

Ngành Bảo hiểm: Lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ khả quan trong khi lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ gặp khó khăn

Nguyễn Thanh Tùng, CFA

Chuyên Viên, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.nguyenthanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4869

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

- Phí bảo hiểm phi nhân thọ hồi phục theo nền kinh tế trong khi phí bảo hiểm nhân thọ tiếp tục sụt giảm. Trong giai đoạn 2024-2026, HSC dự báo phí bảo hiểm phi nhân thọ sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 13%. Trong khi đó, phí bảo hiểm nhân thọ được kỳ vọng sẽ hồi phục 12% trong năm 2025 sau khi sụt giảm 10% trong năm nay.
- Lợi nhuận đầu tư chịu ảnh hưởng tiêu cực do mặt bằng lãi suất thấp. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lãi suất sẽ tăng nhẹ 50-100 điểm cơ bản trong 12 tháng tới, từ đó giúp nâng cao lợi suất đầu tư kể từ Q1/2025 và giảm chi phí dự phòng của các công ty bảo hiểm nhân thọ.
- Sau khi nâng dự báo lợi nhuận và áp dụng mô hình định giá thu nhập thẳng dự, HSC nâng giá mục tiêu đối với tất cả các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với BVH lên Mua vào và PVI lên Tăng tỷ trọng, trong khi hạ khuyến nghị đối với MIG xuống Giảm tỷ trọng với tiềm năng tăng giá/rủi ro giảm giá lần lượt là 25,3%, 16,5% và -11,7%.

Bảo hiểm phi nhân thọ tăng trưởng mạnh mẽ trong khi bảo hiểm nhân thọ vẫn đối mặt với khó khăn

Lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ 12,2% so với cùng kỳ trong Q1/2024, sau khi chỉ tăng trưởng nhẹ 3% trong năm 2023. Điểm tích cực này phù hợp với sự hồi phục của nền kinh tế chung. Ngược lại, lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ gặp nhiều khó khăn với phí bảo hiểm khai thác mới giảm khoảng 35% so với cùng kỳ và tổng doanh thu phí bảo hiểm giảm 11,4% so với cùng kỳ.

HSC dự đoán lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ sẽ tăng trưởng cùng với sự đi lên của nền kinh tế, với phí bảo hiểm dự báo tăng trưởng bình quân 13% trong giai đoạn 2024-2026. Trong khi đó, chúng tôi tin rằng có sự thay đổi cấu trúc đã diễn ra trong lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ, đặc biệt ảnh hưởng đến kênh banca. Chúng tôi dự báo tổng phí bảo hiểm nhân thọ sẽ giảm 10% so với cùng kỳ trong năm 2024 nhưng sau đó sẽ hồi phục 12% kể từ năm 2025.

Lợi suất đầu tư: Có thể tạo đáy trong Q4/2024, hồi phục từ Q1/2025

Lợi suất đầu tư tiếp tục chịu tác động tiêu cực do mặt bằng lãi suất thấp mặc dù đã tăng nhẹ gần đây. Trong khi chúng tôi dự báo lãi suất sẽ tăng nhẹ trong 12 tháng tới (khoảng 50-100 điểm cơ bản), lợi suất đầu tư được dự báo sẽ chạm đáy trong Q4/2024. Do đó, lợi suất đầu tư dự kiến sẽ chưa thể tăng so với cùng kỳ cho tới nửa sau của năm 2025. Lưu ý rằng mặt bằng lãi suất tăng lên sẽ có lợi cho các công ty bảo hiểm nhân thọ nhiều hơn so với các công ty bảo hiểm phi nhân thọ, do yêu cầu trích lập dự phòng có thể giảm bớt đối với các công ty này.

Nâng khuyến nghị: Cổ phiếu bảo hiểm là các khoản đầu tư phòng thủ

Sau giai đoạn dài diễn biến kém tích cực, giá cổ phiếu bảo hiểm tăng mạnh trong tháng 4/2024 (cùng thời điểm lãi suất tiền gửi tăng) đã giúp ngành này có hiệu suất tốt hơn so với chỉ số VNIndex trong giai đoạn 3 tháng và 12 tháng. Mặc dù tăng mạnh gần đây, nhiều cổ phiếu vẫn đang có định giá hợp lý theo P/B nhờ triển vọng cải thiện và kỳ vọng hệ số ROE tăng lên trong trung hạn. Trên thực tế, HSC cho rằng cổ phiếu ngành bảo hiểm sẽ được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ nền tảng cơ bản tiếp tục cải thiện. Ngoài ra, cổ phiếu ngành bảo hiểm cũng được xem là lựa chọn đầu tư mang tính phòng thủ trong giai đoạn lãi suất tăng lên.

Sau khi điều chỉnh dự báo và áp dụng phương pháp định giá mới (mô hình thu nhập thẳng dự), HSC nâng giá mục tiêu và khuyến nghị đối với cổ phiếu bảo hiểm nhân thọ (cũng là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi) BVH lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và nâng khuyến nghị đối với cổ phiếu bảo hiểm phi nhân thọ PVI lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ), trong khi hạ khuyến nghị đối với cổ phiếu bảo hiểm phi nhân thọ MIG xuống Giảm tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu này tăng mạnh 31% trong 3 tháng qua.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 15/7.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
BVH	45,500	Mua vào	-	57,000	-	25.3	18.0	15.5	1.50	1.43	2.20	2.72
MIG	22,200	Giảm tỷ trọng	-	19,600	-	(11.7)	13.0	12.2	1.75	1.63	4.50	3.60
PVI	56,800	Tăng tỷ trọng	-	66,200	-	16.5	13.3	13.0	1.67	1.62	5.63	5.96

Giá cổ phiếu tại ngày 12/7/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ hồi phục nhưng lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ cần thêm thời gian	3
Phân tích KQKD gần đây	3
Thông tư 34: Những dấu hiệu nói lỏng nhưng khó khăn vẫn hiện hữu đối với kênh bancassurance	6
Cập nhật triển vọng: Lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ nhiều khả năng sẽ ổn định hơn	8
BVH: Hưởng lợi từ sự bất ổn và mặt bằng lãi suất dự kiến tăng	8
PVI và MIG: Lợi nhuận mạnh mẽ ở mảng bảo hiểm nhiều khả năng sẽ bù đắp sự sụt giảm ở mảng đầu tư	8
Nâng dự báo lợi nhuận đối với các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị	9
Định giá và khuyến nghị: Cổ phiếu có tính phòng thủ	11
Kết luận và phương pháp định giá	11
Bối cảnh định giá	12
Báo cáo thành phần	
Tập đoàn Bảo Việt (BVH)	14
Công ty Cổ phần PVI (PVI)	27
Tổng CTCP Bảo hiểm Quân đội (MIG)	37

Lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ hồi phục nhưng lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ cần thêm thời gian

Phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng 12,2% so với cùng kỳ trong Q1/2024 – mạnh hơn đáng kể so với mức tăng trưởng 3% trong năm 2023 nhờ hoạt động kinh tế hồi phục. Ngược lại, lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ vẫn đối mặt với nhiều thách thức do các quy định nghiêm ngặt hơn và niềm tin của khách hàng sụt giảm. Lợi nhuận đầu tư cũng tiếp tục gặp sức ép do mặt bằng lãi suất thấp. Tuy nhiên, bối cảnh này cũng tạo ra những cơ hội và chiến lược hành động sẽ đóng vai trò quan trọng. HSC nâng khuyến nghị đối với BVH lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và PVI lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) do những công ty này có vị thế tốt hơn các công ty cùng ngành. Trong khi đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với MIG xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) do chúng tôi tin rằng giá cổ phiếu đã phản ánh đầy đủ việc nền tảng cơ bản cải thiện.

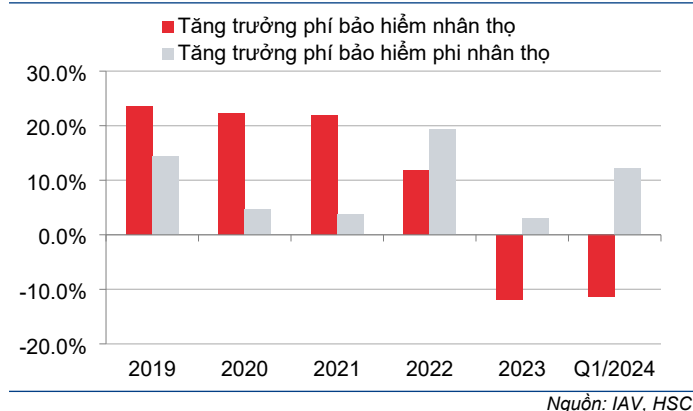
Phân tích KQKD gần đây

Phí bảo hiểm gốc của ngành bảo hiểm giảm 3,8% so với cùng kỳ trong Q1/2024 chủ yếu do lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ sụt giảm mạnh (giảm 11,5% so với cùng kỳ) trong khi lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ tăng ấn tượng 12,2% so với cùng kỳ. Theo số liệu sơ bộ 6 tháng đầu năm 2024 của Tổng cục Thống kê, tổng phí bảo hiểm gốc trong 6 tháng đầu năm 2024 giảm 3,8% so với cùng kỳ, bao gồm phí bảo hiểm nhân thọ giảm 10,5% so với cùng kỳ, trong khi phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng 11,2% so với cùng kỳ.

Sự hồi phục mạnh của lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ đi cùng xu hướng với sự phục hồi của nền kinh tế. Tuy nhiên, lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ vẫn đang đối mặt với nhiều khó khăn về niềm tin của khách hàng cũng như sự thắt chặt của các quy định pháp luật.

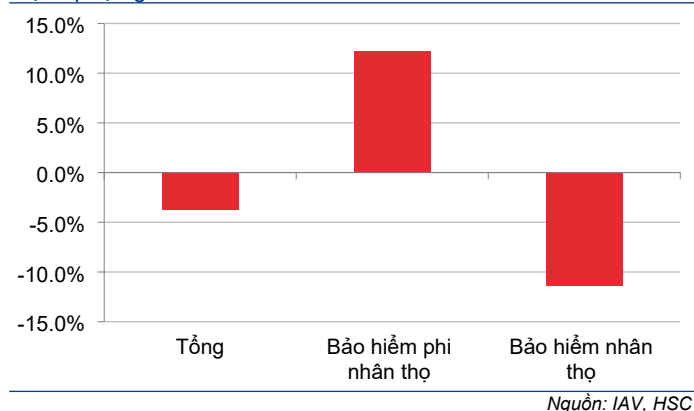
Biểu đồ 1: Tổng tăng trưởng phí bảo hiểm

Phí bảo hiểm nhân thọ giảm mạnh từ năm 2023



Biểu đồ 2: Tăng trưởng phí bảo hiểm so với cùng kỳ trong Q1/2024

Phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng trở lại trong khi phí bảo hiểm nhân thọ tiếp tục giảm



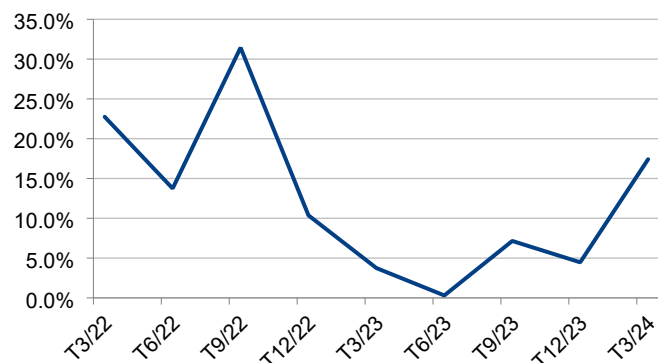
Mảng bảo hiểm phi nhân thọ: Hồi phục mạnh

Tổng phí bảo hiểm gốc của các công ty niêm yết có sự hồi phục mạnh từ mức nền thấp năm 2023. Điều này là do tính chu kỳ của ngành: khách hàng thường giảm chi tiêu vào bảo hiểm khi tình hình tài chính không thuận lợi. Bắt đầu từ Q1/2024, toàn bộ nền kinh tế cho thấy những dấu hiệu khởi sắc, thể hiện ở sự phục hồi của chỉ số sản xuất công nghiệp, kim ngạch xuất nhập khẩu, từ đó giúp đẩy mạnh sự phục hồi của phí bảo hiểm phi nhân thọ.

Tuy nhiên, không phải tất cả các công ty niêm yết đều hưởng lợi khi thị trường phục hồi. Trong khi PVI và BMI ghi nhận mức tăng trưởng cao hơn ngành trong Q1/2024, tổng phí bảo hiểm gốc của các công ty khác chỉ tăng nhẹ hoặc thậm chí sụt giảm, như trong trường hợp của PTI. Theo cơ cấu sản phẩm, bảo hiểm sức khỏe và thương mại tăng trưởng hai con số nhưng bảo hiểm xe cộ giảm 1,2% so với cùng kỳ.

Biểu đồ 3: Tăng trưởng tổng phí bảo hiểm so với cùng kỳ

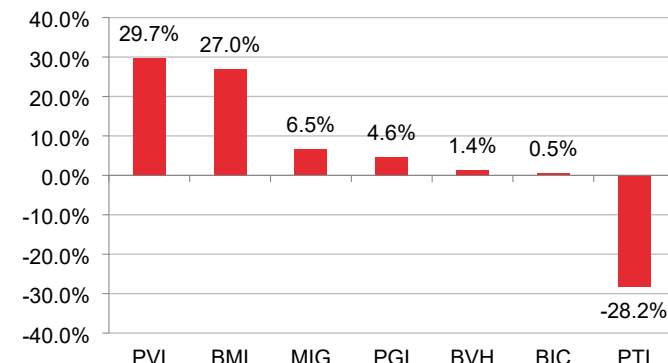
Phí bảo hiểm tăng mạnh trong Q1/2024



Ghi chú: Dựa trên dữ liệu từ các công ty niêm yết trên sàn HOSE & HNX, bao gồm: BVH, PVI, BMI, MIG, PGI, BIC, PTI.
Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Biểu đồ 4: Tăng trưởng phí bảo hiểm phi nhân thọ của các công ty

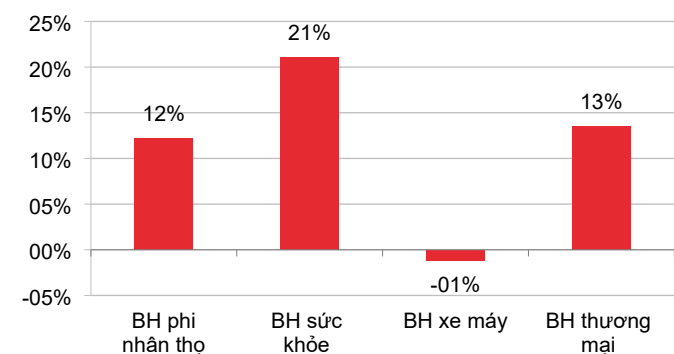
PVI & BMI tăng trưởng vượt trội hơn so với các công ty cùng ngành trong Q1/2024



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Biểu đồ 5: Tăng trưởng phí bảo hiểm phi nhân thọ theo cơ cấu sản phẩm

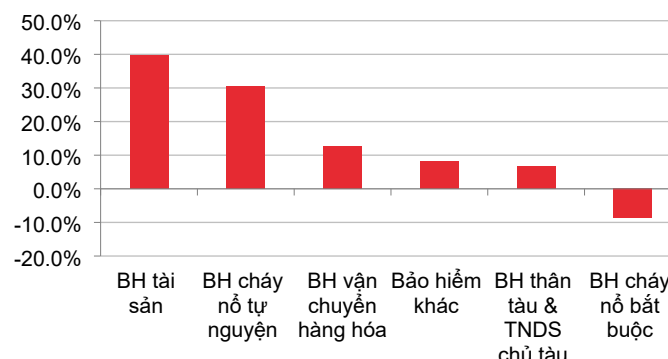
Bảo hiểm sức khỏe và thương mại tăng trưởng mạnh mẽ



Nguồn: Hiệp hội Bảo hiểm Việt Nam (IAV)

Biểu đồ 6: Tăng trưởng bảo hiểm thương mại theo cơ cấu sản phẩm

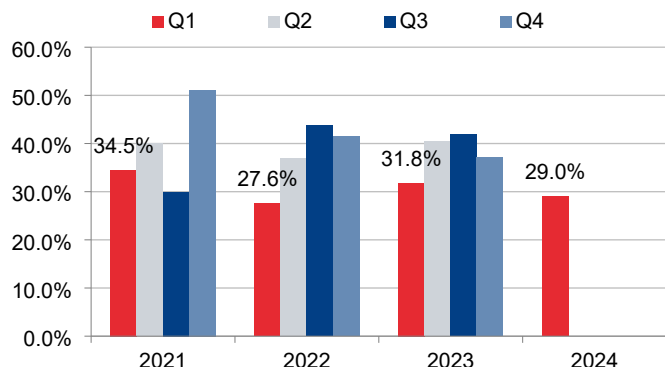
Bảo hiểm tài sản và bảo hiểm cháy nổ tự nguyện ghi nhận mức tăng mạnh nhất



Nguồn: IAV

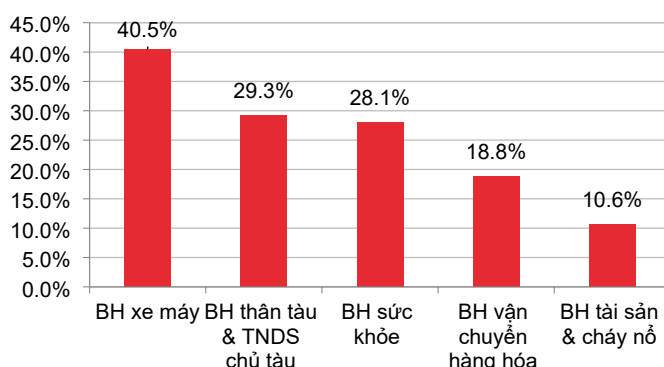
Lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ cũng hưởng lợi từ mức tỷ lệ bồi thường thấp trong Q1/2024 (chỉ 29%), so với bình quân Q1 trong 3 năm qua ở mức 31,3%. Theo cơ cấu sản phẩm, bảo hiểm xe cộ có tỷ lệ bồi thường cao nhất là 40,5%, trong khi bảo hiểm tài sản và cháy nổ ở mức thấp nhất là 10,6%. Tuy nhiên, lưu ý rằng các sản phẩm bảo hiểm có tính mùa vụ, ví dụ tỷ lệ bồi thường thường cao trong mùa bão.

Biểu đồ 7: Tỷ lệ bồi thường, các công ty bảo hiểm niêm yết
Tỷ lệ bồi thường Q1/2024 thấp so với bình quân Q1



Ghi chú: Dữ liệu từ các công ty niêm yết trên sàn HOSE & HNX: BVH, PVI, BMI, MIG, PGI, BIC, PTI.
Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Biểu đồ 8: Tỷ lệ bồi thường Q1/2024 theo cơ cấu sản phẩm
BH xe máy & BH sức khỏe có tỷ lệ bồi thường cao



Nguồn: IAV

Bảo hiểm nhân thọ: Vẫn trong giai đoạn khó khăn

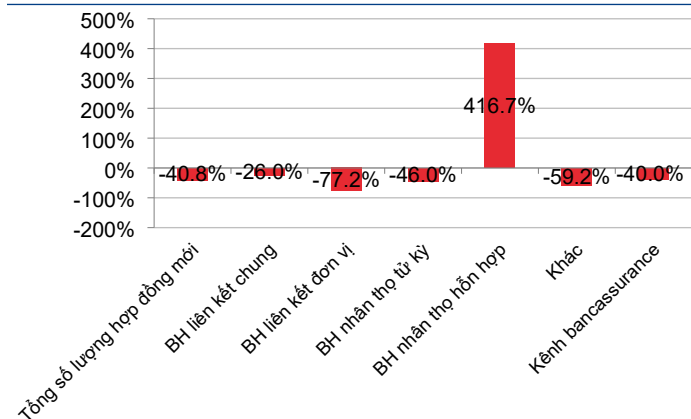
Ngành bảo hiểm nhân thọ tiếp tục đối mặt với những khó khăn với số lượng hợp đồng mới giảm khoảng 41% trong Q1/2024. Tổng phí bảo hiểm khai thác mới giảm khoảng 35%, trong khi tổng doanh thu phí bảo hiểm giảm 11,4%.

Yếu tố chính dẫn đến sự sụt giảm này là kênh bancassurance do kênh này gặp nhiều khó khăn về niềm tin khách hàng sụt giảm và các quy định nghiêm ngặt hơn. Tuy nhiên, các công ty bảo hiểm mà ít phụ thuộc vào kênh bancassurance cho thấy sự ổn định, một số công ty thậm chí còn giành thêm thị phần trong Q1/2024.

Ví dụ, doanh thu phí bảo hiểm của Bảo Việt Life, công ty con của BVH, chỉ sụt giảm 2,7% so với mức sụt giảm 11,4% của toàn ngành. Điều này cho thấy tầm quan trọng của sự đa dạng trong kênh phân phối để giảm thiểu rủi ro thị trường.

Biểu đồ 9: Bảo hiểm nhân thọ: Tăng trưởng số lượng hợp đồng mới trong Q1/2024

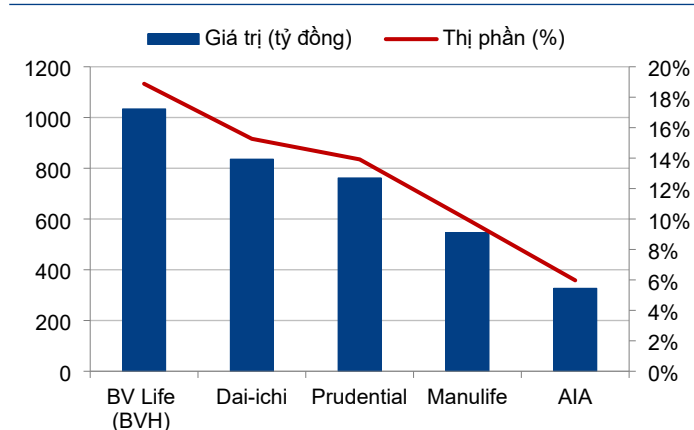
Hầu hết các sản phẩm đều ghi nhận số lượng hợp đồng mới giảm



Nguồn: IAV

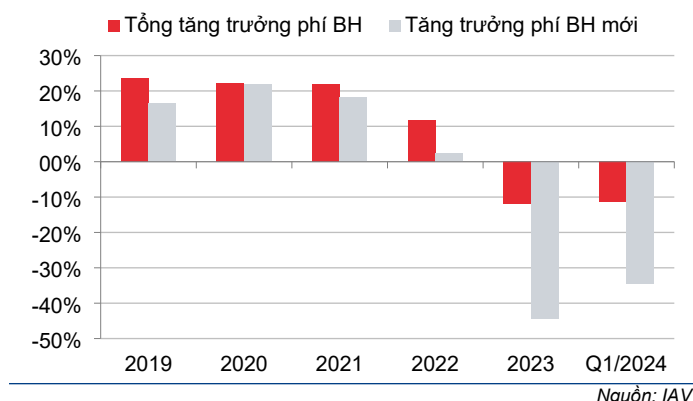
Biểu đồ 10: Phí bảo hiểm khai thác mới trong Q1/2024

Bảo Việt Life đứng số 1 trong Q1/2024

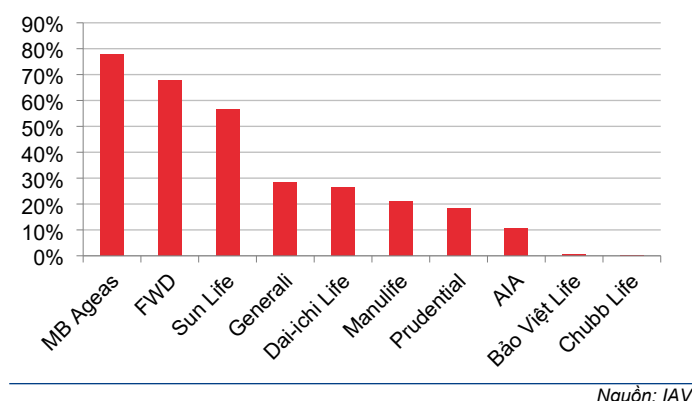


Nguồn: IAV

Biểu đồ 11: Tăng trưởng phí bảo hiểm nhân thọ
Phí bảo hiểm nhân thọ đã giảm mạnh kể từ năm 2023



Biểu đồ 12: Đóng góp của kênh bancassurance
Bảo Việt Life phụ thuộc rất ít vào kênh bancassurance

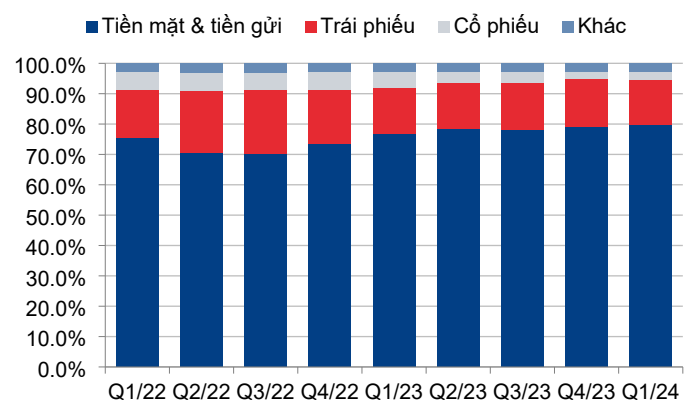


Lợi suất đầu tư: Vẫn chưa được hưởng lợi từ sự đảo chiều của xu hướng lãi suất

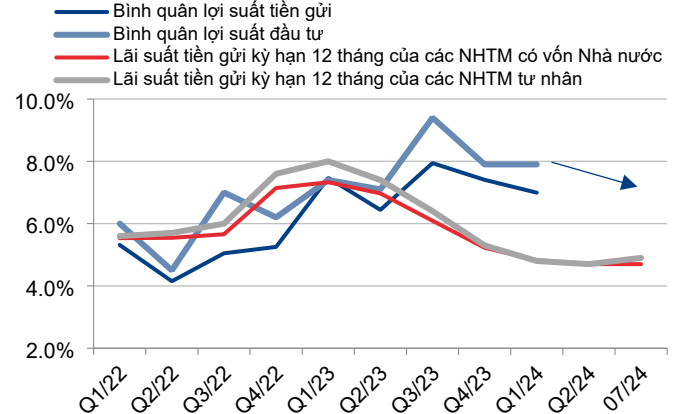
Mặt bằng lãi suất thấp không thuận lợi cho ngành bảo hiểm. Đối với các công ty bảo hiểm phi nhân thọ, chu kỳ đầu tư thường ngắn và từ đó phần lớn các khoản đầu tư là tiền gửi kỳ hạn tại các NHTM. Mặc dù lãi suất thấp, không có sự thay đổi đáng kể nào trong việc phân bổ tài sản của các công ty trong ngành. Những công ty có tỷ trọng đầu tư lớn hơn vào cổ phiếu tại thời điểm cuối Q4/2023 (như BMI & MIG) sẽ có mức lợi suất đầu tư tốt hơn trong Q1/2024.

HSC cũng nhận thấy độ trễ giữa thời điểm lãi suất tiền gửi đạt đỉnh (Q1/2023) và lợi suất tiền gửi đạt đỉnh (Q3/2023) là hai quý. Điều này cho thấy mặc dù lãi suất tiền gửi đã chạm đáy vào Q2/2024, nhưng lợi suất tiền gửi, cũng như lợi suất đầu tư, nhiều khả năng sẽ tiếp tục sụt giảm trong hai quý tới. Mặc dù HSC dự báo lãi suất sẽ tăng nhẹ 50-100 điểm cơ bản trong 12 tháng tới, lợi suất đầu tư có thể tiếp tục sụt giảm và chạm đáy vào Q4/2024. Sự hồi phục so với quý trước dự kiến sẽ bắt đầu kể từ Q1/2025 và sự hồi phục so với cùng kỳ được kỳ vọng bắt đầu từ 6 tháng cuối năm 2025.

Biểu đồ 13: Phân bổ tài sản
Phân bổ tài sản không có biến động lớn trong Q1/2024



Biểu đồ 14: Lợi suất tiền gửi
Lợi suất tiền gửi chịu ảnh hưởng tiêu cực từ lãi suất thấp



Ghi chú: Dựa trên dữ liệu từ các công ty bảo hiểm phi nhân thọ, gồm: PVI, BMI, MIG, PGI, BIC, PTI
Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Ghi chú: (1) Dựa trên dữ liệu các công ty bảo hiểm phi nhân thọ đã niêm yết, gồm: PVI, BMI, MIG, PGI, BIC, PTI. (2) Biến động lợi suất tiền gửi/đầu tư là do số liệu PTI công bố
Nguồn: Dữ liệu các công ty, dữ liệu ngân hàng, HSC

Thông tư 34: Những dấu hiệu nới lỏng nhưng khó khăn vẫn hiện hữu đối với kênh bancassurance

NHNN Việt Nam đã ban hành Thông tư 34/2024/TT-NHNN quy định về giấy phép kinh doanh của các NHTM. Thông tư này đem lại tín hiệu tích cực cho hoạt động kinh doanh bancassurance với việc cho phép các NHTM tham gia bán bảo hiểm nhân thọ

theo quy định của Luật Bảo hiểm (bao gồm các sản phẩm bảo hiểm liên kết đơn vị và bảo hiểm liên kết chung). Đáng chú ý, dự thảo trước đó đã cấm các NHTM bán các sản phẩm liên kết đơn vị và liên kết chung.

Tuy nhiên, vẫn có những hạn chế quan trọng được quy định trong Thông tư 67/2023/TT-BTC, hướng dẫn về luật kinh doanh bảo hiểm mới. Thông tư này cấm các NHTM chào bán các sản phẩm liên kết đơn vị trước và sau 60 ngày kể từ ngày giải ngân toàn bộ khoản vay. Mặc dù Thông tư 34 chắc chắn đã giảm áp lực lên kênh bancassurance, nhưng mục đích của nhà quản lý rõ ràng là nhằm đảm bảo các NHTM tham gia phải bán bảo hiểm phù hợp với nhu cầu của khách hàng, thay vì ép buộc khách hàng mua sản phẩm bảo hiểm.

Cập nhật triển vọng: Lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ nhiều khả năng sẽ ổn định hơn

HSC dự báo lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ sẽ tăng trưởng theo sự hồi phục của nền kinh tế, với phí bảo hiểm tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 13% trong giai đoạn 2024-2026. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ đã có sự chuyển dịch cấu trúc, đặc biệt là đối với kênh bancassurance. Từ đó, HSC dự báo phí bảo hiểm nhân thọ sẽ giảm 10% so với cùng kỳ trong năm 2024 sau đó tăng trưởng 12%/năm kể từ năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng cả BVH và PVI sẽ giành thêm thị phần, trong khi MIG nhiều khả năng sẽ mất thị phần để tập trung hơn vào lợi nhuận của công ty. Tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm của cả 3 công ty này được dự báo sẽ cải thiện trong khi lợi suất đầu tư dự kiến sẽ tăng nhẹ kể từ năm 2025.

BVH: Hưởng lợi từ sự bất ổn và mặt bằng lãi suất dự kiến tăng

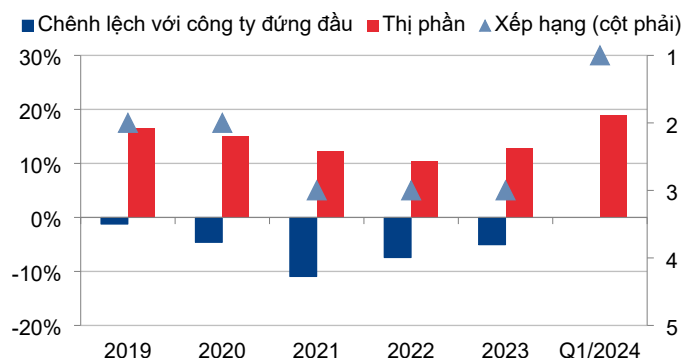
HSC tin rằng lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ đã có sự chuyển dịch cấu trúc. Lợi thế của kênh phân phối bancassurance, trước đó cho thấy sự cạnh tranh đáng kể, đang suy yếu và dần giống với các đại lý truyền thống. Điều này đem lại thời cơ thích hợp cho BVH để củng cố vị thế và chiếm thêm thị phần trong lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ.

Các công ty bảo hiểm nhân thọ cũng được hưởng lợi từ xu hướng phục hồi của lãi suất vì chi phí dự phòng có thể giảm xuống và lãi đầu tư có thể tăng lên. Mặc dù lãi suất kỹ thuật đã giảm xuống đáy năm 2021 nhưng vẫn chưa tăng mạnh trở lại (theo giả định của chúng tôi). Tuy nhiên, ngay cả khi lãi suất không có sự phục hồi đáng kể, HSC vẫn cho rằng tỷ lệ chi phí giá vốn bảo hiểm sẽ giảm dần. Sự sụt giảm này có thể xuất phát từ việc các công ty bảo hiểm nhân thọ không cần phải điều chỉnh tăng nghĩa vụ nợ phải trả, cùng với việc bán ra các hợp đồng mới, có lãi, được định giá dựa trên lãi suất kỹ thuật thấp. Những yếu tố này góp phần làm giảm tỷ lệ chi phí giá vốn bảo hiểm bình quân.

Đối với rủi ro về sự sụt giảm lợi suất đầu tư trong ngắn hạn, cần lưu ý là tổng lợi nhuận đầu tư của BVH có thể không chịu tác động nghiêm trọng. Điều này là nhờ chênh lệch dương giữa phí bảo hiểm mới thu được và tổng chi bồi thường giúp gia tăng quy mô của tổng tài sản đầu tư.

Biểu đồ 15: Thị phần phí bảo hiểm mới, BVH

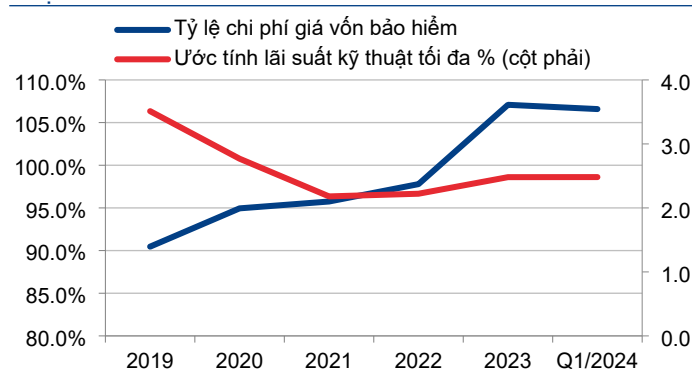
BVH đã giành được thị phần kể từ năm 2023



Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 16: Tỷ lệ chi phí giá vốn bảo hiểm & lãi suất kỹ thuật tối đa, BVH

Tỷ lệ chi phí giá vốn bảo hiểm tương quan nghịch với lãi suất kỹ thuật



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

PVI và MIG: Lợi nhuận mạnh mẽ ở mảng bảo hiểm nhiều khả năng sẽ bù đắp sự sụt giảm ở mảng đầu tư

Đối với các công ty bảo hiểm phi nhân thọ, lãi đầu tư sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực do mặt bằng lãi suất thấp, đặc biệt là trong nửa cuối năm 2024 và nửa đầu năm 2025. Từ đó, tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2024-2025 của những công ty này sẽ phụ thuộc vào tăng trưởng và lợi nhuận của mảng kinh doanh bảo hiểm. PVI và MIG, hai doanh nghiệp thuần kinh doanh bảo hiểm phi nhân thọ trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi, đã ghi nhận tăng trưởng và lợi nhuận tích cực từ hoạt động bảo hiểm.

HSC sẽ phân tích sâu về triển vọng của từng công ty trong phần Báo cáo cập nhật đính kèm.

Nâng dự báo lợi nhuận đối với các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị

HSC tăng bình quân 5,5%, 10,8% và 20% dự báo lợi nhuận năm 2024-2025 của BVH, PVI và MIG sau khi phân tích KQKD tốt hơn kỳ vọng gần đây. Tổng doanh thu phí bảo hiểm của cả BVH và PVI tích cực hơn so với ngành ở cả lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ (BVH) và bảo hiểm phi nhân thọ (PVI). Trong khi đó, MIG ghi nhận quý tăng trưởng đầu tiên sau 4 quý sụt giảm liên tiếp.

Bảng 17: Dự báo doanh thu phí bảo hiểm, các công ty bảo hiểm HSC khuyến nghị

Tỷ đồng	2023	Dự báo			Tăng trưởng		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
BVH	39,344	39,984	44,629	49,608	1.6%	11.6%	11.2%
PVI	5,614	6,404	8,206	9,132	14.1%	28.2%	11.3%
MIG	2,320	2,618	2,967	3,348	12.8%	13.3%	12.8%
Tổng	47.278	49.006	55.802	62.087	3.7%	13.9%	11.3%

Nguồn: HSC

Bảng 18: Dự báo lợi nhuận gộp bảo hiểm, các công ty bảo hiểm HSC khuyến nghị

Tỷ đồng	2023	Dự báo			Tăng trưởng		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
BVH	-2,539	-1,966	-2,181	-2,567	22.6%	-10.9%	-17.7%
PVI	935	1,184	1,176	1,257	26.7%	-0.7%	6.9%
MIG	564	601	639	691	6.6%	6.4%	8.1%
Tổng	-1,041	-181	-365	-619	82.6%	-101.3%	-69.5%

Nguồn: HSC

Bảng 19: Dự báo hoạt động đầu tư, các công ty bảo hiểm HSC khuyến nghị

Tỷ đồng	2023	2024F	Dự báo 2025F	2026F	2024F	Tăng trưởng 2025F	2026F
Tiền mặt & tài sản đầu tư							
BVH	199,705	227,440	247,975	271,232	13.9%	9.0%	9.4%
PVI	12,957	14,086	15,140	16,513	8.7%	7.5%	9.1%
MIG	4,054	4,091	4,431	4,860	0.9%	8.3%	9.7%
Tổng	216,716	245,618	267,546	292,604	13.3%	8.9%	9.4%
Lợi suất đầu tư							
BVH	6.8%	5.8%	6.0%	6.2%	-102 điểm cơ bản	18 điểm cơ bản	25 điểm cơ bản
PVI	9.6%	7.2%	7.5%	7.5%	-240 điểm cơ bản	28 điểm cơ bản	0 điểm cơ bản
MIG	7.6%	7.4%	7.4%	7.9%	-22 điểm cơ bản	-5 điểm cơ bản	53 điểm cơ bản
Tổng	7.0%	5.9%	6.1%	6.3%	-110 điểm cơ bản	17 điểm cơ bản	24 điểm cơ bản
Thu nhập đầu tư							
BVH	13,074	12,386	14,205	16,162	-5.3%	14.7%	13.8%
PVI	1,213	977	1,096	1,187	-19.5%	12.3%	8.3%
MIG	296	302	314	366	1.9%	3.9%	16.8%
Tổng	14,583	13,665	15,615	17,716	-6.3%	14.3%	13.5%

Nguồn: HSC

Bảng 20: Dự báo lợi nhuận thuần và chỉ số ROE, các công ty bảo hiểm HSC khuyến nghị

Tỷ đồng	2023	Dự báo				Tăng trưởng		
		2024F	2025F	2026F		2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận thuần								
BVH	1,748	1,836	2,133	2,724		5.0%	16.2%	27.7%
PVI	946	992	1,009	1,068		4.8%	1.7%	5.8%
MIG	264	277	296	344		4.9%	7.1%	16.2%
Tổng	2,958	3,105	3,439	4,136		5.0%	10.8%	20.3%
ROE								
BVH	8.4%	8.4%	9.3%	11.1%		1 bps	87 bps	187 bps
PVI	12.3%	12.6%	12.5%	12.8%		28 bps	-12 bps	35 bps
MIG	13.3%	13.0%	13.1%	14.0%		-32 bps	10 bps	99 bps
Tổng	9.7%	9.7%	10.3%	11.7%		4 bps	56 bps	143 bps

Nguồn: HSC

Trong trung hạn, HSC dự báo hệ số ROE của cả 3 công ty đều sẽ cải thiện.

Đối với BVH, động lực chính cho sự cải thiện này xuất phát từ kỳ vọng lãi suất hồi phục từ đó giúp lợi nhuận mảng bảo hiểm nhân thọ tăng lên và sự tích lũy của tổng tài sản đầu tư giúp tăng trưởng lợi nhuận đầu tư trong những năm tới.

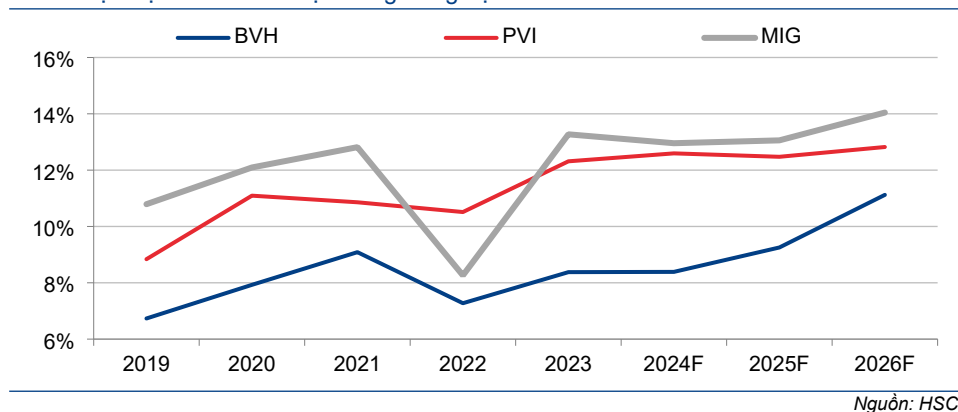
Đối với PVI, động lực chính cho lợi nhuận năm 2024 là lợi nhuận mảng bảo hiểm nhờ triển vọng tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ và tỷ suất lợi nhuận cải thiện. Trong trung hạn, công ty dự có thể tăng đòn bẩy vốn (phí bảo hiểm gốc/vốn chủ sở hữu) để nâng cao lợi nhuận trên vốn CSH.

Đối với MIG, HSC kỳ vọng công ty sẽ ưu tiên lợi nhuận thay vì tăng trưởng, từ đó giúp mảng bảo hiểm có tỷ suất lợi nhuận tốt hơn. Trong năm 2024, việc công ty nâng tỷ trọng đầu tư vào cổ phiếu trong danh mục đầu tư có thể sẽ hưởng lợi từ xu hướng tích cực của thị trường chứng khoán.

HSC duy trì quan điểm lạc quan trong dài hạn đối với ngành bảo hiểm do tỷ lệ thâm nhập hiện thấp và hoạt động kinh tế khởi sắc, từ đó giúp đem lại mức tăng trưởng và lợi nhuận tốt trong tương lai.

Biểu đồ 21: ROE quá khứ và dự báo, các công ty bảo hiểm HSC khuyến nghị

ROE được dự báo sẽ cải thiện trong trung hạn



Định giá và khuyến nghị: Cổ phiếu có tính phòng thủ

Sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và áp dụng mô hình định giá thu nhập thặng dư, HSC nâng giá mục tiêu đối với tất cả các cổ phiếu bảo hiểm trong danh sách khuyến nghị. Chúng tôi cũng nâng khuyến nghị đối với BVH lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và PVI lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) trong khi hạ khuyến nghị đối với MIG xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ). Bất chấp hiệu suất vượt trội gần đây của ngành bảo hiểm, có thể nhờ triển vọng cải thiện và hệ số ROE dự kiến tăng lên trong trung hạn, HSC vẫn kỳ vọng các cổ phiếu lớn trong ngành bảo hiểm sẽ được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ nền tảng tiếp cơ bản tục cải thiện. Chúng tôi cũng lưu ý rằng các cổ phiếu bảo hiểm là lựa chọn mang tính phòng thủ tốt trong giai đoạn lãi suất tăng – xu hướng dự kiến sẽ diễn ra trong thời gian tới.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 23,9% giá mục tiêu đối với BVH lên 57.000đ, tăng 48,8% giá mục tiêu cho PVI lên 66.200đ và tăng 9,5% giá mục tiêu cho MIG lên 19.600đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận, áp dụng phương pháp định giá thu nhập thặng dư và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025. Từ đó, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với BVH lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và PVI lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) trong khi hạ khuyến nghị đối với MIG xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) sau khi xem xét diễn biến giá cổ phiếu gần đây và định giá. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá cho BVH là 25,3% và PVI là 16,5% trong khi rủi ro giảm giá của MIG là 11,7%.

Đối với công ty bảo hiểm nhân thọ BVH, câu chuyện là khá rõ ràng nhờ triển vọng cải thiện (lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm dự báo đạt 15,9%) và định giá rẻ (P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,4 lần, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ). BVH là lựa chọn hàng đầu trong ngành bảo hiểm của chúng tôi.

Câu chuyện đối với hai cổ phiếu bảo hiểm phi nhân thọ trông có vẻ kém rõ ràng hơn. Để làm rõ, chúng tôi đánh giá PVI (Tăng tỷ trọng) cao hơn so với MIG (Giảm tỷ trọng) mặc dù lợi tăng trưởng nhuận thuần 3 năm tới của PVI được dự phóng là hơn so với MIG (4,1% so với 9,3%) và chênh lệch P/B trượt dự phóng 1 năm so với quá khứ kém hấp dẫn hơn (cao hơn 2,1 độ lệch chuẩn so với cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ – cả hai đều ở mức 1,6 lần). Điều này là nhờ lợi thế cạnh tranh cùng tiềm năng cải thiện hệ số ROE của PVI rõ ràng hơn, trong khi MIG có vẻ vẫn gặp khó khăn trong việc cân bằng giữa tăng trưởng và hiệu quả. Ngoài ra, giá cổ phiếu MIG biến động mạnh hơn sẽ làm tăng giả định về lợi suất kỳ vọng.

Lưu ý rằng BVH có vị thế dẫn đầu lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ và giữ vị trí thứ hai lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ. PVI có vị thế tài chính vượt trội với xếp hạng A- (cao hơn xếp hạng của quốc gia) và nắm giữ thị phần lớn nhất trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ. Còn với MIG, được hỗ trợ bởi MBBank, một trong những NHTM tư nhân năng động nhất của Việt Nam, doanh thu thuần của MIG đã tăng trưởng đáng kể bình quân 20% trong 5 năm qua, vượt trội so với toàn ngành.

Lưu ý rằng chúng tôi đã chuyển từ phương pháp định giá P/B sang áp dụng mô hình thu nhập thặng dư để định giá các công ty bảo hiểm. Giả định chi phí vốn CSH áp dụng cho BVH và PVI là 10%, dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,5% và beta 0,7. Do beta cao hơn (0,95) và biến động của lợi nhuận đầu tư mạnh hơn (do tỷ trọng đầu tư cổ phiếu cao hơn), giả định chi phí vốn CSH của MIG là 12,1%.

Bảng 22: So sánh diễn biến cổ phiếu các công ty bảo hiểm HSC khuyến nghị và chỉ số VN Index

	1 tháng	3 tháng	So với đầu năm	12 tháng
BVH	-1.5%	8.6%	15.2%	-0.5%
PVI	-4.2%	14.3%	26.8%	24.5%
MIG	2.8%	31.4%	24.5%	31.4%
VN Index	-1.5%	0.3%	13.3%	11.0%

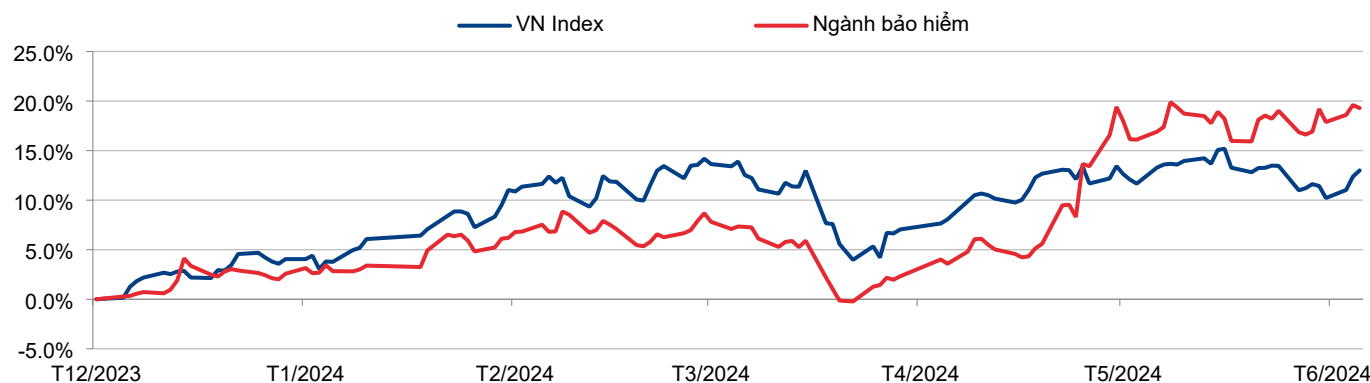
Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh trong tháng 4/2024 giúp hầu hết các cổ phiếu bảo hiểm có diễn biến vượt trội so với chỉ số VNIndex trong 3 tháng và 12 tháng qua (Biểu đồ 22). Mặc dù vậy, các cổ phiếu bảo hiểm nhìn chung vẫn không đắt so với bình quân P/B dự phóng quá khứ, hầu hết các công ty bảo hiểm phi nhân thọ niêm yết đang giao dịch xung quanh mức bình quân quá khứ (mặc dù các công ty trong danh sách khuyến nghị không nằm trong danh sách này với PVI và MIG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm cao hơn lần lượt 2,1 và 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ), trong khi công ty bảo hiểm nhân thọ BVH đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Đối với toàn ngành, dựa trên triển vọng tươi sáng và kỳ vọng hệ số ROE cải thiện trong trung hạn, HSC cho rằng các cổ phiếu này xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Biểu đồ 23: Diễn biến kể từ đầu năm, ngành bảo hiểm của Việt Nam so với chỉ số VN Index

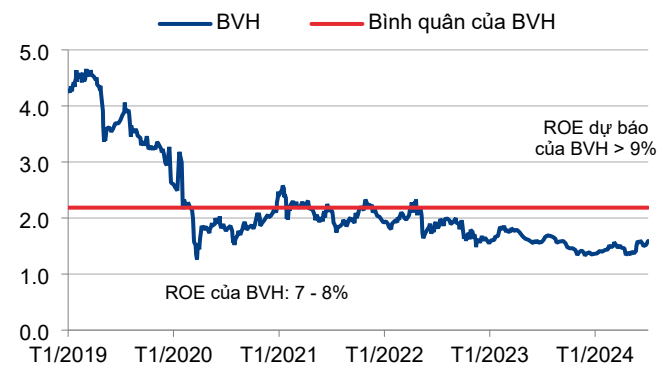
Các cổ phiếu ngành bảo hiểm tăng mạnh mẽ trong tháng 4/2024



Ghi chú: Chỉ số ngành bảo hiểm tính theo tỷ trọng vốn hóa thị trường, bao gồm toàn bộ các công ty bảo hiểm niêm yết trên sàn HSX, HNX và UPCoM
 Nguồn: FiinPro, HSC

Biểu đồ 24: P/B trượt, BVH

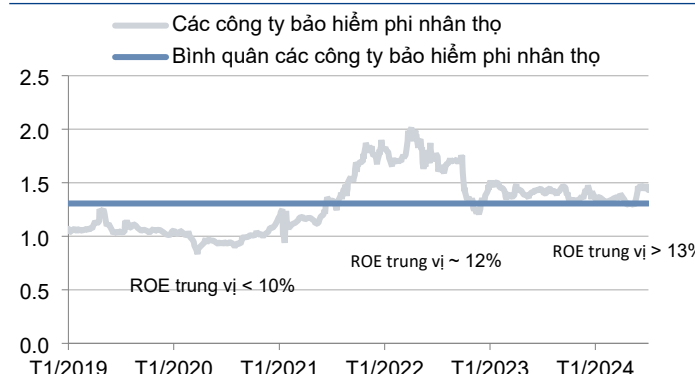
HSC cho rằng BVH sẽ được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ ROE được dự báo cải thiện



Nguồn: FiinPro, HSC

Biểu đồ 25: P/B trượt, ngành bảo hiểm phi nhân thọ

Chỉ số ROE tăng giải thích cho việc chỉ số P/B tăng



Ghi chú: Các công ty bảo hiểm phi nhân thọ bao gồm PVI, MIG, BMI, BIC, PTI và PGI
 Nguồn: FiinPro, HSC

Bảng 26: So sánh các công ty cùng ngành

Mã CK	Thị giá (đồng)	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng)	Lợi suất cổ tức của cp (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		ROE (%)		ROA (%)	
					Trượt 12T	2024F	Hiện tại	2024F	Trượt 12T	2024F	Trượt 12T	2024F
BVH VN	45,500	Mua vào	57,000	2.1	18.7	16.7	1.6	1.4	8.6	8.4	0.8	0.8
PVI VN	56,800	Tăng tỷ trọng	66,200	5.3	12.7	13.2	1.6	1.6	13.2	12.6	3.7	3.7
MIG VN	22,200	Giảm tỷ trọng	19,600	4.4	13.4	12.8	1.8	1.6	14.0	13.0	3.2	3.3
BMI VN	26,550	Không KN	-	1.9	11.2	-	1.2	-	11.7	-	4.5	-
PTI VN	31,700	Không KN	-	-	9.1	-	1.2	-	14.1	-	3.2	-
PGI VN	23,800	Không KN	-	5.0	10.9	-	1.4	-	13.6	-	3.4	-
BIC VN	36,500	Không KN	-	3.6	8.8	-	1.5	-	17.3	-	6.4	-
AIC VN	12,000	Không KN	-	-	50.0	-	1.1	-	2.2	-	0.6	-
ABI VN	27,500	Không KN	-	2.6	10.2	-	1.3	-	13.0	-	6.5	-
BLI VN	12,100	Không KN	-	-	8.5	-	0.9	-	10.7	-	3.7	-
Bình quân				3.6	15.3		1.4		11.8		3.6	
Trung vị				3.6	11.1		1.4		13.1		3.5	

Ghi chú: (1) Dữ liệu ngày 12/7/2024; (2) Mọi ước tính đều là của HSC; (3) Chú thích các mã CK: BMI là Tổng CTCP Bảo Minh; PTI là Tổng CTCP Bảo hiểm Bưu điện; PGI là Tổng CTCP Bảo hiểm Petrolimex; BIC là Tổng CTCP Bảo hiểm Ngân hàng Đầu tư & Phát triển Việt Nam; AIC là Tổng CTCP Bảo hiểm Hàng không; ABI là CTCP Bảo hiểm Ngân hàng Nông nghiệp Việt Nam; và BLI là Tổng CTCP Bảo hiểm Bảo Long.
 Nguồn: Bloomberg, HSC

So với các công ty trong ngành, chúng tôi cho rằng các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị mặc dù có hệ số định giá cao hơn nhưng nhìn chung là hợp lý nhờ triển vọng tươi sáng và lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ.

Bảng 27: Vốn hóa thị trường và GTGD bình quân ngày, các công ty bảo hiểm HSC khuyến nghị

	Vốn hóa (triệu USD)	GTGD bình quân ngày (triệu USD)		
		3 tháng	So với đầu năm	12 tháng
BVH	1,347.3	1.3	1.0	1.0
PVI	527.5	0.2	0.1	0.2
MIG	152.6	0.5	0.3	0.3

Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Thanh khoản thấp vẫn là vấn đề

So với hầu hết các cổ phiếu NHTM và chứng khoán, hầu hết cổ phiếu bảo hiểm có thanh khoản thấp do tỷ lệ sở hữu tập trung và vốn hóa tương đối thấp. Trong số 3 công ty bảo hiểm trong danh sách khuyến nghị, BVH có thanh khoản tốt nhất, tiếp theo là MIG, và cuối cùng là PVI.

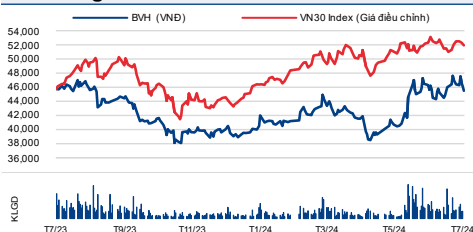
Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ57,000 (từ VNĐ46,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 25.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (12/7/2024)	45,500
Mã Bloomberg	BVH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	37,978-47,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	46,400
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	33,776
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,329
Slg CP lưu hành (tr.đv)	742
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	364
Slg CP NN được mua (tr.đv)	168
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	26.4%
Tỷ lệ freefloat	10.0%
Cổ đông lớn	Bộ Tài Chính (65.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(1.52)	8.59	(0.52)
So với chỉ số	0.75	7.17	(12.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,474	2,303	7.4
2025F	2,874	2,775	3.6
2026F	3,669	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

BVH là tập đoàn bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ hàng đầu Việt Nam

Chuyên viên phân tích**Nguyễn Thanh Tùng, CFA**Chuyên Viên, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.nguyenthanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4869**Phạm Liên Hà, CFA**Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852**Mảng bảo hiểm nhân thọ cải thiện; nâng khuyến nghị lên Mua vào**

- HSC nâng khuyến nghị đối với BVH lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 23,9% giá mục tiêu lên 57.000đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận, áp dụng phương pháp định giá mới (mô hình thu nhập thẳng dư) và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025.
- Chúng tôi tăng bình quân 5,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 chủ yếu nhờ mảng bảo hiểm nhân thọ cải thiện và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 15,9%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua (giảm 1% trong 12 tháng qua), BVH đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,4 lần, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 2,1 lần. Cổ phiếu hiện đang có định giá hấp dẫn.

Sự kiện: Phân tích KQKD và triển vọng

Dựa trên KQKD Q1/2024 của BVH và số liệu cập nhật ngành của Hiệp hội Bảo hiểm Việt Nam, HSC nhận thấy một số xu hướng tích cực đối với mảng bảo hiểm nhân thọ của BVH bao gồm: Thị phần của Công ty tiếp tục gia tăng và tỷ suất lợi nhuận cải thiện trong quý thứ 2 liên tiếp. Ngoài ra, HSC tin rằng xu hướng lãi suất đảo ngược có thể tác động tích cực lên tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm và lãi đầu tư của BVH trong 3 năm tới.

Tác động: Tăng bình quân 5,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025

HSC tăng bình quân 5,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026. Từ đó, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 15,9%. Dự báo của chúng tôi cao hơn so với thị trường do HSC là CTCK duy nhất đưa ra khuyến nghị đối với BVH.

HSC cho rằng BVH sẽ củng cố vị thế trong lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ mặc dù Công ty có thể sẽ mất nhẹ thị phần trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ. HSC nâng dự báo đối với tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm và lãi đầu tư, chủ yếu nhờ xu hướng tăng của lãi suất.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua (giảm 1% trong 12 tháng qua), BVH đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,4 lần, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 2,1 lần. Tuy nhiên, sự thay đổi nền tảng cơ bản đang diễn ra sẽ giúp BVH đạt được mức tăng trưởng và hệ số ROE cao hơn. Chúng tôi cho rằng những tín hiệu tích cực này sẽ phản ánh vào định giá trong 12 tháng tới.

Do đó, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào từ Tăng tỷ trọng và tăng 23,9% giá mục tiêu lên 57.000đ sau khi áp dụng phương pháp định giá mới – mô hình thu nhập thẳng dư – và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là khoảng 25,3%. Nếu bao gồm lượng cổ tức tiền mặt kỳ vọng là 1.000đ/cp, tổng lợi suất kỳ vọng sẽ khoảng 27,5%.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Phí BH gốc (nghìn tỷ đồng)	43.0	42.6	43.4 ▼	48.6 ▼	54.0
Lãi/lỗ góp HĐ BH (nghìn tỷ đồng)	0.10	(2.54)	(1.97) ▲	(2.18) ▲	(2.57)
Lợi nhuận thuần (nghìn tỷ đồng)	1.55	1.78	1.87 ▲	2.18 ▲	2.78
EPS (đồng)	2,089	2,404	2,524 ▲	2,933 ▲	3,744
DPS (đồng)	3,026	952	1,000	1,237 ▲	1,437
BVPS (đồng)	27,468	28,749	30,240	31,877	34,109
P/E (lần)	21.8	18.9	18.0	15.5	12.2
Lợi suất cổ tức (%)	6.65	2.09	2.20	2.72	3.16
P/B (lần)	1.66	1.58	1.50	1.43	1.33
Tăng trưởng EPS (%)	(18.9)	15.1	5.01	16.2	27.7
ROAE (%)	7.46	8.55	8.56	9.44	11.3

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Tăng trưởng vượt trội so với các công ty trong lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ

BVH bắt đầu giành thêm thị phần lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ kể từ năm 2023 sau 3 năm sụt giảm liên tiếp. Điều này là nhờ quy định mới chặt chẽ hơn trong hoạt động bancassurance, dẫn đến sự thay đổi cấu trúc trên thị trường và cản trở các đối thủ cạnh tranh. Chúng tôi cũng nhận thấy xu hướng cải thiện của tỷ suất lợi nhuận đối với cả mảng bảo hiểm nhân thọ và bảo hiểm phi nhân thọ trong những quý vừa qua. Từ đó, HSC tăng bình quân 5,5% dự báo lợi nhuận năm 2024-2025 và tăng 23,9% giá mục tiêu lên 57.000đ, tương đương tiềm năng tăng giá 25,3%. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào.

Mảng bảo hiểm nhân thọ: Giành thêm thị phần và cải thiện tỷ suất lợi nhuận

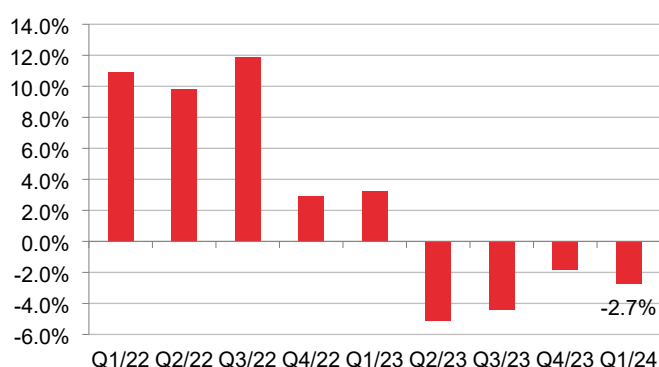
Trong Q1/2024, phí bảo hiểm nhân thọ của BVH giảm nhẹ 2,7% so với cùng kỳ, tích cực hơn so với bình quân ngành (giảm 11,7% so với cùng kỳ). Điều này cho thấy xu hướng tích cực vì tốc độ giảm đã chậm lại so với 3 quý trước đó. Thị phần phí bảo hiểm của BVH đạt 23,1% trong Q1/2024, tương đương tăng 2,4% so với năm 2023.

Lưu ý rằng thị phần phí bảo hiểm khai thác mới của BVH đã tăng đáng kể lên 18,9% (dẫn đầu thị trường) trong Q1/2024 từ mức 12,9% của năm 2023 (đứng thứ 3 thị trường). Sự cải thiện đáng kể này có thể là do kênh bancassurance sụt giảm đã tác động tiêu cực tới đối thủ cạnh tranh của BVH. Bất chấp những khó khăn này, các đại lý truyền thống của BVH vẫn đạt được kết quả tốt.

Kênh bancassurance tiếp tục đối mặt với nhiều khó khăn do quy định thắt chặt hơn và những vấn đề về niềm tin của khách hàng. HSC tin rằng những khó khăn này sẽ dẫn đến một sự thay đổi cấu trúc trên thị trường với việc kênh bancassurance giảm dần lợi thế cạnh tranh và dần chuyển dịch thành mô hình giống với các đại lý truyền thống hơn. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng kênh bancassurance vẫn có khả năng đàm phán cao hơn đối với khách hàng so với kênh truyền thống. Do đó, BVH hiện đang có vị thế tốt hơn để cạnh tranh và giành thêm thị phần trong lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ.

Biểu đồ 28: Tăng trưởng phí BH nhân thọ sv cùng kỳ, BVH

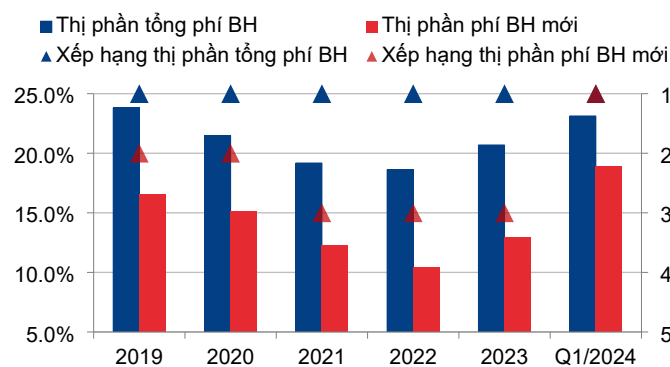
Xu hướng giảm đã chậm lại



Nguồn: BVH, HSC

Biểu đồ 29: Thị phần bảo hiểm nhân thọ, BVH

BVH tiếp tục giành thêm thị phần trong Q1/2024



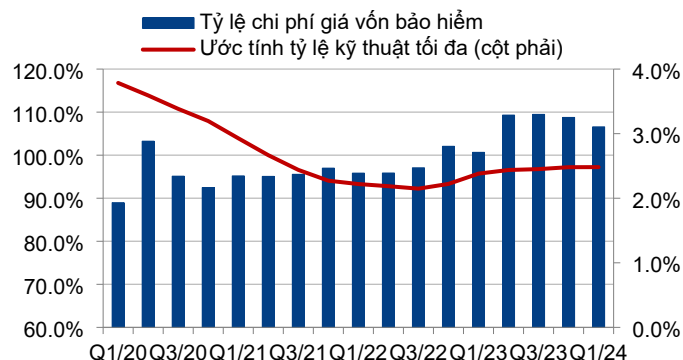
Nguồn: BVH, IAV, HSC

Tỷ lệ chi phí giá vốn bảo hiểm (tính toán dựa trên tổng giá trị bồi thường đã trả và chi phí dự phòng cho các khoản bồi thường trong tương lai chia cho doanh thu phí bảo hiểm) cho thấy dấu hiệu đạt đỉnh kể từ Q3/2023. Điều này có thể nhờ sự bình ổn hoặc tiềm năng tăng của lãi suất kỹ thuật (trước đó đã chạm đáy). Sau khi xem xét việc lãi suất khó có thể tiếp tục giảm, HSC kỳ vọng tỷ lệ chi phí giá vốn bảo hiểm của BVH sẽ cải thiện trong thời gian tới.

Sự cải thiện này được kỳ vọng sẽ xuất phát từ việc lãi suất trở lại mức bình thường và tỷ suất lợi nhuận tăng lên đối với các hợp đồng bảo hiểm mới (được định giá dựa trên mức lãi suất kỹ thuật thấp). Lưu ý rằng tỷ lệ chi phí giá vốn bảo hiểm hiện tại của BVH là cao hơn so với các công ty cùng ngành, cho thấy triển vọng cải thiện trong tương lai.

Biểu đồ 30: Tỷ lệ chi phí giá vốn bảo hiểm & ước tính tỷ lệ kỹ thuật

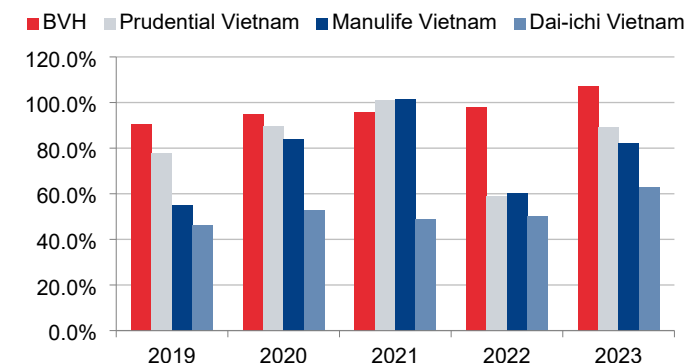
Tỷ lệ chi phí giá vốn bảo hiểm đã giảm trong 3 quý liên tiếp



Ghi chú: Tỷ lệ chi phí giá vốn BH = (quyền lợi chi trả + chi phí dự phòng) / doanh thu phí BH
Nguồn: BVH, HSC

Biểu đồ 31: Tỷ lệ chi phí giá vốn bảo hiểm, so sánh các công ty cùng ngành

Tỷ lệ chi phí giá vốn bảo hiểm của BVH cao hơn so với các công ty cùng ngành



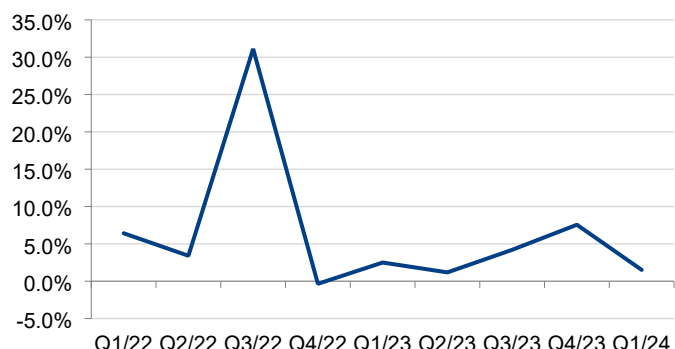
Ghi chú: Tỷ lệ chi phí giá vốn BH = (quyền lợi chi trả + chi phí dự phòng) / doanh thu phí BH
Nguồn: BVH, HSC

Mảng bảo hiểm phi nhân thọ: Tập trung vào tỷ suất lợi nhuận thay vì thị phần

Phí bảo hiểm phi nhân thọ Q1/2024 của BVH tăng 1,5%, thấp hơn đáng kể so với bình quân ngành ở mức 12,2%, từ đó thị phần của Công ty giảm 1,1%, trong khi tỷ lệ bồi thường và tỷ lệ tổn thất giảm nhẹ so với quý trước và vẫn tương đối ổn định trong những quý gần đây.

Biểu đồ 32: Tăng trưởng tổng phí BH phi nhân thọ gốc, BVH

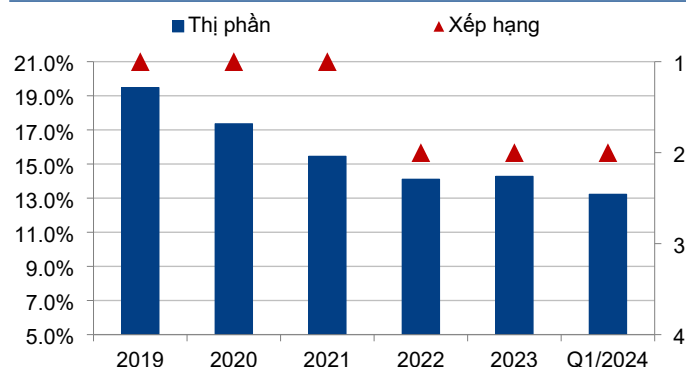
Tổng phí BH gốc tăng chậm hơn so với các công ty cùng ngành



Nguồn: BVH, HSC

Biểu đồ 33: Thị phần bảo hiểm phi nhân thọ, BVH

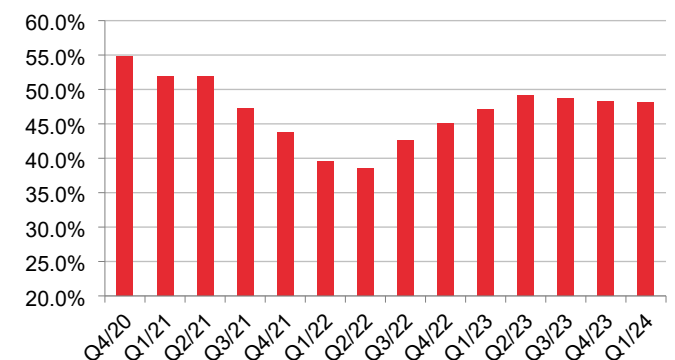
BVH tiếp tục đánh mất thị phần



Nguồn: BVH, IAV, HSC

Biểu đồ 34: Tỷ lệ bồi thường trượt 12 tháng của mảng bảo hiểm phi nhân thọ, BVH

Tỷ lệ bồi thường giảm nhẹ trong những quý gần đây



Nguồn: BVH, HSC

Biểu đồ 35: Tỷ lệ tổn thất thuần trượt 12 tháng của mảng bảo hiểm phi nhân thọ, BVH

Tỷ lệ tổng thất thuần duy trì ổn định



Nguồn: BVH, HSC

Kết quả này phù hợp với trọng tâm chiến lược tập trung vào tỷ suất lợi nhuận thay vì thị phần của BLĐ ở mảng bảo hiểm phi nhân thọ. BVH chủ động chuyển dịch từ sản phẩm cạnh tranh cao bảo hiểm xe cộ và tăng danh thu các sản phẩm thương mại, đặc biệt là sản phẩm bảo hiểm cháy nổ. Tuy nhiên, so với các đối thủ như PVI hay BMI, BVH không có lợi thế cạnh tranh rõ rệt ở dòng sản phẩm này. Do đó, HSC cho rằng thị phần của BVH sẽ tiếp tục sụt giảm trong trung hạn nhưng tỷ lệ tổn thất thuần và lợi nhuận tổng thể nhiều khả năng sẽ ổn định hoặc cải thiện.

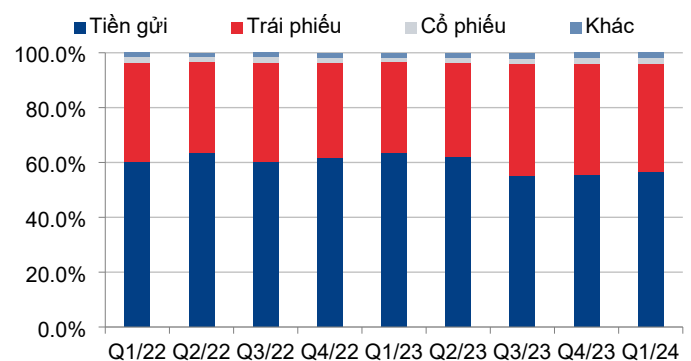
Lợi suất đầu tư: Có thể chạm đáy trong Q4/2024 và hồi phục từ Q1/2025

Danh mục đầu tư của BVH có tỷ trọng lớn đối với tài sản có thu nhập cố định như tiền gửi và trái phiếu. Từ đó, việc mặt bằng lãi suất ở mức thấp như hiện nay sẽ dẫn đến rủi ro đối với lợi suất đầu tư bình quân của Công ty. Trong quá khứ, lợi suất tiền gửi có độ trễ khoảng 1-2 quý so với xu hướng lãi suất tiền gửi. Do đó, mặc dù lãi suất tăng lên gần đây, lợi suất đầu tư của BVH có thể vẫn gặp sức ép trong 3 quý tới. HSC dự đoán lãi suất sẽ tăng nhẹ 50-100 điểm cơ bản trong 12 tháng tới.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lợi suất đầu tư có thể sẽ chưa thể hồi phục theo quý cho tới Q1/2025 và có thể sẽ không cao hơn so với mức lợi suất cùng kỳ cho tới nửa cuối năm 2025. Mặc dù vậy HSC vẫn tin rằng tăng trưởng quy mô tổng tài sản đầu tư sẽ làm giảm thiểu tác động từ sự sụt giảm của lợi suất đầu tư.

Biểu đồ 36: Phân bổ tài sản, BVH

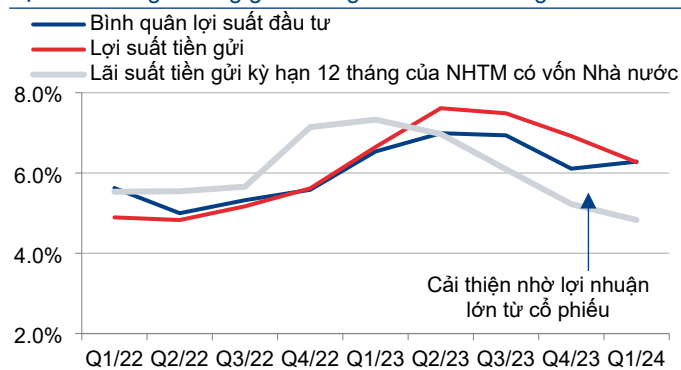
Phân bổ tài sản không có thay đổi đáng kể nào



Nguồn: BVH, HSC

Biểu đồ 37: Lợi suất tiền gửi & lợi suất đầu tư, BVH

Lợi suất tiền gửi đang giảm cùng với lãi suất tiền gửi



Nguồn: BVH, HSC

Doanh thu phí bảo hiểm cải thiện giúp nâng cao hệ số ROE

Sau khi phân tích số liệu trượt 12 tháng, hệ số ROE của BVH vẫn giữ nguyên do tác động từ kết quả tích cực ở mảng đầu tư bị bù trừ với tác động tiêu cực ở mảng bảo hiểm. Như đã phân tích trước đó, HSC dự đoán tỷ lệ chi phí bảo hiểm sẽ có xu hướng giảm do lãi suất hồi phục, từ đó giúp mảng bảo hiểm cải thiện. Mặc dù lợi suất đầu tư có thể sẽ giảm nhẹ nhưng dự kiến sẽ được bù đắp với việc nâng tỷ lệ đòn bẩy tài sản từ nguồn thu phí bảo hiểm mới, từ đó sẽ giúp tăng quy mô tài sản đầu tư. Dựa trên những yếu tố này, HSC dự báo hệ số ROE sẽ tăng lên.

Bảng 38: Phân tích hiệu quả sinh lợi (trượt 12 tháng), BVH

KQKD mảng bảo hiểm tăng lên được dự báo sẽ là động lực giúp hệ số ROE cải thiện trong những quý tới

	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
Chi phí GV bảo hiểm/Tỷ lệ tổn thất	87.3%	88.4%	89.7%	90.4%	91.6%	94.0%	96.5%	98.0%	99.0%
Tỷ lệ chi phí	28.2%	26.3%	25.2%	25.1%	24.9%	24.6%	24.2%	23.9%	23.8%
KQKD mảng bảo hiểm	-15.5%	-14.7%	-14.9%	-15.5%	-16.5%	-18.6%	-20.7%	-21.9%	-22.7%
Lợi suất đầu tư	5.9%	5.5%	5.4%	5.4%	5.6%	6.1%	6.6%	6.7%	6.5%
Tỷ lệ đòn bẩy tài sản	396.1%	406.5%	423.7%	427.2%	452.9%	467.7%	482.2%	490.9%	516.6%
KQKD mảng đầu tư thuần	23.2%	22.3%	23.0%	23.1%	25.4%	28.7%	31.8%	32.8%	33.7%
Chi phí/(lợi nhuận) khác	-2.7%	-3.0%	-3.8%	-3.8%	-5.0%	-6.0%	-6.8%	-6.5%	-6.4%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.0%	4.6%	4.3%	3.7%	3.8%	4.1%	4.2%	4.4%	4.6%
Tỷ lệ khả năng thanh toán giản đơn	56.6%	56.2%	55.2%	53.7%	53.3%	53.7%	54.0%	53.6%	54.7%
ROE	8.8%	8.1%	7.7%	6.9%	7.2%	7.6%	7.9%	8.3%	8.4%

Ghi chú: Tỷ lệ đòn bẩy tài sản = tài sản đầu tư bình quân / doanh thu phí bảo hiểm; tỷ lệ khả năng thanh toán giản đơn = vốn CSH bình quân / doanh thu phí bảo hiểm.
 Nguồn: BVH, HSC

Dự báo: Lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 tăng trưởng với tốc độ CAGR 15,9%

HSC tăng bình quân 5,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026. Từ đó, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng bình quân 3 năm là 15,9%. Chúng tôi cho rằng BVH sẽ nâng cao vị thế trong lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ nhưng sẽ mất nhẹ thị phần ở lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ. HSC dự báo cả tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm và lãi đầu tư sẽ tăng lên nhờ lãi suất tăng lên. Tuy vậy, rủi ro KQKD có thể không đạt dự báo bao gồm lãi suất hồi phục chậm hơn dự kiến và tỷ lệ chi phí bảo hiểm cao hơn kỳ vọng. Tiềm năng KQKD cao hơn dự báo có thể đến từ việc tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm vượt kỳ vọng.

Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần

Những giả định chính như sau:

- Mảng bảo hiểm nhân thọ: HSC kỳ vọng BVH sẽ giành thêm một lượng nhỏ thị phần trong trung hạn. Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng doanh thu thuần trong năm 2024 do sự sụt giảm chung của toàn ngành. Tỷ lệ chi phí giá vốn bảo hiểm được dự báo sẽ giảm dần trong 3 năm tới so với năm 2023 do lãi suất kỹ thuật khó có thể giảm thêm.
- Mảng bảo hiểm phi nhân thọ được dự báo sẽ tăng chậm hơn bình quân ngành nhưng tỷ lệ tổn thất thuần được dự báo sẽ cải thiện nhờ trọng tâm tập trung vào lợi nhuận của BLĐ.
- Mảng đầu tư: Tỷ lệ phân bổ tài sản được dự báo sẽ giữ nguyên so với cuối năm 2023 nhưng lợi suất bình quân được kỳ vọng sẽ tăng lên nhờ xu hướng tăng dự kiến của lãi suất trong 3 năm tới.

Bảng 39: Giả định mảng bảo hiểm nhân thọ, BVH

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ dự báo tăng trưởng trong năm 2024 và hạ giả định tỷ lệ bảo hiểm trong 3 năm tới

	2023	Dự báo cũ		Dự báo mới		
		2024F	2025F	2023	2024F	2025F
Tăng trưởng doanh thu phí BH thuần	-2.1%	7.9%	11.6%	1.6%	13.0%	12.0%
Điều chỉnh				-6.3%	1.4%	-
Tỷ lệ bồi thường	45.3%	43.8%	43.1%	50.7%	50.7%	51.0%
Điều chỉnh				6.9%	7.6%	-
Tỷ lệ chi phí giá vốn mảng bảo hiểm	106.8%	102.2%	104.1%	105.3%	104.5%	104.5%
Điều chỉnh				3.1%	0.4%	-

Nguồn: HSC

Bảng 40: Giả định mảng bảo hiểm phi nhân thọ, BVH

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định tăng trưởng & hạ giả định tỷ lệ tổn thất trong 3 năm tới

	2023	Dự báo cũ		Dự báo mới		
		2024F	2025F	2023	2024F	2025F
Tăng trưởng tổng phí BH gốc	4.4%	9.5%	9.0%	2.7%	8.9%	7.6%
Điều chỉnh				-6.8%	-0.2%	-
Tăng trưởng doanh thu phí BH	2.2%	13.0%	9.1%	1.8%	5.3%	6.9%
Điều chỉnh				-11.2%	-3.9%	-
Tỷ lệ bồi thường thuần	52.9%	54.4%	54.1%	53.1%	55.0%	55.4%
Điều chỉnh				-1.4%	0.9%	-
Tỷ lệ tổn thất thuần	53.5%	54.4%	54.1%	51.5%	52.2%	51.7%
Điều chỉnh				-2.9%	-1.9%	-

Nguồn: HSC

Bảng 41: Giả định tài sản & lợi suất đầu tư, BVH

Điều chỉnh chính là nâng giả định lợi suất đầu tư

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ		Dự báo mới		
		2024F	2025F	2024F	2025F	2026F
Tiền mặt & tài sản đầu tư	199,705	221,852	245,648	227,440	247,975	271,232
Tăng trưởng		11.1%	10.7%	13.9%	9.0%	9.4%
Điều chỉnh				2.5%	0.9%	-
Phân bổ tài sản đầu tư						
Tiền gửi	55.4%	63.3%	63.4%	56.0%	56.0%	56.0%
Trái phiếu	40.8%	32.0%	32.0%	40.0%	40.0%	40.0%
Cổ phiếu	1.9%	1.4%	1.4%	2.0%	2.0%	2.0%
Khác	2.0%	3.3%	3.1%	2.0%	2.0%	2.0%
Điều chỉnh						
Tiền gửi				-7.3%	-7.4%	-
Trái phiếu				8.0%	8.0%	-
Cổ phiếu				0.6%	0.6%	-
Khác				-1.3%	-1.1%	-
Lợi suất đầu tư	6.8%	5.6%	5.9%	5.8%	6.0%	6.2%
Điều chỉnh				0.2%	0.1%	-

Nguồn: HSC

Bảng 42: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, BVH

HSC điều chỉnh tăng bình quân 5,5% dự báo lợi nhuận cho năm 2024-2025

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ		Dự báo mới		
		2024F	2025F	2024F	2025F	2026F
Phí bảo hiểm nhân thọ	32,493	35,049	39,108	33,010	37,288	41,763
Tăng trưởng		7.9%	11.6%	1.6%	13.0%	12.0%
Điều chỉnh				-5.8%	-4.7%	
Doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ	6,851	7,744	8,450	6,974	7,341	7,845
Tăng trưởng		13.0%	9.1%	1.8%	5.3%	6.9%
Điều chỉnh				-9.9%	-13.1%	
Tổng doanh thu phí bảo hiểm	39,344	42,793	47,558	39,984	44,629	49,608
Tăng trưởng		8.8%	11.1%	1.6%	11.6%	11.2%
Điều chỉnh				-6.6%	-6.2%	
Tổng doanh thu mảng bảo hiểm	40,080	43,536	48,368	40,759	45,484	50,528
Tăng trưởng		8.6%	11.1%	1.7%	11.6%	11.1%
Điều chỉnh				-6.4%	-6.0%	
Chi phí bồi thường/lợi ích chi trả & dự phòng	38,539	40,121	45,351	38,560	43,022	47,944
Tăng trưởng		4.1%	13.0%	0.1%	11.6%	11.4%
Điều chỉnh				-3.9%	-5.1%	
Chi phí bảo hiểm khác	4,080	4,467	5,007	4,164	4,643	5,152
Tăng trưởng		9.5%	12.1%	2.0%	11.5%	11.0%
Điều chỉnh				-6.8%	-7.3%	
Lợi nhuận gộp mảng bảo hiểm	-2,539	-1,052	-1,990	-1,966	-2,181	-2,567
Tăng trưởng		58.6%	(89.1%)	29.1%	(10.9%)	(17.7%)
Điều chỉnh				-86.8%	-9.6%	
Thu nhập đầu tư	13,074	11,174	12,995	12,386	14,207	16,163
Tăng trưởng		(14.5%)	16.3%	(5.6%)	14.7%	13.8%
Điều chỉnh				10.9%	9.3%	
Chi phí BH&QL	6,062	6,364	6,800	6,368	7,275	7,943
Tăng trưởng		5.0%	6.9%	4.8%	14.2%	9.2%
Điều chỉnh				0.1%	7.0%	
EBIT	3,882	2,941	3,381	3,461	4,087	4,914
Tăng trưởng		(24.2%)	15.0%	(12.1%)	18.1%	20.2%
Điều chỉnh				17.7%	20.9%	
Lợi nhuận thuần	1,748	1,710	2,060	1,836	2,133	2,724
Tăng trưởng		(2.2%)	20.5%	4.8%	16.2%	27.7%
Điều chỉnh				7.4%	3.6%	

Nguồn: HSC

Từ đó, HSC tăng bình quân 5,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 (sau khi trừ quỹ khen thưởng phúc lợi). Hệ số ROE được kỳ vọng sẽ cải thiện lên 11,1% trong năm 2026 từ 8,4% trong năm 2023 nhờ đóng góp của mảng đầu tư cũng như tỷ lệ chi phí giá vốn bảo hiểm giảm xuống. Rủi ro đối với dự báo của chúng tôi bao gồm tốc độ hồi phục của lãi suất và tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm, cụ thể là tỷ lệ chi phí giá vốn của mảng bảo hiểm nhân thọ. Nếu BVH có thể giảm tỷ lệ chi phí giá vốn bảo hiểm của mảng bảo hiểm nhân thọ xuống dưới mức 100%, hệ số ROE có thể tăng vượt mức 15%. Tuy nhiên, nếu tỷ lệ chi phí giá vốn vẫn giữ nguyên so với năm 2023, hệ số ROE có thể sẽ dưới mức 12%.

Bảng 43: Phân tích hiệu quả sinh lời thực tế và dự báo, BVH

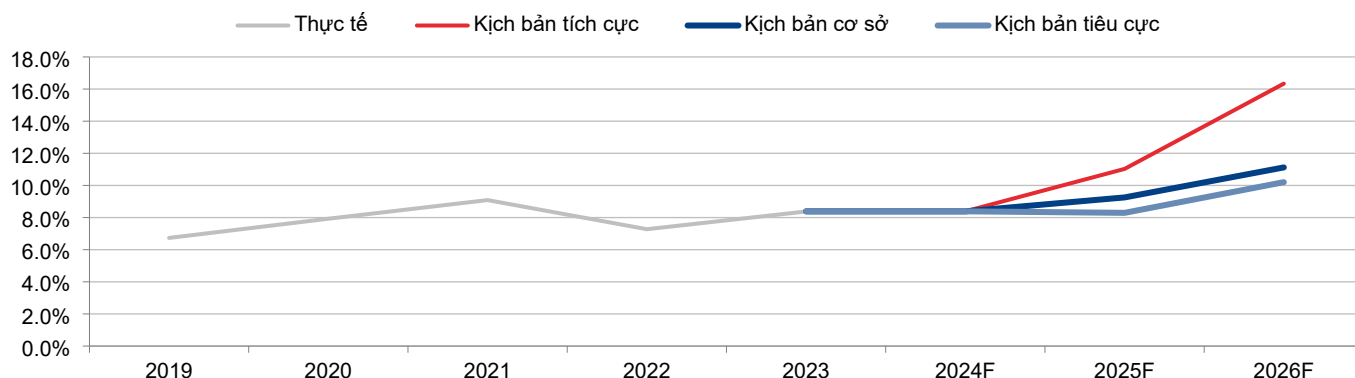
ROE được dự báo sẽ cải thiện nhờ KQKD mảng đầu tư tăng lên

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Chi phí BH/tỷ lệ tổn thất	88.9%	87.7%	90.6%	98.0%	96.4%	96.4%	96.6%
Tỷ lệ chi phí	28.5%	28.0%	24.9%	23.9%	24.4%	24.8%	24.5%
KQKD mảng bảo hiểm	-17.3%	-15.7%	-15.5%	-21.9%	-20.8%	-21.2%	-21.2%
Lợi suất đầu tư	7.8%	6.0%	5.5%	6.8%	5.8%	6.0%	6.2%
Tỷ lệ đòn bẩy tài sản	362.9%	405.5%	442.1%	483.5%	537.8%	560.6%	549.8%
KQKD mảng đầu tư thuần	28.4%	24.4%	24.2%	33.0%	31.2%	33.6%	34.3%
Chi phí/(lợi nhuận) khác	-6.4%	-3.4%	-4.9%	-6.7%	-5.8%	-7.6%	-7.6%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.6%	5.2%	3.8%	4.4%	4.6%	4.8%	5.5%
Tỷ lệ khả năng thanh toán giản đơn (1 / Tỷ lệ đòn bẩy vốn)	58.7%	57.5%	52.1%	53.0%	54.8%	51.7%	49.4%
ROE	7.9%	9.1%	7.3%	8.4%	8.4%	9.3%	11.1%

Ghi chú: Tỷ lệ đòn bẩy tài sản = tài sản đầu tư bình quân / doanh thu phí bảo hiểm; tỷ lệ khả năng thanh toán giản đơn = vốn CSH bình quân / doanh thu phí bảo hiểm.
Nguồn: HSC

Biểu đồ 44: ROE thực tế và dự báo, BVH

Nếu mảng bảo hiểm nhân thọ sinh lời nhiều hơn, hệ số ROE của BVH có thể cao hơn 15%



Ghi chú: Các giả định trong kịch bản cơ sở của HSC được trình bày trên đây. Trong kịch bản tích cực, tỷ lệ chi phí giá vốn bảo hiểm nhân thọ được giả định sẽ giảm dần xuống mức 100% vào năm 2026. Trong khi đó, theo kịch bản tiêu cực, tỷ lệ chi phí giá vốn bảo hiểm nhân thọ vẫn ở quanh mức năm 2023
Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 23,9% giá mục tiêu lên 57.000đ sau khi (1) áp dụng phương pháp định giá mới (mô hình thu nhập thặng dư), (2) chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025 và (3) nâng dự báo lợi nhuận. Nhờ triển vọng tích cực trong trung hạn và chuyển biến tích cực ở mảng kinh doanh bảo hiểm nhân thọ trong ngắn hạn, HSC kỳ vọng BVH sẽ được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ nền tảng cơ bản của Công ty cải thiện.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào từ Tăng tỷ trọng và tăng 23,9% giá mục tiêu lên 57.000đ, tương đương tiềm năng tăng giá 25,3% và P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,8 lần, thấp hơn một chút so với bình quân quá khứ ở mức 2,1 lần. Nếu bao gồm cổ tức tiền mặt 1.000đ/cp, tổng lợi suất kỳ vọng đạt khoảng 27,5%.

HSC hiện áp dụng phương pháp thu nhập thặng dư thay vì phương pháp P/B mục tiêu đã sử dụng trước đó. Giả định COE của chúng tôi hiện là 10%, bao gồm giả định lãi suất phi rủi ro là 4%, phần bù rủi ro vốn CSH là 8,5% và beta là 0,7.

Bảng 45: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, BVH

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Thu nhập thuần	1,836	2,133	2,724	3,781	4,550	4,766	4,974	5,170	5,350	5,508
Chi phí vốn CSH	-2,123	-2,234	-2,354	-2,519	-2,760	-3,025	-3,203	-3,383	-3,563	-3,741
Lợi nhuận thặng dư	-287	-100	369	1,262	1,789	1,742	1,771	1,788	1,787	1,768
Giá trị dài hạn										26,619
Hệ số chiết khấu đến cuối năm 2024	100.0%	91.0%	82.7%	75.2%	68.4%	62.2%	56.6%	51.5%	46.8%	42.6%
Giá trị hiện tại đến cuối năm 2024	-287	-91	306	950	1,225	1,084	1,003	920	837	12,090
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ năm 2025	18,324									
Giá trị sổ sách cuối năm 2024	22,447									
Giá trị vốn CSH cuối năm 2024	40,771									
Giá trị của vốn CSH giữa năm 2025	42,340									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	742									
Giá mục tiêu giữa năm 2025	57,000									

Nguồn: HSC

Bảng 46: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, BVH

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phản bù rủi ro vốn CSH	7.5%	78,700	71,000	64,400	58,900	54,200
	8.0%	73,100	66,300	60,500	55,600	51,300
	8.5%	68,200	62,200	57,000	52,500	48,600
	9.0%	63,800	58,400	53,700	49,700	46,200
	9.5%	60,000	55,100	50,900	47,200	43,900

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua (giảm 1% trong 1 năm qua) và có diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VNIndex, BVH đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,4 lần, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 2,1 lần. Điều này có thể do tăng trưởng lợi nhuận kém tích cực và hệ số ROE thấp. Tuy nhiên, sự thay đổi nền tảng cơ bản đang diễn ra có thể giúp tăng trưởng và hệ số ROE cải thiện. HSC kỳ vọng những tín hiệu tích cực này sẽ phản ánh vào định giá trong 12 tháng tới.

Biểu đồ 47: P/B trượt dự phóng 1 năm, BVH

BVH đang giao dịch với P/B dự phóng là 1,4 lần...



Biểu đồ 48: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/B bình quân, BVH

...thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 2,1 lần



Bảng 49: So sánh các công ty cùng ngành bảo hiểm nhân thọ trong khu vực

Các công ty cùng ngành BH nhân thọ trong khu vực giao dịch với nhiều hệ số định giá khác nhau

Công ty	Mã CK	Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm	Vốn hóa triệu USD	Lợi suất cổ tức (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		ROE (%)		ROA (%)	
					2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Tập đoàn Bảo Việt	BVH VN	2.8	1,352	2.1	18.7	16.7	1.6	1.4	8.6	8.4	0.8	0.8
Hồng Kông												
		3.5										
China Life Insurance Co Ltd	2628 HK		96,646	4.4	11.6	6.1	0.6	0.5	5.1	9.0	0.4	0.8
Ping An Insurance Group Co of China Ltd	2318 HK		94,070	7.4	6.9	5.2	0.7	0.6	9.2	12.4	0.7	1.0
AIA Group Ltd	1299 HK		73,063	3.2	20.0	10.9	1.8	1.7	8.8	13.7	1.4	1.7
Manulife Financial Corp	945 HK		47,432	4.2	15.5	9.7	1.6	1.5	10.3	15.2	0.5	-
People's Insurance Co Group of China Ltd/The	1339 HK		27,994	6.6	5.3	4.0	0.4	0.4	8.2	10.7	1.3	1.8
Prudential PLC	2378 HK		24,821	2.3	14.1	9.6	1.4	1.3	9.8	13.3	1.0	1.4
China Pacific Insurance Group Co Ltd	2601 HK		33,489	5.7	6.4	5.5	0.7	0.7	12.2	12.1	1.2	1.4
New China Life Insurance Co Ltd	1336 HK		10,599	7.6	5.1	3.6	0.4	0.4	8.6	11.8	0.7	0.9
China Taiping Insurance Holdings Co Ltd	966 HK		3,787	3.2	5.5	4.2	0.4	0.3	6.6	8.0	0.4	0.5
Bình quân các công ty tại Hồng Kông				4.9	10.0	6.5	0.9	0.8	8.8	11.8	0.9	1.2
Trung vị các công ty tại Hồng Kông				4.4	6.9	5.5	0.7	0.6	8.8	12.1	0.7	1.2
Thái Lan												
		2.7										
Bangkok Life Assurance PCL	BLA TB		861	2.6	10.3	9.0	0.7	0.7	6.6	7.5	0.9	1.1
Thai Life Insurance PCL	TLI TB		2,433	6.5	9.2	8.9	0.8	0.8	9.2	9.1	1.7	1.7
Bình quân các công ty tại Thái Lan				4.5	9.7	9.0	0.7	0.7	7.9	8.3	1.3	1.4
Trung vị các công ty tại Thái Lan				4.5	9.7	9.0	0.7	0.7	7.9	8.3	1.3	1.4
Đài Loan												
		1.7										
Cathay Financial Holding Co Ltd	2882 TT		28,142	3.2	11.6	10.3	1.1	1.1	10.4	11.2	0.6	0.7
Fubon Financial Holding Co Ltd	2881 TT		34,467	1.7	14.2	12.4	1.3	1.3	10.0	11.8	0.7	0.9
Bình quân các công ty tại Đài Loan				2.4	12.9	11.3	1.2	1.2	10.2	11.5	0.7	0.8
Trung vị các công ty tại Đài Loan				2.4	12.9	11.3	1.2	1.2	10.2	11.5	0.7	0.8
Hàn Quốc												
		3.2										
Samsung Life Insurance Co Ltd	032830 KS		12,860	4.2	8.8	8.0	0.4	0.4	4.6	4.8	0.6	0.7
Hanwha Life Insurance Co Ltd	088350 KS		1,854	5.1	3.8	2.9	0.2	0.2	4.4	5.6	0.4	0.6
Tongyang Life Insurance Co Ltd	082640 KS		873	5.3	5.7	4.4	0.5	0.4	7.4	11.2	0.6	1.0
Mirae Asset Life Insurance Co Ltd	085620 KS		706	-	12.4	-	0.3	-	2.2	-	0.2	-
Bình quân các công ty tại Hàn Quốc				4.9	7.7	5.1	0.3	0.3	4.6	7.2	0.4	0.7
Trung vị các công ty tại Hàn Quốc				5.1	7.3	4.4	0.3	0.4	4.5	5.6	0.5	0.7
Ấn Độ												
		7.0										
HDFC Life Insurance Co Ltd	HDFCLIFE IN		15,976	0.3	84.7	75.8	9.1	8.3	11.4	10.9	0.6	0.6
SBI Life Insurance Co Ltd	SBILIFE IN		18,156	0.2	80.0	62.5	10.2	9.0	13.6	14.6	0.5	0.7
ICICI Prudential Life Insurance Co Ltd	IPRU IN		10,985	0.1	107.5	91.2	8.3	7.8	8.1	8.7	0.3	0.3
Bình quân các công ty tại Ấn Độ				0.2	90.7	76.5	9.2	8.3	11.0	11.4	0.5	0.5

Trung vị các công ty tại Ấn Độ	0.2	84.7	75.8	9.1	8.3	11.4	10.9	0.5	0.6
-----------------------------------	-----	------	------	-----	-----	------	------	-----	-----

Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (nghìn tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Phí bảo hiểm gốc	43.0	42.6	43.4	48.6	54.0
Phí nhận tái BH	0.16	0.21	0.23	0.24	0.24
Tăng/giảm dự phòng phí chưa được hưởng	(0.47)	(0.19)	(0.13)	(0.36)	(0.43)
Doanh thu phí BH	42.7	42.7	43.5	48.5	53.8
Phí nhượng tái BH	(2.74)	(3.32)	(3.54)	(3.88)	(4.20)
Doanh thu phí BH thuần	39.9	39.3	40.0	44.6	49.6
Doanh thu khác	0.78	0.74	0.77	0.86	0.92
Doanh thu thuần HĐ BH	40.7	40.1	40.8	45.5	50.5
Chi bồi thường bảo hiểm và dự phòng	(36.1)	(38.5)	(38.6)	(43.0)	(47.9)
Chi b.thường BH và chi trả đ.hạn khác (ròng)	(4.43)	(4.08)	(4.16)	(4.64)	(5.15)
Khoản giảm trừ chi phí, thu đòi và thu khác	0	0	0	0	0
Tổng chi phí trực tiếp HĐ BH	(40.6)	(42.6)	(42.7)	(47.7)	(53.1)
Lãi/lỗ gộp HĐ BH	0.10	(2.54)	(1.97)	(2.18)	(2.57)
Chi phí quản lý	(6.30)	(6.06)	(6.37)	(7.27)	(7.94)
Lợi nhuận HĐ tài chính	8.08	10.7	10.6	12.1	13.9
LN trong Cty LD, LK	0.09	0.10	0.08	0.08	0.09
Lợi nhuận khác	0.04	0.02	0.03	0.03	0.03
LNTT	2.01	2.24	2.37	2.75	3.51
Chi phí thuế TNDN	(0.38)	(0.38)	(0.40)	(0.47)	(0.60)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.07)	(0.08)	(0.09)	(0.10)	(0.13)
Lợi nhuận thuần	1.55	1.78	1.87	2.18	2.78
EPS (đồng)	2,089	2,404	2,524	2,933	3,744
DPS (đồng)	3,026	952	1,000	1,237	1,437
BVPS (đồng)	27,468	28,749	30,240	31,877	34,109
Slg CP bình quân (triệu đv)	742	742	742	742	742
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	742	742	742	742	742
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	742	742	742	742	742
Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng phí BH gốc (%)	8.75	(0.75)	1.84	12.0	11.0
Tăng trưởng doanh thu phí BH thuần (%)	11.2	(1.41)	1.63	11.6	11.2
Tăng/giảm phí bồi thường và dự phòng (%)	14.8	6.61	0.06	11.6	11.4
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ tài chính (%)	2.92	32.6	(1.22)	14.1	15.0
Tăng trưởng LNTT (%)	(16.2)	11.3	5.87	16.0	27.7
Tăng trưởng lợi nhuận thuần (%)	(18.9)	15.1	5.01	16.2	27.7
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	19.0	9.64	12.4	9.03	9.32
Định giá					
P/E (lần)	21.8	18.9	18.0	15.5	12.2
P/B (lần)	1.66	1.58	1.50	1.43	1.33
Lợi suất cổ tức (%)	6.65	2.09	2.20	2.72	3.16
Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	2.21	4.78	4.36	4.89	5.42
Đầu tư ngắn hạn	102	102	108	117	128
Phải thu ngắn hạn	9.02	12.3	12.4	13.9	15.4
Hàng tồn kho	0.13	0.11	0.12	0.12	0.12
Tài sản tái BH	2.95	3.00	3.19	3.50	3.86
Tài sản ngắn hạn khác	0.66	0.66	0.65	0.73	0.81
Tổng tài sản ngắn hạn	117	122	128	140	154
Phải thu dài hạn	0.08	0.08	0.09	0.10	0.11
Tài sản cố định	2.37	2.24	2.23	2.23	2.23
Đầu tư vào Cty LD, LK	2.80	2.84	2.82	2.84	2.87
Đầu tư dài hạn khác	78.8	93.4	115	125	137
Tài sản dài hạn khác	0.20	0.18	0.17	0.20	0.22
Tổng tài sản dài hạn	84.3	98.7	120	131	142
Tổng tài sản	202	221	249	271	296
Nợ phải trả và VCSH					
Phải trả người bán	2.48	2.55	3.06	3.42	3.79
Phải trả người lao động	1.37	1.46	0.87	0.98	1.08
Phải trả hợp đồng repo	25.7	21.9	29.4	29.4	29.4
Doanh thu chưa thực hiện	0.52	0.49	0.48	0.54	0.60
Nợ ngắn hạn	0.98	3.37	4.09	4.09	4.09
Phải trả ngắn hạn khác	0.98	0.47	0.44	0.49	0.54
Nợ ngắn hạn khác	0.48	0.54	0.57	0.64	0.70
Tổng nợ ngắn hạn	32.5	30.8	38.9	39.6	40.2
Dự phòng nghiệp vụ BH	147	168	186	206	229
Nợ dài hạn	0.09	0.00	0.00	0.00	0.00
Nợ dài hạn khác	0.30	0.29	0.31	0.34	0.38
Tổng nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả	180	199	225	246	270
Vốn điều lệ	7.42	7.42	7.42	7.42	7.42
Thặng dư vốn cổ phần	7.31	7.31	7.31	7.31	7.31
Quỹ & quỹ dự trữ	2.35	3.06	3.47	3.90	4.41
Lợi nhuận giữ lại	3.31	3.55	4.25	5.03	6.18
Vốn chủ sở hữu	20.4	21.3	22.4	23.7	25.3
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.88	0.92	0.96	1.02	1.08
Tổng vốn chủ sở hữu	21.3	22.3	23.4	24.7	26.4
Tổng nợ phải trả và VCSH	202	221	249	271	296
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	0.84	0.84	0.80	0.84	0.98
ROAE (%)	7.46	8.55	8.56	9.44	11.3
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	145	39.6	39.6	42.2	38.4
Chỉ số an toàn vốn					
VCSH/Tài sản (%)	10.1	9.65	9.03	8.73	8.55
Tài sản BQ/VCSH BQ (x)	8.93	10.1	10.7	11.3	11.6
Chỉ số HĐKD bảo hiểm					
Tỷ lệ tái bảo hiểm (%)	6.43	7.77	8.13	7.99	7.80
Tỷ lệ bảo hiểm giữ lại (%)	93.6	92.2	91.9	92.0	92.2
Tỷ lệ bồi thường (%)	88.8	96.2	94.6	94.6	94.9
Tỷ lệ chi phí (%)	26.4	25.3	25.8	26.2	25.9
Tỷ lệ hỗn hợp (%)	115	121	120	121	121

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

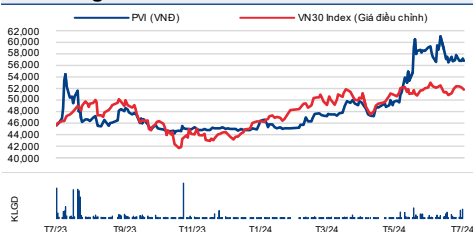
Giá mục tiêu: VNĐ66,200 (từ VNĐ44,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 16.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (12/7/2024)	56,800
Mã Bloomberg	PVI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	44,200-61,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	56,900
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	13,291
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	523
Slg CP lưu hành (tr.đv)	234
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	234
Slg CP NN được mua (tr.đv)	94.7
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	59.5%
Tỷ lệ freefloat	8.50%
Cổ đông lớn	HDI và bên liên quan (51.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(4.22)	14.3	24.5
So với chỉ số	(2.01)	12.8	9.64
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	4,234	3,822	10.8
2025F	4,307	3,951	9.0
2026F	4,558	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

PVI là công ty bảo hiểm phi nhân thọ số 1 tại Việt Nam

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thanh Tùng, CFA

Chuyên Viên , Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.nguyenthanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4869

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Lợi nhuận mảng bảo hiểm tích cực, nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

- HSC nâng khuyến nghị đối với PVI lên Tăng tỷ trọng và tăng 49% giá mục tiêu lên 66.200đ sau khi (1) phân tích cho thấy KQKD tích cực, (2) áp dụng mô hình định giá mới và (3) chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025.
- Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 10,8% và 9% trong năm 2024-2025; chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026 (tăng trưởng 6%). Từ đó, lợi nhuận thuần tăng trưởng bình quân 3 năm được dự báo đạt 4,1%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 14% trong 3 tháng qua, PVI đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,6 lần, cao hơn 2,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Tuy nhiên, HSC cho rằng định giá hiện tại là phù hợp nhờ nền tảng cơ bản cải thiện. Tại giá mục tiêu mới, P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,9 lần.

Sự kiện: Phân tích KQKD và triển vọng

PVI gần đây đã ghi nhận doanh thu thuần tăng trưởng mạnh và hệ số ROE liên tục cải thiện. Sau khi phân tích kết quả này, HSC tin rằng những xu hướng tích cực này nhiều khả năng sẽ tiếp diễn trong trung hạn. Từ đó, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và giá mục tiêu.

Tác động: Tăng bình quân 9,9% dự báo lợi nhuận năm 2024-2025

HSC tăng bình quân 9,9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng bình quân 3 năm là 4,1%. Lưu ý rằng dự báo của chúng tôi cao hơn bình quân 10% so với thị trường do HSC là CTCK duy nhất đưa ra dự báo đối với PVI và hiện chúng tôi đang thực hiện điều chỉnh dự báo.

Tuy nhiên, HSC cho rằng tác động tích cực từ việc tăng đòn bẩy vốn (doanh thu phí bảo hiểm/vốn CSH) sẽ lớn hơn tác động tiêu cực từ sự sụt giảm của lợi suất đầu tư, từ đó giúp nâng cao hệ số ROE trong 3 năm tới. Ngoài ra, PVI có thể vừa đẩy mạnh tăng trưởng phí bảo hiểm đồng thời đảm bảo tỷ suất lợi nhuận nhờ lợi thế cạnh tranh tốt.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 14% trong 3 tháng qua, PVI đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,6 lần, cao hơn 2,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Kể từ năm 2022, cổ phiếu PVI đã được thị trường định giá lại ở mặt bằng cao hơn và đang giao dịch với nền P/B cao hơn tương đối so với quá khứ nhờ nền tảng cơ bản cải thiện – HSC nhận thấy xu hướng tích cực sẽ tiếp diễn. PVI đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm cao hơn 1,5 lần độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ năm 2022.

HSC nâng khuyến nghị đối với PVI lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) và tăng 49% giá mục tiêu lên 66.200đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và áp dụng phương pháp định giá mới – mô hình thu nhập thẳng dư – với thời điểm định giá mục tiêu chuyển sang giữa năm 2025. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 16,5% và P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,9 lần. Nếu bao gồm giả định cổ tức tiền mặt, tổng lợi suất kỳ vọng sẽ khoảng 22%.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Phí BH gốc (tỷ đồng)	10,032	11,002	12,352	13,912	15,536
Lãi/lỗ gộp HĐ BH (tỷ đồng)	804	935	1,184 ▲	1,176	1,257
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	834	956	1,004 ▲	1,021 ▲	1,081
EPS (đồng)	3,562	4,080	4,286 ▲	4,360 ▲	4,613
DPS (đồng)	3,300	3,000	3,200 ▲	3,388 ▲	3,446
BVPS (đồng)	32,458	33,167	34,071 ▲	34,990 ▲	36,102
P/E (lần)	15.9	13.9	13.3	13.0	12.3
Lợi suất cổ tức (%)	5.81	5.28	5.63	5.96	6.07
P/B (lần)	1.75	1.71	1.67	1.62	1.57
Tăng trưởng EPS (%)	0.58	14.5	5.06	1.72	5.81
ROAE (%)	11.0	12.4	12.7	12.6	13.0

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Nâng lên xếp hạng A- giúp đẩy mạnh tăng trưởng

PVI gần đây đã ghi nhận tăng trưởng ấn tượng cả trong nước và quốc tế. Theo chúng tôi, PVI có lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ về nền vốn, xếp hạng tín nhiệm và quan hệ khách hàng, đây là những yếu tố rất quan trọng để mở rộng mảng sản phẩm thương mại. Dựa trên những lợi thế cạnh tranh sẵn có, PVI đã duy trì mức tăng trưởng cao đồng thời vẫn có lợi nhuận tốt. HSC tin rằng PVI có khả năng duy trì vị thế dẫn đầu ở lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ của Việt Nam trong dài hạn. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) và tăng đáng kể giá mục tiêu lên 66.200đ (tiềm năng tăng giá 17%). Mặc dù đang giao dịch với định giá cao hơn bình quân quá khứ, chúng tôi cho rằng điều này là phù hợp nhờ nền tảng cơ bản của Công ty cải thiện.

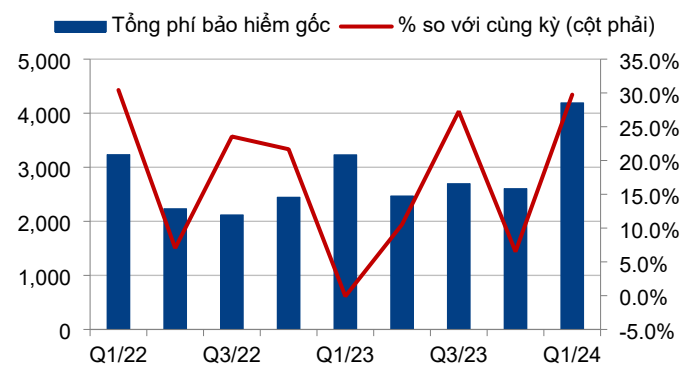
Thị phần tăng ổn định

PVI ghi nhận tăng trưởng ấn tượng trong Q1/2024 với phí bảo hiểm gốc tăng 29,7%, mức tăng hơn gấp đôi so với bình quân ngành ở mức 12,2%, chủ yếu nhờ phân khúc khách hàng doanh nghiệp và dòng sản phẩm thương mại, điều này giúp PVI tiếp tục gia tăng thị phần.

Tổng giá trị nhận tái bảo hiểm bắt đầu tăng nhanh kể từ Q2/2023, sau khi công ty con bảo hiểm phi nhân thọ PVI được nâng xếp hạng lên A- từ B++ vào Q1/2023. Việc nâng xếp hạng đã cho phép PVI nhận được nhiều hợp đồng tái bảo hiểm nước ngoài hơn. Lưu ý rằng công ty con bảo hiểm phi nhân thọ PVI cũng có khả năng nhận tái bảo hiểm ngoài công ty con tái bảo hiểm Hanoi Re.

Biểu đồ 50: Tổng phí bảo hiểm gốc (tỷ đồng), PVI

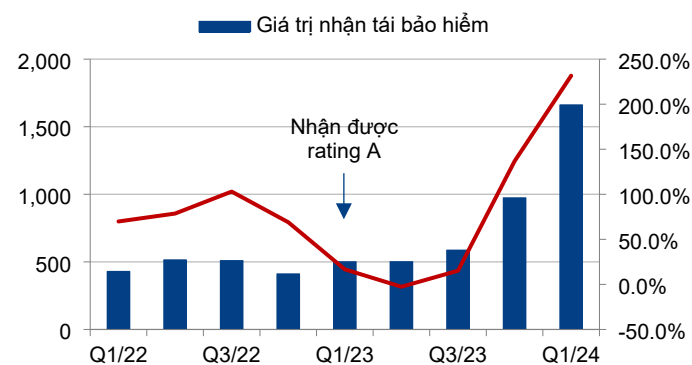
PVI tăng trưởng vượt trội hơn các công ty cùng ngành trong Q1/2024



Nguồn: PVI, HSC

Biểu đồ 51: Tổng giá trị nhận tái bảo hiểm (tỷ đồng), PVI

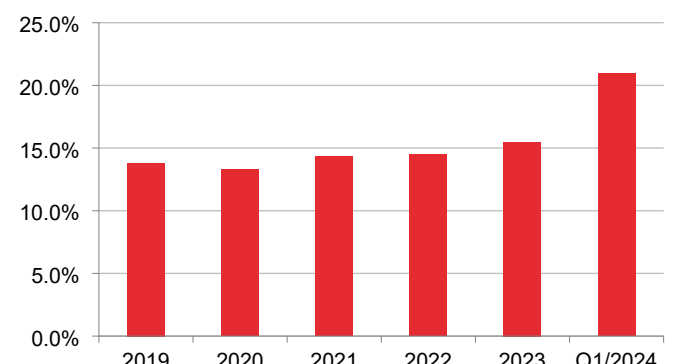
Phí nhận tái bảo hiểm tăng mạnh sau khi PVI được nâng xếp hạng



Nguồn: PVI, HSC

Biểu đồ 52: Thị phần, PVI

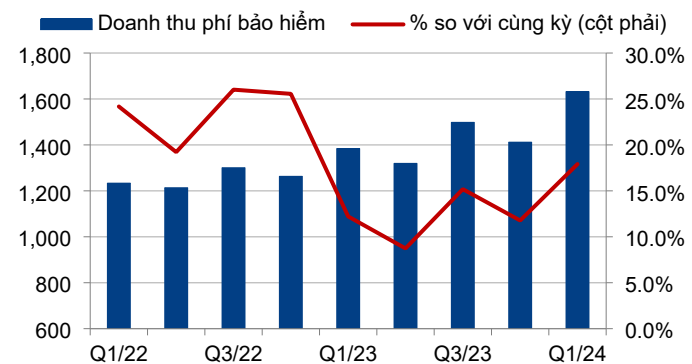
PVI không ngừng gia tăng thị phần



Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 53: Doanh thu phí bảo hiểm (tỷ đồng), PVI

Doanh thu phí bảo hiểm tăng trưởng tốt



Nguồn: PVI, HSC

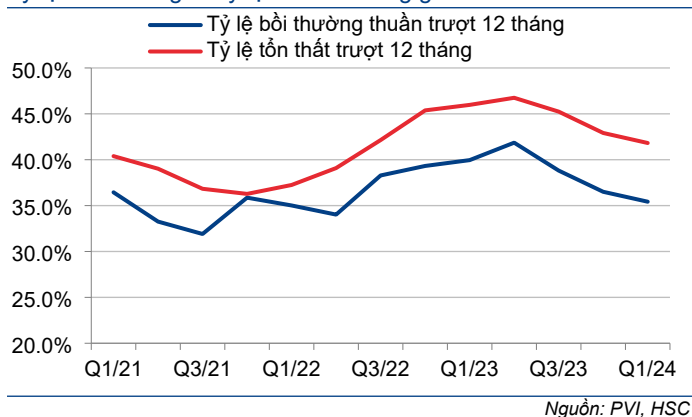
Theo chúng tôi, PVI có lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ về nền tảng vốn, xếp hạng và quan hệ khách hàng, điều rất quan trọng để mở rộng mảng sản phẩm thương mại. HSC tin rằng PVI có thể giữ vững thị phần (khoảng 15%) hoặc thậm chí cải thiện nhẹ thị phần mà không cần cạnh tranh trong mảng bảo hiểm sức khỏe & xe cộ, mảng có mức tăng trưởng cao nhưng không đem lại nhiều lợi nhuận.

Tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm: Hồi phục từ đáy

Tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm của PVI đã cho thấy xu hướng tăng sau khi chạm đáy vào Q3/2022. Tỷ lệ bồi thường và tỷ lệ tổn thất được duy trì trong khoảng 35-45%. Theo BLĐ, môi trường kinh doanh Q1/2024 khá thuận lợi với việc không có nhiều sự kiện tổn thất đáng kể. BLĐ kỳ vọng tỷ lệ tổn thất có thể tăng nhẹ trong những quý tới trong năm 2024, từ đó có thể gây sức ép lên tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm. Trong dài hạn, BLĐ đặt mục tiêu duy trì tỷ suất lợi nhuận bảo hiểm ở mức khoảng 5% (cao hơn so với các công ty cùng ngành tập trung vào sản phẩm bảo hiểm sức khỏe & xe cộ, ví dụ tỷ suất lợi nhuận của MIG hiện chỉ khoảng 2%).

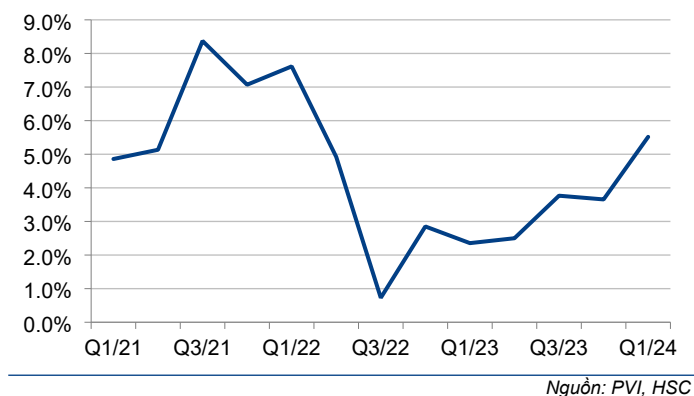
Biểu đồ 54: Tỷ lệ bồi thường & tỷ lệ tổn thất (trượt 12T), PVI

Tỷ lệ bồi thường và tỷ lệ tổn thất đang giảm



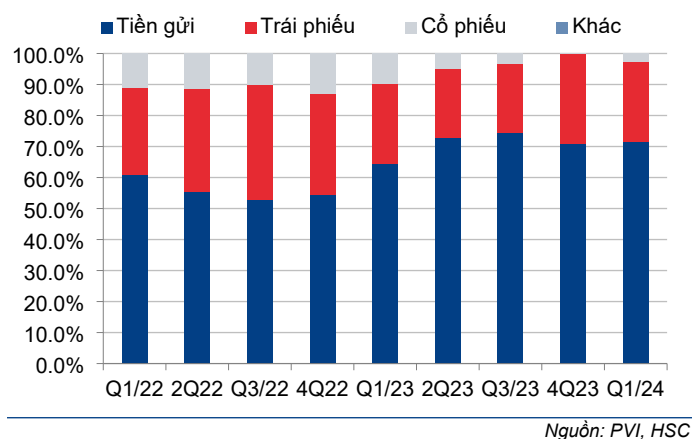
Biểu đồ 55: Tỷ suất lợi nhuận HĐKD bảo hiểm (trượt 12T), PVI

Biên lợi nhuận mảng bảo hiểm đang cải thiện



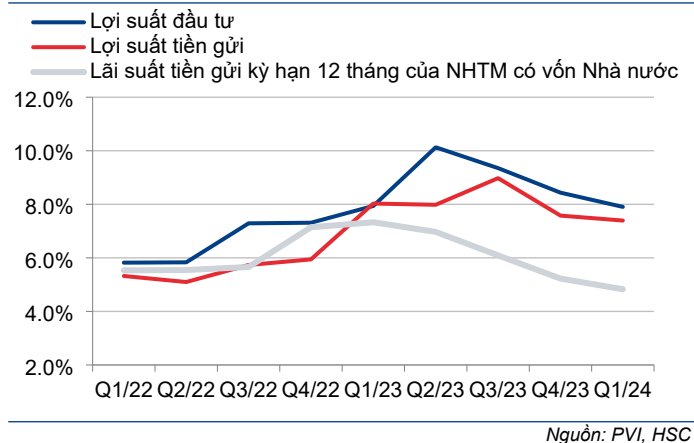
Biểu đồ 56: Phân bổ đầu tư, PVI

PVI đầu tư phần lớn vào tiền gửi & trái phiếu



Biểu đồ 57: Lợi suất đầu tư, PVI

Lợi nhuận đầu tư đang giảm dần cùng với lãi suất



Mảng đầu tư: Tiếp cận thận trọng hơn, lợi suất gặp sức ép

Phần lớn tỷ trọng đầu tư được phân bổ vào tiền gửi và trái phiếu. BLĐ chia sẻ rằng để duy trì xếp hạng A-, tài sản phải được phân bổ thận trọng. Theo đó, PVI nhiều khả năng sẽ không phân bổ tỷ trọng đáng kể vào cổ phiếu, vốn không phù hợp với thời gian đầu tư ngắn của các công ty bảo hiểm phi nhân thọ.

Lợi suất đầu tư bình quân có thể sẽ vẫn gặp sức ép do mặt bằng lãi suất ở mức thấp trong thời gian dài. HSC dự đoán lợi suất đầu tư sẽ chạm đáy trong vòng 2 quý sau khi lãi suất chạm đáy. Từ đó, chúng tôi kỳ vọng lợi suất đầu tư sẽ bắt đầu xu hướng tăng từ mức đáy vào Q1/2025.

Hệ số ROE cải thiện vì tỷ lệ đòn bẩy vốn tăng

Hệ số ROE đang trong xu hướng tăng. Động lực chính là việc sử dụng đòn bẩy vốn hiệu quả hơn khi PVI thu được nhiều phí bảo hiểm hơn với cùng một giá trị vốn CSH. HSC tin rằng xu hướng này sẽ tiếp diễn do hệ số khả năng thanh toán theo quy định của cả công ty bảo hiểm phi nhân thọ PVI và công ty con tái bảo hiểm hiện đều cao hơn ngưỡng quy định. PVI có thể sẽ thoái vốn khỏi các khoản đầu tư khác để tăng vốn cho những công ty con này. HSC ước tính hệ số khả năng thanh toán hiện tại của toàn tập đoàn vào khoảng 300%, cao hơn 3 lần so với quy định tối thiểu là 100%.

Bảng 58: Phân tích hiệu quả sinh lời (trượt 12 tháng), PVI

Hệ số ROE đang cải thiện nhờ kết quả mảng đầu tư tăng và tỷ lệ đòn bẩy vốn cao hơn

	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
Tỷ lệ tổn thất	37.2%	39.1%	42.1%	45.4%	46.0%	46.7%	45.3%	42.9%	41.8%
Tỷ lệ chi phí	55.1%	56.0%	57.1%	51.8%	51.7%	50.8%	51.0%	53.4%	52.6%
KQKD mảng bảo hiểm	7.6%	4.9%	0.7%	2.9%	2.4%	2.5%	3.8%	3.7%	5.5%
Lợi suất đầu tư	6.7%	6.6%	6.8%	6.6%	7.0%	8.1%	8.7%	9.1%	8.9%
Tỷ lệ đòn bẩy tài sản	286.5%	280.2%	268.6%	258.8%	249.8%	249.2%	244.0%	242.2%	238.4%
KQKD mảng đầu tư thuần	19.1%	18.6%	18.3%	17.1%	17.6%	20.3%	21.2%	22.0%	21.3%
Chi phí/(lợi nhuận) khác	-7.5%	-6.7%	-4.4%	-4.1%	-3.5%	-4.3%	-6.5%	-8.8%	-8.9%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	19.2%	16.9%	14.6%	15.9%	16.4%	18.4%	18.5%	16.9%	17.9%
Tỷ lệ khả năng thanh toán giản đơn (1 / Tỷ lệ đòn bẩy vốn)	171.7%	168.1%	159.1%	153.2%	149.8%	148.0%	141.6%	139.0%	134.8%
ROE	11.2%	10.0%	9.2%	10.4%	10.9%	12.5%	13.0%	12.1%	13.3%

Ghi chú: Tỷ lệ đòn bẩy tài sản = tài sản đầu tư bình quân / doanh thu phí bảo hiểm; tỷ lệ khả năng thanh toán giản đơn = vốn CSH bình quân / doanh thu phí bảo hiểm.
Nguồn: PVI, HSC

Công ty con bảo hiểm phi nhân thọ của PVI: KQKD sơ bộ 6 tháng đầu năm 2024 có vẻ ấn tượng

Tại hội nghị đánh giá giữa năm 2024 của PVI tổ chức ngày 10/7/2024, PVI đã chia sẻ KQKD sơ bộ 6 tháng đầu năm 2024 của công ty con bảo hiểm phi nhân thọ như sau: Doanh thu đạt 12.016 tỷ đồng, tăng 65,7% so với cùng kỳ. LNTT đạt 502 tỷ đồng, tăng 42,6% so với cùng kỳ. Thị phần của công ty bảo hiểm phi nhân thọ này đạt 18% trong Q2/2024, giảm so với 21% trong Q1/2024, nhưng vẫn cao hơn thị phần năm 2023 vào khoảng 15%.

Dự báo: Tăng bình quân 9,9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025

Nhờ tăng trưởng doanh thu thuần ấn tượng và tỷ suất lợi nhuận mạng bảo hiểm vượt kỳ vọng gần đây, HSC tăng bình quân 9,9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026. Từ đó, lợi nhuận thuần tăng trưởng bình quân 3 năm tới dự báo đạt 4,1%. Hệ số ROE (sau khi trừ quỹ khen thưởng phúc lợi) được dự báo tăng lên 12,8% vào năm 2026 từ 12,3% trong năm 2023. Sự cải thiện này là nhờ tác động tích cực từ việc tăng đòn bẩy vốn lớn hơn tác động tiêu cực từ sự sụt giảm của lợi suất đầu tư.

Nâng dự báo lợi nhuận

Những giả định chính như sau:

- Tăng trưởng phí bảo hiểm: HSC tăng dự báo phí bảo hiểm gốc do chúng tôi tin rằng PVI có thể duy trì thị phần ở thị trường trong nước và tăng doanh thu từ thị trường quốc tế.
- Tỷ lệ kết hợp: HSC hạ giả định tỷ lệ kết hợp dựa trên kế hoạch của BLĐ là tập trung vào cải thiện tỷ suất lợi nhuận của các sản phẩm không có nhiều lợi nhuận. Chúng tôi giảm mạnh dự báo năm 2024 do KQKD Q1/2024 tốt hơn kỳ vọng.

Bảng 59: Các giả định mạng HKKD bảo hiểm, PVI

Những điều chỉnh chính bao gồm nâng giả định tăng trưởng tổng phí bảo hiểm gốc & hạ giả định tỷ lệ kết hợp cho năm 2024

	2023	Dự báo cũ		Dự báo mới		
		2024F	2025F	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng tổng phí BH gốc	14.0%	7.7%	10.6%	20.0%	12.0%	11.3%
Điều chỉnh				12.3%	1.4%	-
Tăng trưởng doanh thu phí BH	12.0%	21.3%	10.6%	14.9%	19.5%	13.4%
Điều chỉnh				-6.4%	8.9%	-
Tỷ lệ bồi thường thuần	36.5%	44.2%	43.9%	37.1%	41.0%	40.2%
Điều chỉnh				-7.0%	-2.9%	-
Tỷ lệ tổn thất thuần	42.9%	45.5%	45.5%	44.3%	43.5%	45.2%
Điều chỉnh				-1.2%	-2.0%	-
Tỷ lệ chi phí	53.4%	51.8%	51.6%	49.5%	52.4%	51.1%
Điều chỉnh				-2.3%	0.8%	-
Tỷ lệ kết hợp	96.3%	97.0%	96.5%	93.8%	95.8%	96.3%
Điều chỉnh				-3.2%	-0.7%	-

Nguồn: HSC

Bảng 60: Giả định tài sản & lợi suất đầu tư, PVI

Những điều chỉnh chính bao gồm hạ giả định tỷ trọng cổ phiếu và hạ giả định lợi suất đầu tư

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ		Dự báo mới		
		2024F	2025F	2024F	2025F	2026F
Tiền mặt & tài sản đầu tư	12,957	14,244	14,688	14,086	15,140	16,513
Tăng trưởng		9.9%	3.1%	8.7%	7.5%	9.1%
Điều chỉnh				-1.1%	3.1%	-
Phân bổ tài sản đầu tư						
Tiền gửi	70.8%	69.8%	69.8%	67.0%	67.0%	67.0%
Trái phiếu	28.9%	20.0%	20.0%	30.0%	30.0%	30.0%
Cổ phiếu	0.3%	10.2%	10.2%	3.0%	3.0%	3.0%
Khác	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh						
Tiền gửi				-2.8%	-2.8%	-
Trái phiếu				10.0%	10.0%	-
Cổ phiếu				-7.2%	-7.2%	-
Khác				0.0%	0.0%	-
Lợi suất đầu tư	9.6%	8.8%	8.3%	7.2%	7.5%	7.5%
Điều chỉnh				-1.6%	-0.8%	-

Nguồn: HSC

- Mảng đầu tư: HSC giảm giả định tỷ trọng đầu tư vào cổ phiếu như đã phân tích ở trên. HSC cũng hạ dự báo lợi suất đầu tư do tỷ trọng đầu tư cổ phiếu giảm và lãi suất phục hồi chậm.

Bảng 61: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, PVI

HSC điều chỉnh tăng bình quân 9,9% dự báo lợi nhuận cho năm 2024-2025

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ		Dự báo mới		
		2024F	2025F	2024F	2025F	2026F
Tổng phí bảo hiểm gốc	13,566	14,613	16,162	16,283	18,237	20,292
Tăng trưởng		7.7%	10.6%	16.7%	12.0%	11.3%
Điều chỉnh				11.4%	12.8%	-
Tổng doanh thu phí bảo hiểm	5,614	6,810	7,532	6,404	8,206	9,132
Tăng trưởng		21.3%	10.6%	12.3%	28.2%	11.3%
Điều chỉnh				-6.0%	9.0%	-
Tổng doanh thu mảng bảo hiểm	6,514	7,801	8,622	7,367	8,906	10,077
Tăng trưởng		19.8%	10.5%	11.6%	20.9%	13.1%
Điều chỉnh				-5.6%	3.3%	-
Chi phí bồi thường & dự phòng	2,409	3,100	3,407	2,858	3,353	3,950
Tăng trưởng		28.7%	9.9%	15.7%	17.3%	17.8%
Điều chỉnh				-7.8%	-1.6%	-
Chi phí khác mảng bảo hiểm	3,170	3,653	4,024	3,325	4,377	4,870
Tăng trưởng		15.2%	10.2%	4.7%	31.6%	11.3%
Điều chỉnh				-9.0%	8.8%	-
Lợi nhuận gộp mảng BH	935	1,048	1,191	1,184	1,176	1,257
Tăng trưởng		12.1%	13.6%	21.0%	(0.7%)	6.9%
Điều chỉnh				13.0%	-1.2%	-
Thu nhập đầu tư	1,213	1,225	1,172	977	1,096	1,187
Tăng trưởng		1.0%	(4.3%)	(24.2%)	12.3%	8.3%
Điều chỉnh				-20.3%	-6.5%	-
Chi phí BH&QL	728	841	926	786	855	931
Tăng trưởng		15.5%	10.1%	7.4%	8.8%	8.9%
Điều chỉnh				-6.5%	-7.6%	-
EBIT	1,275	1,175	1,213	1,300	1,342	1,420
Tăng trưởng		(7.8%)	3.2%	1.9%	3.2%	5.8%
Điều chỉnh				10.6%	10.7%	-
Lợi nhuận thuần	946	895	925	992	1,009	1,068
Tăng trưởng		(5.4%)	3.4%	4.6%	1.7%	5.8%
Điều chỉnh				10.8%	9.0%	-

Nguồn: HSC

Bảng 62: Phân tích hiệu quả sinh lời thực tế & dự báo, PVI

ROE được dự báo sẽ cải thiện nhờ tỷ lệ đòn bẩy vốn tăng (tỷ lệ doanh thu phí bảo hiểm/vốn CSH bình quân tăng)

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tỷ lệ tổn thất	40.7%	36.2%	45.4%	42.9%	44.3%	43.5%	45.2%
Tỷ lệ chi phí	54.1%	56.7%	51.7%	53.4%	49.5%	52.4%	51.1%
KQKD mảng bảo hiểm	5.2%	7.0%	2.9%	3.7%	6.2%	4.2%	3.7%
Lợi suất đầu tư	7.8%	7.0%	6.9%	9.6%	7.2%	7.5%	7.5%
Tỷ lệ đòn bẩy tài sản	286.0%	289.4%	264.4%	237.1%	224.1%	206.4%	192.3%
KQKD mảng đầu tư thuần	22.4%	20.2%	18.2%	22.8%	16.2%	15.5%	14.4%
Chi phí/(lợi nhuận) khác	-7.5%	-7.8%	-5.1%	-9.6%	-7.0%	-6.6%	-5.9%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	20.1%	19.5%	15.9%	16.9%	15.4%	13.1%	12.2%
Tỷ lệ khả năng thanh toán giản đơn (1 / Tỷ lệ đòn bẩy vốn)	181.6%	179.4%	151.5%	136.9%	122.1%	104.9%	95.2%
ROE	11.1%	10.9%	10.5%	12.3%	12.6%	12.5%	12.8%

Ghi chú: Tỷ lệ đòn bẩy tài sản = tài sản đầu tư bình quân / doanh thu phí bảo hiểm; tỷ lệ khả năng thanh toán giản đơn = vốn CSH bình quân / doanh thu phí bảo hiểm.

Nguồn: HSC

Từ đó, HSC tăng bình quân 9,9% dự báo lợi nhuận năm 2024-2025. Lợi nhuận năm 2024 được dự báo sẽ tăng 4,6% so với cùng kỳ nhờ lợi nhuận mảng bảo hiểm. Dự báo của chúng tôi cao hơn so với kế hoạch năm 2024 của Công ty (kế hoạch là giảm 13% so với cùng kỳ). Tuy nhiên, lưu ý rằng KQKD thực hiện của PVI thường vượt kế hoạch nội bộ. Trong 5 năm qua, Công ty vượt kế hoạch bình quân 21%. Chúng tôi

cũng dự báo hệ số ROE sẽ tăng lên 12,8% nhờ nâng tỷ lệ đòn bẩy vốn như đã phân tích ở trên.

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị đối với PVI lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) và tăng 48,8% giá mục tiêu lên 66.200đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và thay đổi phương pháp định giá mới – mô hình thu nhập thặng dư – đồng thời chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025. Sau khi giá cổ phiếu tăng 14% trong 3 tháng qua (nhưng giảm 4% trong 1 tháng qua), PVI đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,6 lần, cao hơn 2,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019. Tuy nhiên, HSC cho rằng PVI xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ hệ số ROE cải thiện ổn định. Tại giá mục tiêu của chúng tôi, P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,9 lần.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC nâng khuyến nghị đối với PVI lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) và tăng 48,8% giá mục tiêu lên 66.200đ. Nếu bao gồm giả định cổ tức tiền mặt dự kiến là 3.200đ/cp, tổng lợi suất kỳ vọng đạt khoảng 22%. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 16,5% và P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,9 lần, cao hơn đáng kể so với bình quân quá khứ ở mức 1,2 lần. Nguyên nhân chính đến từ việc giả định hệ số ROE sẽ tăng lên 12% từ bình quân 10% trong quá khứ.

HSC hiện áp dụng phương pháp thu nhập thặng dư thay vì phương pháp P/B mục tiêu đã sử dụng trước đó. Giả định COE của chúng tôi hiện là 10%, bao gồm giả định lãi suất phi rủi ro là 4%, phần bù rủi ro vốn CSH là 8,5% và beta là 0,7.

Bảng 63: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, PVI

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Thu nhập thuần	992	1,009	1,068	1,216	1,353	1,482	1,619	1,764	1,915	2,074
Chi phí vốn CSH	-773	-794	-816	-841	-877	-915	-1,007	-1,105	-1,209	-1,319
Lợi nhuận thặng dư	219	215	252	375	476	567	612	659	706	755
Giá trị dài hạn										10,484
Hệ số chiết khấu đến cuối năm 2024	100.0%	91.0%	82.7%	75.2%	68.4%	62.2%	56.6%	51.5%	46.8%	42.6%
Giá trị hiện tại đến cuối năm 2024	219	195	209	282	326	353	347	339	331	4,787
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ năm 2025	7,168									
Giá trị sổ sách cuối năm 2024	7,981									
Giá trị vốn CSH cuối năm 2024	15,148									
Giá trị của vốn CSH giữa năm 2025	15,505									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	234									
Giá mục tiêu giữa năm 2025	66,200									

Nguồn: HSC

Bảng 64: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, PVI

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phản bù rủi ro vốn CSH	7.5%	91,800	82,600	75,000	68,500	63,000
	8.0%	85,200	77,100	70,400	64,600	59,600
	8.5%	79,400	72,200	66,200	61,000	56,400
	9.0%	74,300	67,900	62,400	57,700	53,600
	9.5%	69,700	64,000	59,100	54,800	51,000

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

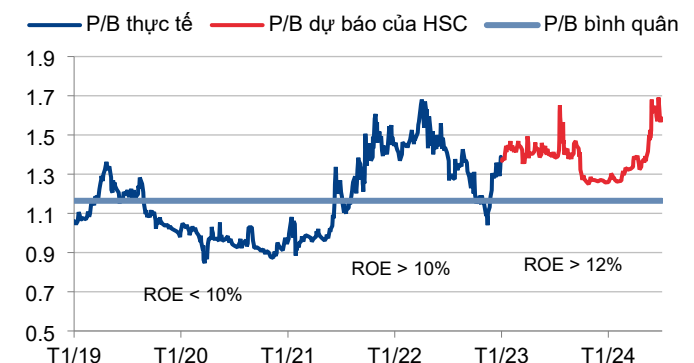
Sau khi giá cổ phiếu tăng 14% trong 3 tháng qua (nhưng giảm 4% trong 1 tháng qua), PVI đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,6 lần, cao hơn 2,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019. Điều này phản ánh tình hình kinh doanh khởi sắc của Công ty. Kể từ năm 2022, PVI đã trải qua quá trình định giá lại và đang giao dịch với P/B ở mức nền mới phản ánh sự chuyển đổi nền tảng cơ bản của Công ty.

Nhìn lại giai đoạn kể từ năm 2022, PVI đang giao dịch với P/B ở mức khoảng 1,5 độ lệch chuẩn cao hơn so với bình quân quá khứ ở mức 1,4 lần. Lưu ý rằng giá cổ phiếu

PVI có biến động rất thấp, điều này cũng là một nguyên nhân khiến chênh lệch giữa định giá hiện tại và quá khứ ở mức cao (tính toán chênh lệch dựa trên độ lệch chuẩn).

Biểu đồ 65: P/B trượt dự phóng 1 năm, PVI

PVI đang giao dịch với P/B dự phóng là 1,6 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 66: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/B bình quân, PVI

...cao hơn 2,1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 1,2 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Phí bảo hiểm gốc	10,032	11,002	12,352	13,912	15,536
Phí nhận tái BH	1,866	2,564	3,931	4,324	4,757
Tăng/giảm dự phòng phí chưa được hưởng	(787)	(812)	(913)	(859)	(873)
Doanh thu phí BH	11,111	12,754	15,370	17,378	19,419
Phí nhượng tái BH	(6,097)	(7,140)	(8,918)	(9,666)	(10,672)
Doanh thu phí BH thuần	5,014	5,614	6,451	7,711	8,748
Doanh thu khác	935	900	916	1,194	1,329
Doanh thu thuần HĐ BH	5,949	6,514	7,367	8,906	10,077
Chi bồi thường bảo hiểm và dự phòng	(2,278)	(2,409)	(2,858)	(3,353)	(3,950)
Chi b.thường BH và chi trả đ.hạn khác (ròng)	(2,868)	(3,170)	(3,325)	(4,377)	(4,870)
Khoản giảm trừ chi phí, thu đòi và thu khác	0	0	0	0	0
Tổng chi phí trực tiếp HĐ BH	(5,146)	(5,579)	(6,183)	(7,730)	(8,820)
Lãi/lỗ gộp HĐ BH	804	935	1,184	1,176	1,257
Chi phí quản lý	(660)	(728)	(786)	(855)	(931)
Lợi nhuận HĐ tài chính	703	932	785	914	984
LN trong Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	259	105	108	107	110
LNTT	1,105	1,245	1,291	1,342	1,420
Chi phí thuế TNDN	(232)	(240)	(243)	(268)	(284)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(39.0)	(49.0)	(44.5)	(52.6)	(55.7)
Lợi nhuận thuần	834	956	1,004	1,021	1,081
EPS (đồng)	3,562	4,080	4,286	4,360	4,613
DPS (đồng)	3,300	3,000	3,200	3,388	3,446
BVPS (đồng)	32,458	33,167	34,071	34,990	36,102
Sig CP bình quân (triệu đv)	234	234	234	234	234
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	234	234	234	234	234
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	234	234	234	234	234

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng phí BH gốc (%)	21.0	9.67	12.3	12.6	11.7
Tăng trưởng doanh thu phí BH thuần (%)	23.9	12.0	14.9	19.5	13.4
Tăng/giảm phí bồi thường và dự phòng (%)	55.4	5.78	18.6	17.3	17.8
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ tài chính (%)	(4.85)	32.7	(15.8)	16.4	7.68
Tăng trưởng LNTT (%)	0.44	12.6	3.73	3.97	5.81
Tăng trưởng lợi nhuận thuần (%)	0.58	14.5	5.06	1.72	5.81
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	7.58	3.14	12.6	8.73	9.07
Định giá					
P/E (lần)	15.9	13.9	13.3	13.0	12.3
P/B (lần)	1.75	1.71	1.67	1.62	1.57
Lợi suất cổ tức (%)	5.81	5.28	5.63	5.96	6.07

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	1,424	877	1,303	1,459	1,623
Đầu tư ngắn hạn	8,636	7,875	10,765	11,122	12,105
Phải thu ngắn hạn	2,398	2,256	2,768	3,100	3,450
Hàng tồn kho	2.43	1.48	1.85	1.85	1.85
Tài sản tài BH	9,477	9,782	11,437	12,617	13,796
Tài sản ngắn hạn khác	689	676	814	912	1,015
Tổng tài sản ngắn hạn	22,626	21,468	27,089	29,212	31,990
Phải thu dài hạn	27.1	31.5	32.6	36.5	40.6
Tài sản cố định	1,176	1,139	1,087	1,055	1,023
Đầu tư vào Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn khác	2,184	4,204	2,019	2,558	2,784
Tài sản dài hạn khác	111	101	114	128	142
Tổng tài sản dài hạn	3,498	5,475	3,252	3,777	3,990
Tổng tài sản	26,123	26,943	30,341	32,990	35,980
Nợ phải trả và VCSH					
Phải trả người bán	3,999	3,634	4,691	4,924	5,479
Phải trả người lao động	260	422	326	547	609
Phải trả hợp đồng repo	0	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	13.8	29.9	32.6	36.5	40.6
Nợ ngắn hạn	29.0	0	(0.18)	(0.18)	(0.18)
Phải trả ngắn hạn khác	108	86.0	130	146	162
Nợ ngắn hạn khác	257	298	358	401	446
Tổng nợ ngắn hạn	4,666	4,470	5,538	6,054	6,737
Dự phòng nghiệp vụ BH	13,529	14,228	16,298	18,167	20,164
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	69.4	146	179	201	223
Tổng nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả	18,265	18,843	22,015	24,422	27,124
Vốn điều lệ	2,342	2,342	2,342	2,342	2,342
Thặng dư vốn cổ phần	3,717	3,717	3,717	3,717	3,717
Quỹ & quỹ dự trữ	500	536	580	625	670
Lợi nhuận giữ lại	1,044	1,174	1,341	1,513	1,728
Vốn chủ sở hữu	7,603	7,769	7,981	8,196	8,457
Lợi ích cổ đông thiểu số	256	330	345	372	400
Tổng vốn chủ sở hữu	7,859	8,099	8,326	8,568	8,856
Tổng nợ phải trả và VCSH	26,124	26,943	30,341	32,990	35,980
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	3.31	3.60	3.51	3.22	3.13
ROAE (%)	11.0	12.4	12.7	12.6	13.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	92.6	73.5	74.7	77.7	74.7
Chỉ số an toàn vốn					
VCSH/Tài sản (%)	29.1	28.8	26.3	24.8	23.5
Tài sản BQ/VCSH BQ (x)	3.32	3.45	3.64	3.91	4.14
Chỉ số HKKD bảo hiểm					
Tỷ lệ tái bảo hiểm (%)	54.9	56.0	58.0	55.6	55.0
Tỷ lệ bảo hiểm giữ lại (%)	45.1	44.0	42.0	44.4	45.0
Tỷ lệ bồi thường (%)	38.3	37.0	38.8	37.7	39.2
Tỷ lệ chi phí (%)	59.3	59.8	55.8	58.7	57.6
Tỷ lệ hỗn hợp (%)	97.6	96.8	94.6	96.4	96.8

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ)

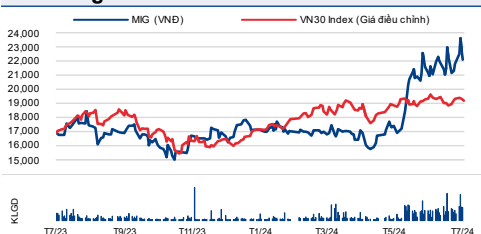
Giá mục tiêu: VNĐ19,600 (từ VNĐ17,900)

Tiềm năng tăng/giảm: -11.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (12/7/2024)	22,200
Mã Bloomberg	MIG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	15,006-23,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	22,630
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,833
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	151
Slg CP lưu hành (tr.đv)	173
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	173
Slg CP NN được mua (tr.đv)	145
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	16.1%
Tỷ lệ freefloat	20.2%
Cổ đông lớn	MBBank (68.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	2.78	31.4	31.4
So với chỉ số	5.15	29.7	15.7
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2024F	1,602	1,312	22.1
2025F	1,716	1,456	17.8
2026F	1,994	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

MIG là công ty bảo hiểm phi nhân thọ thuộc hệ sinh thái tài chính của ngân hàng MB

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thanh Tùng, CFA

Chuyên Viên, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.nguyenthanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4869

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Doanh thu phục hồi đã phản ánh vào giá; hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị đối với MIG xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ) nhưng tăng 9,5% giá mục tiêu lên 19.600đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận, áp dụng mô hình định giá mới và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025.
- Chúng tôi tăng bình quân 20% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 nhờ xu hướng tích cực ở mảng bảo hiểm và đầu tư. Cùng với dự báo lần đầu cho năm 2026, lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng bình quân 9,3% trong 3 năm tới.
- Sau khi tăng tổng cộng 31% trong 3 tháng qua, MIG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,6 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và giá cổ phiếu có vẻ hơi cao hơn giá trị. HSC tin rằng nền tảng cơ bản cải thiện đã phản ánh vào giá cổ phiếu.

Sự kiện: Phân tích KQKD và triển vọng

Tổng phí bảo hiểm gốc Q1/2024 tăng 7% sau 4 quý sụt giảm liên tiếp. Tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm đã tăng lên 2,2% từ mức đáy dưới 0%. Lãi đầu tư trong Q4/2023 và Q1/2024 gây ấn tượng bất chấp việc lãi suất sụt giảm nhờ xu hướng tăng của thị trường chứng khoán. Từ những xu hướng tích cực này, HSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và giá mục tiêu.

Tác động: Tăng bình quân 20% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025

HSC tăng bình quân 20% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026 (tăng trưởng 16%). Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 9,3% trong khi hệ số ROE dự kiến tăng lên 14% trong năm 2026 từ 13,3% trong năm 2023.

Chúng tôi dự đoán doanh thu thuần sẽ tăng trưởng chậm lại nhưng tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm sẽ cải thiện. Ngoài ra, chúng tôi nâng dự báo lãi đầu tư nhờ diễn biến tích cực của thị trường chứng khoán và kỳ vọng lãi suất sẽ bắt đầu hồi phục từ nửa cuối năm 2024. Trong dài hạn, khả năng cải thiện của hệ số ROE sẽ phụ thuộc vào tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm.

Lưu ý rằng dự báo của chúng tôi cao hơn so với thị trường dự báo chúng tôi là CTCK duy nhất đưa ra dự báo và chúng tôi hiện đang thực hiện điều chỉnh dự báo.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng tổng cộng 31% trong 3 tháng qua, MIG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,6 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Theo chúng tôi, nền tảng cơ bản thay đổi đã phản ánh vào giá cổ phiếu và giá cổ phiếu hiện đã cao hơn một chút so với giá trị.

HSC hạ khuyến nghị đối với MIG xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ) nhưng tăng 9,5% giá mục tiêu lên 19.600đ sau khi (1) áp dụng phương pháp định giá mới (mô hình thu nhập thẳng dư), (2) chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025 và (3) nâng dự báo lợi nhuận. Tại giá mục tiêu mới, rủi ro giảm giá là 11,7%.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Phí BH gốc (tỷ đồng)	5,204	4,678	5,075 ▼	5,781 ▼	6,527
Lãi/lỗ góp HĐ BH (tỷ đồng)	579	564	601 ▼	639 ▼	691
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	160	281	294 ▲	315 ▲	366
EPS (đồng)	926	1,625	1,705 ▲	1,825 ▲	2,121
DPS (đồng)	0	476	1,000	800 ▼	800
BVPS (đồng)	10,960	12,053	12,683	13,599 ▲	14,793
P/E (lần)	24.0	13.7	13.0	12.2	10.5
Lợi suất cổ tức (%)	0	2.15	4.50	3.60	3.60
P/B (lần)	2.03	1.84	1.75	1.63	1.50
Tăng trưởng EPS (%)	(28.5)	75.3	4.93	7.08	16.2
ROAE (%)	8.79	14.1	13.8	13.9	14.9

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Tăng trưởng trở lại nhưng có vẻ đã phản ánh hầu hết vào giá cổ phiếu

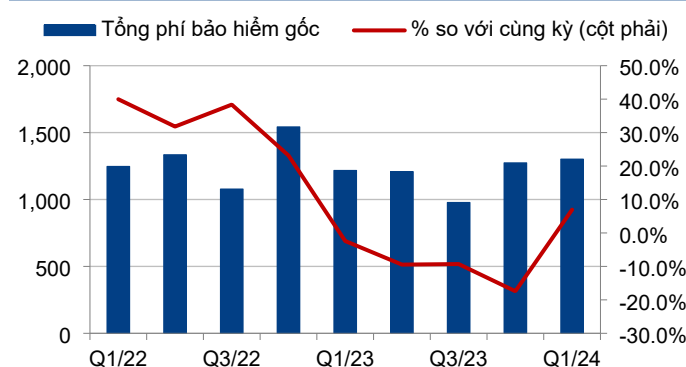
Tổng phí bảo hiểm gốc tăng 7% trong Q1/2024, kết thúc 4 quý sụt giảm liên tiếp. Tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm cũng tăng lên 2,2% trong Q1/2024, từ mức âm trước đó. HSC tin rằng sau 4 năm tập trung đẩy mạnh tăng trưởng doanh thu, MIG có thể sẽ giảm tốc độ tăng trưởng và ưu tiên nâng cao tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm. Đối với hoạt động đầu tư, HSC kỳ vọng lãi đầu tư sẽ không chịu tác động tiêu cực vì lãi suất thấp trong năm 2024 nhờ lợi nhuận cao thu được từ thị trường chứng khoán. Từ đó, HSC tăng bình thường 20% dự báo năm 2024-2025 và tăng 9,5% giá mục tiêu lên 19.600đ. Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng, với rủi ro giảm giá 12%, do chúng tôi tin rằng những tín hiệu tích cực này đã phản ánh vào giá cổ phiếu.

Phí bảo hiểm gốc hồi phục trong Q1/2024

Sau giai đoạn tăng trưởng phí bảo hiểm gốc mạnh mẽ trong năm 2022 nhưng có tỷ suất lợi nhuận thấp, MIG đã phải giảm tốc độ tăng trưởng doanh thu trong năm 2023 để tập trung vào hiệu quả sinh lời. Sau 4 quý sụt giảm, tổng phí bảo hiểm gốc đã có quý tăng trưởng đầu tiên (tăng 7% so với cùng kỳ) trong Q1/2024. Ngoài ra, tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm cũng đã cải thiện từ mức âm trong Q1/2023 lên hơn 2% gần đây. Theo chúng tôi, sau 4 năm tăng trưởng mạnh mẽ (2019-2022), MIG có thể bước vào giai đoạn mới với tốc độ tăng trưởng giảm xuống để đổi lấy tỷ suất lợi nhuận tốt hơn.

Biểu đồ 67: Phí bảo hiểm gốc (tỷ đồng), MIG

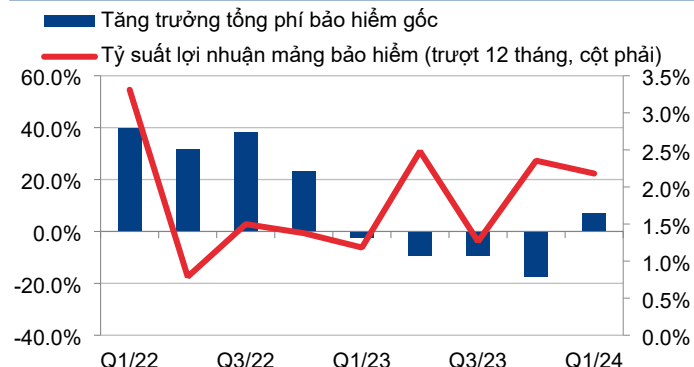
Phí bảo hiểm phục hồi trong Q1/2024 sau 4 quý giảm liên tiếp



Nguồn: MIG, HSC

Biểu đồ 68: Tăng trưởng và hiệu quả mảng bảo hiểm, MIG

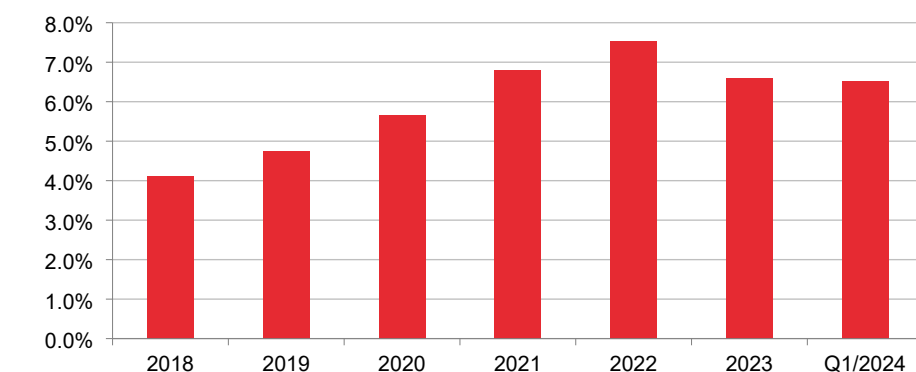
MIG phải tăng trưởng chậm lại để trở nên hiệu quả



Nguồn: MIG, HSC

Biểu đồ 69: Thị phần, MIG

Thị phần của MIG đạt đỉnh trong năm 2022



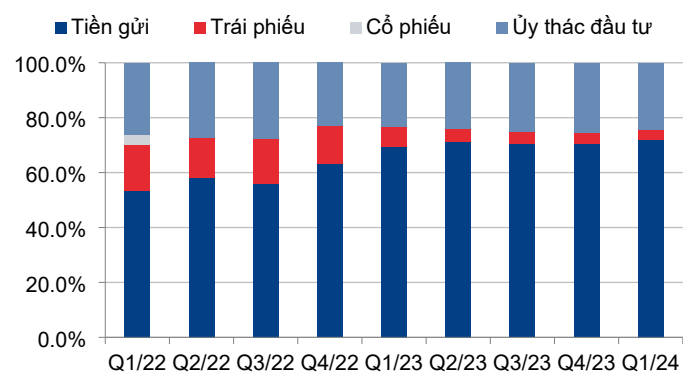
Nguồn: IAV, HSC

Mảng đầu tư: Hưởng lợi từ thị trường cổ phiếu thuận lợi

MIG thường phân bổ tỷ trọng đáng kể tài sản đầu tư vào quỹ đầu tư được quản lý bởi MB Capital, công ty con khác của MBBank (MBB, Mua vào, giá mục tiêu 27.900đ). Quỹ này được phép đầu tư vào trái phiếu và cổ phiếu niêm yết. HSC đánh giá quỹ đầu tư sẽ thiên về đầu tư cổ phiếu, và trong quá khứ thường khiến lợi nhuận mảng đầu tư của MIG biến động. Tuy nhiên, MIG đã hưởng lợi từ thị trường cổ phiếu thuận lợi trong 2 quý vừa qua. Dựa trên triển vọng thị trường chứng khoán mới cập nhật, HSC dự báo lợi nhuận tích cực của quỹ đầu tư sẽ bù đắp sự sụt giảm của thu nhập từ lãi tiền gửi trong năm nay. Cho năm 2025, tình hình dự kiến sẽ có chiều hướng ngược lại với xu hướng tăng của lãi suất nhiều khả năng sẽ trở thành động lực chính giúp nâng cao lãi đầu tư.

Biểu đồ 70: Phân bổ đầu tư, MIG

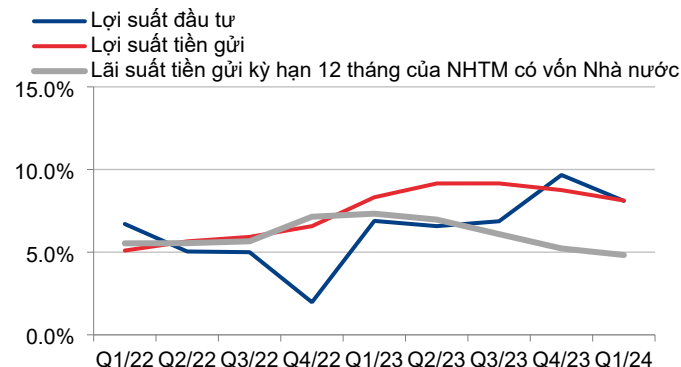
MIG phân bổ nhiều hơn vào ủy thác đầu tư (cổ phiếu) so với các công ty cùng ngành khác



Nguồn: MIG, HSC

Biểu đồ 71: Lợi suất đầu tư và lãi suất, MIG

Ủy thác đầu tư đem lại kết quả tốt trong Q4/2023 và Q1/2024



Nguồn: MIG, HSC

Bảng 72: Phân tích hiệu quả sinh lời (trượt 12 tháng), MIG

Sự hồi phục ở mảng bảo hiểm và đầu tư thuần giúp nâng cao hệ số ROE

	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
Tỷ lệ tổn thất	35.3%	35.7%	37.4%	37.8%	37.2%	36.8%	37.7%	37.0%	35.5%
Tỷ lệ chi phí	61.3%	63.5%	61.1%	60.8%	61.6%	60.7%	61.1%	60.7%	62.3%
KQKD mảng bảo hiểm	3.3%	0.8%	1.5%	1.4%	1.2%	2.5%	1.3%	2.4%	2.2%
Lợi suất đầu tư	7.4%	6.3%	6.4%	4.7%	4.7%	5.1%	5.7%	7.5%	7.8%
Tỷ lệ đòn bẩy tài sản	147.7%	151.8%	154.6%	135.4%	139.8%	146.0%	151.1%	152.0%	176.0%
KQKD mảng đầu tư thuần	10.9%	9.6%	9.8%	6.3%	6.6%	7.5%	8.6%	11.4%	13.7%
Chi phí/(lợi nhuận) khác	-3.6%	-2.4%	-3.2%	-2.1%	-2.2%	-2.9%	-2.7%	-2.4%	-3.9%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	10.6%	8.0%	8.1%	5.6%	5.6%	7.1%	7.1%	11.4%	12.0%
Tỷ lệ khả năng thanh toán giản đơn	75.1%	78.0%	74.3%	67.9%	69.5%	70.2%	74.6%	84.8%	89.9%
ROE	14.2%	10.3%	10.9%	8.2%	8.1%	10.1%	9.5%	13.4%	13.4%

Ghi chú: Tỷ lệ đòn bẩy tài sản = tài sản đầu tư bình quân / doanh thu phí bảo hiểm; tỷ lệ khả năng thanh toán giản đơn = vốn CSH bình quân / doanh thu phí bảo hiểm.
Nguồn: MIG, HSC

Sự hồi phục ở mảng bảo hiểm và đầu tư giúp nâng cao hệ số ROE

Hệ số ROE đã hồi phục từ mức đáy trong Q1/2023 nhờ tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm và lợi suất đầu tư tăng lên. Thời gian tới, khả năng hệ số ROE tiếp tục hồi phục sẽ phụ thuộc vào cách MIG gia tăng lợi nhuận mảng bảo hiểm.

Dự báo: Tăng bình quân 20% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025

HSC tăng bình quân 20,1% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026. Từ đó, lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 9,3%. HSC dự báo hệ số ROE sẽ tăng lên 14% từ 13,3% trong năm 2023. Chúng tôi cho rằng doanh thu thuần sẽ tăng trưởng chậm lại nhưng tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm sẽ cải thiện. Ngoài ra, chúng tôi cũng nâng dự báo lãi đầu tư trên cơ sở diễn biến tích cực trên thị trường cổ phiếu và dự đoán lãi suất sẽ hồi phục kể từ nửa cuối năm 2024.

Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận

Những giả định chính như sau:

- Mảng bảo hiểm: HSC hạ dự báo tăng trưởng phí bảo hiểm gốc và doanh thu phí bảo hiểm nhưng tăng dự báo tỷ suất lợi nhuận (hạ tỷ lệ kết hợp) do chúng tôi cho rằng MIG sẽ ưu tiên lợi nhuận thay vì tăng trưởng kể từ năm 2023.
- Mảng đầu tư: HSC gần như giữ nguyên giả định về tỷ trọng phân bổ tài sản nhưng tăng dự báo lợi suất đầu tư như đã phân tích ở trên.

Bảng 73: Các giả định mảng HĐKD bảo hiểm, MIG

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định tăng trưởng doanh thu nhưng nâng giả định tỷ suất lợi nhuận

	2023	Dự báo cũ		Dự báo mới		
		2024F	2025F	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng tổng phí BH gốc	-13.1%	15.4%	11.9%	8.3%	13.8%	12.8%
Điều chỉnh				-7.1%	1.9%	-
Tăng trưởng doanh thu phí BH	-13.9%	23.1%	19.0%	15.2%	8.0%	11.3%
Điều chỉnh				-7.9%	-11.0%	-
Tỷ lệ bồi thường thuần	40.5%	36.9%	36.8%	34.0%	35.8%	36.4%
Điều chỉnh				-3.0%	-0.9%	-
Tỷ lệ tổn thất thuần	37.0%	37.9%	37.8%	35.5%	36.9%	36.7%
Điều chỉnh				-2.4%	-0.9%	-
Tỷ lệ chi phí	60.7%	60.7%	60.7%	62.0%	60.3%	60.4%
Điều chỉnh				1.3%	-0.4%	-
Tỷ lệ kết hợp	97.6%	98.6%	98.5%	97.4%	97.2%	97.1%
Điều chỉnh				-1.2%	-1.3%	-

Nguồn: HSC

Bảng 74: Giả định đầu tư, MIG

Điều chỉnh quan trọng là nâng giả định lợi suất đầu tư

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ		Dự báo mới		
		2024F	2025F	2024F	2025F	2026F
Tiền mặt & tài sản đầu tư	4,054	4,026	4,219	4,091	4,431	4,860
Tăng trưởng		(0.7%)	4.8%	0.9%	8.3%	9.7%
Điều chỉnh				1.6%	5.0%	-
Phân bổ tài sản đầu tư						
Tiền gửi	70.6%	70.6%	70.6%	70.0%	70.0%	70.0%
Trái phiếu	4.0%	4.4%	4.4%	4.0%	5.0%	5.0%
Cổ phiếu	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Khác	25.4%	25.0%	25.0%	26.0%	25.0%	25.0%
Điều chỉnh						
Tiền gửi				-0.6%	-0.6%	-
Trái phiếu				-0.4%	0.6%	-
Cổ phiếu				0.0%	0.0%	-
Khác				1.0%	0.0%	-
Lợi suất đầu tư	7.6%	6.1%	6.4%	7.4%	7.4%	7.9%
Điều chỉnh				1.3%	0.9%	-

Nguồn: HSC

Từ đó, HSC tăng bình quân 20,1% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026. Từ đó, lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 9,3%. HSC kỳ vọng hệ số ROE sẽ tăng lên 14% từ 13,3% trong năm 2023 nhờ mảng bảo hiểm khởi sắc.

Bảng 75: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, MIG

HSC điều chỉnh tăng bình quân 20,1% dự báo lợi nhuận cho năm 2024-2025

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ		Dự báo mới		
		2024F	2025F	2024F	2025F	2026F
Tổng phí bảo hiểm gốc	4,720	5,809	6,495	5,112	5,818	6,565
Tăng trưởng		23.1%	11.8%	7.7%	13.8%	12.8%
Điều chỉnh				-12.0%	-10.4%	-
Tổng doanh thu phí bảo hiểm	2,320	3,093	3,681	2,618	2,967	3,348
Tăng trưởng		33.3%	19.0%	11.4%	13.3%	12.8%
Điều chỉnh				-15.4%	-19.4%	-
Tổng doanh thu mảng bảo hiểm	3,594	4,623	5,262	3,919	4,168	4,496
Tăng trưởng		28.6%	13.8%	8.3%	6.3%	7.9%
Điều chỉnh				-15.2%	-20.8%	-
Chi phí bồi thường & dự phòng	858	1,144	1,356	948	1,064	1,179
Tăng trưởng		33.4%	18.5%	9.5%	12.2%	10.9%
Điều chỉnh				-17.1%	-21.5%	-
Chi phí khác mảng BH	2,173	2,768	3,066	2,370	2,465	2,626
Tăng trưởng		27.4%	10.8%	8.3%	4.0%	6.5%
Điều chỉnh				-14.4%	-19.6%	-
Lợi nhuận gộp mảng BH	564	711	840	601	639	691
Tăng trưởng		26.1%	18.2%	6.2%	6.4%	8.1%
Điều chỉnh				-15.5%	-23.9%	-
Thu nhập đầu tư	296	240	260	302	314	366
Tăng trưởng		(18.8%)	8.0%	1.9%	3.9%	16.8%
Điều chỉnh				25.6%	20.8%	-
Chi phí BH&QL	509	637	749	532	559	600
Tăng trưởng		25.2%	17.5%	4.4%	5.0%	7.4%
Điều chỉnh				-16.4%	-25.3%	-
EBIT	349	283	314	368	394	458
Tăng trưởng		(18.9%)	11.0%	5.2%	7.0%	16.2%
Điều chỉnh				30.1%	25.4%	-
Lợi nhuận thuần	264	227	251	277	296	344
Tăng trưởng		(14.1%)	11.0%	4.7%	7.1%	16.2%
Điều chỉnh				22.2%	17.8%	-

Nguồn: HSC

Bảng 76: Phân tích hiệu quả sinh lời thực tế và dự báo, MIG

ROE tăng nhờ tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm và lợi suất đầu tư tăng

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tỷ lệ tổn thất	35.3%	35.4%	37.8%	37.0%	35.5%	36.9%	36.7%
Tỷ lệ chi phí	63.6%	62.4%	60.8%	60.7%	62.0%	60.3%	60.4%
KQKD mảng bảo hiểm	1.1%	2.2%	1.4%	2.4%	2.6%	2.8%	2.8%
Lợi suất đầu tư	7.3%	7.0%	4.7%	7.6%	7.4%	7.4%	7.9%
Tỷ lệ đòn bẩy tài sản	162.1%	156.6%	147.0%	154.7%	163.2%	153.4%	152.4%
KQKD mảng đầu tư thuần	11.9%	11.0%	6.9%	11.8%	12.1%	11.3%	12.0%
Chi phí (lợi nhuận) khác	-4.1%	-3.4%	-2.7%	-2.8%	-4.3%	-3.8%	-4.1%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	8.9%	9.8%	5.6%	11.4%	10.4%	10.3%	10.7%
Tỷ lệ khả năng thanh toán giản đơn (1 / Đòn bẩy vốn)	73.3%	76.3%	67.6%	85.6%	79.9%	78.7%	76.4%
ROE	12.1%	12.8%	8.3%	13.3%	13.0%	13.1%	14.0%

Ghi chú: Tỷ lệ đòn bẩy tài sản = tài sản đầu tư bình quân / doanh thu phí bảo hiểm; tỷ lệ khả năng thanh toán giản đơn = vốn CSH bình quân / doanh thu phí bảo hiểm.
 Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị đối với MIG xuống Giảm tỷ trọng từ Nắm giữ nhưng tăng 9,5% giá mục tiêu lên 19.600đ sau khi (1) áp dụng phương pháp định giá mới (mô hình thu nhập thặng dư), (2) chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025 và (3) nâng dự báo lợi nhuận. Sau khi giá cổ phiếu tăng tổng cộng 31% trong 3 tháng qua, MIG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,6 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. HSC tin rằng những thông tin tích cực đã phản ánh vào giá cổ phiếu. Tại giá mục tiêu mới, rủi ro giảm giá là 11,7%.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC hạ khuyến nghị đối với MIG xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) nhưng tăng 9,5% giá mục tiêu lên 19.900đ, tương đương rủi ro giảm giá 11,7% và P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,6 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Lưu ý rằng MIG có P/B cao hơn so với quá khứ nhờ hệ số ROE của Công ty hiện có sự cải thiện so với trước đó (13% và 10%).

HSC hiện áp dụng phương pháp thu nhập thặng dư thay vì phương pháp P/B mục tiêu đã sử dụng trước đó. Giá định COE của chúng tôi hiện là 12,1%, bao gồm giá định lãi suất phi rủi ro là 4%, phần bù rủi ro vốn CSH là 8,5% và beta là 0,95.

Bảng 77: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, MIG

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Thu nhập thuần	277	296	344	382	432	483	537	594	654	718
Chi phí vốn CSH	-251	-264	-284	-308	-338	-373	-417	-463	-513	-565
Lợi nhuận thặng dư	25	32	61	74	94	109	120	131	142	153
Giá trị dài hạn										1,653
Hệ số chiết khấu đến cuối năm 2024	100.0%	89.2%	79.6%	71.1%	63.4%	56.6%	50.5%	45.0%	40.2%	35.9%
Giá trị hiện tại đến cuối năm 2024	25	28	48	52	60	62	60	59	57	647
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ năm 2025	1,074									
Giá trị sổ sách cuối năm 2024	2,190									
Giá trị của vốn CSH	3,264									
Giá trị của vốn CSH giữa năm 2025	3,392									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	173									
Giá mục tiêu giữa năm 2025	19,600									

Nguồn: HSC

Bảng 78: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, MIG

Đồng	Lãi suất phi rủi ro					
	7.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phản bù rủi ro vốn CSH		27,100	24,800	22,800	21,000	19,400
	8.0%	24,900	22,800	21,100	19,500	18,100
	8.5%	22,900	21,200	19,600	18,200	16,900
	9.0%	21,200	19,600	18,300	17,000	15,900
	9.5%	19,700	18,300	17,000	15,900	14,900

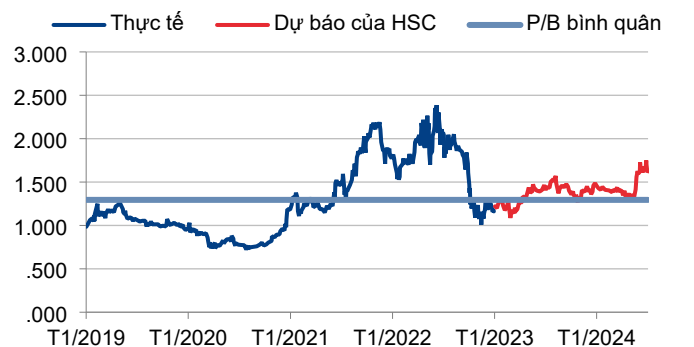
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 31% trong 3 tháng qua (nhưng chỉ tăng 3% trong 1 tháng qua), MIG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,6 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1.3 lần. HSC tin rằng tất cả những thông tin tích cực đã phản ánh vào giá cổ phiếu.

Biểu đồ 79: P/B trượt dự phóng 1 năm, MIG

MIG đang giao dịch với P/B dự phóng là 1,6 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 80: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/B bình quân, MIG

...cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 1,3 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Phí bảo hiểm gốc	5,204	4,678	5,075	5,781	6,527
Phí nhận tái BH	229	41.7	37.2	37.2	37.2
Tăng/giảm dự phòng phí chưa được hưởng	(644)	(157)	(45.2)	(278)	(380)
Doanh thu phí BH	4,789	4,563	5,067	5,539	6,184
Phí nhượng tái BH	(2,096)	(2,243)	(2,395)	(2,655)	(2,975)
Doanh thu phí BH thuần	2,694	2,320	2,672	2,885	3,210
Doanh thu khác	1,080	1,274	1,247	1,283	1,287
Doanh thu thuần HĐ BH	3,773	3,594	3,919	4,168	4,496
Chi bồi thường bảo hiểm và dự phòng	(1,019)	(858)	(948)	(1,064)	(1,179)
Chi b.thường BH và chi trả đ.hạn khác (ròng)	(2,175)	(2,173)	(2,370)	(2,465)	(2,626)
Khoản giảm trừ chi phí, thu đòi và thu khác	-	-	-	-	-
Tổng chi phí trực tiếp HĐ BH	(3,194)	(3,030)	(3,318)	(3,528)	(3,805)
Lãi/lỗ gộp HĐ BH	579	564	601	639	691
Chi phí quản lý	(542)	(509)	(532)	(559)	(600)
Lợi nhuận HĐ tài chính	161	294	300	314	366
LN trong Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	2.26	3.13	(0.29)	0	0
LNTT	201	352	368	394	458
Chi phí thuế TNDN	(40.8)	(71.6)	(73.6)	(78.8)	(91.6)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	160	281	294	315	366
EPS (đồng)	926	1,625	1,705	1,825	2,121
DPS (đồng)	0	476	1,000	800	800
BVPS (đồng)	10,960	12,053	12,683	13,599	14,793
Sig CP bình quân (triệu đv)	173	173	173	173	173
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	173	173	173	173	173
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	173	173	173	173	173

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng phí BH gốc (%)	32.3	(10.1)	8.48	13.9	12.9
Tăng trưởng doanh thu phí BH thuần (%)	25.3	(13.9)	15.2	7.96	11.3
Tăng/giảm phí bồi thường và dự phòng (%)	33.9	(15.8)	10.5	12.2	10.9
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ tài chính (%)	(30.0)	82.5	1.94	4.52	16.8
Tăng trưởng LNTT (%)	(28.5)	75.4	4.51	7.07	16.2
Tăng trưởng lợi nhuận thuần (%)	(28.5)	75.3	4.93	7.08	16.2
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	30.1	3.21	3.80	6.98	7.70
Định giá					
P/E (lần)	24.0	13.7	13.0	12.2	10.5
P/B (lần)	2.03	1.84	1.75	1.63	1.50
Lợi suất cổ tức (%)	0	2.15	4.50	3.60	3.60

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	91.7	182	153	175	197
Đầu tư ngắn hạn	2,632	3,507	3,524	3,810	4,173
Phải thu ngắn hạn	1,012	862	971	1,105	1,247
Hàng tồn kho	1.46	0.82	0.73	0.73	0.73
Tài sản tài BH	2,136	2,146	2,242	2,449	2,724
Tài sản ngắn hạn khác	1,228	1,267	1,345	1,297	1,201
Tổng tài sản ngắn hạn	7,102	7,965	8,236	8,837	9,543
Phải thu dài hạn	15.6	15.0	15.3	17.5	19.7
Tài sản cố định	425	457	469	469	469
Đầu tư vào Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn khác	979	365	413	447	490
Tài sản dài hạn khác	23.2	17.2	20.4	23.3	26.3
Tổng tài sản dài hạn	1,443	854	919	957	1,005
Tổng tài sản	8,545	8,819	9,155	9,794	10,548
Nợ phải trả và VCSH					
Phải trả người bán	483	553	683	779	880
Phải trả người lao động	94.0	123	102	116	131
Phải trả hợp đồng repo	0	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	1,186	1,128	1,201	1,134	1,017
Nợ ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải trả ngắn hạn khác	594	591	639	727	821
Nợ ngắn hạn khác	114	123	102	116	131
Tổng nợ ngắn hạn	2,471	2,518	2,728	2,874	2,980
Dự phòng nghiệp vụ BH	4,039	4,042	4,125	4,444	4,869
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	142	177	112	128	144
Tổng nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả	6,653	6,738	6,965	7,446	7,994
Vốn điều lệ	1,645	1,727	1,727	1,727	1,727
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0	0
Quỹ & quỹ dự trữ	58.9	72.9	84.7	99.4	115
Lợi nhuận giữ lại	189	282	379	522	712
Vốn chủ sở hữu	1,892	2,081	2,190	2,348	2,554
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	1,892	2,081	2,190	2,348	2,554
Tổng nợ phải trả và VCSH	8,545	8,819	9,155	9,794	10,548

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	2.12	3.23	3.28	3.33	3.60
ROAE (%)	8.79	14.1	13.8	13.9	14.9
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	29.3	58.7	43.8	37.7
Chỉ số an toàn vốn					
VCSH/Tài sản (%)	22.1	23.6	23.9	24.0	24.2
Tài sản BQ/VCSH BQ (x)	4.15	4.37	4.21	4.18	4.15
Chỉ số HKKD bảo hiểm					
Tỷ lệ tái bảo hiểm (%)	43.8	49.2	47.3	47.9	48.1
Tỷ lệ bảo hiểm giữ lại (%)	56.2	50.8	52.7	52.1	51.9
Tỷ lệ bồi thường (%)	27.0	23.9	24.2	25.5	26.2
Tỷ lệ chi phí (%)	72.0	74.6	74.1	72.6	71.7
Tỷ lệ hỗn hợp (%)	99.0	98.5	98.3	98.1	98.0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
 Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
 76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
 T: (+84 28) 3823 3299
 F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
 16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
 T: (+84 24) 3933 4693
 F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn