

Thách thức trong ngắn hạn, lạc quan trong dài hạn

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

- Lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ hồi phục mạnh, với PVI giành thêm thị phần trong khi BVH và MIG mất thị phần do chiến lược tập trung vào lợi nhuận. Mạng bảo hiểm nhân thọ cũng có thấy dấu hiệu hồi phục ban đầu, trong đó BVH tạm thời ghi nhận kết quả vượt trội.
- Mặt bằng lãi suất thấp được dự báo sẽ gây sức ép lên lợi nhuận ngắn hạn nhưng được bù đắp bởi tài sản đầu tư tăng lên, biên lợi nhuận bảo hiểm phi nhân thọ cải thiện sau cơn bão Yagi và tỷ suất lợi nhuận mạng bảo hiểm nhân thọ của BVH cải thiện.
- Chúng tôi vẫn lạc quan về tăng trưởng dài hạn, với kỳ vọng tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm tăng lên. Chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho BVH và PVI, nhờ triển vọng ngắn và dài hạn thuận lợi, trong khi chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ cho MIG do những rủi ro trong ngắn hạn.

Hồi phục ấn tượng từ đáy

Ngành bảo hiểm phi nhân thọ hồi phục mạnh mẽ trong năm 2024 với phí bảo hiểm tăng trưởng 12,4%, sau khi chỉ tăng trưởng 2,8% trong năm 2023, với sự phục hồi trên diện rộng. Đà tăng trưởng duy trì trong Q1/2025 với phí bảo hiểm tăng gần 11%. PVI đã giành thêm thị phần đáng kể, trong khi BVH và MIG thu hẹp vì cả hai công ty này đều ưu tiên lợi nhuận hơn doanh thu.

Ngành bảo hiểm nhân thọ đã cho thấy những dấu hiệu hồi phục ban đầu trong Q1/2025 với tổng phí bảo hiểm tăng 1,2% và phí bảo hiểm khai thác mới tăng 2,4%. BVH tạm thời dẫn đầu với động lực tăng trưởng đến từ kênh đại lý và ít phụ thuộc vào kênh bancassurance hiện đang kém tích cực.

Thách thức ngắn hạn, lạc quan trong dài hạn

Mặt bằng lãi suất thấp sẽ gây sức ép lên lợi suất đầu tư của các công ty bảo hiểm trong năm 2025-2026 nhưng được bù đắp nhờ quy mô tài sản đầu tư tăng lên và tỷ suất lợi nhuận mạng bảo hiểm phi nhân thọ phục hồi sau cơn bão Yagi. Đối với BVH, biên lợi nhuận mạng bảo hiểm nhân thọ cải thiện vẫn là trọng tâm chính.

Bất chấp rủi ro từ chính sách thuế quan Mỹ trong ngắn hạn, có thể ảnh hưởng gián tiếp đến tăng trưởng doanh thu, tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm hiện vẫn ở mức thấp của Việt Nam mở ra tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ trong dài hạn với các động lực chính bao gồm: Thu nhập bình quân cải thiện, nhận thức tăng lên và các chính sách bảo hiểm bắt buộc được thắt chặt. HSC giữ nguyên dự báo tăng trưởng phí bảo hiểm phi nhân thọ bình quân 11% mỗi năm, trong khi phí bảo hiểm nhân thọ kỳ vọng phục hồi khiếm tốn 4,4% trong năm 2025 nhưng sẽ tăng trưởng mạnh hơn ở các năm sau nhờ sự phục hồi của kênh bancassurance.

Triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ, khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho BVH & PVI, Nắm giữ cho MIG

HSC dự báo lợi nhuận của các cổ phiếu trong phạm vi phân tích của chúng tôi sẽ tăng trưởng vững chắc trong 3 năm tới nhờ doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ và tỷ suất lợi nhuận mạng bảo hiểm cải thiện. Mặc dù lợi suất đầu tư đang chịu sức ép nhưng điều này được bù đắp một phần nhờ quy mô tài sản đầu tư tăng lên.

BVH vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi với khuyến nghị Tăng tỷ trọng (hạ khuyến nghị từ Mua vào) nhờ vị thế dẫn đầu trên thị trường bảo hiểm nhân thọ, biên lợi nhuận cải thiện và tiềm năng tăng giá hấp dẫn. Chúng tôi cũng khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho PVI (nâng khuyến nghị từ Giảm tỷ trọng) nhờ vị thế thống trị trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ cùng tiềm năng mở rộng ra thị trường quốc tế ở lĩnh vực tái bảo hiểm, mặc dù tiềm năng tăng giá khiếm tốn hơn so với BVH. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với MIG với triển vọng ngắn hạn có phần thách thức.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 30/5.

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 (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
BVH	51,600	Tăng tỷ trọng	Mua vào	60,000	6.57	16.3	14.3	11.6	1.58	1.46	2.52	3.44
MIG	16,450	Nắm giữ	-	16,700	3.09	1.52	11.7	10.0	1.28	1.20	3.06	3.99
PVI	54,600	Tăng tỷ trọng	Giảm tỷ trọng	59,800	3.82	9.52	12.6	10.9	1.59	1.52	5.77	6.27

Giá cổ phiếu tại ngày 29/5/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Khó khăn chỉ là tạm thời; tiềm năng dài hạn không thay đổi 3

Hồi phục ấn tượng từ đáy 3

Thách thức ngắn hạn, dài hạn tươi sáng 6

Lợi nhuận được dự báo tăng trưởng mạnh mẽ; lựa chọn hàng đầu là BVH 9

Lợi nhuận được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2025-2027 9

Khuyến nghị: Lựa chọn hàng đầu BVH, tiếp theo là PVI, trung lập đối với MIG 10

Báo cáo thành phần

Tập đoàn Bảo Việt (BVH) 12

Công ty Cổ phần PVI (PVI) 21

Tổng CTCP Bảo hiểm Quân đội (MIG) 31

Khó khăn chỉ là tạm thời; tiềm năng dài hạn không thay đổi

Ngành bảo hiểm phi nhân thọ đã phục hồi mạnh mẽ trong năm 2024 với đà tăng trưởng được duy trì sang Q1/2025. Trong khi đó, tốc độ sụt giảm của ngành bảo hiểm nhân thọ đã chấm lại và bắt đầu hồi phục trong Q1/2025 - một dấu hiệu sớm và rõ ràng của giai đoạn hồi phục. Bất chấp những thách thức hiện tại, như mặt bằng lãi suất thấp và rủi ro tiềm ẩn từ chính sách thuế quan, HSC vẫn lạc quan về triển vọng tăng trưởng dài hạn của ngành với kỳ vọng tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm sẽ tăng lên từ mức nền thấp. Trong số các cổ phiếu trong phạm vi phân tích, HSC khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho BVH và PVI nhờ vị thế dẫn đầu và triển vọng nền tảng cơ bản cải thiện. Chúng tôi đánh giá trung lập đối với MIG, khuyến nghị Nắm giữ do những động lực hạn chế trong ngắn hạn, tuy nhiên vẫn duy trì quan điểm tích cực trong dài hạn.

Hồi phục ấn tượng từ đáy

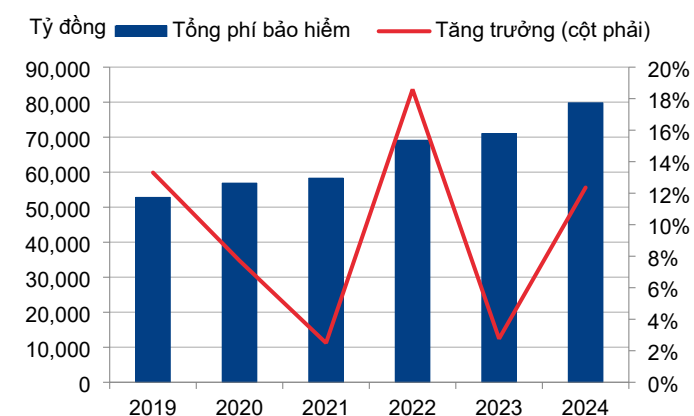
Mảng bảo hiểm phi nhân thọ hồi phục mạnh từ mức nền thấp; PVI vẫn dẫn đầu

Tổng phí bảo hiểm tăng trưởng 12,4% trong năm 2024, hồi phục mạnh mẽ sau khi chỉ tăng trưởng 2,8% trong năm 2023 do điều kiện kinh tế kém tích cực. Sự phục hồi diễn ra ở tất cả các dòng sản phẩm: Bảo hiểm sức khỏe và tai nạn cá nhân tăng trưởng 21,4% (sau khi đi ngang trong năm 2023), bảo hiểm xe cơ giới tăng trưởng 5,5% (so với mức giảm 1,8% trong năm 2023) và bảo hiểm thương mại tăng trưởng 9,2% (sau khi tăng trưởng 8,0% trong năm 2023). Đà tăng trưởng được duy trì trong Q1/2025 với mức tăng khoảng 11% so với cùng kỳ.

PVI vẫn giữ vững vị trí dẫn đầu, tiếp theo là BVH. PVI là một trong hai công ty bảo hiểm duy nhất trong top 10 giành thêm thị phần trong năm 2024 nhờ các sản phẩm bảo hiểm thương mại tăng trưởng mạnh mẽ cùng sự phục hồi của sản phẩm bảo hiểm xe cơ giới. BVH & MIG tiếp tục đánh mất thị phần do tập trung vào lợi nhuận thay vì tăng trưởng doanh thu. Trong phạm vi phân tích của chúng tôi, PVI dẫn đầu dòng sản phẩm thương mại, BVH thống trị dòng sản phẩm bảo hiểm sức khỏe & tai nạn cá nhân, trong khi MIG mạnh nhất với dòng sản phẩm bảo hiểm xe cơ giới.

Biểu đồ 1: Phí bảo hiểm phi nhân thọ, ngành Bảo hiểm

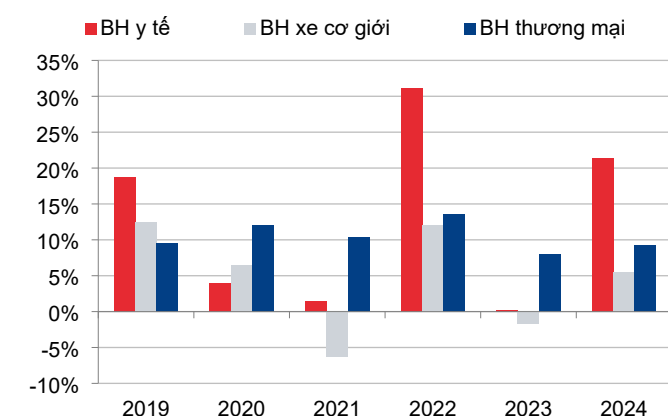
Phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng trưởng mạnh từ mức nền thấp...



Nguồn: IAV, HSC

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

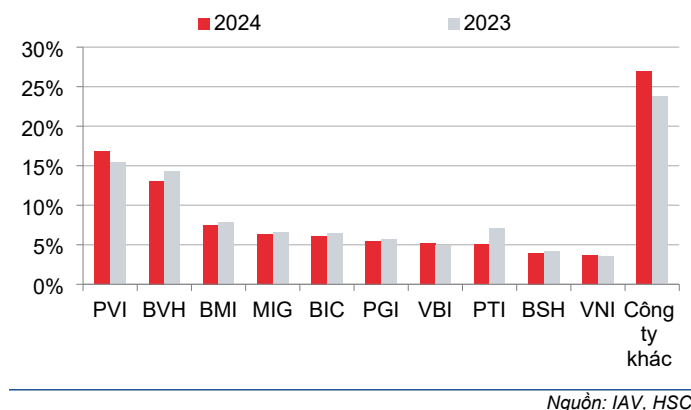
...dẫn dắt bởi nhóm sản phẩm bảo hiểm y tế và bảo hiểm tai nạn cá nhân



Nguồn: IAV, HSC

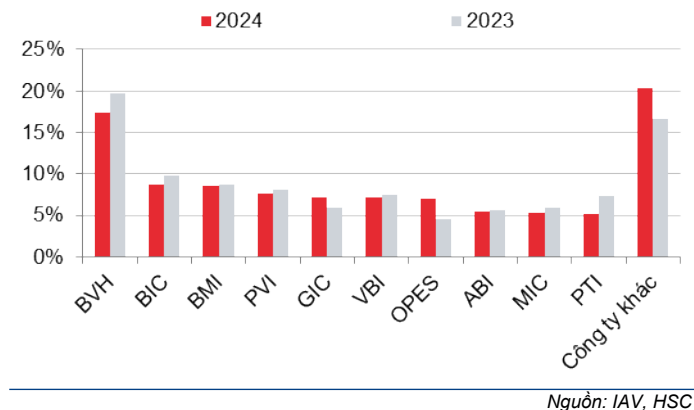
Biểu đồ 3: Thị phần bảo hiểm phi nhân thọ

PVI xếp số 1, theo sau là BVH



Biểu đồ 4: Thị phần bảo hiểm sức khỏe

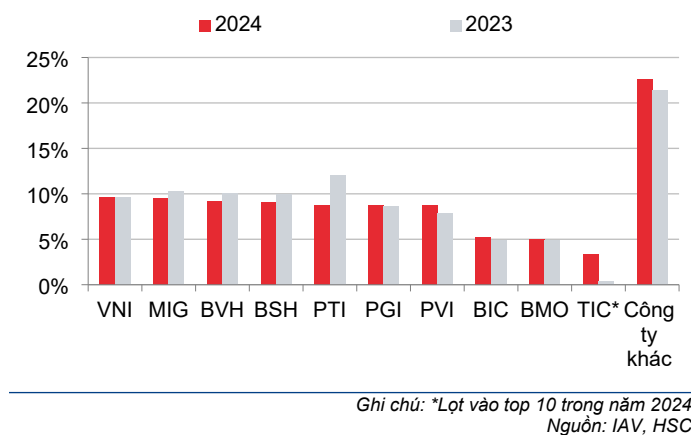
BVH vẫn giữ vị trí dẫn đầu dù thị phần sụt giảm



Tỷ lệ kết hợp bình quân ngành cải thiện mặc dù chịu ảnh hưởng của bão Yagi, có thể do thị trường chuyển dần sang cạnh tranh về chất lượng dịch vụ với mức giá phù hợp thay vì cạnh tranh về giá như trong những năm gần đây. Tỷ lệ bồi thường cũng cho thấy xu hướng giảm. Tuy nhiên, lưu ý rằng tỷ lệ kết hợp đã phản ánh tác động của bão Yagi thông qua chi phí dự phòng, trong khi tỷ lệ bồi thường có thể phản ánh chậm hơn 1-2 năm.

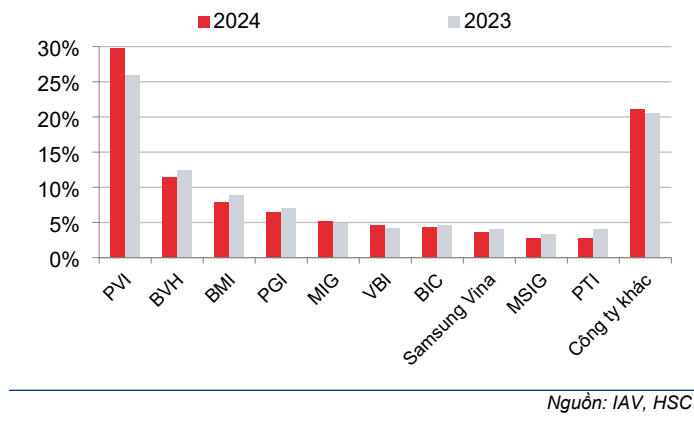
Biểu đồ 5: Thị phần bảo hiểm xe cơ giới

VNI vượt qua MIG để dẫn đầu mảng BH xe cơ giới trong năm 2024



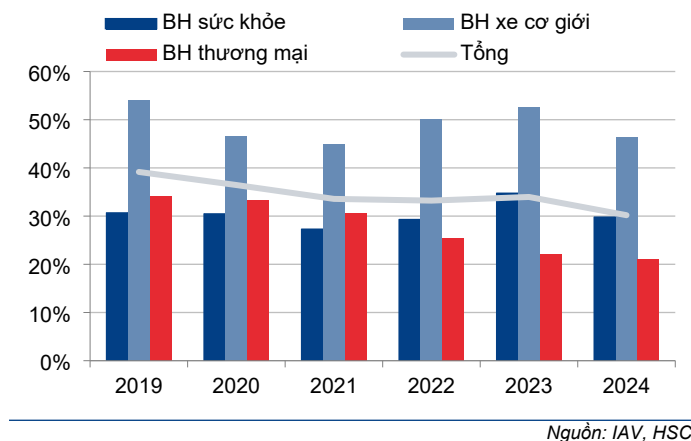
Biểu đồ 6: Thị phần bảo hiểm thương mại

PVI vẫn chiếm ưu thế tuyệt đối trong mảng bảo hiểm thương mại



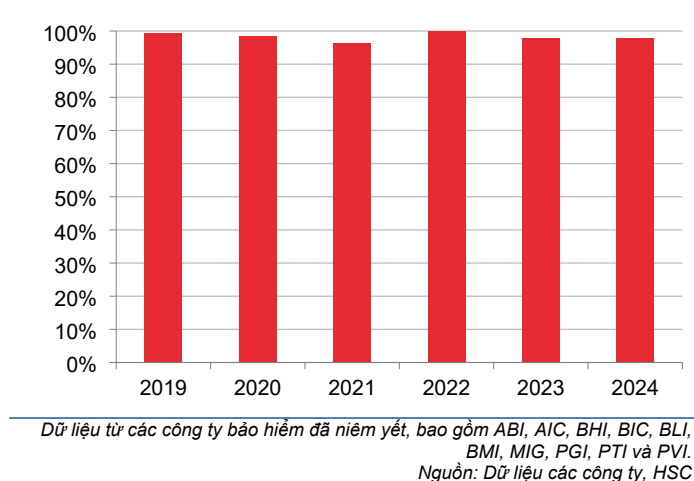
Biểu đồ 7: Tổng tỷ lệ bồi thường theo sản phẩm, ngành BH

Tổng tỷ lệ bồi thường đã giảm theo thời gian



Biểu đồ 8: Tỷ lệ kết hợp, một số công ty bảo hiểm

Tỷ lệ kết hợp cải thiện nhẹ sau bão Yagi



Mảng bảo hiểm nhân thọ: Đã chạm đáy và hồi phục nhẹ trong Q1/2025

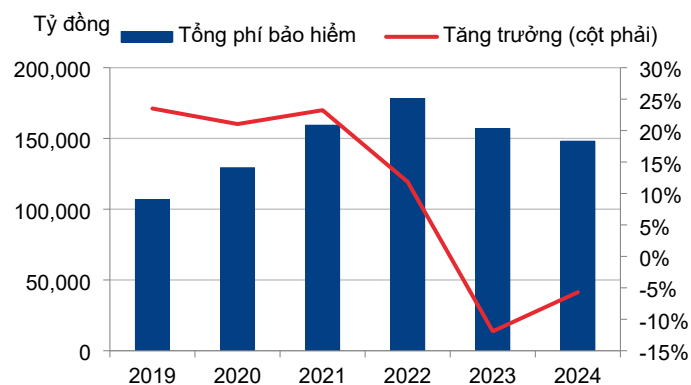
Phí bảo hiểm nhân thọ tăng trưởng trở lại từ Q1/2025, cho thấy dấu hiệu chạm đáy. Phí bảo hiểm nhân thọ bắt đầu giảm chậm lại từ Q3/2024, sau đó, tổng phí bảo hiểm đã tăng trở lại ở mức 1,2% và phí bảo hiểm khai thác mới tăng 2,4% trong Q1/2025.

Kênh bancassurance vẫn kém tích cực, BVH tiếp tục vượt trội so với ngành. Trong năm 2024, kênh bancassurance tiếp tục xu hướng giảm với mức giảm hai chữ số đối với cả tổng phí bảo hiểm và phí bảo hiểm khai thác mới. BVH, phụ thuộc ít hơn ở kênh này, ghi nhận kết quả vượt trội trong năm 2023-2024, sau đó tiếp tục tăng lần lượt 3% và 33% đối với tổng phí bảo hiểm và phí bảo hiểm khai thác mới trong Q1/2025, vượt trội so với mức tăng lần lượt 1,1% và 1,9% của ngành. Điều này cho thấy, phí bảo hiểm toàn ngành phục hồi nhẹ trong Q1/2025 có thể đến từ kênh đại lý.

Lãi suất kỹ thuật có vẻ đã chạm đáy, cho thấy tiềm năng tăng trở lại lớn hơn so với rủi ro tiếp tục giảm. HSC tin rằng lãi suất kỹ thuật đã chạm đáy. Nếu lãi suất tăng lên, các công ty bảo hiểm nhân thọ sẽ hưởng lợi nhờ chi phí dự phòng giảm xuống giúp nâng cao lợi nhuận.

Biểu đồ 9: Phí bảo hiểm nhân thọ, ngành Bảo hiểm

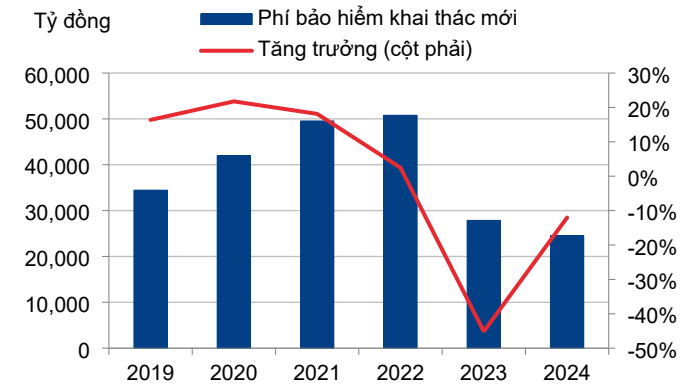
Xu hướng giảm đã chậm lại trong năm 2024



Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 10: Phí bảo hiểm khai thác mới, ngành Bảo hiểm

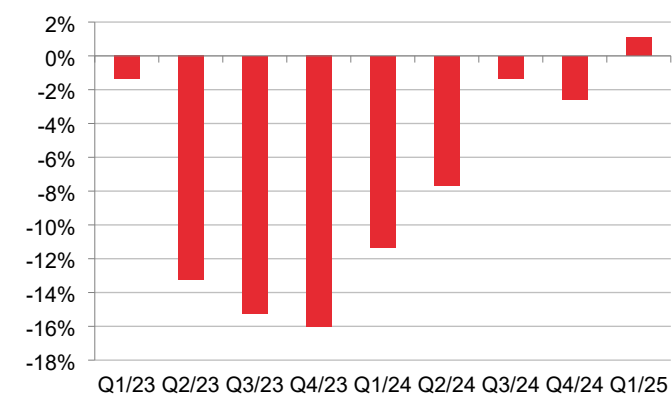
Phí bảo hiểm khai thác mới tiếp tục giảm 10%



Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 11: Tăng trưởng tổng phí BH theo quý, ngành BH

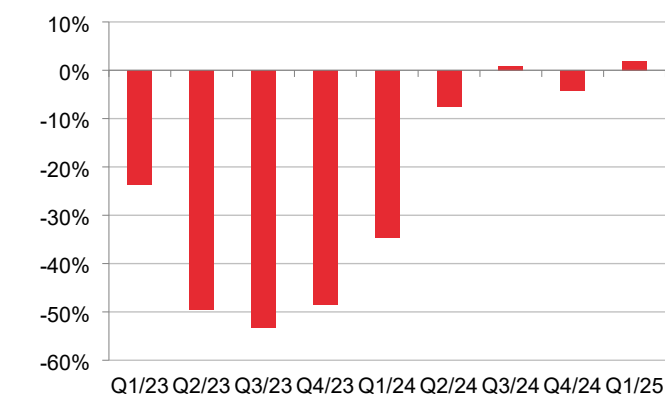
Tổng phí BH ghi nhận tăng trưởng dương trở lại trong Q1/2025...



Nguồn: IAV, HSC

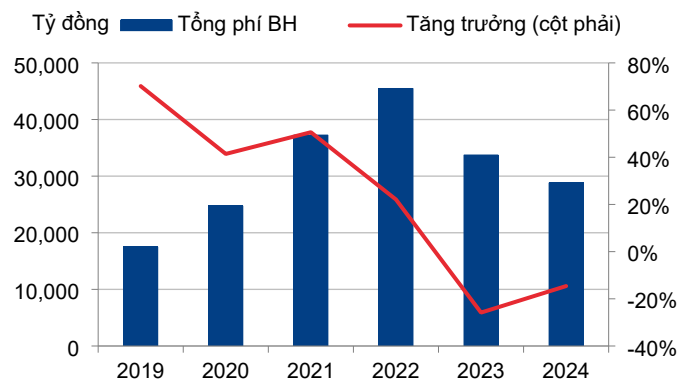
Biểu đồ 12: Tăng trưởng phí bảo hiểm khai thác mới theo quý, ngành BH

...và phí bảo hiểm khai thác mới cũng tương tự



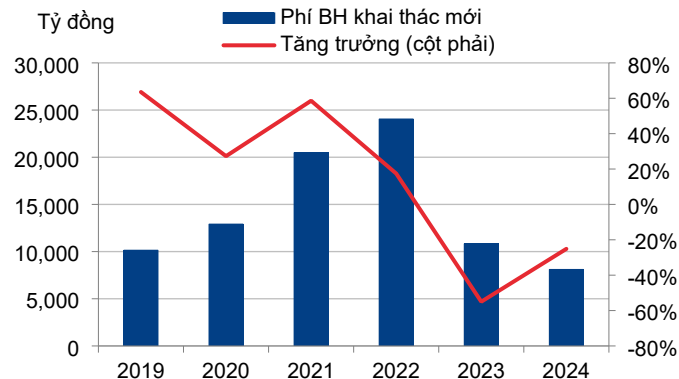
Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 13: Tổng phí bảo hiểm qua kênh banca, ngành BH
Tổng phí BH qua kênh banca giảm mạnh hơn thị trường...



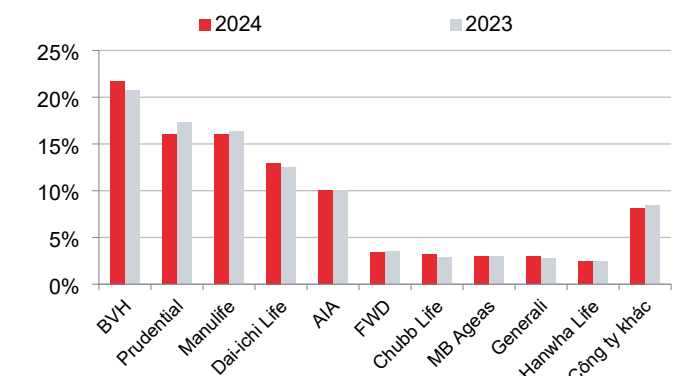
Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 14: Phí BH khai thác mới qua kênh banca, Sector
...cả về tổng phí BH & phí BH khai thác mới



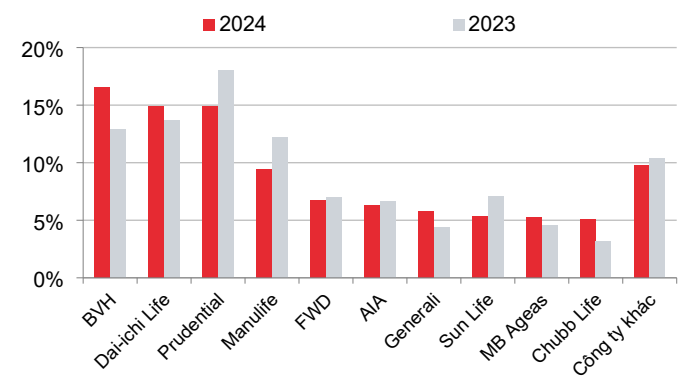
Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 15: Thị phần tổng phí bảo hiểm
BVH dẫn đầu về tổng phí bảo hiểm



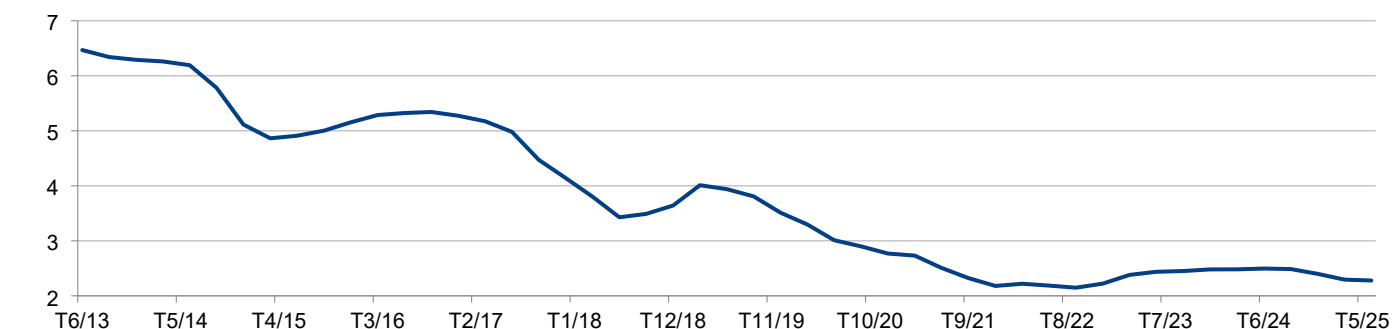
Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 16: Thị phần phí bảo hiểm khai thác mới
BVH vượt qua Prudential để dẫn đầu về phí BH khai thác mới



Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 17: Ước tính lãi suất kỹ thuật tối đa
Lãi suất kỹ thuật vẫn dao động quanh mức đáy



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Thách thức ngắn hạn, dài hạn tươi sáng

Mặt bằng lãi suất thấp cùng rủi ro thuế quan của Mỹ gây sức ép lên triển vọng ngắn hạn

Lãi suất đã ở mức thấp kỷ lục trong hơn một năm qua để hỗ trợ nền kinh tế, điều này có thể sẽ ảnh hưởng đến lợi suất đầu tư của các công ty bảo hiểm trong năm 2025-2026. Những khoản tiền gửi & trái phiếu lợi suất cao cuối cùng - được đầu tư trong nửa đầu năm 2023 - dự kiến sẽ sớm đáo hạn và hoạt động tái đầu tư sẽ diễn ra ở mức lãi suất thấp hơn đáng kể. Tuy nhiên, ở một góc độ khác, HSC nhận thấy tiềm năng tăng của lãi suất lớn hơn so với rủi ro giảm. Lãi suất tăng lên có thể cải thiện

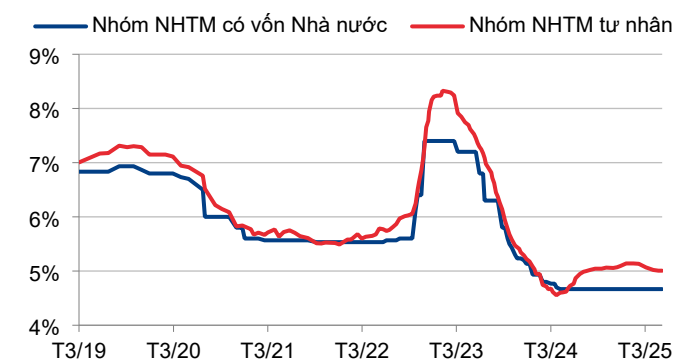
tâm lý thị trường trước tiên, và sau đó là cải thiện lợi nhuận thuần của các công ty bảo hiểm.

Mặc dù rủi ro về thuế quan Mỹ có thể ảnh hưởng đến nền kinh tế chung và gián tiếp gây ra rủi ro đối với tăng trưởng doanh thu ngành bảo hiểm, chúng tôi tin rằng tác động có thể chỉ mang tính ngắn hạn. Do tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm hiện tại của Việt Nam vẫn ở mức thấp, chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng của ngành này sẽ rất đáng kể trong dài hạn.

Về mặt tích cực, HSC kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm phục hồi sau cơn bão Yagi sẽ bù đắp rủi ro do mặt bằng lãi suất thấp và rủi ro doanh thu suy yếu. Sự phục hồi này có thể là động lực chính giúp đẩy mạnh tăng trưởng lợi nhuận của các công ty bảo hiểm phi nhân thọ trong năm 2025. Tính riêng BVH, câu chuyện chính nằm ở khả năng cải thiện tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm nhân thọ, chúng tôi sẽ phân tích chi tiết trong phần Báo cáo doanh nghiệp BVH bên dưới.

Biểu đồ 18: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng

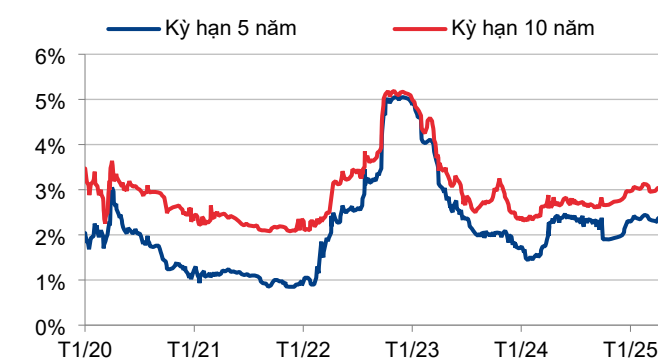
Lãi suất tiền gửi và...



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Biểu đồ 19: Lợi suất TPCP

...lợi suất TPCP có thể đã chạm đáy



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

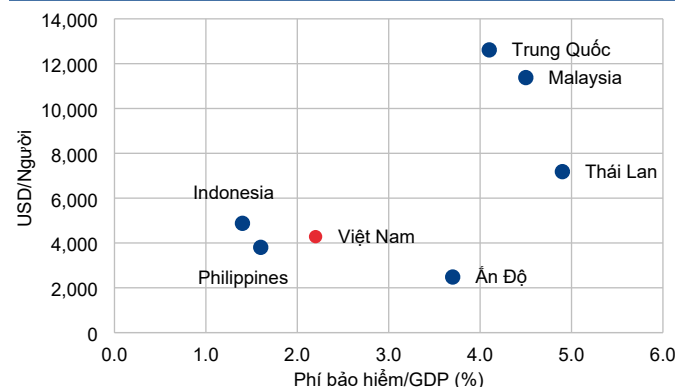
Triển vọng vẫn tích cực trong dài hạn

Như đã đề cập ở trên, HSC vẫn lạc quan về triển vọng dài hạn của ngành bảo hiểm. Tỷ lệ thâm nhập hiện tại - tỷ lệ tổng phí bảo hiểm/GDP danh nghĩa - đối với cả lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ vẫn thấp hơn đáng kể so với các thị trường trong khu vực. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ này sẽ dần cải thiện nhờ thu nhập cá nhân cải thiện, nhận thức về nhu cầu mua bảo hiểm ngày càng tăng và các chính sách bảo hiểm bắt buộc được mở rộng và thực hiện chặt chẽ hơn.

HSC giữ nguyên dự báo phí bảo hiểm phi nhân thọ sẽ tăng trưởng bình quân 11% mỗi năm. Trong khi đó, chúng tôi dự báo phí bảo hiểm nhân thọ sẽ phục hồi khiếm tốn 4,4% trong năm 2025, sau đó tăng trưởng mạnh hơn trong những năm tiếp theo dựa trên kỳ vọng kênh bancassurance phục hồi.

Biểu đồ 20: Tỷ lệ thâm nhập năm 2023, Việt Nam & các thị trường khác

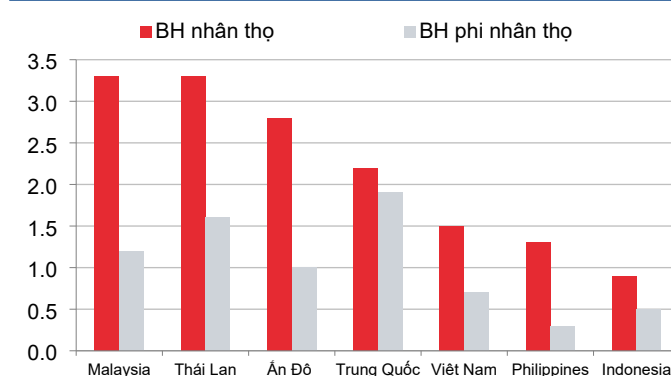
Việt Nam có tiềm năng đáng kể để nâng cao tỷ lệ thâm nhập...



Nguồn: OECD, HSC

Biểu đồ 21: Tỷ lệ thâm nhập theo mảng bảo hiểm, Việt Nam & các thị trường khác

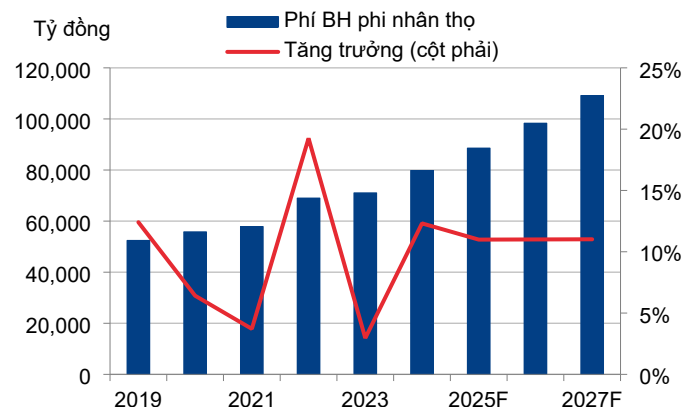
...ở cả mảng bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ



Nguồn: OECD, HSC

Biểu đồ 22: Dự báo phí bảo hiểm phi nhân thọ, ngành BH

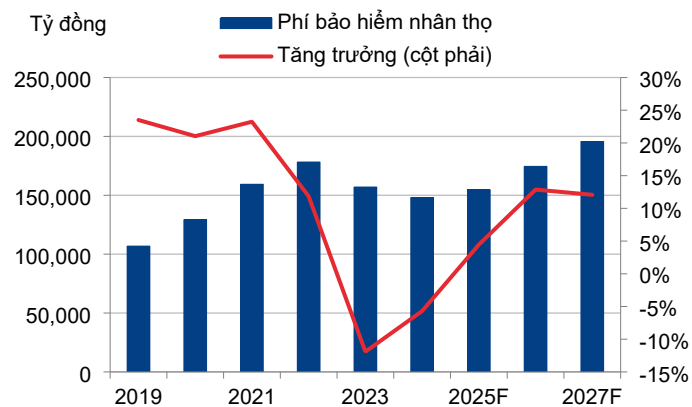
HSC dự báo phí BH phi nhân thọ sẽ tăng trưởng bình quân 11%/năm trong giai đoạn 2025-2027



Nguồn: HSC

Biểu đồ 23: Dự báo phí bảo hiểm nhân thọ, ngành BH

Phí bảo hiểm nhân thọ được kỳ vọng sẽ phục hồi nhẹ trong năm 2025



Nguồn: HSC

Lợi nhuận được dự báo tăng trưởng mạnh mẽ; lựa chọn hàng đầu là BVH

HSC kỳ vọng lợi nhuận của các công ty bảo hiểm trong phạm vi phân tích của chúng tôi sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong 3 năm tới nhờ doanh thu tăng trưởng vững chắc và tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm cải thiện, trong khi sự sụt giảm của lợi suất đầu tư sẽ được bù đắp một phần nhờ quy mô tài sản đầu tư tăng lên. BVH là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi với khuyến nghị Tăng tỷ trọng (hạ khuyến nghị từ Mua vào) nhờ vị thế dẫn đầu thị trường bảo hiểm nhân thọ, triển vọng tỷ suất lợi nhuận cải thiện cùng tiềm năng tăng giá hấp dẫn. Tiếp theo là PVI, với khuyến nghị Tăng tỷ trọng (nâng khuyến nghị từ Giảm tỷ trọng), công ty dẫn đầu thị trường bảo hiểm phi nhân thọ với tiềm năng phát triển trên thị trường quốc tế ở lĩnh vực tái bảo hiểm, nhưng có tiềm năng tăng giá vừa phải hơn so với BVH. Chúng tôi vẫn duy trì đánh giá trung lập đối với MIG với khuyến nghị Nắm giữ do triển vọng ngắn hạn nhiều thách thức.

Lợi nhuận được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2025-2027

- **Tăng trưởng doanh thu:** PVI được kỳ vọng sẽ dẫn đầu tăng trưởng phí bảo hiểm, cao hơn đáng kể bình quân ngành, nhờ lợi thế cạnh tranh tốt cùng vị thế vững chắc trên thị trường. Trong khi MIG có thể sẽ tiếp tục phải đối mặt với những thách thức trong ngắn hạn nhưng sự hậu thuẫn chiến lược của MBB - NHTM tư nhân lớn nhất và năng động nhất Việt Nam - được kỳ vọng mang lại triển vọng dài hạn đầy hứa hẹn với tiềm năng đẩy mạnh phân khúc bán lẻ. Ngược lại, BVH có vẻ đang ưu tiên lợi nhuận thay vì tăng trưởng doanh thu.
- **Tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm:** HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận sẽ cải thiện tại tất cả các công ty bảo hiểm phi nhân thọ - PVI, MIG và công ty con bảo hiểm phi nhân thọ của BVH - dựa trên giả định năm nay sẽ không xuất hiện thêm sự kiện tổn thất lớn như cơn bão Yagi. Trong đó, mảng bảo hiểm nhân thọ của BVH tiếp tục cải thiện và vẫn là động lực chính giúp đẩy mạnh tăng trưởng lợi nhuận của công ty này.
- **Thu nhập đầu tư:** Như đã đề cập trước đó, mặt bằng lãi suất thấp sẽ ảnh hưởng đến lợi suất đầu tư bình quân của các công ty bảo hiểm. Tuy nhiên, tăng trưởng quy mô tài sản đầu tư có thể giúp bù đắp áp lực này. Cả BVH và PVI đều đang tích cực mở rộng quy mô danh mục đầu tư, trong khi chúng tôi vẫn chưa nhận thấy tiến triển của MIG ở hoạt động này.
- **Lợi nhuận thuần:** HSC dự báo lợi nhuận của cả ba cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2025-2027, dẫn đầu là BVH. Hệ số ROE cũng được dự báo sẽ dần cải thiện theo thời gian.

Chúng tôi tóm tắt dự báo chính bên dưới, trong khi dự báo chi tiết cho từng cổ phiếu sẽ nằm ở phần Báo cáo doanh nghiệp sau đó.

Bảng 24: Dự báo mảng bảo hiểm, các cổ phiếu ngành Bảo hiểm trong phạm vi phân tích của HSC

Lợi nhuận gộp của BVH được kỳ vọng sẽ đảo chiều

Tỷ đồng	2024	Dự báo			Tăng trưởng		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tổng doanh thu phí BH							
BVH	39,126	41,032	45,069	49,965	4.9%	9.8%	10.9%
PVI	6,449	7,396	8,547	9,744	14.7%	15.6%	14.0%
MIG	2,327	2,600	2,972	3,361	11.7%	14.3%	13.1%
Tổng	47,902	51,027	56,588	63,071	6.5%	10.9%	11.5%
Lợi nhuận gộp mảng BH							
BVH	-969	1,554	1,685	1,474	260.3%	8.5%	-12.5%
PVI	843	1,137	1,325	1,520	35.0%	16.5%	14.7%
MIG	545	676	728	823	23.9%	7.8%	13.1%
Tổng	419	3,367	3,738	3,818	703.3%	11.0%	2.1%

Nguồn: HSC

Bảng 25: Dự báo mảng đầu tư, các cổ phiếu ngành Bảo hiểm trong phạm vi phân tích của HSC

HSC hạ giả định lợi suất đầu tư nhưng được bù đắp bởi việc nâng giả định tài sản đầu tư

	2024	Dự báo			Tăng trưởng		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tiền mặt & tài sản đầu tư							
BVH	230,123	249,395	268,853	290,315	8.4%	7.8%	8.0%
PVI	14,718	17,839	18,768	19,856	21.2%	5.2%	5.8%
MIG	4,593	5,079	5,623	6,243	10.6%	10.7%	11.0%
Tổng	249,434	272,312	293,244	316,414	9.2%	7.7%	7.9%
Tổng lợi suất đầu tư							
BVH	5.7%	5.2%	5.4%	5.7%	-45 điểm cơ bản	16 điểm cơ bản	30 điểm cơ bản
PVI	8.0%	7.2%	7.2%	7.4%	-85 điểm cơ bản	5 điểm cơ bản	20 điểm cơ bản
MIG	7.2%	5.4%	6.4%	7.2%	-183 điểm cơ bản	100 điểm cơ bản	83 điểm cơ bản
Tổng	5.8%	5.4%	5.5%	5.8%	-49 điểm cơ bản	18 điểm cơ bản	31 điểm cơ bản
Tổng thu nhập từ đầu tư							
BVH	12,193	12,534	13,966	15,919	2.8%	11.4%	14.0%
PVI	1,109	1,167	1,322	1,433	5.2%	13.3%	8.4%
MIG	312	261	342	429	-16.5%	31.3%	25.3%
Tổng	13,614	13,961	15,630	17,781	2.6%	12.0%	13.8%

Nguồn: HSC

Bảng 26: Dự báo lợi nhuận thuần, các cổ phiếu ngành Bảo hiểm trong phạm vi phân tích của HSC

Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh trong 3 năm tới

	2024	Dự báo			Tăng trưởng		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận thuần							
BVH	2,068	2,632	3,238	3,957	27.3%	23.0%	22.2%
PVI	833	1,003	1,162	1,310	20.5%	15.9%	12.8%
MIG	224	264	311	383	17.9%	17.5%	23.2%
Tổng	3,125	3,899	4,711	5,650	24.8%	20.8%	20.0%
ROE							
BVH	9.4%	11.2%	12.8%	14.5%	182 điểm cơ bản	160 điểm cơ bản	163 điểm cơ bản
PVI	10.7%	12.6%	14.1%	15.2%	194 điểm cơ bản	147 điểm cơ bản	111 điểm cơ bản
MIG	10.6%	11.2%	11.6%	13.3%	56 điểm cơ bản	40 điểm cơ bản	168 điểm cơ bản
Tổng	9.8%	11.6%	13.0%	14.5%	175 điểm cơ bản	147 điểm cơ bản	151 điểm cơ bản

Nguồn: HSC

Khuyến nghị: Lựa chọn hàng đầu BVH, tiếp theo là PVI, trung lập đối với MIG

HSC hạ khuyến nghị cho BVH xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây. Tuy nhiên, tiềm năng tăng giá của BVH vẫn ở mức 16% - cao nhất trong số 3 cổ phiếu trong phạm vi phân tích của chúng tôi - với giá mục tiêu 60.000đ. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu BVH nhờ vị thế dẫn đầu trên thị trường bảo hiểm nhân thọ - với tiềm năng tăng trưởng dài hạn đáng kể - cùng triển vọng biên lợi nhuận cải thiện mạnh mẽ.

Xét về mặt cơ bản, chúng tôi ưa thích cổ phiếu PVI hơn so với cổ phiếu BVH. PVI là công ty dẫn đầu trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ với tiềm năng phát triển ra thị trường quốc tế thông qua hoạt động tái bảo hiểm. BLĐ của công ty cũng tập trung hơn vào đẩy mạnh tăng trưởng doanh thu. Tuy nhiên, tiềm năng tăng giá của PVI chỉ ở mức khoảng 10% với giá mục tiêu 59.800đ, do đó chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với PVI.

MIG vẫn là lựa chọn tốt trong dài hạn, tuy nhiên chúng tôi vẫn chưa nhận thấy sự cải thiện đáng kể về doanh thu. Công ty có vẻ vẫn đang cân bằng giữa tăng trưởng và lợi nhuận. Một động lực tăng trưởng mới rõ ràng có thể giúp cổ phiếu MIG trở nên hấp dẫn hơn. HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với MIG với giá mục tiêu là 16.700đ.

Dưới đây là số liệu định giá của chúng tôi.

Bảng 27: Giả định chi phí vốn CSH, các cổ phiếu ngành Bảo hiểm trong phạm vi phân tích của HSC

Chúng tôi cập nhật giả định phần bù rủi ro vốn CSH đối với BVH, sát với giả định của các công ty khác

	Lãi suất phí rủi ro		Beta		Phần bù rủi ro vốn CSH		Chi phí VCSH		Thay đổi
	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới	
BVH	4.0%	4.0%	0.90	0.90	7.50%	8.75%	10.8%	11.9%	1.1 điểm %
PVI	4.0%	4.0%	0.85	0.85	8.75%	8.75%	11.4%	11.4%	0.0 điểm %
MIG	4.0%	4.0%	1.05	1.05	8.75%	8.75%	13.2%	13.2%	0.0 điểm %

Nguồn: HSC

Bảng 28: Định giá và khuyến nghị, các cổ phiếu ngành Bảo hiểm trong phạm vi phân tích của HSC

BVH có tiềm năng tăng giá cao nhất

	Khuyến nghị	Thị giá	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng/giảm	P/B dự phóng năm 2025 tại giá mục tiêu (lần)	ROE 2025F	Câu chuyện đầu tư
BVH	Tăng tỷ trọng	52,400	60,000	16.3%	1.84	10.0%	Tỷ suất lợi nhuận mảng BH nhân thọ cải thiện
PVI	Tăng tỷ trọng	54,300	59,800	9.5%	1.74	12.5%	Vị thế dẫn đầu thị trường BH phi nhân thọ, tăng trưởng mạnh mẽ trong dài hạn, tỷ suất lợi nhuận cải thiện sau bão Yagi
MIG	Nắm giữ	16,400	16,700	1.5%	1.30	13.1%	Có hậu thuẫn là ngân hàng tư nhân lớn nhất tại Việt Nam, tỷ suất lợi nhuận cải thiện sau bão Yagi

Nguồn: HSC

Bảng 29: So sánh các công ty cùng ngành

BVH và PVI có định giá cao hơn nhờ vị thế dẫn đầu và nền tảng cải thiện

Mã CK	Thị giá	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Lợi suất cổ tức	P/E		P/B		ROE		ROA	
	Đồng		Đồng		Trượt 12T	2025F	Hiện tại	2025F	Trượt 12T	2025F	Trượt 12T	2025F
BVH	52,400	Tăng tỷ trọng	60,000	1.9	17.6	14.8	1.7	1.6	9.8	11.2	0.9	1.1
MIG	16,400	Nắm giữ	16,700	5.7	12.0	12.5	1.3	1.3	11.3	11.2	2.7	2.7
PVI	54,300	Tăng tỷ trọng	59,800	5.8	15.9	12.8	1.6	1.6	10.0	12.6	2.5	3.0
BMI	21,650	Chưa k/n		2.1	12.7		1.0		8.8		3.2	
PTI	20,500	Chưa k/n			7.9		1.1		14.5		3.9	
PGI	21,000	Chưa k/n		5.7	9.9		1.2		12.8		2.9	
BIC	35,650	Chưa k/n		4.2	7.7		1.3		18.2		6.6	
AIC	11,200	Chưa k/n			97.4		1.0		1.0		0.3	
ABI	28,000	Chưa k/n		7.1	14.0		1.3		9.3		4.9	
BLI	9,200	Chưa k/n			8.6		0.6		7.4		2.6	
Bình quân				4.6	20.4		1.2		10.3		3.1	
Trung vị				5.7	12.4		1.3		9.9		2.8	

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 28/5
Nguồn: Bloomberg, HSC

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Giá mục tiêu: VNĐ60,000 (từ VNĐ56,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 16.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2025)	51,600
Mã Bloomberg	BVH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	39,100-58,700
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	51,975
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	38,304
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,473
Slg CP lưu hành (tr.đv)	742
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	364
Slg CP NN được mua (tr.đv)	163
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	27.0%
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	12.3	(8.83)	15.8
So với chỉ số	2.74	(13.6)	3.87
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2025F	3,546	3,244	9.3
2026F	4,362	3,907	11.6
2027F	5,331	4,668	14.2

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

Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng sau đợt tăng giá gần đây

- HSC tăng 6,6% giá mục tiêu cho BVH lên 60.000đ sau khi tăng dự báo lợi nhuận với kỳ vọng triển vọng dài hạn khởi sắc và cập nhật giả định định giá mới. Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây.
- Chúng tôi tăng bình quân 11% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027 nhờ tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm nhân thọ cải thiện bù đắp một phần sự sụt giảm của lợi suất đầu tư và sự gia tăng của chi phí bán hàng & quản lý. Chúng tôi dự báo LNTT sẽ tăng trưởng bình quân 24% trong 3 năm tới.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 12% trong 1 tháng qua, BVH đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,5 lần, vẫn thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 1,7 lần. BVH vẫn là cơ hội đầu tư hấp dẫn nhờ vị thế dẫn đầu thị trường trong nước và triển vọng lợi nhuận cải thiện.

Sự kiện: Điều chỉnh dự báo và giả định định giá

BVH đã công bố KQKD Q1/2025 với tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm nhân thọ cải thiện tốt hơn kỳ vọng. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và đồng thời áp dụng giả định phân bổ rủi ro vốn CSH mới để phản ánh rủi ro vĩ mô từ chính sách thuế quan của Mỹ và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026.

Tác động: Tăng bình quân 11% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027

HSC nâng dự báo LNTT cho giai đoạn 2025-2027 do tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm nhân thọ cải thiện tốt hơn dự báo, bị bù trừ một phần với việc hạ giả định lợi suất đầu tư do mặt bằng lãi suất tiếp tục ở mức thấp và chi phí bán hàng & quản lý tăng lên trong Q1/2025.

Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 28%, 23% và 22% trong 3 năm tới. HSC là CTCK duy nhất đưa ra dự báo cho BVH.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 12% trong 1 tháng qua, BVH đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,5 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,68 lần, mức định giá vẫn rất hấp dẫn.

HSC tăng 6,6% giá mục tiêu lên 60.000đ do tác động tích cực từ việc nâng dự báo lợi nhuận, triển vọng dài hạn cải thiện và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc tăng 1,25 điểm phần trăm giả định phân bổ rủi ro chung trước những rủi ro kinh tế vĩ mô tiềm ẩn từ chính sách thuế quan (từ đó làm tăng 1,1 điểm phần trăm giả định chi phí vốn CSH của chúng tôi).

HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây. Tuy nhiên, BVH vẫn là cơ hội đầu tư hấp dẫn nhờ vị thế dẫn đầu thị trường trong nước cùng tỷ suất lợi nhuận đang cải thiện mạnh mẽ.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Phí BH gốc (nghìn tỷ đồng)	42.6	42.6	44.7	49.2	54.6
Lãi/lỗ góp HĐ BH (nghìn tỷ đồng)	(2.54)	(0.97)	1.55 ▲	1.69 ▲	1.47 ▲
Lợi nhuận thuần (nghìn tỷ đồng)	1.78	2.11	2.69 ▲	3.30 ▲	4.04 ▲
EPS (đồng)	2,404	2,843	3,618 ▲	4,451 ▲	5,440 ▲
DPS (đồng)	952	1,000	1,300 ▲	1,773 ▲	2,181 ▲
BVPS (đồng)	28,749	30,434	32,697	35,286	38,436
P/E (lần)	21.5	18.1	14.3	11.6	9.49
Lợi suất cổ tức (%)	1.84	1.94	2.52	3.44	4.23
P/B (lần)	1.79	1.70	1.58	1.46	1.34
Tăng trưởng EPS (%)	15.1	18.3	27.3	23.0	22.2
ROAE (%)	8.55	9.61	11.5	13.1	14.8

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

KQKD cải thiện vượt kỳ vọng của chúng tôi

HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng sau đợt tăng giá mạnh gần đây nhưng tăng 6,6% giá mục tiêu lên 60.000đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận, triển vọng dài hạn cải thiện và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng nhưng bị bù trừ một phần do nâng giả định phân bù rủi ro vốn CSH. Chúng tôi tăng bình quân 11,2% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027 nhờ tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm nhân thọ cải thiện tốt hơn dự báo. Mặc dù hạ khuyến nghị nhưng BVH vẫn là cơ hội đầu tư hấp dẫn nhờ vị thế dẫn đầu thị trường và triển vọng tăng trưởng lợi nhuận vững chắc. BVH đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,5 lần, thấp hơn bình quân quá khứ và vẫn là cơ hội tốt cho NĐT tích lũy cổ phiếu.

Tỷ suất lợi nhuận cải thiện, doanh thu tăng trưởng trở lại

Cải thiện tỷ suất lợi nhuận là mục tiêu chính của BVH

Thể hiện trong KQKD Q1/2025, lợi nhuận mảng bảo hiểm nhân thọ đã cải thiện tốt hơn so với dự báo của chúng tôi mặc dù lãi suất kỹ thuật vẫn dao động gần đây. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận cải thiện chủ yếu nhờ: (1) lãi suất kỹ thuật ổn định và (2) công ty không áp dụng các giả định thận trọng hơn. Điều này giúp giảm sức ép lên chi phí dự phòng do BVH không cần phải điều chỉnh tăng nghĩa vụ phải trả mảng bảo hiểm trên bảng CĐKT.

Tỷ lệ chi phí bảo hiểm Q1/2025 - tổng chi phí dự phòng & bồi thường/tổng phí bảo hiểm - đã trở lại tương đương năm 2021 vào khoảng 95%, có thể đã đạt đến điểm cân bằng. HSC dự báo BVH có thể duy trì tỷ lệ này ở mức hiện tại. Lãi suất kỹ thuật nếu tăng lên trong tương lai sẽ có lợi cho Công ty và giúp BVH tiếp tục giảm chi phí dự phòng thông qua việc nâng tỷ lệ chiết khấu.

Tỷ suất lợi nhuận cũng cải thiện ở công ty con bảo hiểm phi nhân thọ do BVH tập trung nhiều hơn vào nâng cao biên lợi nhuận thay vì đẩy mạnh tăng trưởng doanh thu. Do đó, tỷ lệ tổn thất đã cải thiện đáng kể so với năm 2019.

Biểu đồ 30: Tỷ lệ chi phí giá vốn mảng BH nhân thọ, BVH

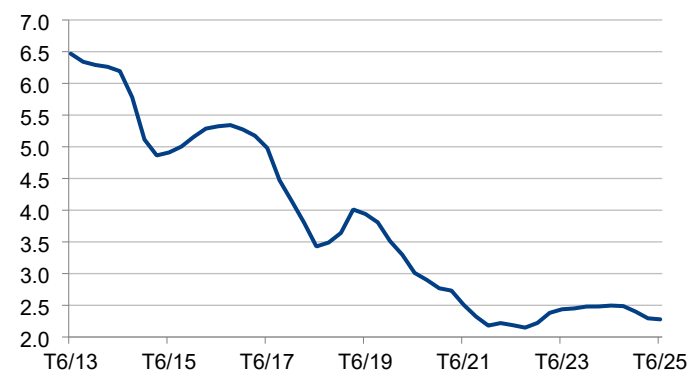
Tỷ lệ chi phí giá vốn mảng BH nhân thọ giảm về mức năm 2021



Ghi chú: Tỷ lệ chi phí giá vốn mảng BH nhân thọ = (Chi phí bồi thường + chi phí dự phòng) / Phí bảo hiểm nhân thọ.
Nguồn: BVH, HSC

Biểu đồ 31: Ước tính lãi suất kỹ thuật, BVH

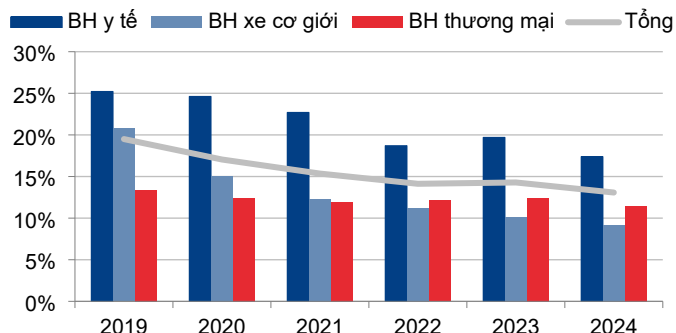
Lãi suất kỹ thuật vẫn dao động quanh mức đáy



Ghi chú: Lãi suất kỹ thuật được xác định dựa trên lợi suất trái phiếu Chính phủ ở các kỳ hạn khác nhau.
Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 32: Thị phần bảo hiểm phi nhân thọ, BVH

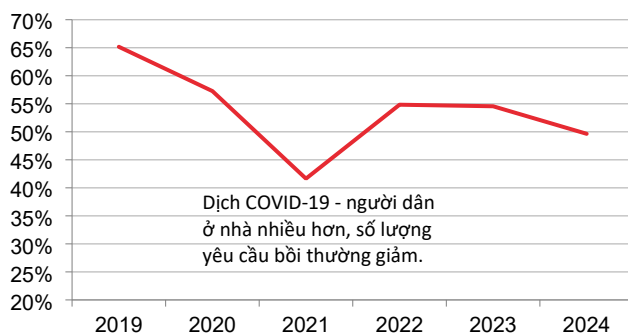
BVH giảm trọng tâm vào tăng trưởng...



Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 33: Tỷ lệ tổn thất, BVH

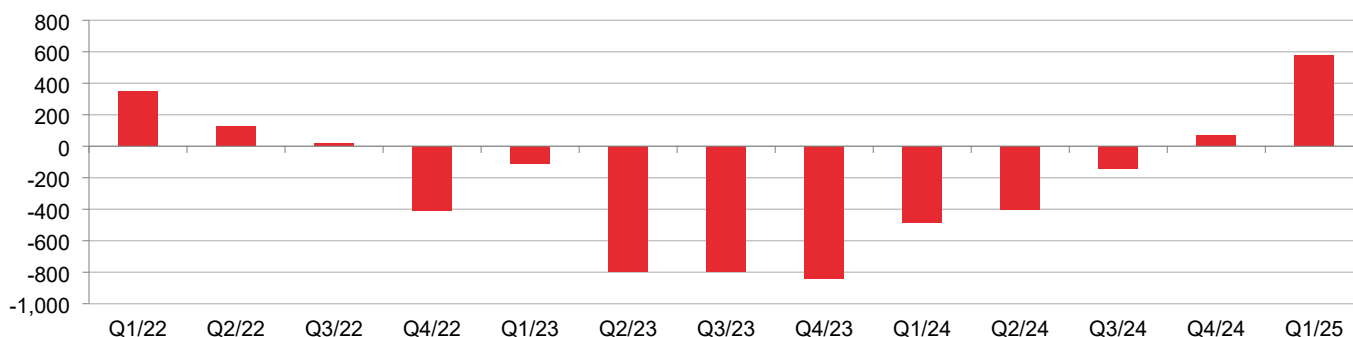
...để tập trung vào khả năng sinh lời



Nguồn: BVH, HSC

Biểu đồ 34: Lợi nhuận gộp mảng bảo hiểm, BVH

Mảng bảo hiểm bắt đầu có lợi nhuận gộp trở lại từ Q4/2024



Ghi chú: Lợi nhuận gộp mảng BH không bao gồm chi phí BH&QL.
Nguồn: BVH, HSC

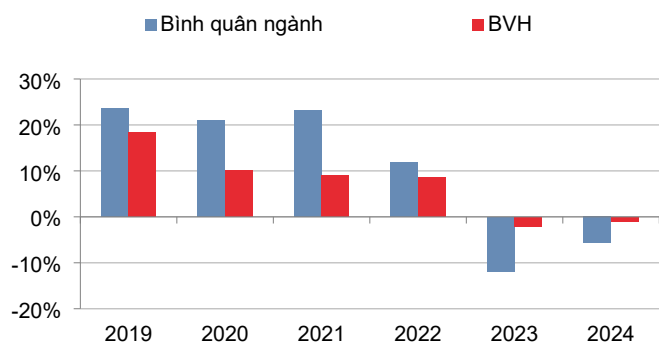
HSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận do mảng bảo hiểm nhân thọ cải thiện nhanh hơn dự báo.

Doanh thu vượt trội so với ngành là điểm cộng

Doanh thu của BVH tăng trưởng vượt trội so với ngành kể từ năm 2023 sau cuộc khủng hoảng bancassurance vào cuối năm 2022. Sự vượt trội này chủ yếu do BVH phụ thuộc ít hơn vào kênh bancassurance so với các công ty cùng ngành và chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ tiếp tục diễn ra trong năm 2025. Tuy nhiên, BVH có thể sẽ tụt lại phía sau nếu kênh bancassurance phục hồi. Tuy nhiên, luận điểm đầu tư cốt lõi của chúng tôi cho BVH sẽ đến từ cải thiện biên lợi nhuận, thay vì tăng trưởng doanh thu.

Biểu đồ 35: Tăng trưởng tổng phí BH nhân thọ, BVH & các công ty bảo hiểm khác

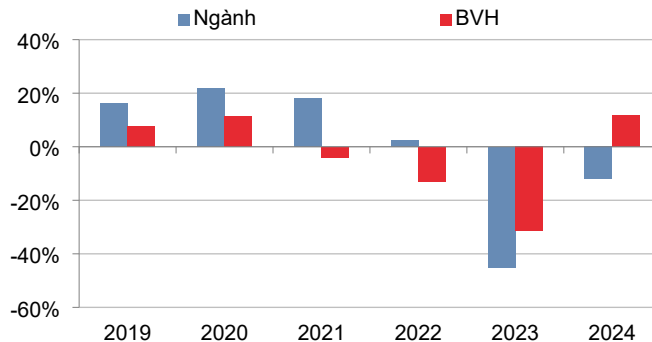
Sau khủng hoảng, BVH phục hồi tốt hơn so với các công ty khác



Nguồn: IAV, HSC

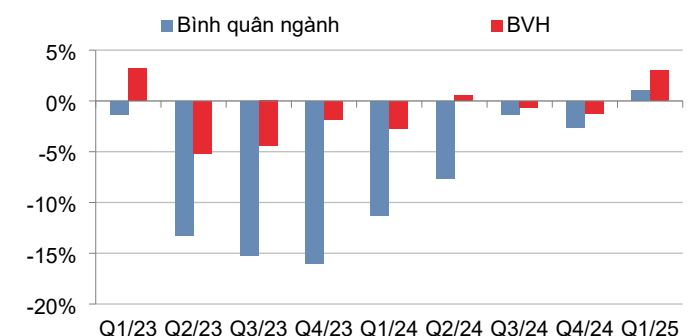
Biểu đồ 36: Tăng trưởng phí bảo hiểm khai thác mới, BVH & các công ty bảo hiểm khác

Phí bảo hiểm khai thác mới tăng trưởng dương trong năm 2024



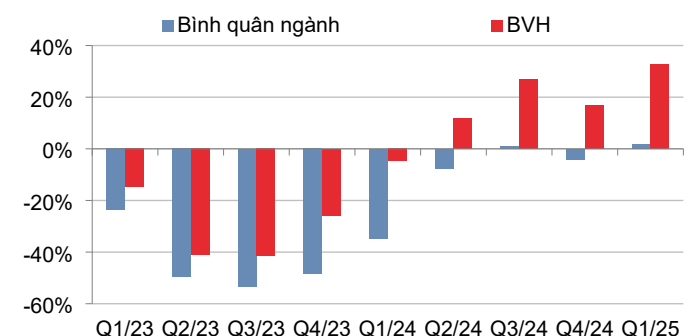
Nguồn: HSC

Biểu đồ 37: Tăng trưởng tổng phí BH theo quý so với cùng kỳ, BVH & các công ty bảo hiểm khác
Tổng phí BH phục hồi không đáng kể...



Nguồn: IAV, HSC

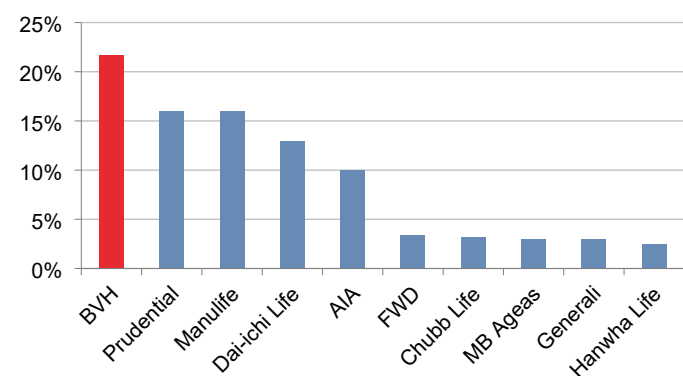
Biểu đồ 38: Tăng trưởng phí bảo hiểm khai thác mới theo quý so với cùng kỳ, BVH & các công ty bảo hiểm khác
...tuy nhiên, phí BH khai thác mới tăng mạnh kể từ Q2/2024



Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 39: Thị phần tổng phí bảo hiểm năm 2024

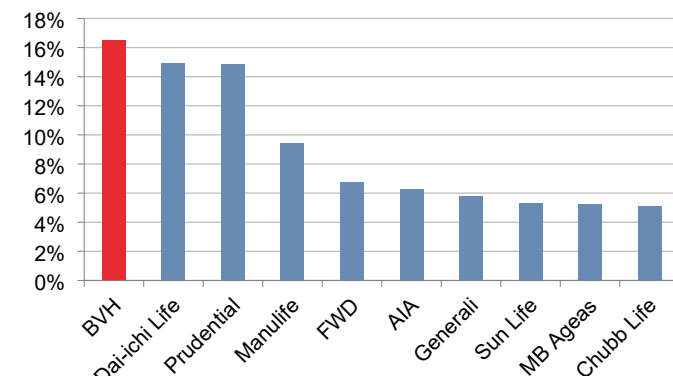
BVH xếp số 1 về tổng phí bảo hiểm...



Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 40: Thị phần phí bảo hiểm khai thác mới năm 2024

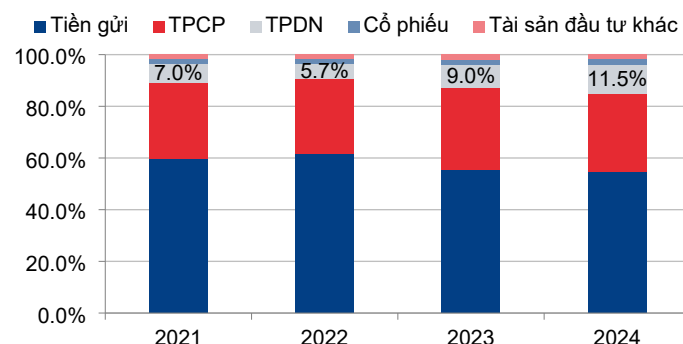
...cũng như phí bảo hiểm khai thác mới trong năm 2024



Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 41: Phân bổ tài sản, BVH

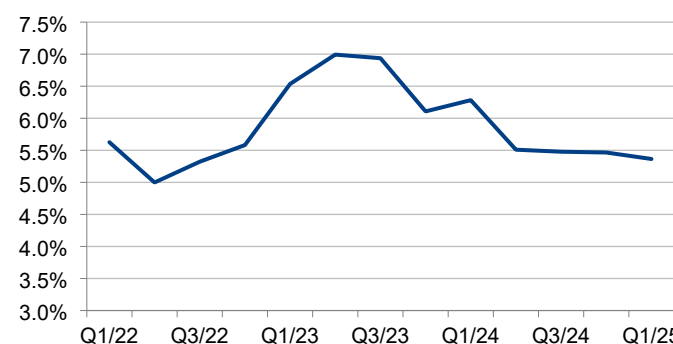
Gần đây, BVH đã tăng tỷ trọng đầu tư vào TPDN...



Nguồn: BVH, HSC

Biểu đồ 42: Lợi suất đầu tư, BVH

...nhằm hạn chế ảnh hưởng của mặt bằng lãi suất thấp tới lợi suất đầu tư



Nguồn: BVH, HSC

Nâng tỷ trọng phân bổ vào TPDN để nâng cao tỷ suất lợi nhuận

Thu nhập đầu tư của BVH có thể chịu ảnh hưởng tiêu cực do mặt bằng lãi suất ở mức thấp để hỗ trợ nền kinh tế. Để đáp lại, công ty đã chủ động điều chỉnh chiến lược đầu tư - giảm sự phụ thuộc vào các tài sản có lợi suất thấp hơn như tiền gửi ngân hàng & TPCP và nâng tỷ trọng nắm giữ TPDN có lợi suất cao hơn.

Tuy nhiên, HSC dự báo cơ cấu tài đầu tư sẽ không thay đổi nhiều trong các quý tới và những sự điều chỉnh của công ty vẫn chưa đủ để bù đắp cho tác động tiêu cực từ việc mặt bằng lãi suất thấp kéo dài hơn dự báo. Do đó, chúng tôi giảm nhẹ dự báo lợi suất đầu tư bình quân.

Tăng bình quân 11,2% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027

Như đã đề cập ở trên, chúng tôi nâng dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027 nhờ tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm nhân thọ cải thiện tốt hơn dự báo nhưng bị bù trừ một phần do hạ giả định lợi suất đầu tư và nâng dự báo chi phí bán hàng & quản lý. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 28%, 23% và 22% trong 3 năm tới.

Các giả định và dự báo chi tiết như sau.

Bảng 43: Giả định mảng bảo hiểm nhân thọ, BVH

Điều chỉnh quan trọng là hạ giả định tỷ lệ chi phí mảng bảo hiểm

	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tổng phí BH gốc	-1.0%	5.8%	10.8%	11.6%	4.6%	10.8%	11.6%
Điều chỉnh					-1.1 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %
Tỷ lệ chi phí giá vốn mảng BH	103.0%	101.4%	101.0%	100.0%	95.5%	94.5%	94.5%
Điều chỉnh					-6.0 điểm %	-6.5 điểm %	-5.5 điểm %
Tỷ lệ bồi thường	46.8%	50.4%	51.3%	51.0%	44.6%	47.5%	48.3%
Điều chỉnh					-5.8 điểm %	-3.8 điểm %	-2.7 điểm %

Ghi chú: Tỷ lệ chi phí giá vốn mảng BH = (Chi phí dự phòng + Chi phí bồi thường) / Phí BH nhân thọ.
Nguồn: HSC

Bảng 44: Giả định mảng bảo hiểm phi nhân thọ, BVH

Các điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định tỷ lệ tổn thất cho năm 2025 & tăng giả định bồi thường

	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tổng phí BH gốc	2.8%	6.3%	8.5%	8.4%	5.7%	8.6%	8.5%
Điều chỉnh					-0.6 điểm %	0.1 điểm %	0.1 điểm %
Tăng trưởng doanh thu phí BH	1.7%	6.6%	5.6%	7.5%	6.0%	5.5%	7.5%
Điều chỉnh					-0.5 điểm %	-0.1 điểm %	0.0 điểm %
Tỷ lệ tổn thất thuần	49.6%	48.5%	48.5%	48.5%	48.0%	48.5%	48.5%
Điều chỉnh					-0.5 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %
Tỷ lệ bồi thường thuần	50.7%	47.0%	44.5%	44.7%	48.7%	46.6%	46.8%
Điều chỉnh					1.6 điểm %	2.1 điểm %	2.1 điểm %

Nguồn: HSC

Bảng 45: Các giả định mảng đầu tư, BVH

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

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tiền mặt & tài sản đầu tư	230,123	249,288	270,054	292,777	249,395	268,853	290,315
Tăng trưởng		8.3%	8.3%	8.4%	8.4%	7.8%	8.0%
Điều chỉnh					0.0%	-0.4%	-0.8%
Phân bổ tài sản đầu tư							
% tiền gửi	54.5%	51.2%	51.0%	51.0%	51.2%	51.0%	51.0%
% trái phiếu	41.7%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
% cổ phiếu	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
% khác	1.8%	1.8%	2.0%	2.0%	1.8%	2.0%	2.0%
Điều chỉnh							
% tiền gửi					0.0 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %
% trái phiếu					0.0 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %
% cổ phiếu					0.0 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %
% khác					0.0 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %
Lợi suất đầu tư	5.7%	5.5%	5.8%	5.8%	5.2%	5.4%	5.7%
Điều chỉnh					-25.4 điểm cơ bản	-38.8 điểm cơ bản	-14.8 điểm cơ bản

Nguồn: HSC

Bảng 46: Dự báo lợi nhuận, BVH

HSC tăng bình quân 11,2% dự báo LNTT cho giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Phí BH nhân thọ	32,160	34,010	37,691	42,057	33,647	37,281	41,597
Tăng trưởng		5.8%	10.8%	11.6%	4.6%	10.8%	11.6%
Điều chỉnh					-1.1%	-1.1%	-1.1%
Phí BH phi nhân thọ & nhận tái BH	10,650	11,321	12,279	13,312	11,251	12,202	13,227
Tăng trưởng		6.3%	8.5%	8.4%	5.6%	8.5%	8.4%
Điều chỉnh					-0.6%	-0.6%	-0.6%
Tổng doanh thu phí BH	39,124	41,431	45,526	50,479	41,032	45,069	49,965
Tăng trưởng		5.9%	9.9%	10.9%	4.9%	9.8%	10.9%
Điều chỉnh					-1.0%	-1.0%	-1.0%
Tổng doanh thu mảng BH	39,823	42,255	46,420	51,448	41,793	45,899	50,864
Tăng trưởng		6.1%	9.9%	10.8%	4.9%	9.8%	10.8%
Điều chỉnh					-1.1%	-1.1%	-1.1%
Chi phí bồi thường/lợi ích chi trả & dự phòng	36,713	38,233	42,020	46,311	35,806	39,158	43,536
Tăng trưởng		4.1%	9.9%	10.2%	-2.5%	9.4%	11.2%
Điều chỉnh					-6.3%	-6.8%	-6.0%
Chi phí BH khác	4,079	4,449	4,997	5,648	4,433	5,056	5,854
Tăng trưởng		9.1%	12.3%	13.0%	8.7%	14.0%	15.8%
Điều chỉnh					-0.4%	1.2%	3.7%
Lợi nhuận gộp mảng BH	-969	-427	-597	-511	1,554	1,685	1,474
Tăng trưởng		-55.9%	-39.8%	14.5%	-	8.5%	-12.5%
Điều chỉnh					-	-	-
Chi phí BH&QL	7,071	7,830	8,468	9,180	8,649	9,295	10,034
Tăng trưởng		10.7%	8.1%	8.4%	22.3%	7.5%	8.0%
Điều chỉnh					10.5%	9.8%	9.3%
Lợi nhuận mảng BH sau chi phí BH&QL	-8,040	-8,257	-9,065	-9,691	-7,095	-7,609	-8,560
Tăng trưởng		2.7%	9.8%	6.9%	-11.8%	7.2%	12.5%
Điều chỉnh					-14.1%	-16.1%	-11.7%
Thu nhập từ đầu tư	12,193	13,141	15,002	16,440	12,534	13,966	15,919
Tăng trưởng		7.8%	14.2%	9.6%	2.8%	11.4%	14.0%
Điều chỉnh					-4.6%	-6.9%	-3.2%
LNTT	2,663	3,138	3,779	4,515	3,420	4,201	5,129
Tăng trưởng		17.8%	20.4%	19.5%	28.4%	22.8%	22.1%
Điều chỉnh					9.0%	11.2%	13.6%

Nguồn: HSC:

Tăng 6,6% giá mục tiêu nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng sau đợt tăng giá gần đây

HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây nhưng tăng 6,6% giá mục tiêu lên 60.000đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận cùng triển vọng dài hạn tích cực hơn nhưng bị bù trừ một phần do nâng giả định chi phí vốn CSH (sau khi nâng giả định phần bù rủi ro vốn CSH chung). Mặc dù hạ khuyến nghị nhưng chúng tôi cho rằng cổ phiếu BVH vẫn hấp dẫn nhờ vị thế dẫn đầu thị trường cùng triển vọng biên lợi nhuận cải thiện. BVH đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,5 lần, thấp hơn bình quân quá khứ và vẫn là cơ hội tốt cho NĐT tích lũy cổ phiếu.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây nhưng tăng 6,6% giá mục tiêu lên 60.000đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận, triển vọng dài hạn cải thiện và chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2026.

Chúng tôi cũng tăng 1,25 điểm phần trăm giả định phần bù rủi ro vốn CSH do những rủi ro kinh tế vĩ mô tiềm ẩn liên quan đến chính sách thuế quan, tương đương tăng 1,1 điểm phần trăm giả định chi phí vốn CSH. Mặc dù hạ khuyến nghị, chúng tôi cho rằng BVH vẫn là một cơ hội đầu tư hấp dẫn nhờ vị thế dẫn đầu thị trường trong nước và triển vọng biên lợi nhuận cải thiện.

Bảng 47: Giả định chi phí vốn CSH, BVH

	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Giả định chung của HSC, không đổi
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giả định chung của HSC, tăng 1,25 điểm % nhằm phản ánh những rủi ro vĩ mô do chính sách thuế quan
Beta	0.9	Không đổi
Chi phí vốn CSH	11.9%	Tăng 1,1 điểm %

Nguồn: HSC

Bảng 48: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, BVH

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	2,632	3,238	3,957	5,025	6,065	6,458	6,815	7,128	7,386
Chi phí vốn CSH	-2,683	-2,882	-3,111	-3,388	-3,750	-4,172	-4,457	-4,721	-4,958
Lợi nhuận thặng dư	-51	355	847	1,636	2,315	2,286	2,358	2,406	2,429
Giá trị dài hạn									25,090
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		318	677	1,169	1,478	1,304	1,203	1,097	11,214
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ năm 2026	18,459								
Giá trị sổ sách cuối năm 2025	24,272								
Giá trị vốn CSH cuối năm 2025	42,731								
Giá trị vốn CSH giữa năm 2026	44,609								
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	742								
Giá mục tiêu giữa năm 2026	60,000								

Nguồn: HSC

Bảng 49: Phân tích độ nhạy, BVH

Đồng	Lãi suất phi rủi ro					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.75%	79,500	73,400	68,100	63,400	59,200
	8.25%	74,000	68,600	63,800	59,600	55,900
	8.75%	69,100	64,300	60,000	56,200	52,800
	9.25%	64,700	60,400	56,600	53,200	50,100
	9.75%	60,800	56,900	53,500	50,400	47,600

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 12% trong 1 tháng qua, BVH đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,5 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,68 lần. Sau đợt tăng giá gần đây, định giá của BVH vẫn rất hấp dẫn cho NĐT tích lũy cổ phiếu.

Biểu đồ 50: P/B trượt dự phóng 1 năm, BVH

BVH đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,5 lần...



Biểu đồ 51: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, BVH

...thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 1,68 lần



BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (nghìn tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Phí bảo hiểm gốc	42.6	42.6	44.7	49.2	54.6
Phí nhận tái BH	0.21	0.22	0.23	0.24	0.24
Tăng/giảm dự phòng phí chưa được hưởng	(0.19)	(0.14)	(0.22)	(0.40)	(0.48)
Doanh thu phí BH	42.7	42.7	44.7	49.1	54.3
Phí nhượng tái BH	(3.32)	(3.54)	(3.65)	(4.02)	(4.38)
Doanh thu phí BH thuần	39.3	39.1	41.0	45.1	50.0
Doanh thu khác	0.74	0.70	0.76	0.83	0.90
Doanh thu thuần HĐ BH	40.1	39.8	41.8	45.9	50.9
Chi bồi thường bảo hiểm và dự phòng	(38.5)	(36.7)	(35.8)	(39.2)	(43.5)
Chi b.thường BH và chi trả đ.hạn khác (ròng)	(4.08)	(4.08)	(4.43)	(5.06)	(5.85)
Khoản giảm trừ chi phí, thu đòi và thu khác	0	0	0	0	0
Tổng chi phí trực tiếp HĐ BH	(42.6)	(40.8)	(40.2)	(44.2)	(49.4)
Lãi/lỗ gộp HĐ BH	(2.54)	(0.97)	1.55	1.69	1.47
Chi phí quản lý	(6.06)	(7.07)	(8.65)	(9.29)	(10.0)
Lợi nhuận HĐ tài chính	10.7	10.6	10.4	11.7	13.6
LN trong Cty LD, LK	0.10	0.09	0.09	0.09	0.09
Lợi nhuận khác	0.02	0.04	0.03	0.03	0.03
LNTT	2.24	2.66	3.42	4.20	5.13
Chi phí thuế TNDN	(0.38)	(0.47)	(0.65)	(0.80)	(0.97)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.08)	(0.08)	(0.08)	(0.10)	(0.12)
Lợi nhuận thuần	1.78	2.11	2.69	3.30	4.04
EPS (đồng)	2,404	2,843	3,618	4,451	5,440
DPS (đồng)	952	1,000	1,300	1,773	2,181
BVPS (đồng)	28,749	30,434	32,697	35,286	38,436
Slg CP bình quân (triệu đv)	742	742	742	742	742
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	742	742	742	742	742
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	742	742	742	742	742

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng phí BH gốc (%)	(0.75)	(0.11)	4.88	10.2	10.8
Tăng trưởng doanh thu phí BH thuần (%)	(1.41)	(0.55)	4.87	9.84	10.9
Tăng/giảm phí bồi thường và dự phòng (%)	6.61	(4.74)	(2.47)	9.36	11.2
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ tài chính (%)	32.6	(1.33)	(1.68)	12.5	16.1
Tăng trưởng LNTT (%)	11.3	19.1	28.4	22.8	22.1
Tăng trưởng lợi nhuận thuần (%)	15.1	18.3	27.3	23.0	22.2
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	9.64	13.7	7.86	7.84	8.06
Định giá					
P/E (lần)	21.5	18.1	14.3	11.6	9.49
P/B (lần)	1.79	1.70	1.58	1.46	1.34
Lợi suất cổ tức (%)	1.84	1.94	2.52	3.44	4.23

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	4.78	1.46	4.49	4.95	5.48
Đầu tư ngắn hạn	102	104	108	117	127
Phải thu ngắn hạn	12.3	11.5	11.4	12.6	13.9
Hàng tồn kho	0.11	0.10	0.09	0.09	0.09
Tài sản tái BH	3.00	3.56	4.28	4.83	5.42
Tài sản ngắn hạn khác	0.66	0.67	0.67	0.69	0.77
Tổng tài sản ngắn hạn	122	121	129	140	152
Phải thu dài hạn	0.08	0.07	0.09	0.10	0.11
Tài sản cố định	2.24	2.13	2.07	2.07	2.07
Đầu tư vào Cty LD, LK	2.84	2.88	2.84	2.88	2.93
Đầu tư dài hạn khác	93.4	125	136	147	158
Tài sản dài hạn khác	0.18	0.22	0.18	0.20	0.22
Tổng tài sản dài hạn	98.7	130	142	152	164
Tổng tài sản	221	251	271	292	316
Nợ phải trả và VCSH					
Phải trả người bán	2.55	2.46	2.59	2.98	3.33
Phải trả người lao động	1.46	1.70	1.53	1.68	1.86
Phải trả hợp đồng repo	21.9	32.1	31.9	31.9	31.9
Doanh thu chưa thực hiện	0.49	0.64	0.49	0.49	0.55
Nợ ngắn hạn	3.37	2.91	3.24	3.24	3.24
Phải trả ngắn hạn khác	0.47	0.40	0.54	0.59	0.66
Nợ ngắn hạn khác	0.54	0.61	0.67	0.74	0.82
Tổng nợ ngắn hạn	30.8	40.8	40.9	41.6	42.3
Dự phòng nghiệp vụ BH	168	187	204	223	243
Nợ dài hạn	0.00	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0.29	0.31	0.31	0.35	0.38
Tổng nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả	199	228	246	265	286
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	3.06	3.85	4.72	5.85	7.24
Lợi nhuận giữ lại	3.55	4.01	4.81	5.61	6.56
Vốn chủ sở hữu	21.3	22.6	24.3	26.2	28.5
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.92	0.97	1.01	1.06	1.12
Tổng vốn chủ sở hữu	22.3	23.6	25.3	27.3	29.6
Tổng nợ phải trả và VCSH	221	251	271	292	316

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	0.84	0.89	1.03	1.17	1.33
ROAE (%)	8.55	9.61	11.5	13.1	14.8
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	39.6	35.2	35.9	39.8	40.1
Chỉ số an toàn vốn					
VCSH/Tài sản (%)	9.65	8.99	8.96	8.96	9.03
Tài sản BQ/VCSH BQ (x)	10.1	10.8	11.1	11.2	11.1
Chỉ số HĐKD bảo hiểm					
Tỷ lệ tái bảo hiểm (%)	7.77	8.30	8.16	8.18	8.05
Tỷ lệ bảo hiểm giữ lại (%)	92.2	91.7	91.8	91.8	91.9
Tỷ lệ bồi thường (%)	96.2	92.2	85.7	85.3	85.6
Tỷ lệ chi phí (%)	25.3	28.0	31.3	31.3	31.2
Tỷ lệ hỗn hợp (%)	121	120	117	117	117

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

Tăng tỷ trọng (từ Giảm tỷ trọng)

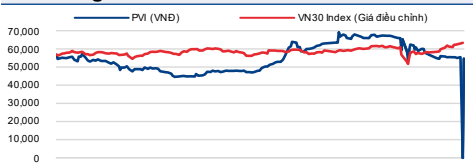
Giá mục tiêu: VNĐ59,800 (từ VNĐ57,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 9.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2025)	54,600
Mã Bloomberg	PVI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	0-69,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	41,275
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	12,790
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	492
Slg CP lưu hành (tr.đv)	234
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	234
Slg CP NN được mua (tr.đv)	99.2
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	(4.04)	(17.3)	(3.87)
So với chỉ số	(12.2)	(21.6)	(13.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	4,282	3,998	7.1
2026F	4,961	3,863	28.4
2027F	5,594	5,532	1.1

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

Triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

- HSC nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng và tăng 4% giá mục tiêu lên 59.800đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2026.
- Chúng tôi tăng bình quân 1,1% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027 chủ yếu nhờ nâng dự báo tăng trưởng doanh thu & tài sản đầu tư bình quân nhờ chiến lược nâng tỷ lệ đòn bẩy và quản lý dòng tiền hiệu quả hơn.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% kể từ đầu năm, PVI đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,6 lần, cao hơn một chút so với bình quân quá khứ ở mức 1,5 lần. Định giá hiện đang hấp dẫn cho NĐT dài hạn nhờ triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ và lợi suất cổ tức 5,7%.

Sự kiện: Điều chỉnh triển vọng và cập nhật giá định định giá

KQKD Q1/2025 nhìn chung sát với kỳ vọng của chúng tôi, với điểm tích cực là doanh thu tăng trưởng mạnh hơn dự báo và quy mô tài sản đầu tư lớn hơn so với giả định của chúng tôi do tỷ lệ đòn bẩy tăng lên. Từ đó, HSC điều chỉnh giả định đối với hai khoản mục này và cũng chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 từ cuối năm 2025.

Tác động: Tăng bình quân 1,1% dự báo LNTT giai đoạn 2025-27

HSC tăng bình quân 1,1% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027 nhờ nâng dự báo lợi nhuận mảng bảo hiểm sau khi nâng dự báo tăng trưởng doanh thu; nâng dự báo thu nhập đầu tư sau khi nâng giả định quy mô tài sản với tỷ lệ đòn bẩy tăng lên và kiểm soát dòng tiền hiệu quả hơn, như đã thấy trong KQKD Q1/2025. Chúng tôi giữ nguyên dự báo tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm nhưng điều chỉnh nhẹ giả định về lợi suất đầu tư sau khi cập nhật triển vọng lãi suất hiện tại. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 18%, 16% và 13% trong 3 năm tới.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 17% trong 3 tháng qua và giảm 9% kể từ đầu năm, kém tích cực hơn so với chỉ số VNIndex (có thể do NĐT chốt lời sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh kể từ tháng 9/2024), PVI đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,6 lần, cao hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 1,5 lần với lợi suất cổ tức 5,7%.

HSC nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng và tăng 4% giá mục tiêu lên 59.800đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2026. Chúng tôi lạc quan đối với triển vọng dài hạn của PVI nhờ vị thế thống trị ở thị trường trong nước, tiềm năng phát triển trên thị trường quốc tế, lợi thế cạnh tranh tốt và năng lực quản lý rủi ro tốt. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu đang có định giá hấp dẫn để NĐT tích lũy dài hạn, đặc biệt là với nền tảng cơ bản vững chắc của Công ty.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Phí BH gốc (tỷ đồng)	11,002	13,346	15,189	16,991	19,150
Lãi/lỗ góp HĐ BH (tỷ đồng)	935	843	1,137	1,325	1,520
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	956	843	1,015	1,176	1,326
EPS (đồng)	4,080	3,599	4,334	5,022	5,662
DPS (đồng)	3,000	3,200	3,150	3,426	3,969
BVPS (đồng)	33,167	33,399	34,446	35,982	37,607
P/E (lần)	13.4	15.2	12.6	10.9	9.64
Lợi suất cổ tức (%)	5.49	5.86	5.77	6.27	7.27
P/B (lần)	1.65	1.63	1.59	1.52	1.45
Tăng trưởng EPS (%)	14.5	(11.8)	20.4	15.9	12.8
ROAE (%)	12.4	10.8	12.8	14.3	15.4

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

Dẫn đầu thị trường trong nước, hướng tới thị trường quốc tế

HSC nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng và tăng 4% giá mục tiêu lên 59.800đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2026. Chúng tôi lạc quan đối với triển vọng dài hạn của PVI nhờ vị thế thống trị ở thị trường trong nước và tiềm năng phát triển trên thị trường quốc tế. Trong ngắn hạn, động lực tăng trưởng chính đến từ sự phục hồi của tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm sau cơn bão Yagi, trong khi mặt bằng lãi suất tiếp tục ở mức thấp có thể kiềm chế tăng trưởng lợi nhuận. Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% kể từ đầu năm và kém tích cực hơn so với chỉ số VNIndex, PVI đang giao dịch với định giá hợp lý cho NĐT tích lũy dài hạn, bao gồm lợi suất cổ tức 5,7%. Tuy nhiên, thanh khoản thấp vẫn gây ra những lo ngại cho hoạt động giao dịch.

Triển vọng dài hạn hấp dẫn với doanh thu tăng trưởng mạnh

Vị thế dẫn đầu thị trường

PVI là doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ hàng đầu tại thị trường Việt Nam với vị trí thống trị ở các sản phẩm bảo hiểm thương mại, đặc biệt là bảo hiểm tài sản & tai nạn, bảo hiểm cháy nổ, bảo hiểm thân tàu và bảo hiểm trách nhiệm dân sự của chủ tàu. Ở phân khúc bán lẻ, PVI đứng thứ hai dựa trên tổng doanh thu, đứng thứ tư đối với các sản phẩm bảo hiểm sức khỏe & tai nạn cá nhân và đứng thứ bảy đối với sản phẩm bảo hiểm xe cơ giới.

Lợi thế cạnh tranh khác biệt

PVI có:

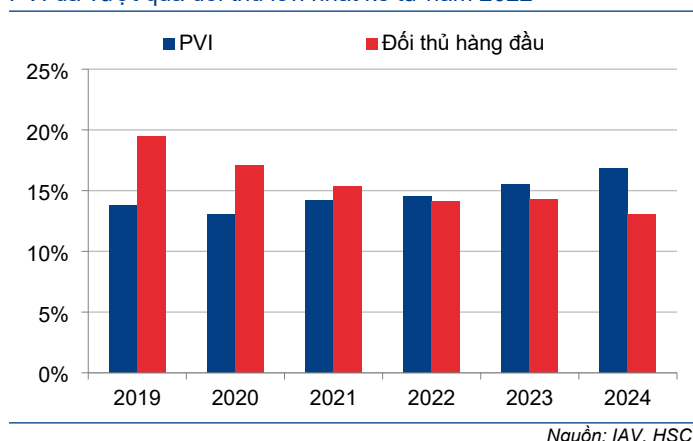
- Thương hiệu mạnh ở thị trường trong nước.
- Xếp hạng A- từ AM Best (cao nhất trong ngành).
- Mạng lưới tái bảo hiểm toàn cầu rộng lớn và uy tín.
- Năng lực tư vấn tốt đối với các giải pháp bảo hiểm phức tạp.

Những yếu tố này giúp PVI có vị thế tốt để tiếp tục mở rộng thị phần, đặc biệt là ở sản phẩm bảo hiểm thương mại, trong đó doanh thu trong nước được dự báo sẽ tăng trưởng vượt trội so với bình quân thị trường trong 3 năm tới.

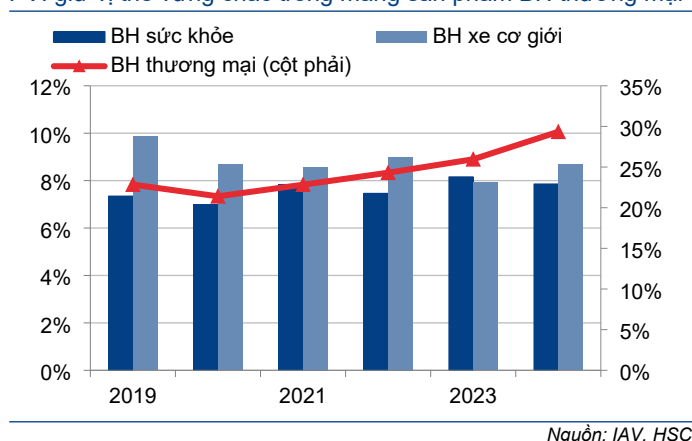
Doanh thu tái bảo hiểm quốc tế tăng trưởng

Sau khi được nâng xếp hạng lên A- vào Q1/2023, doanh thu mảng tái bảo hiểm quốc tế của PVI đã vượt xa các đối thủ trong nước. Mặc dù tỷ lệ giữ lại hiện vẫn thấp với mục tiêu chính là nâng cao nhận diện thương hiệu và kinh nghiệm thay vì lợi nhuận ngắn hạn, chúng tôi đánh giá cao cách tiếp cận này và kỳ vọng lợi nhuận dài hạn sẽ cải thiện đáng kể.

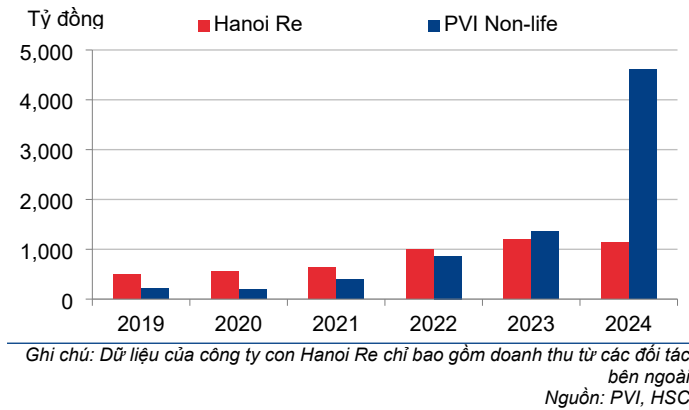
Biểu đồ 52: Thị phần trong nước, PVI & đối thủ hàng đầu
PVI đã vượt qua đối thủ lớn nhất kể từ năm 2022



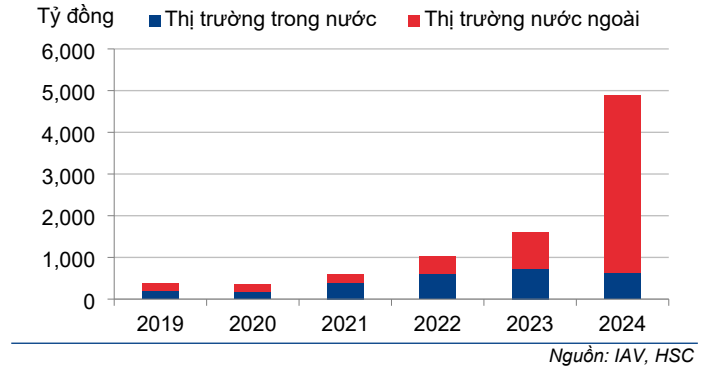
Biểu đồ 53: Thị phần trong nước theo sản phẩm, PVI
PVI giữ vị thế vững chắc trong mảng sản phẩm BH thương mại



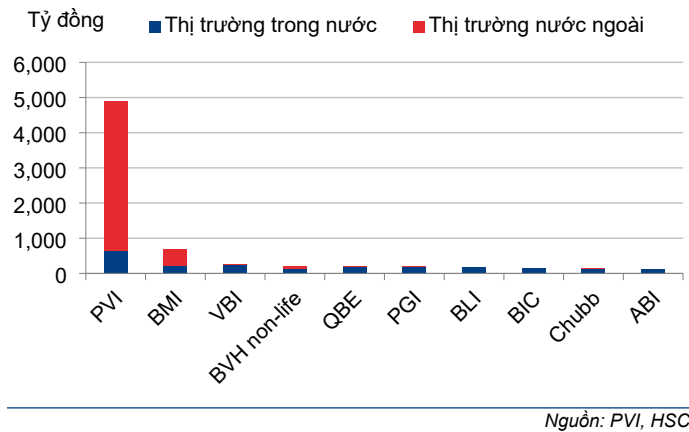
Biểu đồ 54: Phí nhận tái bảo hiểm theo công ty con, PVI
Phí nhận tái bảo hiểm của PVI tăng mạnh trong năm 2024...



Biểu đồ 55: Phí nhận tái bảo hiểm, PVI non-life
...nhờ sự đóng góp của thị trường nước ngoài

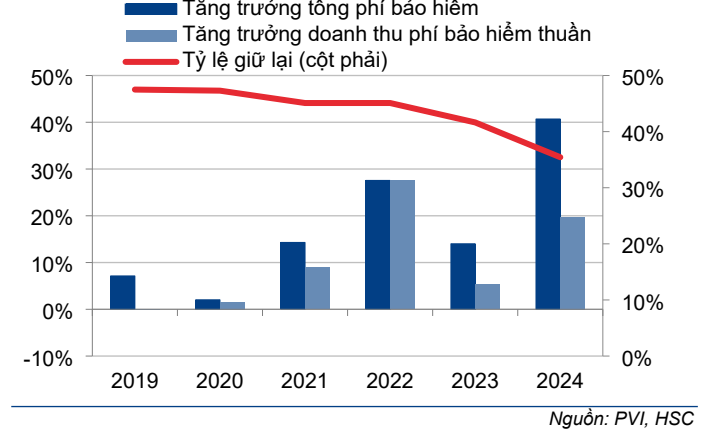


Biểu đồ 56: Phí nhận tái bảo hiểm năm 2024, PVI Non-life và các công ty cùng ngành
Doanh thu từ thị trường nước ngoài của PVI vượt trội hơn so với các công ty bảo hiểm khác



Biểu đồ 57: Tỷ lệ giữ lại, PVI

Tỷ lệ giữ lại đang giảm do doanh thu từ thị trường nước ngoài có tỷ lệ giữ lại thấp



Lợi nhuận & kiểm soát rủi ro cải thiện

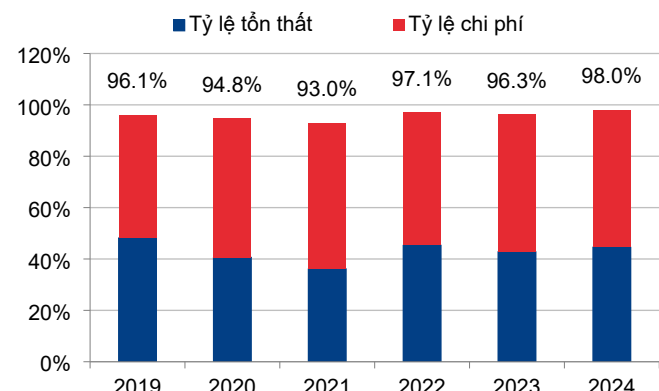
Lợi nhuận mảng kinh doanh bảo hiểm của PVI ổn định ngay cả trong những năm khó khăn như năm 2024, với cơ bản Yagi, và vượt trội so với bình quân ngành. Điều này phù hợp với chiến lược quản trị rủi ro của Công ty với mục tiêu duy trì mảng kinh doanh bảo hiểm có lãi.

Chiến lược đầu tư thận trọng: Đối với thu nhập đầu tư, những thay đổi trong phân bổ tài sản 2 năm qua cho thấy cách tiếp cận thận trọng hơn của PVI. Công ty hiện phân bổ phần lớn tài sản đầu tư vào các tài sản thu nhập cố định – thông thường là 70% tiền gửi và 30% TPDN. Chiến lược này khác với các công ty cùng ngành, thường được chia thành 2 nhóm: công ty bảo hiểm ưa thích rủi ro với tỷ trọng phân bổ vào cổ phiếu và ủa thác đầu tư cao hơn, và công ty bảo hiểm thận trọng thường phân bổ 90-100% vào tiền gửi. Chúng tôi tin rằng tỷ trọng phân bổ hiện tại của PVI đem lại sự cân bằng tối ưu hơn về rủi ro và lợi nhuận.

Cải thiện hệ số ROE: Hệ số ROE đang có xu hướng cải thiện nhưng vẫn thấp hơn bình quân ngành chủ yếu do tỷ lệ đòn bẩy vốn của PVI thấp hơn (tính toán bằng doanh thu phí bảo hiểm/vốn CSH) do Công ty vẫn chưa tối ưu hóa hoàn toàn doanh thu phí bảo hiểm so với quy mô vốn CSH hiện tại. Điều này cho thấy PVI vẫn còn nhiều dư địa để nâng cao doanh thu mà không cần tăng vốn, từ đó củng cố tiềm năng tiếp tục cải thiện hệ số ROE trong trung hạn. Chúng tôi hiện dự báo hệ số ROE đạt 15% vào năm 2027.

Biểu đồ 58: Tỷ lệ kết hợp, PVI

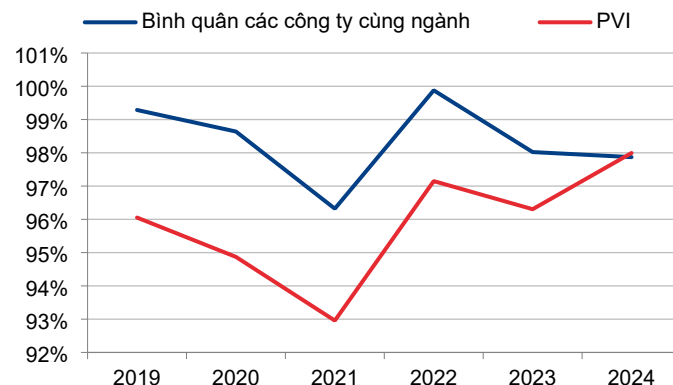
PVI liên tục ghi nhận lợi nhuận dương từ mảng bảo hiểm...



Nguồn: PVI, HSC

Biểu đồ 59: Tỷ lệ kết hợp, PVI & các công ty BH khác

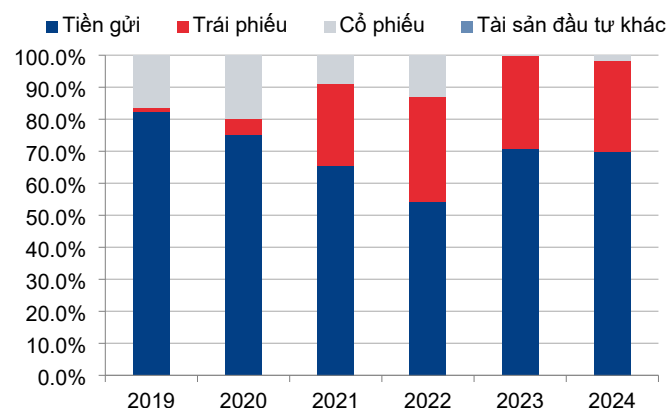
...đồng thời có tỷ lệ kết hợp thấp hơn so với bình quân các công ty cùng ngành khác



Ghi chú: Các công ty cùng ngành là các công ty đã niêm yết, bao gồm ABI, AIC, BIC, BLI, BMI, MIG, PGI, PTI, and PVI.
Nguồn: PVI, HSC

Biểu đồ 60: Phân bổ tài sản đầu tư, PVI

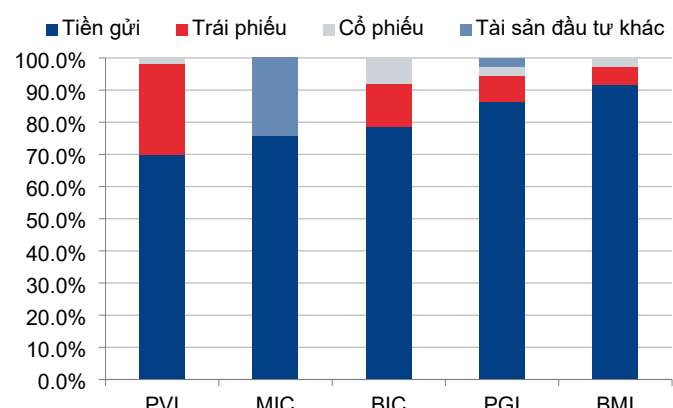
Theo thời gian, khẩu vị rủi ro đã giảm dần



Nguồn: PVI, HSC

Biểu đồ 61: Phân bổ tài sản đầu tư, PVI & công ty BH khác

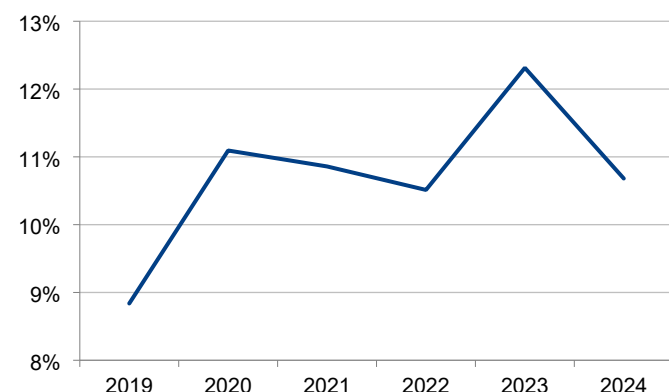
PVI phân bổ nhiều hơn vào trái phiếu và có tỷ trọng cổ phiếu / tài sản khác hạn chế hơn



Nguồn: PVI, HSC

Biểu đồ 62: Hệ số ROE, PVI

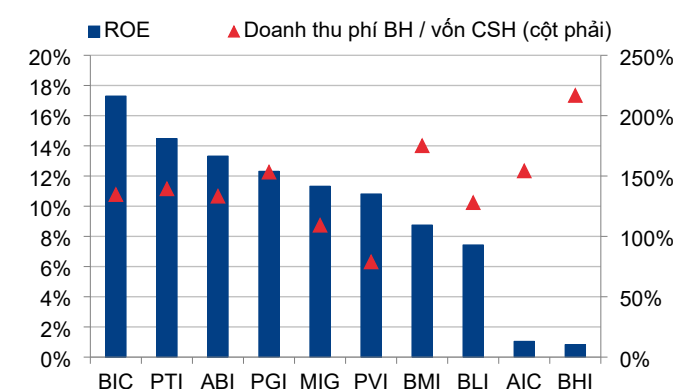
Hệ số ROE của PVI đang có xu hướng cải thiện



Nguồn: PVI, HSC

Biểu đồ 63: So sánh hệ số ROE, PVI & các công ty BH khác

PVI có hệ số ROE thấp hơn do tỷ lệ đòn bẩy vốn thấp hơn



Nguồn: PVI, HSC

Bảng 64: Dự báo hệ số ROE, PVI

Hệ số ROE được kỳ vọng sẽ cải thiện khi tỷ lệ đòn bẩy vốn tăng (bằng doanh thu phí bảo hiểm/vốn CSH)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Tỷ lệ tổn thất	48.2%	40.7%	36.2%	45.4%	42.9%	44.7%	42.8%	42.0%	42.0%
Tỷ lệ chi phí	47.8%	54.1%	56.7%	51.7%	53.4%	53.3%	52.9%	53.1%	53.0%
Lợi nhuận mảng bảo hiểm	3.9%	5.2%	7.0%	2.9%	3.7%	2.0%	4.3%	4.9%	5.0%
Lợi suất đầu tư	7.5%	7.8%	7.0%	6.9%	9.6%	8.0%	7.2%	7.2%	7.4%
Đòn bẩy tài sản	266.2%	286.0%	289.4%	264.4%	237.1%	229.4%	235.2%	229.6%	211.2%
Đóng góp của mảng đầu tư	20.0%	22.4%	20.2%	18.2%	22.8%	18.4%	16.9%	16.6%	15.7%
Chi phí (lợi nhuận) khác	-7.1%	-7.5%	-7.8%	-5.1%	-9.6%	-7.5%	-7.6%	-7.9%	-7.2%
Tỷ suất LNST của cổ đông	16.9%	20.1%	19.5%	15.9%	16.9%	12.9%	13.6%	13.6%	13.4%
Hệ số biên khả năng thanh toán (Vốn CSH/Doanh thu phí BH)	190.7%	181.6%	179.4%	151.5%	136.9%	120.9%	107.4%	96.5%	88.4%
ROE	8.8%	11.1%	10.9%	10.5%	12.3%	10.7%	12.6%	14.1%	15.2%

Nguồn: HSC

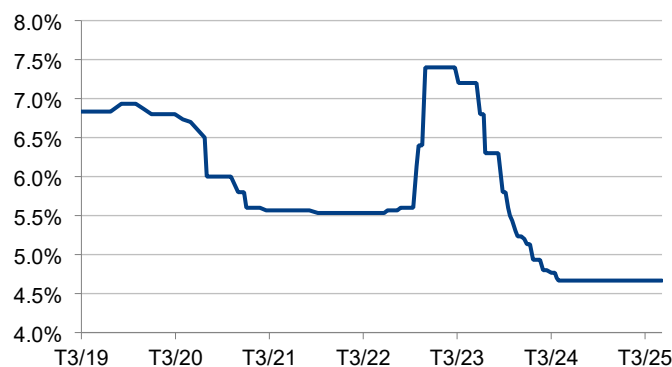
Rủi ro ngắn hạn và cơ hội

Tỷ suất lợi nhuận hồi phục: Câu chuyện chính cho năm 2025 đến từ sự phục hồi của tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm do chúng tôi kỳ vọng năm nay sẽ không xảy ra sự kiện nghiêm trọng nào như bão Yagi. Tổng phí bảo hiểm toàn ngành được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh bất chấp rủi ro thuế quan, nhờ Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công và tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm tăng lên từ mức nền thấp hiện tại.

Rủi ro lãi suất thấp kéo dài: Rủi ro đáng kể nhất là mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, điều này có thể làm giảm đáng kể thu nhập đầu tư trong năm 2025-2026. Ngoài ra, khả năng nâng cao thu nhập đầu tư của PVI cũng sẽ gặp khó khăn do thiếu các cơ hội đầu tư trái phiếu phù hợp với khẩu vị rủi ro. Để giảm thiểu rủi ro này, PVI bắt đầu sử dụng đòn bẩy tài chính (nợ vay) ở mức thấp và tập trung cải thiện vòng quay dòng tiền để tăng tài sản đầu tư. Chúng tôi đã đưa vào mô hình dự báo các yếu tố này.

Biểu đồ 65: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng, các NHTM có vốn Nhà nước

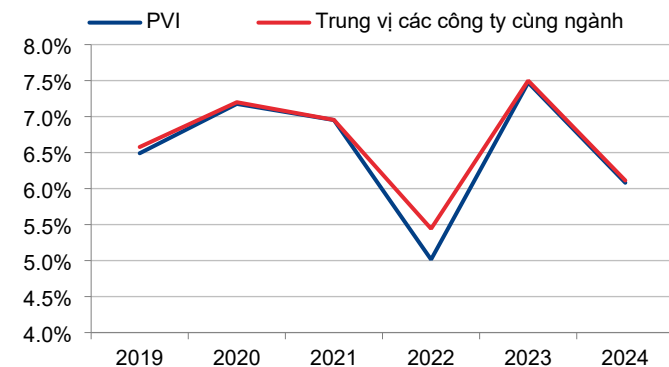
Lãi suất đang ở mức thấp kỷ lục...



Nguồn: PVI, HSC

Biểu đồ 66: Lợi suất đầu tư thuần, PVI và các công ty BH khác

..., gây ảnh hưởng tiêu cực đến lợi suất đầu tư của các công ty bảo hiểm



Ghi chú: Các công ty cùng ngành là các công ty đã niêm yết, bao gồm ABI, AIC, BIC, BLI, BMI, MIG, PGI, PTI, PVI
 Nguồn: PVI, HSC

Điều chỉnh giả định và dự báo

KQKD Q1/2025 nhìn chung sát với kỳ vọng của chúng tôi, đáng chú ý tăng trưởng doanh thu và quy mô tài sản đầu tư cao hơn dự báo, nhờ nâng tỷ lệ đòn bẩy. (Mời xem: [LNTT Q1 giảm 5%, sát với dự báo](#), HSC ngày 10/5/2025).

Theo đó, HSC tăng bình quân 1,1% dự báo LNTT cho giai đoạn 2025-2027 sau khi nâng dự báo đối với cả mảng bảo hiểm (nhờ tăng trưởng doanh thu vượt kỳ vọng) và thu nhập đầu tư (nhờ quy mô tài sản đầu tư cao hơn dự báo với tỷ lệ đòn bẩy tài chính tăng lên & dòng tiền được kiểm soát hiệu quả hơn). Chúng tôi giữ nguyên giả định về tỷ lệ kết hợp và kỳ vọng xu hướng tiến dần đến mức mục tiêu là 95%. Chúng tôi cũng điều chỉnh nhẹ giả định lợi suất đầu tư sau KQKD Q1/2025 và triển vọng mới về lãi

suất. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 18%, 16% và 13% trong 3 năm tới.

Bảng 67: Các giả định mảng bảo hiểm phi nhân thọ, PVI

Điều chỉnh chính là nâng dự báo tăng trưởng doanh thu

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tổng phí BH	40.7%	13.9%	12.5%	12.5%	23.3%	15.9%	13.6%
Điều chỉnh					9.4 điểm %	3.4 điểm %	1.1 điểm %
Tăng trưởng tổng doanh thu phí BH	14.9%	14.3%	13.9%	15.0%	14.7%	15.6%	14.0%
Điều chỉnh					0.4 điểm %	1.7 điểm %	-1.0 điểm %
Tỷ lệ bồi thường thuần	34.8%	39.6%	34.9%	34.2%	40.5%	37.8%	38.0%
Điều chỉnh					0.9 điểm %	2.9 điểm %	3.8 điểm %
Tỷ lệ tổn thất thuần	44.7%	42.8%	42.0%	42.0%	42.8%	42.0%	42.0%
Điều chỉnh					0.0 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %
Tỷ lệ chi phí	53.3%	52.9%	53.1%	53.0%	52.9%	53.1%	53.0%
Điều chỉnh					0.0 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %
Tỷ lệ kết hợp	98.0%	95.7%	95.1%	95.0%	95.7%	95.1%	95.0%
Điều chỉnh					0.0 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %

Nguồn: HSC

Bảng 68: Các giả định đầu tư, PVI

Điều chỉnh quan trọng là nâng giả định tài sản đầu tư

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tiền mặt & tài sản đầu tư	14,718	16,425	17,711	19,675	17,839	18,768	19,856
Tăng trưởng		11.6%	7.8%	11.1%	21.2%	5.2%	5.8%
Điều chỉnh					8.6%	6.0%	0.9%
Phân bổ tài sản							
% tiền mặt & tiền gửi	70.6%	73.2%	73.3%	73.4%	73.2%	73.5%	73.7%
% trái phiếu	27.7%	24.1%	24.0%	24.0%	25.4%	23.9%	23.6%
% cổ phiếu	1.7%	2.7%	2.7%	2.7%	1.4%	2.7%	2.6%
% tài sản khác	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh							
% tiền gửi					0.0 điểm %	0.2 điểm %	0.4 điểm %
% trái phiếu					1.3 điểm %	-0.2 điểm %	-0.4 điểm %
% cổ phiếu					-1.3 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %
% tài sản khác					0.0 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %
Lợi suất đầu tư	8.0%	7.1%	7.2%	7.4%	7.2%	7.2%	7.4%
Điều chỉnh					5.5 điểm cơ bản	-1.2 điểm cơ bản	-0.7 điểm cơ bản

Nguồn: HSC

Bảng 69: Dự báo lợi nhuận, PVI

HSC điều chỉnh tăng dự báo LNTT nhờ doanh thu tăng trưởng vượt kỳ vọng

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tổng phí bảo hiểm gốc	19,087	21,710	24,428	27,473	23,535	27,289	30,993
Tăng trưởng		13.7%	12.5%	12.5%	23.3%	15.9%	13.6%
Điều chỉnh					8.4%	11.7%	12.8%
Doanh thu thuần phí bảo hiểm	6,449	7,364	8,387	9,649	7,396	8,547	9,744
Tăng trưởng		14.2%	13.9%	15.0%	14.7%	15.6%	14.0%
Điều chỉnh					0.4%	1.9%	1.0%
Tổng doanh thu mảng bảo hiểm	7,540	8,618	9,804	11,177	8,806	10,154	11,570
Tăng trưởng		14.3%	13.8%	14.0%	16.8%	15.3%	13.9%
Điều chỉnh					2.2%	3.6%	3.5%
Chi phí bồi thường/lợi ích chi trả và dự phòng	2,881	3,155	3,523	4,052	3,166	3,590	4,093
Tăng trưởng		9.5%	11.7%	15.0%	9.9%	13.4%	14.0%
Điều chỉnh					0.3%	1.9%	1.0%
Chi phí bảo hiểm khác	3,816	4,362	4,981	5,619	4,503	5,240	5,957
Tăng trưởng		14.3%	14.2%	12.8%	18.0%	16.4%	13.7%
Điều chỉnh					3.2%	5.2%	6.0%
Lợi nhuận gộp mảng bảo hiểm	843	1,100	1,300	1,505	1,137	1,325	1,520
Tăng trưởng		30.5%	18.2%	15.8%	35.0%	16.5%	14.7%
Điều chỉnh					3.4%	1.9%	1.0%
Chi phí BH&QL	714	784	889	1,023	818	906	1,033
Tăng trưởng		9.9%	13.4%	15.0%	14.6%	10.8%	14.0%
Điều chỉnh					4.3%	1.9%	1.0%
Lợi nhuận mảng bảo hiểm sau chi phí BH&QL	129	316	411	483	320	419	487
Tăng trưởng		144.4%	30.2%	17.4%	147.3%	31.0%	16.3%
Điều chỉnh					1.2%	1.8%	0.9%
Thu nhập thuần từ đầu tư	872	891	990	1,114	915	1,040	1,135
Tăng trưởng		2.1%	11.2%	12.4%	4.9%	13.6%	9.1%
Điều chỉnh					2.8%	5.0%	1.9%
LNTT	1,117	1,312	1,510	1,708	1,322	1,532	1,727
Tăng trưởng		17.4%	15.1%	13.1%	18.3%	15.8%	12.8%
Điều chỉnh					0.8%	1.5%	1.1%

Nguồn: HSC

Tăng 4% giá mục tiêu; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

HSC nâng khuyến nghị cho PVI lên Tăng tỷ trọng và tăng 4% giá mục tiêu lên 59.800đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng. PVI vẫn là một lựa chọn tốt trong dài hạn nhờ vị thế dẫn đầu thị trường trong nước và tiềm năng phát triển ra quốc tế. Mặc dù có nền tảng cơ bản vững chắc, giá trị giao dịch bình quân ngày thấp vẫn là một rào cản cho nhà đầu tư. Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% kể từ đầu năm và kém tích cực hơn 13% so với chỉ số VNIndex, cổ phiếu PVI đã trở nên hấp dẫn hơn sau đợt điều chỉnh gần đây. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu PVI đang có định giá phù hợp để tích lũy cổ phiếu với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,6 lần và lợi suất cổ tức là 5,7%.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng và tăng 4% giá mục tiêu lên 59.800đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026. Chúng tôi giữ nguyên giả định về chi phí vốn CSH.

Chúng tôi tiếp tục đánh giá PVI là một cơ hội đầu tư dài hạn tốt nhờ vị thế dẫn đầu thị trường trong nước và tiềm năng phát triển ra nước ngoài. Công ty hưởng lợi nhờ lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ cùng chiến lược kiểm soát rủi ro thận trọng. Tuy nhiên, thanh khoản cổ phiếu ở mức thấp với giá trị giao dịch bình quân ngày khoảng 5 tỷ đồng (khoảng 200.000 USD) đã hạn chế NĐT tham gia giao dịch.

Bảng 70: Giả định chi phí vốn CSH, PVI

Chi phí vốn CSH	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Giả định chung của HSC, không đổi
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giả định chung của HSC, không đổi
Beta	0.85	Không đổi
Chi phí vốn CSH	11.4%	Không đổi

Nguồn: HSC

Bảng 71: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, PVI

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	1,003	1,162	1,310	1,467	1,617	1,773	1,928	2,078	2,220
Chi phí vốn CSH	-895	-923	-964	-1,008	-1,055	-1,106	-1,258	-1,420	-1,591
Lợi nhuận thặng dư	108	239	346	460	561	667	669	658	630
Giá trị dài hạn									7,322
Hệ số chiết khấu đến cuối 2025		89.7%	80.5%	72.3%	64.8%	58.2%	52.2%	46.9%	42.0%
Giá trị hiện tại đến cuối 2025		215	279	332	364	388	350	308	3,344
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ năm 2026	5,579								
Giá trị sổ sách cuối năm 2025	8,069								
Giá trị vốn CSH cuối năm 2025	13,648								
Giá trị vốn CSH giữa năm 2026	14,027								
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	234								
Giá mục tiêu giữa năm 2026	59,800								

Nguồn: HSC

Bảng 72: Phân tích độ nhạy, PVI

Đồng	Lãi suất phi rủi ro					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.75%	71,000	67,500	64,400	61,600	59,100
	8.25%	68,000	64,900	62,000	59,400	57,000
	8.75%	65,300	62,500	59,800	57,400	55,100
	9.25%	62,900	60,200	57,700	55,500	53,400
	9.75%	60,600	58,100	55,800	53,700	51,700

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 3 tháng qua và giảm 9% kể từ đầu năm, cũng kém tích cực hơn so với chỉ số VNIndex, có thể do NĐT chốt lời sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh kể từ tháng 9/2024, PVI đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,6 lần, cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 1,5 lần (chúng tôi so sánh với bình quân 3 năm quá khứ do chúng tôi tin rằng định giá của PVI đã được nâng lên mặt bằng mới trong giai đoạn này nhờ nền tảng cơ bản cải thiện). Cổ phiếu hiện đang có định giá phù hợp để NĐT tích lũy cùng lợi suất cổ tức hấp dẫn là 5,7%.

Biểu đồ 73: P/B trượt dự phóng 1 năm, PVI

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



Biểu đồ 74: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, PVI

...cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 1,5 lần



BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Phí bảo hiểm gốc	11,002	13,346	15,189	16,991	19,150
Phí nhận tái BH	2,564	5,741	8,346	10,298	11,843
Tăng/giảm dự phòng phí chưa được hưởng	(812)	(2,168)	(1,895)	(1,751)	(1,691)
Doanh thu phí BH	12,754	16,920	21,640	25,538	29,302
Phí nhượng tái BH	(7,140)	(10,470)	(14,244)	(16,991)	(19,557)
Doanh thu phí BH thuần	5,614	6,449	7,396	8,547	9,744
Doanh thu khác	900	1,090	1,411	1,607	1,825
Doanh thu thuần HĐ BH	6,514	7,540	8,806	10,154	11,570
Chi bồi thường bảo hiểm và dự phòng	(2,409)	(2,881)	(3,166)	(3,590)	(4,093)
Chi b.thường BH và chi trả đ.hạn khác (ròng)	(3,170)	(3,816)	(4,503)	(5,240)	(5,957)
Khoản giảm trừ chi phí, thu đòi và thu khác	0	0	0	0	0
Tổng chi phí trực tiếp HĐ BH	(5,579)	(6,697)	(7,669)	(8,829)	(10,050)
Lãi/lỗ gộp HĐ BH	935	843	1,137	1,325	1,520
Chi phí quản lý	(728)	(714)	(818)	(906)	(1,033)
Lợi nhuận HĐ tài chính	932	875	875	997	1,121
LN trong Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	105	114	127	115	119
LNTT	1,245	1,117	1,322	1,532	1,727
Chi phí thuế TNDN	(240)	(238)	(267)	(306)	(345)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(49.0)	(36.6)	(39.6)	(49.0)	(55.3)
Lợi nhuận thuần	956	843	1,015	1,176	1,326
EPS (đồng)	4,080	3,599	4,334	5,022	5,662
DPS (đồng)	3,000	3,200	3,150	3,426	3,969
BVPS (đồng)	33,167	33,399	34,446	35,982	37,607
Sig CP bình quân (triệu đv)	234	234	234	234	234
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	234	234	234	234	234
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	234	234	234	234	234

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng phí BH gốc (%)	9.67	21.3	13.8	11.9	12.7
Tăng trưởng doanh thu phí BH thuần (%)	12.0	14.9	14.7	15.6	14.0
Tăng/giảm phí bồi thường và dự phòng (%)	5.78	19.6	9.91	13.4	14.0
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ tài chính (%)	32.7	(6.20)	0.08	13.9	12.4
Tăng trưởng LNTT (%)	12.6	(10.2)	18.3	15.8	12.8
Tăng trưởng lợi nhuận thuần (%)	14.5	(11.8)	20.4	15.9	12.8
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	3.14	17.9	20.0	11.4	9.47
Định giá					
P/E (lần)	13.4	15.2	12.6	10.9	9.64
P/B (lần)	1.65	1.63	1.59	1.52	1.45
Lợi suất cổ tức (%)	5.49	5.86	5.77	6.27	7.27

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	877	389	1,883	2,183	2,479
Đầu tư ngắn hạn	7,875	9,959	10,135	12,673	13,278
Phải thu ngắn hạn	2,256	2,616	3,530	4,639	5,269
Hàng tồn kho	1.48	2.98	1.85	1.85	1.85
Tài sản tài BH	9,782	12,403	14,563	16,651	18,795
Tài sản ngắn hạn khác	676	818	1,012	1,173	1,333
Tổng tài sản ngắn hạn	21,468	26,188	31,125	37,321	41,156
Phải thu dài hạn	31.5	35.3	47.1	54.6	62.0
Tài sản cố định	1,139	1,083	1,029	997	965
Đầu tư vào Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn khác	4,204	4,371	5,821	3,912	4,099
Tài sản dài hạn khác	101	89.4	94.1	191	217
Tổng tài sản dài hạn	5,475	5,579	6,991	5,155	5,343
Tổng tài sản	26,943	31,766	38,116	42,476	46,499
Nợ phải trả và VCSH					
Phải trả người bán	3,634	4,771	6,599	7,937	9,042
Phải trả người lao động	422	306	377	546	620
Phải trả hợp đồng repo	0	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	29.9	30.7	47.1	54.6	62.0
Nợ ngắn hạn	0	200	1,430	715	0
Phải trả ngắn hạn khác	86.0	111	141	191	217
Nợ ngắn hạn khác	298	255	377	546	620
Tổng nợ ngắn hạn	4,470	5,674	8,971	9,989	10,561
Dự phòng nghiệp vụ BH	14,228	17,803	20,558	23,466	26,482
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	146	108	141	191	217
Tổng nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả	18,843	23,584	29,671	33,646	37,261
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	536	576	614	655	700
Lợi nhuận giữ lại	1,174	1,189	1,395	1,714	2,050
Vốn chủ sở hữu	7,769	7,823	8,069	8,428	8,809
Lợi ích cổ đông thiểu số	330	359	377	402	429
Tổng vốn chủ sở hữu	8,099	8,183	8,446	8,830	9,238
Tổng nợ phải trả và VCSH	26,943	31,767	38,116	42,476	46,499
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	3.60	2.87	2.91	2.92	2.98
ROAE (%)	12.4	10.8	12.8	14.3	15.4
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	73.5	88.9	72.7	68.2	70.1
Chỉ số an toàn vốn					
VCSH/Tài sản (%)	28.8	24.6	21.2	19.8	18.9
Tài sản BQ/VCSH BQ (x)	3.45	3.77	4.40	4.89	5.16
Chỉ số HKKD bảo hiểm					
Tỷ lệ tái bảo hiểm (%)	56.0	61.9	65.8	66.5	66.7
Tỷ lệ bảo hiểm giữ lại (%)	44.0	38.1	34.2	33.5	33.3
Tỷ lệ bồi thường (%)	37.0	38.2	36.0	35.4	35.4
Tỷ lệ chi phí (%)	59.8	60.1	60.4	60.5	60.4
Tỷ lệ hỗn hợp (%)	96.8	98.3	96.4	95.9	95.8

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

Năm giữ (giữ nguyên)

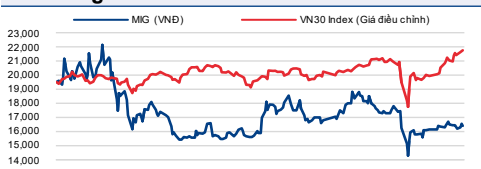
Giá mục tiêu: VNĐ16,700 (từ VNĐ16,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 1.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2025)	16,450
Mã Bloomberg	MIG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	14,300-22,134
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,425
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,314
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	127
Slg CP lưu hành (tr.đv)	201
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	201
Slg CP NN được mua (tr.đv)	169
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	16.3%
Tỷ lệ freefloat	23.2%
Cổ đông lớn	MBBank (67.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	2.17	(9.37)	(15.7)
So với chỉ số	(6.52)	(14.1)	(24.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,324	1,398	(5.3)
2026F	1,543	1,641	(6.0)
2027F	1,900	1,909	(0.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

MIG là công ty bảo hiểm phi nhân thọ thuộc hệ thống 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

Cần thêm thời gian để cải thiện chất lượng tăng trưởng; khuyến nghị Năm giữ

- HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ nhưng tăng 3% giá mục tiêu lên 16.700đ nhờ tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 lớn hơn ảnh hưởng từ việc hạ dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi giảm bình quân 4% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027 do hạ dự báo tăng trưởng doanh thu & giả định lợi suất đầu tư, bù đắp một phần nhờ nâng dự báo tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm trong năm 2025. Một sự phục hồi thực sự vững chắc vẫn chưa diễn ra.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 3 tháng qua, MIG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,23 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,45 lần – chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hợp lý.

Sự kiện: Điều chỉnh triển vọng và giả định định giá

Lợi nhuận Q1/2025 tốt ở vẻ bề ngoài, nhưng nền tảng cốt lõi lại kém tích cực. Đây là nguyên nhân chúng tôi điều chỉnh dự báo cho MIG. Ngoài ra, chúng tôi cũng lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026.

Tác động: Giảm bình quân 4% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027

HSC hạ dự báo lợi nhuận do doanh thu và lợi suất đầu tư trong Q1/2025 thấp hơn đáng kể so với dự báo. Chúng tôi giảm bình quân 4% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027 do hạ dự báo tăng trưởng doanh thu và lợi suất đầu tư có thể tiếp tục chịu áp lực trong bối cảnh mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp lâu hơn dự kiến. Tác động này được bù đắp một phần nhờ tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm cải thiện trong năm 2025, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận sẽ trở lại bình thường trong năm 2026. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 14%, 18% và 23% trong 3 năm tới. Chúng tôi cho rằng MIG vẫn chưa thực sự quay trở lại giai đoạn tăng trưởng một cách chất lượng.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 3 tháng qua do điều kiện thị trường bất lợi, KQKD không đạt kỳ vọng và thiếu động lực tăng giá ngắn hạn, MIG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,23 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,45 lần - chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hợp lý.

HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ nhưng tăng 3% giá mục tiêu lên 16.700đ nhờ tác động tích cực từ việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận. Chúng tôi giữ nguyên quan điểm rằng các công ty bảo hiểm được hỗ trợ bởi ngân hàng mẹ như MIG có tiềm năng đáng kể để mở rộng thị phần trọng phân khúc bán lẻ trong dài hạn. Tuy nhiên, trong thời gian ngắn hạn, MIG dường như vẫn bế tắc trong việc tăng trưởng doanh thu.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Phí BH gốc (tỷ đồng)	4,678	5,017	5,463	6,160	6,931
Lãi/lỗ góp HĐ BH (tỷ đồng)	563	545	676	728 ▼	823 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	280	239	281 ▼	331 ▼	407
EPS (đồng)	1,413	1,204	1,408 ▼	1,641 ▼	2,022
DPS (đồng)	414	871	504	656 ▼	771 ▼
BVPS (đồng)	10,503	10,750	12,847	13,733	14,862
P/E (lần)	11.6	13.7	11.7	10.0	8.14
Lợi suất cổ tức (%)	2.52	5.30	3.06	3.99	4.69
P/B (lần)	1.57	1.53	1.28	1.20	1.11
Tăng trưởng EPS (%)	77.0	(14.8)	17.0	16.6	23.2
ROAE (%)	14.1	11.3	11.9	12.3	14.1

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

KQKD Q1 gây thất vọng ở các chỉ tiêu cốt lõi

Mặc dù lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ trong Q1/2025, chúng tôi vẫn giảm bình quân 4% dự báo LNTT cho giai đoạn 2025-2027 sau khi hạ dự báo tăng trưởng doanh thu & lợi suất đầu tư. Doanh thu vẫn chưa thực sự hồi phục trong khi mặt bằng lãi suất thấp tiếp tục gây sức ép lên lợi nhuận. Tuy nhiên, chúng tôi tăng 3% giá mục tiêu lên 16.700đ nhờ tác động tích cực từ việc lùi thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2026. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ cho MIG dựa trên triển vọng dài hạn tích cực và triển vọng tỷ suất lợi nhuận cải thiện trong ngắn hạn sau cơn bão Yagi. Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 3 tháng qua, định giá cổ phiếu MIG hiện đã sát với giá trị hợp lý.

Hạ dự báo lợi nhuận sau KQKD Q1/2025

Mặc dù lợi nhuận tăng mạnh trong Q1/2025, chúng tôi tin rằng kết quả này chủ yếu do thời điểm ghi nhận chi phí thay vì đến từ HĐKD cốt lõi (Mời xem: [LNTT Q1 cao hơn một chút so với dự báo nhưng chất lượng không thấp](#), HSC, ngày 25/4/2025). Các chỉ số quan trọng khác có vẻ kém tích cực.

Tổng phí bảo hiểm gốc thấp hơn dự báo trong Q1/2025

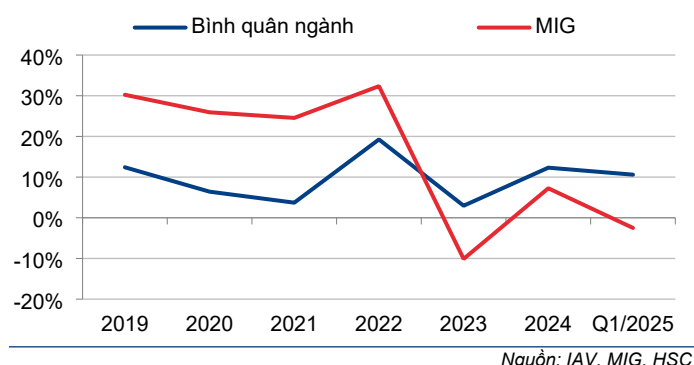
Xin nhắc lại, MIG đã trải qua giai đoạn tăng trưởng mạnh kể từ năm 2019 đến năm 2022 nhờ tăng trưởng phí bảo hiểm ở các sản phẩm bảo hiểm sức khỏe & tai nạn cá nhân. Điều này cũng giúp MIG đa dạng hóa nguồn doanh thu khỏi các sản phẩm bảo hiểm xe cơ giới. MIG hiện vẫn là công ty hàng đầu ở dòng sản phẩm bảo hiểm xe cơ giới, đứng thứ 2 trên thị trường. Công ty đứng thứ 9 đối với sản phẩm bảo hiểm sức khỏe & tai nạn cá nhân và đứng thứ 5 đối với sản phẩm thương mại.

Tuy nhiên, kể từ năm 2023, tăng trưởng đã trở nên chậm chạp - có thể do công ty siết quyền lợi bảo hiểm để cải thiện lợi nhuận, điều này đã làm giảm sức hấp dẫn đối với các sản phẩm của MIG so với các công ty trong ngành. Ví dụ, công ty tuyên bố đang tập trung nhiều hơn vào bán bảo hiểm sức khỏe trực tiếp cho khách hàng thông qua ứng dụng di động, thay vì thông qua bán cho nhóm khách hàng (doanh nghiệp mua bảo hiểm cho nhân viên). Mặc dù bán hàng theo nhóm khách hàng có thể giúp nâng cao doanh thu nhanh chóng nhưng tỷ suất lợi nhuận lại thấp hơn do rủi ro gian lận bảo hiểm cao hơn. Một ví dụ khác, MIG hiện cũng đang tập trung vào phân khúc sản phẩm bảo hiểm xe cơ giới cao cấp, hướng đến những chiếc xe có giá trị ở một mức nhất định, thay vì thị trường đại chúng.

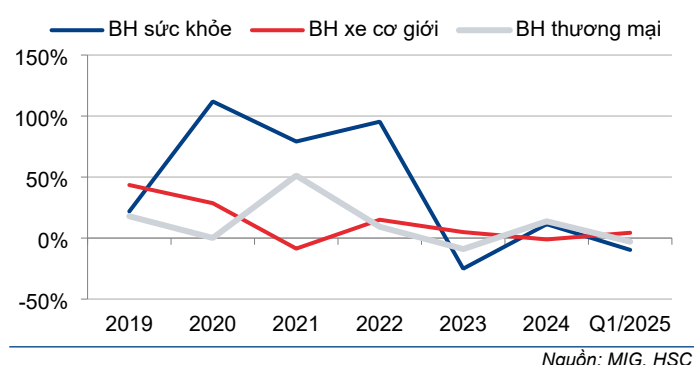
Doanh thu kém tích cực trong Q1/2025 (giảm 2,5% so với tăng 10,6% của toàn ngành), thấp hơn đáng kể so với dự báo. Trước đó, HSC đã kỳ vọng sản phẩm bảo hiểm sức khỏe sẽ phục hồi và hỗ trợ tăng trưởng nhưng kết quả thực tế lại gây thất vọng, có thể do tiếp tục mất khách hàng cho các đối thủ cạnh tranh.

Tăng trưởng của MIG trong năm 2025 có thể sẽ phụ thuộc vào sản phẩm bảo hiểm xe cơ giới do Công ty đặt mục tiêu giữ vững thị phần ở dòng sản phẩm này. Ngoài ra, sản phẩm bảo hiểm thương mại được kỳ vọng sẽ đóng góp nhiều hơn – theo như chia sẻ của BLĐ. MIG đặt mục tiêu đầu thầu hoặc hợp tác với các công ty hàng đầu như PVI hoặc BVH để cung cấp bảo hiểm cho các dự án đầu tư công.

Biểu đồ 75: Tăng trưởng phí BH gốc, MIG & ngành BH
MIG đã mất đà tăng trưởng từ năm 2023...



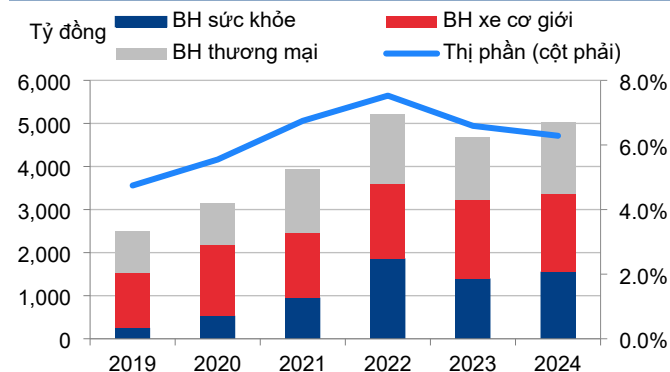
Biểu đồ 76: Tăng trưởng phí BH gốc theo sản phẩm, MIG
...do sự sụt giảm của mảng sản phẩm bảo hiểm sức khỏe



Dựa trên cập nhật KQKD và triển vọng doanh nghiệp, HSC giảm dự báo doanh thu cho năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi cũng hạ giá định tỷ lệ kết hợp nhờ những nỗ lực cắt giảm và thắt chặt chi phí bồi thường gần đây, cũng như đóng góp ngày càng lớn từ các sản phẩm thương mại với tỷ suất lợi nhuận tốt hơn. Chúng tôi cũng dự báo tỷ suất lợi nhuận sẽ cải thiện sau cơn bão Yagi.

Biểu đồ 77: Phí bảo hiểm gốc theo sản phẩm, MIG

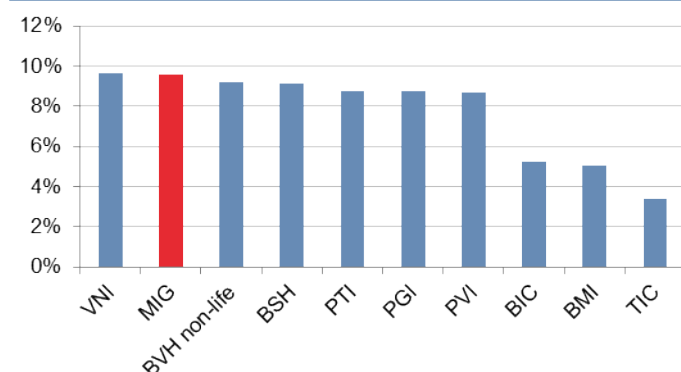
MIG có cơ cấu doanh thu cân đối hơn



Nguồn: MIG, HSC

Biểu đồ 78: Thị phần BH xe cơ giới, MIG & các công ty BH khác

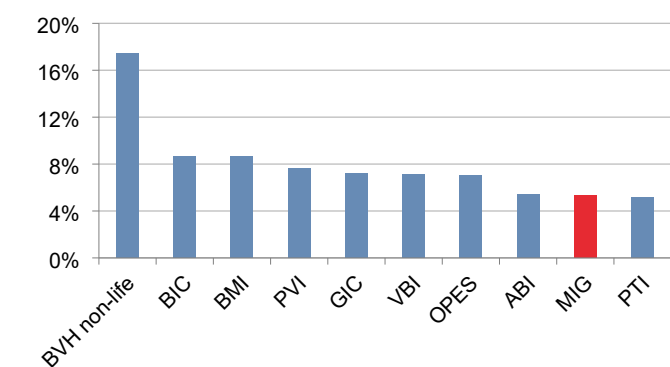
MIG có thể mạnh ở mảng BH xe cơ giới, xếp thứ 2



Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 79: Thị phần BH sức khỏe, MIG & các công ty BH khác

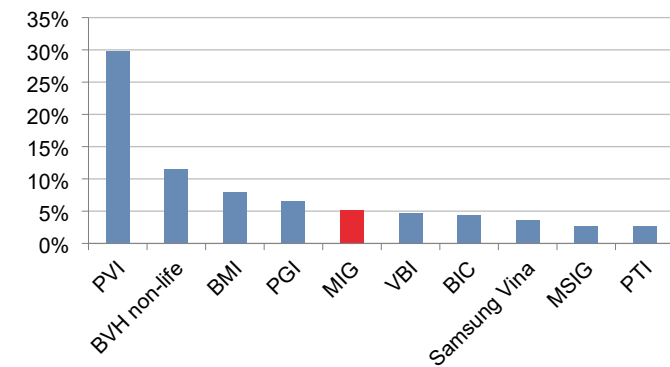
Bất chấp đà tăng trưởng mạnh mẽ trong nhiều năm, MIG vẫn chỉ xếp thứ 9 về bảo hiểm sức khỏe



Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 80: Thị phần BH thương mại, MIG & các công ty BH khác

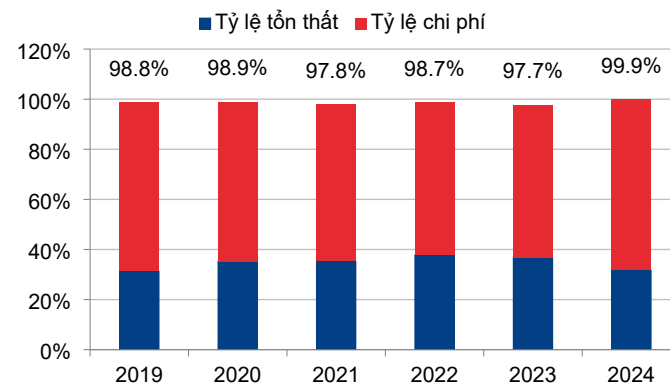
MIG xếp thứ 5 về mảng sản phẩm bảo hiểm thương mại



Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 81: Tỷ lệ kết hợp, MIG

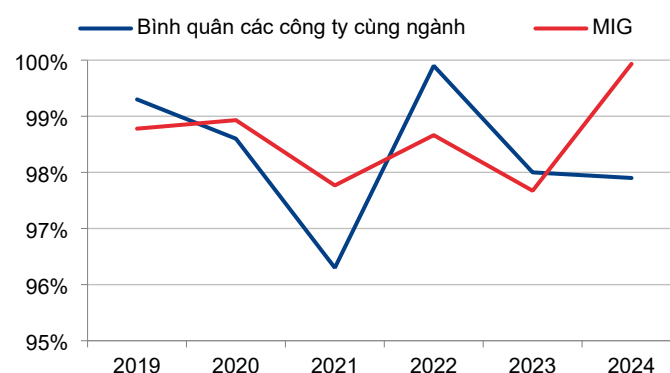
Tỷ lệ kết hợp cải thiện nhẹ (ngoài trừ năm 2024 chịu ảnh hưởng của bão Yagi)



Nguồn: MIG, HSC

Biểu đồ 82: Tỷ lệ kết hợp, MIG & các công ty BH khác

Tỷ lệ kết hợp của MIG dao động quanh mức bình quân của các công ty bảo hiểm khác



Ghi chú: Các công ty cùng ngành là các công ty bảo hiểm đã niêm yết, bao gồm ABI, AIC, BIC, BLI, BMI, MIG, PGI, PTI, and PVI.
Nguồn: MIG, HSC

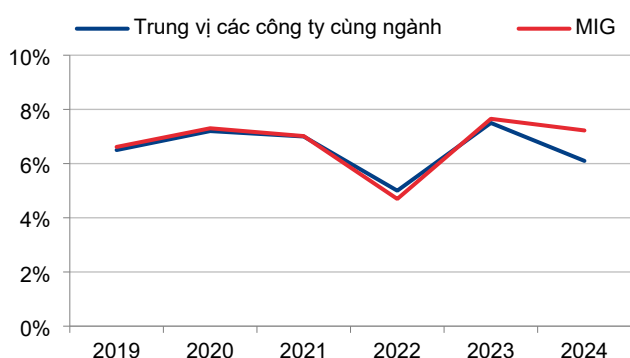
Lợi suất đầu tư cũng thấp hơn dự báo

Lợi suất đầu tư chỉ đạt 4,9% trong Q1/2025, thấp hơn so với dự báo của chúng tôi ở mức 6% chủ yếu do lợi suất từ tiền gửi và ủy thác đầu tư thấp hơn dự báo. Chúng tôi không nhận thấy chiến lược rõ ràng của MIG để nâng cao lợi suất đầu tư một cách bền vững và tỷ trọng phân bổ tài sản nhiều khả năng sẽ giữ nguyên trong những quý tới. Từ đó, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi suất đầu tư bình quân cho năm 2025-2026.

Đáng chú ý, khoản ủy thác đầu tư mà MIG phân bổ được phép đầu tư 10-20% tài sản đang quản lý vào cổ phiếu đại chúng. Tỷ trọng này có thể giúp nâng cao lợi suất đầu tư nếu quý đạt kết quả tốt - nhưng cũng có thể làm gia tăng rủi ro cho Công ty. Đây là một phần nguyên nhân dẫn đến sự biến động về lợi suất đầu tư trong quá khứ của MIG.

Biểu đồ 83: Lợi suất đầu tư thuần, MIG và các công ty BH khác

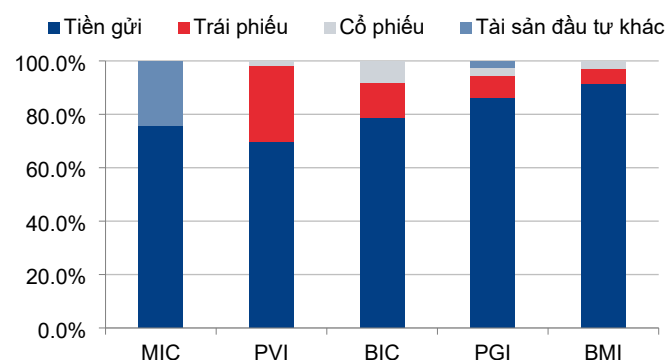
Lợi suất đầu tư của MIG sát với các công ty bảo hiểm khác...



Ghi chú: Các công ty cùng ngành là các công ty bảo hiểm đã niêm yết, bao gồm ABI, AIC, BHI, BIC, BLI, BMI, MIG, PGI, PTI, PVI
Nguồn: MIG, HSC

Biểu đồ 84: Phân bổ tài sản đầu tư, MIG và các công ty BH khác

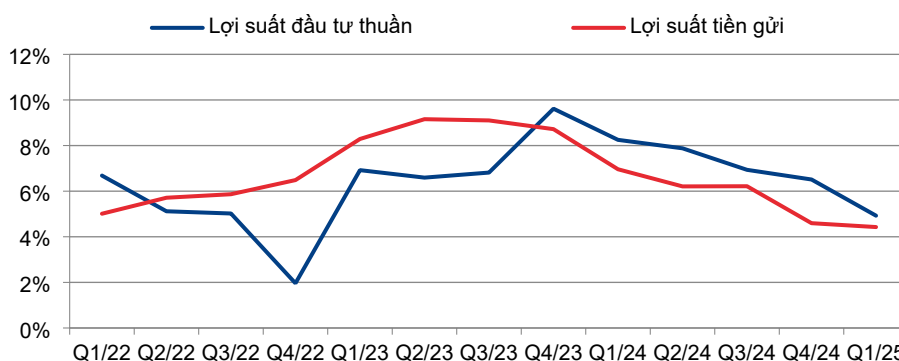
...nhưng tỷ trọng đầu tư vào quỹ ủy thác cao hơn



Nguồn: MIG, HSC

Biểu đồ 85: Lợi suất đầu tư & lợi suất tiền gửi, MIG

Lợi suất đầu tư giảm mạnh do mất bằng lãi suất thấp



Nguồn: MIG, HSC

Điều chỉnh giả định và dự báo

Những thay đổi chính về giả định và dự báo của chúng tôi đã được đề cập ở trên. Nhìn chung, HSC giảm bình quân 4% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 14%, 18% và 23% trong 3 năm tới; cụ thể như sau.

Bảng 86: Giả định mảng bảo hiểm, MIG

Các điều chỉnh chính bao gồm giảm dự báo tăng trưởng & hạ giả định tỷ lệ kết hợp trong năm 2025

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tổng phí BH	7.3%	13.0%	12.3%	11.6%	8.9%	12.7%	12.4%
Điều chỉnh					-4.2 điểm %	0.4 điểm %	0.8 điểm %
Tăng trưởng tổng doanh thu phí BH	0.3%	14.5%	15.1%	12.9%	11.7%	14.3%	13.1%
Điều chỉnh					-2.8 điểm %	-0.7 điểm %	0.2 điểm %
Tỷ lệ bồi thường thuần	31.8%	34.0%	31.8%	31.6%	32.6%	32.4%	32.1%
Điều chỉnh					-1.4 điểm %	0.6 điểm %	0.6 điểm %
Tỷ lệ tổn thất thuần	31.7%	33.3%	33.6%	33.8%	32.4%	33.5%	33.5%
Điều chỉnh					-0.9 điểm %	-0.1 điểm %	-0.3 điểm %
Tỷ lệ chi phí	68.2%	64.2%	63.9%	63.8%	64.0%	64.0%	64.0%
Điều chỉnh					-0.2 điểm %	0.1 điểm %	0.2 điểm %
Tỷ lệ kết hợp	99.9%	97.5%	97.5%	97.5%	96.4%	97.5%	97.5%
Điều chỉnh					-1.2 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %

Nguồn: HSC
Bảng 87: Các giả định đầu tư, MIG

Điều chỉnh quan trọng là hạ giả định lợi suất đầu tư dựa trên hiệu suất kém tích cực trong Q1/2025

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tiền mặt & tài sản đầu tư	4,593	4,990	5,500	6,122	5,079	5,623	6,243
Tăng trưởng		8.6%	10.2%	11.3%	10.6%	10.7%	11.0%
Điều chỉnh					1.8%	2.2%	2.0%
Phân bổ tài sản đầu tư							
% tiền gửi	75.7%	73.5%	70.0%	70.0%	78.9%	75.0%	75.0%
% trái phiếu	0.0%	3.0%	5.0%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%
% cổ phiếu	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
% khác	24.3%	23.5%	25.0%	25.0%	21.1%	25.0%	25.0%
Điều chỉnh							
% tiền gửi					5.4 điểm %	5.0 điểm %	5.0 điểm %
% trái phiếu					-3.0 điểm %	-5.0 điểm %	-5.0 điểm %
% cổ phiếu					0.0 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %
% khác					-2.4 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %
Lợi suất đầu tư	7.2%	6.4%	6.9%	7.3%	5.4%	6.4%	7.2%
Điều chỉnh					-98.7 điểm cơ bản	-52.3 điểm cơ bản	-9.5 điểm cơ bản

Nguồn: HSC

Bảng 88: Dự báo lợi nhuận, MIG

Chúng tôi giảm bình quân 4% dự báo LNTT cho giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tổng phí BH gốc	5,063	5,723	6,427	7,175	5,513	6,212	6,984
Tăng trưởng		13.0%	12.3%	11.6%	8.9%	12.7%	12.4%
Điều chỉnh					-3.7%	-3.3%	-2.7%
Doanh thu thuần phí BH	2,327	2,665	3,066	3,461	2,600	2,972	3,361
Tăng trưởng		14.6%	15.1%	12.9%	11.7%	14.3%	13.1%
Điều chỉnh					-2.5%	-3.1%	-2.9%
Tổng doanh thu mảng BH	3,641	4,125	4,701	5,286	4,016	4,552	5,138
Tăng trưởng		13.3%	14.0%	12.4%	10.3%	13.4%	12.9%
Điều chỉnh					-2.7%	-3.2%	-2.8%
Chi phí bồi thường/lợi ích chi trả & dự phòng	739	887	1,031	1,168	842	995	1,126
Tăng trưởng		20.1%	16.2%	13.3%	14.0%	18.2%	13.1%
Điều chỉnh					-5.1%	-3.5%	-3.6%
Chi phí BH khác	2,357	2,551	2,895	3,243	2,498	2,828	3,188
Tăng trưởng		8.2%	13.5%	12.0%	6.0%	13.2%	12.7%
Điều chỉnh					-2.1%	-2.3%	-1.7%
Lợi nhuận gộp mảng BH	545	686	776	875	676	728	823
Tăng trưởng		25.8%	13.0%	12.8%	23.9%	7.8%	13.1%
Điều chỉnh					-1.6%	-6.2%	-5.9%
Chi phí BH&QL	544	621	699	789	581	654	739
Tăng trưởng		14.1%	12.7%	12.9%	6.9%	12.4%	13.1%
Điều chỉnh					-6.3%	-6.5%	-6.3%
Lợi nhuận mảng BH sau chi phí BH&QL	2	66	77	86	94	74	84
Tăng trưởng		4155.7%	16.4%	12.0%	5987.0%	-21.1%	13.1%
Điều chỉnh					43.0%	-3.1%	-2.1%
Thu nhập đầu tư thuần	312	306	363	425	261	342	429
Tăng trưởng		-2.2%	18.8%	17.2%	-16.5%	31.3%	25.3%
Điều chỉnh					-14.7%	-5.7%	0.8%
LNTT	308	371	439	511	352	413	509
Tăng trưởng		20.5%	18.3%	16.3%	14.1%	17.5%	23.2%
Điều chỉnh					-5.3%	-6.0%	-0.4%

Nguồn: HSC

Tăng 3% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Nắm giữ

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ nhưng tăng 3% giá mục tiêu lên 16.700đ sau khi lùi thời điểm định giá. Lợi nhuận ngắn hạn được dự báo sẽ cải thiện nhờ tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm phục hồi sau cơn bão Yagi. Triển vọng dài hạn của Công ty vẫn tích cực nhờ lợi thế được MBB hậu thuẫn trong việc mở rộng thị trường bán lẻ. Tuy nhiên, sự phục hồi thực sự rõ nét vẫn chưa diễn ra. Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 3 tháng qua và đang giao dịch với định giá thấp hơn bình quân quá khứ, chúng tôi cho rằng MIG đang có định giá sát với giá trị trên cơ sở triển vọng & rủi ro hiện tại của Công ty.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ nhưng tăng 3% giá mục tiêu lên 16.700đ do tác động tích cực từ việc lùi thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2026 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận.

Trong ngắn hạn, chúng tôi tiếp tục dự báo tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm sẽ phục hồi - đặc biệt là sau cơn bão Yagi - từ đó giúp củng cố lợi nhuận của Công ty. Trong dài hạn, chúng tôi tin rằng các công ty bảo hiểm có ngân hàng hậu thuẫn như MIG sẽ ở vị thế tốt để gia tăng thị phần trong phân khúc bán lẻ. Tuy nhiên, sự phục hồi đáng kể trong KQKD vẫn chưa diễn ra.

Bảng 89: Giả định chi phí vốn CSH, MIG

	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Giả định chung của HSC, không đổi
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giả định chung của HSC, không đổi
Beta	1.05	Không đổi
Chi phí vốn CSH	13.2%	Không đổi

Nguồn: HSC

Bảng 90: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, MIG

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	264	311	383	445	494	537	581	625	670
Chi phí vốn CSH	-281	-341	-365	-395	-428	-464	-505	-547	-589
Lợi nhuận thặng dư	-16	-31	18	50	65	73	76	79	81
Giá trị dài hạn									1,174
Hệ số chiết khấu đến cuối 2025		88.3%	78.1%	69.0%	60.9%	53.8%	47.6%	42.0%	37.1%
Giá trị hiện tại đến cuối 2025		-27	14	34	40	39	36	33	466
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ năm 2026	636								
Giá trị sổ sách cuối năm 2025	2,588								
Giá trị vốn CSH cuối năm 2025	3,223								
Giá trị vốn CSH giữa năm 2026	3,370								
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	201								
Giá mục tiêu giữa năm 2026	16,700								

Nguồn: HSC

Bảng 91: Phân tích độ nhạy, MIG

Đồng	Lãi suất phi rủi ro					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.75%	19,500	18,700	18,000	17,300	16,700
	8.25%	18,700	18,000	17,300	16,700	16,100
	8.75%	17,900	17,300	16,700	16,100	15,500
	9.25%	17,200	16,600	16,000	15,500	15,000
	9.75%	16,600	16,000	15,500	15,000	14,500

Nguồn: Phân tích độ nhạy, MIG

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 3 tháng qua do điều kiện thị trường bất lợi, KQKD thấp hơn dự báo và thiếu động lực tăng giá ngắn hạn, MIG đang giao dịch với P/B

trượt dự phóng 1 năm là 1,23 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,45 lần - chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hợp lý.

Biểu đồ 92: P/B trượt dự phóng 1 năm, MIG

MIG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,23 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 93: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, MIG

...thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 1,45 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Phí bảo hiểm gốc	4,678	5,017	5,463	6,160	6,931
Phí nhận tái BH	42.0	46.2	50.0	51.5	53.1
Tăng/giảm dự phòng phí chưa được hưởng	(157)	(316)	(337)	(425)	(491)
Doanh thu phí BH	4,563	4,748	5,175	5,787	6,493
Phí nhượng tái BH	(2,243)	(2,421)	(2,576)	(2,815)	(3,132)
Doanh thu phí BH thuần	2,320	2,327	2,600	2,972	3,361
Doanh thu khác	1,274	1,315	1,416	1,580	1,777
Doanh thu thuần HĐ BH	3,594	3,641	4,016	4,552	5,138
Chi bồi thường bảo hiểm và dự phòng	(858)	(739)	(842)	(995)	(1,126)
Chi b.thường BH và chi trả đ.hạn khác (ròng)	(2,173)	(2,357)	(2,498)	(2,828)	(3,188)
Khoản giảm trừ chi phí, thu đòi và thu khác	0	0	0	0	0
Tổng chi phí trực tiếp HĐ BH	(3,031)	(3,096)	(3,340)	(3,824)	(4,314)
Lãi/lỗ gộp HĐ BH	563	545	676	728	823
Chi phí quản lý	(509)	(544)	(581)	(654)	(739)
Lợi nhuận HĐ tài chính	295	307	258	339	425
LN trong Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	3.00	0	0	0	0
LNTT	352	308	352	413	509
Chi phí thuế TNDN	(72.0)	(69.7)	(70.4)	(82.6)	(102)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	280	239	281	331	407
EPS (đồng)	1,413	1,204	1,408	1,641	2,022
DPS (đồng)	414	871	504	656	771
BVPS (đồng)	10,503	10,750	12,847	13,733	14,862
Sig CP bình quân (triệu đv)	198	198	200	201	201
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	198	198	201	201	201
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	198	198	201	201	201

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng phí BH gốc (%)	(10.1)	7.25	8.88	12.8	12.5
Tăng trưởng doanh thu phí BH thuần (%)	(13.9)	0.29	11.7	14.3	13.1
Tăng/giảm phí bồi thường và dự phòng (%)	(15.9)	(13.9)	14.0	18.2	13.1
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ tài chính (%)	83.0	3.96	(16.0)	31.6	25.4
Tăng trưởng LNTT (%)	76.7	(12.4)	14.1	17.5	23.2
Tăng trưởng lợi nhuận thuần (%)	77.0	(14.8)	17.9	17.5	23.2
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	3.21	11.5	9.13	10.4	10.8
Định giá					
P/E (lần)	11.6	13.7	11.7	10.0	8.14
P/B (lần)	1.57	1.53	1.28	1.20	1.11
Lợi suất cổ tức (%)	2.52	5.30	3.06	3.99	4.69

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	182	330	165	186	210
Đầu tư ngắn hạn	3,507	4,113	4,913	5,436	6,034
Phải thu ngắn hạn	862	683	827	932	1,048
Hàng tồn kho	0.82	0.77	0.73	0.73	0.73
Tài sản tái BH	2,146	2,689	2,830	3,112	3,453
Tài sản ngắn hạn khác	1,267	1,316	1,439	1,615	1,816
Tổng tài sản ngắn hạn	7,965	9,131	10,175	11,282	12,561
Phải thu dài hạn	15.0	17.0	16.5	18.6	21.0
Tài sản cố định	457	524	524	524	524
Đầu tư vào Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn khác	365	150	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	17.2	13.0	16.5	18.6	21.0
Tổng tài sản dài hạn	854	704	557	562	566
Tổng tài sản	8,819	9,835	10,733	11,844	13,127
Nợ phải trả và VCSH					
Phải trả người bán	553	457	645	725	815
Phải trả người lao động	123	117	110	124	140
Phải trả hợp đồng repo	0	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	1,128	1,014	1,047	1,180	1,327
Nợ ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải trả ngắn hạn khác	591	768	662	745	838
Nợ ngắn hạn khác	123	107	110	124	140
Tổng nợ ngắn hạn	2,518	2,463	2,575	2,899	3,259
Dự phòng nghiệp vụ BH	4,042	4,862	5,295	5,868	6,525
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	177	379	276	311	349
Tổng nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả	6,738	7,704	8,145	9,078	10,133
Vốn điều lệ	1,727	1,727	2,115	2,115	2,115
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0	0
Quỹ & quỹ dự trữ	72.9	84.8	96.6	108	121
Lợi nhuận giữ lại	282	319	376	543	758
Vốn chủ sở hữu	2,081	2,130	2,588	2,766	2,994
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	2,081	2,130	2,588	2,766	2,994
Tổng nợ phải trả và VCSH	8,819	9,834	10,733	11,844	13,127
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	3.22	2.56	2.74	2.93	3.26
ROAE (%)	14.1	11.3	11.9	12.3	14.1
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	29.3	72.4	35.8	40.0	38.2
Chỉ số an toàn vốn					
VCSH/Tài sản (%)	23.6	21.7	24.1	23.4	22.8
Tài sản BQ/VCSH BQ (x)	4.37	4.43	4.36	4.22	4.34
Chỉ số HKKD bảo hiểm					
Tỷ lệ tái bảo hiểm (%)	49.2	51.0	49.8	48.7	48.2
Tỷ lệ bảo hiểm giữ lại (%)	50.8	49.0	50.2	51.3	51.8
Tỷ lệ bồi thường (%)	23.9	20.3	21.0	21.9	21.9
Tỷ lệ chi phí (%)	74.6	79.7	76.7	76.5	76.4
Tỷ lệ hỗn hợp (%)	98.5	100.0	97.7	98.4	98.4

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