

Một lựa chọn tốt trong giai đoạn lãi suất gia tăng

Nguyễn Thanh Tùng, CFA
Trưởng phòng, 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

- HSC dự báo phí bảo hiểm phi nhân thọ sẽ tăng trưởng 11% trong năm 2025, sau khi tăng trưởng 13,1% trong năm 2024 từ mức nền thấp. Phí bảo hiểm nhân thọ được dự báo sẽ hồi phục 4,4% trong năm 2025 sau 2 năm sụt giảm liên tiếp, sau đó tăng tốc lên 12,8% trong năm 2026.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận của BVH, PVI và MIG sẽ tăng trưởng mạnh mẽ lần lượt 20,4%, 11,7% và 17,5% trong năm 2025 nhờ doanh thu & tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm cải thiện. Hệ số ROE được dự báo tăng dần trong trung và dài hạn.
- Với dự báo EPS tăng trưởng mạnh mẽ cùng việc được hưởng lợi trong giai đoạn lãi suất tăng lên trong năm 2025, HSC đánh giá các cổ phiếu bảo hiểm là khoản đầu tư phòng thủ tốt. Chúng tôi khuyến nghị Mua vào cho PVI, Tăng tỷ trọng cho BVH và Nắm giữ cho MIG.

Doanh thu dự báo tiếp tục duy trì động lực tăng trưởng trong năm 2025

HSC dự báo phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng trưởng 11% trong năm 2025 sau khi đã 13,1% trong năm 2024 từ mức nền thấp. Chúng tôi dự báo PVI và các công ty bảo hiểm phi nhân thọ có ngân hàng hậu thuẫn sẽ giành được thị phần trong 3 năm tới.

Phí bảo hiểm nhân thọ được dự báo hồi phục 4,4% trong năm 2025 sau 2 năm sụt giảm liên tiếp, sau đó tăng tốc ở mức 12,8% trong năm 2026. Kênh bancassurance được kỳ vọng là động lực chính cho sự hồi phục của thị trường.

Lợi nhuận dự báo tăng trưởng mạnh

HSC dự báo lợi nhuận của BVH, PVI và MIG sẽ tăng trưởng mạnh mẽ lần lượt 20,4%, 11,7% và 17,5% trong năm 2025 nhờ doanh thu thuần tăng trưởng tốt và tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm cải thiện, mặc dù lợi suất đầu tư có thể sẽ chịu sức ép do mặt bằng lãi suất hồi phục chậm hơn dự kiến. Chúng tôi dự báo lợi suất đầu tư của các công ty bảo hiểm sẽ chạm đáy vào Q4/2024-Q1/2025 trước khi bắt đầu hồi phục. Chúng tôi giả định lãi suất kỹ thuật sẽ không tăng lên (nếu tăng lên có thể cải thiện đáng kể tăng lợi nhuận của các công ty bảo hiểm nhân thọ).

Trong trung và dài hạn, HSC dự báo hệ số ROE của cả 3 cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị sẽ có sự cải thiện nhờ tăng trưởng doanh thu và tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm cải thiện.

Cổ phiếu phòng thủ tốt trong giai đoạn lãi suất gia tăng

Dựa trên dự báo hệ số ROE tăng lên trong trung và dài hạn, cùng khả năng mặt bằng lãi suất gia tăng trong năm 2025, HSC cho rằng các cổ phiếu bảo hiểm là khoản đầu tư phòng thủ hiệu quả cho danh mục.

Sau khi điều chỉnh giả định định giá, HSC khuyến nghị Mua vào cho PVI, Tăng tỷ trọng cho BVH và Nắm giữ cho MIG. BVH nhạy hơn với lãi suất và có thanh khoản tốt hơn so với ngành, trong khi PVI có tiềm năng tăng trưởng dài hạn tốt nhất. Trong khi lợi nhuận của MIG được kỳ vọng sẽ phục hồi nhưng giá cổ phiếu đã phản ánh một phần kỳ vọng này.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 3/12.

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	49,000	Tăng tỷ trọng	-	58,200	-	18.8	18.6	15.4	1.62	1.52	2.05	2.04
MIG	18,600	Nắm giữ	-	19,200	-	3.23	12.1	10.3	1.49	1.39	5.38	4.30
PVI	50,300	Mua vào	-	60,900	-	21.1	12.9	11.6	1.49	1.44	6.36	5.96

*Giá cổ phiếu tại ngày 2/12/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

Mục lục

Triển vọng trung hạn khởi sắc, động lực ngắn hạn tích cực 3

Bảo hiểm phi nhân thọ năm 2024: Tăng trưởng mạnh từ nền thấp. PVI chiếm thị phần 3

Triển vọng bảo hiểm phi nhân thọ năm 2025: Tăng trưởng vừa phải từ mức nền cao 4

Bảo hiểm nhân thọ được dự báo sẽ hồi phục nhẹ trong năm 2025 5

Lãi suất tăng lên hỗ trợ lợi nhuận 6

Lựa chọn phòng thủ tốt trong giai đoạn lãi suất tăng lên 8

Lợi nhuận thuần được dự báo sẽ tăng trưởng hai con số trong năm 2025-2026 8

Khuyến nghị Mua vào cho PVI, Tăng tỷ trọng cho BVH và Nắm giữ cho MIG 9

Báo cáo thành phần

Tập đoàn Bảo Việt (BVH) 12

Tổng CTCP Bảo hiểm Quân đội (MIG) 21

Công ty Cổ phần PVI (PVI) 29

Triển vọng trung hạn khởi sắc, động lực ngắn hạn tích cực

HSC nhận thấy triển vọng tích cực cho ngành bảo hiểm nhờ nền tảng cơ bản cải thiện. Phí bảo hiểm phi nhân thọ được dự báo sẽ tăng trưởng 11% trong năm 2025 trong khi phí bảo hiểm nhân thọ sẽ hồi phục 4,4% sau 2 năm sụt giảm liên tiếp. Lợi nhuận thuần của các công ty bảo hiểm được dự báo hồi phục mạnh sau khi tăng/giảm nhẹ trong năm 2024. Dựa trên dự báo hệ số ROE tăng lên trong trung và dài hạn, cùng khả năng mặt bằng lãi suất gia tăng trong năm 2025, HSC cho rằng các cổ phiếu bảo hiểm là khoản đầu tư phòng thủ hiệu quả cho danh mục. Sau khi điều chỉnh giả định định giá, HSC khuyến nghị Mua vào cho PVI, Tăng tỷ trọng cho BVH và Nắm giữ cho MIG.

Bảo hiểm phi nhân thọ năm 2024: Tăng trưởng mạnh từ nền thấp. PVI chiếm thị phần

Phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng 12,8% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2024, phục hồi mạnh mẽ sau mức tăng trưởng chỉ 3% trong năm 2023. Tốc độ tăng trưởng cải thiện theo từng quý, trong đó Q1/2024 tăng 11,9% so với cùng kỳ, Q2 tăng 12% và Q3 tăng 14,6% so với cùng kỳ. Mức tăng trưởng ấn tượng này một phần nhờ sự phục hồi của nền kinh tế và một phần do mức nền thấp.

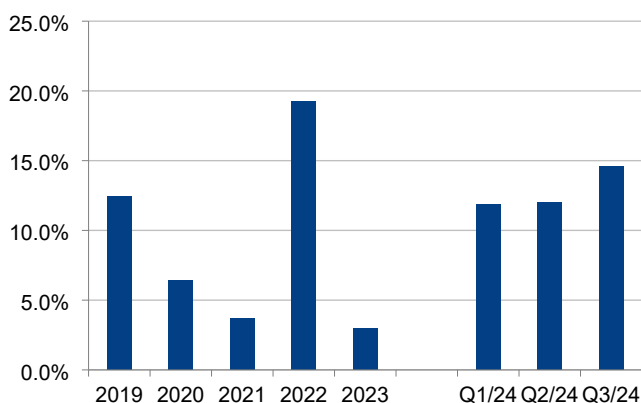
Sản phẩm dẫn dắt sự tăng trưởng là bảo hiểm tai nạn cá nhân và sức khỏe, tăng 23,1% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2024. Trong khi các sản phẩm thương mại tăng ổn định khoảng 9%-10% so với cùng kỳ, bảo hiểm xe cơ giới vẫn kém tích cực, tăng nhẹ 5,3% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2024.

Thị phần của PVI đã gia tăng đáng kể, đạt 18,2% trong 9 tháng đầu năm 2024 từ mức 15,5% trong năm 2023. Thị phần của PVI mở rộng ở hầu hết các dòng sản phẩm, trong đó tăng trưởng mạnh nhất ở các sản phẩm thương mại, dòng sản phẩm công ty nắm giữ lợi thế cạnh tranh vượt trội. Thị phần của công ty con bảo hiểm phi nhân thọ của BVH, mặc dù dẫn đầu ở dòng sản phẩm bảo hiểm sức khỏe, đã giảm đáng kể trong 9 tháng đầu năm 2024 do công ty hiện tập trung nhiều hơn vào lợi nhuận thay vì đẩy mạnh tăng trưởng doanh thu.

Bão Yagi, một sự kiện thiên tai xảy ra trong năm 2024, đã gây ra thiệt hại đáng kể cho nền kinh tế cũng như lợi nhuận thuần của các công ty bảo hiểm. Lợi nhuận gộp của các công ty bảo hiểm niêm yết đã chạm đáy vào Q3/2024 kể từ năm 2020. Những công ty bị ảnh hưởng nhiều nhất không chỉ là những công ty có tỷ trọng cao với sản phẩm bảo hiểm tài sản mà ngay cả đối với những công ty có tỷ trọng thấp nhưng có chiến lược phòng ngừa rủi ro không hiệu quả.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng phí BH phi nhân thọ, ngành BH

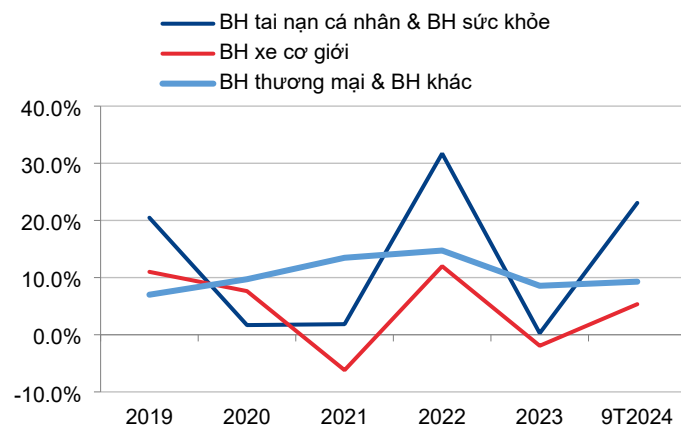
Phí bảo hiểm phi nhân thọ phục hồi mạnh mẽ từ mức nền thấp



Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 2: Tăng trưởng BH phi nhân thọ theo sản phẩm, ngành Bảo hiểm

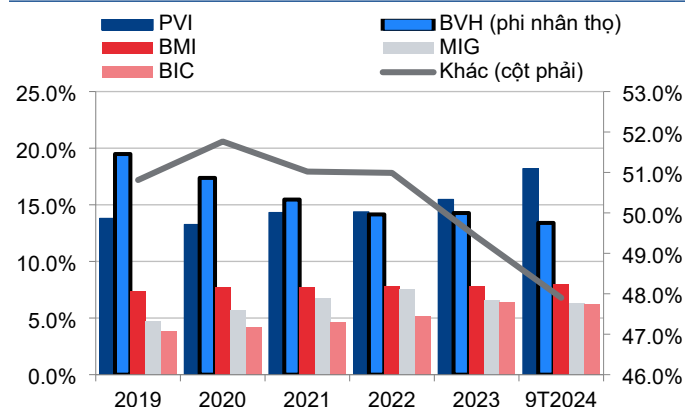
Bảo hiểm sức khỏe là động lực tăng trưởng chính trong 9 tháng đầu năm 2024



Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 3: Thị phần, nhóm 5 công ty đứng đầu

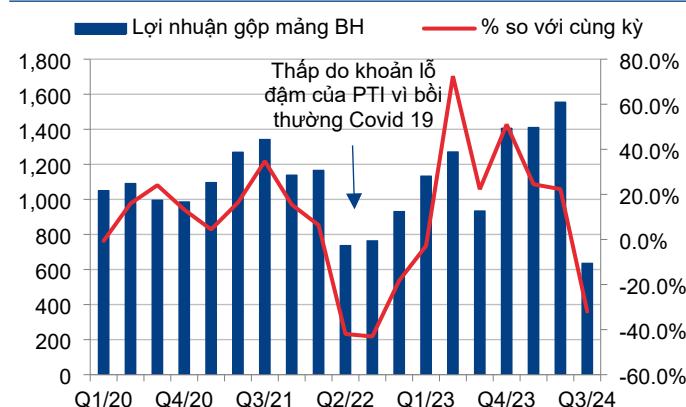
PVI đang giành thêm thị phần



Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 4: Lợi nhuận gộp mảng bảo hiểm, 9 công ty niêm yết

Lợi nhuận giảm mạnh trong Q3/24 do ảnh hưởng của bão Yagi



Dữ liệu dựa trên 9 công ty đã niêm yết: ABI, AIC, BIC, BLI, BMI, MIG, PGI, PTI & PVI
 Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Bảng 5: Dự báo tăng trưởng phí bảo hiểm phi nhân thọ, ngành Bảo hiểm

Phí bảo hiểm phi nhân thọ dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2024 trước khi giảm tốc trong năm 2026

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
BH tai nạn cá nhân & BH sức khỏe	1.9%	31.7%	0.3%	22.0%	12.0%	12.0%	12.0%
BH xe cơ giới	-6.2%	12.0%	-1.9%	8.0%	12.0%	12.0%	12.0%
BH thương mại & BH khác	13.5%	14.7%	8.6%	9.0%	9.5%	9.5%	9.5%
Tăng trưởng tổng phí BH	3.7%	19.3%	3.0%	13.1%	11.0%	11.0%	11.0%
Tổng giá trị phí BH	57,879	69,021	71,065	80,377	89,219	99,044	109,966
Tỷ lệ thâm nhập	0.68%	0.72%	0.70%	0.72%	0.72%	0.73%	0.75%

Nguồn: IAV, HSC

Bảng 6: Dự báo thị phần mảng bảo hiểm phi nhân thọ, nhóm 5 công ty đứng đầu

Chúng tôi dự báo BVH sẽ giảm dần thị phần trong khi các công ty khác trong top 5 có thể duy trì hoặc tăng nhẹ thị phần

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
PVI	14.3%	14.5%	15.5%	17.3%	17.3%	17.4%	17.5%
BVH bảo hiểm phi nhân thọ	15.5%	14.1%	14.3%	13.2%	12.6%	12.4%	12.1%
BMI	7.8%	7.8%	7.8%	7.9%	7.9%	8.0%	8.0%
MIG	6.8%	7.5%	6.6%	6.3%	6.4%	6.4%	6.5%
BIC	4.6%	5.2%	6.4%	6.2%	6.3%	6.3%	6.4%
Khác	51.0%	50.8%	49.4%	49.1%	49.5%	49.6%	49.6%

Nguồn: IAV, HSC

Triển vọng bảo hiểm phi nhân thọ năm 2025: Tăng trưởng vừa phải từ mức nền cao

Thời gian tới, HSC dự báo tăng trưởng phí bảo hiểm phi nhân thọ sẽ giảm nhẹ xuống khoảng 11%/năm, sau khi tăng trưởng khoảng 13% trong năm 2024, chủ yếu do sản phẩm bảo hiểm sức khỏe tăng trưởng chậm lại vì không có mức nền thấp, trong khi tăng trưởng sản phẩm bảo hiểm xe cơ giới và thương mại nhiều khả năng sẽ tăng tốc. Dự báo mới của chúng tôi thấp hơn 1% so với dự báo trước đó (tăng trưởng 12%/năm) sau khi hạ dự báo tăng trưởng sản phẩm bảo hiểm sức khỏe & xe cơ giới. Chúng tôi hạ dự báo chủ yếu do phí sản phẩm bảo hiểm xe cơ giới kém tích cực trong những năm gần đây trong khi sản phẩm bảo hiểm sức khỏe đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt hơn từ các công ty bảo hiểm nhân thọ có sản phẩm bán kèm.

Đối với thị phần của 5 công ty bảo hiểm hàng đầu, HSC dự báo PVI sẽ tăng nhẹ thị phần nhờ các sản phẩm thương mại trong khi vẫn duy trì thị phần đối với các sản phẩm sức khỏe & xe cơ giới. Mảng bảo hiểm phi nhân thọ của BVH được dự báo sẽ mất dần thị phần trong 3 năm tới do chiến lược tập trung vào lợi nhuận. Các công ty bảo hiểm có ngân hàng hậu thuẫn, như MIG của MBBank (MBB; Mua vào, giá mục tiêu 32.600), BIC của BIDV (BID; Mua vào, giá mục tiêu 54.700) và TCGIns mới thành lập (Chưa niêm yết) của Techcombank (TCB; Mua vào, giá mục tiêu 28.250) dự kiến sẽ giành thêm thị phần, đặc biệt là đối với các sản phẩm hướng tới khách hàng cá nhân như bảo hiểm sức khỏe & xe cơ giới.

Đối với rủi ro thiên tai nghiêm trọng, chúng tôi giả định những sự kiện này sẽ xảy ra thường xuyên hơn trước đây do biến đổi khí hậu nhưng chúng tôi chưa đưa giả định này vào mô hình dự báo. Đây sẽ là rủi ro giảm đối với dự báo của chúng tôi nếu một sự kiện thiên tai lớn xảy ra.

Theo Tổ chức Khí tượng Thế giới, châu Á vẫn là khu vực dễ xảy ra thiên tai nhất thế giới vào năm 2023 với số lượng lớn nhất các thảm họa liên quan đến thời tiết, khí hậu & nước. Về mặt tiêu cực, những thảm họa này có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của các công ty bảo hiểm; tuy nhiên, những công ty có hoạt động phòng ngừa rủi ro và bề dày kinh nghiệm sẽ vẫn đạt kết quả tốt. Về mặt tích cực, nhận thức về nhu cầu bảo hiểm sẽ tăng lên, từ đó giúp tăng trưởng tổng phí bảo hiểm nhanh hơn dự báo.

Bảo hiểm nhân thọ được dự báo sẽ hồi phục nhẹ trong năm 2025

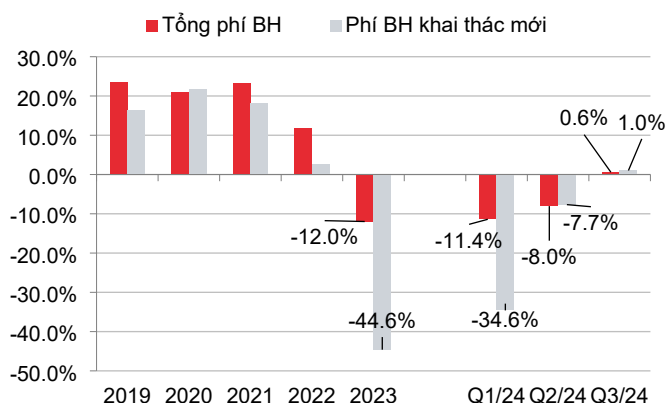
Tổng phí bảo hiểm và phí bảo hiểm khai thác mới đều tăng trưởng trở lại trong Q3/2024. Mặc dù tăng trưởng dương so với cùng kỳ một phần là do mức nền thấp, tuy nhiên tổng phí bảo hiểm và phí bảo hiểm khai thác mới tăng tương đối, lần lượt 9,3% và 8,4%, so với mức nền thấp trong Q1/2024 vẫn cho thấy dấu hiệu phục hồi. Công ty con bảo hiểm nhân thọ của BVH (BVH-life) ổn định nhất trong cuộc khủng hoảng do gần như không phụ thuộc vào kênh bancassurance, từ đó đưa công ty này lên vị trí số 1 về cả tổng phí bảo hiểm và phí bảo hiểm khai thác mới. Dựa trên những quy định mới về kinh doanh bảo hiểm nhân thọ thông qua ngân hàng, HSC cho rằng kênh bancassurance sẽ mất đi lợi thế cạnh tranh đáng kể do các ngân hàng sẽ không thể yêu cầu khách hàng mua các sản phẩm không mong muốn.

Tuy nhiên, điều này không đồng nghĩa với việc chúng tôi dự báo kênh bancassurance vẫn sẽ kém tích cực trong những năm tới. Thay vào đó, chúng tôi dự báo kênh bancassurance sẽ phục hồi nhẹ trong năm 2025 trước khi tăng tốc trong năm 2026 nhờ sự phục hồi của toàn ngành. Với danh mục khách hàng lớn và hoa hồng đáng kể từ kinh doanh bảo hiểm nhân thọ, các NHTM hiện đang đào tạo lực lượng bán hàng để đáp ứng các quy định mới. Tổng phí bảo hiểm nhân thọ được dự báo sẽ giảm 4,6% so với cùng kỳ trong năm 2024 sau đó phục hồi nhẹ 4,4% trong năm 2025 trước khi tăng tốc 12,8% trong năm 2026. Chúng tôi đã tăng nhẹ dự báo tổng phí bảo hiểm cho năm 2024 từ giảm 10% so với cùng kỳ trước đó nhưng chúng tôi cũng giảm nhẹ dự báo tăng trưởng cho năm 2025 từ mức 12%. HSC giữ nguyên dự báo tăng trưởng chung cho năm 2027 nhưng chúng tôi dự báo các sản phẩm liên kết sẽ tăng trưởng chậm hơn trong khi các sản phẩm bảo hiểm nhân thọ & sản phẩm khác sẽ tăng mạnh hơn so với các giả định trước đó.

Đối với thị phần, HSC dự báo thị phần của BVH-life sẽ tăng nhẹ trong năm 2025 nhờ vị thế dẫn đầu về phí bảo hiểm khai thác mới trong năm 2024. Tuy nhiên, HSC dự báo BVH-life sẽ mất thị phần cho các công ty có tỷ trọng bancassurance cao kể từ năm 2026.

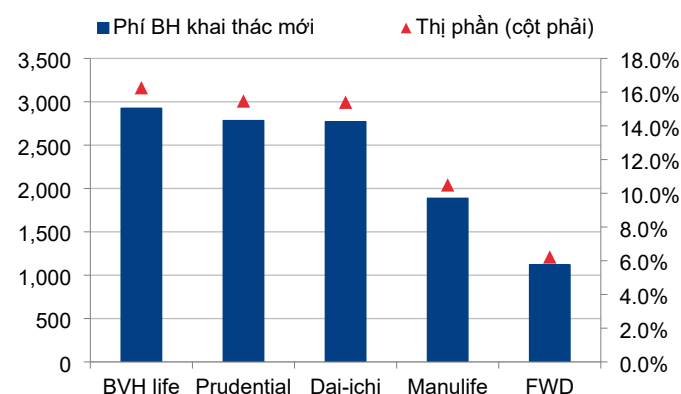
Biểu đồ 7: Tăng trưởng phí bảo hiểm nhân thọ, ngành BH

Phí BH chuyển sang tăng trưởng dương trong Q3/24 nhờ mức nền thấp



Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 8: Phí bảo hiểm khai thác mới trong 9 tháng đầu năm 2024 (tỷ đồng), nhóm 5 công ty đứng đầu
BVH xếp vị trí thứ nhất trong 9 tháng đầu năm



Nguồn: IAV, HSC

Bảng 9: Dự báo tăng trưởng phí bảo hiểm nhân thọ, ngành Bảo hiểm

Tổng phí bảo hiểm nhân thọ được dự báo sẽ phục hồi từ năm 2025

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Bảo hiểm hỗn hợp	-4.9%	-8.1%	-10.8%	-5.0%	-3.0%	-3.0%	-2.0%
Bảo hiểm liên kết chung	19.4%	8.7%	-6.1%	-3.0%	6.0%	15.0%	15.0%
Bảo hiểm liên kết đơn vị	124.2%	48.5%	-32.8%	-20.0%	3.0%	25.0%	15.0%
Khác	30.5%	11.9%	-2.8%	7.0%	8.0%	10.0%	10.0%
Tăng trưởng phí bảo hiểm nhân thọ	23.2%	11.8%	-11.9%	-4.6%	4.4%	12.8%	12.0%
Giá trị phí bảo hiểm nhân thọ (tỷ đồng)	159,341	178,218	156,989	149,692	156,317	176,278	197,467
Tỷ lệ thâm nhập	1.9%	1.9%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%

Nguồn: IAV, HSC

Bảng 10: Thị phần mảng bảo hiểm nhân thọ, nhóm 5 công ty đứng đầu

Chúng tôi dự báo BVH Life sẽ tiếp tục giành thêm thị phần trong năm 2025 trước khi bắt đầu đánh mất thị phần từ năm 2026

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
BVH life	19.2%	18.6%	20.7%	22.0%	22.6%	21.9%	21.5%
Prudential	18.1%	17.5%	17.3%	16.0%	15.7%	15.6%	15.3%
Dai-ichi	11.7%	12.3%	12.5%	13.1%	13.2%	13.3%	13.4%
Manulife	18.6%	17.7%	16.4%	16.4%	16.3%	16.4%	16.1%
AIA	10.4%	10.4%	10.0%	10.2%	10.3%	10.4%	10.6%
Các công ty khác	22.0%	23.5%	23.2%	22.3%	21.8%	22.4%	23.2%

Nguồn: IAV, HSC

Lãi suất tăng lên hỗ trợ lợi nhuận

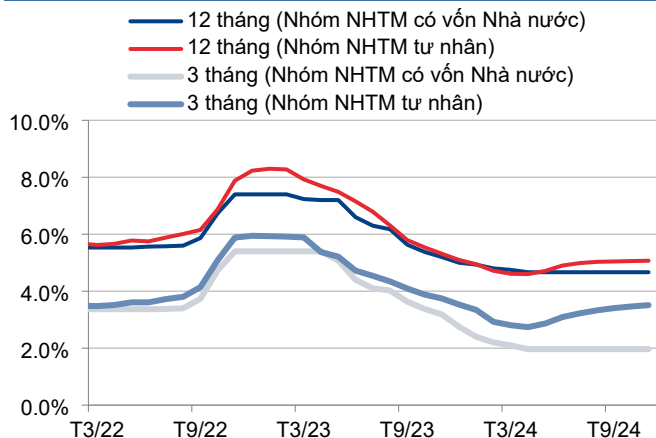
Mặc dù lãi suất điều hành giữ nguyên, lãi suất tiền gửi đang có xu hướng tăng do thanh khoản thắt chặt trên toàn hệ thống ngân hàng. Như đã phân tích trong Báo cáo: [KQKD Q3 dưới kì vọng do NIM thu hẹp và áp lực về chất lượng tài sản](#) (ngày 8/11/2024, HSC), hệ số LDR của các NHTM vẫn ở mức cao và lãi suất liên ngân hàng đang tăng mạnh, từ đó các NHTM tư nhân phải nâng lãi suất tiền gửi để thu hút vốn từ các doanh nghiệp & cá nhân. Trong khi đó, các NHTM có vốn nhà nước, mặc dù vẫn giữ nguyên lãi suất niêm yết, nhưng đã nâng hạn mức cho phép các giám đốc chi nhánh đưa ra mức lãi suất cao hơn cho các khoản tiền gửi lớn. Lãi suất TPCP, trái ngược với lãi suất tiết kiệm, vẫn ổn định ở mức rất thấp.

Theo dự báo kinh tế vĩ mô mới, HSC dự báo lãi suất sẽ tăng dần trong năm 2025 với lãi suất tiền gửi 12 tháng tăng lên 6% vào cuối năm, từ mức 5,5% vào cuối năm 2024. Lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm cũng được dự báo sẽ tăng lên 3,2% từ là 2,8% vào cuối năm 2024 do Chính phủ tăng vay nợ đáng kể trong năm tới.

Lãi suất tiền gửi tăng lên có thể hỗ trợ thu nhập đầu tư của các công ty bảo hiểm do phần lớn tài sản đầu tư là tiền gửi (khoảng 60%-70%). Các công ty bảo hiểm nhân thọ cũng sẽ hưởng lợi nếu lãi suất TPCP tăng lên, điều này có thể khiến lãi suất kỹ thuật tăng lên từ mức hiện tại là 2,15%, nếu được Bộ Tài chính chấp thuận. HSC cho rằng điều này sẽ không xảy ra trong năm 2025. Tuy nhiên, lãi suất kỹ thuật ổn định ở đây vẫn tích cực hơn so với xu hướng giảm trước đó do các công ty bảo hiểm nhân thọ sẽ không phải điều chỉnh tăng nghĩa vụ phải trả.

Biểu đồ 11: Lãi suất tiền gửi ngân hàng, 14 NHTM HSC khuyến nghị

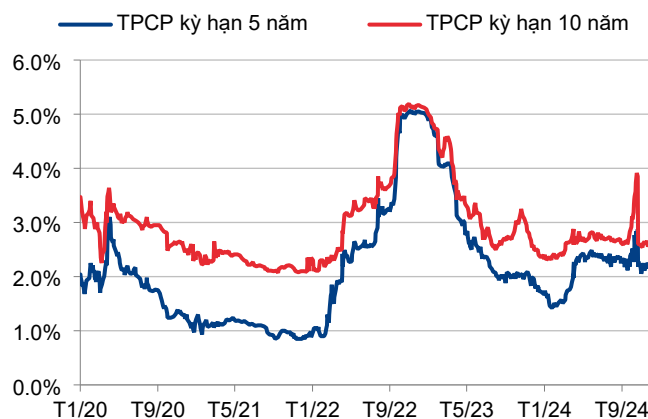
Lãi suất tiền gửi đang tăng lên



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 12: Lợi suất trái phiếu Chính phủ

Lợi suất trái phiếu Chính phủ vẫn chưa tăng



Nguồn: CEIC, HSC

Lựa chọn phòng thủ tốt trong giai đoạn lãi suất tăng lên

Chúng tôi khuyến nghị Mua vào cho PVI, Tăng tỷ trọng cho BVH và Nắm giữ cho MIG sau khi điều chỉnh giả định định giá. Dựa trên kỳ vọng hệ số ROE cải thiện trong trung và dài hạn cùng tiềm năng tăng của lãi suất trong năm 2025, chúng tôi tin rằng các cổ phiếu bảo hiểm là lựa chọn tốt cho danh mục đầu tư. BVH nhạy hơn với lãi suất và có thanh khoản tốt hơn so với ngành, trong khi PVI có tiềm năng tăng trưởng dài hạn tốt nhất. Lợi nhuận của MIG được kỳ vọng sẽ phục hồi nhưng giá cổ phiếu đã phản ánh một phần kỳ vọng này. Các cổ phiếu bảo hiểm đang giao dịch với P/B bình quân là 1,4 lần, thấp hơn một chút so với trung vị quá khứ ở mức 1,5 lần, mức định giá hấp dẫn.

Lợi nhuận thuần được dự báo sẽ tăng trưởng hai con số trong năm 2025-2026

Dự báo mới

HSC điều chỉnh dự báo lợi nhuận cho cả 3 cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị sau khi cập nhật triển vọng tăng trưởng ngành, dự báo về thị phần và sau KQKD 9 tháng đầu năm 2024 của những cổ phiếu này. Nhìn chung, thay đổi trong dự báo của PVI và MIG là không trọng yếu, trong khi đó chúng tôi điều chỉnh đáng kể dự báo cho BVH. Chúng tôi tăng bình quân 7% dự báo lợi nhuận của BVH nhờ tỷ suất lợi nhuận cả mảng bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ đều cải thiện. Dự báo và giả định cụ thể sẽ nằm trong báo cáo từng công ty ở bên dưới.

Những điểm nhấn chính về triển vọng lợi nhuận như sau:

- HSC dự báo doanh thu thuần của BVH và MIG sẽ tăng trưởng nhanh từ mức nền thấp năm 2024.
- Thu nhập đầu tư được dự báo sẽ tăng vừa phải do tài sản đầu tư tăng lên bù đắp sự sụt giảm của lợi suất đầu tư do mặt bằng lãi suất ở mức thấp trong thời gian dài.
- Doanh thu thuần tăng trưởng cùng tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm cải thiện sẽ là động lực chính giúp nâng cao hệ số ROE trong trung hạn.
- MIG được dự báo sẽ có ROE cao nhất ở mức 14,9% trong năm 2026. Tuy nhiên, trong dài hạn, chúng tôi dự báo PVI sẽ có ROE cao hơn nhờ tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm cao nhất và lợi suất đầu tư tương đối cao và ổn định. Hệ số ROE thấp hiện tại chủ yếu do hệ số biên khả năng thanh toán cao (tỷ lệ đòn bẩy vốn thấp, tính toán bằng tổng phí bảo hiểm gốc chia vốn CSH). Với mức vốn CSH hiện tại, tăng trưởng phí bảo hiểm của PVI có thể cao hơn đáng kể mà không cần lo ngại về hệ số biên khả năng thanh toán theo quy định. Doanh thu tăng trong khi vốn CSH không cần tăng lên là động lực vững chắc để nâng cao hệ số ROE trong cả trung và dài hạn.

Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2025-2026 sau khi tăng/giảm nhẹ trong năm 2024.

Bảng 13: Dự báo doanh thu phí bảo hiểm, các cổ phiếu ngành Bảo hiểm HSC khuyến nghị

Doanh thu phí bảo hiểm của BVH và MIG được kỳ vọng sẽ tăng tốc trong năm 2025

Tỷ đồng	2023	Dự báo			Tăng trưởng		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
BVH	39,344	39,990	42,703	46,355	1.6%	6.8%	8.6%
PVI	5,614	6,348	7,149	8,265	13.1%	12.6%	15.6%
MIG	2,320	2,400	2,707	3,046	3.5%	12.8%	12.5%
Tổng	47,278	48,738	52,559	57,666	3.1%	7.8%	9.7%

Nguồn: HSC

Bảng 14: Lợi nhuận gộp mảng bảo hiểm, các cổ phiếu ngành Bảo hiểm HSC khuyến nghị

Lợi nhuận gộp mảng bảo hiểm của PVI & MIG được dự báo sẽ tăng mạnh trong năm 2025

Tỷ đồng	2023	Dự báo				Tăng trưởng		
		2024F	2025F	2026F		2024F	2025F	2026F
BVH	-2,539	-1,608	-1,524	-2,019		36.7%	5.2%	-32.5%
PVI	935	937	1,175	1,394		0.2%	25.4%	18.7%
MIG	564	586	661	733		4.0%	12.9%	10.9%
Tổng	-1,041	-85	312	109		91.9%	468.1%	-65.2%

Nguồn: HSC

Bảng 15: Dự báo đầu tư, các cổ phiếu ngành Bảo hiểm HSC khuyến nghị

Lợi suất đầu tư dự kiến sẽ giảm, nhưng thu nhập từ đầu tư được ước tính sẽ tăng nhờ tài sản đầu tư tăng lên

	2023	Dự báo				Tăng trưởng		
		2024F	2025F	2026F		2024F	2025F	2026F
Tiền mặt & tài sản đầu tư (tỷ đồng)								
BVH	199,705	222,679	243,315	265,676		11.5%	9.3%	9.2%
PVI	12,957	15,952	15,871	17,319		23.1%	-0.5%	9.1%
MIG	4,054	4,489	5,008	5,129		10.7%	11.6%	2.4%
Tổng	216,716	243,121	264,195	288,124		12.2%	8.7%	9.1%
Lợi suất đầu tư								
BVH	6.8%	5.7%	5.7%	6.1%	-112 điểm cơ bản	-2 điểm cơ bản	46 điểm cơ bản	
PVI	9.6%	7.7%	7.3%	7.5%	-195 điểm cơ bản	-38 điểm cơ bản	19 điểm cơ bản	
MIG	7.6%	7.2%	6.8%	7.8%	-48 điểm cơ bản	-30 điểm cơ bản	91 điểm cơ bản	
Tổng	7.0%	5.9%	5.8%	6.3%	-116 điểm cơ bản	-5 điểm cơ bản	45 điểm cơ bản	
Thu nhập từ đầu tư (tỷ đồng)								
BVH	13,074	12,043	13,243	15,631		-7.9%	10.0%	18.0%
PVI	1,213	1,109	1,160	1,241		-8.6%	4.6%	7.0%
MIG	296	305	325	393		3.1%	6.4%	21.0%
Tổng	14,583	13,457	14,728	17,265		-7.7%	9.4%	17.2%

Nguồn: HSC

Bảng 16: Dự báo lợi nhuận thuần & hệ số ROE, các cổ phiếu ngành Bảo hiểm HSC khuyến nghị

ROE được dự báo sẽ cải thiện trong trung hạn

	2023	Dự báo				Tăng trưởng		
		2024F	2025F	2026F		2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)								
BVH	1,748	1,921	2,314	2,910		9.9%	20.4%	25.7%
PVI	946	900	1,006	1,164		-4.9%	11.7%	15.7%
MIG	264	249	292	361		-5.7%	17.5%	23.4%
Tổng	2,958	3,071	3,612	4,435		3.8%	17.6%	22.8%
ROE								
BVH	8.4%	8.8%	10.0%	11.7%	40 điểm cơ bản	119 điểm cơ bản	173 điểm cơ bản	
PVI	12.3%	11.5%	12.5%	13.9%	-81 điểm cơ bản	101 điểm cơ bản	139 điểm cơ bản	
MIG	13.3%	11.8%	13.1%	14.9%	-152 điểm cơ bản	136 điểm cơ bản	181 điểm cơ bản	
Tổng	9.7%	9.6%	10.8%	12.4%	-4 điểm cơ bản	114 điểm cơ bản	165 điểm cơ bản	

Nguồn: HSC

Khuyến nghị Mua vào cho PVI, Tăng tỷ trọng cho BVH và Nắm giữ cho MIG

HSC khuyến nghị Mua vào cho PVI, Tăng tỷ trọng cho BVH và Nắm giữ cho MIG sau khi điều chỉnh giá định giá. Những điều chỉnh chính bao gồm: giảm 1 điểm phần trăm giá định phần bù rủi ro vốn CSH áp dụng cho tất cả các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025. Chúng tôi cũng tăng nhẹ giá định beta, đặt nhiều tỷ trọng vào beta ngắn hạn hơn từ Bloomberg. Từ đó, chúng tôi giảm 0,3-0,6 điểm phần trăm giá định chi phí vốn CSH.

P/B dự phóng năm 2025 của BVH và PVI cao hơn so với MIG mặc dù MIG có hệ số ROE cao hơn. Những nguyên nhân chính bao gồm:

- Giá định chi phí vốn CSH áp dụng cho MIG cao hơn do biến động giá cổ phiếu lớn hơn

- BVH hưởng lợi nhiều hơn so với ngành khi mặt bằng lãi suất tăng lên nhờ công ty con bảo hiểm nhân thọ.
- PVI có nhiều dư địa hơn để nâng cao hệ số ROE trong dài hạn, như đã phân tích ở trên. Hệ số ROE của BVH cũng có tiềm năng tăng nếu lãi suất kỹ thuật điều chỉnh tăng. Trong khi đó, dư địa để MIG cải thiện hệ số ROE trong dài hạn khá hạn chế.

Với triển vọng hệ số ROE cải thiện trong trung và dài hạn, cùng với rủi ro lãi suất tăng lên trong năm 2025, HSC tin rằng các cổ phiếu bảo hiểm là lựa chọn tiềm năng cho danh mục đầu tư. BVH hưởng lợi nhiều hơn từ xu hướng tăng của lãi suất so với các công ty bảo hiểm phi nhân thọ, và có thanh khoản thị trường tốt hơn. PVI, mặc dù triển vọng dài hạn mạnh mẽ và tiềm năng tăng giá lớn nhất, có thanh khoản không cao với giá trị giao dịch bình quân ngày chỉ ở mức khoảng 100.000USD. Lợi nhuận của MIG được kỳ vọng sẽ phục hồi trong năm 2025 nhưng giá cổ phiếu đã phản ánh kỳ vọng này.

Bảng 17: Giá định chi phí vốn CSH, các cổ phiếu ngành Bảo hiểm HSC khuyến nghị

Chúng tôi giảm giả định chi phí vốn CSH sau ghi giảm 1 điểm % giả định phần bù rủi ro vốn CSH

	Lãi suất phi rủi ro		Beta		ERP		Chi phí VCSH		Thay đổi chi phí vốn CSH
	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới	
BVH	4.0%	4.0%	0.70	0.75	8.5%	7.5%	10.0%	9.6%	-0.3 điểm %
PVI	4.0%	4.0%	0.80	0.85	8.5%	7.5%	10.8%	10.4%	-0.4 điểm %
MIG	4.0%	4.0%	1.00	1.05	8.5%	7.5%	12.5%	11.9%	-0.6 điểm %

Nguồn: HSC

Bảng 18: Tổng hợp định giá & khuyến nghị, các cổ phiếu ngành Bảo hiểm HSC khuyến nghị

	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng/giảm	P/B dự phóng 2025	ROE 2025
BVH	Tăng tỷ trọng	58,200	18.8%	1.80x	10.0%
PVI	Mua vào	60,900	21.1%	1.74x	12.5%
MIG	Nắm giữ	19,200	3.2%	1.44x	13.1%

Nguồn: HSC

Bảng 19: So sánh các công ty cùng ngành

Mã CK	Thị giá (đồng)	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Lợi suất cổ tức trượt 12T	PE		PB		ROE		ROA	
					Trượt 12T	2025F	Hiện tại	2025F	Trượt 12T	2025F	Trượt 12T	2025F
BVH	49,000	Tăng tỷ trọng	58,200	2.0	18.5	15.7	1.6	1.5	8.9	10.0	0.9	1.0
MIG	18,600	Nắm giữ	19,200	5.4	12.0	11.0	1.6	1.4	13.3	13.1	2.9	3.1
PVI	50,300	Mua vào	60,900	6.4	13.3	11.7	1.5	1.4	11.5	12.5	2.9	3.2
BMI	20,850	Chưa khuyến nghị		2.2	11.5		1.0		9.2		3.6	
PTI	31,300	Chưa khuyến nghị			6.6		1.1		18.0		4.5	
PGI	22,700	Chưa khuyến nghị		5.3	10.9		1.3		12.5		3.0	
BIC	34,850	Chưa khuyến nghị		4.3	8.4		1.5		17.8		5.9	
AIC	13,000	Chưa khuyến nghị			53.7		1.2		2.2		0.6	
ABI	25,800	Chưa khuyến nghị		3.9	9.7		1.2		13.0		6.5	
BLI	9,900	Chưa khuyến nghị			7.0		0.7		10.7		3.7	
Bình quân				4.2	15.2		1.3		11.7		3.5	
Trung vị				4.3	11.2		1.3		12.0		3.3	

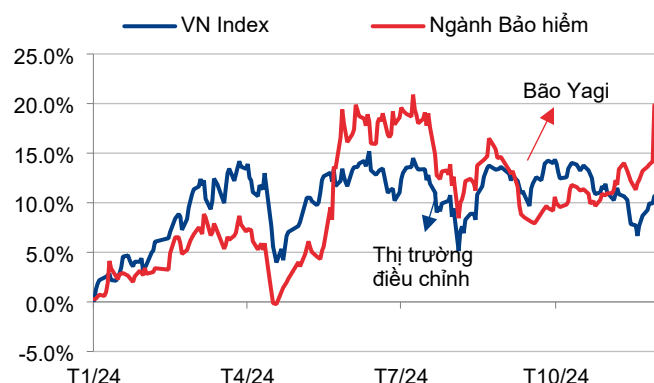
Ghi chú: Dữ liệu năm 2025 dựa trên ước tính của chúng tôi
 Nguồn: Bloomberg, HSC

Bối cảnh định giá

Diễn biến giá các cổ phiếu bảo hiểm tích cực hơn so với chỉ số VNIndex trong thời gian gần đây sau đợt điều chỉnh từ tháng 7-9/2024 với sự sụt giảm chung của các cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ, cùng tâm lý tiêu cực sau cơn bão Yagi. Đợt tăng mạnh gần đây có thể dựa trên kỳ vọng lợi nhuận hồi phục trong năm 2025 và một phần nhờ tâm lý tích cực từ đợt tăng lãi suất tiền gửi thứ hai gần đây. Các cổ phiếu bảo hiểm đang giao dịch với P/B bình quân là 1,4 lần, thấp hơn một chút so với trung vị quá khứ ở mức 1,5 lần (dựa trên số liệu của Fiinpro), mức định giá hấp dẫn.

Biểu đồ 20: Hiệu suất so với đầu năm, ngành Bảo hiểm so với VN Index

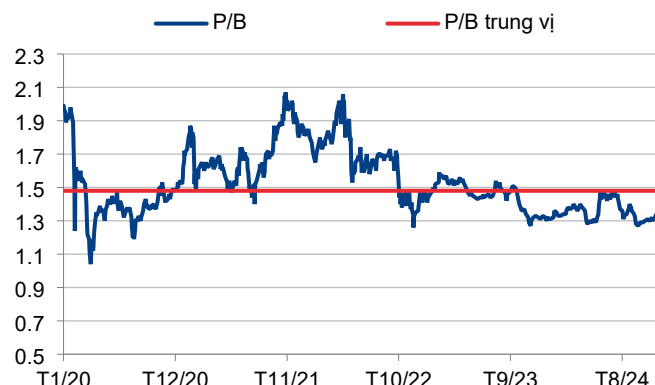
Nhóm cổ phiếu ngành Chứng khoán gần đây diễn biến tích cực hơn so với chỉ số VN Index



Chỉ số của ngành Bảo hiểm được tính toán dựa trên tỷ trọng vốn hóa thị trường của các cổ phiếu đã niêm yết
Nguồn: Fiinpro, HSC

Biểu đồ 21: P/B quá khứ, ngành Bảo hiểm

Các công ty ngành Bảo hiểm đang giao dịch với P/B thấp hơn so với P/B trung vị quá khứ



Nguồn: Fiinpro, HSC

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

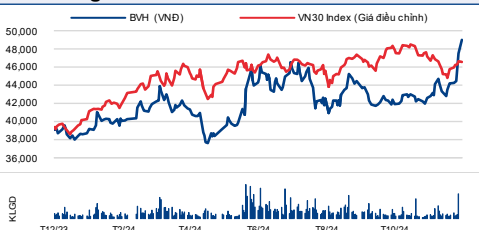
Giá mục tiêu: VNĐ58,200 (từ VNĐ57,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 18.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/12/2024)	49,000
Mã Bloomberg	BVH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	37,618-49,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	46,967
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	36,374
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,433
Slg CP lưu hành (tr.đv)	742
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	364
Slg CP NN được mua (tr.đv)	166
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	26.6%
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	15.0	10.2	26.3
So với chỉ số	16.5	12.1	5.24
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,588	2,474	4.6
2025F	3,118	2,895	7.7
2026F	3,920	3,627	8.1

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

Trưởng phòng, 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

Chu kỳ cải thiện hệ số ROE bắt đầu; khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC tăng 2,1% giá mục tiêu lên 58.200đ sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và giả định định giá nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào sau khi giá cổ phiếu tăng lên gần đây.
- Chúng tôi tăng bình quân 7% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 sau khi nâng dự báo mảng bảo hiểm. Theo dự báo mới, EPS sẽ tăng trưởng mạnh lần lượt 20,4% và 25,7% trong năm 2025-2026. Hệ số ROE được dự báo sẽ cải thiện lên 11,7% trong năm 2026 từ mức nền thấp khoảng 8,5%.
- BVH đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,53 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân quá khứ ở mức 1,96 lần. Nhờ triển vọng hệ số ROE cải thiện và lãi suất tăng lên, chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu sẽ được định giá lại ở mức P/B cao hơn.

Sự kiện: Phân tích triển vọng năm 2025-2026

HSC hạ dự báo tăng trưởng doanh thu thuần cho BVH sau khi cập nhật về triển vọng ngành. Tuy nhiên, chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận & định giá do tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm của BVH cải thiện đáng kể trong 9 tháng đầu năm 2024.

Tác động: Tăng bình quân 77% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC tăng bình quân 7% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 nhờ tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm cao hơn dự báo, từ đó giúp giảm lỗ mảng bảo hiểm của BVH. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 7,7% trong năm 2024, sau đó tăng trưởng mạnh lần lượt 20,4% và 25,7% trong năm 2025-2026. Hệ số ROE được dự báo sẽ tăng lên 11,7% vào năm 2026 từ mức thấp hiện tại là khoảng 8,5%. Nhờ tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm cải thiện, chúng tôi kỳ vọng chu kỳ cải thiện hệ số ROE sẽ bắt đầu từ thời điểm hiện tại.

Chúng tôi là CTCK duy nhất đưa ra dự báo cho BVH.

Định giá và khuyến nghị

BVH đang giao dịch ở mức định giá thấp nhất kể từ năm 2023 với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,53 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân quá khứ ở mức 1,96 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng là 1,8 lần.

HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây. Tuy nhiên, chúng tôi tăng 2,1% giá mục tiêu lên 58.200đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và điều chỉnh giả định định giá. Trên cơ sở triển vọng hệ số ROE cải thiện và lãi suất tăng lên, chúng tôi cho rằng cổ phiếu BVH sẽ được định giá lại ở mức P/B cao hơn.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Phí BH gốc (nghìn tỷ đồng)	43.0	42.6	43.6	46.5	50.7 ▼
Lãi/lỗ góp HĐ BH (nghìn tỷ đồng)	0.10	(2.54)	(1.61) ▲	(1.52) ▲	(2.02) ▲
Lợi nhuận thuần (nghìn tỷ đồng)	1.55	1.78	1.96	2.36 ▲	2.97 ▲
EPS (đồng)	2,089	2,404	2,641	3,181 ▲	4,000 ▲
DPS (đồng)	3,026	952	1,004	1,000 ▼	1,559 ▲
BVPS (đồng)	27,468	28,749	30,214	32,332	34,693
P/E (lần)	23.5	20.4	18.6	15.4	12.2
Lợi suất cổ tức (%)	6.18	1.94	2.05	2.04	3.18
P/B (lần)	1.78	1.70	1.62	1.52	1.41
Tăng trưởng EPS (%)	(18.9)	15.1	9.88	20.4	25.7
ROAE (%)	7.46	8.55	8.96	10.2	11.9

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

Tăng trưởng chậm lại để nâng cao tỷ suất lợi nhuận

Tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm của BVH đã cải thiện đáng kể trong 9 tháng đầu năm 2024 mặc tăng trưởng doanh thu chậm hơn dự báo của chúng tôi. Tuy nhiên, tăng trưởng không phải trọng tâm chính, thay vào đó Công ty tập trung nâng cao tỷ suất lợi nhuận. HSC tăng bình quân 7% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 sau khi nâng dự báo tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm. Hệ số ROE được dự báo sẽ tăng lên 11,7% vào năm 2026 từ mức thấp hiện tại (khoảng 8,5%). Chúng tôi tăng 2,1% giá mục tiêu lên 58.200đ sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận & giả định định giá nhưng hạ khuyến nghị đối với BVH xuống Tăng tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây. Chúng tôi cho rằng BVH là một cơ hội đầu tư hấp dẫn dựa trên triển vọng cải thiện hệ số ROE & mặt bằng lãi suất tăng lên.

Điểm nhấn năm 2024 và triển vọng tương lai

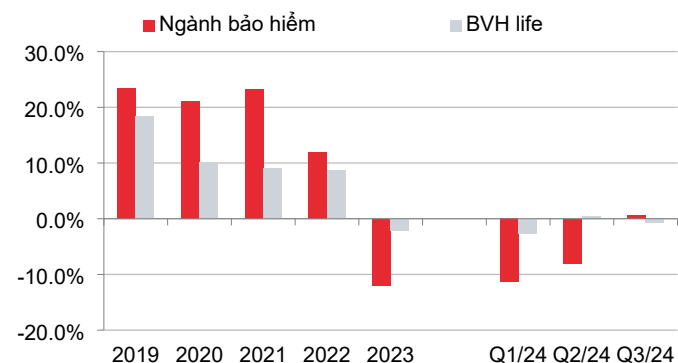
Mảng bảo hiểm nhân thọ: Giành thêm thị phần trong năm 2025 và lỗ mảng bảo hiểm giảm xuống

Công ty con bảo hiểm nhân thọ của BVH (BVH Life) đã giành thêm đáng kể thị phần kể từ cuộc khủng hoảng bancassurance vào cuối năm 2022. Thị phần phí bảo hiểm và phí bảo hiểm khai thác mới đã tăng từ mức đáy lần lượt 18,6% và 10,4% trong năm 2022 lên lần lượt 22,1% và 16,3% trong 9 tháng đầu năm 2024. Tuy nhiên, thị phần gia tăng chủ yếu do các đối thủ cạnh tranh suy yếu thay vì sự cải thiện của chính BVH Life. Thời gian tới, như đã phân tích trong phần báo cáo ngành, HSC dự báo thị trường bảo hiểm nhân thọ sẽ phục hồi nhẹ trong năm 2025 sau đó tăng tốc kể từ năm 2026. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng BVH Life sẽ không dẫn dắt sự phục hồi này mà thay vào đó sẽ là những doanh nghiệp FDI đối thủ có tỷ trọng cao với kênh bancassurance. Do đó, chúng tôi dự báo thị phần của BVH Life sẽ tăng nhẹ trong năm 2025, nhờ vị trí dẫn đầu về phí bảo hiểm khai thác mới trong năm nay, nhưng sau đó sẽ mất nhẹ thị phần trong hai năm tới. Chúng tôi dự báo thị phần năm 2027 của BVH Life sẽ đạt khoảng 21,5%, vẫn cao hơn mức đáy là 18,6%.

Tăng trưởng không phải là điểm nhấn của BVH Life, mà là tỷ suất lợi nhuận. Tỷ lệ chi phí bảo hiểm nhân thọ (tổng chi phí bồi thường cộng với chi phí dự phòng chia cho phí bảo hiểm nhân thọ) đã đạt đỉnh và bắt đầu giảm từ Q2/2023, từ đó giúp giảm lỗ mảng bảo hiểm cho BVH Life. Điều này có thể do lãi suất kỹ thuật ổn định. Thời gian tới, mặc dù chúng tôi cho rằng lãi suất kỹ thuật sẽ không tăng lên, nhưng BVH Life vẫn sẽ hưởng lợi nếu lãi suất này duy trì ổn định do có thể cắt giảm chi phí dự phòng (vì Công ty sẽ không cần phải điều chỉnh tăng nghĩa vụ nợ).

Biểu đồ 22: Tăng trưởng tổng phí BH, BVH & ngành BH

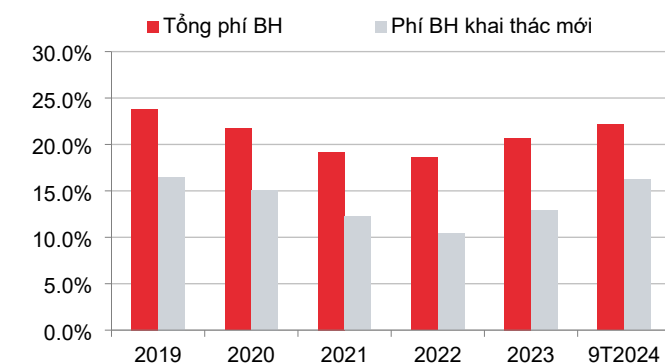
Phí bảo hiểm của BVH giảm ít hơn so với toàn ngành...



Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 23: Thị phần, BVH

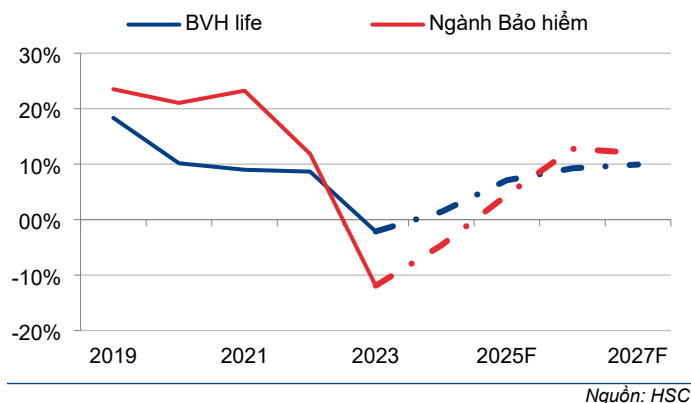
...và đã giành thêm thị phần



Nguồn: IAV, HSC

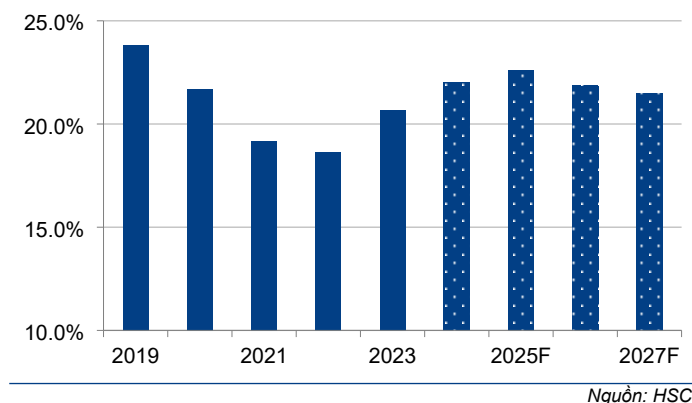
Biểu đồ 24: Dự báo tăng trưởng phí bảo hiểm nhân thọ, BVH & ngành Bảo hiểm

Phí bảo hiểm nhân thọ của BVH được kỳ vọng sẽ tăng trưởng nhanh hơn toàn ngành trong năm 2025...



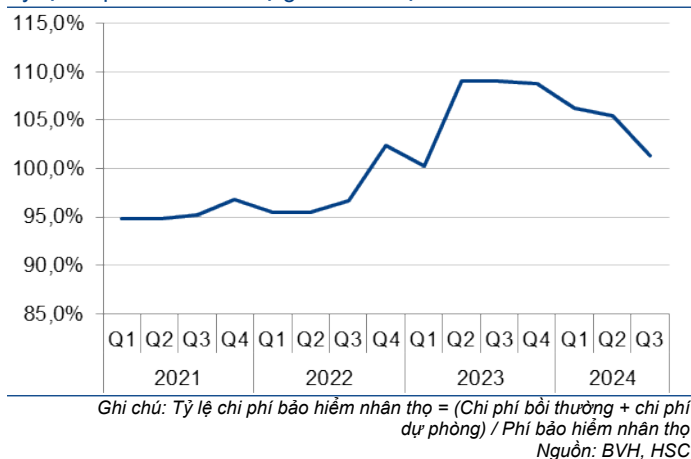
Biểu đồ 25: Dự báo thị phần bảo hiểm nhân thọ, BVH

...nhưng Công ty được dự báo sẽ đánh mất thị phần trong năm 2026-2027



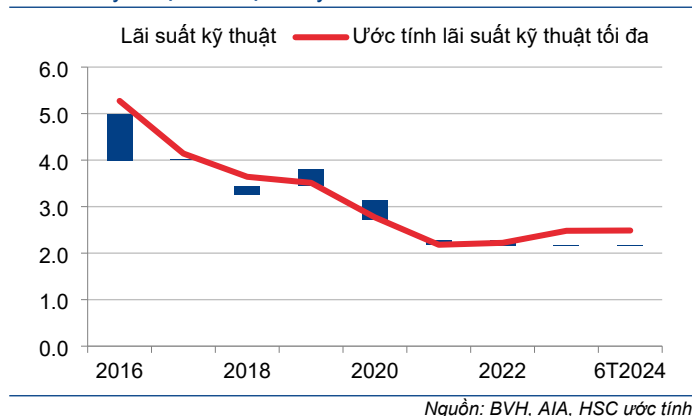
Biểu đồ 26: Tỷ lệ chi phí bảo hiểm nhân thọ, BVH

Tỷ lệ chi phí BH nhân thọ giảm như dự báo



Biểu đồ 27: Ước tính lãi suất kỹ thuật

Lãi suất kỹ thuật đã chạm đáy

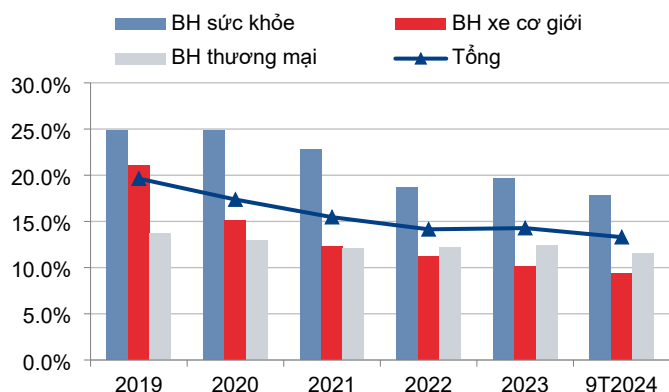


Mảng bảo hiểm phi nhân thọ: Ưu tiên tỷ suất lợi nhuận thay vì tăng trưởng

Theo kế hoạch của BLĐ, công ty con bảo hiểm phi nhân thọ của BVH (BVH non-life) đang tập trung vào lợi nhuận thay vì tăng trưởng. Số liệu cũng cho thấy điều này. BVH non-life liên tục mất thị phần, nhưng tỷ lệ tổn thất thuần đã cải thiện đáng kể. Lưu ý rằng xu hướng này cũng tương tự ở một số công ty bảo hiểm hàng đầu. Những công ty này đang tập trung vào cạnh tranh thông qua chất lượng dịch vụ thay vì giảm giá sản phẩm và chào bán các hợp đồng không có lợi nhuận. Với cách tiếp cận này, cùng với sự vươn lên của các công ty bảo hiểm phi nhân thọ có sự hậu thuẫn của các NHTM lớn, chúng tôi dự báo BVH non-life sẽ tăng trưởng chậm hơn so với bình quân ngành trong 3 năm tới.

Biểu đồ 28: Thị phần bảo hiểm phi nhân thọ, BVH

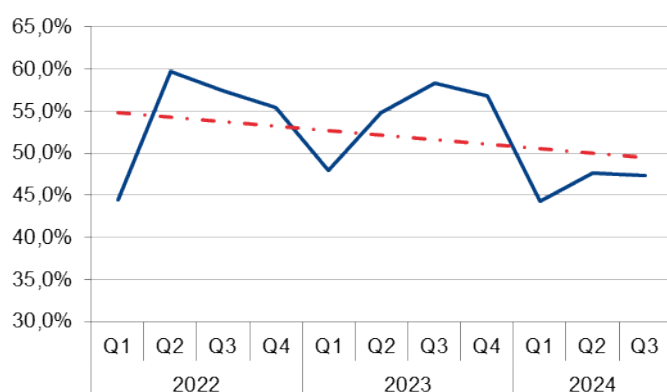
BVH tiếp tục đánh mất thị phần...



Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 29: Tỷ lệ tổn thất thuần, BVH

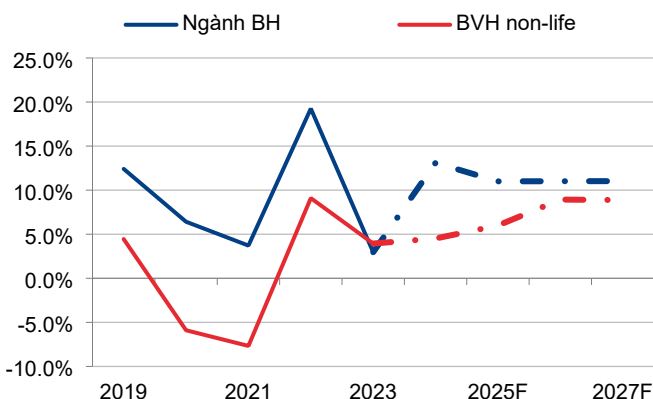
... nhưng tỷ lệ tổn thất thuần đã cải thiện



Nguồn: BVH, HSC ước tính

Biểu đồ 30: Dự báo tăng trưởng phí bảo hiểm phi nhân thọ, BVH & ngành Bảo hiểm

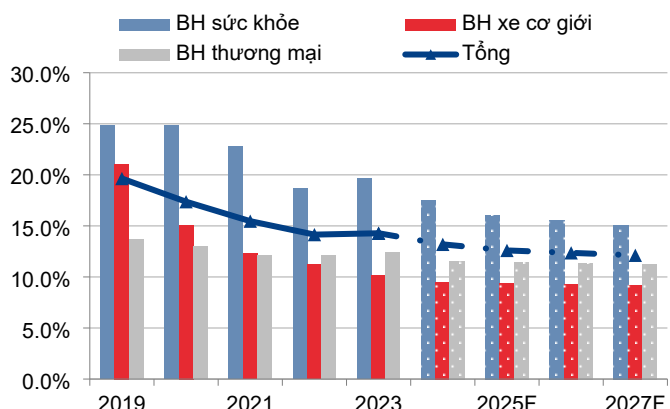
Phí bảo hiểm phi nhân thọ của BVH dự kiến sẽ tăng trưởng chậm hơn so với toàn ngành...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 31: Dự báo thị phần mảng BH phi nhân thọ, BVH

...và tiếp tục đánh mất thị phần



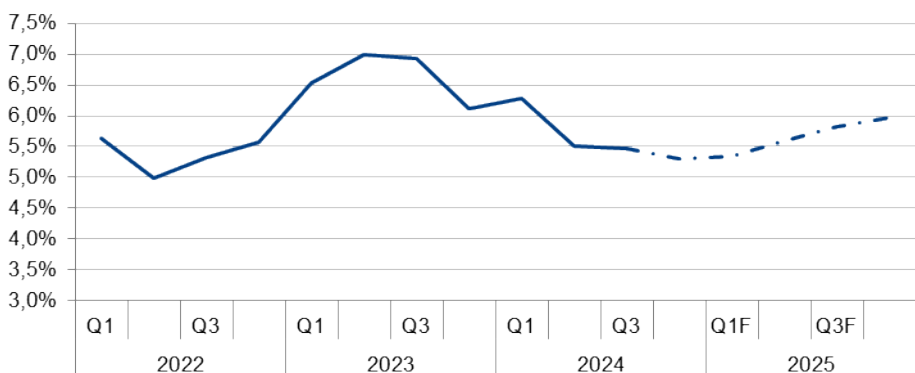
Nguồn: HSC

Lợi suất đầu tư được dự báo chạm đáy vào Q4/2024

Lợi suất đầu tư của BVH đã giảm đúng như dự báo. Với việc lãi suất tiền gửi đã chạm đáy kể từ Q1/2024 và có xu hướng tăng lên gần đây, HSC dự báo lợi suất đầu tư của BVH sẽ chạm đáy vào Q4/2024 và Q1/2025, sau đó dần phục hồi trở lại kể từ Q2/2025.

Biểu đồ 32: Dự báo lợi suất đầu tư, BVH

Chúng tôi dự báo lợi suất đầu tư sẽ chạm đáy trong Q4/2024 & Q1/2025



Nguồn: HSC

Tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm cải thiện là động lực chính giúp nâng cao hệ số ROE

Nhờ tỷ lệ chi phí bảo hiểm nhân thọ & tỷ lệ tổn thất phí nhân thọ tốt hơn dự báo trong 9 tháng đầu năm 2024, HSC hạ dự báo những tỷ lệ này trong giai đoạn 2024-2026, từ đó giúp lỗ mảng bảo hiểm của BVH giảm xuống trong giai đoạn này. Từ đó, HSC tăng bình quân 7% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Hệ số ROE được dự báo sẽ tăng lên 11,7% trong năm 2026. Theo dự báo mới của chúng tôi, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 7,7% trong năm 2024, sau đó tăng trưởng mạnh lần lượt 20,4% và 25,7% trong năm 2025 và 2026.

Những điều chỉnh quan trọng khác bao gồm: Hạ dự báo tăng trưởng doanh thu thuần, từ đó làm giảm tài sản đầu tư. Chúng tôi cũng giảm nhẹ dự báo lợi suất đầu tư do lãi suất phục hồi chậm hơn kỳ vọng, như đã phân tích trong phần Báo cáo ngành.

Giả định và dự báo chính của chúng tôi như sau:

Bảng 33: Giả định mảng bảo hiểm nhân thọ, BVH

Điều chỉnh quan trọng là hạ dự báo tăng trưởng phí bảo hiểm

	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng tổng phí bảo hiểm gốc	-2.1%	1.6%	12.6%	13.1%	1.4%	7.1%	9.3%
Điều chỉnh					-0.2 điểm %	-5.5 điểm %	-3.8 điểm %
Tỷ lệ chi phí bảo hiểm	106.8%	105.3%	104.5%	104.5%	105.0%	104.0%	104.0%
Điều chỉnh					-0.3 điểm %	-0.5 điểm %	-0.5 điểm %
Tỷ lệ bồi thường	45.3%	50.7%	50.8%	50.7%	46.7%	50.2%	51.2%
Điều chỉnh					-4.0 điểm %	-0.6 điểm %	0.5 điểm %

Nguồn: HSC

Bảng 34: Giả định phí bảo hiểm phi nhân thọ & phí nhận tái bảo hiểm, BVH

Điều chỉnh quan trọng là hạ giả định tỷ lệ tổn thất

	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng tổng phí bảo hiểm gốc	4.4%	2.7%	8.9%	7.6%	4.6%	5.9%	8.8%
Điều chỉnh					1.8 điểm %	-2.9 điểm %	1.2 điểm %
Tăng trưởng doanh thu thuần phí bảo hiểm	2.2%	1.8%	5.3%	6.9%	2.8%	5.3%	6.8%
Điều chỉnh					1.0 điểm %	0.1 điểm %	-0.1 điểm %
Tỷ lệ tổn thất thuần	54.6%	51.5%	52.2%	51.7%	46.6%	47.9%	48.5%
Điều chỉnh					-5.0 điểm %	-4.3 điểm %	-3.2 điểm %
Tỷ lệ bồi thường thuần	54.1%	53.1%	55.0%	55.4%	49.6%	46.9%	44.6%
Điều chỉnh					-3.4 điểm %	-8.1 điểm %	-10.8 điểm %

Nguồn: HSC

Bảng 35: Giả định đầu tư, BVH

Điều chỉnh quan trọng nhất là hạ giả định lợi suất đầu tư

	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tiền mặt & tài sản đầu tư (tỷ đồng)	199,705	227,427	247,934	271,369	222,679	243,315	265,676
Tăng trưởng		13.9%	9.0%	9.5%	11.5%	9.3%	9.2%
Điều chỉnh					-2.1%	-1.9%	-2.1%
Phân bổ tài sản đầu tư							
% tiền gửi	55.4%	56.0%	56.0%	56.0%	51.0%	51.0%	56.0%
% trái phiếu	40.8%	40.0%	40.0%	40.0%	45.0%	45.0%	40.0%
% cổ phiếu	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
% tài sản khác	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Điều chỉnh							
% tiền gửi					-5.0 điểm %	-5.0 điểm %	0.0 điểm %
% trái phiếu					5.0 điểm %	5.0 điểm %	0.0 điểm %
% cổ phiếu					0.0 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %
% tài sản khác					0.0 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %
Lợi suất đầu tư	6.8%	5.8%	6.0%	6.2%	5.7%	5.7%	6.1%
Điều chỉnh					-10.4 điểm cơ bản	-30.6 điểm cơ bản	-9.7 điểm cơ bản

Nguồn: HSC

Bảng 36: Dự báo lợi nhuận, BVH

Điều chỉnh quan trọng là nâng dự báo mảng bảo hiểm

	2023	2024F	Dự báo cũ		Dự báo mới		
			2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Phí bảo hiểm nhân thọ	32,493	33,010	37,158	42,010	32,948	35,288	38,553
Tăng trưởng		1.6%	12.6%	13.1%	1.4%	7.1%	9.3%
Điều chỉnh					-0.2%	-5.0%	-8.2%
Doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ	10,144	10,410	11,346	12,225	10,602	11,238	12,241
Tăng trưởng		2.6%	9.0%	7.7%	4.5%	6.0%	8.9%
Điều chỉnh					1.8%	-1.0%	0.1%
Tổng doanh thu phí bảo hiểm	39,344	39,984	44,499	49,855	39,990	42,703	46,355
Tăng trưởng		1.6%	11.3%	12.0%	1.6%	6.8%	8.6%
Điều chỉnh					0.0%	-4.0%	-7.0%
Tổng doanh thu mảng bảo hiểm	40,080	40,759	45,354	50,776	40,753	43,542	47,264
Tăng trưởng		1.7%	11.3%	12.0%	1.7%	6.8%	8.5%
Điều chỉnh					0.0%	-4.0%	-6.9%
Chi phí bồi thường/lợi ích chi trả & dự phòng	38,539	38,560	42,886	48,203	38,008	40,390	44,089
Tăng trưởng		0.1%	11.2%	12.4%	-1.4%	6.3%	9.2%
Điều chỉnh					-1.4%	-5.8%	-8.5%
Chi phí bảo hiểm khác	4,080	4,164	4,630	5,175	4,353	4,676	5,194
Tăng trưởng		2.1%	11.2%	11.8%	6.7%	7.4%	11.1%
Điều chỉnh					4.5%	1.0%	0.4%
Lợi nhuận gộp mảng bảo hiểm	-2,539	-1,966	-2,162	-2,603	-1,608	-1,524	-2,019
Tăng trưởng		22.6%	-10.0%	-20.4%	36.7%	5.2%	-32.5%
Điều chỉnh					18.2%	29.5%	22.4%
Thu nhập đầu tư	13,074	12,386	14,205	16,162	12,043	13,243	15,631
Tăng trưởng		-5.3%	14.7%	13.8%	-7.9%	10.0%	18.0%
Điều chỉnh					-2.8%	-6.8%	-3.3%
Chi phí BH&QL	6,062	6,368	7,273	7,943	6,539	7,110	8,039
Tăng trưởng		5.0%	14.2%	9.2%	7.9%	8.7%	13.1%
Điều chỉnh					2.7%	-2.2%	1.2%
EBIT	3,882	3,461	4,107	4,873	3,332	3,974	4,879
Tăng trưởng		-10.8%	18.7%	18.7%	-14.2%	19.3%	22.8%
Điều chỉnh					-3.7%	-3.2%	0.1%
Lợi nhuận thuần	1,784	1,836	2,149	2,693	1,921	2,314	2,910
Tăng trưởng		2.9%	17.0%	25.3%	7.7%	20.4%	25.7%
Điều chỉnh					4.6%	7.7%	8.1%

Nguồn: HSC

Bảng 37: Phân tích hệ số ROE, BVH

Hệ số ROE dự kiến sẽ cải thiện trong trung và dài hạn

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Chi phí BH / Tỷ lệ tổn thất	88.9%	87.7%	90.6%	98.0%	95.0%	94.6%	95.1%
Tỷ lệ chi phí	28.5%	28.0%	24.9%	23.9%	25.3%	25.6%	26.6%
KQKD mảng bảo hiểm	-17.3%	-15.7%	-15.5%	-21.9%	-20.4%	-20.2%	-21.7%
Lợi suất đầu tư	7.8%	6.0%	5.5%	6.8%	5.7%	5.7%	6.1%
Tỷ lệ đòn bẩy tài sản	362.9%	405.5%	442.1%	483.5%	532.4%	563.5%	571.5%
KDKD mảng đầu tư thuần	28.4%	24.4%	24.2%	33.0%	30.4%	32.0%	35.1%
Chi phí/(lợi nhuận) khác	-6.4%	-3.4%	-4.9%	-6.7%	-5.2%	-6.4%	-7.1%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.6%	5.2%	3.8%	4.4%	4.8%	5.4%	6.3%
Tỷ lệ khả năng thanh toán (1 / Đòn bẩy vốn)	58.7%	57.5%	52.1%	53.0%	54.7%	54.4%	53.7%
ROE	7.9%	9.1%	7.3%	8.4%	8.8%	10.0%	11.7%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây nhưng tăng 2,1% giá mục tiêu lên 58.200đ (tương đương tiềm năng tăng giá 18,8%, bao gồm cổ tức) sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và giả định định giá. Dựa trên triển vọng hệ số ROE cải thiện và lãi suất tăng lên, chúng tôi cho rằng cổ phiếu BVH là cơ hội đầu tư hấp dẫn ở thời điểm hiện tại. BVH đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,53 lần, mức thấp kỷ lục và thấp hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,96 lần, tương đối hấp dẫn.

Tăng 2,1% giá mục tiêu

HSC hạ khuyến nghị từ Mua vào xuống Tăng tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây nhưng tăng 2,1% giá mục tiêu lên 58.200đ sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và giả định định giá.

Lưu ý rằng mặc dù chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận trong trung hạn nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện nhưng giả định doanh thu thuần tăng trưởng chậm hơn làm giảm lợi nhuận trong dài hạn, từ đó làm lợi nhuận thặng dư trong dài hạn. Chúng tôi cũng điều chỉnh các giả định định giá bao gồm: giảm 1 điểm phần trăm giả định phần bù rủi ro vốn CSH áp dụng cho tất cả các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị và tăng nhẹ giả định beta, tăng tỷ trọng vào beta ngắn hạn từ Bloomberg. Từ đó, chúng tôi giảm 0,3 điểm phần trăm giả định chi phí vốn CSH. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 18,8%; nếu bao gồm cổ tức, tổng lợi suất kỳ vọng vào khoảng 20,8%.

HSC tin rằng chu kỳ cải thiện hệ số ROE đã bắt đầu. Lãi suất cũng đang tăng lên, từ đó tác động tích cực hơn đến các công ty bảo hiểm nhân thọ theo nhiều cách, bao gồm: gia tăng sức hấp dẫn của các sản phẩm bảo hiểm nhân thọ, nâng cao lợi nhuận mảng bảo hiểm & lợi suất đầu tư. Từ đó, chúng tôi tin rằng cổ phiếu BVH là một khoản đầu tư tốt ở thời điểm hiện tại.

Bảng 38: Giả định chi phí vốn CSH, BVH

Chi phí vốn CSH	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Không đổi
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%	Giảm 1 điểm % so với giả định trước đó
Beta	0.75	Tăng so giả định trước đó là 0,7 lần
Chi phí vốn CSH	9.6%	Giảm 0,3 điểm % so với giả định trước đó

Nguồn: HSC

Bảng 39: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, BVH

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	1,921	2,314	2,910	3,525	3,882	4,088	4,294	4,500	4,704	4,904
Chi phí vốn CSH	-2,054	-2,159	-2,310	-2,479	-2,678	-2,882	-2,963	-3,032	-3,087	-3,126
Lợi nhuận thặng dư	-133	156	600	1,047	1,204	1,206	1,331	1,468	1,617	1,778
Giá trị dài hạn										26,524
Hệ số chiết khấu đến cuối 2025			91.2%	83.2%	75.9%	69.2%	63.2%	57.6%	52.6%	47.9%
Giá trị hiện tại đến cuối 2025			547	871	914	835	841	846	850	13,569
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ 2026		19,272								
Giá trị sổ sách cuối 2025		24,000								
Giá trị của vốn CSH cuối 2025		43,272								
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		742								
Giá mục tiêu cuối 2025		58,200								

Nguồn: HSC

Bảng 40: Phân tích độ nhạy, BVH

Đồng/cổ phần		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phản bù rủi ro vốn CSH	6.5%	80,800	72,900	66,300	60,700	56,000
	7.0%	74,700	67,800	62,000	57,100	52,800
	7.5%	69,400	63,400	58,200	53,800	50,000
	8.0%	64,800	59,500	54,900	50,900	47,500
	8.5%	60,700	56,000	51,900	48,300	45,100

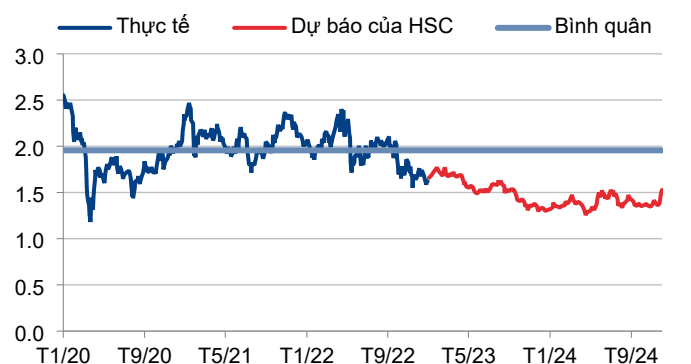
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

BVH đang giao dịch với P/B thấp kỷ lục kể từ cuối năm 2023. Giá cổ phiếu tăng lên gần đây có thể phản ánh một phần kỳ vọng về tăng trưởng lợi nhuận trong năm tới cùng tâm lý tích cực xuất phát từ đợt tăng thứ 2 của lãi suất tiền gửi. BVH đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,53 lần, thấp hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,96 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng là 1,8 lần. Dựa trên kỳ vọng cải thiện hệ số ROE trong tương lai, HSC kỳ vọng cổ phiếu BVH sẽ được định giá lại ở mặt bằng P/B cao hơn.

Biểu đồ 41: P/B trượt dự phóng 1 năm, BVH

BVH đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,53 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 42: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, BVH

...thấp hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 1,96 lần



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	43.6	46.5	50.7
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)	(0.23)	(0.30)	(0.45)
Doanh thu phí BH	42.7	42.7	43.5	46.5	50.5
Phí nhượng tái BH	(2.74)	(3.32)	(3.55)	(3.76)	(4.12)
Doanh thu phí BH thuần	39.9	39.3	40.0	42.7	46.4
Doanh thu khác	0.78	0.74	0.76	0.84	0.91
Doanh thu thuần HĐ BH	40.7	40.1	40.8	43.5	47.3
Chi bồi thường bảo hiểm và dự phòng	(36.1)	(38.5)	(38.0)	(40.4)	(44.1)
Chi b.thường BH và chi trả đ.hạn khác (ròng)	(4.43)	(4.08)	(4.35)	(4.68)	(5.19)
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)	(42.4)	(45.1)	(49.3)
Lãi/lỗ gộp HĐ BH	0.10	(2.54)	(1.61)	(1.52)	(2.02)
Chi phí quản lý	(6.30)	(6.06)	(6.54)	(7.11)	(8.04)
Lợi nhuận HĐ tài chính	8.08	10.7	10.5	11.5	13.7
LN trong Cty LD, LK	0.09	0.10	0.08	0.09	0.09
Lợi nhuận khác	0.04	0.02	0.05	0.03	0.03
LNTT	2.01	2.24	2.49	3.02	3.79
Chi phí thuế TNDN	(0.38)	(0.38)	(0.44)	(0.54)	(0.68)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.07)	(0.08)	(0.09)	(0.11)	(0.14)
Lợi nhuận thuần	1.55	1.78	1.96	2.36	2.97
EPS (đồng)	2,089	2,404	2,641	3,181	4,000
DPS (đồng)	3,026	952	1,004	1,000	1,559
BVPS (đồng)	27,468	28,749	30,214	32,332	34,693
Sig CP bình quân (triệu đv)	742	742	742	742	742
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	742	742	742	742	742
Sig 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)	2.14	6.83	8.93
Tăng trưởng doanh thu phí BH thuần (%)	11.2	(1.41)	1.64	6.78	8.55
Tăng/giảm phí bồi thường và dự phòng (%)	14.8	6.61	(1.38)	6.27	9.16
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ tài chính (%)	2.92	32.6	(1.99)	9.81	19.1
Tăng trưởng LNTT (%)	(16.2)	11.3	11.2	21.3	25.7
Tăng trưởng lợi nhuận thuần (%)	(18.9)	15.1	9.88	20.4	25.7
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	19.0	9.64	9.98	9.03	9.10
Định giá					
P/E (lần)	23.5	20.4	18.6	15.4	12.2
P/B (lần)	1.78	1.70	1.62	1.52	1.41
Lợi suất cổ tức (%)	6.18	1.94	2.05	2.04	3.18
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	4.38	4.68	5.09
Đầu tư ngắn hạn	102	102	94.8	104	188
Phải thu ngắn hạn	9.02	12.3	11.1	11.9	12.9
Hàng tồn kho	0.13	0.11	0.09	0.09	0.09
Tài sản tái BH	2.95	3.00	3.40	3.95	4.59
Tài sản ngắn hạn khác	0.66	0.66	0.61	0.65	0.71
Tổng tài sản ngắn hạn	117	122	114	125	212
Phải thu dài hạn	0.08	0.08	0.09	0.09	0.10
Tài sản cố định	2.37	2.24	2.16	2.12	2.12
Đầu tư vào Cty LD, LK	2.80	2.84	2.85	2.85	2.85
Đầu tư dài hạn khác	78.8	93.4	123	135	72.4
Tài sản dài hạn khác	0.20	0.18	0.18	0.19	0.20
Tổng tài sản dài hạn	84.3	98.7	129	140	77.7
Tổng tài sản	202	221	243	265	289
Nợ phải trả và VCSH					
Phải trả người bán	2.48	2.55	2.35	2.58	2.82
Phải trả người lao động	1.37	1.46	1.49	1.59	1.73
Phải trả hợp đồng repo	25.7	21.9	24.5	24.5	24.5
Doanh thu chưa thực hiện	0.52	0.49	0.44	0.47	0.51
Nợ ngắn hạn	0.98	3.37	1.88	1.88	1.88
Phải trả ngắn hạn khác	0.98	0.47	0.66	0.70	0.76
Nợ ngắn hạn khác	0.48	0.54	0.74	0.79	0.87
Tổng nợ ngắn hạn	32.5	30.8	32.1	32.5	33.1
Dự phòng nghiệp vụ BH	147	168	187	207	229
Nợ dài hạn	0.09	0.00	0.00	0.00	0.00
Nợ dài hạn khác	0.30	0.29	0.31	0.33	0.36
Tổng nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả	180	199	220	240	262
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	3.84	4.67	5.66
Lợi nhuận giữ lại	3.31	3.55	3.85	4.60	5.36
Vốn chủ sở hữu	20.4	21.3	22.4	24.0	25.8
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.88	0.92	0.96	1.01	1.08
Tổng vốn chủ sở hữu	21.3	22.3	23.4	25.0	26.8
Tổng nợ phải trả và VCSH	202	221	243	265	289
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	0.84	0.93	1.07
ROAE (%)	7.46	8.55	8.96	10.2	11.9
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	145	39.6	38.0	31.4	39.0
Chỉ số an toàn vốn					
VCSH/Tài sản (%)	10.1	9.65	9.22	9.05	8.90
Tài sản BQ/VCSH BQ (x)	8.93	10.1	10.6	10.9	11.1
Chỉ số HĐKD bảo hiểm					
Tỷ lệ tái bảo hiểm (%)	6.43	7.77	8.16	8.08	8.16
Tỷ lệ bảo hiểm giữ lại (%)	93.6	92.2	91.8	91.9	91.8
Tỷ lệ bồi thường (%)	88.8	96.2	93.3	92.8	93.3
Tỷ lệ chi phí (%)	26.4	25.3	26.7	27.1	28.0
Tỷ lệ hỗn hợp (%)	115	121	120	120	121

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

Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

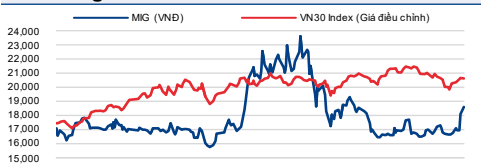
Giá mục tiêu: VNĐ19,200 (từ VNĐ17,900)

Tiềm năng tăng/giảm: 3.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/12/2024)	18,600
Mã Bloomberg	MIG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	15,761-23,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	17,883
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,212
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	127
Slg CP lưu hành (tr.đv)	173
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	173
Slg CP NN được mua (tr.đv)	143
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	17.1%
Tỷ lệ freefloat	18.0%
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	9.73	0.27	8.28
So với chỉ số	11.1	2.01	(9.79)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,441	1,460	(1.3)
2025F	1,693	1,722	(1.7)
2026F	2,089	1,996	4.7

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

Trưởng phòng, 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

Trở lại đà tăng trưởng; khuyến nghị Năm giữ

- HSC tăng 7,3% giá mục tiêu lên 19.200đ sau khi điều chỉnh giá định giá mới. Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với MIG xuống Năm giữ sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây.
- Chúng tôi giảm bình quân 1,5% dự báo lợi nhuận năm 2024-2025 nhưng tăng 4,7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026. Theo dự báo mới, EPS tăng trưởng lần lượt 17,5% và 23,4% trong năm 2025-2026 sau khi sụt giảm 5% trong năm 2024.
- Diễn biến giá cổ phiếu kém tích cực hơn so với chỉ số VN30 trong 12 tháng qua nhưng tích cực hơn trong 1 tuần qua. Chúng tôi tin rằng thị giá hiện đã phản ánh một phần tiềm năng hồi phục lợi nhuận trong năm tới.

Sự kiện: Phân tích triển vọng năm 2025-2026

HSC phân tích triển vọng của MIG dựa trên những cập nhật mới về tăng trưởng ngành & thị phần cũng như sau lợi nhuận kém tích cực trong Q3/2024. Chúng tôi cũng đưa ra những giả định định giá mới cho tất cả các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị, bao gồm giảm 1 điểm phần trăm giá định phần bù rủi ro vốn CSH và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025. Ngoài ra, chúng tôi thay đổi nhẹ dự báo lợi nhuận sau khi điều chỉnh nhẹ ở một số giả định.

Tác động; Giảm 1,7% dự báo lợi nhuận năm 2025 nhưng tăng 4,7% dự báo năm 2026

HSC giảm lần lượt 1,3% và 1,7% dự báo lợi nhuận năm 2024-2025 nhưng tăng 4,7% dự báo cho năm 2026. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ giảm 5,4% so với cùng kỳ trong năm 2024, sau đó phục hồi lần lượt 17,5% và 23,4% trong năm 2025 và 2026. Hệ số ROE, sau khi loại trừ khoản trích quỹ khen thưởng phúc lợi khỏi lợi nhuận thuần, được dự báo đạt khoảng 15% vào năm 2026, tăng từ mức 12% trong năm 2024.

Lưu ý rằng HSC là CTCK duy nhất đưa ra dự báo cho MIG.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu diễn biến kém tích cực hơn so với chỉ số VN30 trong 12 tháng qua, do lợi nhuận không khả quan, nhưng diễn biến tích cực hơn trong 1 tháng qua, thị giá cổ phiếu hiện có vẻ đã phản ánh một phần tiềm năng phục hồi lợi nhuận trong năm tới. MIG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,4 lần, cao hơn so với bình quân quá khứ ở mức 1,3 lần và thấp hơn một chút so với P/B trượt dự phóng 1 năm mục tiêu của chúng tôi (1,44 lần).

HSC hạ khuyến nghị xuống Năm giữ từ Tăng tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây nhưng tăng 7,3% giá mục tiêu lên 19.200đ chủ yếu dựa trên các giả định định giá mới. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 3,2%; nếu gồm cổ tức, tổng lợi suất kỳ vọng sẽ là 7,5%. Nền tảng cơ bản được dự báo sẽ cải thiện trong năm 2025 nhưng chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu đã phản ánh một phần kỳ vọng này.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Phí BH gốc (tỷ đồng)	5,204	4,678	5,081	5,681	6,354
Lãi/lỗ góp HĐ BH (tỷ đồng)	578	563	586	661	733 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	158	280	265	311	384
EPS (đồng)	917	1,622	1,534	1,803	2,225
DPS (đồng)	0	475	1,000	800	800
BVPS (đồng)	10,960	12,053	12,459	13,351	14,640
P/E (lần)	20.3	11.5	12.1	10.3	8.36
Lợi suất cổ tức (%)	0	2.55	5.38	4.30	4.30
P/B (lần)	1.70	1.54	1.49	1.39	1.27
Tăng trưởng EPS (%)	(29.1)	76.8	(5.38)	17.5	23.4
ROAE (%)	8.70	14.1	12.5	14.0	15.9

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

Thị phần được dự báo sẽ tăng lên trong năm 2025

Tăng trưởng phí bảo hiểm gốc của MIG đã chuyển biến tích cực sau khi giảm mạnh trong năm 2023; tuy nhiên, Công ty vẫn mất nhẹ thị phần trong 9 tháng đầu năm 2024. Chúng tôi dự báo MIG sẽ quay trở lại giai đoạn tăng trưởng thị phần sau hai năm giảm tốc. Tuy nhiên, với trọng tâm chiến lược là nâng cao tỷ suất lợi nhuận, tăng trưởng nhiều khả năng sẽ chậm hơn so với giai đoạn trước năm 2023. Chúng tôi tăng 7,3% giá mục tiêu lên 19.200đ sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận & giả định định giá nhưng hạ khuyến nghị từ Tăng tỷ trọng xuống Nắm giữ sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây. Theo dự báo mới, EPS sẽ tăng trưởng lần lượt 17,5% và 23,4% trong năm 2025 và 2026 sau khi giảm nhẹ 5,4% so với cùng kỳ trong năm nay.

Điểm nhấn năm 2024 và triển vọng tương lai

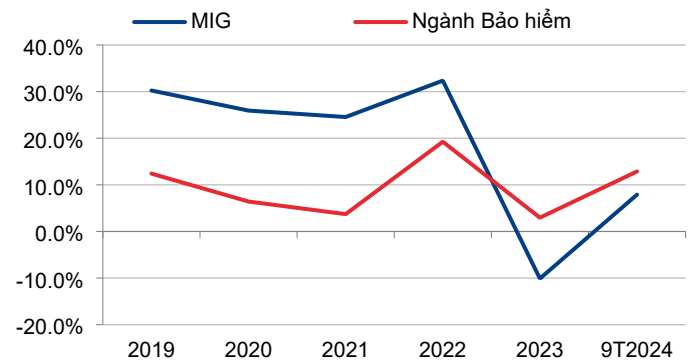
Tăng trưởng trở lại với tỷ lệ tổn thất thuần giảm xuống

Như đã phân tích trong báo cáo trước đó, chúng tôi cho rằng doanh thu thuần của MIG tăng trưởng chậm lại trong năm 2023 là do Công ty chuyển trọng tâm tăng trưởng sang lợi nhuận. MIG tiếp tục mất một ít thị phần trong 9 tháng đầu năm 2024 nhưng doanh thu thuần đã tăng trưởng trở lại. Tỷ lệ tổn thất thuần giảm phù hợp với chiến lược tập trung nâng cao tỷ suất lợi nhuận cho đến khi cơ bản Yagi đổ bộ vào Q3/2024. Tuy nhiên, những kết quả này nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi.

Đối với triển vọng thời gian tới, HSC dự báo MIG sẽ bắt đầu giành thêm phần trong năm 2025 sau hai năm cải cách nội bộ. Thị phần được kỳ vọng sẽ tăng lên ở các sản phẩm bảo hiểm sức khỏe và thương mại. Tỷ lệ tổn thất thuần được dự báo sẽ giảm nhẹ theo thời gian.

Biểu đồ 43: Tăng trưởng phí bảo hiểm, MIG & ngành BH

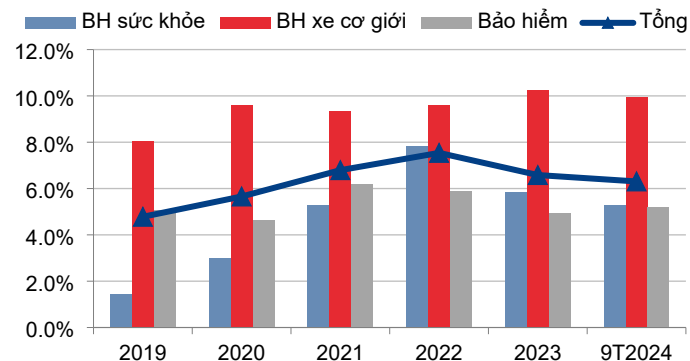
Tăng trưởng phí bảo hiểm của MIG đã giảm dần kể từ năm 2023...



Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 44: Thị phần, MIG

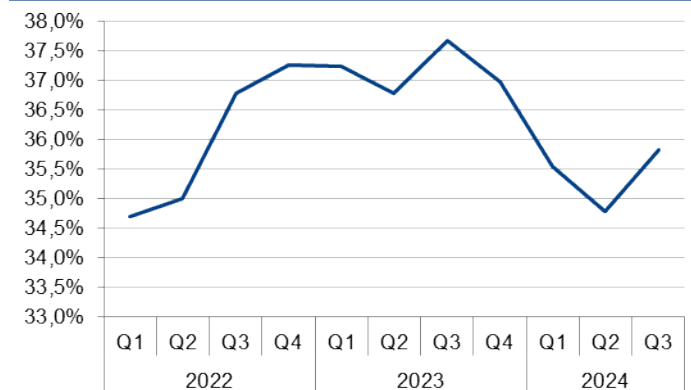
... và Công ty đang đánh mất thị phần



Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 45: Tỷ lệ tổn thất thuần trượt 12 tháng, MIG

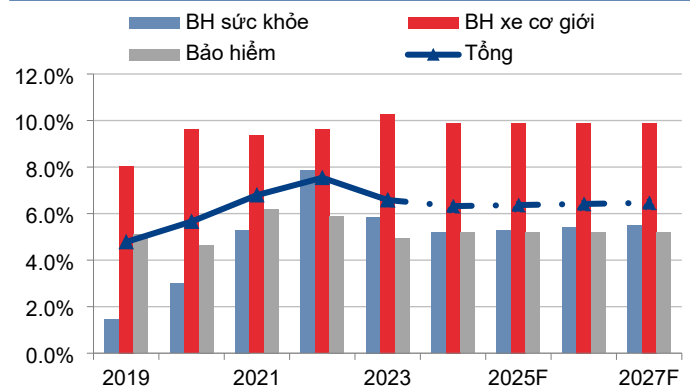
Tỷ lệ tổn thất thuần đã giảm dần cho tới khi bão Yagi đổ bộ



Nguồn: MIG, HSC

Biểu đồ 46: Dự báo thị phần, MIG

Thị phần của MIG được kỳ vọng sẽ tăng nhẹ



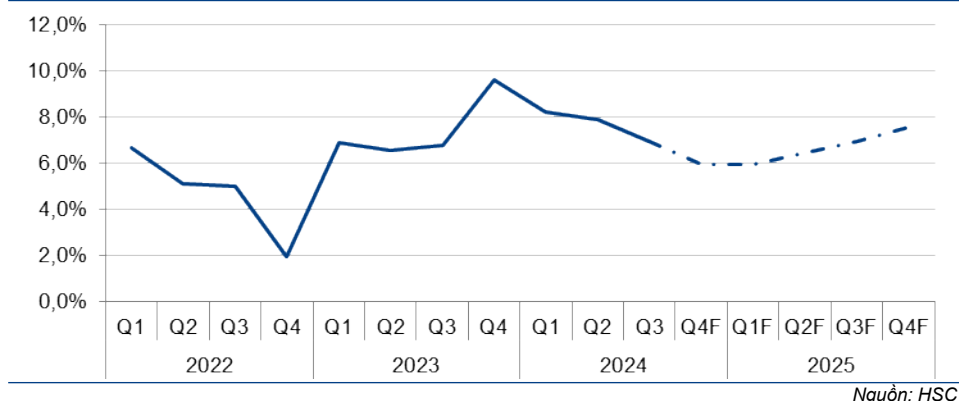
Nguồn: HSC

Lợi suất đầu tư được dự báo sẽ hồi phục từ Q2/2025

Do lãi suất tăng lên từ đáy trong Q1/2024, HSC dự báo lợi suất đầu tư của MIG sẽ sớm chạm đáy vào Q4/2024 và Q1/2025, trước khi bắt đầu phục hồi. Tuy nhiên, lưu ý rằng lợi suất đầu tư của MIG thường có biến động mạnh do tỷ trọng danh mục đầu tư vào thị trường cổ phiếu tương đối cao so với các công ty cùng ngành, thông qua khoản ủy thác được MB Capital (chưa niêm yết) quản lý.

Biểu đồ 47: Dự báo lợi suất đầu tư, MIG

Lợi suất đầu tư được dự báo sẽ tăng trở lại trong Q2/2025



Điều chỉnh dự báo lợi nhuận

HSC điều chỉnh nhẹ dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 dựa trên những thay đổi nhỏ về giả định. Xu hướng tăng trưởng lợi nhuận theo dự báo của chúng tôi vẫn giữ nguyên, trong đó lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng lần lượt -5,4%, 17,5% và 23,4% trong giai đoạn 2024-2026. Những điều chỉnh chính của chúng tôi bao gồm:

- Tăng nhẹ giả định tỷ lệ kết hợp nhưng giảm nhẹ giả định tỷ lệ bồi thường, từ đó làm tăng tài sản đầu tư.
- Nâng giả định lợi suất đầu tư cho năm 2024 nhờ khoản lãi/hoàn nhập không thường xuyên từ TPCP được ghi nhận trong 9 tháng đầu năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi hạ dự báo lợi suất đầu tư năm 2025 do lãi suất phục hồi chậm hơn dự kiến và diễn biến không thuận lợi trên thị trường chứng khoán.
- Tăng nhẹ dự báo hoa hồng nhượng tái bảo hiểm do KQKD 9 tháng đầu năm 2024 tốt hơn dự báo, từ đó giúp doanh thu tăng nhẹ.

Giả định và dự báo của chúng tôi như sau:

Bảng 48: Giả định mảng bảo hiểm, MIG

Điều chỉnh quan trọng là tăng nhẹ giả định tỷ lệ kết hợp

	2023	Dự báo cũ				Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F		2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng tổng phí bảo hiểm gốc	-13.1%	6.3%	11.8%	12.9%		8.4%	11.8%	11.8%
Điều chỉnh					2.0 điểm %	-0.1 điểm %	-1.1 điểm %	
Tăng trưởng doanh thu thuần phí BH	-13.9%	7.3%	8.7%	11.6%		3.4%	12.8%	12.5%
Điều chỉnh					-3.8 điểm %	4.1 điểm %	0.9 điểm %	
Tỷ lệ bồi thường thuần	40.5%	36.1%	36.9%	37.3%		36.8%	35.6%	36.3%
Điều chỉnh					0.8 điểm %	-1.3 điểm %	-1.0 điểm %	
Tỷ lệ tổn thất thuần	37.0%	37.1%	36.4%	36.3%		37.0%	36.8%	36.6%
Điều chỉnh					-0.1 điểm %	0.4 điểm %	0.3 điểm %	
Tỷ lệ chi phí	60.7%	60.3%	60.6%	60.5%		61.6%	60.8%	60.5%
Điều chỉnh					1.2 điểm %	0.2 điểm %	0.0 điểm %	
Tỷ lệ kết hợp	97.6%	97.5%	97.0%	96.9%		98.6%	97.6%	97.1%
Điều chỉnh					1.1 điểm %	0.7 điểm %	0.3 điểm %	

Nguồn: HSC

Bảng 49: Giả định đầu tư, MIG

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm nâng giả định tài sản đầu tư nhưng hạ giả định lợi suất đầu tư

Đầu tư	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tiền mặt & tài sản đầu tư (tỷ đồng)	4,054	4,134	4,402	4,810	4,489	5,008	5,129
Tăng trưởng		2.0%	6.5%	9.3%	10.7%	11.6%	2.4%
Điều chỉnh					8.6%	13.8%	6.6%
Phân bổ tài sản đầu tư							
% tiền gửi	70.6%	71.6%	70.0%	70.0%	75.3%	72.6%	70.0%
% trái phiếu	4.0%	4.0%	5.0%	5.0%	0.5%	4.0%	5.0%
% cổ phiếu	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
% tài sản khác	25.4%	24.4%	25.0%	25.0%	24.2%	23.4%	25.0%
Điều chỉnh							
% tiền gửi					3.7 điểm %	2.6 điểm %	0.0 điểm %
% trái phiếu					-3.5 điểm %	-1.0 điểm %	0.0 điểm %
% cổ phiếu					0.0 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %
% tài sản khác					-0.2 điểm %	-1.6 điểm %	0.0 điểm %
Lợi suất đầu tư	7.7%	7.1%	7.3%	7.9%	7.2%	6.8%	7.8%
Điều chỉnh					9.9 điểm cơ bản	-48.2 điểm cơ bản	-13.0 điểm cơ bản

Nguồn: HSC

Bảng 50: Dự báo lợi nhuận, MIG

HSC giảm bình quân 1,5% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025

	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tổng phí bảo hiểm gốc	4,720	5,019	5,612	6,336	5,114	5,716	6,389
Tăng trưởng		6.3%	11.8%	12.9%	8.4%	11.8%	11.8%
Điều chỉnh					1.9%	1.9%	0.8%
Tổng doanh thu phí bảo hiểm	2,320	2,521	2,817	3,181	2,400	2,707	3,046
Tăng trưởng		8.7%	11.8%	12.9%	3.4%	12.8%	12.5%
Điều chỉnh					-4.8%	-3.9%	-4.2%
Tổng doanh thu mảng bảo hiểm	3,594	3,741	3,991	4,329	3,681	4,049	4,533
Tăng trưởng		4.1%	6.7%	8.5%	2.4%	10.0%	11.9%
Điều chỉnh					-1.6%	1.4%	4.7%
Chi phí bồi thường/lợi ích chi trả & dự phòng	858	923	985	1,097	889	997	1,116
Tăng trưởng		7.6%	6.7%	11.4%	3.6%	12.3%	11.9%
Điều chỉnh					-3.8%	1.3%	1.7%
Chi phí khác mảng bảo hiểm	2,173	2,220	2,357	2,534	2,206	2,390	2,683
Tăng trưởng		2.2%	6.1%	7.5%	1.5%	8.3%	12.3%
Điều chỉnh					-0.6%	1.4%	5.9%
Lợi nhuận gộp mảng bảo hiểm	563	597	650	698	586	661	733
Tăng trưởng		6.1%	8.8%	7.4%	4.1%	12.9%	10.9%
Điều chỉnh					-1.9%	1.8%	5.1%
Thu nhập đầu tư	297	289	313	363	305	325	393
Tăng trưởng		-2.8%	8.3%	16.2%	2.8%	6.4%	21.0%
Điều chỉnh					5.8%	3.9%	8.2%
Chi phí BH&QL	509	534	567	603	552	597	646
Tăng trưởng		4.9%	6.2%	6.3%	8.4%	8.2%	8.2%
Điều chỉnh					3.4%	5.3%	7.3%
EBIT	349	345	395	458	335	389	480
Tăng trưởng		-1.1%	14.6%	15.9%	-4.1%	16.2%	23.4%
Điều chỉnh					-3.0%	-1.6%	4.8%
Lợi nhuận thuần	263	252	297	345	249	292	361
Tăng trưởng		-4.2%	17.9%	15.9%	-5.4%	17.5%	23.4%
Điều chỉnh					-1.3%	-1.7%	4.7%

Nguồn: HSC

Bảng 51: Cơ cấu hệ số ROE, MIG

Hệ số ROE được kỳ vọng sẽ cải thiện trong trung hạn

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tỷ lệ tổn thất	35.3%	35.3%	37.9%	37.0%	37.0%	36.8%	36.6%
Tỷ lệ chi phí	63.6%	62.4%	60.8%	60.7%	61.6%	60.8%	60.5%
KQKD mảng bảo hiểm	1.1%	2.2%	1.3%	2.3%	1.4%	2.4%	2.9%
Lợi suất đầu tư	7.3%	7.0%	4.7%	7.7%	7.2%	6.8%	7.8%
Tỷ lệ đòn bẩy tài sản	162.1%	156.6%	147.0%	154.7%	181.0%	186.0%	176.2%
KQKD mảng đầu tư thuần	11.9%	11.0%	6.9%	11.8%	12.9%	12.7%	13.7%
Chi phí / (lợi nhuận) khác	-4.2%	-3.4%	-2.7%	-2.8%	-4.0%	-4.3%	-4.7%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	8.8%	9.8%	5.5%	11.3%	10.4%	10.8%	11.8%
Tỷ lệ khả năng thanh toán (1 / Tỷ lệ đòn bẩy vốn)	73.3%	76.3%	67.6%	85.6%	88.2%	82.3%	79.3%
ROE	11.9%	12.8%	8.2%	13.2%	11.8%	13.1%	14.9%

Ghi chú: Chúng tôi tính toán hệ số ROE sau khi trừ đi khoản thường & phúc lợi được chi trả từ lợi nhuận thuần (thường chiếm khoảng 6,1% lợi nhuận thuần)
 Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị đối với MIG từ Tăng tỷ trọng xuống Nắm giữ sau đợt tăng giá gần đây nhưng chúng tôi tăng 7,3% giá mục tiêu lên 19.200đ chủ yếu do điều chỉnh giá định định giá. Chúng tôi dự báo MIG sẽ quay trở lại giai đoạn tăng trưởng nhưng điều này đã được phản ánh một phần vào thị giá. Giá cổ phiếu đã tăng trong 1 tháng sau khi thị trường điều chỉnh, MIG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,4 lần, cao hơn một chút so với bình quân quá khứ ở mức 1,3 lần, mức định giá hấp dẫn. Tại giá mục tiêu của chúng tôi, P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,44 lần, tương đương tiềm năng tăng giá 3,2%.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC hạ khuyến nghị từ Tăng tỷ trọng xuống Nắm giữ nhưng tăng 7,3% giá mục tiêu lên 19.200đ chủ yếu do điều chỉnh giá định định giá. Những điều chỉnh chính bao gồm: Giảm 1 điểm phần trăm giá định phần bù rủi ro vốn CSH (áp dụng cho tất cả các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi) và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025. Chúng tôi cũng nâng giá định beta từ 1 lên 1,05 (theo Bloomberg). Từ đó, chúng tôi giảm 0,6 điểm phần trăm giá định chi phí vốn CSH.

Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây, tiềm năng tăng giá hiện chỉ còn 3,2% so với giá mục tiêu mới của chúng tôi. HSC dự báo MIG sẽ quay trở lại giai đoạn tăng trưởng nhưng thị giá đã phản ánh một phần kỳ vọng này.

Giá định và định giá của chúng tôi như sau:

Bảng 52: Giá định chi phí vốn CSH, MIG

Chi phí vốn CSH	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Không đổi
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%	Giảm 1 điểm phần trăm so với giá định trước đó
Beta	1.05	Tăng so với giá định trước đó là 1 lần
Chi phí vốn CSH	11.9%	Giảm 0,6 điểm phần trăm so với giá định trước đó

Nguồn: HSC

Bảng 53: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, MIG

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	249	292	361	382	394	441	492	547	606	669
Chi phí vốn CSH	-247	-255	-274	-300	-329	-360	-397	-436	-478	-522
Lợi nhuận thặng dư	2	37	87	82	65	81	95	111	128	147
Giá trị dài hạn										1,345
Hệ số chiết khấu đến cuối 2025			89.4%	79.9%	71.4%	63.8%	57.1%	51.0%	45.6%	40.8%
Giá trị hiện tại đến cuối 2025			78	66	46	52	54	56	58	608
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ năm 2026		1,019								
Giá trị sổ sách cuối năm 2025		2,305								
Giá trị của vốn CSH cuối 2025		3,324								
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		173								
Giá mục tiêu cuối năm 2025		19,200								

Nguồn: HSC

Bảng 54: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, MIG

Đồng/cổ phiếu	Lãi suất phi rủi ro					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	6.5%	23,000	22,000	21,000	20,100	19,300
	7.0%	21,900	21,000	20,100	19,200	18,500
	7.5%	20,900	20,000	19,200	18,400	17,700
	8.0%	20,000	19,200	18,400	17,700	17,000
	8.5%	19,100	18,400	17,700	17,000	16,400

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 9,7% trong 1 tháng qua, MIG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,4 lần, cao hơn một chút so với bình quân quá khứ ở mức 1,3 lần. Tại giá mục tiêu, P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,44 lần, tương đương tiềm năng tăng giá 3,2%. Đợt tăng giá gần đây có thể phản ánh kỳ vọng lợi nhuận phục hồi trong năm tới và tâm lý tích cực từ đợt tăng lãi suất tiền gửi lần thứ hai.

Biểu đồ 55: P/B trượt dự phóng 1 năm, MIG

MIG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,4 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 56: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, MIG

...cao hơn 0,2 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	5,081	5,681	6,354
Phí nhận tái BH	229	42.0	33.5	34.5	35.5
Tăng/giảm dự phòng phí chưa được hưởng	(644)	(157)	(346)	(418)	(450)
Doanh thu phí BH	4,789	4,563	4,768	5,297	5,940
Phí nhượng tái BH	(2,096)	(2,243)	(2,368)	(2,590)	(2,894)
Doanh thu phí BH thuần	2,693	2,320	2,400	2,707	3,046
Doanh thu khác	1,080	1,274	1,281	1,342	1,487
Doanh thu thuần HĐ BH	3,773	3,594	3,681	4,049	4,533
Chi bồi thường bảo hiểm và dự phòng	(1,020)	(858)	(889)	(997)	(1,116)
Chi b.thường BH và chi trả đ.hạn khác (ròng)	(2,175)	(2,173)	(2,206)	(2,390)	(2,683)
Khoản giảm trừ chi phí, thu đòi và thu khác	0	0	0	0	0
Tổng chi phí trực tiếp HĐ BH	(3,195)	(3,031)	(3,095)	(3,388)	(3,799)
Lãi/lỗ gộp HĐ BH	578	563	586	661	733
Chi phí quản lý	(542)	(509)	(552)	(597)	(646)
Lợi nhuận HĐ tài chính	161	295	301	325	393
LN trong Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	2.00	3.00	0	0	0
LNTT	199	352	335	389	480
Chi phí thuế TNDN	(41.0)	(72.0)	(69.8)	(77.8)	(96.0)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	158	280	265	311	384
EPS (đồng)	917	1,622	1,534	1,803	2,225
DPS (đồng)	0	475	1,000	800	800
BVPS (đồng)	10,960	12,053	12,459	13,351	14,640
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)	8.61	11.8	11.8
Tăng trưởng doanh thu phí BH thuần (%)	25.3	(13.9)	3.45	12.8	12.5
Tăng/giảm phí bồi thường và dự phòng (%)	34.2	(15.9)	3.56	12.3	11.9
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ tài chính (%)	(29.9)	82.8	1.92	8.15	21.0
Tăng trưởng LNTT (%)	(28.9)	76.5	(4.92)	16.2	23.4
Tăng trưởng lợi nhuận thuần (%)	(29.1)	76.8	(5.38)	17.5	23.4
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	30.1	3.21	10.4	6.54	7.70
Định giá					
P/E (lần)	20.3	11.5	12.1	10.3	8.36
P/B (lần)	1.70	1.54	1.49	1.39	1.27
Lợi suất cổ tức (%)	0	2.55	5.38	4.30	4.30

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	171	192
Đầu tư ngắn hạn	2,632	3,507	4,009	4,486	4,592
Phải thu ngắn hạn	1,012	862	936	1,057	1,182
Hàng tồn kho	1.46	0.82	0.80	0.80	0.80
Tài sản tái BH	2,136	2,146	2,453	2,292	2,669
Tài sản ngắn hạn khác	1,228	1,267	1,309	1,463	1,636
Tổng tài sản ngắn hạn	7,102	7,965	8,862	9,470	10,271
Phải thu dài hạn	15.6	15.0	15.3	17.1	19.2
Tài sản cố định	425	457	519	519	519
Đầu tư vào Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn khác	979	365	326	351	346
Tài sản dài hạn khác	23.2	17.2	15.3	17.1	19.2
Tổng tài sản dài hạn	1,443	854	876	904	903
Tổng tài sản	8,545	8,819	9,738	10,375	11,174
Nợ phải trả và VCSH					
Phải trả người bán	483	553	925	1,044	884
Phải trả người lao động	94.0	123	102	114	128
Phải trả hợp đồng repo	0	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	1,186	1,128	1,074	1,200	1,214
Nợ ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải trả ngắn hạn khác	594	591	614	686	767
Nợ ngắn hạn khác	114	123	102	114	128
Tổng nợ ngắn hạn	2,471	2,518	2,817	3,159	3,120
Dự phòng nghiệp vụ BH	4,039	4,042	4,565	4,682	5,283
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	142	177	205	229	243
Tổng nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả	6,653	6,738	7,587	8,069	8,646
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	83.4	93.4	105
Lợi nhuận giữ lại	189	282	341	485	696
Vốn chủ sở hữu	1,892	2,081	2,151	2,305	2,528
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	1,892	2,081	2,151	2,305	2,528
Tổng nợ phải trả và VCSH	8,545	8,819	9,738	10,375	11,174
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	2.10	3.22	2.86	3.10	3.57
ROAE (%)	8.70	14.1	12.5	14.0	15.9
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	29.3	65.2	44.4	36.0
Chỉ số an toàn vốn					
VCSH/Tài sản (%)	22.1	23.6	22.1	22.2	22.6
Tài sản BQ/VCSH BQ (x)	4.15	4.37	4.38	4.51	4.46
Chỉ số HKKD bảo hiểm					
Tỷ lệ tái bảo hiểm (%)	43.8	49.2	49.7	48.9	48.7
Tỷ lệ bảo hiểm giữ lại (%)	56.2	50.8	50.3	51.1	51.3
Tỷ lệ bồi thường (%)	27.0	23.9	24.1	24.6	24.6
Tỷ lệ chi phí (%)	72.0	74.6	74.9	73.8	73.5
Tỷ lệ hỗn hợp (%)	99.0	98.5	99.1	98.4	98.1

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

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ60,900 (từ VNĐ59,100)

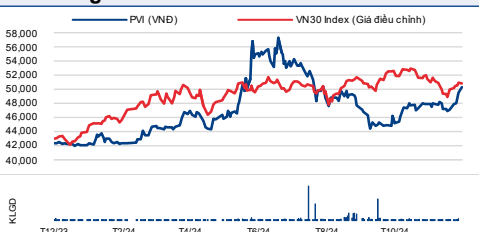
Tiềm năng tăng/giảm: 21.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/12/2024) 50,300

Mã Bloomberg	PVI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	41,964-57,267
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	49,333
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	11,770
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	464
Slg CP lưu hành (tr.đv)	234
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	234
Slg CP NN được mua (tr.đv)	98.9
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	57.7%
Tỷ lệ freefloat	8.29%
Cổ đông lớn	HDI và bên liên quan (55.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	5.01	5.45	18.8
So với chỉ số	6.36	7.28	(1.03)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	3,844	3,694	4.1
2025F	4,293	4,528	(5.2)
2026F	4,968	5,036	(1.3)

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

Trưởng phòng, 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

Sẵn sàng để thành công dài hạn; khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 3% giá mục tiêu lên 60.900đ sau khi điều chỉnh giả định định giá.
- Chúng tôi tăng 4% dự báo lợi nhuận năm 2024 nhưng giảm 5% dự báo cho năm 2025 sau khi điều chỉnh một số giả định. Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng dài hạn của PVI nhờ lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ cùng với BLĐ định hướng tăng trưởng.
- PVI đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,4 lần, sát bình quân quá khứ, mức tương đối hấp dẫn. Tại giá mục tiêu, P/B dự phóng là 1,7 lần do chúng tôi dự báo hệ số ROE sẽ tiếp tục tăng lên trong trung và dài hạn.

Sự kiện: Phân tích triển vọng năm 2025-2026

HSC điều chỉnh nhẹ triển vọng của PVI sau khi điều chỉnh giả định về thị phần & tăng trưởng của ngành, cùng với quan điểm mới về sự phục hồi của lãi suất. Nhìn chung, chúng tôi chỉ điều chỉnh nhẹ dự báo lợi nhuận ngắn hạn do lãi suất tiền gửi phục hồi chậm hơn dự báo trong khi vẫn giữ nguyên triển vọng dài hạn.

Tác động: Tăng 4% dự báo LNTT năm 2024 nhưng giảm 5% dự báo LNTT năm 2025

HSC tăng 4% dự báo lợi nhuận năm 2024 do lợi suất đầu tư Q3/2024 cao hơn dự báo. Tuy nhiên, chúng tôi giảm 5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 do tăng trưởng doanh thu thuần giảm tốc dựa trên giả định mới về ngành & giảm dự phóng lợi nhuận đầu tư. Chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng dài hạn của PVI và tin rằng Công ty đang có vị thế tốt để thành công bền vững, trong đó hệ số ROE được dự báo sẽ tăng dần theo thời gian.

Lưu ý rằng HSC là CTCK duy nhất đưa ra dự báo cho PVI.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu PVI đang tăng dần sau đợt điều chỉnh của thị trường vào tháng 7/2024 & cơn bão Yagi. Theo đó, PVI đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,4 lần, cao hơn một chút so với bình quân quá khứ ở mức 1,33 lần. Mức giá mục tiêu của chúng tôi tương đương P/B dự phóng là 1,7 lần vì chúng tôi dự báo hệ số ROE của PVI sẽ tiếp tục tăng lên trong trung & dài hạn.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 3% giá mục tiêu lên 60.900đ sau khi điều chỉnh một số giả định định giá. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng là 1,7 lần vì chúng tôi dự báo hệ số ROE của PVI sẽ tiếp tục tăng lên trong trung & dài hạn. Với triển vọng dài hạn mạnh mẽ, lợi suất cổ tức cao và thanh khoản thấp, chúng tôi cho rằng PVI là cổ phiếu phù hợp nhất cho chiến lược mua & nắm giữ dài hạn.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Phí BH gốc (tỷ đồng)	10,032	11,002	13,866 ▲	15,456 ▲	17,226 ▲
Lãi/lỗ góp HĐ BH (tỷ đồng)	804	935	937	1,175	1,394 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	834	956	911	1,018 ▼	1,178
EPS (đồng)	3,562	4,080	3,891	4,345 ▼	5,028
DPS (đồng)	3,300	3,000	3,200	3,000	3,435 ▼
BVPS (đồng)	32,458	33,167	33,681	34,974	36,507
P/E (lần)	14.1	12.3	12.9	11.6	10.0
Lợi suất cổ tức (%)	6.56	5.96	6.36	5.96	6.83
P/B (lần)	1.55	1.52	1.49	1.44	1.38
Tăng trưởng EPS (%)	0.58	14.5	(4.62)	11.7	15.7
ROAE (%)	11.0	12.4	11.6	12.7	14.1

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

Khuyến nghị Mua vào nhờ triển vọng dài hạn tích cực

HSC điều chỉnh dự báo lợi nhuận năm 2024-2025 sau khi cập nhật một số giả định về tăng trưởng doanh thu thuần và lợi suất đầu tư nhưng vẫn giữ nguyên quan điểm về triển vọng tích cực trong dài hạn của PVI. Chúng tôi tin rằng PVI đang có vị thế tốt để thành công trong dài hạn, trong đó hệ số ROE được dự báo sẽ tăng dần theo thời gian. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 3% giá mục tiêu lên 60.900đ. Với thanh khoản thấp, triển vọng dài hạn tích cực và lợi suất cổ tức cao, chúng tôi cho rằng PVI phù hợp nhất với chiến lược mua & nắm giữ dài hạn.

Điểm nhấn năm 2024 và triển vọng năm 2025

Tăng trưởng mạnh trong năm 2024, thị phần được dự báo sẽ mở rộng vào năm 2025

Tổng phí bảo hiểm gộp của PVI tăng mạnh 48% trong 9 tháng đầu năm 2024 nhờ tổng phí bảo hiểm gốc tăng 26,6% so với cùng kỳ trong khi phí nhận tái bảo hiểm tăng 161,3% so với cùng kỳ.

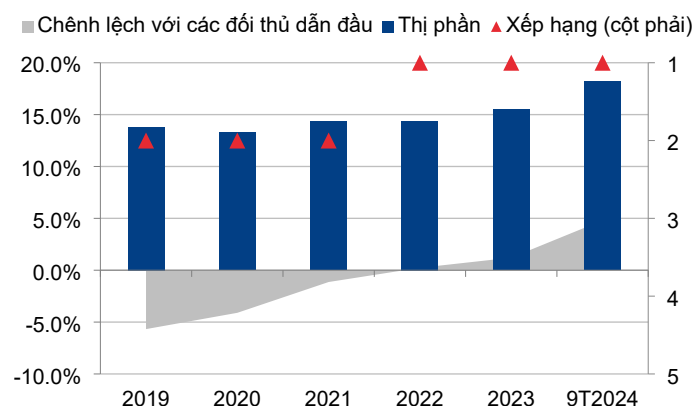
Tổng phí bảo hiểm gốc của PVI tăng mạnh trong 9 tháng đầu năm 2024 nhờ thị phần tăng mạnh lên 18,2% từ mức 15,5% tại thời điểm cuối năm 2023, từ đó gia tăng khoảng cách với đối thủ đứng thứ hai. Các sản phẩm thương mại, đặc biệt là sản phẩm bảo hiểm cháy nổ, là động lực chính giúp đẩy mạnh tăng trưởng. Thị phần của các sản phẩm thương mại tăng gần 5 điểm phần trăm kể từ đầu năm lên 31,9%. PVI chiếm khoảng 85% tăng trưởng thị trường từ những sản phẩm này. Ngoài ra, thị phần ở sản phẩm xe cơ giới của Công ty cũng tăng nhẹ, trong khi vẫn duy trì thị phần ở các sản phẩm bảo hiểm sức khỏe & tai nạn cá nhân. Đây là một nỗ lực đáng chú ý do những sản phẩm này không đem lại lợi nhuận trên quy mô toàn thị trường và Công ty hiện đang tập trung kinh doanh những sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao hơn trong các danh mục này.

Trong khi đó, phí nhận tái bảo hiểm tăng mạnh kể từ sau khi PVI được nâng xếp hạng tín dụng lên A- vào Q1/2023. Điều này đã giúp PVI có thêm nhiều hợp đồng có 'mức độ rủi ro tốt' từ nước ngoài.

Kể từ năm 2025, HSC dự báo PVI sẽ dần giành thêm thị phần ở các sản phẩm thương mại trong khi vẫn duy trì thị phần ở các sản phẩm bảo hiểm sức khỏe & tai nạn cá nhân và bảo hiểm xe cơ giới. Do đó, thị phần chung của PVI được dự báo sẽ chỉ tăng nhẹ mỗi năm. Tuy nhiên, HSC dự báo phí bảo hiểm gốc của PVI sẽ tăng nhanh hơn một chút so với bình quân ngành trong khi phí nhận tái bảo hiểm sẽ tăng trưởng vừa phải trong năm 2025 do mức nền cao.

Biểu đồ 57: Thị phần & xếp hạng, PVI

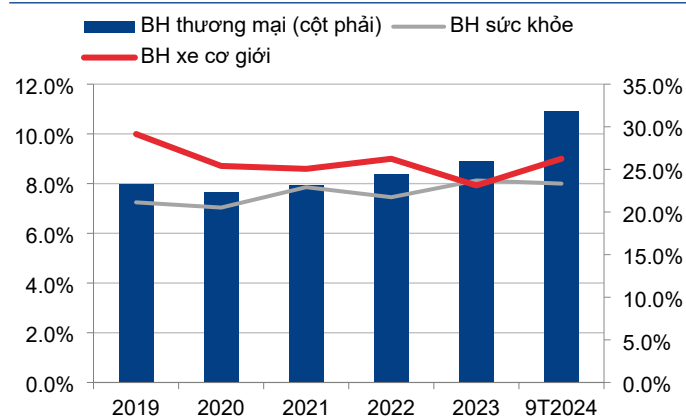
Thị phần của PVI tăng mạnh trong 9 tháng đầu năm 2024...



Nguồn: IAV, HSC

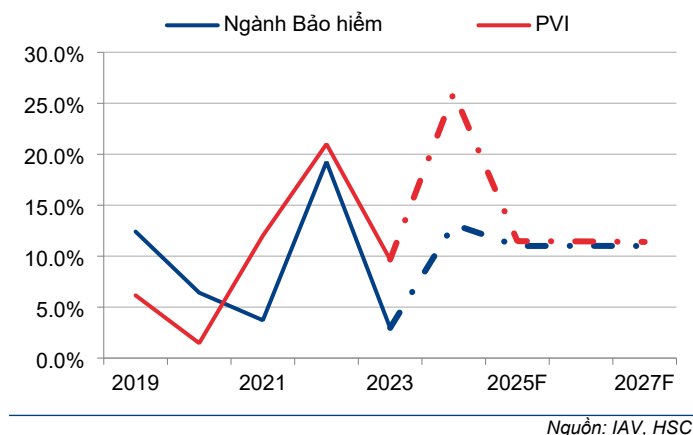
Biểu đồ 58: Thị phần theo sản phẩm, PVI

...đặc biệt là ở phân khúc sản phẩm bảo hiểm thương mại

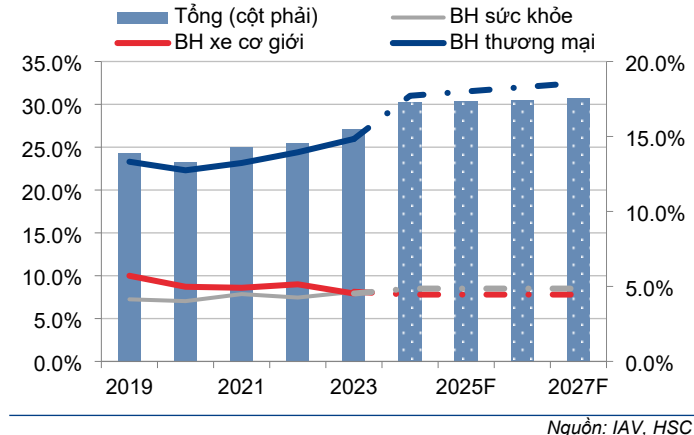


Nguồn: IAV, HSC

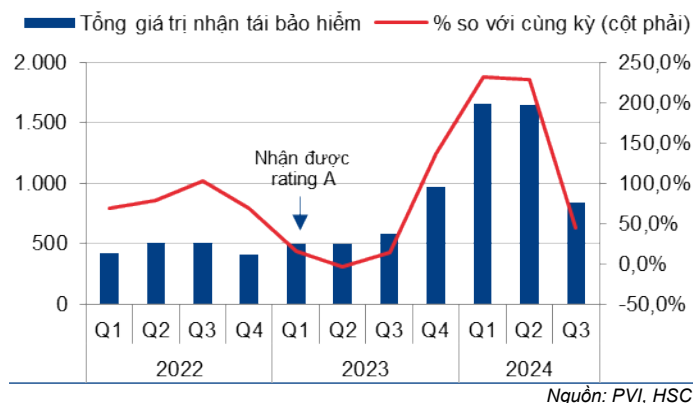
Biểu đồ 59: Dự báo tổng phí bảo hiểm gốc, PVI & ngành BH
Tổng phí bảo hiểm gốc dự kiến sẽ tăng trưởng chậm lại...



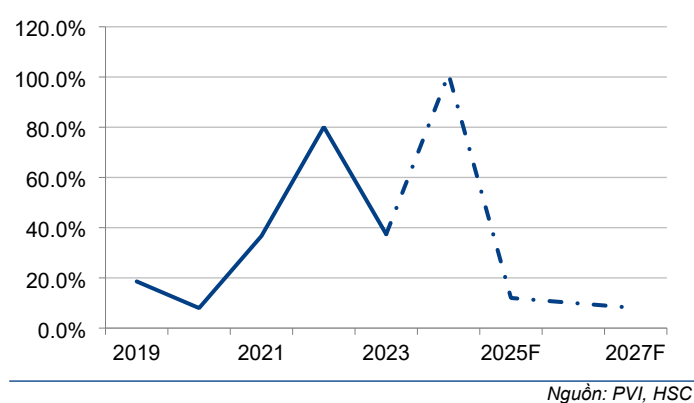
Biểu đồ 60: Dự báo thị phần, PVI
... và tốc độ mở rộng thị phần cũng tương tự



Biểu đồ 61: Phí nhận tái bảo hiểm (tỷ đồng), PVI
Phí nhận tái bảo hiểm tăng mạnh sau khi PVI được nâng xếp hạng



Biểu đồ 62: Dự báo tăng trưởng phí nhận tái bảo hiểm, PVI
Chúng tôi dự báo phí nhận tái bảo hiểm sẽ tăng trưởng chậm lại do mức nền cao

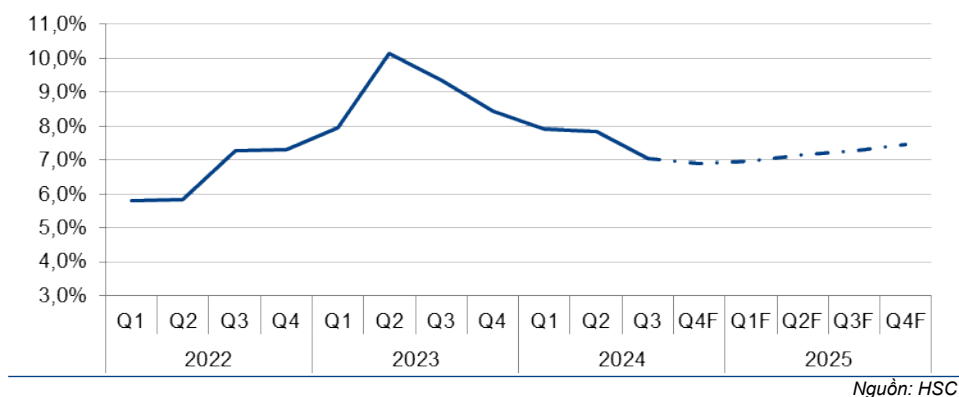


Lãi suất tăng lên được dự báo phản ánh vào lợi nhuận kể từ Q2/2025

Lợi suất đầu tư của PVI đã giảm mạnh đúng như dự báo của chúng tôi do mất bằng lãi suất thấp. Như đã phân tích trước đó trong phần báo cáo ngành, HSC vẫn giữ nguyên quan điểm lãi suất đã chạm đáy vào Q1/2024 và sẽ tiếp tục tăng dần trong năm 2025. Điều này được kỳ vọng sẽ giúp đẩy mạnh tăng trưởng thu nhập đầu tư kể từ Q2/2025, sau khi chạm đáy dự kiến vào Q4/2024-Q1/2025.

Biểu đồ 63: Dự báo lợi suất đầu tư, PVI

Lợi suất đầu tư dự kiến sẽ chạm đáy trong Q4/2024



Triển vọng dài hạn tích cực

HSC điều chỉnh dự báo lợi nhuận năm 2024-2025 sau khi điều chỉnh dự báo tăng trưởng doanh thu thuần và lợi suất đầu tư. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm về triển vọng dài hạn của PVI.

HSC tăng 4% dự báo lợi nhuận năm 2024 do lợi suất đầu tư Q3/2024 tốt hơn dự báo, như đã phân tích trong Báo cáo nhanh của chúng tôi (Mời xem: [LNTT Q3 giảm 44,6%; sát với dự báo](#), ngày 25/10/2024, HSC). Tuy nhiên, chúng tôi giảm 5% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 sau khi hạ dự báo tăng trưởng doanh thu thuần, dựa trên những giả định mới về ngành và hạ giả định lợi suất đầu tư, như đã phân tích ở trên.

HSC vẫn giữ nguyên quan điểm PVI đang có vị thế tốt để tăng trưởng trong dài hạn. Công ty có lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ ở các sản phẩm thương mại, đặc biệt là đối với các hợp đồng lớn & phức tạp. Ngoài ra, PVI cũng được hưởng lợi từ đội ngũ BLĐ giàu kinh nghiệm, định hướng tăng trưởng cùng sự hỗ trợ mạnh mẽ từ cổ đông lớn, HDI Global (một trong những công ty bảo hiểm phi nhân thọ lớn nhất thế giới). Ngoài ra, chúng tôi cũng dự báo hệ số ROE của PVI sẽ cải thiện trong trung & dài hạn.

Giả định và dự báo của chúng tôi như sau:

Bảng 64: Giả định mảng bảo hiểm, PVI

Điều chỉnh quan trọng là giảm dự báo tăng trưởng phí bảo hiểm dựa trên giả định mới về ngành

	2023	Dự báo cũ				Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F		2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng tổng phí BH gốc	14.0%	43.0%	12.9%	11.9%		40.2%	11.6%	11.1%
Điều chỉnh						-2.8 điểm %	-1.3 điểm %	-0.9 điểm %
Tăng trưởng doanh thu thuần phí BH	12.0%	16.9%	19.7%	13.7%		13.1%	12.6%	15.6%
Điều chỉnh						-3.9 điểm %	-7.1 điểm %	1.9 điểm %
Tỷ lệ bồi thường thuần	37.1%	35.1%	37.1%	38.3%		40.0%	39.9%	39.7%
Điều chỉnh						4.9 điểm %	2.8 điểm %	1.4 điểm %
Tỷ lệ tổn thất thuần	42.4%	45.2%	43.2%	42.8%		45.2%	43.5%	42.4%
Điều chỉnh						0.1 điểm %	0.3 điểm %	-0.4 điểm %
Tỷ lệ chi phí	53.4%	51.6%	52.7%	52.9%		52.1%	52.3%	52.6%
Điều chỉnh						0.5 điểm %	-0.4 điểm %	-0.3 điểm %
Tỷ lệ kết hợp	95.8%	96.8%	95.8%	95.7%		97.4%	95.8%	95.0%
Điều chỉnh						0.6 điểm %	0.0 điểm %	-0.7 điểm %

Nguồn: HSC

Bảng 65: Giả định đầu tư, PVI

Những điều chỉnh quan trọng gồm nâng giả định tài sản & lợi suất đầu tư năm 2024 nhưng hạ giả định đối với năm 2025

	2023	Dự báo cũ				Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F		2024F	2025F	2026F
Tiền mặt & tài sản đầu tư (tỷ đồng)	12,957	15,018	16,654	17,946		15,952	15,871	17,319
Tăng trưởng		15.9%	10.9%	7.8%		23.1%	-0.5%	9.1%
Điều chỉnh						6.2%	-4.7%	-3.5%
Phân bổ tài sản đầu tư								
% tiền gửi	70.8%	71.4%	67.0%	67.0%		71.4%	70.0%	70.0%
% trái phiếu	28.9%	26.0%	30.0%	30.0%		26.0%	27.0%	27.0%
% cổ phiếu	0.3%	2.6%	3.0%	3.0%		2.6%	3.0%	3.0%
% tài sản khác	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		0.0%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh								
% tiền gửi						0.0 điểm %	3.0 điểm %	3.0 điểm %
% trái phiếu						0.0 điểm %	-3.0 điểm %	-3.0 điểm %
% cổ phiếu						0.0 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %
% tài sản khác						0.0 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %
Lợi suất đầu tư	9.6%	7.4%	7.4%	7.5%		7.7%	7.3%	7.5%
Điều chỉnh						25.8 điểm cơ bản	-15.8 điểm cơ bản	-1.8 điểm cơ bản

Nguồn: HSC

Bảng 66: Dự báo lợi nhuận, PVI

Chúng tôi tăng 4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 nhưng giảm 5% dự báo cho năm 2025

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tổng phí bảo hiểm gốc	13,566	19,405	21,905	24,521	19,023	21,233	23,580
Tăng trưởng		43.0%	12.9%	11.9%	40.2%	11.6%	11.1%
Điều chỉnh					-2.0%	-3.1%	-3.8%
Tổng doanh thu phí bảo hiểm	5,614	6,586	8,324	9,318	6,348	7,149	8,265
Tăng trưởng		17.3%	26.4%	11.9%	13.1%	12.6%	15.6%
Điều chỉnh					-3.6%	-14.1%	-11.3%
Tổng doanh thu mảng bảo hiểm	6,514	7,487	8,850	10,048	7,314	8,294	9,493
Tăng trưởng		14.9%	18.2%	13.5%	12.3%	13.4%	14.5%
Điều chỉnh					-2.3%	-6.3%	-5.5%
Chi phí bồi thường/lợi ích chi trả & dự phòng	2,409	2,966	3,393	3,824	2,872	3,110	3,501
Tăng trưởng		23.1%	14.4%	12.7%	19.2%	8.3%	12.6%
Điều chỉnh					-3.2%	-8.3%	-8.4%
Chi phí bảo hiểm khác	3,170	3,544	4,271	4,904	3,506	4,009	4,598
Tăng trưởng		11.8%	20.5%	14.8%	10.6%	14.4%	14.7%
Điều chỉnh					-1.1%	-6.1%	-6.2%
Lợi nhuận gộp mảng bảo hiểm	935	976	1,186	1,319	937	1,175	1,394
Tăng trưởng		4.4%	21.4%	11.3%	0.2%	25.4%	18.7%
Điều chỉnh					-4.0%	-0.9%	5.7%
Thu nhập đầu tư	1,213	1,037	1,179	1,297	1,109	1,160	1,241
Tăng trưởng		-14.5%	13.7%	10.0%	-8.6%	4.6%	7.0%
Điều chỉnh					6.9%	-1.7%	-4.3%
Chi phí BH&QL	728	765	859	931	770	875	978
Tăng trưởng		5.0%	12.4%	8.4%	5.8%	13.6%	11.8%
Điều chỉnh					0.7%	1.8%	5.0%
EBIT	1,275	1,161	1,392	1,548	1,213	1,363	1,534
Tăng trưởng		-8.9%	19.9%	11.2%	-4.9%	12.3%	12.5%
Điều chỉnh					4.5%	-2.1%	-0.9%
Lợi nhuận thuần	946	865	1,061	1,180	900	1,006	1,164
Tăng trưởng		-8.6%	22.6%	11.2%	-4.9%	11.7%	15.7%
Điều chỉnh					4.1%	-5.2%	-1.3%

Nguồn: HSC

Bảng 67: Phân tích hệ số ROE, PVI

HSC dự báo hệ số ROE sẽ tăng lên trong trung hạn

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tỷ lệ tổn thất	40.7%	36.2%	45.4%	42.9%	45.2%	43.5%	42.4%
Tỷ lệ chi phí	54.1%	56.7%	51.7%	53.4%	52.1%	52.3%	52.6%
KQKD mảng bảo hiểm	5.2%	7.0%	2.9%	3.7%	2.6%	4.2%	5.0%
Lợi suất đầu tư	7.8%	7.0%	6.9%	9.6%	7.7%	7.3%	7.5%
Tỷ lệ đòn bẩy tài sản	286.0%	289.4%	264.4%	237.1%	241.7%	235.8%	215.3%
KDKD mảng đầu tư thuần	22.4%	20.2%	18.2%	22.8%	18.5%	17.2%	16.1%
Chi phí / (lợi nhuận) khác	-7.5%	-7.8%	-5.1%	-9.6%	-7.0%	-7.3%	-7.1%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	20.1%	19.5%	15.9%	16.9%	14.2%	14.1%	14.1%
Tỷ lệ khả năng thanh toán giản đơn (1 / Đòn bẩy vốn)	181.6%	179.4%	151.5%	136.9%	123.3%	112.5%	101.3%
ROE	11.1%	10.9%	10.5%	12.3%	11.5%	12.5%	13.9%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 3% giá mục tiêu lên 60.900đ sau khi điều chỉnh các giả định định giá. Với triển vọng dài hạn mạnh mẽ, lợi suất cổ tức cao và thanh khoản thấp, PVI là cổ phiếu phù hợp nhất cho chiến lược mua và nắm giữ dài hạn. PVI đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,4 lần, cao hơn một chút so với bình quân quá khứ. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng là 1,7 lần do chúng tôi dự báo hệ số ROE sẽ tiếp tục tăng lên trong trung và dài hạn.

Tăng 3% giá mục tiêu

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng tăng 3% giá mục tiêu lên 60.900đ sau khi điều chỉnh một số giả định định giá. Những thay đổi chính bao gồm: Giảm 1 điểm phần trăm giả định phân bù rủi ro vốn CSH (áp dụng cho tất cả các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị) và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025. Chúng tôi tăng nhẹ giả định beta từ 0,8 lên 0,85 trên cơ sở áp dụng trọng số cao hơn cho beta 6 tháng từ Bloomberg. Chúng tôi tin rằng beta ngắn hạn phản ánh tốt hơn biến động của cổ phiếu sau đợt thoái vốn của IFC gần đây làm tăng số lượng cổ phiếu free-float. Do đó, chúng tôi giảm 0,4 điểm phần trăm giả định chi phí vốn CSH. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 21%; nếu bao gồm cổ tức, tổng lợi suất kỳ vọng vào khoảng 27%.

Thanh khoản vẫn là một hạn chế lớn với giá trị giao dịch bình quân ngày trong 3 tháng qua chỉ khoảng 100.000 USD. Với triển vọng dài hạn hấp dẫn, lợi suất cổ tức cao nhưng thanh khoản thấp, PVI là cổ phiếu phù hợp nhất cho chiến lược mua & nắm giữ dài hạn.

Bảng 68: Giả định chi phí vốn CSH, PVI

Chi phí vốn CSH	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Không đổi
Phân bù rủi ro vốn CSH	7.5%	Giảm 1 điểm % so với giả định trước đó
Beta	0.85	Tăng so giả định trước đó là 0,8 lần
Chi phí vốn CSH	10.4%	Giảm 0,4 điểm % so với giả định trước đó

Nguồn: HSC

Bảng 69: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, PVI

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	900	1,006	1,164	1,342	1,466	1,559	1,653	1,747	1,840	1,930
Chi phí vốn CSH	-806	-819	-850	-887	-930	-971	-1,048	-1,129	-1,214	-1,302
Lợi nhuận thặng dư	94	187	314	455	536	589	605	618	626	628
Giá trị dài hạn										7,281
Hệ số chiết khấu đến cuối 2025			90.6%	82.1%	74.4%	67.4%	61.0%	55.3%	50.1%	45.4%
Giá trị hiện tại đến cuối 2025			284	374	399	397	370	342	314	3,590
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ 2026		6,069								
Giá trị sổ sách cuối 2025		8,192								
Giá trị của vốn CSH cuối 2025		14,261								
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		234								
Giá mục tiêu cuối 2025		60,900								

Nguồn: HSC

Bảng 70: 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%
Phân bù rủi ro vốn CSH	6.5%	73,600	69,600	66,100	62,900	60,100
	7.0%	70,200	66,600	63,400	60,500	57,900
	7.5%	67,100	63,800	60,900	58,200	55,800
	8.0%	64,300	61,300	58,600	56,100	53,900
	8.5%	61,800	59,000	56,500	54,200	52,100

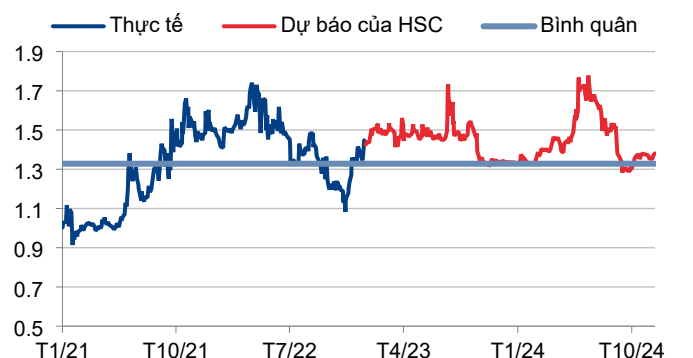
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau đợt điều chỉnh kể từ tháng 7/2024 và tác động tiêu cực từ bão Yagi, giá cổ phiếu đã hồi phục dần. PVI đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,4 lần, cao hơn một chút so với bình quân quá khứ ở mức 1,33 lần, mức tương đối hấp dẫn. Lưu ý rằng chúng tôi chỉ so sánh với định giá bình quân kể từ năm 2021 do chúng tôi tin rằng PVI đã được định giá lại ở mặt bằng cao hơn kể từ thời điểm đó nhờ nền tảng cơ bản cải thiện đáng kể. Tại giá mục tiêu của chúng tôi, P/B dự phóng là 1,7 lần do chúng tôi dự báo hệ số ROE sẽ tiếp tục tăng lên trong trung & dài hạn.

Biểu đồ 71: P/B trượt dự phóng 1 năm, PVI

PVI đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,4 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 72: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, PVI

...cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 1,33 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	13,866	15,456	17,226
Phí nhận tái BH	1,866	2,564	5,157	5,776	6,354
Tăng/giảm dự phòng phí chưa được hưởng	(787)	(812)	(2,001)	(1,307)	(1,134)
Doanh thu phí BH	11,111	12,754	17,022	19,926	22,446
Phí nhượng tái BH	(6,097)	(7,140)	(10,674)	(12,777)	(14,181)
Doanh thu phí BH thuần	5,014	5,614	6,348	7,149	8,265
Doanh thu khác	935	900	966	1,145	1,229
Doanh thu thuần HĐ BH	5,949	6,514	7,314	8,294	9,493
Chi bồi thường bảo hiểm và dự phòng	(2,278)	(2,409)	(2,872)	(3,110)	(3,501)
Chi b.thường BH và chi trả đ.hạn khác (ròng)	(2,868)	(3,170)	(3,506)	(4,009)	(4,598)
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)	(6,378)	(7,119)	(8,099)
Lãi/lỗ gộp HĐ BH	804	935	937	1,175	1,394
Chi phí quản lý	(660)	(728)	(770)	(875)	(978)
Lợi nhuận HĐ tài chính	703	932	903	928	1,005
LN trong Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	259	105	116	115	112
LNTT	1,105	1,245	1,185	1,343	1,534
Chi phí thuế TNDN	(232)	(240)	(238)	(283)	(307)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(39.0)	(49.0)	(35.7)	(42.4)	(49.1)
Lợi nhuận thuần	834	956	911	1,018	1,178
EPS (đồng)	3,562	4,080	3,891	4,345	5,028
DPS (đồng)	3,300	3,000	3,200	3,000	3,435
BVPS (đồng)	32,458	33,167	33,681	34,974	36,507
Slg CP bình quân (triệu đv)	234	234	234	234	234
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	234	234	234	234	234
Slg 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	26.0	11.5	11.5
Tăng trưởng doanh thu phí BH thuần (%)	23.9	12.0	13.1	12.6	15.6
Tăng/giảm phí bồi thường và dự phòng (%)	55.4	5.78	19.2	8.30	12.6
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ tài chính (%)	(4.85)	32.7	(3.14)	2.78	8.28
Tăng trưởng LNTT (%)	0.44	12.6	(4.76)	13.3	14.2
Tăng trưởng lợi nhuận thuần (%)	0.58	14.5	(4.62)	11.7	15.7
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	7.58	3.14	21.1	5.83	9.67
Định giá					
P/E (lần)	14.1	12.3	12.9	11.6	10.0
P/B (lần)	1.55	1.52	1.49	1.44	1.38
Lợi suất cổ tức (%)	6.56	5.96	6.36	5.96	6.83

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	1,522	1,699	1,886
Đầu tư ngắn hạn	8,636	7,875	11,027	10,829	11,792
Phải thu ngắn hạn	2,398	2,256	3,234	3,610	4,009
Hàng tồn kho	2.43	1.48	2.13	2.13	2.13
Tài sản tài BH	9,477	9,782	11,354	12,895	14,153
Tài sản ngắn hạn khác	689	676	856	955	1,179
Tổng tài sản ngắn hạn	22,626	21,468	27,995	29,991	33,021
Phải thu dài hạn	27.1	31.5	38.0	42.5	47.2
Tài sản cố định	1,176	1,139	1,084	1,032	1,000
Đầu tư vào Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn khác	2,184	4,204	3,404	3,343	3,640
Tài sản dài hạn khác	111	101	114	127	165
Tổng tài sản dài hạn	3,498	5,475	4,640	4,545	4,852
Tổng tài sản	26,123	26,943	32,634	34,536	37,874
Nợ phải trả và VCSH					
Phải trả người bán	3,999	3,634	5,842	6,344	6,948
Phải trả người lao động	260	422	380	425	707
Phải trả hợp đồng repo	0	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	13.8	29.9	38.0	42.5	47.2
Nợ ngắn hạn	29.0	0	1,143	0	0
Phải trả ngắn hạn khác	108	86.0	114	127	189
Nợ ngắn hạn khác	257	298	380	425	472
Tổng nợ ngắn hạn	4,666	4,470	7,898	7,364	8,363
Dự phòng nghiệp vụ BH	13,529	14,228	16,388	18,484	20,422
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	69.4	146	133	149	165
Tổng nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả	18,265	18,843	24,419	25,996	28,950
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	574	610	655
Lợi nhuận giữ lại	1,044	1,174	1,256	1,523	1,837
Vốn chủ sở hữu	7,603	7,769	7,889	8,192	8,552
Lợi ích cổ đông thiểu số	256	330	326	347	372
Tổng vốn chủ sở hữu	7,859	8,099	8,216	8,540	8,923
Tổng nợ phải trả và VCSH	26,124	26,943	32,634	34,536	37,874
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	3.31	3.60	3.06	3.03	3.25
ROAE (%)	11.0	12.4	11.6	12.7	14.1
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	92.6	73.5	82.2	69.0	68.3
Chỉ số an toàn vốn					
VCSH/Tài sản (%)	29.1	28.8	24.2	23.7	22.6
Tài sản BQ/VCSH BQ (x)	3.32	3.45	3.80	4.18	4.32
Chỉ số HKKD bảo hiểm					
Tỷ lệ tái bảo hiểm (%)	54.9	56.0	62.7	64.1	63.2
Tỷ lệ bảo hiểm giữ lại (%)	45.1	44.0	37.3	35.9	36.8
Tỷ lệ bồi thường (%)	38.3	37.0	39.3	37.5	36.9
Tỷ lệ chi phí (%)	59.3	59.8	58.5	58.9	58.7
Tỷ lệ hỗn hợp (%)	97.6	96.8	97.7	96.4	95.6

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