



Company Report: Agriculture Bank Insurance Joint - Stock Corporation (ABI)

 Bộ phận Phân tích Doanh nghiệp
Research@gtias.com.vn
 05 Nov 2021

Lợi suất vượt trội nhờ sản phẩm tiên phong

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ABIC là **doanh nghiệp tiên phong** về sản phẩm bảo hiểm bảo an tín dụng (BATD) tại thị trường bảo hiểm Việt Nam.
- **Rủi ro được phân tán tốt theo quy luật mẫu lớn, biên lợi nhuận vượt trội.** BATD có tỷ lệ đền bù rất thấp (chỉ khoảng 22% phí bảo hiểm) cùng với việc tận dụng lợi thế mạng lưới từ ngân hàng mẹ giúp ABIC dễ dàng xâm nhập thị trường và duy trì doanh thu hàng năm cũng như tỷ lệ kết hợp thấp nhất ngành. Nhờ đó, biên lợi nhuận thuần và ROE của công ty cao vượt trội so với các công ty cùng ngành. ROE của ABIC hiện đạt khoảng 25%-30%, gấp 2 mặt bằng chung.
- ABIC vẫn còn nhiều dư địa cải thiện biên lợi nhuận từ việc tăng mặt bằng lãi suất và đa dạng hóa danh mục đầu tư giúp tăng lợi nhuận tài chính.

RỦI RO

- Sản phẩm BATD đặc thù, việc mở rộng doanh thu phần lớn phụ thuộc vào tăng trưởng tín dụng của ngân hàng mẹ là Agribank. Bên cạnh đó, dù chỉ tập trung vào tiền gửi tiết kiệm, lợi nhuận tài chính của ABIC cũng là đối tượng chịu ảnh hưởng bởi mặt bằng lãi suất giảm 2 năm gần đây.

KHUYẾN NGHỊ

Lợi thế từ ngân hàng mẹ giúp củng cố kỳ vọng tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm và lợi nhuận vượt trội của ABIC.

So với các doanh nghiệp cùng ngành, ABI đang giao dịch với mức P/E thấp hơn nhiều ở 7.7x so với mức trung bình 14.x.

Chúng tôi khuyến nghị **"MUA"** cổ phiếu với mức giá mục tiêu 1 năm tới là **80,000VND/cp**, tương ứng **tỷ suất sinh lời 25%**.

Khuyến nghị:

Mua
 (Updated)

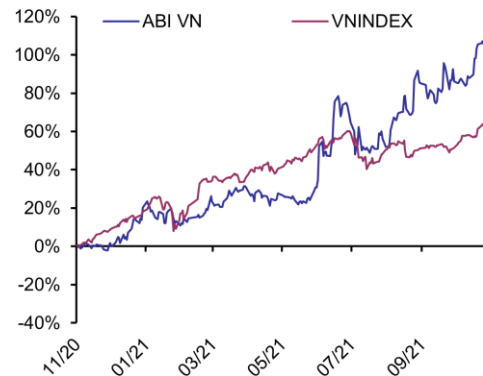
6-18m TP:

VND80,000
(Initial)

Giá cp hiện tại:

VND64,000

Diễn biến giá cp



Thay đổi giá cp	1 M	3 M	1Y
Thay đổi giá	34.2	129.0	102.9
SS với VN index	43.0	179.3	158.1
Giá tb (VND)	56,264	49,904	43,048

Nguồn: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

12/31	Rev (VNDb)	Net Profit (VND b)	EPS (VND)	EPS (Δ%)	BPS (VND)	DPS (VND)	Yield (%)	PBT (%)	ROA (%)	ROE (%)
2019A	1,743	242	6,368	23	23,449	1200	12	17.40%	9.44%	27.21%
2020A	1,906	293	8,004	25.69	27,497	1200	12	19.23%	9.81%	28.04%
2021F	1,976	331	7,933	41.12	30,021	1200	12	20.94%	9.78%	25.46%
2022F	2,263	384	9,200	30.69	37,143	1200	12	21.21%	10.09%	23.86%
2023F	2,547	429	10,281	21.96	45,307	1200	12	21.06%	10.04%	21.86%

SL cp lưu hành (triệu)	42.00	Cổ đông lớn (%)	Agribank 52.93
Vốn hóa TT. (VND b)	2,619.45	Free float (%)	44.9
Giá trung bình KL 3 tháng ('000)	116.31	Nợ/VCSH (%)	0
Giá cao/thấp nhất 52w (VND)	64700 / 27000		

Nguồn: the Company, Guotai Junan (VN).

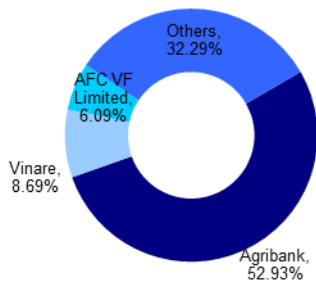
ĐIỂM NHẤN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Bảo hiểm Agribank (ABIC) là công ty con của Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn (Agribank), hoạt động trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ. Sản phẩm bảo hiểm chính của ABIC là bảo hiểm bảo an tín dụng, bảo hiểm xe cơ giới và bảo hiểm tài sản.

Nổi bật trong đó, **sản phẩm bảo hiểm bảo an tín dụng** (BATD-sản phẩm bảo hiểm phi nhân thọ giúp người vay trả nợ ngân hàng cho họ gặp rủi ro không lường trước, qua đó bảo vệ tài sản đảm bảo và giúp người thân không phải mang gánh nặng trả nợ) là sản phẩm lõi của công ty, khai thác vào phân khúc bảo hiểm ngách, giàu tiềm năng.

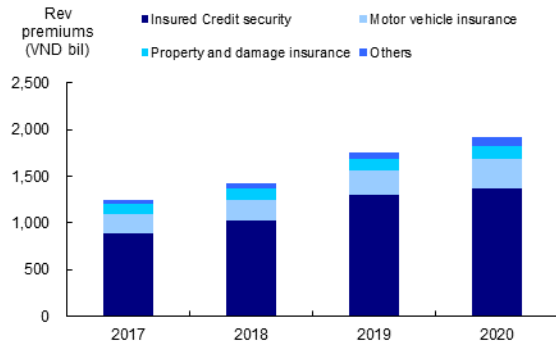
Trên thị trường Việt Nam, đã có một số đơn vị cung cấp sản phẩm BATD (PTI, BHV), tuy nhiên, ABIC nổi bật nhất về quy mô cũng như tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu.

Figure-1: Cơ cấu cổ đông



Source: ABI, Guotai Junan (VN).

Figure-2: Cơ cấu phí bảo hiểm gốc



Source: ABI, Guotai Junan (VN).

Hiện nay, **BATD** chiếm hơn 70% tổng phí bảo hiểm gốc của công ty. Nhờ lợi thế là công ty con của Agribank, ABIC không gặp nhiều khó khăn trong việc xâm nhập thị trường và mở rộng tập khách hàng. Khoảng 40%-50% khách hàng vay của Agribank đều mua sản phẩm bảo an tín dụng.

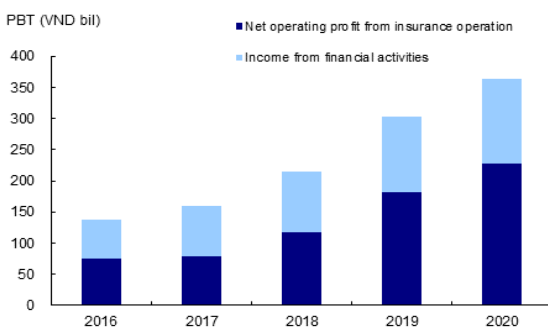
Tỷ lệ bồi thường thấp sản phẩm BATD giúp ABI xếp đầu ngành về hiệu quả sinh lời

Tỷ lệ bồi thường của ABIC chỉ ở mức trung bình 27%/năm, thấp nhất toàn ngành, trong đó, mảng BATD có tỷ lệ bồi thường trung bình chỉ 22%, bảo hiểm tài sản với tỷ lệ 13.1% và bảo hiểm cơ giới với tỷ lệ bồi thường 40%.

Rủi ro được phân tán tốt theo quy luật mẫu lớn. Tỷ lệ bồi thường thấp, khoảng 0.22% của ABIC (tức trung bình cứ 10,000 khách hàng thì chỉ có 22 khách hàng gặp rủi ro và được đền bù) xuất phát từ tập khách hàng rất lớn là các khách hàng cá nhân đi vay tại Agribank, với số lượng hợp đồng đến nay là khoảng 16 triệu hợp đồng. Kỳ hạn mỗi khoản vay 1-3 năm cùng dư nợ tối đa được bảo hiểm là 300 triệu đồng cho thấy rủi ro của ABIC được phân tán tốt.

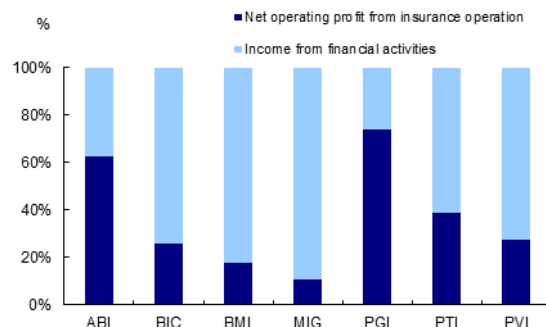
Về mặt sinh lời, nhờ tỷ lệ bồi thường thấp và tận dụng được hệ thống của ngân hàng mẹ để bán chéo sản phẩm, tỷ lệ kết hợp của ABIC cũng đang thấp nhất ngành và liên tục giảm về mức 81.27% tại thời điểm cuối quý 3/2021. Tỷ suất sinh lời của ABIC rất ấn tượng, đạt 30.27%, cao nhất toàn ngành và bỏ xa các doanh nghiệp còn lại có ROE chỉ quanh 10%.

Figure-3: Cấu phần LNTT ABI



Source: ABI, Guotai Junan (VN).

Figure-4: Cơ cấu LNTT so với peers 2020



Source: ABI, Guotai Junan (VN).

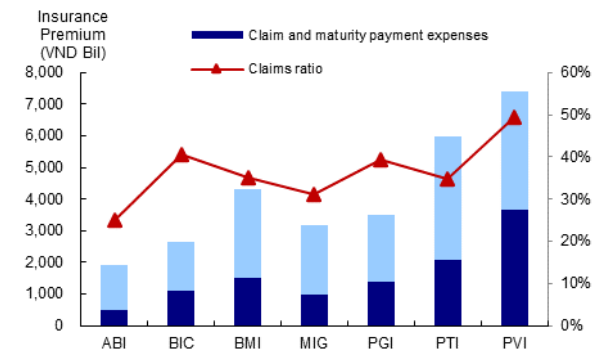
Danh mục đầu tư thận trọng, tuy nhiên, biên lợi nhuận có thể vươn lên số 1 toàn ngành nhờ kỳ vọng mặt bằng lãi suất tăng

Hiện tại, 100% danh mục đầu tư của ABIC đều là tiền gửi ngắn hạn và hoàn toàn phụ thuộc vào mặt bằng lãi suất trên thị trường. Điều này một mặt khiến lợi suất danh mục đầu tư không quá cao, mặt khác lại đảm bảo tính an toàn và loại bỏ được phần lớn rủi ro thị trường.

Nhìn vào số dư tiền và tiền gửi ngắn hạn (khoảng 2,300 tỷ đồng) cùng 1,600 tỷ đồng dự phòng hiện có cũng cho thấy bộ đệm rủi ro tốt và gần như không có rủi ro thanh khoản. Cùng với đó là tiềm năng dự phòng không dùng đến được phân bổ vào lợi nhuận và gia tăng giá trị định giá của doanh nghiệp.

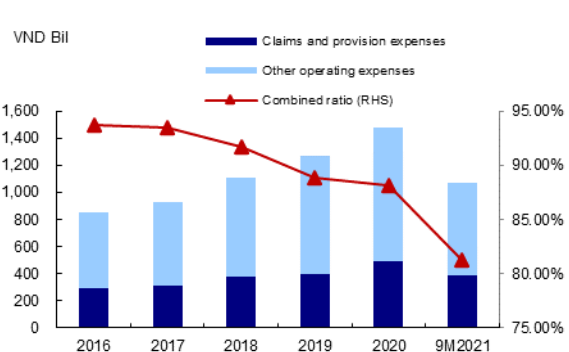
Hiện tại, biên lợi nhuận trước thuế của ABIC đang cao thứ 2 toàn ngành, theo sát PVI. Đáng chú ý, cấu phần lợi nhuận của PVI đang được đóng góp phần lớn bởi lợi nhuận tài chính, hiện đang tạm thời hưởng lợi từ đà tăng trên thị trường chứng khoán. Ngược lại, lợi nhuận của ABIC hoàn toàn có dư địa cải thiện và vượt PVI khi mặt bằng lãi suất tăng trở lại hoặc doanh nghiệp chuyển hướng phân bổ danh mục đầu tư theo hướng chủ động hơn.

Figure-5: Tỷ lệ bồi thường so với peers 2020



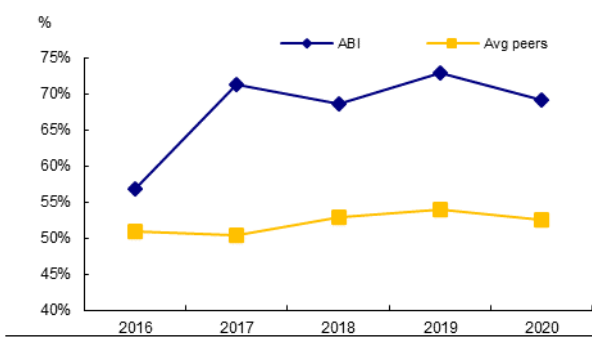
Source: ABI, Guotai Junan (VN).

Figure-6: Tổng chi phí hoạt động bảo hiểm ABI



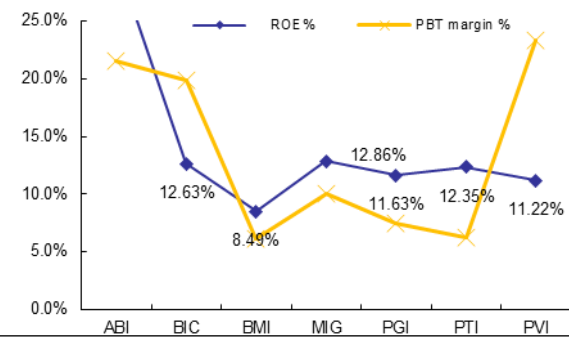
Source: ABI, Guotai Junan (VN).

Figure 7: Tỷ lệ dự phòng bồi thường/doanh số bảo hiểm



Source: ABI, Guotai Junan (VN).

Figure-8: Hiệu quả sinh lời 2020



Source: ABI, Fiiipro, Guotai Junan (VN).

Doanh số phí bảo hiểm sẽ tăng trưởng trở lại với kỳ vọng kinh tế hồi phục sau dịch và tăng nhu cầu vay tại ngân hàng mẹ

Tiềm năng tăng trưởng hiện tại của ABIC phụ thuộc vào hoạt động cho vay của ngân hàng mẹ. Trong năm 2020, hoạt động tín dụng toàn nền kinh tế suy giảm vì Covid cũng dẫn đến tốc độ tăng trưởng phí bảo hiểm gốc BATD giảm từ mức 27% năm 2019 còn 6.02%. Tổng phí bảo hiểm gốc theo đó chỉ tăng 9.2% năm 2020.

Với giả định tăng trưởng tín dụng khách hàng cá nhân tại Agribank đạt 10% năm 2022 và duy trì tăng trưởng dương giai đoạn tiếp theo, chúng tôi kỳ vọng doanh thu phí bảo hiểm mới của ABI tăng trưởng 12%-15% giai đoạn 2022-2024. Tỷ lệ bồi thường duy trì mức thấp như hiện tại và giả định lãi suất tiền gửi 6-5%-6.8%. Ngoài ra, ABIC cũng sẽ được hưởng lợi rất lớn với kỳ vọng tăng tỷ trọng cho vay khách hàng cá nhân của Agribank trong book cho vay.

RỦI RO

Sản phẩm BATD đặc thù, việc mở rộng doanh thu phần lớn phụ thuộc vào tăng trưởng tín dụng của ngân hàng mẹ là Agribank. Bên cạnh đó, dù chỉ tập trung vào tiền gửi tiết kiệm, lợi nhuận tài chính của ABIC cũng là đối tượng chịu ảnh hưởng bởi mặt bằng lãi suất giảm 2 năm gần đây.

ĐỊNH GIÁ

Với giả định ABIC sẽ đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu phí tổng 10%-15%/năm, 100% danh mục đầu tư tiếp tục được phân bổ vào tiền gửi ngắn hạn với mức lãi suất tiền gửi trung bình 6.8%/năm, tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền duy trì 12%/năm và tỷ suất chiết khấu 12%, chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho ABI là 80,000/cp theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (đã điều chỉnh tỷ lệ cổ tức bằng cổ phiếu 14%).

KHUYẾN NGHỊ

Nhờ sự bảo trợ của ngân hàng mẹ, ABIC đang sở hữu những lợi thế hiếm có để phát triển dòng sản phẩm bảo hiểm bảo an tín dụng. Tỷ lệ đền bù và chi phí quản lý thấp giúp cho ngân hàng đạt hiệu quả sinh lời vượt trội so với các doanh nghiệp khác trong ngành.

So với các doanh nghiệp cùng ngành, ABI cũng đang giao dịch với mức P/E thấp hơn rất nhiều ở 7.7x so với mức trung bình 14.x.

Chúng tôi khuyến nghị **"MUA"** cổ phiếu với mức giá mục tiêu 1 năm tới là **80,000VND/cp**, tương ứng **tỷ suất sinh lời 25%**.

Financial Statements and Ratios

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN					BC Kết quả kinh doanh				
Year end Dec (VND ' bil)	2019	2020	2021F	2022F	Year end Dec (VND ' bil)	2019	2020	2021F	2022F
TÀI SẢN NGẮN HẠN	2,375	2,796	3,152	3,541	Doanh thu phí bảo hiểm	1,743	1,906	1,976	2,263
Tiền và các khoản tương đương tiền	48	58	59	68	Chi bồi thường bảo hiểm	-386	-476	-498	-572
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	1,940	2,283	2,597	2,905	Chi phí hoạt động kinh doanh bảo hiểm	-398	-436	-446	-489
Các khoản phải thu	90	98	119	136	Chi phí quản lý doanh nghiệp	-477	-483	-476	-545
TÀI SẢN DÀI HẠN	194	192	233	266	Lợi nhuận hoạt động tài chính	121	138	149	178
Tài sản cố định	122	132	158	181	Tổng LN trước thuế	303	366	414	480
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	59	45	59	68	Lợi nhuận sau thuế	242	293	331	384
TỔNG TÀI SẢN	2,569	2,988	3,385	3,807	EPS (VND)	6,368	8,004	7,933	9,200
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ	1,678	1,943	2,084	2,198	Chỉ số tài chính				
Nợ ngắn hạn	1,678	1,943	323	329		2019	2020	2021F	2022F
Dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm	1,408	1,609	1,761	1,869	PBT margin	17.40%	19.23%	20.94%	21.21%
Nợ dài hạn	0	0	0	0	ROA	9.44%	9.81%	9.78%	10.09%
TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU	891	1,045	1,301	1,609	ROE	27.21%	28.04%	25.46%	23.86%
Lợi nhuận chưa phân phối/Lỗ lũy kế	299	380	636	944					
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	2,569	2,988	3,385	3,807					

Source: the Company, Guotai Junan (VN).

XẾP HẠNG CỔ PHIẾU

Chỉ số tham chiếu: **VN - Index.**

Kỳ hạn đầu tư: **6 đến 18 tháng**

Khuyến nghị	Định nghĩa
Mua	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng $\geq 15\%$ Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Tích lũy	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ 5% đến 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng trung lập
Giảm tỷ trọng	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -15% to -5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực
Bán	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng nhỏ hơn -15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực

XẾP HẠNG NGÀNH

Chỉ số tham chiếu: **VN - Index**

Kỳ hạn đầu tư: **6 đến 18 tháng**

Xếp loại	Định nghĩa
Vượt trội	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index lớn hơn 5% Hoặc triển vọng ngành tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index từ -5% đến 5% Hoặc triển vọng ngành trung lập
Kém hiệu quả	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index nhỏ hơn -5% Hoặc triển vọng ngành kém tích cực

KHUYẾN CÁO

Các nhận định trong báo cáo này phản ánh quan điểm riêng của người viết về mã chứng khoán hoặc tổ chức phát hành. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Guotai Junan Securities (Vietnam) không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào được đề cập trong bản báo cáo này. Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nhận được thù lao dựa trên các yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng và độ chính xác của nghiên cứu, phản hồi của khách hàng, yếu tố cạnh tranh và doanh thu tổng thể của công ty, bao gồm doanh thu từ/trong số các đơn vị kinh doanh khác. Guotai Junan (Vietnam) và cán bộ, giám đốc, nhân viên có thể có mối liên hệ đến bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong tài liệu này (hoặc trong bất kỳ khoản đầu tư nào có liên quan).

Báo cáo này đã được chuẩn bị trên cơ sở thông tin được cho là đáng tin cậy tại thời điểm công bố. Guotai Junan (Vietnam) không tuyên bố hay bảo đảm về tính đầy đủ và chính xác của thông tin đó. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư tổ chức và khách hàng cá nhân của Guotai Junan (Vietnam) tại Việt Nam và ở nước ngoài theo luật pháp và quy định có liên quan rõ ràng cho quốc gia nơi báo cáo này được phân phối không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này.

Báo cáo này không được sao chép, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ đối tượng nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép bằng văn bản của đại diện ủy quyền của Guotai Junan (Vietnam). Vui lòng dẫn nguồn khi trích dẫn.

GUOTAI JUNAN VIETNAM RESEARCH & INVESTMENT STRATEGY

Thành viên	Vị trí	Phụ trách	Email	Ext.
Võ Thế Vinh	Trưởng phòng	Phân tích & Chiến lược Đầu tư	vinhvt@gtjas.com.vn	704
Đỗ Trung Nguyên	Phó phòng	Chiến lược đầu tư	nguyendt@gtjas.com.vn	703
Trần Thị Hồng Nhung	Chuyên viên Phân tích Doanh nghiệp	Ngành Ngân hàng	nhungtth@gtjas.com.vn	706
Đinh Quang Đạt	Chuyên viên Cao cấp Phân tích Doanh nghiệp	Ngành Tiêu dùng	datdq@gtjas.com.vn	
Phí Công Linh	Chuyên viên Cao cấp Phân tích Doanh nghiệp	Ngành Bất Động sản	linhpc@gtjas.com.vn	709



LIÊN HỆ	TRỤ SỞ CHÍNH HÀ NỘI	CHI NHÁNH TP.HCM
Điện thoại tư vấn: (024) 35.730.073	R9-10, 1 st Floor, Charmvit Tower, 117 Trần Duy Hưng, Hà Nội	4 th Floor, No. 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q.3, Tp.HCM
Điện thoại đặt lệnh: (024) 35.779.999	Tel: (024) 35.730.073	Tel: (028) 38.239.966
Email: ivs@gtjas.com.vn Website: www.gtjai.com.vn	Fax: (024) 35.730.088	Fax: (028) 38.239.696