

06/08/2024

KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá hợp lý	29,200
Giá hiện tại	23,250
Tiềm năng tăng/giảm	26%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	120.6
Free float (triệu)	36.2
Vốn hóa (tỷ VND)	2,936
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	425,348
Sở hữu nước ngoài (%)	30.8%
Ngày niêm yết đầu tiên	21/04/2008

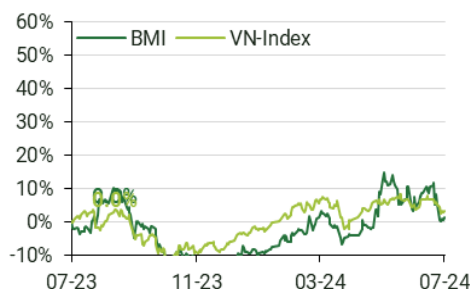
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Tổng Công ty Đầu Tư Và Kinh Doanh Vốn Nhà Nước - Công ty TNHH AXA SA - Pháp	50.7%
Công ty TNHH Firstland	16.7%
Halley Sicav - Halley Asian Prosperity	5.7%
	5.0%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	2,749
BVPS (VND)	22,534
Nợ/VCSH (%)	162%
ROA (%)	4.65%
ROE (%)	12.45%
P/E	8.9x
P/B	1.06x
Tỷ suất cổ tức (%)	4.1%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Tổng Công ty Cổ phần Bảo Minh (BMI) có tiền thân là Công ty Bảo hiểm Thành phố Hồ Chí Minh được thành lập thành lập bởi Bộ Tài chính vào năm 1994. Tổng Công ty hoạt động chính trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ và đầu tư tài chính. BMI chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ năm 2004.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Thảo Vy
vynnguyen@pms.vn

TĂNG CHẤT LƯỢNG DỊCH VỤ - GIỮ VỮNG THỊ PHẦN

- Ngành bảo hiểm nói chung và bảo hiểm phi nhân thọ nói riêng dự kiến bước qua giai đoạn khủng hoảng truyền thông và tăng trưởng trở lại. Trong 6 tháng đầu năm, doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ đã ghi nhận mức tăng trưởng 11%YoY, bất chấp toàn ngành thụt lùi vì sự suy yếu của doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ.
- Chúng tôi kỳ vọng năm 2024 BMI có thể duy trì thị phần số 3 thị trường bảo hiểm phi nhân thọ trong năm 2024 nhờ lợi thế uy tín lâu năm, đa dạng sản phẩm và chuyển đổi số mạnh mẽ tập trung nâng cao chất lượng sản phẩm.
- Bối cảnh lãi suất huy động tăng giúp cho các công ty bảo hiểm có thể gia tăng được thu nhập tài chính.
- BMI đang giao dịch tại mức P/B 1.06x, thấp hơn mức trung bình 3 năm là 1.3x. Nhờ hưởng lợi từ cơ bản tốt, PHS ước tính giá trị hợp lý của BMI là 29,200 đồng/cổ phiếu, với P/B dự phóng 2024 vào 1.17x. Chúng tôi khuyến nghị MUA với tiềm năng tăng giá là 26%.

Điểm nhấn đầu tư

Cổ đông chiến lược (AXA - tập đoàn bảo hiểm lớn nhất nước Pháp) hỗ trợ BMI nâng cao năng lực cạnh tranh. Sự tham gia của AXA từ năm 2007 đã giúp cho BMI tăng cường và cải thiện năng lực khai thác, quản lý khiếu nại - bồi thường, nâng cao mức trách nhiệm giữ lại của doanh nghiệp và phát triển sản phẩm mới. Qua đó đưa tỷ lệ tổn thất của BMI giảm từ 64% vào năm 2007 còn 33% vào năm 2023, và đạt 32% vào H1 2024.

Mạng lưới phủ sóng rộng khắp toàn quốc gia tăng khả năng tiếp cận khách hàng. BMI có mạng lưới phủ sóng rộng khắp toàn quốc với hơn 4,400 đại lý. BMI liên kết với 219 cơ sở y tế và hơn 700 garage xe trên toàn quốc. Lợi thế mạng lưới lớn sẽ giúp BMI đảm bảo nguyên tắc dàn trải và phân chia rủi ro, phân phối sản phẩm đến khách hàng.

Vị trí thứ 3 trên thị trường bảo hiểm phi nhân thọ. Mặc dù quy mô tổng tài sản khiêm tốn nhưng BMI vẫn đứng thứ 3 thị phần, trong đó dẫn đầu trong phân khúc bảo hiểm cháy nổ với thị phần chiếm 17%. Chúng tôi cho rằng tiềm năng của bảo hiểm phi nhân thọ là rất tích cực khi trong 6 tháng đầu năm. Kết quả 6 tháng cho thấy các công ty bảo hiểm phi nhân thọ ước tính tăng trưởng phí lên đến 11.2%YoY, ghi nhận hơn 38.8 nghìn tỷ đồng, tiếp tục dẫn dắt đà tăng trưởng toàn ngành bảo hiểm (giai đoạn trước 2022, nhóm nhân thọ luôn ghi nhận tốc độ tăng trưởng mạnh hơn phi nhân thọ).

Dự báo năm 2024

Thị trường bảo hiểm phi nhân thọ phục hồi từ đáy sau cuộc khủng hoảng truyền thông vào năm 2023. Nhờ các thế mạnh về mạng lưới đại lý rộng lớn, uy tín danh nghiệp xây dựng lâu năm, nỗ lực gia tăng chất lượng dịch vụ và tăng cường chuyển đổi số trong cung cấp sản phẩm, công tác bồi thường, quản lý rủi ro và kiểm soát tổn thất, chúng tôi ước tính Doanh thu phí bảo hiểm có thể đạt VND 6,764 tỷ đồng (+11%YoY). BMI tái cơ cấu hoạt động bảo hiểm sức khỏe, do đó chúng tôi ước tính Tổng chi bồi thường bảo hiểm tăng nhẹ 4%YoY lên 1,639 tỷ đồng. Hoạt động đầu tư bị ảnh hưởng bởi lãi suất thấp, Lợi nhuận gộp hoạt động tài chính giảm 1%YoY còn 278 tỷ đồng. Do đó, LNST năm 2024 ước tính sẽ đạt 375 tỷ đồng (+14%YoY).

Nhận xét và đánh giá

Bằng phương pháp định giá P/B, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với BMI với giá hợp lý là **29,200 đồng/cổ phiếu**, cho thấy tiềm năng tăng giá 26% so với giá hiện tại.

Kết quả kinh doanh H1 2024

Lũy kế 6 tháng 2024, hoạt động kinh doanh bảo hiểm chứng kiến sự phục hồi khi lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm tăng 24%YoY lên 210 tỷ đồng. Dù vậy, do môi trường lãi suất thấp, doanh thu từ hoạt động tài chính của BMI giảm 4%YoY còn 135 tỷ đồng, qua đó LNST của Công ty chỉ tăng nhẹ 1.5%YoY lên 150 tỷ đồng.

Trong H1 2024, nhờ BMI giảm được tỷ lệ tổn thất 150 bps YoY còn 32% nên tỷ lệ kết hợp giảm 93 bps YoY còn 91%, qua đó gia tăng hiệu quả hoạt động bảo hiểm của Công ty. Từ đó, góp phần đưa ROE tăng 37 bps YoY lên 13.1%. Do đó, nhìn chung, tuy môi trường lãi suất thấp là rủi ro ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư của BMI, nhưng kết quả kinh doanh cải thiện nhờ kết quả tốt từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm trong H1 2024.

Kết quả kinh doanh H1 2024:

Chỉ số tài chính	H1 2023	H1 2024	%YoY	%Kế hoạch 2024
Tổng doanh thu	3,159	3,632	15%	53%
Phí bảo hiểm gốc	2,692	3,135	16%	54%
Phí nhận tái bảo hiểm	326	362	11%	55%
Doanh thu HĐ tài chính	141	135	-4%	43%
Doanh thu khác	0	1	12%	
Tổng chi bồi thường	(786)	(838)	6.5%	
Lợi nhuận trước thuế	185	187	1.4%	50%
LNST	148	150	1.5%	
ROE	12.7%	13.1%	+37 bps	
ROA	4.2%	4.7%	+53 bps	
Tỷ lệ chi phí	58%	58%	+56 bps	
Tỷ lệ tổn thất	34%	32%	-150 bps	
Tỷ lệ kết hợp	92%	91%	-93 bps	

(Nguồn: BMI, PHS tổng hợp)

Rủi ro: (1) Rủi ro lãi suất; (2) Rủi ro cạnh tranh; (3) Rủi ro chi phí; (4) Rủi ro thị trường; (5) Rủi ro thanh khoản.

Tóm tắt các chỉ số tài chính:

Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh bảo hiểm	286	257	358	401	466
Lợi nhuận từ hoạt động đầu tư bất động sản	7	8	7	7	7
Lợi nhuận gộp hoạt động tài chính	280	278	327	368	393
Lợi nhuận sau thuế	291	329	375	433	504
Tỷ lệ bồi thường	27%	33%	31%	31%	31%
Tỷ lệ chi phí	65%	62%	62%	62%	61%
Tỷ lệ kết hợp	92%	95%	93%	93%	92%

(Nguồn: BMI, PHS tổng hợp)

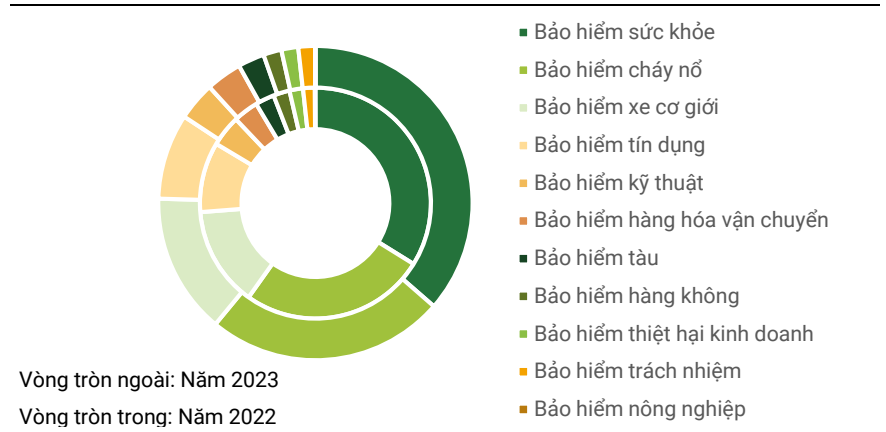
MỤC LỤC

1. Tổng quan doanh nghiệp	4
2. Tổng quan Ngành Bảo hiểm	6
<i>Bảo hiểm phi nhân thọ</i>	<i>7</i>
3. Đánh giá HĐKD của BMI	8
3.1 <i>Hoạt động bảo hiểm</i>	<i>8</i>
3.2 <i>Hoạt động bồi thường và kiểm soát tổn thất</i>	<i>14</i>
3.3 <i>Hoạt động đầu tư</i>	<i>17</i>
4. Dự phóng Kết quả kinh doanh năm 2024	19
5. Định giá và khuyến nghị	20
BÁO CÁO TÀI CHÍNH	21

1. Tổng quan doanh nghiệp

Tổng Công ty cổ phần Bảo Minh (HSX: BMI) giữ vị thế là một trong những doanh nghiệp tiên phong trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ. Hoạt động kinh doanh của BMI gồm kinh doanh bảo hiểm phi nhân thọ, kinh doanh Tái bảo hiểm phi nhân thọ, đầu tư tài chính. Nhóm nghiệp vụ bảo hiểm của BMI gồm bảo hiểm xe cơ giới, bảo hiểm con người, bảo hiểm tài sản, bảo hiểm hàng hải, bảo hiểm hàng không vào bảo hiểm nông nghiệp.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu phí của BMI



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

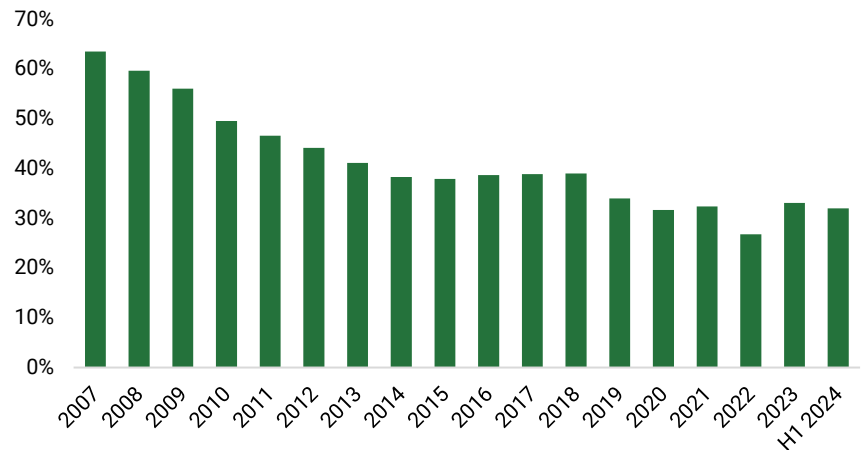
Bảng 1: Sản phẩm bảo hiểm chính của BMI

Nghệp vụ	Sản phẩm bảo hiểm chính
Bảo hiểm con người	Bảo hiểm du lịch quốc tế
	Bảo hiểm du lịch trong nước
	Bảo hiểm du lịch toàn cầu cho chủ thẻ
	Bảo hiểm toàn diện đối với học sinh sinh viên
	Bảo hiểm sức khỏe toàn diện
Bảo hiểm tài sản	Bảo hiểm sinh mạng và trợ cấp nằm viện
	Bảo hiểm cháy nổ, bắt buộc
	Bảo hiểm mọi rủi ro cho tài sản
	Bào hiểm gián đoạn kinh doanh
Bảo hiểm xe cơ giới	Bào hiểm nhà tư nhân
	Bảo hiểm TNDS xe máy
	Bảo hiểm TNDS ô tô
Bảo hiểm hàng hải	Bảo hiểm vật chất ô tô
	Bảo hiểm hàng hóa
	Bảo hiểm thân tàu & TNDS chủ tàu
Bảo hiểm hàng không	Bảo hiểm trách nhiệm hàng hải
	Bảo hiểm hành khách đi trên máy bay
	Bảo hiểm thân máy bay
Bảo hiểm nông nghiệp	Bảo hiểm TNDS hàng không
	Bảo hiểm cây lúa do thiên tai
	Bảo hiểm vật nuôi
	Bảo hiểm cây trồng
	Bảo hiểm thủy sản

(Nguồn: BMI, PHS tổng hợp)

Cổ đông lớn của BMI gồm Tổng Công ty Đầu Tư Và Kinh Doanh Vốn Nhà Nước - Công ty TNHH (50.7%), AXA SA – Pháp (16.7%), và Công ty TNHH Firstland (5.7%). AXA là tập đoàn bảo hiểm lớn nhất nước Pháp, tập trung vào các mảng như bảo hiểm phi nhân thọ, bảo hiểm nhân thọ và quản lý tài sản. Sự tham gia của AXA từ năm 2007 đã giúp cho BMI tăng cường và cải thiện năng lực khai thác, quản lý khiếu nại - bồi thường, nâng cao mức trách nhiệm giữ lại của doanh nghiệp và phát triển sản phẩm mới. Qua đó đưa tỷ lệ tổn thất của BMI giảm từ 64% vào năm 2007 còn 33% vào năm 2023, và đạt 32% vào H1 2024.

Hình 2: Tỷ lệ tổn thất của BMI giảm qua các năm



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Theo Quyết định số 690/2024/QĐ-TTg phê duyệt “Kế hoạch sắp xếp lại và Đề án cơ cấu lại Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước - SCIC đến năm 2025”, SCIC được tiếp tục nắm giữ trên 50% đến dưới 65% vốn điều lệ tại Tổng công ty CP Bảo Minh. Do đó, việc thoái vốn BMI sẽ không diễn ra cho đến hết năm 2025.

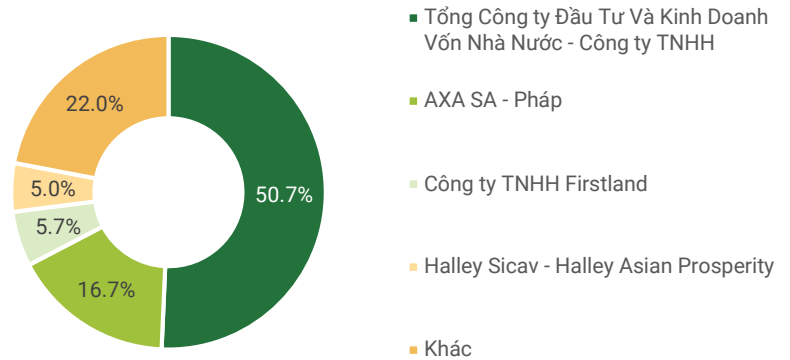
BMI sở hữu 1 công ty con Công ty liên doanh - Công ty Bảo hiểm Liên hiệp (UIC), có hoạt động chính của UIC là kinh doanh các hoạt động Bảo hiểm phi nhân thọ, thực hiện hoạt động nhận, nhượng tái bảo hiểm; kinh doanh, thực hiện các nhiệm vụ liên quan và vốn điều lệ hơn 300 tỷ đồng. BMI sở hữu 48.45% vốn điều lệ của UIC, tương đương 145.35 tỷ đồng.

Với chiến lược đầu tư mở rộng kinh doanh ở các khu vực kinh tế trọng điểm cũng được chú trọng, để nâng cao vị thế của mình trên thị trường bảo hiểm, BMI có mạng lưới phủ sóng rộng khắp toàn quốc với hơn 4,400 đại lý. BMI liên kết với 219 cơ sở y tế và hơn 700 garage xe trên toàn quốc. Lợi thế mạng lưới lớn sẽ giúp BMI đảm bảo nguyên tắc dàn trải, phân chia rủi ro, và phân phối sản phẩm đến khách hàng.

Năm 2023, BMI đã giành lại vị trí thứ 3 trên thị trường bảo hiểm phi nhân thọ. Theo số liệu từ Hiệp hội Bảo hiểm Việt Nam, 5M 2024, BMI duy trì vị trí thứ ba về thị phần doanh thu, với tỷ lệ thị phần chiếm 8.4% (tăng hơn 0.6% so với tỷ lệ thị phần năm 2023). Theo BMI, Công ty sẽ tiếp tục duy trì thị phần hiện tại đến năm 2029 khi 2 doanh nghiệp xếp trên BMI (PVI và BVH)

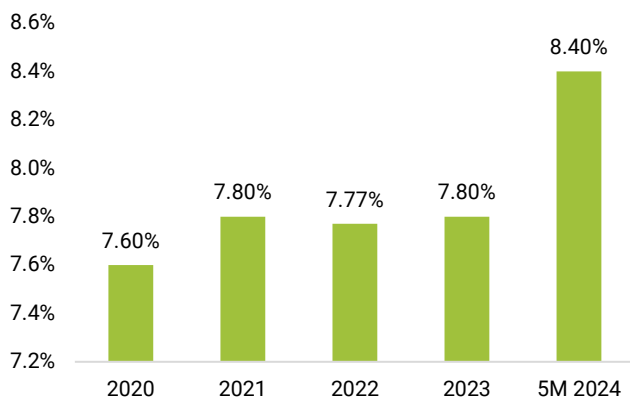
là 2 doanh nghiệp lớn và mục tiêu đạt được thị phần thứ 2 hiện tại là một thách thức lớn với BMI.

Hình 3: Cơ cấu sở hữu của BMI đến ngày 30/07/2024



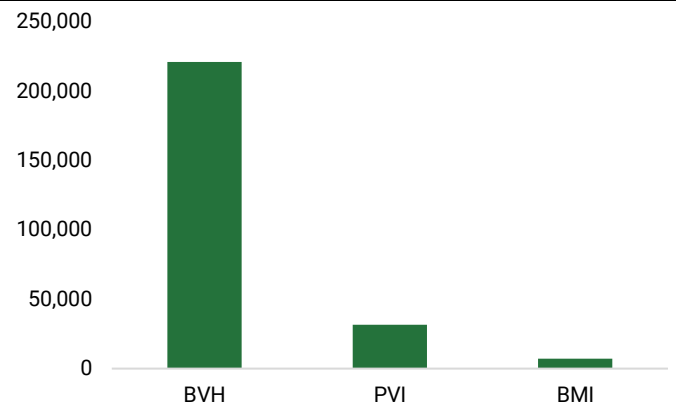
Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Hình 4: Thị phần BMI qua các năm



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Hình 5: Tổng tài sản của BMI khiêm tốn hơn BVH và PVI



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

2. Tổng quan Ngành Bảo hiểm

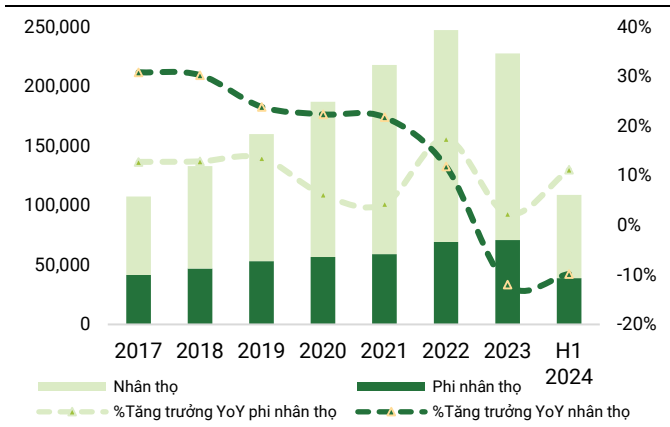
Ngành bảo hiểm Việt Nam tăng trưởng liên tục từ năm 2017 cho đến hết năm 2022, với tổng doanh thu phí toàn thị trường đạt CAGR trong giai đoạn này là 11% lên 247 nghìn tỷ đồng, trong khi tổng tài sản đạt CAGR là 21% lên 822 nghìn tỷ đồng. Đà tăng trưởng chững lại vào năm 2023, khi ngành bảo hiểm đối mặt với cuộc khủng hoảng niềm tin lớn nhất lịch sử, với tổng doanh thu phí toàn thị trường giảm 8%YoY còn 228 nghìn tỷ đồng, và tổng tài sản tăng chậm lại 11%YoY lên 913 nghìn tỷ đồng.

Trong 6 tháng đầu năm 2024, chịu tác động từ khó khăn chung của toàn nền kinh tế, ngành bảo hiểm cũng tiếp tục chứng kiến tăng trưởng phí đi lùi. Doanh thu phí giảm gần 7%, các hoạt động khai thác mới gặp nhiều khó khăn, đặc biệt là nhóm bảo hiểm nhân thọ với mức giảm gần 10%, doanh thu phí chỉ còn 70.2 nghìn tỷ đồng.

Tuy nhiên, bối cảnh rủi ro chính trị toàn cầu cũng như các rủi ro về dịch bệnh đã giúp cho nhóm bảo hiểm phi nhân thọ có những điểm sáng đầu tiên. Kết quả 6 tháng cho thấy các công ty bảo hiểm phi nhân thọ ước tính tăng trưởng phí lên đến 11.2% trong nửa đầu năm, ghi nhận hơn 38.8 nghìn tỷ đồng, tiếp tục dẫn dắt đà tăng trưởng toàn ngành bảo hiểm (giai đoạn trước 2022, nhóm nhân thọ luôn ghi nhận tốc độ tăng trưởng mạnh hơn phi nhân thọ).

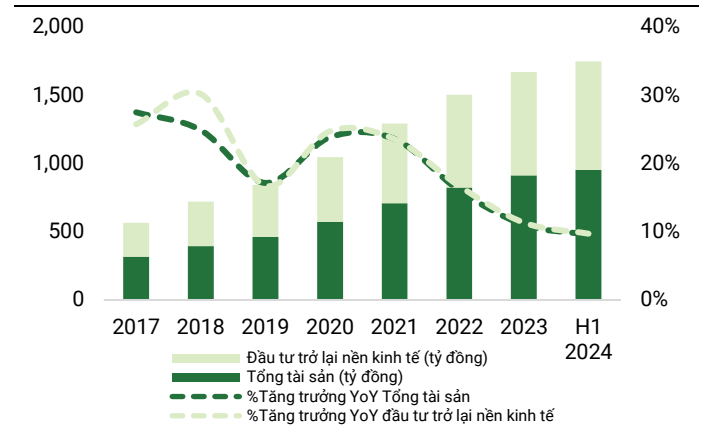
Năm 2024, doanh thu phí ngành bảo hiểm dự kiến tăng trưởng 6.6%YoY lên 243 nghìn tỷ đồng, bảo hiểm phi nhân thọ ước đạt 79.7 nghìn tỷ đồng (+12%YoY), trong khi bảo hiểm nhân thọ dự kiến tăng trưởng 5%YoY lên 163.8 nghìn tỷ đồng. Với kết quả đạt được trong 6 tháng đầu năm 2024 thì mục tiêu trên của ngành bảo hiểm, đặc biệt là bảo hiểm nhân thọ khá là thách thức, trong khi đó việc hoàn thành mục tiêu đối với bảo hiểm phi nhân thọ là rất khả quan.

Hình 6: Doanh thu phí bảo hiểm toàn thị trường qua các năm (tỷ đồng)



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Hình 7: Tổng tài sản và đầu tư trở lại nền kinh tế của ngành bảo hiểm (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Bảo hiểm phi nhân thọ

Từ trước năm 2022, bảo hiểm phi nhân thọ luôn có mức tăng trưởng doanh thu phí hằng năm thấp hơn bảo hiểm nhân thọ. Nhưng năm 2022, bảo hiểm phi nhân thọ chứng kiến sự tăng trưởng vượt bậc - 17% cao nhất trong 5 năm nhờ nhu cầu bảo hiểm phi nhân thọ phục hồi khi sau Covid-19, và các doanh nghiệp bắt đầu gia tăng mua những gói bảo hiểm về sức khỏe và tài sản khi hoạt động kinh tế dần hồi phục.

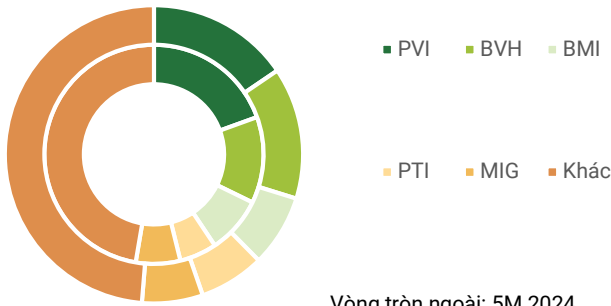
PVI dẫn đầu thị trường bảo hiểm phi nhân thọ 5 tháng đầu năm 2024 với thị phần đạt 20%, tiếp theo là Bảo hiểm Bảo Việt - BVH (13%) và BMI (8.4%), Bảo hiểm quân đội - MIG ở vị trí thứ 4 với thị phần ước đạt 6%.

Năm 2024, các công ty bảo hiểm phi nhân thọ đẩy mạnh ứng dụng công nghệ và tăng cường khả năng tư vấn để giúp khách hàng có thể tiếp cận thông tin và so sánh thông tin sản phẩm dễ dàng hơn. Nâng cao chất lượng sản phẩm và chuyển đổi số trở thành lợi thế cạnh tranh trong ngành và ngày càng được quan tâm.

Cơ cấu doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ tập trung vào 3 nghiệp vụ chính: bảo hiểm sức khỏe (33%), Bảo hiểm tài sản thiệt hại (27%), và bảo hiểm xe

cơ giới (24%). Trong 3 nghiệp vụ lớn nhất của thị trường, bảo hiểm xe cơ giới có tỷ lệ bồi thường cao nhất (52.5%), theo sau là bảo hiểm sức khỏe (34.6%), bảo hiểm tài sản có tỷ lệ bồi thường thấp nhất trong 3 nghiệp vụ - (19.4%). Do đó, có thể thấy bảo hiểm tài sản thiệt hại là mảng nghiệp vụ mang lại lợi nhuận cao nhất khi có tỷ lệ bồi thường thấp nhất.

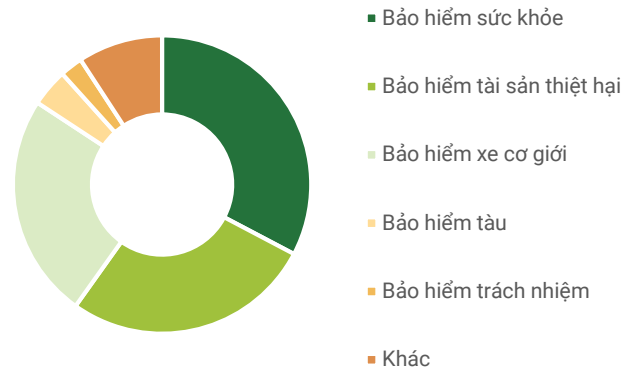
Hình 8: Thị phần bảo hiểm 5M 2024



Vòng tròn ngoài: 5M 2024
Vòng tròn trong: Năm 2023

Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Hình 9: Cơ cấu phí bảo hiểm phi nhân thọ

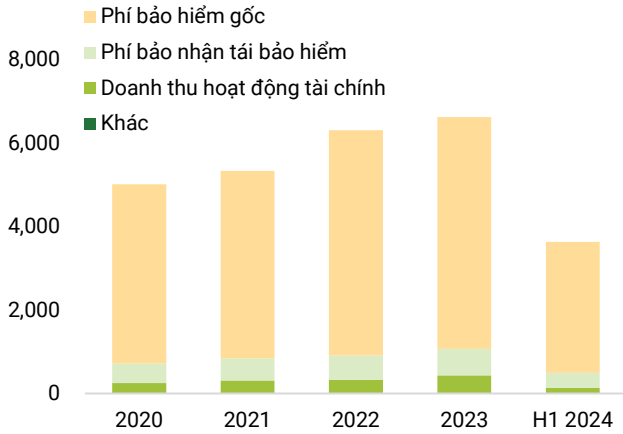


Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

3. Đánh giá hoạt động kinh doanh của BMI

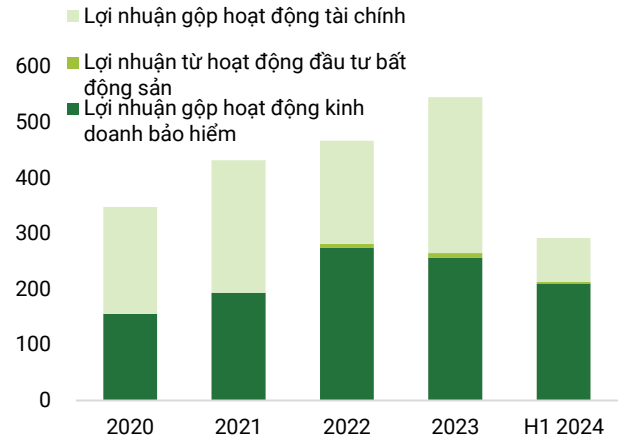
3.1 Hoạt động bảo hiểm

Hình 10: Cơ cấu doanh thu của BMI



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Hình 11: Cơ cấu lợi nhuận gộp của BMI

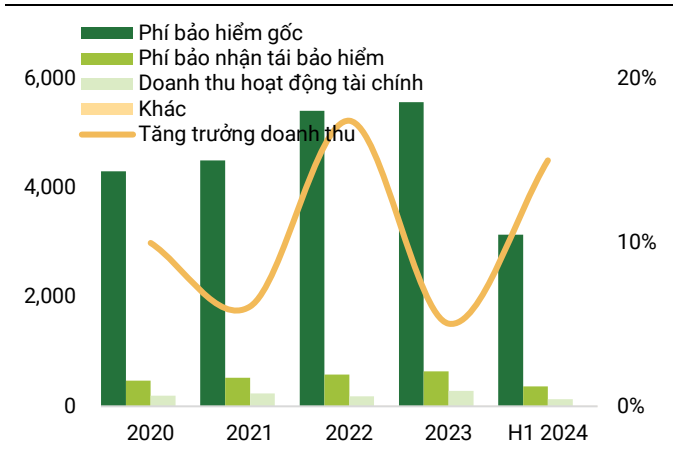


Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

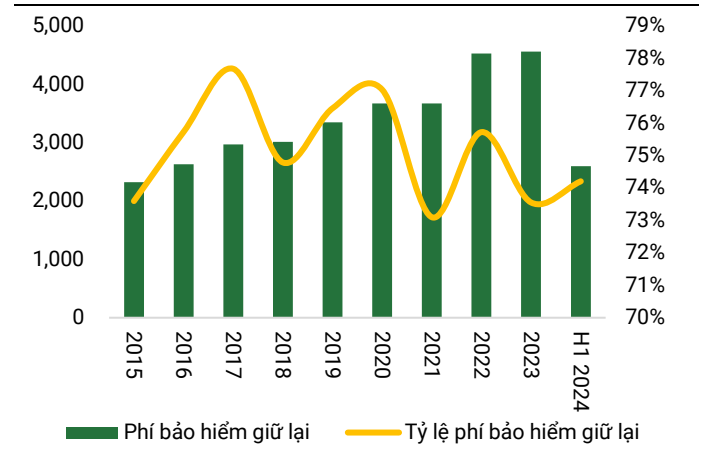
Doanh thu phí bảo hiểm gốc chiếm tỷ trọng lớn nhất (84%) trong cơ cấu doanh thu của BMI, tiếp theo là phí nhận tái bảo hiểm (9.6%) và doanh thu từ hoạt động tài chính (6.4%). **Dù hoạt động kinh doanh bảo hiểm chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu nhưng Lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm chỉ chiếm 47% tổng lợi nhuận gộp, trong khi đó, hoạt động tài chính chiếm 51% tổng lợi nhuận gộp, cho thấy hoạt động tài chính có tác động lớn đến kết quả kinh doanh của BMI.** Chúng tôi sẽ cập nhật về hoạt động đầu tư của BMI trong phần sau.

Phí bảo hiểm gốc và nhận tái bảo hiểm đạt tốc độ tăng trưởng kép CAGR (2020-2023) lần lượt là 6.7% và 7.9%. Doanh thu phí bảo hiểm của BMI chứng kiến sự chững lại vào năm 2023 khi năm 2023 là năm khó khăn chưa

từng có tiền lệ của ngành bảo hiểm Việt Nam. **Những tín hiệu phục hồi đầu tiên đã mang lại hy vọng tích cực cho BMI khi phí bảo hiểm gốc và nhận tái bảo hiểm của BMI trong H1 2024 tăng lần lượt là 16%YoY và 11%YoY lên 3,135 tỷ đồng và 362 tỷ đồng.** Năm 2023, BMI đã vươn mình giành lại vị trí thứ 3 trong thị phần bảo hiểm phi nhân thọ tại Việt Nam. Trong năm 2024, BMI tiếp tục hoàn thiện phần mềm quản lý nghiệp vụ bảo hiểm con người, mở rộng kênh khai thác qua các tổ chức tín dụng và ngân hàng, đẩy mạnh công tác truyền thông tại các địa phương, tập trung thúc đẩy kinh doanh các nghiệp vụ: Bảo hiểm học sinh, Bảo hiểm du lịch, Bảo hiểm tai nạn con người, Bảo hiểm chăm sóc sức khỏe gia đình, cá nhân, đa dạng và mở rộng các kênh phân phối, đa dạng sản phẩm để đáp ứng yêu cầu từ đối tác v.v. Do đó, chúng tôi cho rằng BMI có thể giữ vững được vị thế này trong những năm tới.

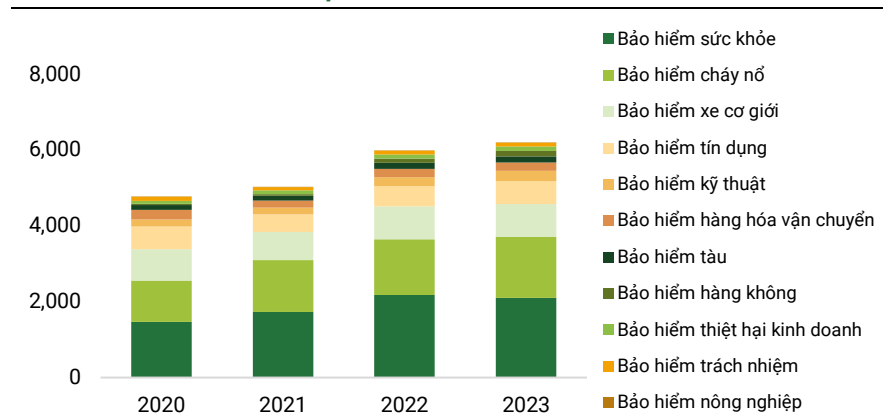
Hình 12: Doanh thu của BMI qua các năm


Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

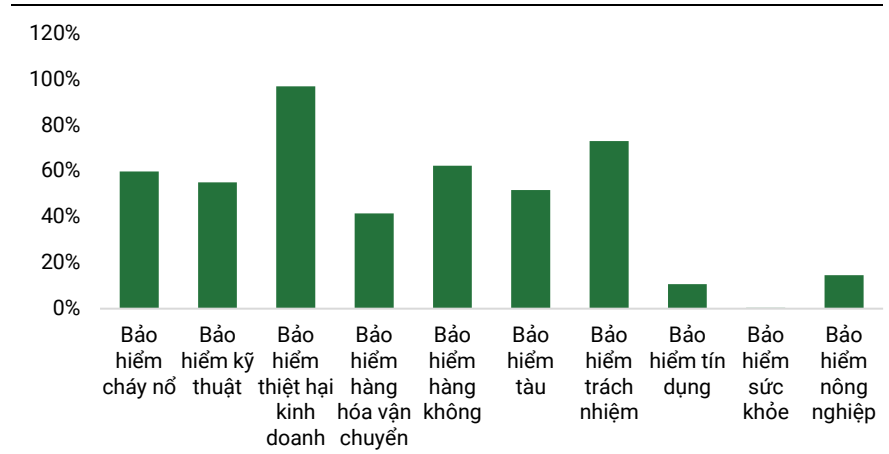
Hình 13: Phí bảo hiểm giữ lại


Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Phí nhượng tái bảo hiểm đã tăng trưởng với CAGR (2020-2023) đạt 5.6%, thấp hơn mức CAGR (2020-2023) của Phí bảo hiểm gốc và nhận tái bảo hiểm (6.7%). Qua đó, đưa tỷ lệ giữ lại của BMI giảm từ 77% vào năm 2020 còn 73.6% vào năm 2023. Vào cuối Q1 2024, tỷ lệ này đạt 73.8%. **Tỷ lệ giữ lại giảm từ năm 2017 cho thấy phần giữ lại mức trách nhiệm của BMI giảm dần, có thể phát sinh từ chính sách quản lý rủi ro nghiêm ngặt hơn và điều kiện thị trường nhiều biến động qua thời gian.**

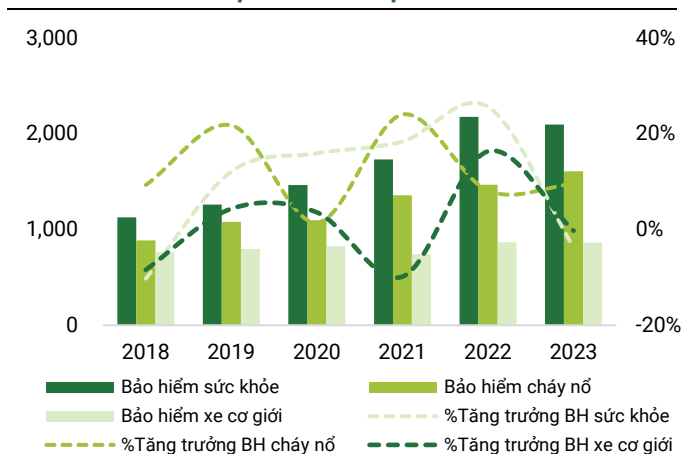
Hình 14: Cơ cấu doanh thu phí của BMI


Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

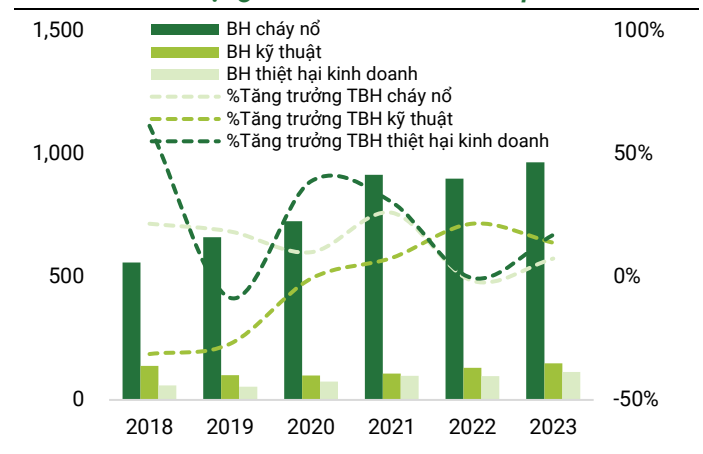
Hình 15: Tỷ lệ phí nhượng tái bảo hiểm/doanh thu phí theo nghiệp vụ của BMI


Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Bảo hiểm sức khỏe, bảo hiểm cháy nổ và bảo hiểm xe cơ giới đóng góp 74% tổng doanh thu phí bảo hiểm của BMI trong năm 2023. Trong khi đó, BMI đã nhượng tái bảo hiểm nhiều nhất đối với hoạt động bảo hiểm cháy nổ, chiếm tỷ trọng 59% trong cơ cấu phí nhượng tái bảo hiểm. Những mảng được nhượng tái bảo hiểm với tỷ trọng cao tiếp theo lần lượt là bảo hiểm kỹ thuật (9%), bảo hiểm thiệt hại kinh doanh (7%), và bảo hiểm hàng hóa vận chuyển (6%). Việc tham gia các hợp đồng nhượng tái bảo hiểm giúp BMI chuyển giao rủi ro cho đơn vị bảo hiểm thứ ba, qua đó giảm được chi phí bồi thường và những chi phí khác liên quan đến những khoản phí bảo hiểm có rủi ro cao, giúp gia tăng hiệu quả hoạt động.

Hình 16: Doanh thu phí của BMI qua các năm


Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Hình 17: Phí nhượng tái bảo hiểm của BMI qua các năm


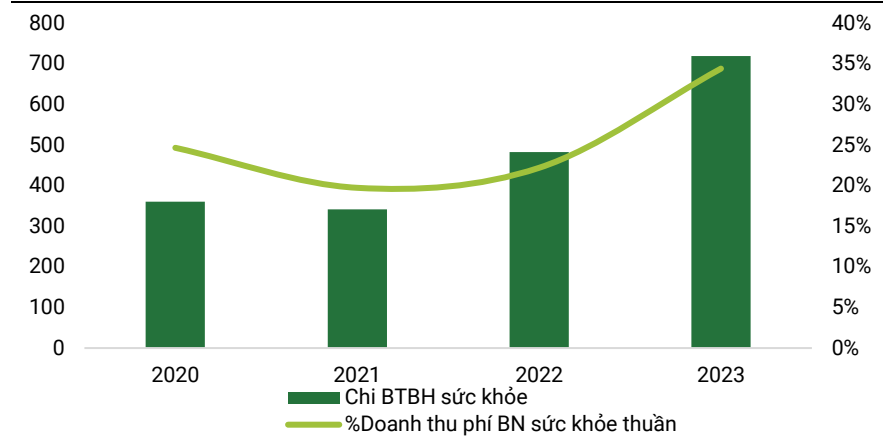
Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

3.1.1 Bảo hiểm sức khỏe

Phí bảo hiểm sức khỏe chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu phí, giảm 3.7%YoY còn 2,079 tỷ đồng vào năm 2023 (giảm nhanh hơn mức giảm của toàn thị trường ở nghiệp vụ này là 0.3%). Thị phần bảo hiểm sức khỏe của BMI cũng giảm từ 10% năm 2022 còn 9% vào năm 2023. **Do nghiệp vụ bảo hiểm sức khỏe là nghiệp vụ kinh doanh có chi phí bồi thường cao trong năm 2023, BMI chủ động giảm tỷ trọng nghiệp vụ này trong cơ cấu doanh**

thu phí, trong khi đó sẽ tăng tỷ trọng các nghiệp vụ bảo hiểm con người truyền thống để gia tăng chất lượng dịch vụ, giảm thiểu các rủi ro, kiểm soát công nợ và chi phí. Tỷ lệ giữ lại của phí bảo hiểm sức khỏe luôn ở mức cao hơn 99%, do đó trong thời kỳ có những biến động sự cố sức khỏe toàn dân như Covid-19, sẽ ảnh hưởng đến BMI.

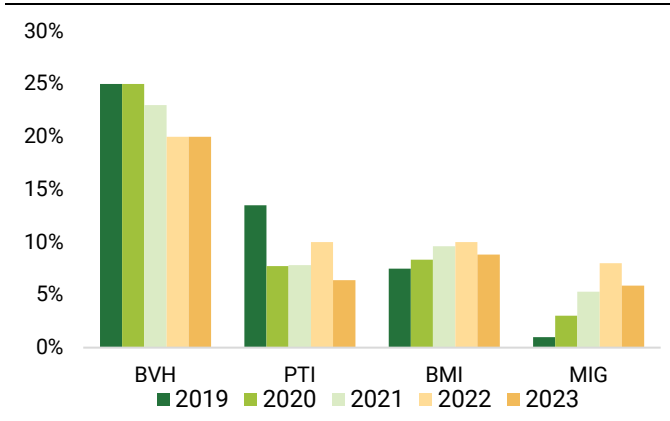
Hình 18: Chi bồi thường BH sức khỏe



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

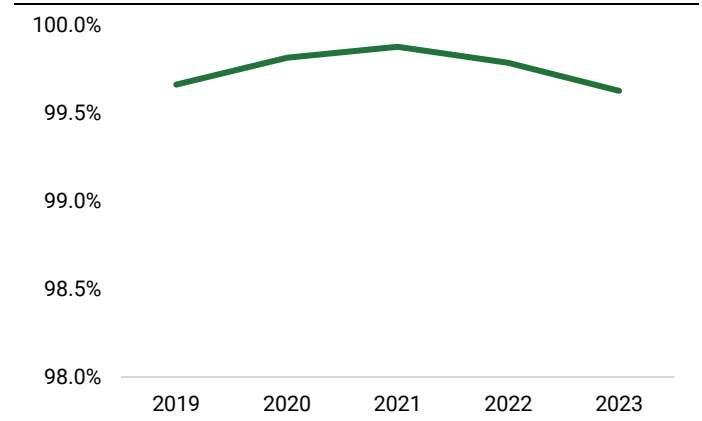
Chúng tôi cho rằng, bảo hiểm sức khỏe là một trong những nhóm có tiềm năng tăng trưởng tốt khi tỷ lệ người cao tuổi trong dân số (60 tuổi trở lên) sẽ chiếm 25% dân số vào năm 2025F. Thêm vào đó, sau giai đoạn dịch bệnh, người tiêu dùng ngày càng quan tâm đến sức khỏe nhiều hơn.

Hình 19: Thị phần phí bảo hiểm sức khỏe



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Hình 20: Tỷ lệ giữ lại của phí bảo hiểm sức khỏe



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

3.1.2 Bảo hiểm cháy nổ và bảo hiểm xe cơ giới

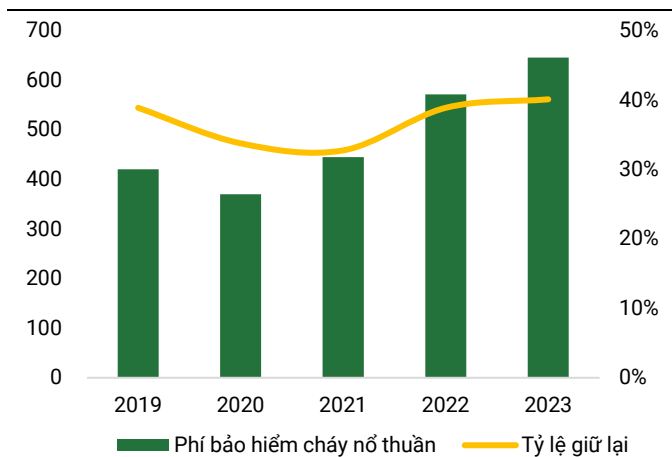
Phí bảo hiểm cháy nổ tăng 10%YoY lên 1,610 tỷ đồng năm 2023, chiếm tỷ trọng lớn thứ hai trong cơ cấu doanh thu phí, trong khi phí nhượng tái bảo hiểm cháy nổ tăng 7%YoY lên 964 tỷ đồng. Tỷ lệ giữ lại của nghiệp vụ là 40% khi những khoản bồi thường thiệt hại tiềm năng liên quan đến cháy, nổ khá lớn, do ngoài bồi thường thiệt hại của doanh nghiệp thì các đối tượng bị ảnh hưởng bởi vụ hỏa hoạn nếu đã mua các loại hình bảo hiểm khác (sức khỏe) thì sẽ được bồi thường đầy đủ. Nên việc quản trị rủi ro nhằm giảm chi phí

bồi thường trong sự kiện cháy nổ xảy ra là rất quan trọng đối với loại hình bảo hiểm này.

BMI dẫn đầu thị phần bảo hiểm cháy nổ với thị phần chiếm 17%, vào năm 2022.

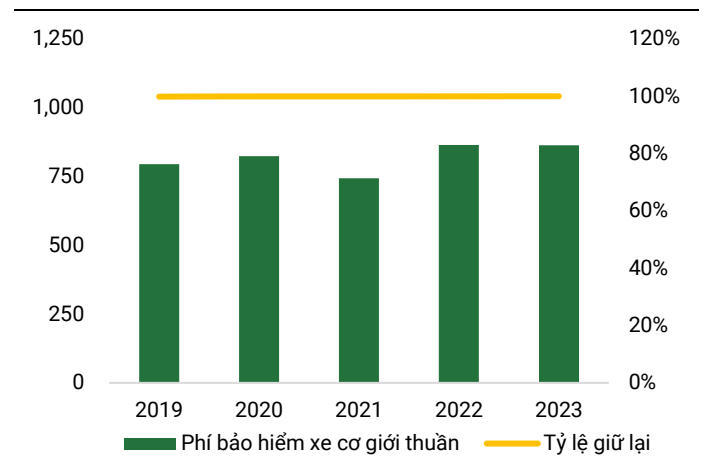
Phí bảo hiểm xe cơ giới duy trì quanh mức 863 tỷ đồng năm 2023, chiếm tỷ trọng lớn thứ ba trong cơ cấu doanh thu phí. Toàn bộ doanh thu phí bảo hiểm xe cơ giới đều được giữ lại qua các năm, cho thấy đây là một trong những mảng kinh doanh chủ lực của BMI. Dù vậy, **thị phần bảo hiểm xe cơ giới của BMI chỉ chiếm mức khiêm tốn - 5% vào năm 2022.**

Hình 21: Phí bảo hiểm cháy nổ thuần và tỷ lệ giữ lại qua các năm



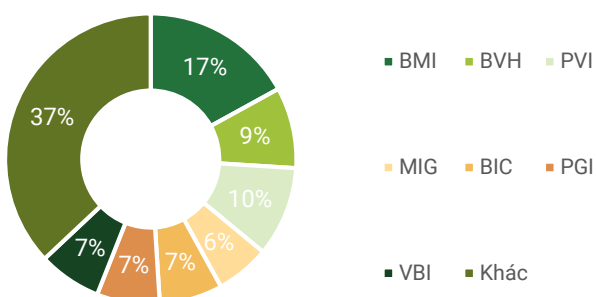
Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Hình 22: Phí bảo hiểm xe cơ giới thuần và tỷ lệ giữ lại qua các năm



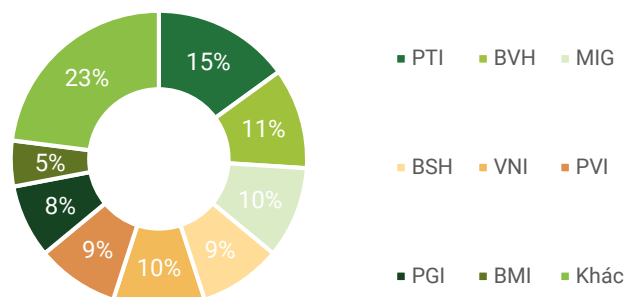
Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Hình 23: Thị phần phí bảo hiểm cháy nổ năm 2022



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Hình 24: Thị phần phí bảo hiểm xe cơ giới năm 2022



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Nghị định số 67/2023/NĐ-CP quy định về bảo hiểm bắt buộc trách nhiệm dân sự của chủ xe cơ giới, bảo hiểm cháy, nổ bắt buộc, bảo hiểm bắt buộc trong hoạt động đầu tư xây dựng, sẽ ảnh hưởng đến phí bảo hiểm trong năm 2024. Theo Nghị định 67/2023, có 18 trường hợp phải mua bảo hiểm cháy nổ bắt buộc, trong đó có nhà chung cư, nhà tập thể, khách sạn, nhà khách, nhà nghỉ, nhà trọ, v.v. Các loại hình nhà ở khác có nguy cơ cháy nổ cao cũng có thể mua bảo hiểm cháy nổ tự nguyện. Thông thường, bảo hiểm bắt buộc thường là những nghiệp vụ về "trách nhiệm", tức là khi xảy ra rủi

ro, ngoài tài sản của chủ tài sản bị cháy được bồi thường, thì những người bị thiệt hại về tài sản, sức khỏe, tính mạng của người xung quan cũng được bồi thường. Nghị định 67/2023 không bắt buộc chủ cơ sở mua những quyền lợi này, thay vào đó lại là mua để bảo vệ cho chính những tài sản của chủ cơ sở. Do đó, **Nghị định 67/2023 nhiều khả năng làm giảm doanh phí của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ.**

Những địa điểm phải mua bảo hiểm cháy nổ bắt buộc:

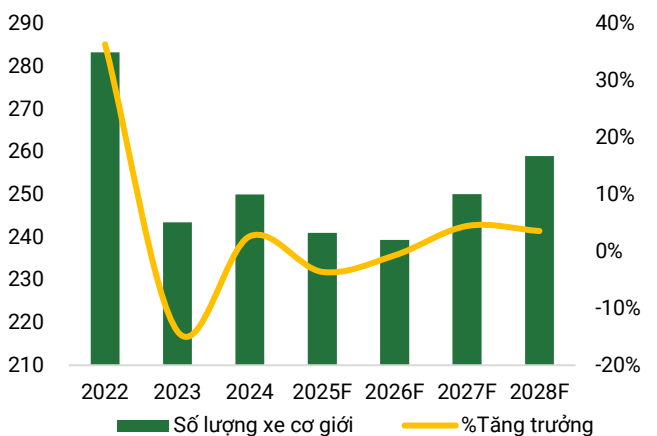
				
Trường học	Bệnh viện	Rạp chiếu phim	Chợ	Showroom ô tô – xe máy
				
Đài truyền hình	Trụ sở công an	Sân bay	Cảng biển	Nhà chung cư
				
Ngân hàng	Hầm mỏ khai thác	Nhà máy sản xuất	Trạm xăng	Nhà máy điện
				
Bưu điện	Kho hàng	Khách sạn	Nhà thủy điện	Nhà thủy điện

Một trong những khách hàng lớn của bảo hiểm cháy nổ là các khu công nghiệp. Chúng tôi tin tưởng vào triển vọng khả quan của thị trường bất động sản khu công nghiệp nhờ việc Việt Nam có khả năng gia tăng thu hút FDI khi định hướng trở thành xưởng sản xuất của thế giới. (Tham khảo chi tiết trong Báo cáo ngành Bất động sản khu công nghiệp của PHS phát hành ngày 06/06/2024). **Do đó, về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng bảo hiểm cháy nổ sẽ còn nhiều tiềm năng nhờ tiềm năng mở rộng khu công nghiệp tại Việt Nam.**

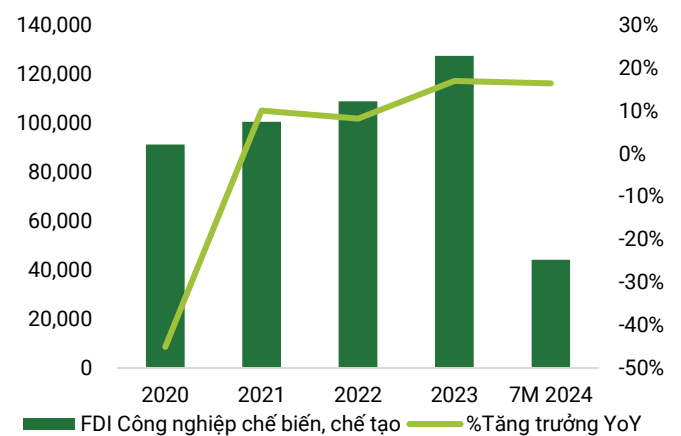
Áp lực cạnh tranh mạnh mẽ từ loại hình bảo hiểm xe cơ giới sẽ dẫn yêu cầu doanh nghiệp chú trọng nâng cao chất lượng phục vụ và giá trị sản phẩm, để duy trì thị phần, do bảo hiểm xe cơ giới là loại hình dễ kiểm soát rủi ro, giá trị bồi thường tương đối nhỏ, dễ kiểm soát gian lận bồi thường và là nhu cầu tất yếu của hầu hết các chủ xe. Do đó, **rủi ro cạnh tranh sẽ có thể ảnh hưởng đến doanh thu phí từ mảng này trong tương lai.**

Theo Bộ Công Thương, tình hình sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp ô tô vẫn gặp khó khăn do thị trường chưa hồi phục hoàn toàn sau đại dịch và suy thoái kinh tế trong những tháng đầu năm 2024. Để khuyến khích phát triển ngành công nghiệp ô tô, Chính phủ đã ban hành nhiều chính sách thuế quan ưu đãi cho ngành công nghiệp ô tô và công nghiệp hỗ trợ ô tô trong đó có chính sách thuế nhập khẩu ưu đãi; chính sách ưu đãi thuế tiêu thụ đặc biệt (SCT); phí trước bạ và các chính sách ưu đãi khác. Trong tháng 6/2024, số lượng xe ô tô bán được đã tăng 11.7% lên 26,575 chiếc, làm cho số xe ô tô bán được chỉ giảm 1.8%YoY trong 6 tháng đầu năm 2024, cho thấy những tín hiệu phục hồi đầu tiên sau thời kỳ khó khăn. Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế khởi sắc sẽ đẩy mạnh tiêu dùng và sản xuất, qua đó góp phần gia tăng sức tiêu thụ xe cơ giới vào cuối năm 2024 và 2025. Ngoài ra, để đa dạng hóa sản phẩm bảo hiểm xe cơ giới, BMI còn tích cực trong việc tìm kiếm các đối tác như các công ty Logistic để cung cấp trọn bộ giải pháp về bảo hiểm xe cơ giới và bảo hiểm hàng hóa vận chuyển,... Chúng tôi đánh giá hướng đi này là cần thiết và khá hiệu quả trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt đối với mảng bảo hiểm xe ô tô, trong khi thị trường logistic tại Việt Nam đang ngày càng phát triển.

Trong dài hạn, nhờ sự gia tăng thu nhập và sự mở rộng của tầng lớp trung lưu tại Việt Nam, doanh thu bán xe cơ giới dự kiến sẽ có tốc độ tăng trưởng hàng năm (CAGR 2024-2028) là 1.17%, dẫn đến giá trị thị trường dự kiến là 8.4 tỷ USD vào năm 2028. Do đó, **nhờ triển vọng dài hạn của việc gia tăng tiêu thụ xe cơ giới tại Việt Nam sẽ giúp miếng bánh thị trường nở rộng ra, do đó có thể giúp những doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ củng cố và duy trì doanh thu mảng này trong dài hạn.**

Hình 25: Số lượng xe cơ giới dự phóng


Nguồn: Statista, PHS tổng hợp

Hình 26: FDI vào ngành công nghiệp chế biến chế tạo


Nguồn: MPI, PHS tổng hợp

3.2 Hoạt động bồi thường và kiểm soát tổn thất

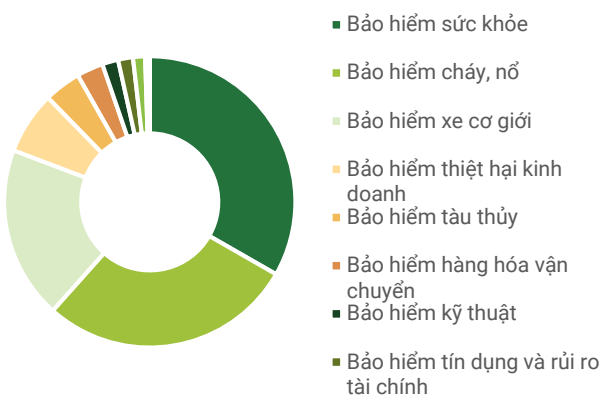
Bảo hiểm sức khỏe, bảo hiểm cháy nổ và bảo hiểm xe cơ giới chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi bồi thường bảo hiểm (BTBH) gốc và nhận tái bảo hiểm của BMI với tỷ trọng lần lượt là 33%, 28% và 19%. Trong đó, chi bồi thường bảo hiểm sức khỏe tăng mạnh nhất 49%YoY lên 720 tỷ đồng, đạt CAGR cao nhất trong giai đoạn 2020-2023 (26%). **Tỷ lệ bồi thường (đã**

trả)/doanh thu của nghiệp vụ bảo hiểm sức khỏe tăng mạnh trong năm 2023 lên 34%. Do đó, BMI đã thực hiện tái cấu trúc tỷ trọng bảo hiểm sức khỏe trong danh mục sản phẩm của Công ty trong năm 2024 nhằm giảm chi phí bồi thường mảng này.

Ở chiều tích cực, chi bồi thường bảo hiểm cháy nổ giảm mạnh nhất 34%YoY còn 612 tỷ đồng nhờ tỷ lệ giữ lại ở mức thấp 40% và không có sự cố lớn xảy ra, đạt CAGR 15% trong giai đoạn 2020-2023. Do đó, **Tỷ lệ bồi thường (đã trả)/doanh thu của nghiệp vụ bảo hiểm tài sản và thiệt hại giảm mạnh trong năm 2023 còn 37% đã bù đắp tác động của việc tăng mạnh tỷ lệ bồi thường nghiệp vụ bảo hiểm sức khỏe.** Qua đó đóng góp tích cực vào KQKD của BMI trong năm 2023. Dù vậy, Tỷ lệ bồi thường của nghiệp vụ này vẫn ở mức cao hơn thị trường 19.4%, có thể đến từ tỷ trọng lớn của phí bảo hiểm cháy nổ trong cơ cấu phí bảo hiểm, nhưng đồng thời cho thấy, BMI cần nâng cao công tác quản trị rủi ro đối với nghiệp vụ này trong tương lai để cải thiện kết quả kinh doanh.

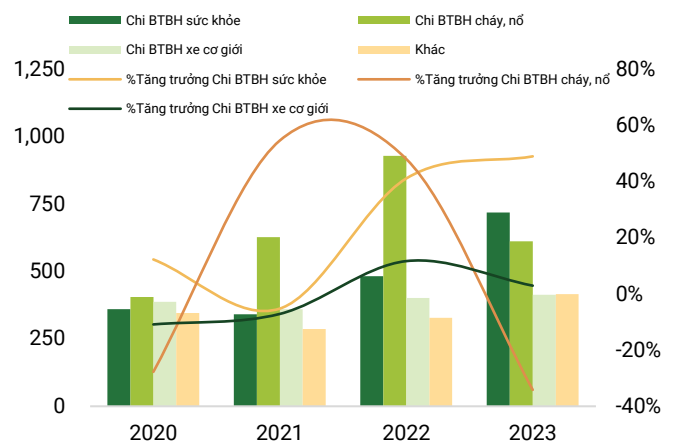
Trong khi đó chi bồi thường bảo hiểm xe cơ giới chỉ tăng nhẹ 2%YoY lên 415 tỷ đồng và có CAGR thấp nhất 2% trong giai đoạn 2020-2023 khi so sánh với 2 nghiệp vụ trên. Tỷ lệ bồi thường của nghiệp vụ bảo hiểm xe cơ giới ổn định hơn nghiệp vụ bảo hiểm sức khỏe và tài sản, khi tỷ lệ này chỉ tăng nhẹ 1.6% lên 48.2% trong năm 2023. Do đó, dù vấp phải sự cạnh tranh gay gắt, nhưng nghiệp vụ bảo hiểm xe cơ giới chịu ít rủi ro và có thể mang lại lợi nhuận ổn định cho BMI. Hơn nữa, tỷ lệ bồi thường của bảo hiểm xe cơ giới tại BMI (36.6%), thấp hơn mức thị trường là 52.5%, cho thấy tính hiệu quả trong hoạt động kinh doanh bảo hiểm xe giới.

Hình 27: Cơ cấu chi bồi thường bảo hiểm (BTBH) gốc và nhận tái bảo hiểm của BMI

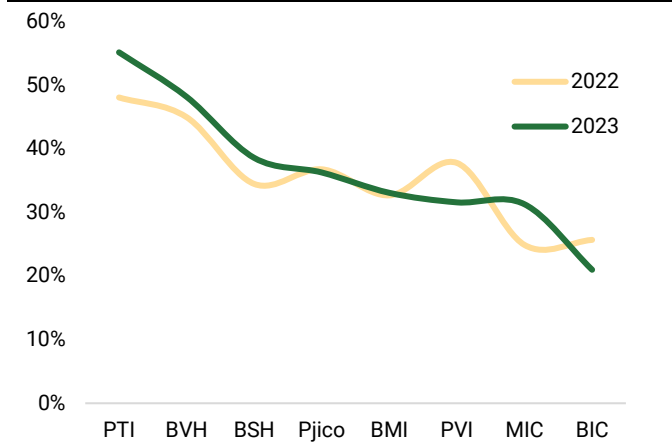


Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

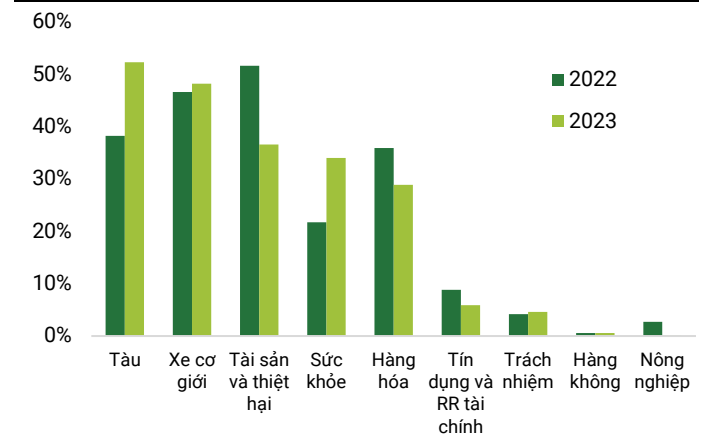
Hình 28: Chi bồi thường bảo hiểm (BTBH) gốc và nhận tái bảo hiểm qua các năm



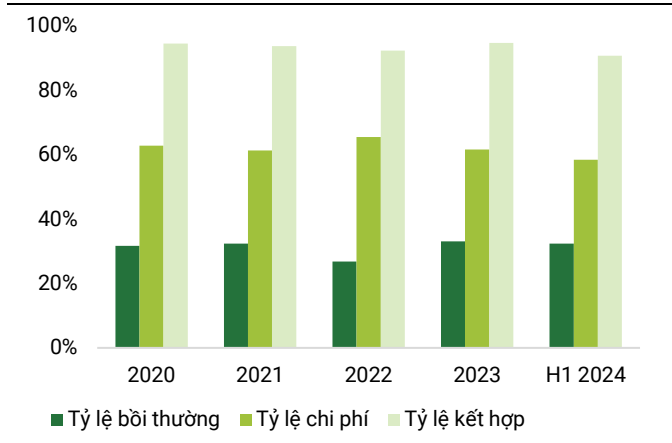
Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Hình 29: Tỷ lệ bồi thường (đã trả) /doanh thu của các công ty bảo hiểm


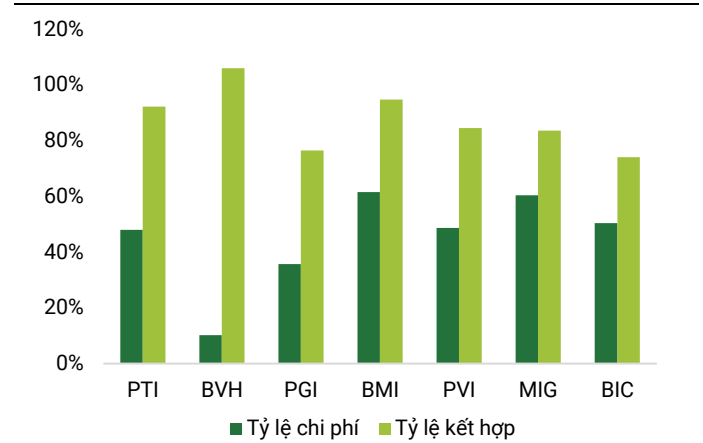
Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Hình 30: Tỷ lệ bồi thường (đã trả) /doanh thu theo nghiệp vụ


Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Hình 31: Tỷ lệ bồi thường, Tỷ lệ chi phí và tỷ lệ kết hợp của BMI


Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Hình 32: Tỷ lệ kết hợp và tỷ lệ chi phí của BMI so với các doanh nghiệp khác


Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Tỷ lệ chi phí cải thiện nhẹ trong giai đoạn 2020-2023 và đạt 61.6% vào 2023 và đạt 58% vào H1 2024, cho thấy chi phí đã được kiểm soát ổn định qua thời gian. Dù vậy, tỷ lệ chi phí của BMI vẫn ở mức cao so với các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ cùng quy mô. Chúng tôi thấy rằng mặc dù BMI nỗ lực trong chuyển đổi số để kiểm soát chi phí và gia tăng hiệu quả hoạt động, nhưng mức độ chuyển đổi thấp hơn nhiều so với các công ty cùng ngành, vì vậy hiệu quả vẫn ở mức thấp so với các đối thủ.

Tỷ lệ kết hợp giúp đánh giá khả năng tạo ra lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm, là tổng của tỷ lệ chi phí và tỷ lệ tổn thất. Tỷ lệ kết hợp của BMI luôn dưới 100% từ năm 2020-2023, và đạt 94.7% vào cuối năm 2023, cho thấy công ty đang tạo ra lợi nhuận từ hoạt động bảo hiểm. Hơn nữa, tỷ lệ này chỉ thấp hơn BVH, nhưng cao hơn những công ty bảo hiểm khác cùng quy mô, cho thấy BMI cần nâng cao năng lực cạnh tranh hơn nữa trong hoạt động kinh doanh bảo hiểm.

3.3 Hoạt động đầu tư

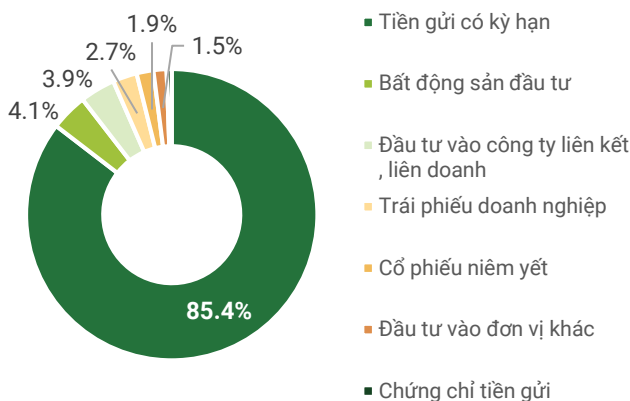
Danh mục đầu tư của BMI tập trung chủ yếu vào những khoản đầu tư ngắn hạn và có tính thanh khoản cao do đặc thù của bảo hiểm phi nhân thọ để đề phòng thảm họa xảy ra, khi đó Công ty có thể cần một lượng tiền lớn trong một thời gian ngắn để thanh toán khiếu nại. Tài sản đầu tư đạt tốc độ tăng trưởng CAGR (2020-2023) là 5.5%, cao hơn mức CAGR của Tổng tài sản trong cùng giai đoạn là 2.3%, qua đó đưa tỷ trọng tài sản đầu tư từ 48% Tổng tài sản vào năm 2020 lên 53% vào năm 2023.

Tiền gửi có kỳ hạn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong danh mục đầu tư của BMI, chiếm 85% danh mục, tương đương 3,171 tỷ đồng. Đây là những khoản tiền gửi tại các ngân hàng thương mại và các tổ chức tín dụng với thời hạn từ 3 tháng trở lên, có thời hạn còn lại vào cuối năm 2023 dưới 12 tháng và được hưởng lãi suất từ 4.5%-8.9%. Với xu hướng tăng của lãi suất huy động trong giai đoạn gần đây, hoạt động đầu tư cũng được kỳ vọng sẽ ghi nhận tăng trưởng khả quan.

Bất động sản đầu tư, đầu tư vào công ty liên kết và trái phiếu doanh nghiệp chiếm tỷ trọng 11% danh mục tài sản đầu tư. Bất động sản đầu tư duy trì quanh giá trị sổ sách là 152 tỷ đồng trong giai đoạn 2014-2023, chiếm tỷ trọng 4.1% tài sản đầu tư. Khoản đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết có giá trị ghi sổ là 145 tỷ đồng, tương đương 48.45% vốn điều lệ của Công ty Bảo hiểm Liên hiệp ("UIC"). UIC là công ty liên doanh giữ BMI, Công ty Bảo hiểm Sompo Japan, và Công ty Bảo hiểm KB có vốn điều lệ 300 tỷ đồng. Các khoản trái phiếu doanh nghiệp BMI nắm giữ chỉ chiếm 1.4% Tổng tài sản từ Ngân hàng Quân Đội và Ngân hàng Quốc tế Việt Nam, cho thấy rủi ro trái phiếu doanh nghiệp của BMI là không cao.

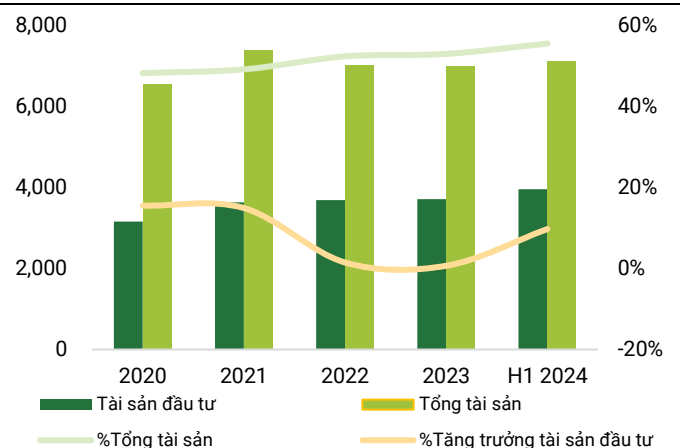
Khẩu vị rủi ro của BMI có phần thấp hơn những doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ khác khi có tỷ trọng tiền gửi có kỳ hạn lớn nhất trong cơ cấu tài sản đầu tư (85%), cao hơn BVH (54%), PVI (64%), MIC (73%) và nắm giữ tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp thấp nhất (chỉ 3%).

Hình 33: Cơ cấu tài sản đầu tư của BMI năm 2023



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Hình 34: Diễn biến tài sản đầu tư qua các năm

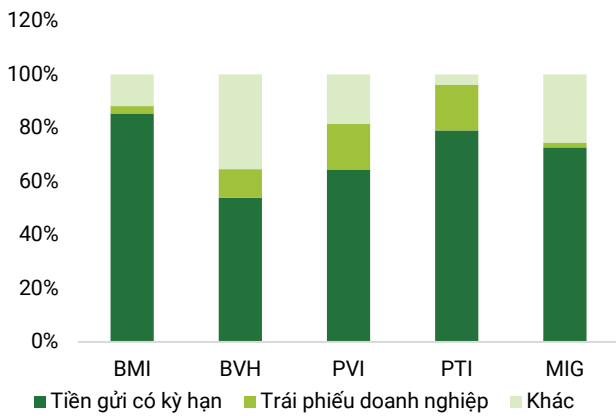


Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Tỷ lệ Thu nhập tài chính/ Đầu tư tài chính ngắn hạn duy trì quanh mức 8.5% qua các năm (2020-2023), và đạt 8.0% vào H1 2024, cho thấy hiệu quả đầu tư tài chính ổn định của BMI.

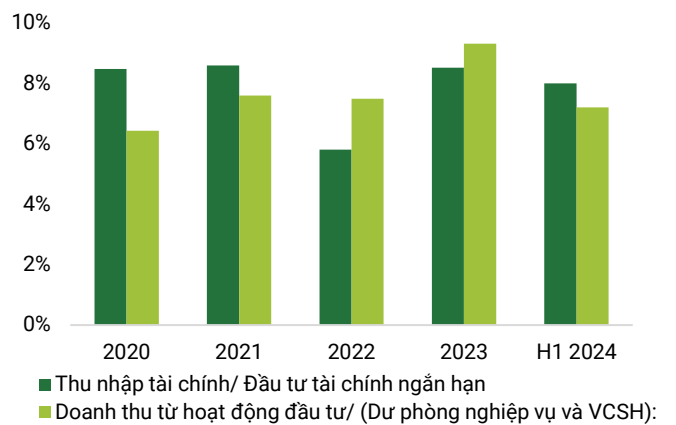
Trong khi đó, Doanh thu từ hoạt động đầu tư/ (Dự phòng nghiệp vụ và Vốn chủ sở hữu) liên tục cải thiện từ 6.4% vào năm 2020 lên 9.3% vào năm 2023, và đạt 7.2% vào H1 2024, cho thấy việc gia tăng hiệu quả sử dụng các nguồn dự phòng và vốn chủ sở hữu của BMI trong hoạt động đầu tư.

Hình 35: Tỷ trọng tiền gửi có kỳ hạn và trái phiếu doanh nghiệp trong cơ cấu tài sản đầu tư tại H1 2024



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Hình 36: Tỷ suất sinh lời của danh mục đầu tư của BMI

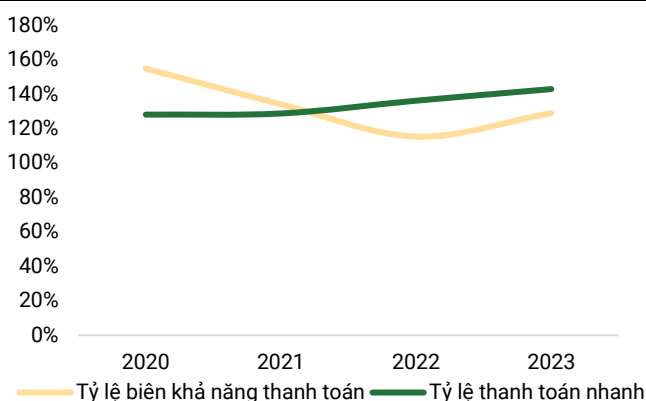


Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Tỷ lệ thanh toán nhanh của BMI liên tục cải thiện từ 1.28x vào năm 2020 lên 1.43x vào năm 2023, cho thấy tính thanh khoản của tài sản của Công ty gia tăng qua thời gian nhờ gia tăng đầu tư vào tài sản ngắn hạn. Cuối H1 2024, tỷ lệ này đạt 1.2x do tăng dự phòng kỹ thuật.

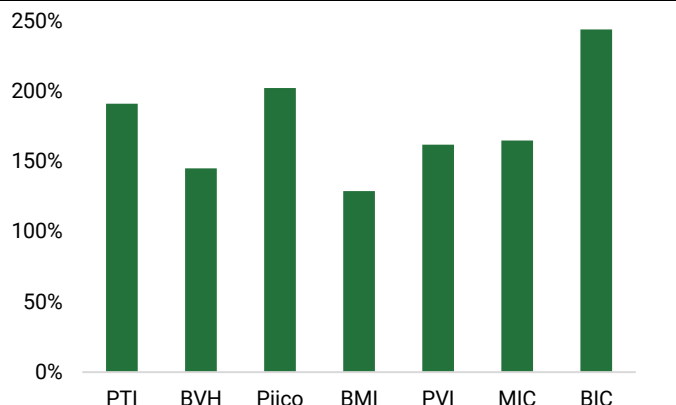
Tỷ lệ biên khả năng thanh toán của BMI năm 2023 phục hồi lên 128.9%, tăng 13.6% so với năm 2022, sau khi sụt giảm liên tục từ năm 2020, cho thấy sự cải thiện khả năng thanh toán. Dù vậy, tỷ lệ biên khả năng thanh toán của BMI vẫn ở mức thấp khi so sánh với các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ khác.

Hình 37: Tỷ lệ biên khả năng thanh toán và tỷ lệ thanh toán nhanh của BMI qua các năm



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Hình 38: Tỷ lệ biên khả năng thanh toán của các công ty bảo hiểm phi nhân thọ



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

4. Dự phóng Kết quả kinh doanh năm 2024

Dự phóng Kết quả kinh doanh năm 2024:

ĐVT: tỷ đồng	2023A	2024F	%YoY	Diễn giải
Phí bảo hiểm gốc	5,560	6,242	12%	Nhờ thị trường bảo hiểm phi nhân thọ phục hồi từ đáy sau cuộc khủng hoảng truyền thông vào năm 2023 và nhờ các thế mạnh của BMI về mạng lưới, chúng tôi cho rằng BMI có thể duy trì thị phần và ghi nhận tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm gốc 12% so với năm 2023.
Phí nhận tái bảo hiểm	638	716	12%	
Tăng/(giảm) dự phòng phí bảo hiểm gốc và nhận tái bảo hiểm	(82)	(194)	139%	
Doanh thu phí bảo hiểm	6,116	6,764	11%	
Tổng phí nhượng tái bảo hiểm	(1,639)	(1,763)	8%	
Tăng/(giảm) dự phòng phí nhượng tái bảo hiểm	48	80	64%	
Phí nhượng tái bảo hiểm	(1,591)	(1,683)	6%	
Doanh thu phí bảo hiểm thuần	4,526	5,081	12%	
Hoa hồng nhượng tái bảo hiểm và doanh thu khác	195	206	6%	Chúng tôi ước tính hoa hồng nhượng tái bảo hiểm tăng trưởng theo tổng phí nhượng tái bảo hiểm
Doanh thu thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm	4,720	5,288	12%	
Tổng chi bồi thường bảo hiểm	(1,570)	(1,639)	4%	BMI hiện đang giảm dần tỷ trọng hoạt động bảo hiểm sức khỏe, do đó chúng tôi ước tính Tổng chi bồi thường bảo hiểm tăng nhẹ so với năm 2023.
Tăng (giảm) dự phòng dao động lớn	14	(24)	-266%	Tương đương 1% tổng phí giữ lại theo nghiệp vụ
Chi phí khác hoạt động kinh doanh bảo hiểm	(2,908)	(3,266)	12%	
Lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh bảo hiểm	257	358	39%	
Lợi nhuận từ hoạt động đầu tư bất động sản	8	7	-8%	
Lợi nhuận gộp hoạt động tài chính	280	278	-1%	Hoạt động đầu tư tài chính chịu ảnh hưởng bởi mặt bằng lãi suất tiết kiệm duy trì ở mức thấp So với cùng kỳ 2023
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(175)	(177)	1%	
Lợi nhuận khác	6	3	-44%	
Lợi nhuận trước thuế	376	469	25%	
Lợi nhuận sau thuế	329	375	14%	

(Nguồn: BMI, PHS tổng hợp)

5. Định giá và khuyến nghị

Sử dụng phương pháp P/B, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với BMI là 29,200 VNĐ/CP, tương ứng mức P/E và P/B forward lần lượt là 7.8x và 1.17x. Qua đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị: Mua cho cổ phiếu BMI, với upside so với giá hiện tại là 26%.

Tên Công ty	Mã cổ phiếu	Tổng tài sản	ROE	LTM P/B
Bảo hiểm PVI	PVI	26,873	12.5%	1.44
Bảo hiểm Quân đội	MIG	8,782	14.1%	1.68
Bảo hiểm Bưu điện	PTI	8,192	13.1%	1.15
Tái bảo hiểm Quốc gia	VNR	7,989	11.9%	1.11
Bảo hiểm BIDV	BIC	7,534	16.9%	1.54
Bảo hiểm PJICO	PGI	7,178	12.9%	1.49
Bảo hiểm Bảo Minh	BMI	6,821	13.0%	1.07
Tái bảo hiểm PVI	PRE	5,883	16.1%	1.17
Bảo hiểm Sài Gòn - Hà Nội	BHI	4,420	2.4%	1.05
Median				1.17

Phương pháp P/B

Giá trị sổ sách/CP 2024F	25,027
LTM P/B ngành	1.17x
Giá hợp lý (VNĐ/CP)	29,200

Hình 39: P/B của BMI qua thời gian



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm	4,720	5,288	5,867	6,275	6,707
Tổng chi bồi thường bảo hiểm	(1,570)	(1,639)	(1,828)	(1,938)	(2,049)
Lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh bảo hiểm	4,720	5,288	5,867	6,275	523
Lợi nhuận từ hoạt động đầu tư bất động sản	(1,570)	(1,639)	(1,828)	(1,938)	7
Lợi nhuận gộp hoạt động tài chính	257	358	401	466	396
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(175)	(177)	(197)	(213)	(249)
Lợi nhuận trước thuế	376	469	541	631	678
Lợi nhuận sau thuế	329	375	433	504	542
Cân đối kế toán					
TÀI SẢN NGẮN HẠN	6,287	6,233	6,691	6,953	7,367
Tiền và các khoản tương đương tiền	221	169	182	312	344
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	3,112	3,281	3,300	3,446	3,497
Các khoản phải thu	739	939	1,050	1,165	1,246
Hàng tồn kho	5	5	5	5	5
Tài sản ngắn hạn khác	655	698	739	775	812
Tài sản tái bảo hiểm	1,439	1,110	1,138	1,166	1,284
TÀI SẢN DÀI HẠN	750	771	761	1,131	1,493
Phải thu dài hạn	14	20	20	22	23
Tài sản cố định	258	253	247	241	235
Bất động sản đầu tư	155	152	150	147	145
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	252	261	264	267	270
Tài sản dài hạn khác	41	55	49	420	784
Tổng cộng tài sản	7,037	7,004	7,452	8,084	8,859
Nợ ngắn hạn	1,271	1,319	1,529	1,692	1,810
Dự phòng phí chưa được hưởng	1,874	1,956	2,150	2,326	2,515
Dự phòng bồi thường	1,260	889	534	371	319
Dự phòng dao động lớn	210	196	220	242	259
Nợ dài hạn	1	1	1	1	1
VỐN CHỦ SỞ HỮU	2,420	2,643	3,018	3,451	3,955
Tổng nguồn vốn	7,037	7,004	7,452	8,084	8,859

Chỉ tiêu tăng trưởng	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh bảo hiểm	-10%	39%	12%	16%	12%
Lợi nhuận từ hoạt động đầu tư bất động sản	13%	-8%	-2%	-2%	-2%
Lợi nhuận gộp hoạt động tài chính	-1%	18%	13%	7%	1%
Lợi nhuận trước thuế	10%	25%	15%	17%	7%
Lợi nhuận sau thuế	13%	14%	15%	17%	7%
Tổng tài sản	-5%	0%	6%	8%	10%
Dự phòng nghiệp vụ	-12%	-9%	-5%	1%	5%
Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Khả Năng Sinh Lãi					
ROAA	4.0%	4.7%	5.2%	5.6%	6.0%
ROAE	12.2%	13.0%	13.2%	13.4%	13.6%
Chỉ số riêng					
Tỷ lệ bồi thường	27%	33%	31%	31%	31%
Tỷ lệ chi phí	65%	62%	62%	62%	61%
Tỷ lệ kết hợp	92%	95%	93%	93%	92%
Tỷ lệ giữ lại	76%	74%	75%	75%	74%
Lợi nhuận từ HĐ tài chính/ Trung bình các khoản đầu tư ngắn hạn	6%	9%	8%	9%	10%
Nợ/Tổng tài sản	0.7x	0.6x	0.6x	0.6x	0.6x

(Nguồn: BMI, PHS tổng hợp)

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Nguyễn Thị Thảo Vy, Chuyên viên phân tích cao cấp** – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479
Customer Service: 1900 25 23 58
E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472
Call Center: (84-28) 5 413 5488
Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,
107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7,
Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478
Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060
Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận
3, Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068
Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân
Bình, Tp.HCM.
Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401
Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa,
Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Phone: (+84-24) 6 250 9999
Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,
Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận
Hai Bà Trưng, Hà Nội
Phone: (+84-24) 3 933 4566
Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải
Phòng
Phone: (+84-22) 384 1810
Fax: (+84-22) 384 1801