

September 11, 2009

### TẬP ĐOÀN BẢO VIỆT - BVH (HOSE)

Email: huyngq@tsc.ocm.vn

Khuyến nghị của TSC

GIỮ



Giá giao dịch

36,600

Giá mục tiêu 12 tháng

40,672

Chiến lược đầu tư

Dài hạn

**Ngành lớn:** Tài chính

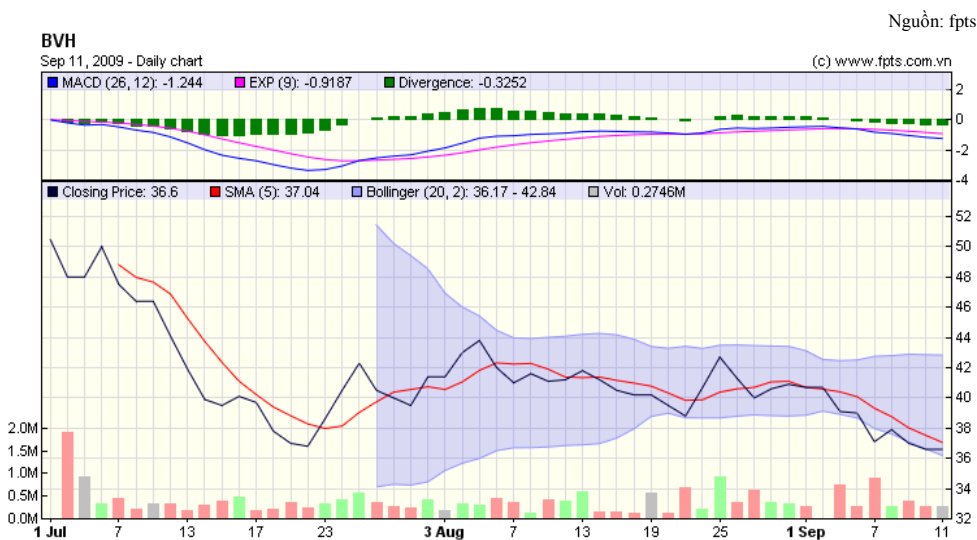
**Ngành hẹp:** Bảo hiểm-ngân hàng-chứng khoán

**Tổng quan** Tập đoàn Bảo Việt là tập đoàn tài chính hàng đầu ở Việt Nam với ngành nghề kinh doanh là đầu tư vốn vào các công ty con, công ty liên kết và kinh doanh dịch vụ tài chính. Tập đoàn Bảo Việt sở hữu các công ty con với vị thế đứng đầu trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ, đứng thứ 2 trong lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ, 1 trong 5 quỹ đầu tư có tổng tài sản lớn nhất, nắm giữ cổ phần chi phối trong 2 công ty BVSC và Ngân hàng Bảo Việt.

#### Những thông kê chính (VND), trượt 4 quý gần nhất

Giá cao 52 tuần	53,000	Beta	1.03	ROA	2.24%	Vốn điều lệ	5.730.266.050.000
Giá thấp 52 tuần	36,600	EPS	1,098	ROE	10.98%	Cổ đông nhà nước	77.54%
Khối lượng lưu hành	573,026,605	P/E	33.78	Nợ/Vốn chủ sở hữu	330.6%	Cổ đông trong nước	12.46%
Vốn hóa (tỷ)	23,838	DIV	10%	Giá sổ sách	15,139	Cổ đông nước ngoài	10%

#### Diễn biến giá



#### Đánh giá rủi ro kinh doanh

Thấp	Trung bình	Cao
Đánh giá của chúng tôi dựa trên cân nhắc về biến động thị trường đối với lĩnh vực kinh doanh và sản phẩm của công ty		

#### Đánh giá rủi ro thanh khoản

Thấp	Trung bình	Cao
Đánh giá của chúng tôi dựa trên sự cân nhắc giá trị giao dịch trung bình thường xuyên trong quan hệ với mức vốn hóa trên thị trường.		

#### Đánh giá rủi ro biến động giá

Thấp	Trung bình	Cao
Đánh giá của chúng tôi dựa trên sự cân nhắc sự biến động giá của chính cổ phiếu này và trong mối quan hệ với chỉ số thị trường.		

#### Số liệu tài chính

	QI	QII	Doanh thu (tỷ đồng)	QIII	QIV
2009E	2,459.9	2,516.2			
2008	NA	NA	NA	NA	NA
2007	NA	NA	NA	NA	NA

	2009E	2008	2007	Lợi nhuận (tỷ đồng)
	277.9	132.3		
	NA	NA	NA	NA
	NA	NA	NA	NA

	Margin	ROA	ROE	Chỉ tiêu khác	DIV
2009E	10.08%	1.67%	11.03%	12%	
2008	5.25%	1.63%	5.45%	10%	
2007	10.29%	3.23%	14.62%	NA	
2006	7.64%	2.91%	22.93%	NA	
2005	6.33%	NA	NA	NA	
2009E	1,650	24.97	5.55	2.56	
2008	765	NA	NA	NA	
2007	1,270	NA	NA	NA	
2006	3,279	NA	NA	NA	
2005	2,536	NA	NA	NA	

	TTS	VCSH	VĐL	EVA
2009E	30,926	8,521.8	5,730	-162,602
2008	25,317	8,265.0	5,730	-754,599
2007	28,441	7,822.3	5,730	-255,819
2006	16,683	2,131.5	1,348	171,656
2005	13,724	1,723.6	1,219	81,999

	ROE	P/E	P/B	Margin
2009E	NA	NA	NA	NA
2008	9.82%	19.26	1.49	15.95%
2007	14.95%	45.76	5.02	20.48%
2006	15.10%	38.18	6.54	14.00%
2005	NA	NA	NA	14.29%

#### Thông tin quan trọng

#### Khuyến nghị - GIỮ

**Giá trị cổ phiếu BVH.** Chúng tôi tin rằng mức giá giao dịch hiện nay đã phản ánh đầy đủ giá trị của cổ phiếu này. Chúng tôi đã định giá kết hợp 2 phương pháp (chiết khấu dòng cổ tức và so sánh PE, PB), mỗi phương pháp tiến hành theo 3 kịch bản cơ sở, tốt và xấu. Giá mục tiêu bình quân trọng số được tìm ra là 40,672 đ/cổ phiếu.

#### Những điểm sáng

**Thị trường bảo hiểm đang trong giai đoạn phát triển,** tiềm năng khai thác thị trường bảo hiểm cả trong lĩnh vực phi nhân thọ và nhân thọ vẫn còn lớn.

**Triển vọng kinh doanh:** Nền kinh tế thế giới đã bắt đầu phục hồi, ngành tài chính sẽ là ngành có tốc độ phục hồi nhanh hơn các ngành khác, doanh thu phí bảo hiểm sẽ tăng trưởng ổn định trở lại.

**Quản Trị Doanh Nghiệp – Sức mạnh kinh nghiệm:** So với các doanh nghiệp bảo hiểm nước ngoài, Bảo Việt nỗ lực quản trị doanh nghiệp còn hạn chế, tuy nhiên với sự trợ giúp về kỹ thuật và kinh nghiệm của HSBC Insurance, Bảo Việt đang thay đổi từ quản lý phân cấp sang quản lý tập trung để kiểm soát tốt hơn rủi ro tăng cường sức cạnh tranh của công ty.

**Mạng lưới chi nhánh và đại lý rộng, cùng với tiềm năng về tài chính, kinh nghiệm hoạt động trong lĩnh vực bảo hiểm** sẽ là sức cạnh tranh lớn cho các doanh nghiệp bảo hiểm trong ngành cũng như là rào cản cho các doanh nghiệp mới gia nhập ngành

#### Thông tin quan trọng

Việc đầu tư gần đây vào các công ty con trong các lĩnh vực mới như ngân hàng, đầu tư, bất động sản mở ra triển vọng phát triển khác sau này khi tốc độ phát triển của ngành bảo hiểm chậm lại, cần đổi mới cơ cấu doanh thu lợi nhuận của tập đoàn.

#### Những điểm tối

**Hiệu quả hoạt động kinh doanh bảo hiểm** của công ty đang có xu hướng giảm dần do hai nguyên nhân chủ yếu.

Tỷ lệ bồi thường ở một nghiệp vụ bảo hiểm cao ( xe cơ giới, hỏa hoạn, con người) trong khi do sức ép cạnh tranh tỷ lệ phí bảo hiểm giảm là một nguyên nhân.

Ngoài ra chi phí quản lý lớn với các khoản chi khác và chi phí dịch vụ mua ngoài lớn do đang trong quá trình thay đổi lại cấu trúc công ty là một nguyên nhân khác

**Tốc độ tăng trưởng của bảo hiểm nhân thọ chứng lại** những năm gần đây, cơ cấu khai thác sản phẩm bảo hiểm nhân thọ mất cân đối, phụ thuộc nhiều vào sản phẩm bảo hiểm sinh kỳ, việc phát triển sản phẩm mới như sản phẩm liên kết chung, liên kết đơn vị, các sản phẩm ngân hàng trong thời gian trước mắt chưa thể làm thay đổi tỷ trọng sản phẩm, việc định phí và thiết kế sản phẩm trong quá khứ còn thiếu thận trọng gây nên hiệu quả kém trong hoạt động bảo hiểm nhân thọ.

**Thị phần:** Mặc dù vẫn đứng thứ nhất trong thị trường bảo hiểm phi nhân thọ song thị phần của Bảo Việt Nam liên tục giảm qua các năm. Bảo Việt Nhân Thọ đã mất vị trí thứ nhất về thị phần vào tay đối thủ cạnh tranh lớn nhất là Prudential ba năm trước đây và thị phần cũng giảm nhẹ qua các năm.

## PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Báo cáo gồm 2 phần: Phần một đề cập đến bức tranh hiện tại của doanh nghiệp  
Phần hai là các giả định, phương pháp định giá và mô hình định giá.

Trong phần 1: Bức tranh hiện tại của doanh nghiệp đề cập đến một số giới thiệu chung và các công ty con mà TĐBV đang nắm giữ và đầu tư, đến doanh thu, lợi nhuận, chi phí, đánh giá TĐBV qua phương thức SWOT, đánh giá một số chỉ tiêu tài chính cơ bản.

Trong số các doanh nghiệp bảo hiểm được niêm yết trên sàn giao dịch, Bảo Việt là doanh nghiệp duy nhất hoạt động trên nhiều lĩnh vực, bảo hiểm phi nhân thọ, bảo hiểm nhân thọ, quỹ đầu tư, ngân hàng và công ty chứng khoán. Trong khi Vina Re, Bảo Minh, PVI chỉ hoạt động trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ nên cơ cấu tài sản, nợ, dự phòng, doanh thu, chi phí giữa Bảo Việt và các doanh nghiệp này sẽ tương đối khác nhau. Việc so sánh các chỉ số tài chính với các doanh nghiệp trong ngành sẽ mang tính chất tham khảo trong khi theo dõi chỉ số theo dòng thời gian sẽ nói lên nhiều điều hơn.

Trong phần hai: Giả định, phương pháp và mô hình định giá, do hạn chế trong việc tiếp cận đầy đủ thông tin và báo cáo tài chính của các công ty con của tập đoàn Bảo Việt qua các năm, việc xác định và dự báo doanh thu, chi phí, dự phòng và cuối cùng là lợi nhuận cũng sẽ dựa trên cơ sở giả định của nhóm phân tích theo các dữ liệu lịch sử của công ty mẹ.

Phần hai mô hình định giá, chúng tôi đặt ra 3 kịch bản có thể xảy ra với BVH dựa trên những thông tin và hiểu biết về doanh nghiệp được trình bày trong phần một, đó là các phương án cơ sở – phương án thuận lợi (tốt) – phương án bất lợi (xấu). Những nhân tố chủ yếu tạo sự khác biệt lớn nhất giữa 3 kịch bản là tăng trưởng doanh thu, chi phí bồi thường và đáo hạn, chi phí quản lý, doanh thu và chi phí hoạt động tài chính.

Chúng tôi tiến hành xây dựng các giả thiết & định giá cổ phiếu BVH theo mỗi kịch bản trên, kết hợp 2 phương pháp định giá là mô hình chiết khấu dòng cổ tức và phương pháp định giá so sánh PE, PB. Giá mà chúng tôi tìm ra từ các phương án đó được tính theo phương pháp bình quân gia quyền với trọng số là xác suất giả định xảy ra của từng kịch bản đó.

## MỤC LỤC

trang

PHẦN 1: BỨC TRANH HIỆN TẠI .....	3
1. GIỚI THIỆU CHUNG VÀ HOẠT ĐỘNG CỦA TĐBV .....	3
2. DOANH THU .....	4
3. LỢI NHUẬN .....	10
4. CHI PHÍ.....	11
5. ĐÁNH GIÁ CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH.....	16
6. ĐÁNH GIÁ BVH THEO SWOT .....	18
PHẦN 2: MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ.....	19
1.KỊCH BẢN MỘT: TRƯỜNG HỢP CƠ SỞ.....	19
2. KỊCH BẢN HAI: TRƯỜNG HỢP THUẬN LỢI.....	23
3. KỊCH BẢN BA: TRƯỜNG HỢP BẤT LỢI .....	25
PHỤ LỤC .....	28

## PHẦN 1: BỨC TRANH HIỆN TẠI

### 1. GIỚI THIỆU CHUNG VÀ HOẠT ĐỘNG CỦA TĐBV

Tập đoàn Bảo Việt, tiền thân là công ty Bảo hiểm Việt Nam, được thành lập từ năm 1965, trải qua các giai đoạn phát triển và chuyển đổi đã phát triển thành tập đoàn Tài chính bảo hiểm hoạt động theo mô hình công ty mẹ công ty con, được cổ phần hóa vào ngày 15 tháng 10 năm 2007 với đối tác chiến lược là HSBC Insurance (nắm giữ 10% cổ phần) và Vinashin (nắm giữ 3.56% cổ phần) và được niêm yết tại sàn giao dịch thành phố HCM vào ngày 26 tháng 6 năm 2009.

Tập đoàn Bảo Việt là công ty mẹ thực hiện việc phát hành cổ phiếu và chịu trách nhiệm chi trả cổ tức cho cổ đông theo kết quả kinh doanh của tập đoàn, thực hiện chức năng đầu tư vốn vào các công ty con và công ty liên kết kinh doanh.

**Các công ty con và công ty liên kết kinh doanh mà Tập đoàn Bảo Việt đang thực hiện đầu tư và nắm giữ bao gồm:**

Bảng 1: Công ty con và công ty liên kết kinh doanh

Stt	Tên công ty	Vốn điều lệ ( tỷ đồng)	Tỷ lệ TĐBV nắm giữ
1	Tổng Công ty Bảo hiểm Bảo Việt	1,000	100%
2	Tổng Công ty Bảo Việt Nhân thọ	1,500	100%
3	Công ty Quản lý Quỹ Bảo Việt	50	100%
4	Ngân hàng TMCP Bảo Việt	1,500	52%
5	Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt	451.5	59.91%
6	Công ty Bảo hiểm Quốc tế Việt Nam (VIA)	300	51%
7	Công ty Cổ phần Đầu tư Bảo Việt	100	55%
8	Công ty TNHH Bảo Việt - Âu Lạc	60	60%

Nguồn: Cáo bạch BVH

Bảo Việt đã xây dựng được thương hiệu mạnh trong các lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ, bảo hiểm nhân thọ. Đây là hai lĩnh vực kinh doanh chủ đạo của tập đoàn, đem lại nguồn phí bảo hiểm tăng trưởng ổn định qua các năm, đây là nguồn tài chính dồi dào cho các hoạt động đầu tư của Bảo Việt. Việc Bảo Việt đầu tư vào công ty quản lý quỹ, công ty chứng khoán, ngân hàng Bảo Việt, công ty đầu tư và các công ty liên kết khác cho thấy sự đa dạng các loại hình dịch vụ tài chính được cung cấp ra thị trường, mở rộng tập đoàn, phát triển theo chiều dọc lẫn chiều ngang.

Hiện tại Bảo Việt đang thực hiện một loạt các thay đổi bao gồm thay đổi mô hình quản lý công ty theo tư vấn theo giai đoạn đầu của gói Hỗ trợ kỹ thuật và chuyển giao năng lực của HSBC từ quản lý phân cấp sang quản lý tập trung, nâng cao năng lực quản lý rủi ro, kiểm soát chi phí, tập trung phát triển cơ sở hạ tầng và phát triển phần mềm, hiện đại hóa công nghệ thông tin, nâng cao năng lực quản lý, phát triển kênh phân phối và phát triển sản phẩm mới để cạnh tranh tốt hơn trên thị trường bảo hiểm và đầu tư với các công ty bảo hiểm nước ngoài.

#### Cơ cấu vốn điều lệ tại thời điểm 20/05/2009

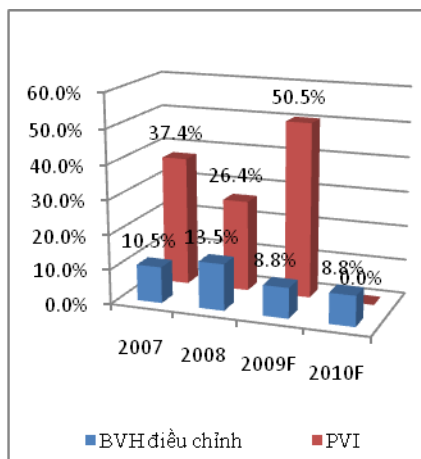
TT	Diễn giải	Số lượng cổ phần	Giá trị (VND)	Tỉ lệ nắm giữ so với vốn điều lệ (%)
1	Cổ đông Nhà nước Cổ đông nội bộ HĐQT	444,300,000	4,443,000,000,000	77,54%
2	Ban Điều hành, Ban Kiểm soát, Kế toán trưởng	31,700	317,000,000	0,0055%
3	Cổ đông trong Tập đoàn	3,388,947	33,889,470,000	0,591%
4	Cổ đông ngoài Tập đoàn	125,305,958	1,253,059,580,000	21,87%
	<i>Cổ đông là tổ chức</i>	<i>111,468,452</i>	<i>1,114,684,520,000</i>	<i>19,45%</i>
	<i>Cổ đông là cá nhân</i>	<i>13,837,506</i>	<i>138,375,060,000</i>	<i>2,42%</i>
<b>TỔNG</b>		<b>573,026,605</b>	<b>5,730,266,050,000</b>	<b>100%</b>

#### Các lĩnh vực hoạt động của Công ty

- Đầu tư vốn vào các công ty con, công ty liên kết.
- Kinh doanh dịch vụ tài chính và các lĩnh vực khác theo quy định của pháp luật.

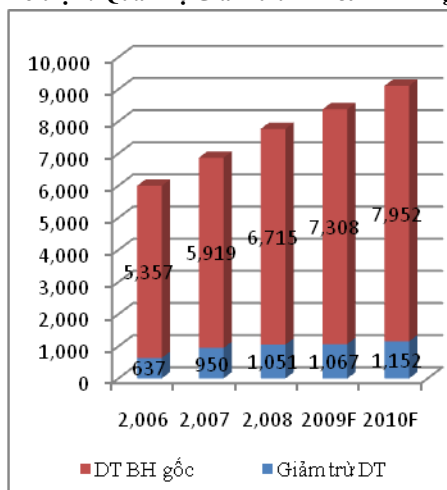
## 2. DOANH THU

Đồ thị 1: Tăng trưởng doanh thu



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC BVH & PVI

Đồ thị 2: Quan hệ Giảm trừ DT & DT BH gốc



Nguồn: Báo cáo tài chính điều chỉnh

**Tăng trưởng dự phòng phí chưa hưởng giảm qua các năm thể hiện sự thiếu thận trọng trong trích lập dự phòng.**

### Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm gốc

Bảng 2: Doanh thu phí BH gốc

Đơn vị: tỷ đồng

	2006	2007	2008	1H 2009
BVH điều chỉnh	5,356.95	5,918.89	6,715.17	3,525.50
PVI	1,163.88	1,598.79	2,020.55	1,520.14

Nguồn: Báo cáo tài chính BVH điều chỉnh, Báo cáo tài chính PVI

Doanh thu phí bảo hiểm gốc gồm doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ từ công ty Bảo Hiểm Việt Nam và doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ từ Bảo Việt Nhân thọ.

Tuy đang nắm giữ thị phần đứng thứ nhất trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ với 30.5% thị phần và đứng thứ 2 trong lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ với 33% thị phần. Song thị phần phí bảo hiểm của 2 công ty này giảm nhẹ đều qua các năm, tỷ lệ tăng trưởng phí bảo hiểm thấp hơn mức trung bình của ngành ở mức 20%.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm gốc thấp hơn PVI là do 2 nguyên nhân, thứ nhất PVI có tốc độ tăng trưởng mạnh hơn Bảo Hiểm Việt Nam, thứ hai là do tốc độ tăng trưởng doanh thu phí của Bảo Việt Nhân thọ trong những năm gần đây thấp kéo theo tốc độ tăng trưởng doanh thu gốc càng thấp hơn tăng trưởng doanh thu của PVI.

### Tăng trưởng các khoản giảm trừ doanh thu

Bảng 3: khoản giảm trừ doanh thu

Đơn vị: Tỷ đồng

	2005	2006	2007	2008	1H 2009
Giảm trừ DT	545.74	637.08	950.05	1050.82	471.97
DT BH gốc	5,183.38	5,356.95	5,918.89	6,715.17	3,525.50

Nguồn: Báo cáo tài chính điều chỉnh

Các khoản giảm trừ doanh thu chủ yếu là phí nhượng tái bảo hiểm, hoàn phí bảo hiểm và giảm phí bảo hiểm trong đó phí nhượng tái bảo hiểm chiếm tỷ trọng lớn nhất chiếm khoảng 96-97% tổng giá trị các khoản giảm trừ doanh thu.

Hiện tại chỉ có Bảo Hiểm Việt Nam thực hiện các nghiệp vụ nhượng tái bảo hiểm do hạn chế về năng lực tài chính và mục đích san sẻ rủi ro đối với các đối tượng hay dự án bảo hiểm có số tiền bảo hiểm lớn ví dụ như nghiệp vụ bảo hiểm hàng không ( với tỷ lệ phí nhượng tái bảo hiểm/ phí bảo hiểm gốc lên đến 99.2% ), bảo hiểm thân tàu biển (41%), bảo hiểm hàng hóa, (50%) bảo hiểm hỏa hoạn (79%).

Do đó tăng trưởng các khoản giảm trừ doanh thu chủ yếu phụ thuộc vào tăng trưởng của các nghiệp vụ nói trên.

Để giảm phí nhượng tái bảo hiểm, Bảo Hiểm Việt Nam cần phải xây dựng các chương trình tái bảo hiểm hợp lý với mức giữ lại cao hơn mà vẫn đảm bảo kiểm soát được rủi ro, đồng thời tăng cường khả năng đàm phán với các nhà nhận tái bảo hiểm.

Trong những năm gần đây tỷ lệ tổng phí nhượng tái bảo hiểm/ tổng doanh thu phí bảo hiểm gốc của Bảo Hiểm Việt Nam dao động xung quanh mức 30%.

Bảo Việt Nhân Thọ hiện tại chưa thực hiện nghiệp vụ tái bảo hiểm, tuy nhiên phí tái bảo hiểm nếu có sau này trong nghiệp vụ bảo hiểm nhân thọ cũng không đáng kể do chỉ chuyển nhượng một phần phí bảo hiểm rủi ro chiếm tỷ lệ nhỏ trong tổng phí bảo hiểm.

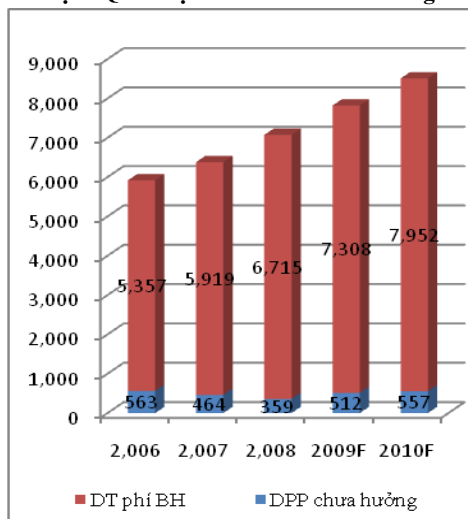
### Tăng dự phòng phí chưa được hưởng

Đây là một khoản giảm trừ doanh thu. Dự phòng phí chưa được hưởng được trích lập cho phần doanh thu chưa được hưởng từ phần phí bảo hiểm đã được thanh toán tại ngày kết thúc kỳ kế toán và do đó được trích lập bởi cả Bảo Hiểm Việt Nam và Bảo Hiểm Nhân thọ.

Bảng 4 :Dự phòng phí chưa được hưởng

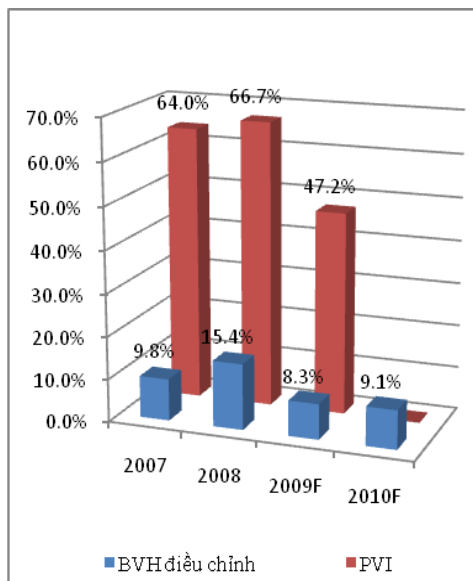
Đơn vị: tỷ đồng

Đồ thị 3: Quan hệ DT & DPP chưa hưởng



Nguồn: Báo cáo tài chính điều chỉnh BVH

Đồ thị 4: tăng trưởng DT Phí BH thuần



Nguồn: Báo cáo tài chính điều chỉnh BVH, PVI

*Tăng trưởng doanh thu hoạt động tài chính phụ thuộc nhiều vào lãi suất trên thị trường do thu nhập hoạt động tài chính chủ yếu là các khoản thu nhập tiền gửi có kỳ hạn và thu nhập từ trái phiếu.*

	2005	2006	2007	2008	1H 2009
DPP chưa hưởng	956	562.6	464.2	358.7	153.58
DT phí BH	5183.4	5357	5918.9	6715.2	3,525.50
Dự phòng phí chưa hưởng / DTphí BH	18.44%	10.50%	7.84%	5.34%	4.36%

Nguồn: Báo cáo tài chính điều chỉnh BVH

Tăng trưởng dự phòng phí chưa hưởng và tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm gốc thông thường sẽ có mối tương quan cùng chiều. Tuy nhiên tăng trưởng trích lập dự phòng phí chưa được hưởng đều mang giá trị âm từ năm 2006 đến 2008 trong khi doanh thu phí bảo hiểm gốc liên tục tăng trưởng từ 2005 đến 2008. Đây là lý do để chúng tôi cho rằng các năm trước đã dự phòng phí chưa hưởng quá thận trọng và chuyển một phần doanh thu sang các năm sau hoặc dự phòng phí chưa hưởng trong năm 2007, 2008 đã thiếu thận trọng với mục đích tăng doanh thu phí thuần trong các năm này. Tỷ lệ DPP / doanh thu phí BH tiếp tục giảm trong nửa đầu năm 2009.

#### Tăng trưởng doanh thu phí BH thuần.

Bảng 5: Doanh thu phí BH thuần

Đơn vị: tỷ đồng

	2006	2007	2008	1H-2009
DT phí thuần của BVH điều chỉnh	4,417.70	4,850.78	5,599.53	3,030.71
DT phí BH thuần của PVI	306.76	502.96	838.39	616.97

Nguồn: Báo cáo tài chính điều chỉnh BVH, PVI

Tăng trưởng doanh thu phí thuần là khoản doanh thu sau hoạt động thu từ nhận tái bảo hiểm, tăng phí dự phòng chưa hưởng nhượng tái bảo hiểm và các khoản giảm trừ doanh thu khác. Tăng trưởng của doanh thu phí thuần sẽ phụ thuộc vào 2 yếu tố, tăng trưởng của doanh thu phí gốc, cơ cấu doanh thu của BH phi nhân thọ, BH nhân thọ và mức độ giữ lại của chương trình tái bảo hiểm.

Bảo hiểm nhân thọ của BVH hiện tại chưa thực hiện nghiệp vụ tái bảo hiểm, do đó BVH giữ lại toàn bộ phí bảo hiểm gốc của công ty bảo hiểm nhân thọ.

Công ty bảo hiểm phi nhân thọ phải nhượng tái một phần phí bảo hiểm cho nhà nhận tái bảo hiểm. Trong khi quy mô phí bảo hiểm gốc của PVI bằng khoảng 60% so với Bảo Hiểm Việt Nam, tỷ lệ phí thuần/ phí gốc của PVI năm 2007, 2008 lần lượt là 31.4% và 41.5%, trong khi tỷ lệ này của Bảo Hiểm Việt Nam dao động xung quanh 70%.

Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu phí thuần BVH thấp hơn so với tỷ lệ tăng trưởng của PVI do hai nguyên nhân, thứ nhất là tốc độ tăng trưởng doanh thu gốc của BVH thấp hơn, thứ hai là mức giữ lại trong chương trình tái bảo hiểm của BVH đã tương đối ổn định trong khi PVI vẫn còn đang ở mức giữ lại thấp và có thể tiếp tăng đáng kể mức giữ lại phí bảo hiểm gốc

#### Tăng trưởng doanh thu hoạt động tài chính

Bảng 6: Doanh thu hoạt động tài chính

Đơn vị: tỷ đồng

	2006	2007	2008	1H-2009
BVH điều chỉnh	479.57	2,212.55	2,725.30	1,207.23
PVI	61.11	284.24	504.74	211.28

Nguồn: Báo cáo tài chính BVH, PVI

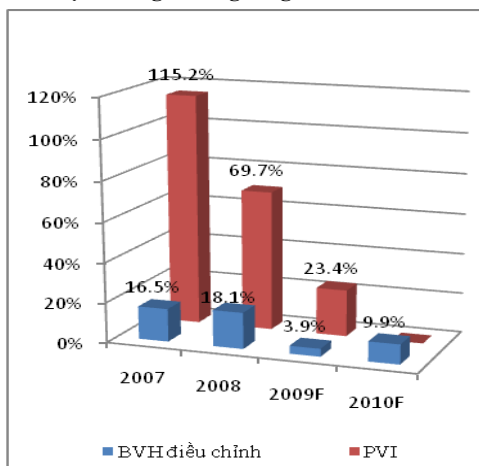
Với cơ cấu đầu tư tài chính tập trung chủ yếu vào tiền gửi có kỳ hạn, trái phiếu chính phủ và trái phiếu công ty với tổng giá trị đầu tư đạt hơn 16,748 tỷ VND và với doanh thu đạt 76.0% và 63.6% tổng doanh thu hoạt động tài chính vào cuối năm 2008, 2007. Do đó tăng trưởng doanh thu hoạt động tài chính sẽ phụ thuộc chủ yếu vào biến động lãi suất trên thị trường và tăng trưởng của các quỹ dự phòng được bổ sung thường xuyên từ nguồn phí bảo hiểm. Dự kiến sau năm 2008 với tình hình lãi suất thị trường giảm mạnh sẽ làm ảnh hưởng đến thu nhập từ các khoản đầu tư này, đặc biệt là các khoản tiền gửi có kỳ hạn. Trong nửa đầu năm 2009, tỷ trọng các khoản tiền gửi có kỳ hạn và trái phiếu chiếm 77.2% tổng doanh thu hoạt động tài chính



Với khối lượng đầu tư vào cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán đạt gần 1,964 tỷ vào cuối năm 2008, và 1,702.14 tỷ vào 30/6/2009, tình hình tăng trưởng của thị trường chứng khoán với cổ tức được chia và lãi từ hoạt động đầu tư chứng khoán cũng có ảnh hưởng nhiều đến doanh thu hoạt động tài chính.

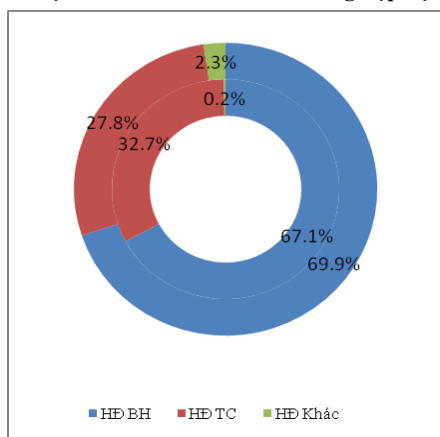
Doanh thu tài chính của BVH dự kiến trong năm 2009 sẽ sụt giảm so với 2008. Khi nền kinh tế và thị trường chứng khoán có sự phục hồi trong năm 2009, các khoản thu từ cổ tức, đầu tư chứng khoán và hoàn nhập dự phòng sẽ giảm nhẹ ảnh hưởng tiêu cực do sự sụt giảm lãi suất đối với các khoản thu nhập từ tiền gửi có kỳ hạn và trái phiếu trong năm 2008.

Đồ thị 5: Tăng trưởng tổng DT thuần



Nguồn: Báo cáo tài chính BVH điều chỉnh, PVI

Đồ thị 6: Cơ cấu doanh thu theo nghiệp vụ



Nguồn: BCTC điều chỉnh 2008, 1H-2009

Tăng trưởng tổng doanh thu thuần

Bảng 7: Tổng doanh thu thuần

Đơn vị: tỷ đồng

	2006	2007	2008	1H-2009
BVH điều chỉnh	6,076.49	7,079.45	8,363.10	4,338.46
PVI	367.90	791.72	1,343.70	828.75

Nguồn: Báo cáo tài chính BVH điều chỉnh, PVI

Tăng trưởng tổng doanh thu thuần của BVH là yếu tố có ảnh hưởng kép. Là hệ quả của tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm thuần, việc trích lập thêm các quỹ dự phòng sẽ là cơ sở để tăng trưởng các khoản vốn đầu tư dài hạn do đó tăng trưởng doanh thu hoạt động tài chính.

Tốc độ tăng trưởng cao của doanh thu hoạt động tài chính trong các năm 2006-2008 có ảnh hưởng tích cực, kéo tăng trưởng tổng doanh thu thuần đạt mức 18.13% trong năm 2008 tuy vẫn thấp hơn nhiều so với tăng trưởng tổng doanh thu thuần của PVI.

Tuy nhiên đến năm 2009, tăng trưởng tổng doanh thu thuần giảm do ảnh hưởng của doanh thu tài chính giảm mạnh trong nửa đầu năm 2009.

Cơ cấu doanh thu theo nghiệp vụ

Bảng 8: Doanh thu theo nghiệp vụ

Đơn vị: tỷ đồng

	2006	2007	2008	1H-2009
DT thuần HĐKD BH	4,417.70	4,850.78	5,599.53	3,030.71
DT HĐ tài chính	1,363.63	2,212.55	2,725.30	1,207.27
Thu nhập HĐ khác	4.96	8.31	19.79	100.48

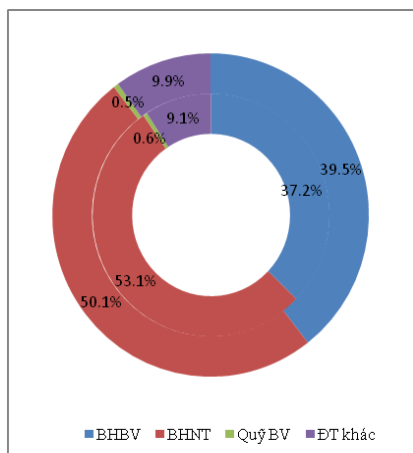
Nguồn: Báo cáo tài chính, đã được điều chỉnh cho năm tài chính 2007, 2008, 1H-2009

Tỷ trọng doanh thu thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm liên tục giảm dần từ 79.3% trong năm 2005 xuống còn 67.1% trong năm 2008 đồng thời tỷ trọng doanh thu hoạt động tài chính liên tục tăng lên từ 20.6% trong năm 2005 đến 32.6% trong năm 2008.

Tuy nhiên, trong nửa đầu năm 2009, doanh thu hoạt động tài chính giảm nhẹ trong khi hoạt động bảo hiểm vẫn có tăng trưởng doanh thu, cùng với NH BV bắt đầu đi vào hoạt động là nguyên nhân tỷ trọng hoạt động tài chính giảm 5% so với năm 2008.

Từ năm 2009 BVH sẽ có thêm khoản doanh thu từ hoạt động ngân hàng, công ty đầu tư BV và các công ty con khác song kỳ vọng trong vài năm tới, các công ty con này vẫn còn trong giai đoạn đầu xây dựng và phát triển nên doanh thu từ các hoạt động vẫn chưa có ảnh hưởng đáng kể đến tăng trưởng tổng doanh thu thuần của BVH và chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu theo nghiệp vụ.

Đồ thị 7: Cơ cấu doanh thu theo công ty



Nguồn: Báo cáo thường niên BVH 2008

Cơ cấu doanh thu theo công ty

Bảng 9: Doanh thu theo công ty

Đơn vị: Tỷ đồng

	1/1/07 – 15/10/07	15/10/07 – 31/12/08
Bảo hiểm Bảo Việt	2,406.49	4,661.33
Bảo Việt Nhân thọ	3,435.35	5,912.19
Quỹ Bảo Việt	36.44	60.56
Các khoản ĐT khác	588.70	1,174.48
<b>Tổng cộng</b>	<b>6,466.98</b>	<b>11,808.55</b>

Nguồn: Báo cáo thường niên BVH 2008

Cùng với sự phát triển của thị trường bảo hiểm, doanh thu phí bảo hiểm của tập đoàn cũng liên tục tăng trưởng qua các năm.

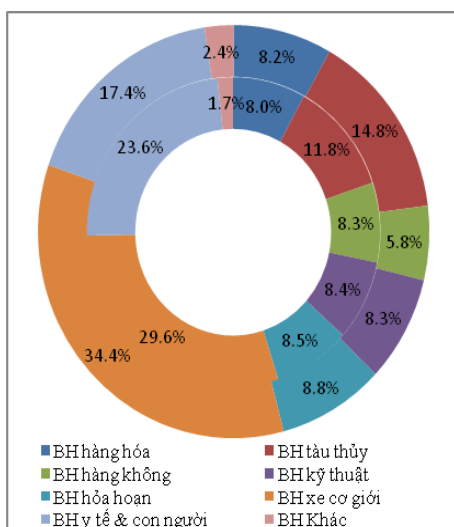
Doanh thu phí bảo hiểm của Bảo hiểm Bảo Việt và Bảo Việt Nhân thọ chiếm đến 90% doanh thu của tập đoàn, do đó tăng trưởng doanh thu của 2 công ty bảo hiểm này sẽ quyết định tăng trưởng doanh thu của tập đoàn. Chúng tôi sẽ phân tích sâu hơn doanh thu của hai đơn vị này so với các đơn vị khác.

### Bảo hiểm Bảo Việt.

Bảo hiểm Bảo Việt nắm giữ thị phần lớn nhất trên thị trường bảo hiểm phi nhân thọ với 30.5% thị phần.

Cơ cấu doanh thu của Bảo Việt Việt Nam trong năm tài chính 2008 từ 16/10/07 đến 31/12/08 cho thấy riêng hai nghiệp vụ bảo hiểm xe cơ giới và bảo hiểm con người đã chiếm 54% tổng phí BH của Bảo Việt Việt Nam, các nghiệp vụ bảo hiểm hàng hóa, hàng không, kỹ thuật hỏa hoạn đều chiếm tỷ trọng 8%, trong khi bảo hiểm dầu khí có doanh thu nhỏ nhất do các dự án dầu khí đã được bảo hiểm bởi công ty bảo hiểm ngành dầu khí PVI, bảo hiểm nông nghiệp cũng có mức phí nhỏ do đây là nghiệp vụ mới và có độ rủi ro cao.

Đồ thị 8: Cơ cấu doanh thu BVVN



Nguồn: BCTN BHHVN

Cơ cấu doanh thu theo nghiệp vụ của Bảo Hiểm Việt Nam

Bảng 10: DT theo nghiệp vụ của BHHVN

Đơn vị: tỷ đồng

	1/1/07 - 15/10/07	16/10/07-31/12/08	1H-2009
BH phi NT	1983.297	3947.992	1711.387
BH hàng hóa	150.086	315.322	139.51
BH tàu thủy	210.408	467.056	253.798
BH dầu khí	12.55	1.638	0.023
BH hàng không	101.705	328.265	99.362
BH kỹ thuật	143.694	333.03	142.446
BH hỏa hoạn	179.507	333.61	150.11
BH trách nhiệm	32.279	63.494	40.336
BH xe cơ giới	637.988	1169.952	587.96
BH y tế & con người	514.693	933.461	297.402
BH nông nghiệp	0.387	2.164	0.44

Nguồn: Báo cáo thường niên Bảo Hiểm Việt Nam

Thị trường bảo hiểm phi nhân thọ tăng trưởng ổn định từ năm 2002 đến 2008. Tuy nhiên hoạt động kinh doanh bảo hiểm gốc của nhiều công ty bảo hiểm không có lãi nhiều thậm chí lỗ trong vài năm gần đây. Với sự gia nhập ngành của một số công ty bảo hiểm, và do cạnh tranh về phí gay gắt giữa các doanh nghiệp trong ngành, Bảo Việt Việt Nam với chính sách cố gắng duy trì thị phần tuy nhiên không giành được những hợp đồng có mức phí thấp hay độ rủi ro cao để cải thiện chất lượng kết quả kinh doanh. Công ty đã thua lỗ từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm năm tài chính 2008 (-3.68 tỷ đồng) và quý 1 năm 2009 (-8.05 tỷ đồng), do vậy chúng tôi kỳ ước tính tỷ lệ tăng trưởng doanh thu của BHHVN trong những năm tới sẽ giảm so với các năm trước đây, thấp hơn mức tăng trưởng chung của thị trường. Năm tài chính 2008 tỷ lệ tăng trưởng doanh thu đạt 25.8%, tuy nhiên do năm tài chính 2008 dài 14.5 tháng (từ 16/10/07 đến 31/12/08) tỷ lệ tăng trưởng điều chỉnh doanh thu của BHHVN năm 2008 chỉ đạt 18%. Dự kiến thận trọng doanh thu phí bảo hiểm gốc sẽ tăng trưởng ở mức 12%/năm trong năm 2009.

Tỷ lệ phí nhượng tái bảo hiểm/doanh thu phí bảo hiểm gốc trong năm 2007 ở mức 30% và giảm nhẹ không đáng kể trong năm 2008. Tỷ lệ phí nhượng tái bảo hiểm/ doanh thu phí bảo

hiểm gốc của BVVN phụ thuộc vào cơ cấu và doanh thu phí của từng nghiệp vụ. Nghiệp vụ xe cơ giới, tuy chiếm tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu phí của BVVN song không phải nhượng tái bảo hiểm nhưng nghiệp vụ bảo hiểm hàng không tuy chỉ chiếm 8% tổng số phí nhưng phải nhượng tái bảo hiểm đến 98% tổng phí bảo hiểm của nghiệp vụ này.

Doanh thu hoa hồng nhượng tái bảo hiểm năm 2008 đạt 143 tỷ đồng:

Tăng trưởng doanh thu hoa hồng nhượng tái bảo hiểm phụ thuộc vào phí nhượng tái bảo hiểm, chương trình tái bảo hiểm và tỷ lệ tăng trưởng của các nghiệp vụ phải nhượng tái với tỷ lệ cao như bảo hiểm hàng không, bảo hiểm kỹ thuật, bảo hiểm hỏa hoạn, bảo hiểm thân tàu.

Doanh thu nhận tái bảo hiểm năm 2008 đạt 155 tỷ đồng. Với sự ra đời của các công ty bảo hiểm với khả năng tài chính hạn chế khi phải bảo hiểm các dự án lớn, Bảo Hiểm Việt Nam sẽ có lợi thế trong việc nhận tái bảo hiểm từ các công ty bảo hiểm mới gia nhập này. Tỷ lệ tăng trưởng của hoạt động nhận tái bảo hiểm có tiềm năng tăng trưởng mạnh, tuy nhiên Bảo Hiểm Việt Nam cũng phải xây dựng được chính sách nhận tái bảo hiểm hợp lý vì nếu chỉ tập trung vào tăng trưởng nhận tái bảo hiểm thì sẽ gây khó khăn cho việc tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm gốc do áp lực cạnh tranh gia tăng từ các công ty bảo hiểm trong nước, ngược lại từ chối nhận tái bảo hiểm sẽ làm mất đi cơ hội tăng trưởng thu nhập của công ty.

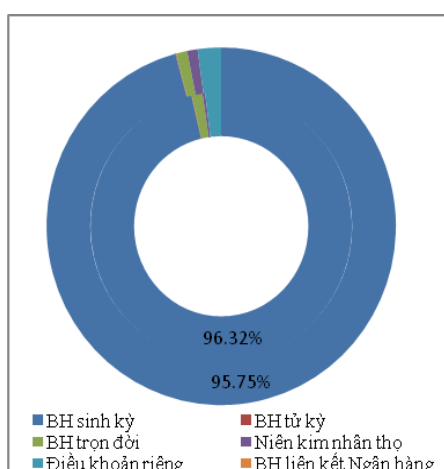
Doanh thu đầu tư tài chính đạt 306 tỷ đồng năm 2008, đó là do mặt bằng lãi suất năm 2008 đạt mức cao, dự kiến trong 2009 khi mặt bằng lãi suất đã giảm mạnh và ổn định trở lại doanh thu đầu tư dự kiến trong 2009 sẽ giảm đáng kể do doanh thu đầu tư tài chính của Bảo Hiểm Việt Nam chủ yếu là các khoản đầu tư ngắn hạn.

#### Bảo Việt Nhân thọ

Bảo Việt Nhân Thọ là công ty bảo hiểm nhân thọ đầu tiên thành lập ở Việt Nam từ năm 1996, cũng là doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ duy nhất có vốn đầu tư trong nước. Bảo Việt Nhân Thọ với lợi thế là doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ đầu tiên đã xây dựng được một cơ sở khách hàng ban đầu lớn nắm giữ thị phần đứng thứ nhất trên thị trường sau khoảng thời gian dài sau khi bị công ty bảo hiểm nhân thọ Prudential vượt qua. Bảo Việt Nhân Thọ hiện đứng thứ hai thị trường với thị phần 33,13%.

Sau giai đoạn phát triển nhanh từ năm 1996 đến 2005, tốc độ tăng trưởng doanh thu của bảo hiểm nhân thọ đã chững lại những năm gần đây do ảnh hưởng của yếu tố lạm phát, sức hút của các kênh đầu tư, tiết kiệm khác như thị trường chứng khoán, tiết kiệm ngân hàng. Năm 2008 doanh thu phí bảo hiểm đạt 3.402 tỷ đồng (tăng trưởng 4% so với năm trước). Doanh thu khai thác mới đạt 510 tỷ đồng.

Đồ thị 9: Cơ cấu doanh thu phí BHNT



Nguồn: Báo cáo thường niên BVH

#### Cơ cấu doanh thu phí bảo hiểm theo sản phẩm của Bảo Việt Nhân Thọ

Bảng 11: DT theo sản phẩm của BVNT Đơn vị: tỷ đồng

	1/1/07 - 15/10/07	16/10/07-31/12/08	1H-2009
BH sinh kỳ	2439.988	4000.749	1,734.35
BH tử kỳ	1.506	2.998	1.28
BH trọn đời	9.409	54.092	18.71
Niên kim nhân thọ	28.251	14.139	17.73
Điều khoản riêng	43.061	80.992	39.09
BH liên kết Ngân hàng	0.071	0.51	0.20
<b>BH nhân thọ</b>	<b>2522.286</b>	<b>4153.48</b>	<b>1,811.36</b>

Nguồn: Báo cáo thường niên BVH

Bảo Việt Nhân Thọ, phí bảo hiểm sinh kỳ chiếm đến 96% tổng doanh thu phí BHNT cho thấy sự mất cân đối trong cơ cấu sản phẩm. Trong tương lai các phí bảo hiểm thu được từ sản phẩm liên kết chung, liên kết đơn vị và các sản phẩm ngân hàng sẽ tăng lên, và là kênh thu hút vốn mới và dần dần giảm tỷ trọng của các sản phẩm truyền thống trong giỏ sản phẩm. Bảo Việt Nhân Thọ gần đây đã xây dựng được 2 sản phẩm liên kết chung và một số sản phẩm Ngân hàng, sản phẩm liên kết đơn vị đang trong quá trình xây dựng. Chúng tôi dự kiến trong vòng 5 năm tới sản phẩm bảo hiểm sinh kỳ vẫn duy trì được vai trò chủ đạo trong nguồn thu doanh thu



của BVNT.

Doanh thu từ hoạt động đầu tư tài chính đạt 1526 tỷ đồng năm 2008. Kỳ hạn một sản phẩm BH nhân thọ tối thiểu là 5 năm. Danh mục đầu tư của Bảo Việt Nhân thọ phần lớn là danh mục đầu tư dài hạn, việc lãi suất biến động trong năm 2008 và ổn định trong năm 2009 tuy có ảnh hưởng song kỳ vọng ảnh hưởng không nhiều đến doanh thu hoạt động tài chính trong năm 2009 và các năm tiếp theo.

### Công ty quản lý quỹ

Với số vốn điều lệ nhỏ 50 tỷ đồng, tỷ lệ sở hữu 100% thuộc tập đoàn Bảo Việt, công ty quản lý quỹ Bảo Việt hiện tại đang hoạt động với mục đích chính là thực hiện công việc đầu tư cho Bảo Hiểm Việt Nam và Bảo Việt Nhân thọ.

Tổng tài sản quản lý tăng trưởng tương đối ổn định từ nguồn tăng hàng năm của các quỹ dự phòng do đó chúng tôi dự kiến tăng trưởng doanh thu của công ty quản lý quỹ vẫn tăng trưởng ổn định trong những năm tới. Tuy vậy cũng chỉ có ảnh hưởng không đáng kể đến tăng trưởng tổng doanh thu vì doanh thu của công ty quản lý quỹ chiếm tỷ trọng rất nhỏ (1%) trong tổng doanh thu.

### Công ty chứng khoán Bảo Việt (BVSC)

BVSC là công ty chứng khoán đầu tiên được thành lập và đã phát triển thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu ở thị trường góp phần củng cố thương hiệu của Bảo Việt.

Doanh thu của BVSC nằm trong mục doanh thu từ đầu tư khác, với doanh thu năm 2008 của BVSC ở mức 213 tỷ đồng, trong đó doanh thu môi giới đạt 58,28 tỷ đồng, doanh thu tự doanh đạt 31,99 tỷ đồng, doanh thu tư vấn tài chính là 15,54 tỷ đồng, doanh thu bảo lãnh phát hành đạt 11,61 tỷ đồng, doanh thu lưu ký chứng khoán đạt 2,36 tỷ đồng. Nửa đầu năm 2009, BVSC có kết quả kinh doanh rất tốt. Có thể thấy đóng góp về doanh thu của BVSC trong tổng doanh thu của tập đoàn BV là không nhiều, song ảnh hưởng về đóng góp lợi nhuận trong những năm gần đây của BVSC đến lợi nhuận chung của tập đoàn là tương đối đáng kể.

### Ngân hàng Bảo Việt

Mới đi vào hoạt động từ đầu năm 2009, chúng tôi không phân tích số liệu về doanh thu của ngân hàng Bảo Việt, song chúng tôi tin rằng đây sẽ là một kênh thu hút vốn lớn, tạo nên một khoản doanh thu đáng kể cho tập đoàn Bảo Việt trong tương lai khi ngân hàng Bảo Việt bắt đầu đi vào hoạt động ổn định và hiệu quả dự kiến sau 4-5 năm hoạt động.

Cùng với Bảo Hiểm Việt Nam và Bảo Việt Nhân Thọ, Ngân Hàng Bảo Việt sẽ là lĩnh vực hoạt động chủ đạo của tập đoàn Bảo Việt. Tuy nhiên trong thời gian trước mắt từ 2-3 năm, khi vẫn còn trong quá trình xây dựng và giai đoạn đầu phát triển, chúng tôi cho rằng đóng góp về doanh thu và lợi nhuận của Ngân hàng Bảo Việt đối với hoạt động của tập đoàn là không nhiều.

**Công ty liên doanh bảo hiểm Quốc tế Việt Nam (VIA):** là công ty liên doanh đầu tiên trong lĩnh vực bảo hiểm tài sản giữa Bảo Việt và Tokio Marine & Nichido Fire (Tập đoàn bảo hiểm hàng đầu Nhật Bản), thành lập năm 1996 với số vốn điều lệ 300 tỷ đồng.

Từ năm 2002 đến 2008, hoạt động kinh doanh của VIA bước vào giai đoạn phát triển nhanh chóng và ổn định, tốc độ tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận trước thuế bình quân khoảng 20%/năm.

Doanh thu của VIA năm 2008 đạt khoảng 12.8 triệu USD (khoảng 224 tỷ đồng) chiếm tỷ trọng tương đối nhỏ trong tổng doanh thu của tập đoàn Bảo Việt và nằm trong phần doanh thu hoạt động đầu tư khác. Tuy nhiên hiệu quả hoạt động kinh doanh của VIA có xu hướng tốt hơn Bảo Hiểm Việt Nam.

*Tỷ trọng đóng góp doanh thu của BVSC vào tổng doanh thu của tập đoàn Bảo Việt không đáng kể song lợi nhuận của BVSC có ảnh hưởng tương đối đến lợi nhuận của tập đoàn trong những năm gần đây.*

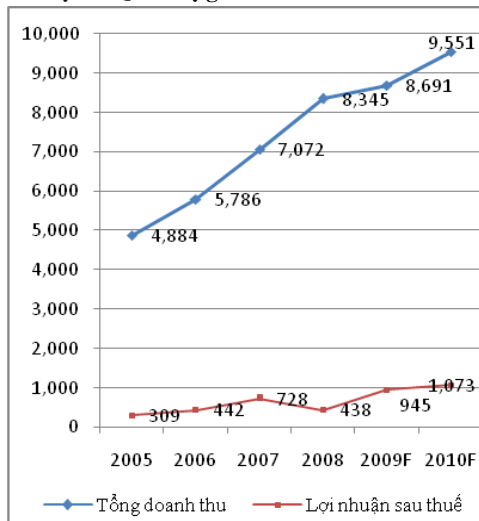
*Trước mắt hoạt động của Ngân hàng Bảo Việt chưa đóng góp nhiều đến doanh thu và lợi nhuận của tập đoàn.*

*Kỳ vọng sau 5-6 năm hoạt động, Ngân hàng Bảo Việt sẽ là một trong 3 lĩnh vực hoạt động chủ đạo của tập đoàn*

*VIA có đóng góp doanh thu và lợi nhuận nhỏ trong hoạt động của Tập đoàn Bảo Việt*

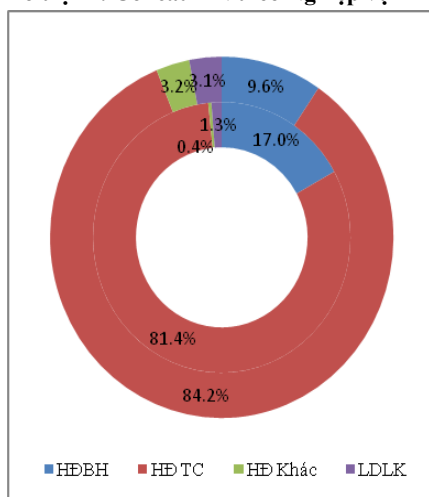
### 3. LỢI NHUẬN

Đồ thị 10: Quan hệ giữa DT và LN



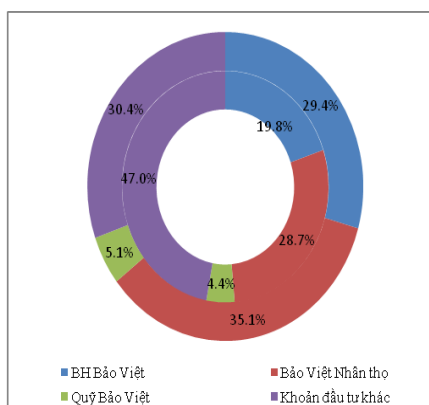
Nguồn: BCTC các năm của tập đoàn BV

Đồ thị 11: Cơ cấu LN theo Nghiệp vụ



Nguồn: Cáo bạch BVH 2008

Đồ thị 12: Cơ cấu LN theo công ty con



Nguồn: Cáo bạch BVH 2008

#### Quan hệ giữa doanh thu và lợi nhuận

Bảng 12: Doanh thu và lợi nhuận

Đơn vị: Tỷ đồng

	2005	2006	2007	2008	1H-2009
Tổng doanh thu	4,884	5,786	7,072	8,345	4,338
Lợi nhuận sau thuế	309	442	728	438	410

Nguồn: BCTC đã được điều chỉnh cho năm tài chính 2007, 2008 và BCTC 1H-2009

Từ biểu đồ chúng ta thấy có sự phân kỳ giữa quan hệ doanh thu và lợi nhuận, nói cách khác doanh thu tăng trưởng mạnh song lợi nhuận không tăng mạnh thậm chí còn suy giảm trong năm 2008. Hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty giảm sút.

Tuy nhiên với các động thái của BVH trong việc thay đổi lại cơ cấu tổ chức, kiểm soát, đánh giá rủi ro chặt chẽ để nâng cao lợi nhuận hoạt động của doanh nghiệp và lợi nhuận, chúng tôi kỳ vọng mối quan hệ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sẽ dần dần được cải thiện trong năm 2009 và sau này..

#### Cơ cấu lợi nhuận theo nghiệp vụ

Bảng 13: Lợi nhuận theo nghiệp vụ

Đơn vị: Tỷ đồng

GIẢI ĐOẠN	1/1/07 – 15/10/07	15/10/07 – 31/12/08
Lợi nhuận HĐ BH	172.07	69.92
Lợi nhuận HĐ Tài chính	825.49	616.46
Lợi nhuận HĐ khác	3.96	23.14
Lợi nhuận trong công ty liên doanh, liên kết	13.17	22.33

Nguồn: Cáo bạch BVH 2008

Doanh thu thuần hoạt động BH chiếm tỷ trọng 67% trong tổng doanh thu nhưng chỉ chiếm 9.6% trong cơ cấu lợi nhuận. Trong khi hoạt động tài chính chiếm khoảng 33% tổng doanh thu nhưng lại chiếm đến 84.2% tổng lợi nhuận.

Trong thời gian tới chúng tôi dự kiến cơ cấu doanh thu và lợi nhuận theo nghiệp vụ vẫn sẽ không có sự thay đổi đáng kể. Lợi nhuận của hoạt động BH sẽ có thể được cải thiện khi BH Việt Nam quản lý chặt hơn khâu đánh giá rủi ro, giảm tỷ lệ bồi thường, Bảo Việt Nhân thọ nâng cao năng lực thiết kế sản phẩm, đánh giá rủi ro ban đầu. Cùng với sự tham gia từ lợi nhuận hoạt động ngân hàng, tỷ trọng lợi nhuận từ hoạt động tài chính sẽ giảm nhẹ, nhưng vẫn giữ vai trò quyết định.

#### Cơ cấu lợi nhuận theo công ty con.

Bảng 14: Lợi nhuận theo công ty con

Đơn vị: Tỷ đồng

GIẢI ĐOẠN	1/1/07 – 15/10/07	15/10/07 – 31/12/08
BH Bảo Việt	126.2	155.5
Bảo Việt Nhân thọ	182.8	185.8
Quỹ Bảo Việt	28	27.2
Khoản đầu tư khác	299.4	160.9
Tổng cộng	636.4	529.5

Nguồn: Cáo bạch BVH 2008

Lợi nhuận từ các khoản đầu tư khác của BVH chiếm tỷ trọng tương đối lớn so với hai công ty hoạt động kinh doanh BH. Năm tài chính 2008 tỷ trọng lợi nhuận từ các khoản đầu tư khác đạt 30.4%, năm tài chính 2007 và quý 1 năm 2009 thì tỷ trọng này còn cao hơn ở mức 47% và 57% tương ứng.

Theo đánh giá của chúng tôi BVH cần tập trung phát triển thế mạnh của mình trong lĩnh vực BH, cải thiện tỷ trọng đóng góp lợi nhuận của BH Bảo Việt và Bảo Việt Nhân Thọ vì đây là

lĩnh vực kinh doanh cốt lõi và thế mạnh của Bảo Việt để có thể phát triển ổn định lâu dài.

#### 4. CHI PHÍ

*Chúng tôi cho rằng BVH đã không kiểm soát được chi phí tốt trong thời gian qua dẫn đến chi phí quản lý lớn, chi phí bồi thường cao ở một số nghiệp vụ bảo hiểm và kết quả là hoạt động kinh doanh bảo hiểm có hiệu quả kém.*

Chúng tôi cho rằng nhìn chung trong những năm qua Bảo Việt đã không quản lý và kiểm soát tốt chi phí và quản lý rủi ro dẫn đến tỷ lệ bồi thường BH gốc và đáo hạn có xu hướng tăng, chi phí quản lý doanh nghiệp ở mức cao. Chi bồi thường/doanh thu và chi quản lý/doanh thu hai chi số trọng yếu để đánh giá hiệu quả về mặt chi phí và lợi nhuận của công ty BH.

Đây là cũng là nguyên nhân dẫn đến chi phí lớn, lợi nhuận giảm sút, chỉ tiêu lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh BH kém hiệu quả trong những năm gần đây.

Tỷ lệ chi bồi thường dao động lớn/ doanh thu phí thuần luôn lớn hơn tỷ lệ trích lập dự phòng dao động lớn/phí thuần từ năm 2005 đến 2008 cho thấy quỹ dự phòng giao động lớn liên tục giảm qua các năm và công ty đã sử dụng một phần quỹ dự phòng dao động lớn trong quá khứ để thanh toán các tổn thất xảy ra trong các năm gần đây, làm giảm chi phí và tăng lợi nhuận thực tế.

Bảng 16: tỷ lệ trên doanh thu thuần

	2005	2006	2007	2008	1H-2009
Bồi thường BH gốc & đáo hạn	-67.38%	-69.49%	-70.12%	-73.17%	-61.14%
Bồi thường nhận TBH	-1.09%	-1.07%	-1.22%	-0.89%	-0.69%
Giảm trừ chi phí	4.77%	4.59%	7.26%	7.48%	4.37%
Trách nhiệm BT giữ lại	-63.71%	-65.97%	-64.08%	-66.59%	-57.47%
Chi BT từ quỹ dao động lớn	4.98%	8.35%	4.14%	1.72%	0%
Tăng dự phòng bồi thường	-2.93%	-1.26%	-2.06%	-0.17%	-2.48%
Trích dự phòng dao động lớn	-2.15%	-6.97%	-1.38%	-1.48%	-1.51%
Chi khác HĐKD BH	-12.62%	-11.38%	-12.75%	-12.84%	-11.86%
Tổng chi trực tiếp HĐKD BH	-76.43%	-77.22%	-76.12%	-79.36%	-73.32%
Chi phí bán hàng	-0.17%	-0.31%	-0.60%	-1.65%	-1.74%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-19.50%	-20.06%	-19.48%	-17.96%	-22.36%
Lợi nhuận thuần HĐKD BH	3.90%	2.41%	3.80%	1.03%	2.58%

Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo tài chính điều chỉnh BVH

Bồi thường gốc và đáo hạn tăng qua các năm 2005 đến 2008 từ mức 67.38% lên đến 73.17% cho thấy tình hình bồi thường và chi trả đáo hạn của BVH xấu đi nhiều, tuy nhiên các khoản giảm trừ chi phí năm 2007, 2008 đã tăng mạnh làm giảm nhẹ ảnh hưởng xấu của việc gia tăng bồi thường bảo hiểm gốc dẫn đến trách nhiệm bồi thường giữ lại giao động nhẹ qua các năm và ở mức 66.59% năm 2008, mức cao nhất trong 4 năm gần đây.

Nửa đầu năm 2009 tỷ lệ bồi thường BH gốc và đáo hạn được cải thiện đáng kể xuống còn 61.14%.

Chi khác hoạt động kinh doanh bảo hiểm cũng chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí, tỷ lệ chi khác hoạt động kinh doanh bảo hiểm/doanh thu phí BH thuần tăng nhẹ trong năm 2007, 2008 và giảm trở lại vào nửa đầu năm 2009.

Chi phí bán hàng có xu hướng tăng qua các năm trong khi chi phí quản lý doanh nghiệp giảm nhẹ, tuy vẫn còn ở mức cao và cần tiếp tục giảm để nâng cao lợi nhuận của công ty.

##### Chi bồi thường BH gốc và chi trả đáo hạn

Đây là khoản chi phí chủ yếu trong tổng chi phí.

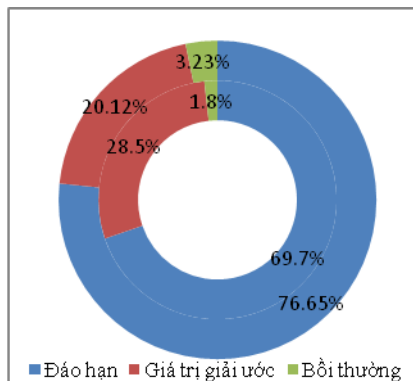
Trong những năm gần đây tỷ lệ chi trả bồi thường và đáo hạn có xu hướng gia tăng qua các năm. Đây là tỷ lệ gộp của hai công ty BH Việt Nam và Bảo Việt Nhân thọ. Tỷ lệ này của BH Việt Nam có xu hướng thấp hơn Bảo Việt Nhân thọ nguyên nhân chủ yếu là do sự khác biệt về đặc trưng và thời hạn BH của sản phẩm.

Bảng 17: bồi thường và chi trả của BVNT

Đơn vị: tỷ đồng

	2007	2008	1H-2009	2007	2008	1H-2009
	Chi trả			tỷ lệ/phí BH		
Đáo hạn	1121.70	2115.40	903.26	45.25%	51.95%	49.87%
Giá trị giải ước	365.30	863.80	237.08	14.73%	21.21%	13.09%

Đồ thị 13: Cơ cấu BT của BVNT.



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC 2008

Bồi thường	56.60	53.80	38.00	2.24%	1.30%	2.10%
<b>BHNT</b>	<b>1543.60</b>	<b>3033.00</b>	<b>1178.34</b>	<b>61.20%</b>	<b>73.02%</b>	<b>65.05%</b>

Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo tài chính hợp nhất 2008, 6 tháng 2009

Đối với công ty Bảo Việt Nhân thọ, năm 2008 chi trả đáo hạn chiếm đến 69.7% tổng số tiền chi trả cho khách hàng 28.5% là số tiền chi trả cho những khách hàng muốn hủy hợp đồng BH sớm, và bồi thường cho khách hàng gặp rủi ro chỉ chiếm 1.8%.

Do BH là sản phẩm đầu tư dài hạn, các khoản tiền chi trả cho các khoản đáo hạn và giá trị giải ước được trích lập và tích tụ hàng năm vào quỹ dự phòng toán học, việc so sánh các khoản chi trả đáo hạn và giá trị giải ước với doanh thu có vẻ không hợp lý, tuy nhiên với giả định tăng trưởng doanh thu mới dương qua các năm thì tỷ lệ này có xu hướng giảm, ngược lại nếu tỷ lệ này tăng thì có nhiều khả năng là tăng trưởng doanh thu mới âm. Tuy nhiên để đánh giá được xu hướng này cần phải có dữ liệu dài hạn hơn.

Năm 2008 với lãi suất thị trường có lúc lên đến 18% nên nhiều khách hàng của Bảo Việt Nhân thọ có xu hướng hủy hợp đồng BH sớm và chuyển sang kênh đầu tư khác có lãi suất cao hơn nên chi trả cho giá trị giải ước tăng mạnh trong năm 2008 từ mức 14.73% năm 2007 lên mức 21.21% năm 2008.

Nửa đầu năm 2009 cho thấy có sự cải thiện trong hoạt động kinh doanh khi tỷ lệ giải ước giảm mạnh cả về giá trị tuyệt đối và tương đối 8% so với năm 2008

Khác với Bảo Việt Nhân Thọ khi các sản phẩm mang nhiều yếu tố tiết kiệm và ít tính rủi ro, các sản phẩm BH phi nhân thọ chỉ mang tính rủi ro đơn thuần, phần lớn hợp đồng BH có thời hạn một năm. Do đó tỷ lệ bồi thường/ tổng phí BH gốc phản ánh hiệu quả hoạt động kinh doanh BH.

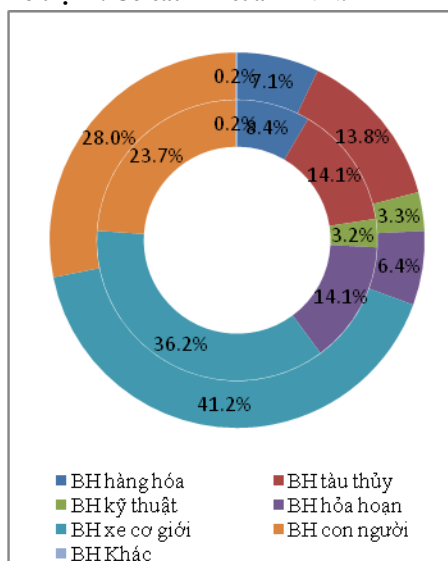
Bảng 18: bồi thường theo nghiệp vụ của BHVN

Đơn vị: tỷ đồng

	2007	2008	1H-2009	2007	2008	1H-2009
	Bồi thường			tỷ lệ/phí BH		
BH hàng hóa	54.70	161.80	47.71	36.45%	51.31%	34.20%
BH tàu thủy	159.00	270.80	93.13	75.57%	57.98%	36.69%
BH dầu khí	0.40	0.01	0.24	3.19%	0.61%	1043%
BH hàng không		2.30		0.00%	0.70%	0.00%
BH kỹ thuật	51.10	62.30	22.53	35.56%	18.71%	15.82%
BH hỏa hoạn	156.70	269.70	43.06	87.29%	80.84%	28.69%
BH trách nhiệm	1.80	1.40	0.67	5.58%	2.20%	1.66%
BH xe cơ giới	319.40	693.80	278.30	50.06%	59.30%	47.33%
BH con người	260.60	454.70	189.05	50.63%	48.71%	63.57%
BH nông nghiệp	0.20	0.40	0.18	51.68%	18.48%	40.91%
<b>BH phí NT</b>	<b>1,003.90</b>	<b>1,917.21</b>	<b>674.87</b>	<b>50.62%</b>	<b>48.56%</b>	<b>39.43%</b>

Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo tài chính hợp nhất 2008 và nửa đầu năm 2009

Đồ thị 14: Cơ cấu BT của BHVN.



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC 2008

BH xe cơ giới và BH con người là hai nghiệp vụ có doanh thu lớn nhất và đồng thời bồi thường cũng lớn nhất với 36.2% và 23.7% tổng số tiền bồi thường trong năm 2008 và 41.2% và 28% trong năm 2009.

Các nghiệp vụ BH hỏa hoạn, tàu thủy, vận chuyển hàng hóa có tỷ lệ bồi thường trên phí BH gốc cao tuy nhiên cũng được hỗ trợ bồi thường bởi sự tham gia của các nhà nhận tái BH. Trong khi BH xe cơ giới có tỷ lệ bồi thường cao tuy lại không có hoạt động tái BH do đó ảnh hưởng nhiều nhất đến hiệu quả hoạt động của công ty.

BH Việt Nam đang thực hiện kiểm soát và đánh giá chặt chẽ hơn đối với BH hỏa hoạn và BH xe cơ giới để giảm tỷ lệ bồi thường trong các năm tới. Trong nửa đầu năm 2009 tỷ lệ bồi thường 2 nghiệp vụ này đã giảm mạnh tuy nhiên tỷ lệ bồi thường nghiệp vụ Bảo hiểm con

người và y tế tự nguyện lại tăng cao.

*Tỷ lệ chi bồi thường nhận TBH ở mức thấp, đảm bảo hiệu quả hoạt động của nghiệp vụ nhận tái bảo hiểm*

#### Chi bồi thường nhận tái BH

Bảng 19: Bồi thường nhận TBH

Đơn vị: Tỷ đồng

NĂM	2005	2006	2007	2008	1H-2009
Chi BT nhận TBH	42.27	47.21	59.19	49.97	20.93
Phí Nhận TBH	102.8	152.01	172.96	137.8	68.19
tỷ lệ BT NTBH/ phí NTBH	41.12%	31.05%	34.22%	36.26%	30.69%

Nguồn: Báo cáo tài chính BVH

Tỷ lệ bồi thường nhận tái BH trong những năm gần đây duy trì ở mức thấp, đảm bảo hiệu quả hoạt động của nghiệp vụ nhận tái BH góp phần cải thiện chất lượng hoạt động kinh doanh bảo hiểm. Tuy nhiên, hoạt động nhận tái BH có tỷ trọng doanh thu và chi phí thấp trong tổng doanh thu và chi phí của tập đoàn, do đó ảnh hưởng của hoạt động nhận TBH lên kết quả kinh doanh chung là không nhiều.

#### Các khoản giảm trừ chi phí

Khoảng 95% khoản giảm trừ chi phí là khoản thu hồi bồi thường từ công ty tái BH.

Bảng 20: khoản giảm trừ chi phí

Đơn vị: Tỷ đồng

NĂM	2005	2006	2007	2008	1H-2009
Các khoản giảm trừ chi phí	184.7	202.9	264.9	505.8	132.3
Thu bồi thường nhượng tái BH	175.8	189.6	259	482.8	123.1
Thu đòi người thứ ba	7.8	9.5	4.4	17.8	8.3
Thu xử lý hàng bồi thường 100%	1	3.7	1.5	5.2	0.9
thu hồi bồi thường +hoa hồng/phí nhượng tái	50.14%	47.99%	54.73%	52.93%	NA
Thu BT nhượng TBH/phí nhượng TBH	33.76%	31.56%	36.96%	39.34%	27.64%

Nguồn: Báo cáo tài chính BVH 2008, 6 tháng 2009.

Với tỷ lệ thu hồi bồi thường tái BH tăng từ 33.76% năm 2005 lên đến 39.34% năm 2008 cho thấy chương trình tái BH đã được xây dựng để bảo vệ tốt hơn rủi ro BH của BH Việt Nam đặc biệt trong lĩnh vực BH kỹ thuật và hỏa hoạn với tỷ lệ thu hồi bồi thường tái BH/ tổn thất đạt 86.54%.

Tuy nhiên đối với BH hàng hóa và tàu thủy tỷ lệ này khoảng 42% , tỷ lệ này vẫn ở mức thấp hơn so với tỷ lệ bồi thường trên phí BH gốc hàng hóa và tàu thủy là 51.3% và 58%. Nguyên nhân là do việc xây dựng chương trình tái BH. Trong khi BH hỏa hoạn và kỹ thuật có xu hướng tái BH theo tỷ lệ thì BH hàng hóa và tàu thủy có xu hướng tái BH theo hình thức vượt mức bồi thường.

Với tỷ lệ thu hồi bồi thường và hoa hồng/ phí nhượng tại ở mức 52.93%, BH Việt Nam vẫn có thể xây dựng chương trình tái BH phù hợp và đảm phán để tăng doanh thu hoa hồng và giảm chi phí bồi thường thông qua thu hồi bồi thường của nhà Tái BH.

#### Trích dự phòng dao động lớn và tăng dự phòng bồi thường

**Dự phòng dao động lớn** trong BH phi nhân thọ được trích lập hàng năm dựa trên kinh nghiệm trong quá khứ của công ty cho đến khi dự phòng đạt mức 100% phí giữ lại của năm tài chính.

Từ 1/1/2006 quỹ dự phòng này không còn bắt buộc theo tiêu chuẩn kế toán Việt Nam vì nó dự phòng cho những tổn thất chưa tồn tại tại thời điểm báo cáo. Tuy nhiên vẫn chưa có văn bản hướng dẫn của bộ tài chính về này do đó BHHVN vẫn trích lập 3.5% phí giữ lại cho năm 2008 theo yêu cầu của bộ tài chính. Về bản chất, sự chênh lệch giữa trích lập dự phòng dao động lớn cho các tổn thất chưa xảy ra cho năm tiếp theo và chi trả tổn thất từ quỹ dự phòng dao động lớn là sự chuyển tiếp thu nhập hoặc chi phí trong năm sang năm tiếp theo, do đó nó làm méo mó thu nhập trong năm của doanh nghiệp.

Nếu chênh lệch là số dương có nghĩa là doanh nghiệp chuyển một phần thu nhập năm nay sang năm sau. Nếu chênh lệch là dương thì doanh nghiệp đã thực hiện làm giảm chi phí năm

*Theo tiêu chuẩn kế toán Việt Nam, việc trích lập dự phòng dao động lớn không còn mang tính chất bắt buộc.*

*Chênh lệch giữa trích lập dự phòng dao động lớn trong năm và sử dụng quỹ dự phòng dao động lớn để chi trả bồi thường sẽ làm méo mó thu nhập trong năm của công ty.*



*Tăng dự phòng bồi thường năm 2008 giảm mạnh so với năm 2006 và đã tăng trở lại vào nửa đầu năm 2009.*

nay và làm tăng lợi nhuận cho năm nay.

Nửa đầu năm 2009, BVVN tiếp tục trích lập quỹ dự phòng dao động lớn thêm 45.8 tỷ đồng

#### Dự phòng bồi thường

Bảng 21: Dự phòng bồi thường

Đơn vị: Tỷ đồng

NĂM	2005	2006	2007	2008	1H-2009
Tăng dự phòng bồi thường	113.62	55.50	99.90	9.60	75.11

Nguồn: Báo cáo điều chỉnh BVH 2008 và 6 tháng 2009.

Dự phòng bồi thường dự phòng cho các tổn thất đã xảy ra nhưng chưa thanh toán tại thời điểm cuối năm và các tổn thất đã xảy ra nhưng chưa thông báo ước tính theo quy định của bộ tài chính.

Việc ước lượng tăng dự phòng bồi thường mang nhiều yếu tố ngẫu nhiên tuy nhiên chúng tôi cho là cũng có mối liên hệ theo thời gian giữa tăng trưởng doanh thu bảo hiểm gốc của BHVN và tăng dự phòng bồi thường.

Theo chúng tôi công ty bảo hiểm có khả năng sử dụng khoản tăng dự phòng bồi thường để điều chỉnh kết quả hoạt động kinh doanh bảo hiểm, năm 2007 khi kết quả hoạt động kinh doanh tương đối tốt thì BVH dự phòng bồi thường 100 tỷ nhưng trong năm 2008 khi kết quả hoạt động kinh doanh kém tăng dự phòng bồi thường chỉ gần 10 tỷ. Đây chỉ là nhận định mang tính chủ quan của chúng tôi vì cũng có thể Bảo hiểm Việt Nam đã thanh toán nhiều khoản bồi thường tại trước thời điểm 31/12/08, chi phí bồi thường trong năm tăng và chi phí trích lập dự phòng bồi thường giảm xuống.

Nửa đầu năm 2009 BHVN đã tăng chi phí dự phòng bồi thường thêm 75.11 tỷ.

#### Chi khác hoạt động kinh doanh BH

Bảng 22: Chi khác HĐ KD BH

NĂM	2005	2006	2007	2008	1H-2009
Chi khác HĐKD BH / Doanh thu phí BH	9.44%	9.38%	10.45%	10.71%	10.20%

*Hoa hồng cho đại lý của BVNT là khoản chi chính trong mục chi khác hoạt động kinh doanh bảo hiểm.*

Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo tài chính điều chỉnh BVH.

Hoa hồng BH chiếm khoảng 90% tổng chi khác hoạt động kinh doanh BH, tỷ lệ còn lại là các khoản chi giám định, đề phòng hạn chế tổn thất đánh giá rủi ro, chi hoạt động tái BH khác.

Tuy không có số liệu cụ thể của hoa hồng của 2 công ty BH, song với tính chất sản phẩm BH, chúng tôi tin rằng Hoa hồng BH cho đại lý BH nhân thọ chiếm đến 90% tổng hoa hồng cho đại lý.

Mặt khác hoa hồng BH được thiết kế cố định khi thiết kế sản phẩm do đó hoa hồng BH sẽ tăng trưởng cùng với doanh thu BH và doanh thu khai thác mới của BH nhân thọ.

#### Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp.

Bảng 23: chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

NĂM	2005	2006	2007	2008	1H-2009
CP bán hàng/ DT gốc	0.10%	0.30%	0.50%	1.40%	1.50%
CP QL HĐKDBH/ DT gốc	14.60%	16.50%	16.00%	15.00%	19.22%
CP bán hàng + QL/ DT gốc	14.70%	16.80%	16.50%	16.30%	20.72%

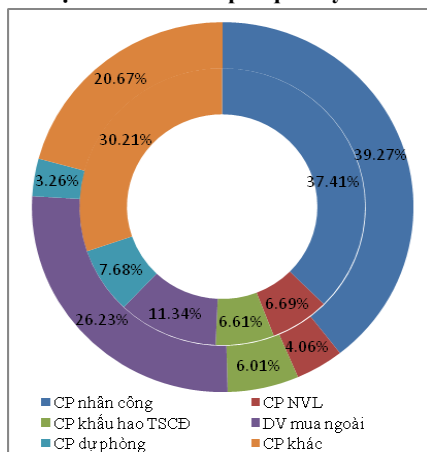
Nguồn: Báo cáo tài chính điều chỉnh 2008 và 6 tháng 2009

Tỷ lệ chi phí bán hàng/ doanh thu gốc và chi phí bán hàng/ tổng chi phí liên tục tăng trong giai đoạn 2005-2008.

Chi phí quản lý / Doanh thu BH gốc có xu hướng giảm dần từ năm 2006 ở mức 16.5% xuống còn 15% năm 2008, nhưng theo chúng tôi tỷ lệ này vẫn ở mức cao và nên được kiểm soát tốt hơn để gia tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh BH

Các chỉ số chi phí bán hàng và chi phí quản lý tiếp tục tăng cao mạnh trong nửa đầu năm 2009.

Đồ thị 15: Cơ cấu chi phí quản lý DN.



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC 2008, 1H-2009

Bảng 24: cơ cấu chi phí quản lý doanh nghiệp

Đơn vị: tỷ đồng

NĂM	2007	2008	1H-2009
Chi phí nhân công	364.5	353.5	315.5
Chi phí nguyên liệu vật liệu	70.2	63.2	32.6
Chi phí khấu hao tài sản cố định	65	62.5	48.3
Thuế và lệ phí	1.3	0.5	4.0
Dịch vụ mua ngoài	222.1	107.2	210.8
Chi phí dự phòng	0.4	72.6	26.2
Chi phí khác	281.6	285.5	166.1

Nguồn: Báo cáo tài chính điều chỉnh 2008 và 6 tháng 2009.

Tổng chi phí quản lý tăng mạnh trong nửa đầu năm 2009 ở mức 803 tỷ, trong đó tăng trưởng mạnh nhất ở chi phí dịch vụ mua ngoài. Chi phí nhân công cũng tăng mạnh khi BVH thay đổi lại phương thức đánh giá và trả lương cho toàn tập đoàn.

Việc chi phí quản lý tăng cao còn do ảnh hưởng của chi phí quản lý hoạt động ngân hàng tuy không đáng kể.

Tỷ trọng chi phí khấu hao tài sản cố định vẫn giảm nhẹ tuy về mặt giá trị tuyệt đối có tăng.

Việc sử dụng gói hỗ trợ kỹ thuật của HSBC Insurance trong dự án hỗ trợ kỹ thuật và nâng cao năng lực cạnh tranh với chi phí khoảng hơn 100 tỷ đồng trong năm 2008 và 62.5 tỷ trong nửa đầu năm 2009 cùng với việc mua và triển khai phần mềm mới cho BVNT và tập đoàn là một trong những nguyên nhân dẫn đến chi phí quản lý tăng cao trong giai đoạn này..

Tổng chi phí bán hàng và quản lý trên doanh thu BH gốc vẫn ở mức cao. Theo chúng tôi công ty trong thời gian tới cần thực hiện kiểm soát chặt các khoản chi phí khác, dịch vụ mua ngoài và chi phí nguyên vật liệu để giảm chi phí quản lý.

#### Chi phí hoạt động tài chính

Chi phí hoạt động tài chính vào 6 tháng đầu năm 2009 sụt giảm mạnh so với năm tài chính 2008. Nguyên nhân chủ yếu là do khoản trích lập dự phòng 1,138.31 tỷ đồng trong năm 2008 trong khi nửa đầu năm 2009 công ty đã hoàn nhập dự phòng đầu tư tài chính 278.46 tỷ đồng.

Ngoài ra chúng tôi cho rằng BVNT đã trích lập dự phòng toán học thận trọng trong 6 tháng đầu năm 2009 ở mức gần đảm bảo cho dự phòng toán học cho cả năm 2009. Do đó chúng tôi tin tưởng BVNT sẽ vượt mức kế hoạch lợi nhuận đề ra.

## 5. ĐÁNH GIÁ CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

### Hệ số thanh khoản

Hệ số thanh khoản cho biết khả năng thanh toán đối với các khoản nợ ngắn hạn của công ty.

Bảng 25: hệ số thanh khoản

NĂM	2005	2006	2007	2008
Thanh toán hiện thời	5.54	3.07	2.16	8.89
Thanh toán nhanh	5.30	2.85	2.15	8.83
Thanh khoản tiền mặt	4.14	2.26	1.83	6.77

Nguồn: TSC tổng hợp từ báo cáo tài chính điều chỉnh.

Khả năng thanh toán hiện thời của tập đoàn Bảo Việt luôn ở mức an toàn từ năm 2005 đến 2008.

Khả năng thanh toán nhanh cũng ở mức tốt và xấp xỉ bằng khả năng thanh toán hiện thời do giá trị hàng tồn kho trong bảng cân đối kế toán rất nhỏ. Nguyên nhân của giá trị hàng tồn kho nhỏ là do đặc trưng của doanh nghiệp cung cấp các sản phẩm dịch vụ tài chính là các sản phẩm vô hình, không phải sản phẩm vật chất.

Do ảnh hưởng của các khoản phải thu tương đối lớn vào cuối năm 2008 với giá trị xấp xỉ 2143 tỷ đồng, chỉ số thanh khoản tiền vào cuối năm 2008 đã giảm đi 2 lần. Tuy vậy, khả năng thanh toán tiền mặt đối với các khoản nợ ngắn hạn cũng ở mức rất an toàn, đặc biệt vào năm 2008 sau khi có lượng vốn thặng dư từ cổ phần hóa.

Các chỉ số này theo bảng cân đối kế toán vào Quý 1 năm 2009 ở mức 4.09, 4.07 và 3.27. Việc giảm mạnh các chỉ số này là do nợ ngắn hạn đã tăng lên từ 1039 tỷ lên 3002 tỷ.

### Hệ số hoạt động

Bảng 26: Hệ số hoạt động

NĂM	2005	2006	2007	2008
Vòng quay phải thu	NA	7.54	3.76	4.96
Vòng quay tổng tài sản	NA	0.38	0.24	0.38
Vòng quay tài sản cố định	NA	7.95	5.60	8.58
Vòng quay vốn chủ sở hữu	NA	3.00	1.07	1.25

Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo tài chính điều chỉnh.

Nhận xét chung các chỉ số này cho thấy hệ số hoạt động của công ty tốt trong năm 2006, giảm sút trong năm 2007 và lại được cải thiện trong năm 2008.

Các khoản phải thu tăng mạnh trong năm 2007 (từ 909 tỷ lên 1924 tỷ) là nguyên nhân làm cho vòng quay phải thu giảm mạnh xuống còn 3.76. Sau đó doanh thu tăng trưởng tốt trong khi phải thu tăng trưởng nhẹ nên vòng quay phải thu tăng.

Trong năm 2008 vòng quay tổng tài sản và vòng quay tài sản cố định của BVH đạt 0.38 và 8.58 trong khi so sánh tỷ lệ này của PVI là 0.285 và 4.82. Cho thấy BVH đang sử dụng tài sản và tài sản cố định của mình một cách hiệu quả hơn so với PVI.

Vòng quay vốn chủ sở hữu giảm mạnh sau cổ phần hóa song đây là bước cần thiết để BVH có thể tiếp tục tăng trưởng mạnh trong giai đoạn sau này, chúng tôi cho rằng vòng quay vốn chủ sở hữu sẽ tiếp tục được cải thiện trong các năm sau.

### Hệ số đòn bẩy

Bảng 27: Hệ số đòn bẩy

NĂM	2005	2006	2007	2008
Đòn bẩy tài chính	7.96	7.83	3.64	3.06
Dự phòng/ vốn chủ sở hữu	6.53	5.91	1.80	1.87
Nợ/ vốn chủ sở hữu	0.35	0.75	0.77	0.13

Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo tài chính điều chỉnh.

*Các chỉ số thanh khoản của BVH ở mức rất an toàn.*

*So sánh với PVI, BVH sử dụng tài sản và tài sản cố định hiệu quả hơn.*

*Chúng tôi kỳ vọng vòng quay vốn chủ sở hữu sẽ được cải thiện nhiều trong các năm sau.*

*Công ty có xu hướng sử dụng ít đòn bẩy tài chính, đặc biệt sau đợt cổ phần hóa vào tháng 10/2007.*

Công ty có xu hướng giảm dần sử dụng đòn bẩy tài chính với chỉ số đòn bẩy tài chính liên tục giảm từ 7.96 năm 2005 xuống còn 3.06 năm 2008. Đặc biệt là sau khi tăng vốn và cổ phần hóa năm 2007 từ 1348 tỷ lên 5730 tỷ với thặng dư vốn cổ phần 1840 tỷ, đòn bẩy tài chính giảm mạnh xuống còn 3.64 từ 7.83.

Trong cơ cấu nguồn vốn của công ty BH, đặc biệt là BH nhân thọ, dự phòng toán học, nghĩa vụ đối với người mua BH, là một khoản có trọng số quan trọng trong cơ cấu nguồn vốn.

Trong khi quỹ dự phòng tăng nhẹ trong năm 2007, dự phòng trên vốn chủ sở hữu giảm mạnh cũng bởi nguyên nhân tăng vốn chủ sở hữu và cổ phần hóa.

Nếu là một công ty BH tập trung vào lĩnh vực kinh doanh cốt lõi và có sức khỏe tài chính lành mạnh thì tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu có xu hướng thấp. So với PVI với tỷ lệ nợ/VCSH năm 2008 ở mức 0.86, tỷ lệ này của BVH ở mức 0.13 là rất thấp.

### Hệ số sinh lời

Bảng 28: hệ số sinh lợi

NĂM	2005	2006	2007	2008
Lợi nhuận thuần HĐKD BH/ Doanh thu thuần HĐKDBH	3.90%	2.41%	3.8%	1.03%
Lãi ròng/Doanh thu	6.33%	7.64%	10.3%	5.25%
Lợi nhuận/Tổng tài sản		2.91%	3.2%	1.63%
Lợi nhuận/VCSH		22.93%	14.6%	5.45%

Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo tài chính điều chỉnh.

Lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh BH thấp, không những thế lại có xu hướng giảm, mặc dù năm 2007 lợi nhuận thuần HĐKD BH đạt 4.7 % song nếu có sự điều chỉnh lại phí dự phòng chưa hưởng và tăng dự phòng phí thận trọng thì chúng tôi cho rằng tỷ lệ này sẽ phải điều chỉnh giảm.

Chỉ số lãi ròng/tổng doanh thu của BVH ở mức thấp hơn đáng kể so với PVI, với các tỷ lệ 12%, 31.6%, 12.78% trong năm 2006, 2007 và 2008.

Chỉ số lợi nhuận trên VCSH giảm liên tục và giảm mạnh qua các năm 2007, 2008 là kết quả của việc tăng vốn chủ sở hữu chưa có ảnh hưởng tương đồng ngay đến kết quả hoạt động kinh doanh trong năm 2007, ngoài ra còn do kết quả hoạt động không như công ty kỳ vọng trong năm 2008.

### Phân tích ROE theo mô hình Dupont

Bảng 29: mô hình Dupont

NĂM	2005	2006	2007	2008
Tổng tài sản / VCSH	NA	7.89	4.53	3.34
Doanh thu / Tổng tài sản	NA	38.06%	31.34%	31.04%
Lãi ròng / Doanh thu	NA	7.64%	10.29%	5.25%
ROE	NA	22.93%	14.62%	5.45%

Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo tài chính điều chỉnh.

Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu giảm 36.2% trong năm 2007 là kết quả của đòn bẩy tài chính giảm 42.5%, hiệu quả của việc sử dụng tài sản để tạo doanh thu giảm 17.6% mặc dù hiệu quả hoạt động kinh doanh tăng 34.6% so với năm 2006.

Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu năm 2008 giảm mạnh 62.7% là do đòn bẩy tài chính tiếp tục giảm 26.2%, hiệu quả sử dụng tài sản giảm nhẹ và hiệu quả hoạt động kinh doanh giảm mạnh 48.9% so với năm 2007.

*Lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm thấp và giảm mạnh trong năm 2008.*

*Các chỉ số hệ số sinh lời của BVH thấp hơn đáng kể so với PVI*

*Đòn bẩy tài chính giảm mạnh và lợi nhuận biên giảm nhẹ là hai nguyên nhân chính làm cho ROE giảm mạnh trong năm 2008 so với năm 2006.*

## 6. ĐÁNH GIÁ BVH THEO SWOT

### Điểm mạnh:

- Mạng lưới chi nhánh và đại lý phát triển nhất trên thị trường BH Việt Nam ở cả hai lĩnh vực nhân thọ và phi nhân thọ, đây là kênh phân phối sản phẩm chủ đạo do đó là rào cản cạnh tranh với bất kỳ doanh nghiệp BH nào đang hoạt động và sắp gia nhập thị trường.
- Là doanh nghiệp BH đầu tiên ở Việt Nam có uy tín và thương hiệu tốt nên có một cơ sở khách hàng truyền thống tốt, thuận lợi khi tiếp cận khách hàng mới.
- Quy mô và tiềm lực tài chính to lớn, Bảo Việt Việt Nam và Bảo Việt Nhân thọ có khả năng BH và tái BH các hợp đồng BH có giá trị lớn.
- Sự phối hợp hoạt động qua lại giữa các công ty con của tập đoàn. Bảo Việt Việt Nam và Bảo Việt Nhân thọ tạo nên một lượng tài sản lớn và ổn định qua các năm vào các quỹ dự phòng phí BH, khối lượng tài sản này được ủy thác đầu tư cho công ty quản lý quỹ. Phối hợp giữa công ty quản lý quỹ Bảo Việt và BVSC, giữa ngân hàng Bảo Việt và quỹ đầu tư và các công ty BH và cả các công ty liên kết.
- Các công ty con có thể sử dụng mạng lưới khách hàng có sẵn để bán chéo sản phẩm.

### Điểm yếu:

- Công tác quản lý rủi ro còn hạn chế là nguyên nhân tỷ lệ bồi thường cao ở một số nghiệp vụ BH (hỏa hoạn và xe cơ giới).
- Chi phí hành chính lớn, quản lý chi phí không được kiểm soát tốt.
- Cơ cấu doanh thu sản phẩm của Bảo Việt Nhân thọ mất cân đối, tập trung nhiều vào các sản phẩm bảo hiểm sinh kỳ.
- Công ty còn yếu kém trong việc công bố thông tin cả về thời gian và chất lượng.

### Cơ hội

- Được sự trợ giúp toàn diện của HSBC Insurance trong các công tác quản lý, tổ chức, Marketing, phát triển sản phẩm, quản lý hợp đồng, quản lý rủi ro, công nghệ thông tin để nâng cao hiệu quả hoạt động, giảm chi phí quản lý và tăng cường sức cạnh tranh của tập đoàn và các công ty con.
- Thị trường BH Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn phát triển, tiềm năng phát triển của thị trường BH còn nhiều. Đối với BH phi nhân thọ, BH dự án, BH hàng hải, BH xe cơ giới và con người tiếp tục phát triển ổn định. Đối với BH nhân thọ, tỷ lệ phí bảo hiểm/ GDP ở mức 1.5% còn thấp so với khu vực và thế giới, nhận thức của người dân của người dân với BH càng nâng cao, số tiền BH trung bình của hợp đồng BH nhân thọ tăng ổn định qua các năm. Doanh thu phí của thị trường BH vẫn phát triển ổn định trong những năm tới.

### Thách thức.

- Sau ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế vào cuối năm 2008, rủi ro về mức lạm phát cao dẫn đến dự kiến năm 2009-2010 vẫn sẽ là khoảng thời gian khó khăn cho ngành BH, chứng khoán, ngân hàng.
- Cạnh tranh từ các công ty BH nước ngoài (Prudential) với ưu thế về kinh nghiệm, kỹ năng quản lý, công nghệ thông tin, tính phí BH được thừa hưởng từ công ty mẹ sẽ nhanh chóng xâm nhập và chiếm lĩnh thị phần, sự gia nhập của nhiều công ty bảo hiểm mới trên thị trường càng làm cạnh tranh gia tăng. Các công ty BH chuyên ngành (BH dầu khí) với thế mạnh độc quyền BH ngành cũng cạnh tranh mạnh mẽ.



## PHẦN 2: MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ

*Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E, P/B có điều chỉnh và phương pháp chiết khấu dòng cổ tức để định giá BVH.*

Sau khi xem xét đánh giá các phương pháp định giá chúng tôi lựa chọn sử dụng mô hình chiết khấu cổ tức để định giá BVH bằng cách chiết khấu dòng cổ tức về thời điểm hiện tại. Nhược điểm của mô hình này là phụ thuộc nhiều vào giả định chủ quan của những người định giá trong việc xác định chi phí vốn chủ sở hữu và mức độ chi trả cổ tức. Do vậy giá sẽ dao động mạnh tùy theo sự thay đổi của giả định.

Đối với các phương pháp so sánh P/B, P/E với các công ty có hoạt động tương tự trên thị trường Việt Nam, chúng tôi thấy rằng hiện không có công ty nào có cơ cấu hoạt động tương tự BVH trên thị trường, do vậy khi áp dụng các chỉ số P/B, P/E tiêu chuẩn, chúng tôi áp dụng thêm mức bù cho rủi ro biến động trên cơ sở kỳ vọng tăng trưởng cao và thu nhập ổn định trong thời gian tương lai so với các công ty cùng ngành khác khi nền kinh tế phục hồi.

Đối với phương pháp định giá bằng dòng tiền FCFF và FCFE, do BVH hiện tại các dòng tiền này của BVH đang âm, do đó phương pháp định giá này không thích hợp tại thời điểm này.

Để định giá bằng mô hình chiết khấu cổ tức và phương pháp so sánh, chúng tôi đã xây dựng mô hình dự báo thu nhập để xác định dòng tiền trong tương lai và các yếu tố đầu vào cho mô hình.

Mô hình được xây dựng dựa trên việc phân tích và đưa ra các giả định theo 3 kịch bản với tình trạng cơ sở, tốt và xấu sẽ được trình bày ở phần sau.

### 1.KỊCH BẢN MỘT: TRƯỜNG HỢP CƠ SỞ

#### GIẢ ĐỊNH

Về cơ bản các giả định được xây dựng dựa trên dữ liệu lịch sử từ năm 2005 đến 2008, có sự điều chỉnh của chúng tôi.

#### Giả định về doanh thu phí BH.

Dựa vào dữ liệu được phân tích trong quá khứ và với tình hình kinh tế hiện tại, chúng tôi giả định thận trọng về doanh thu phí của BH Việt Nam tăng trưởng 12% trong 2 năm tới và ở mức 16% sau khoảng thời gian này khi nền kinh tế đã hoàn toàn hồi phục từ suy thoái. Bảo Việt Nhân Thọ tăng trưởng ở mức 6%/năm trong 2 năm đầu và 10% các năm tiếp theo.

Giả định cơ cấu phí của BH Việt Nam và BH Nhân thọ lần lượt là 47.04% và 52.96%, tăng trưởng doanh thu tổng phí BH gốc hàng năm sẽ ở mức 8.82% trong 2 năm đầu và 12.82% cho các năm tiếp theo.

#### Giả định về phí nhận tái BH.

Cùng với tốc độ tăng trưởng trung bình của thị trường BH phi nhân thọ khoảng 20%, nhu cầu tái BH của các công ty BH trong nước với quy mô tài chính hạn chế, chúng tôi dự đoán thận trọng tăng trưởng của phí nhận tái BH hàng năm ở mức 12% cho 2 năm đầu và 16% cho các năm tiếp theo.

#### Giả định về Giảm trừ doanh thu

Như đã phân tích ở trên, cơ cấu chủ đạo của các khoản giảm trừ doanh thu là phí nhượng tái BH, hiện tại chỉ có BH Việt Nam sử dụng nghiệp vụ tái BH. Với tỷ lệ phí nhượng tái/tổng phí BH gốc năm 2007, 2008 lần lượt là 30.31% và 29.82%.

Chúng tôi giả định qua các năm, mức giữ lại và chương trình thu xếp tái BH sẽ được cải thiện nên tỷ lệ phí nhượng tái BH/ phí gốc sẽ giảm 0.25%/năm, cùng với cơ cấu doanh thu của BHVN và BVNT, giả định tỷ lệ hoàn phí giảm phí/ tổng số phí BH gốc không đổi là giá trị trung bình qua các năm là 0.61%, chúng tôi tính ra tỷ lệ giảm trừ doanh thu trên tổng phí BH như sau:

Bảng 30: giả định về giảm trừ doanh thu

NĂM	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
Giảm trừ DT/Tổng phí BH gốc	14.61%	14.49%	14.37%	14.26%	14.14%

**Giả định về tỷ lệ dự phòng phí chưa hưởng và dự phòng toán học**

Qua phân tích dữ liệu, chúng tôi thấy có sự bất thường trong việc trích lập dự phòng phí chưa hưởng liên tục giảm qua các năm cả về số tuyệt đối và tương đối. Năm 2008 tỷ lệ trích lập dự phòng này/tổng phí chỉ đạt 5.34% trong khi năm 2005 và 2006 tỷ lệ này là 18.44% và 10.5%. Do đó chúng tôi cho rằng hoặc là năm 2005, 2006 đã trích lập dự phòng quá thận trọng, hoặc là năm 2008 BVH đã trích lập dự phòng không thận trọng. Chúng tôi sử dụng giả định này ở mức 7%/ năm tương đương với gần 1 tháng phí bảo hiểm của năm.

**Giả định về tỷ lệ hoa hồng nhượng tái BH.**

Hoa hồng nhượng tái BH sẽ có mối liên hệ với phí nhượng tái BH, được thể hiện chủ yếu trong khấu trừ doanh thu. Tỷ lệ hoa hồng nhượng tái BH phụ thuộc vào từng nghiệp vụ BH, tỷ lệ cao đối với nghiệp vụ BH hỏa hoạn, kỹ thuật, tỷ lệ trung bình đối với nghiệp vụ BH hàng hóa, tàu biển và tỷ lệ rất thấp đối với nghiệp vụ BH hàng không. Ngoài ra tỷ lệ hoa hồng nhượng tái BH còn phụ thuộc vào khả năng đàm phán hợp đồng cũng như lịch sử tổn thất, bồi thường của nhà nhận tái BH. Do đó việc ước tính tỷ lệ hoa hồng BH phải dựa trên giả định cơ cấu doanh thu và phí tái BH của các nghiệp vụ BH là không thay đổi.

Tỷ lệ hoa hồng/ khấu trừ doanh thu chúng tôi giả định ở mức thận trọng là 15% thấp hơn mức năm 2005, 2006 và 2007 lần lượt là 15.63%, 15.5% và 17.05%.

**Tăng trưởng thu nhập khác**

Trong khi trong quá khứ tăng trưởng ở mức cao năm 2007 và 2008 ở mức 65% và 36%, chúng tôi giả định thận trọng tăng trưởng thu nhập khác ở mức 50% trong năm 2009 và 10% trong các năm tiếp theo.

**Đáo hạn và bồi thường.**

Là khoản chi trả quyền lợi BH cho khách hàng và chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng chi phí, năm 2006, 2007, 2008 tỷ lệ chi đáo hạn và bồi thường cho khách hàng/ tổng phí BH ở mức 57.3%, 57.6% và đặc biệt cao 61.1%.

Tỷ lệ bồi thường/tổng phí gốc của BHVN và tỷ lệ đáo hạn/ tổng phí gốc của BHNT năm 2008 là 48.5% và 72.8% với cơ cấu doanh thu 48.7% và 51.3% dẫn đến kết quả bồi thường/ tổng phí BH gốc là 61.1%.

Tỷ lệ bồi thường cao của Bảo Hiểm Việt Nam và tỷ lệ giải ước cao năm 2008 do biến động tăng lãi suất thị trường là một trong những nguyên nhân chính dẫn đến kết quả hoạt động kinh doanh kém trong năm 2008.

Năm 2009 và sau này với chính sách kiểm soát chặt rủi ro, đánh giá rủi ro thận trọng chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ bồi thường của BHVN sẽ chỉ ở mức 48% và tỷ lệ này ở BVNT sẽ chỉ là 64% do năm 2009 và sau này không có sự biến động lãi suất mạnh trên thị trường làm cho khách hàng hủy sớm hợp đồng để chuyển sang kênh đầu tư khác.

Do vậy tỷ lệ bồi thường, đáo hạn/ tổng phí BH gốc sẽ chỉ ở mức 56.47% năm 2009 và giảm nhẹ 0.25%/năm trong 4 năm tiếp theo.

Giả định tỷ lệ đáo hạn, bồi thường/ tổng phí là một giả định nhạy cảm với kết quả lợi nhuận cuối cùng.

**Chi bồi thường nhận tái BH**

Chúng tôi giả định tỷ lệ chi bồi thường nhận tái BH/ phí nhận tái BH là giá trị trung bình từ dữ liệu lịch sử có điều chỉnh theo thời gian ở mức 35.67%.

#### **Khấu trừ chi phí**

Tỷ lệ khấu trừ chi phí/ khấu trừ doanh thu tăng mạnh trong năm 2007, 2008 ở mức 36.24% và 39.83%, nguyên nhân là do tỷ lệ thu hồi bồi thường nhượng tái BH trong các năm gần đây cao hơn. Với giả định BHVN đang kiểm soát và đánh giá rủi ro chặt chẽ hơn để giảm tỷ lệ bồi thường, chúng tôi giả định thận trọng tỷ lệ này là giá trị trung bình trong 4 năm gần đây ở mức 35.44%

#### **Quỹ dự phòng dao động lớn**

Quỹ dự phòng này không còn bắt buộc, hơn thế lại làm méo mó thu nhập chi phí qua các năm nên giả định công ty không tiếp tục trích lập và sử dụng quỹ dự phòng này nữa.

#### **Tăng trưởng quỹ dự phòng bồi thường**

Do nhận định trích lập quỹ dự phòng bồi thường năm 2008 ở mức thấp, để thận trọng, chúng tôi giả định tăng quỹ dự phòng bồi thường là 40% năm 2009 và tăng trưởng 10% mỗi năm tiếp theo.

#### **Chi phí hoạt động khác**

Thành phần của chi phí hoạt động khác chủ yếu là hoa hồng và tỷ lệ chi phí hoạt động khác/ tổng doanh thu phí BH không có sự biến động mạnh qua các năm. Chúng tôi giả định sử dụng giá trị trung bình tỷ lệ chi phí hoạt động khác trên tổng doanh thu phí BH ở mức 9.97% trong năm 2009 và giảm nhẹ 0.15% trong 4 năm tiếp theo khi thực hiện kiểm soát chi phí tốt hơn.

#### **Chi phí bán hàng và chi phí quản lý**

Giả định chi phí bán hàng là giá trị trung bình ở mức 0.75% và chi phí quản lý trong năm 2009 ở mức 17.09% tuy nhiên với sự thay đổi bộ máy quản lý từ phân cấp sang tập trung, chúng tôi kỳ vọng BVH sẽ giảm được các chi phí liên quan đến quản lý ở địa phương và do đó giảm được chi phí quản lý ở mức 0.25% tổng phí trong 4 năm.

#### **Hoạt động Ngân hàng**

Với mức thu nhập và chi phí tại thời điểm ban đầu thấp, chúng tôi cho rằng đóng góp về doanh thu và thu nhập của Ngân hàng bảo Việt trong 3 năm đầu là không đáng kể, giả định lợi nhuận tăng trưởng 50% cho 2 năm đầu và 30% cho các năm tiếp theo.

#### **Chi phí quản lý không liên quan đến hoạt động BH ngân hàng**

Giả định chi phí quản lý năm 2009 là giá trị trung bình chi phí quản lý năm 2007, 2008 và tăng trưởng chi phí quản lý không liên quan đến hoạt động BH ngân hàng 3%/năm

#### **Thu nhập tài chính và chi phí tài chính**

Trong năm 2008 có sự biến động mạnh lãi suất, với lãi suất thị trường tăng mạnh là cơ hội để BVH tăng trưởng thu nhập tài chính đặc biệt là khi cơ cấu doanh thu tài chính của BVH tập trung chủ yếu vào lãi suất tiền gửi có kỳ hạn và lãi suất trái phiếu. Năm 2009 khi lãi suất thị trường giảm mạnh và ổn định trở lại, cùng với việc dung vốn thực hiện đầu tư mới phát triển dài hạn vào Bảo Việt Bank, Công ty đầu tư Bảo Việt các dự án xây dựng và công nghệ thông tin, tăng trưởng thu nhập từ hoạt động tài chính sẽ sụt giảm mạnh so với năm 2008. Do đó dự kiến thu nhập từ hoạt động tài chính sẽ giảm 11% trong năm 2009 so với năm 2008 và tăng trưởng đều theo tăng trưởng quỹ dự phòng trong các năm tiếp theo, giả định lãi suất thị trường không biến động mạnh.

Mặc dù tăng trưởng doanh thu tài chính giảm mạnh nhưng chúng tôi kỳ vọng chi phí tài chính năm 2009 cũng có mức độ sụt giảm mạnh khi thị trường phục hồi công ty sẽ có thể thực hiện hoàn nhập dự phòng đầu tư, chi phí tài chính khi đó một phần lớn sẽ là các khoản dự phòng toán học, dự phòng chia lãi của Bảo Việt Nhân Thọ.

Giả định tỷ lệ chi phí tài chính/ thu nhập tài chính trong năm 2009 giảm xuống mức 49% và 53% năm 2010 và 55% các năm sau.

Giả định về thu nhập và chi phí tài chính có vai trò quyết định đối với lợi nhuận của BVH khi mà hiệu quả hoạt động bảo hiểm và ngân hàng đang rất thấp.

#### **Tăng trưởng lợi nhuận từ hoạt động khác**

Hoạt động khác có đóng góp nhỏ trong cơ cấu doanh thu, lợi nhuận của BVH, giả định tăng trưởng lợi nhuận khác đạt 51 tỷ trong năm 2009 và giảm xuống 27.5 tỷ trong 2010 và

tăng trưởng 20% hàng năm tiếp theo.

#### Tăng trưởng lợi nhuận của công ty liên kết và lợi ích cổ đông thiểu số

Giả định tăng trưởng lợi nhuận của công ty liên kết bằng và lợi ích của cổ đông thiểu số tăng trưởng trung bình của thị trường ở mức 50% năm 2009, 5% ở năm thứ hai và 10% ở các năm tiếp theo.

#### Thuế

Thuế thu nhập doanh nghiệp theo luật thuế mới được xác định ở mức 25%

#### Tỷ lệ chi trả cổ tức

Phù hợp với kết quả kinh doanh dự báo, tỷ lệ chi trả cổ tức được giả định ở mức 12% trong năm đầu và 30% ROE các năm tiếp theo.

### ĐỊNH GIÁ

#### Định giá theo phương pháp so sánh.

Khi không có dữ liệu về các công ty BH nhân thọ trên thị trường, chúng tôi sử dụng dữ liệu của các công ty BH phi nhân thọ. Hiện tại PVI là đối thủ cạnh tranh lớn nhất của BH Bảo Việt, do đó chúng tôi sử dụng các chỉ số PE, PB với dữ liệu 12 tháng gần nhất của PVI làm chỉ số tiêu chuẩn.

Mức bù rủi ro: Sau khi cân nhắc các yếu tố như là quy mô và lĩnh vực hoạt động rộng hơn, với các khoản đầu tư mới vào các công ty con mới thành lập chưa đem lại thu nhập tương xứng trong ngắn hạn, việc đầu tư vào các công ty liên kết và các khoản đầu tư mới phục vụ cho việc phát triển dài hạn như xây dựng cơ bản, mua và áp dụng các phần mềm công nghệ thông tin để quản trị doanh nghiệp theo tiêu chuẩn quốc tế, các khoản chi phí để thay đổi lại phương thức và kỹ thuật quản trị công ty, chi phí cho gói hỗ trợ kỹ thuật của HSBC Insurance chúng tôi giả định áp dụng mức bù rủi ro 50% đối với chỉ số tiêu chuẩn của PVI.

Bảng 31: Định giá theo PB, PE kịch bản cơ sở

Định giá theo P/B và P/E				
PB tiêu chuẩn	PE tiêu chuẩn	Mức bù rủi ro	PB điều chỉnh	PE điều chỉnh
1.62	18.26	50%	2.43	27.39
BVPS	EPS		Giá theo PB	Giá theo PE
16,052	1,628		39,005	44,594

#### Định giá với mô hình chiết khấu cổ tức

Chúng tôi giả định BVH sẽ theo 2 giai đoạn phát triển, giai đoạn 1 từ năm 2009-2013 với mức chi trả cổ tức 12% cho giai đoạn này, giai đoạn 2 từ năm 2014 trở đi với tỷ lệ chi trả cổ tức/ thu nhập ở mức 30%.

Để xác định chi phí vốn chủ sở hữu làm lãi suất chiết khấu, chúng tôi sử dụng mô hình CAPM, với  $R_f$  là lãi suất trung bình trái phiếu chính phủ dài hạn 9.5%.

Mức bù rủi ro 3%

Beta điều chỉnh dựa trên dữ liệu thị trường là 1.02

Khi đó, Chi phí vốn cổ phần  $= 9.5\% + 3\% * 1.0211 = 12.56\%$ .

Bảng 32: Định giá theo DDM kịch bản cơ sở

Lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn		9.50%		
Mức bù rủi ro		3.00%		
Beta điều chỉnh		1.021183897		
ROAE	15.59%	P/B	2.83	
Re	12.56%	Adjusted premium		
g	10.91%	Adjusted P/B	2.83	
Pay out ratio	30.00%	EPS dự báo 2013	2,870	
Năm	Tỷ lệ cổ tức	Cổ tức	Nhân tố chiết khấu	Giá trị hiện tại
2009	12.00%	1,200	0.888387036	1,066
2010	12.00%	1,200	0.789231525	947
2011	12.00%	1,200	0.701143055	841
2012	12.00%	1,200	0.6228864	747
2013	12.00%	1,200	0.553364202	664
BVPS			54,447	
GIÁ				34,395

Chúng tôi sử dụng công thức  $P/B = (ROE - g) / (Re - g)$

$P/B$  điều chỉnh =  $P/B * (1 + \text{phí bù rủi ro})$

Giá trị cổ phiếu tại thời điểm năm 2013 = Giá trị sổ sách tại thời điểm 2013 \*  $P/B$  điều chỉnh.

Giá = dòng cổ tức chiết khấu và giá cổ phiếu tại thời điểm chiết khấu về thời điểm hiện tại theo lãi suất chiết khấu là chi phí vốn cổ phần.

## 2. KỊCH BẢN HAI: TRƯỜNG HỢP THUẬN LỢI

Trong trường hợp này khi các yếu tố vĩ mô có chiều hướng tốt hơn, chúng tôi giả định hoạt động kinh doanh của BVH gặp nhiều thuận lợi, doanh thu BH phi nhân thọ và nhân thọ tăng trưởng ở mức 2% và 1% so với kịch bản cơ sở tạo nên doanh thu tăng trưởng hơn 1.5% so với kịch bản cơ sở. Doanh thu tăng trưởng 10.32% trong 2 năm đầu và 14.32% trong các năm tiếp theo.

Giả định phí nhận tái BH tăng trưởng thêm 2% so với kịch bản cơ sở, lên mức 14%/năm

Giả định các khoản khấu trừ không thay đổi so với kịch bản cơ sở

Giả định dự phòng phí chưa sử dụng không thay đổi so với kịch bản cơ sở

Giả định hoa hồng nhượng tái BH không thay đổi so với kịch bản cơ sở

Giả định tăng trưởng thu nhập khác không thay đổi so với kịch bản cơ sở

Giả định về bồi thường và đáo hạn: với sự kiểm soát chặt về đánh giá rủi ro cùng với ổn định về lãi suất dẫn đến tỷ lệ bồi thường của hoạt động BH phi nhân thọ ở mức 46% ở năm thứ nhất, 47.5% ở các năm tiếp theo phí BH phi nhân thọ và tỷ lệ chi trả giải ước đáo hạn / phí BH nhân thọ ở mức 62% ở năm thứ nhất, 63.5% ở các năm tiếp theo dẫn đến tỷ lệ bồi thường, đáo hạn/tổng phí gốc ở mức 54.47% ở năm thứ nhất và ở các năm tiếp theo giảm 0.5% so với giả định cơ sở.

Giả định chi bồi thường nhận tái BH, khấu trừ chi phí, dự phòng dao động lớn, không thay đổi so với kịch bản cơ sở

Với giả định tỷ lệ bồi thường giảm, giả định tăng trưởng dự phòng bồi thường năm đầu giảm 10% và các năm tiếp theo giảm 3% so với kịch bản cơ sở

Giả định chi phí hoạt động khác giảm nhẹ từ mức giả định cơ sở 9.97% của tổng phí xuống mức 9.67% theo giả định quản lý chi phí tốt hơn.



Giá định chi phí bán hàng giảm 0.1% so với kịch bản cơ sở và chi phí quản lý giảm 0.2% so với kịch bản cơ sở thông qua thay đổi lại mô hình quản lý, cắt giảm nhân sự.

Giá định tăng trưởng chi phí quản lý không liên quan đến hoạt động ngân hàng BH giảm ở mức 0.2% so với kịch bản cơ sở.

Giá định tăng trưởng thu nhập tài chính tăng 3%/năm so với kịch bản cơ sở và tăng 1% các năm tiếp theo. Giá định chi phí tài chính giảm 2% năm đầu và 1% các năm tiếp theo so với kịch bản cơ sở cùng với sự hồi phục của nền kinh tế và thị trường chứng khoán.

Giá định tăng trưởng lợi nhuận của hoạt động khác không đổi so với giả định cơ sở.

Giá định tăng trưởng LN của công ty liên kết giảm 2% so với giả định cơ sở

#### Định giá theo phương pháp so sánh.

Theo kịch bản 12 với EPS dự kiến năm 2009 ở mức 1,895 và BVPS ở mức 16,443 giá theo P/E và P/B lần lượt là 39,956 đồng và 55,310

Bảng 33: Định giá theo PB, PE kịch bản thuận lợi

Định giá theo P/B và P/E					
PB tiêu chuẩn	PE tiêu chuẩn	Mức bù rủi ro	PB điều chỉnh	PE điều chỉnh	
1.62	18.26	50%	2.43	27.39	
BVPS	EPS		Giá theo PB	Giá theo PE	
16,428	2,004		39,919	54,893	

#### Định giá với mô hình chiết khấu cổ tức

Chúng tôi giả định BVH sẽ theo 2 giai đoạn phát triển, giai đoạn 1 từ năm 2009-2013 với mức chi trả cổ tức 12% trong giai đoạn này, giai đoạn 2 từ năm 2013 trở đi với tỷ lệ chi trả cổ tức 30% thu nhập sau thuế.

Để xác định chi phí vốn chủ sở hữu làm lãi suất chiết khấu, chúng tôi sử dụng mô hình CAPM, với R<sub>f</sub> là lãi suất trung bình trái phiếu chính phủ dài hạn 9.5%.

Mức bù rủi ro 3%

Beta điều chỉnh dựa trên dữ liệu thị trường là 1.02

Khi đó, Chi phí vốn cổ phần = 9.5% + 3% \* 1.02 = 12.56%.

Bảng 34: Định giá theo DDM, kịch bản thuận lợi

Lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn		9.50%		
Mức bù rủi ro		3.00%		
Beta điều chỉnh		1.021183897		
ROAE	16.68%	P/B	5.64	
Re	12.56%	Adjusted premium		
g	11.68%	Adjusted P/B	5.64	
Pay out ratio	30.00%	EPS dự báo 2013	3,322	
Năm	Tỷ lệ cổ tức	Cổ tức	Nhân tố chiết khấu	Giá trị hiện tại
2009	12.00%	1,200	0.888387036	1,066
2010	12.00%	1,200	0.789231525	947
2011	12.00%	1,200	0.701143055	841
2012	12.00%	1,200	0.6228864	747
2013	12.00%	1,200	0.553364202	664
BVPS		118,375		65,504
GIÁ				69,770

Chúng tôi sử dụng công thức  $P/B = (ROE - g) / (Re - g)$

$P/B$  điều chỉnh =  $P/B * (1 + \text{phí bù rủi ro})$

Terminal value = Giá trị sổ sách tại thời điểm 2013 \* P/B điều chỉnh.

Giá = dòng cổ tức chiết khấu và terminal value chiết khấu về thời điểm hiện tại theo lãi suất chiết khấu là chi phí vốn cổ phần.

### 3. KỊCH BẢN BA: TRƯỜNG HỢP BẤT LỢI

Trong trường hợp này khi các yếu tố vĩ mô có chiều hướng xấu hơn kỳ vọng hoặc tỷ lệ tổn thất xấu đi, chúng tôi giả định hoạt động kinh doanh của BVH gặp nhiều khó khăn hơn, doanh thu BH phi nhân thọ và nhân thọ giảm ở mức 2% và 1% so với kịch bản cơ sở tạo nên doanh thu giảm hơn 1.5% so với kịch bản cơ sở. Doanh thu tang trường 7.32% trong 2 năm đầu và 11.32% trong các năm tiếp theo.

Giả định phí nhận tái BH giảm 2% so với kịch bản cơ sở, xuống mức 10%/năm trong 2 năm đầu và 14% các năm tiếp theo

Giả định các khoản khấu trừ không thay đổi so với kịch bản cơ sở

Giả định dự phòng phí chưa sử dụng không thay đổi so với kịch bản cơ sở

Giả định hoa hồng nhượng tái BH không thay đổi so với kịch bản cơ sở

Giả định tăng trưởng thu nhập khác không thay đổi so với kịch bản cơ sở

Giả định về bồi thường và đáo hạn: giả định tình hình tổn thất theo chiều hướng xấu hơn cung với việc khách hàng hủy hợp đồng gia tăng dẫn đến tỷ lệ bồi thường của hoạt động BH phi nhân thọ ở mức 50% ở năm thứ nhất, 48.5% ở các năm tiếp theo phí BH phi nhân thọ và tỷ lệ chi trả giải ước đáo hạn / phí BH nhân thọ ở mức 66% ở năm thứ nhất 64.5% dẫn đến tỷ lệ bồi thường, đáo hạn/tổng phí gốc tăng 2% ở mức 58.47% ở năm thứ nhất và các năm tiếp theo tăng 0.5% so với giả định cơ sở.

Giả định chi bồi thường nhận tái BH, khấu trừ chi phí, dự phòng dao động lớn, không thay đổi so với kịch bản cơ sở

Với giả định tỷ lệ bồi thường giảm, giả định tăng trưởng dự phòng bồi thường năm đầu tăng 10% và các năm tiếp theo tăng 3% so với kịch bản cơ sở

Giả định chi phí hoạt động khác tăng nhẹ từ mức giả định cơ sở 9.97% của tổng phí xuống mức 10.27% theo giả định quản lý chi phí tốt hơn.

Giả định chi phí bán hàng tăng 0.1% so với kịch bản cơ sở và chi phí quản lý tăng 0.2% so với kịch bản cơ sở do không kiểm soát được chi phí.

Giả định tăng trưởng chi phí quản lý không liên quan đến hoạt động ngân hàng BH tăng ở mức 0.2% so với kịch bản cơ sở.

Giả định tăng trưởng thu nhập tài chính giảm 3% năm đầu và 1%/năm tiếp theo so với kịch bản cơ sở. Giả định chi phí tài chính tăng 2% năm đầu và 1% các năm tiếp theo so với kịch bản cơ sở.

Giả định tăng trưởng lợi nhuận của hoạt động khác không đổi so với giả định cơ sở.

Giả định tăng trưởng của công ty liên kết tăng 2% so với giả định cơ sở

#### Định giá theo phương pháp so sánh.

Theo kịch bản 12 với EPS dự kiến năm 2009 ở mức 1,191 và BVPS ở mức 15,713 giá theo P/E và P/B lần lượt là 38,184 đồng và 35,332

Bảng 35: Định giá theo PE, PB kịch bản bất lợi

Định giá theo P/B và P/E				
PB tiêu chuẩn	PE tiêu chuẩn	Mức bù rủi ro	PB điều chỉnh	PE điều chỉnh
1.62	18.26	50%	2.43	27.39
15,687	1,263		38,119	34,600

#### Định giá với mô hình chiết khấu cổ tức

Chúng tôi giả định BVH sẽ theo 2 giai đoạn phát triển, giai đoạn 1 từ năm 2009-2013 với mức chi trả cổ tức 12% trong giai đoạn này, giai đoạn 2 từ năm 2013 trở đi với tỷ lệ chi trả cổ tức 30% thu nhập.

Để xác định chi phí vốn chủ sở hữu làm lãi suất chiết khấu, chúng tôi sử dụng mô hình CAPM, với Rf là lãi suất trung bình trái phiếu chính phủ dài hạn 9.5%.

Mức bù rủi ro 3%

Beta điều chỉnh dựa trên dữ liệu thị trường là 1.02

Khi đó, Chi phí vốn cổ phần =  $9.5\% + 3\% * 1.02 = 12.56\%$ .

Bảng 36: Định giá theo PE, PB, kịch bản bất lợi.

Lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn			9.50%	
Mức bù rủi ro			3.00%	
Beta điều chỉnh			1.021183897	
ROAE	14.46%		P/B	1.77
Re	12.56%		Adjusted premium	
g	10.12%		Adjusted P/B	1.77
Pay out ratio	30.00%		EPS dự báo 2013	2,457
Năm	Tỷ lệ cổ tức	Cổ tức	Nhân tố chiết khấu	Giá trị hiện tại
2009	12.00%	1,200	0.888387036	1,066
2010	12.00%	1,200	0.789231525	947
2011	12.00%	1,200	0.701143055	841
2012	12.00%	1,200	0.6228864	747
2013	12.00%	1,200	0.553364202	664
BVPS		31,275		17,307
GIÁ				21,573

Chúng tôi sử dụng công thức  $P/B = (ROE - g) / (Re - g)$

$P/B$  điều chỉnh =  $P/B * (1 + \text{phí bù rủi ro})$

Terminal value = Giá trị sổ sách tại thời điểm 2013 \*  $P/B$  điều chỉnh.

Giá = dòng cổ tức chiết khấu và terminal value chiết khấu về thời điểm hiện tại theo lãi suất chiết khấu là chi phí vốn cổ phần.

### Tổng hợp định giá và khuyến nghị

Bảng 37: Tổng hợp giá cuối cùng

		Giá	Trọng số	Giá theo kịch bản	trọng số	Giá
KB cơ sở	PE	44,594	30.0%			
	PB	39,005	40.0%	39,299	60.0%	
	DDM	34,395	30.0%			
KB tốt	PE	54,893	30.0%			
	PB	39,919	40.0%	53,367	20.0%	40,672
	DDM	69,770	30.0%			
KB xấu	PE	34,600	30.0%			
	PB	38,119	40.0%	32,099	20.0%	
	DDM	21,573	30.0%			

Từ ba kịch bản trên chúng tôi tổng hợp lại thành bảng tổng hợp định giá như trên. Các trọng số kịch bản được xác định trên giả định sắc xuất xảy ra đối với từng kịch bản.

Đối với doanh nghiệp như ngân hàng, BH, chúng tôi đặt trọng số cao hơn với phương pháp định giá bằng P/B với trọng số cao hơn 40% và hai phương pháp còn lại với trọng số thấp hơn ở mức 30%.

Khi thiết lập mô hình thu nhập với kịch bản cơ sở, chúng tôi đưa ra các giả định gần nhất có thể với tình hình kinh doanh của tập đoàn bảo Việt do đó chúng tôi kỳ vọng sắc xuất xảy ra với kịch bản 1 là lớn nhất và đặt trọng số 60%, hai kịch bản còn lại với khả năng xảy ra đồng đều và có trọng số 20%.

Với các giả định trên, chúng tôi định giá BVH hiện tại ở mức giá 40,672.

Khi định giá theo phương pháp so sánh với benchmark là chỉ số P/E và P/B của các công ty bảo hiểm ở các nước đang phát triển và loại bỏ các outliers, P/E và P/B trung bình ở mức 1.985 và 16.352, với benchmark này giá BVH tương ứng ở mức 31,900 và 27,000. Tuy nhiên việc xác định này chỉ mang tính chất tham khảo và chúng tôi cho rằng mức định giá 40,672 phản ánh đầy đủ giá trị của BVH hơn.

Với mức giá này chúng tôi khuyến nghị khách hàng giữ cổ phiếu BVH với kỳ vọng rằng việc BVH đang thực hiện một loạt các thay đổi về phương thức quản lý, áp dụng công nghệ thông tin, phát triển sản phẩm và kênh phân phối,... theo những tư vấn và hỗ trợ của HSBC Insurance sẽ quản lý chi phí và rủi ro tốt hơn, tăng cường hiệu quả hoạt động. Đồng thời các công ty con mới đầu tư như Ngân hàng Bảo Việt, công ty đầu tư Bảo Việt sẽ hoạt động hiệu quả hơn trong tương lai gần, cùng với các công ty đang hoạt động hiện tại như Bảo Hiểm Việt Nam, Bảo Việt Nhân Thọ, Công ty quản lý quỹ Bảo Việt, Bảo Việt Chứng khoán góp phần gia tăng hiệu quả hoạt động và gia tăng giá trị của BVH trong dài hạn.

## PHỤ LỤC

## Tổng hợp bảng giá định Trường hợp cơ sở

Năm	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
1 Tăng trưởng tổng phí BH gốc	8.82%	8.82%	12.82%	12.82%	12.82%
1.1 Tăng trưởng phí nhận tái bảo hiểm	12.00%	12.00%	16.00%	16.00%	16.00%
2 Giảm trừ doanh thu/tổng phí	14.61%	14.49%	14.37%	14.26%	14.14%
3 Tăng dự phòng toán học và chưa hưởng/tổng phí	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
4 Hoa hồng nhượng tái/giảm trừ doanh thu	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
5 Tăng trưởng thu nhập khác	50.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
6 đáo hạn và bồi thường/tổng phí	56.47%	56.22%	55.97%	55.72%	55.47%
7 Chi bồi thường nhận TBH/phí nhận TBH	35.67%	35.67%	35.67%	35.67%	35.67%
8 Khấu trừ chi phí/khấu trừ doanh thu	35.44%	35.44%	35.44%	35.44%	35.44%
9 Tăng thuần dự phòng quỹ dao động lớn	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
10 Tăng trưởng tăng quỹ dự phòng bồi thường	40.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
11 Chi phí HĐ khác/tổng phí	9.97%	9.97%	9.97%	9.97%	9.97%
12 Chi phí bán hàng/tổng phí	1.50%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%
13 Chi phí quản lý/tổng phí	17.09%	16.84%	16.59%	16.34%	16.09%
14 Tăng trưởng thu nhập BV bank	50.00%	50.00%	30.00%	30.00%	30.00%
15 Tăng trưởng chi phí BV bank	50.00%	50.00%	30.00%	30.00%	30.00%
16 Tăng trưởng CP quản lý không liên quan đến HĐBH &NH	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
17 Tăng trưởng thu nhập tài chính	-11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
18 Chi phí tài chính/thu nhập tài chính	49.00%	53.00%	55.00%	55.00%	55.00%
19 Tăng trưởng lợi nhuận từ HĐ khác	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
20 Tăng trưởng LNTừ cty LK và lợi ích cổ đông thiểu số	50.00%	5.00%	10.00%	10.00%	10.00%
21 Thuế	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
22 Tỷ lệ chiết khấu	12.56%	12.56%	12.56%	12.56%	12.56%
23 Tỷ lệ chi trả cổ tức	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%

## Mô hình thu nhập kịch bản cơ sở:

	Đơn vị: Triệu đồng						
	0	2,008	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
Thu phí BH gốc	6,715,168	7,307,601	7,952,302	8,971,971	10,122,386	11,420,311	
Thu phí nhận tái BH	137,802	154,339	172,859	200,517	232,599	269,815	
Các khoản giảm trừ doanh thu	1,050,820	(1,067,496)	(1,152,323)	(1,289,526)	(1,442,970)	(1,614,562)	
Tăng dự phòng phí chưa được hưởng và dự phòng toán học	358,667	(511,532)	(556,661)	(628,038)	(708,567)	(799,422)	
Thu hoa hồng nhượng tái BH	137,944	160,124	172,848	193,429	216,446	242,184	
Thu nhập khác	18,106	27,159	29,875	32,863	36,149	39,764	
Doanh thu thuần hoạt động kinh doanh BH	5,599,534	6,070,195	6,618,900	7,481,215	8,456,043	9,558,090	
Chi bồi thường BH gốc và chi trả đáo hạn	4,097,069	4,126,881	4,471,087	5,021,954	5,640,579	6,335,282	
Chi bồi thường nhận tái BH	49,973	55,046	61,652	71,516	82,958	96,232	
Các khoản giảm trừ chi phí	418,574	(378,294)	(408,354)	(456,976)	(511,353)	(572,161)	
Bồi thường thuộc trách nhiệm giữ lại	3,728,469	(3,803,633)	(4,124,384)	(4,636,494)	(5,212,185)	(5,859,353)	
Chi bồi thường từ quỹ dao động lớn	96,376	0					

Đơn vị: Triệu đồng



Tăng dự phòng bồi thường	9,675	13,545	14,900	16,390	18,029	19,831
Trích dự phòng dao động lớn	82,863	0	0	0	0	0
Chi khác hoạt động kinh doanh BH	719,144	(728,802)	(793,100)	(894,794)	(1,009,527)	(1,138,972)
Tổng chi trực tiếp hoạt động kinh doanh BH	4,443,775	(4,518,890)	(4,902,584)	(5,514,898)	(6,203,683)	(6,978,493)
Lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh BH	1,155,759	1,551,305	1,716,316	1,966,317	2,252,359	2,579,597
Chi phí bán hàng	92,492	(109,614)	(59,642)	(67,290)	(75,918)	(85,652)
Chi phí quản lý doanh nghiệp liên quan trực tiếp đến hoạt động BH	1,005,400	(1,248,995)	(1,339,305)	(1,488,605)	(1,654,172)	(1,837,725)
Lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh BH	57,867	192,696	317,369	410,423	522,269	656,220
Thu nhập của BV Bank	0	138,416	207,624	269,912	350,885	456,150
Chi phí của hoạt động của BV Bank	0	(80,691)	(121,037)	(157,348)	(204,552)	(265,918)
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh của BV Bank	0	57,725	86,587	112,564	146,333	190,232
Chi phí quản lý doanh nghiệp ngoài hoạt động BH và ngân hàng	189,669	195,359	201,219	207,256	213,474	219,878
Doanh thu hoạt động tài chính	2,725,303	2,425,520	2,692,327	2,988,483	3,317,216	3,682,109
Chi phí hoạt động tài chính	2,215,127	1,188,505	1,426,933	1,643,665	1,824,469	2,025,160
Lợi nhuận hoạt động tài chính	510,176	1,237,015	1,265,394	1,344,817	1,492,747	1,656,949
Thu nhập hoạt động khác	19,792					
Chi phí hoạt động khác	641					
Lợi nhuận hoạt động khác	19,151	50,981	27,577	33,093	39,711	47,653
Phần lợi nhuận (lỗ) trong công ty LK, LD	18,476	27,714	29,100	32,009	35,210	38,731
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	416,000	1,370,772	1,524,808	1,725,650	2,022,797	2,369,909
Dự phòng bảo đảm cân đối	1,597	2,270	2,497	2,746	3,021	3,323
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành	122,228	342,126	380,578	430,726	504,944	591,646
Thuế thu nhập doanh nghiệp hoãn lại	22,749					
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	269,426	1,026,377	1,141,733	1,292,177	1,514,832	1,774,939
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(168,765)	93,424	98,095	107,905	118,695	130,565
Lợi nhuận sau thuế của chủ sở hữu, Tập đoàn Bảo Việt	438,191	932,953	1,043,638	1,184,273	1,396,137	1,644,374
EPS	765	1,628	1,821	2,067	2,436	2,870
BV	14,423	14,852	15,473	16,340	17,576	19,246
Tỷ lệ chi trả cổ tức/lợi nhuận		12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
Cổ tức chi trả		687,632	687,632	687,632	687,632	687,632
Lợi nhuận giữ lại		245,321	356,006	496,641	708,505	956,743
VCSH	8,265,011	8,510,332	8,866,338	9,362,978	10,071,483	11,028,226
ROAE	5.45%	11.12%	12.01%	12.99%	14.37%	15.59%
VĐL	5,730,266	5,730,266	5,730,266	5,730,266	5,730,266	5,730,266

**Tổng hợp bảng giá định kịch bản hai (thuận lợi):**

Năm	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
1 Tăng trưởng tổng phí BH gốc	10.32%	10.32%	14.32%	14.32%	14.32%
1.1 Tăng trưởng phí nhận tái bảo hiểm	14.00%	14.00%	18.00%	18.00%	18.00%
2 Giảm trừ doanh thu/tổng phí	14.61%	14.49%	14.37%	14.26%	14.14%
3 Tăng dự phòng toán học và chưa hưởng/tổng phí	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
4 Hoa hồng nhượng tái/giảm trừ doanh thu	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
5 Tăng trưởng thu nhập khác	50.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
6 đáo hạn và bồi thường/tổng phí	54.47%	55.72%	55.47%	55.22%	54.97%
7 Chi bồi thường nhận TBH/phí nhận TBH	35.67%	35.67%	35.67%	35.67%	35.67%
8 Khấu trừ chi phí/khấu trừ doanh thu	35.44%	35.44%	35.44%	35.44%	35.44%
9 Tăng thuần dự phòng quỹ dao động lớn	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
10 Tăng trưởng tăng quỹ dự phòng bồi thường	30.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
11 Chi phí HĐ khác/tổng phí	9.67%	9.67%	9.67%	9.67%	9.67%
12 Chi phí bán hàng/tổng phí	1.40%	0.65%	0.65%	0.65%	0.65%
13 Chi phí quản lý/tổng phí	16.89%	16.64%	16.39%	16.14%	15.89%
14 Tăng trưởng thu nhập BV bank	50.00%	50.00%	30.00%	30.00%	30.00%
15 Tăng trưởng chi phí BV bank	50.00%	50.00%	30.00%	30.00%	30.00%
16 Tăng trưởng CP quản lý không liên quan đến HĐBH &NH	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
17 Tăng trưởng thu nhập tài chính	-8.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
18 Chi phí tài chính/thu nhập tài chính	47.00%	52.00%	54.00%	54.00%	54.00%
19 Tăng trưởng lợi nhuận từ HĐ khác	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
20 Tăng trưởng LNTừ cty LK và lợi ích cổ đông thiểu số	48.00%	3.00%	8.00%	8.00%	8.00%
21 Thuế	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
22 Tỷ lệ chiết khấu	12.56%	12.56%	12.56%	12.56%	12.56%
23 Tỷ lệ chi trả cổ tức	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%

**Mô hình thu nhập kịch bản hai (thuận lợi):**

Đơn vị: Triệu đồng

	0	2,008	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
Thu phí BH gốc	6,715,168	7,408,329	8,173,041	9,343,610	10,681,831	12,211,718	
Thu phí nhận tái BH	137,802	157,095	179,088	211,324	249,362	294,247	
Các khoản giảm trừ doanh thu	1,050,820	(1,082,211)	(1,184,309)	(1,342,941)	(1,522,720)	(1,726,449)	
Tăng dự phòng phí chưa được hưởng và dự phòng toán học	358,667	(518,583)	(572,113)	(654,053)	(747,728)	(854,820)	
Thu hoa hồng nhượng tái BH	137,944	162,332	177,646	201,441	228,408	258,967	
Thu nhập khác	18,106	27,159	29,875	32,863	36,149	39,764	
Doanh thu thuần hoạt động kinh doanh BH	5,599,534	6,154,121	6,803,228	7,792,243	8,925,302	10,223,427	
Chi bồi thường BH gốc và chi trả đáo hạn	4,097,069	4,035,599	4,554,330	5,183,256	5,898,914	6,713,246	
Chi bồi thường nhận tái BH	49,973	56,029	63,873	75,370	88,937	104,946	
Các khoản giảm trừ chi phí	418,574	(383,508)	(419,689)	(475,905)	(539,614)	(611,810)	
Bồi thường thuộc trách nhiệm giữ lại	3,728,469	(3,708,120)	(4,198,513)	(4,782,722)	(5,448,237)	(6,206,382)	
Chi bồi thường từ quỹ dao động lớn	96,376	0					

Tăng dự phòng bồi thường	9,675	12,578	13,458	14,400	15,408	16,487
Trích dự phòng dao động lớn	82,863	0	0	0	0	0
Chi khác hoạt động kinh doanh BH	719,144	(716,623)	(790,595)	(903,827)	(1,033,276)	(1,181,265)
Tổng chi trực tiếp hoạt động kinh doanh BH	4,443,775	(4,412,165)	(4,975,651)	(5,672,149)	(6,466,105)	(7,371,160)
Lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh BH	1,155,759	1,741,955	1,827,578	2,120,095	2,459,197	2,852,267
Chi phí bán hàng	92,492	(103,717)	(53,125)	(60,733)	(69,432)	(79,376)
Chi phí quản lý doanh nghiệp liên quan trực tiếp đến hoạt động BH	1,005,400	(1,251,394)	(1,360,135)	(1,531,579)	(1,724,232)	(1,940,652)
Lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh BH	57,867	386,844	414,318	527,783	665,533	832,238
Thu nhập của BV Bank	0	138,416	207,624	269,912	350,885	456,150
Chi phí của hoạt động của BV Bank	0	(80,691)	(121,037)	(157,348)	(204,552)	(265,918)
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh của BV Bank	0	57,725	86,587	112,564	146,333	190,232
Chi phí quản lý doanh nghiệp ngoài hoạt động BH và ngân hàng	189,669	195,359	201,219	207,256	213,474	219,878
Doanh thu hoạt động tài chính	2,725,303	2,507,279	2,808,152	3,145,130	3,522,546	3,945,251
Chi phí hoạt động tài chính	2,215,127	1,178,421	1,460,239	1,698,370	1,902,175	2,130,436
Lợi nhuận hoạt động tài chính	510,176	1,328,858	1,347,913	1,446,760	1,620,371	1,814,816
Thu nhập hoạt động khác	19,792					
Chi phí hoạt động khác	641					
Lợi nhuận hoạt động khác	19,151	50,981	27,577	33,093	39,711	47,653
Phần lợi nhuận (lỗ) trong công ty LK, LD	18,476	27,344	28,165	30,418	32,851	35,479
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	416,000	1,656,394	1,703,341	1,943,361	2,291,326	2,700,541
Dự phòng bảo đảm cân đối	1,597	2,270	2,497	2,746	3,021	3,323
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành	122,228	413,531	425,211	485,154	572,076	674,305
Thuế thu nhập doanh nghiệp hoãn lại	22,749					
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	269,426	1,240,593	1,275,633	1,455,461	1,716,229	2,022,914
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(168,765)	92,178	94,944	102,539	110,742	119,602
Lợi nhuận sau thuế của chủ sở hữu, Tập đoàn Bảo Việt	438,191	1,148,415	1,180,689	1,352,921	1,605,486	1,903,312
EPS	765	2,004	2,060	2,361	2,802	3,322
BV	14,423	15,228	16,088	17,249	18,851	20,972
Tỷ lệ chi trả cổ tức/lợi nhuận		12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
Cổ tức chi trả		687,632	687,632	687,632	687,632	687,632
Lợi nhuận giữ lại		460,783	493,057	665,289	917,854	1,215,680
VCSH	8,265,011	8,725,794	9,218,851	9,884,141	10,801,995	12,017,675
ROAE	5.45%	13.52%	13.16%	14.16%	15.52%	16.68%
VĐL	5,730,266	5,730,266	5,730,266	5,730,266	5,730,266	5,730,266

**Bảng tổng hợp giả định kịch bản bất lợi ( xấu).**

Năm	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
1 Tăng trưởng tổng phí BH gốc	7.32%	7.32%	11.32%	11.32%	11.32%
1.1 Tăng trưởng phí nhận tái bảo hiểm	10.00%	10.00%	14.00%	14.00%	14.00%
2 Giảm trừ doanh thu/tổng phí	14.61%	14.49%	14.37%	14.26%	14.14%
3 Tăng dự phòng toán học và chưa hưởng/tổng phí	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
4 Hoa hồng nhượng tái/giảm trừ doanh thu	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
5 Tăng trưởng thu nhập khác	50.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
6 đáo hạn và bồi thường/tổng phí	58.47%	56.72%	56.47%	56.22%	55.97%
7 Chi bồi thường nhận TBH/phí nhận TBH	35.67%	35.67%	35.67%	35.67%	35.67%
8 Khấu trừ chi phí/khấu trừ doanh thu	35.44%	35.44%	35.44%	35.44%	35.44%
9 Tăng thuần dự phòng quỹ dao động lớn	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
10 Tăng trưởng tăng quỹ dự phòng bồi thường	50.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
11 Chi phí HĐ khác/tổng phí	10.27%	10.27%	10.27%	10.27%	10.27%
12 Chi phí bán hàng/tổng phí	1.60%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%
13 Chi phí quản lý/tổng phí	17.29%	17.04%	16.79%	16.54%	16.29%
14 Tăng trưởng thu nhập BV bank	50.00%	50.00%	30.00%	30.00%	30.00%
15 Tăng trưởng chi phí BV bank	50.00%	50.00%	30.00%	30.00%	30.00%
16 Tăng trưởng CP quản lý không liên quan đến HĐBH &NH	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
17 Tăng trưởng thu nhập tài chính	-14.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
18 Chi phí tài chính/thu nhập tài chính	51.00%	54.00%	56.00%	56.00%	56.00%
19 Tăng trưởng lợi nhuận từ HĐ khác	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
20 Tăng trưởng LNTừ cty LK và lợi ích cổ đông thiểu số	52.00%	7.00%	12.00%	12.00%	12.00%
21 Thuế	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
22 Tỷ lệ chiết khấu	12.56%	12.56%	12.56%	12.56%	12.56%
23 Tỷ lệ chi trả cổ tức	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%

**Mô hình thu nhập kịch bản bất lợi (xấu):**

Đơn vị: Triệu đồng

	0	2,008	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
Thu phí BH gốc	6,715,168	7,206,874	7,734,584	8,610,319	9,585,207	10,670,475	
Thu phí nhận tái BH	137,802	151,583	166,741	190,085	216,696	247,034	
Các khoản giảm trừ doanh thu	1,050,820	(1,052,782)	(1,120,775)	(1,237,547)	(1,366,394)	(1,508,553)	
Tăng dự phòng phí chưa được hưởng và dự phòng toán học	358,667	(504,481)	(541,421)	(602,722)	(670,964)	(746,933)	
Thu hoa hồng nhượng tái BH	137,944	157,917	168,116	185,632	204,959	226,283	
Thu nhập khác	18,106	27,159	29,875	32,863	36,149	39,764	
Doanh thu thuần hoạt động kinh doanh BH	5,599,534	5,986,270	6,437,121	7,178,629	8,005,653	8,928,069	
Chi bồi thường BH gốc và chi trả đáo hạn	4,097,069	4,214,134	4,387,351	4,862,575	5,389,169	5,972,671	
Chi bồi thường nhận tái BH	49,973	54,063	59,469	67,795	77,287	88,107	
Các khoản giảm trừ chi phí	418,574	(373,080)	(397,175)	(438,556)	(484,216)	(534,594)	
Bồi thường thuộc trách nhiệm giữ lại	3,728,469	(3,895,117)	(4,049,646)	(4,491,815)	(4,982,239)	(5,526,184)	
Chi bồi thường từ quỹ dao động lớn	96,376	0					
Tăng dự phòng bồi thường	9,675	14,513	16,399	18,531	20,940	23,662	

Trích dự phòng dao động lớn	82,863	0	0	0	0	0
Chi khác hoạt động kinh doanh BH	719,144	(740,377)	(794,590)	(884,556)	(984,708)	(1,096,200)
Tổng chi trực tiếp hoạt động kinh doanh BH	4,443,775	(4,620,982)	(4,827,837)	(5,357,840)	(5,946,007)	(6,598,722)
Lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh BH	1,155,759	1,365,288	1,609,284	1,820,789	2,059,645	2,329,347
Chi phí bán hàng	92,492	(115,310)	(65,744)	(73,188)	(81,474)	(90,699)
Chi phí quản lý doanh nghiệp liên quan trực tiếp đến hoạt động BH	1,005,400	(1,246,193)	(1,318,106)	(1,445,821)	(1,585,558)	(1,738,404)
Lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh BH	57,867	3,785	225,434	301,781	392,613	500,244
Thu nhập của BV Bank	0	138,416	207,624	269,912	350,885	456,150
Chi phí của hoạt động của BV Bank	0	(80,691)	(121,037)	(157,348)	(204,552)	(265,918)
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh của BV Bank	0	57,725	86,587	112,564	146,333	190,232
Chi phí quản lý doanh nghiệp ngoài hoạt động BH và ngân hàng	189,669	195,359	201,219	207,256	213,474	219,878
Doanh thu hoạt động tài chính	2,725,303	2,343,760	2,578,136	2,835,950	3,119,545	3,431,500
Chi phí hoạt động tài chính	2,215,127	1,195,318	1,392,194	1,588,132	1,746,945	1,921,640
Lợi nhuận hoạt động tài chính	510,176	1,148,443	1,185,943	1,247,818	1,372,600	1,509,860
Thu nhập hoạt động khác	19,792					
Chi phí hoạt động khác	641					
Lợi nhuận hoạt động khác	19,151	50,981	27,577	33,093	39,711	47,653
Phần lợi nhuận (lỗ) trong công ty LK, LD	18,476	28,083	30,049	33,655	37,694	42,217
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	416,000	1,093,659	1,354,371	1,521,654	1,775,477	2,070,328
Dự phòng bảo đảm cân đối	1,597	2,270	2,497	2,746	3,021	3,323
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành	122,228	272,847	337,969	379,727	443,114	516,751
Thuế thu nhập doanh nghiệp hoãn lại	22,749					
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	269,426	818,542	1,013,906	1,139,181	1,329,342	1,550,254
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(168,765)	94,670	101,297	113,452	127,066	142,314
Lợi nhuận sau thuế của chủ sở hữu, Tập đoàn Bảo Việt	438,191	723,872	912,609	1,025,729	1,202,275	1,407,939
EPS	765	1,263	1,593	1,790	2,098	2,457
BV	14,423	14,487	14,879	15,469	16,367	17,624
Tỷ lệ chi trả cổ tức/lợi nhuận		12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
Cổ tức chi trả		687,632	687,632	687,632	687,632	687,632
Lợi nhuận giữ lại		36,240	224,977	338,097	514,643	720,308
VCSH	8,265,011	8,301,251	8,526,228	8,864,325	9,378,968	10,099,276
ROAE	5.45%	8.74%	10.85%	11.80%	13.18%	14.46%
VĐL	5,730,266	5,730,266	5,730,266	5,730,266	5,730,266	5,730,266



**Khuyến cáo:** Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của Phòng Phân Tích, Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư, Công ty Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những nhà đầu tư quan tâm tới dịch vụ hỗ trợ đầu tư tại Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2009, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO. Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thăng Long.

#### Mức Khuyến Nghị

**Mua Mạnh (5 sao):** Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể lớn hơn 25% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

**Mua (4 sao):** Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ 10% - 25% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

**Giữ (3 sao):** Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ 0% - 10% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

**Bán (2 sao):** Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ (-15%) - 0% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

**Bán Mạnh (1 sao):** Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể lớn hơn (-15%) so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

#### Tác giả

Nguyễn Quang Huy

Email: [huyngq@thanglongsc.com.vn](mailto:huyngq@thanglongsc.com.vn)

#### Sản Phẩm

Báo cáo này được viết và phân phối bởi Phòng Phân tích, Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư, Công ty Chứng khoán Thăng Long. Chúng tôi hiện đang cung cấp các sản phẩm sau đây:

#### Thang Long Express

- Technical View
- Overnight Update
- Company Reports
- Industry Reports

#### Thang Long Intel

- Economic Insight
- Portfolio Strategies
- Economic Outlook

#### Trụ sở chính:

Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: +84 (4) 3726 2600 Fax: +84 (4) 3726 2601.

#### Chi nhánh:

Tầng 2, Tòa nhà PetroVietNam, 1-5 Lê Duẩn, Q1, HCM

Điện thoại: +84 (8) 3910 6411 Fax: +84 (8) 3910 6153.

#### Phòng GD:

- 14C Lý Nam Đế, Hoàn Kiếm, Hà nội

Điện thoại: +84 (4) 3733 7671 Fax: +84 (4) 3733 7670.

- 2 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: +84 (8) 3910 2215 Fax: +84 (8) 3910 2216.

- 126 Hoàng Quốc Việt, Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Điện thoại: +84 (4) 3755 7668 Fax: +84 (4) 3755 7589

**Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn Đầu Tư:** TS. Nguyễn Trọng Nghĩa

**Hà nội Office:** Đỗ Hiệp Hòa, Nguyễn Trà Lân, Lê Việt Dũng, Chu Thế Huynh, Tô Đức Hải, Nguyễn Quang Huy, Hoàng Công Tuấn, Tống Duy Sơn.

**Hồ Chí Minh Office:** Hồ Ngọc Bạch, Lê Hoàng Tân, Nguyễn Thị Thúy Hằng, Trần Đình Khánh, Phạm Đăng Mạnh Hồng Lân, Nguyễn Nguyên Cỏ, Nguyễn Hoài An.