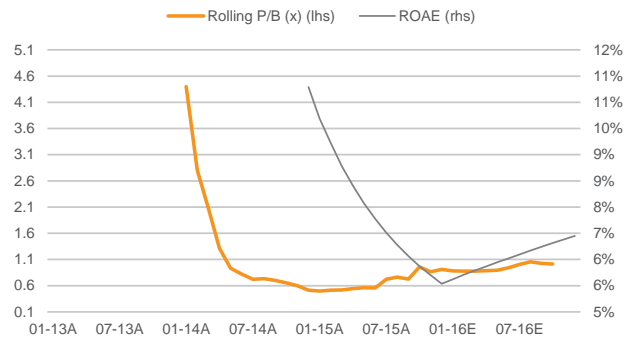
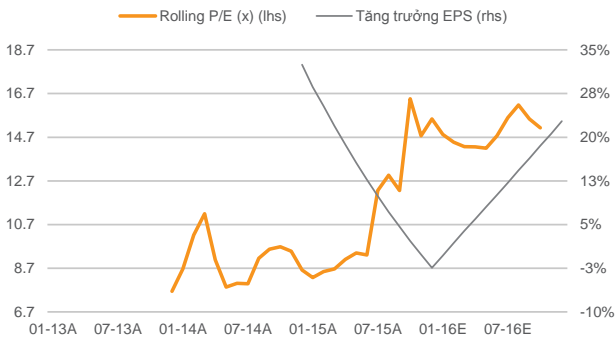
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT

## RỦI RO

Rủi ro lớn nhất đối với ngành bảo hiểm nói chung, và BMI nói riêng có liên quan đến công tác bồi thường. Với tỷ trọng cao của BH cháy nổ trong cơ cấu doanh thu, BMI phải đối diện với các rủi ro không lường trước như thời tiết bất thường, bất cẩn trong an toàn lao động do con người gây ra, ... Ngoài ra trực lợi BH cũng là một trong những nguyên nhân làm cho tỷ lệ bồi thường tăng cao.

Rủi ro khác liên quan đến việc quản lý hợp đồng thiếu chặt chẽ dẫn đến tranh chấp khi xử lý bồi thường đã từng xảy ra trong quá khứ. Cụ thể, do những sai sót của BMI trong quản lý hợp đồng đã dẫn đến đơn vị đồng bảo hiểm từ chối trách nhiệm bồi thường hơn 4,6 tỷ đồng. Trường hợp khác, công ty đã không thông báo chấm dứt hợp đồng bảo hiểm trong trường hợp khách hàng chưa đóng phí dẫn đến tranh chấp. Một trường hợp BMI đã thua kiện phải bồi thường 8,4 tỷ đồng, một trường hợp khác đang chờ tòa án xét xử, trong đó, trách nhiệm của BMI là 4,2 tỷ đồng.

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-15A	12-16E	12-17E
<b>Doanh thu phí bảo hiểm thuần</b>	<b>2,316</b>	<b>2,479</b>	<b>2,659</b>
Hoa hồng TBH và khác	136	153	165
<b>Doanh thu thuần HKKD BH</b>	<b>2,452</b>	<b>2,632</b>	<b>2,825</b>
<b>Doanh thu hoạt động tài chính</b>	<b>196</b>	<b>257</b>	<b>240</b>
Thu nhập ròng khác	0	0	0
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>2,648</b>	<b>2,889</b>	<b>3,065</b>
Chi bồi thường BH gốc và chi trả đáo hạn	(961)	(1,023)	(1,070)
Tăng(giảm) dự phòng dao động lớn	16	10	11
Các chi phí hoạt động khác	(1,320)	(1,418)	(1,483)
<b>Tổng chi phí HKKD BH</b>	<b>(2,266)</b>	<b>(2,432)</b>	<b>(2,542)</b>
Chi phí hoạt động tài chính	(105)	(137)	(128)
Lãi (lỗ) trong công ty liên doanh, liên kết	24	23	23
Chi phí quản lý DN	(146)	(155)	(206)
Tổng chi phí HĐ	(2,492)	(2,701)	(2,854)
<b>EBITDA thuần</b>	<b>156</b>	<b>188</b>	<b>211</b>
Lợi nhuận khác	(2)	20	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>154</b>	<b>208</b>	<b>211</b>
Thuế	(25)	(33)	(34)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>129</b>	<b>174</b>	<b>177</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số			
<b>LN ròng</b>	<b>129</b>	<b>174</b>	<b>177</b>
Thu nhập trên vốn	129	174	177
Cổ tức phổ thông	(83)	(91)	(91)
<b>LN chưa phân phối</b>	<b>46</b>	<b>83</b>	<b>86</b>

	12-15A	12-16E	12-17E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT phí	11.4%	7.0%	7.3%
Tăng trưởng đầu tư ròng	14.2%	31.4%	(6.5%)
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	6.4%	34.7%	1.4%
Tăng trưởng LN ròng	7.4%	35.0%	1.4%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
LN trên cổ phiếu (VND)	1,555	1,909	1,936
Giá trị sổ sách/cp (VND)	27,762	29,058	31,994
Cổ tức / cp (VND)	1,000	1,000	1,000

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-15A	12-16E	12-17E
Tiền mặt tại NH	256	255	254
Đầu tư ngắn hạn			
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>256</b>	<b>255</b>	<b>254</b>
Tổng đầu tư	1,844	2,120	2,242
<b>Tài sản cố định</b>	<b>439</b>	<b>506</b>	<b>557</b>
Tài sản vô hình	302	347	383
<b>Tổng tài sản khác</b>	<b>2,279</b>	<b>2,261</b>	<b>2,422</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>5,120</b>	<b>5,489</b>	<b>5,857</b>
Vay & nợ ngắn hạn	0	0	0
Nợ khách hàng	0	0	0
Phải trả người bán	361	372	382
Thuế phải trả	47	50	65
Phải trả người lao động	90	95	123
Phải trả ngắn hạn khác	2,315	2,316	2,362
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2,813</b>	<b>2,833</b>	<b>2,933</b>
Vay & nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả khác			
<b>Tổng Nợ dài hạn</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,307</b>	<b>2,656</b>	<b>2,924</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,307</b>	<b>2,656</b>	<b>2,924</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>5,120</b>	<b>5,489</b>	<b>5,857</b>

**Các chỉ số chính**

	12-15A	12-16E	12-17E
Chỉ số tái bảo hiểm	29.1%	29.5%	29.7%
Chỉ số giữ lại	82.1%	81.8%	81.7%
Chỉ số bồi thường	41.5%	41.3%	40.2%
Chỉ số chi phí	56.3%	56.8%	55.4%
Chỉ số kết hợp	97.8%	98.1%	95.6%
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>			
ROAA	2.5%	3.3%	3.1%
ROAE	5.8%	7.0%	6.3%
Tỷ lệ trả cổ tức	64.3%	52.4%	51.6%

Nguồn: VNDIRECT

## **KHUYẾN CÁO**

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

**Nguyễn Mai Phương, CFA – Giám đốc Phân tích**

Email: [phuong.nguyenmai@vndirect.com.vn](mailto:phuong.nguyenmai@vndirect.com.vn)

**Trần Khánh Hiền – Chuyên viên phân tích cấp cao**

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>