

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

Lãi suất tăng là động lực của lợi nhuận giai đoạn sắp tới

- Phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng 10,2% trong 9 tháng đầu năm 2025 trong khi phí bảo hiểm nhân thọ giảm trong Q3 do triển khai sản phẩm mới làm gián đoạn xu hướng hồi phục. HSC hạ dự báo phí bảo hiểm nhân thọ xuống đi ngang trong năm 2025, sau đó tăng trưởng lần lượt 6% và 12% trong năm 2026-2027 và giữ nguyên dự báo phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng trưởng hàng năm 11%.
- Lãi suất tăng lên và quy mô tài sản đầu tư mở rộng hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận, với LNTT dự báo tăng trưởng bình quân lần lượt 36% và 29,5% trong năm 2025 và 2026, dẫn đầu là BVH (tăng trưởng 38,6%), tiếp theo là PVI (tăng trưởng 15%) và MIG (tăng trưởng 7%).
- HSC nâng khuyến nghị cho BVH lên Mua vào, MIG lên Tăng tỷ trọng và hạ khuyến nghị cho PVI xuống Giảm tỷ trọng sau khi cập nhật tiềm năng tăng giá và định giá. BVH là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi với tiềm năng tăng giá lớn và động lực tăng trưởng mạnh mẽ nhờ lợi suất TPCP tiếp tục tăng lên.

Xu hướng phí bảo hiểm ổn định; tăng trưởng phí bảo hiểm nhân thọ gián đoạn tạm thời

Lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ vẫn giữ vững đà tăng trưởng ổn định trong năm 2025 với phí bảo hiểm tăng 10,2% so với cùng kỳ. Diễn biến thị phần sát với dự báo của chúng tôi: PVI tăng nhẹ, trong khi BVH & MIG nhường lại thị phần do đều tập trung vào lợi nhuận thay vì doanh thu, góp phần nâng cao tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm.

Lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ đã phục hồi chậm lại trong Q3/2025 với tổng phí bảo hiểm giảm 6% so với cùng kỳ và phí bảo hiểm khai thác mới giảm 23% so với cùng kỳ do ra mắt các sản phẩm mới, làm giảm tạm thời năng suất của các đại lý. HSC hạ dự báo phí bảo hiểm nhân thọ xuống đi ngang trong năm 2025 sau đó tăng trưởng lần lượt 6% và 12% trong năm 2026-2027, đồng thời giữ nguyên dự báo phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng trưởng 11%/năm trong giai đoạn này. Trong dài hạn, động lực tăng trưởng phí bảo hiểm toàn ngành bao gồm: Tỷ lệ thâm nhập thấp, thu nhập tăng lên và nhận thức về bảo hiểm cải thiện.

Triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ; BVH dẫn đầu tăng trưởng năm 2026

Mặt bằng lãi suất tăng và quy mô tài sản đầu tư tiếp tục mở rộng hỗ trợ đáng kể cho thu nhập đầu tư. Cùng với cơ cấu sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao hơn, HSC dự báo LNTT của các công ty bảo hiểm trong phạm vi phân tích sẽ tăng trưởng bình quân lần lượt 36% và 29,5% trong năm 2025-2026.

Trong đó, BVH dẫn đầu với LNTT tăng trưởng 38,6% trong năm 2026 nhờ quy mô tài sản đầu tư mở rộng và lợi suất cải thiện. Trong khi đó, PVI tăng trưởng chậm lại ở mức 15% sau một năm tăng trưởng mạnh, và MIG tăng trưởng 7% nhưng bước vào chu kỳ tỷ suất lợi nhuận cao hơn sau khi mở rộng dòng sản phẩm thương mại nhờ liên kết chặt chẽ hơn với MBB.

Nâng khuyến nghị cho BVH & MIG, hạ khuyến nghị cho PVI

HSC chuyển thời điểm định giá cho các công ty bảo hiểm trong phạm vi phân tích sang cuối năm 2026 và hạ giả định beta của MIG do tương quan với chỉ số VN-Index giảm xuống. Theo dự báo & định giá mới, chúng tôi nâng khuyến nghị cho BVH lên Mua vào (giá mục tiêu 66.100đ) nhờ tăng trưởng lợi nhuận vượt trội và hưởng lợi rõ ràng nhất từ xu hướng tăng của lợi suất TPCP. Chúng tôi cũng nâng khuyến nghị cho MIG lên Tăng tỷ trọng (giá mục tiêu 19.200đ) nhờ định giá vẫn hấp dẫn so với ngành và nền tảng cơ bản đang dần cải thiện. Trong khi đó, chúng tôi hạ khuyến nghị cho PVI xuống Giảm tỷ trọng (giá mục tiêu 76.300đ) do định giá cao mặc dù nền tảng cơ bản vẫn vững chắc.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 27/11.

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	51,900	Mua vào	Tăng tỷ trọng	66,100	2.32	27.4	13.9	10.1	1.58	1.42	2.03	2.81
MIG	17,100	Tăng tỷ trọng	Nắm giữ	19,200	15.0	12.3	10.0	9.45	1.36	1.27	2.79	4.64
PVI	87,500	Giảm tỷ trọng	Tăng tỷ trọng	76,300	11.4	(12.8)	16.7	14.5	2.47	2.31	3.60	4.11

Giá cổ phiếu tại ngày 26/11/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Lãi suất thuận lợi dẫn dắt tăng trưởng; BVH dẫn đầu trong năm 2026	3
Kể từ đầu năm 2025: Doanh thu thuần ổn định, lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh mẽ	3
Điều chỉnh dự báo tăng trưởng ngành	5
Điều kiện thuận lợi nhờ lãi suất tăng	6
Phân hóa trong năm 2026 với BVH vượt trội	8
Dự báo lợi nhuận	8
Nâng khuyến nghị cho BVH lên Mua vào, MIG lên Tăng tỷ trọng, hạ khuyến nghị cho PVI xuống Giảm tỷ trọng trên cơ sở định giá	9
Báo cáo thành phần	
Tập đoàn Bảo Việt (BVH)	11
Tổng CTCP Bảo hiểm Quân đội (MIG)	20
Công ty Cổ phần PVI (PVI)	28

Lãi suất thuận lợi dẫn dắt tăng trưởng; BVH dẫn đầu trong năm 2026

Phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng 10,2% so với cùng kỳ với tỷ lệ kết hợp cải thiện, trong khi phí bảo hiểm nhân thọ bất ngờ sụt giảm trong Q3/2025 sau khi ra mắt sản phẩm mới. Mặt bằng lãi suất & lợi suất TPCP tăng lên trở thành động lực tăng trưởng rõ ràng, nâng cao thu nhập đầu tư và có thể giảm chi phí dự phòng của các công ty bảo hiểm nhân thọ. Chúng tôi hạ dự báo phí bảo hiểm nhân thọ của toàn ngành xuống đi ngang trong năm 2025, sau đó tăng trưởng lần lượt 6% và 12% trong năm 2026-2027 và giữ nguyên dự báo phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng trưởng 11%/năm trong giai đoạn này. Chúng tôi dự báo LNTT của các công ty bảo hiểm trong phạm vi phân tích sẽ tăng trưởng bình quân 29,5% trong năm 2026 (BVH tăng trưởng 38,6%, PVI tăng trưởng 15%, MIG tăng trưởng 7%) nhờ lợi suất đầu tư tăng lên, quy mô tài sản đầu tư mở rộng và cơ cấu sản phẩm thay đổi cải thiện biên lợi nhuận. Sau khi chuyển thời điểm định giá, chúng tôi nâng khuyến nghị cho BVH lên Mua vào và cho MIG lên Tăng tỷ trọng, nhưng hạ khuyến nghị cho PVI xuống Giảm tỷ trọng.

Kể từ đầu năm 2025: Doanh thu thuần ổn định, lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh mẽ

Phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng 10,2% so với cùng kỳ, tỷ lệ kết hợp cải thiện

Phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng 10,2% so với cùng kỳ, trong đó chúng tôi ước tính phí bảo hiểm sức khỏe & tai nạn cá nhân tăng 10% so với cùng kỳ, phí bảo hiểm xe cơ giới tăng 13% so với cùng kỳ và phí bảo hiểm thương mại tăng 9% so với cùng kỳ, kết quả này nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi.

Trong số 5 công ty bảo hiểm hàng đầu, chỉ có PVI (Giảm tỷ trọng, giá mục tiêu 76.300đ) và BIC (Chưa khuyến nghị) giữ vững thị phần, trong khi thị phần của 3 công ty còn lại giảm nhẹ. Đây là một xu hướng đang diễn ra khi các công ty bảo hiểm hàng đầu tiếp tục tránh cạnh tranh về giá và thị phần để tập trung vào chất lượng dịch vụ & lợi nhuận.

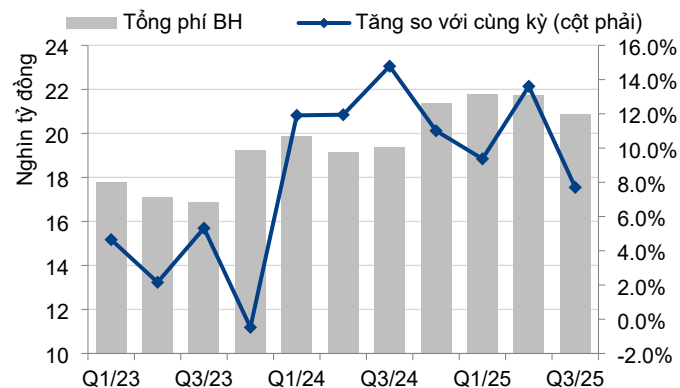
Biến động thị phần của các cổ phiếu trong phạm vi phân tích của chúng tôi - PVI, BVH (Mua vào, giá mục tiêu 66.100đ) và MIG (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 19.200đ) - sát với dự báo của chúng tôi: Thị phần của PVI tăng nhẹ trong khi BVH và MIG tiếp tục mất thị phần nhưng tỷ suất lợi nhuận cải thiện.

Tỷ lệ kết hợp cải thiện đáng kể, một phần nhờ cạnh tranh về giá giữa các công ty bảo hiểm hàng đầu hạ nhiệt và một phần do ảnh hưởng của mùa mưa bão được ghi nhận chủ yếu trong Q4.

Nhờ doanh thu tăng trưởng vững chắc và tỷ suất lợi nhuận cải thiện, các công ty bảo hiểm phi nhân thọ trong phạm vi phân tích của chúng tôi đã ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong 9 tháng đầu năm 2025, trong đó PVI tăng 54% và MIG tăng 86%. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng hiện tại - bao gồm doanh thu và thị phần - sẽ tiếp diễn trong năm 2026 trong khi tỷ lệ kết hợp có thể trở lại bình thường tại một số công ty bảo hiểm.

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

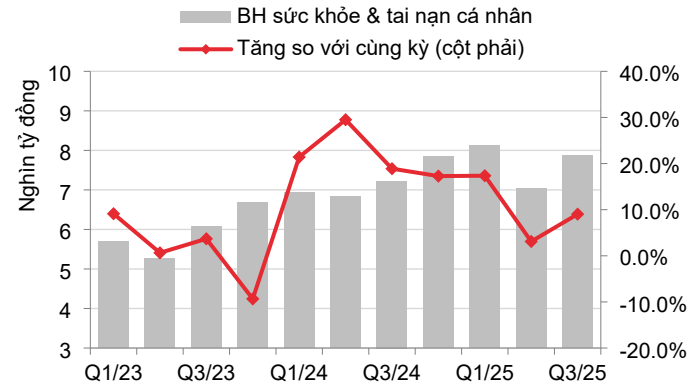
Phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng nhẹ trong 9 tháng đầu năm 2025



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 2: Phí bảo hiểm sản phẩm BH sức khỏe, ngành BH

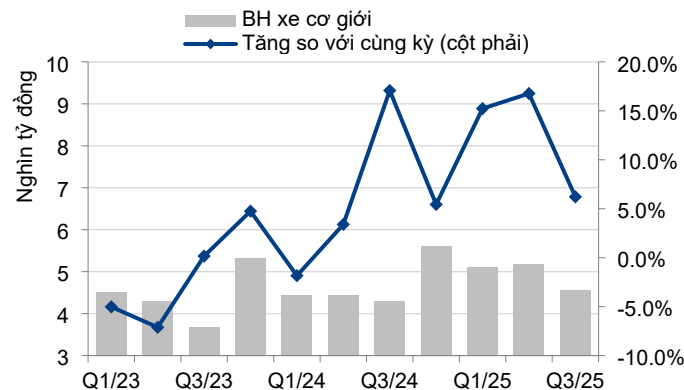
Tăng trưởng mảng sản phẩm bảo hiểm sức khỏe đã chậm lại



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 3: Phí bảo hiểm sản phẩm BH xe cơ giới, ngành BH

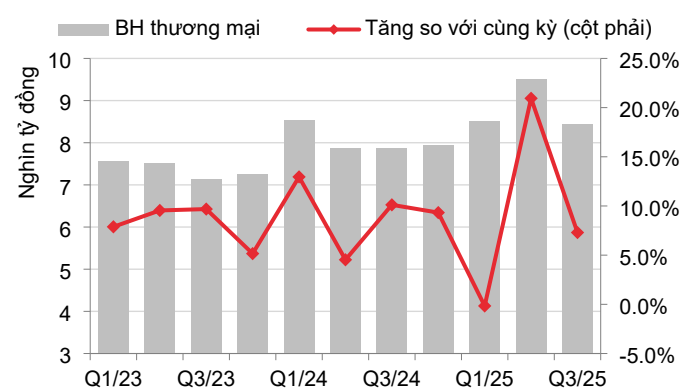
Phí bảo hiểm xe cơ giới biến động tương đối mạnh so với quý trước



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 4: Phí bảo hiểm sản phẩm BH thương mại, ngành BH

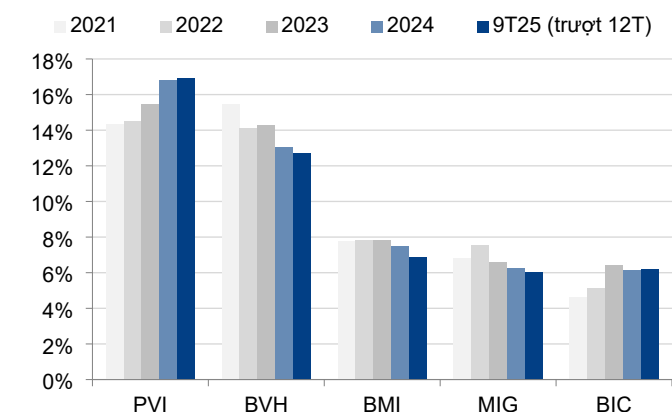
Phí bảo hiểm thương mại tương đối ổn định so với quý trước



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 5: Thị phần tổng phí bảo hiểm gốc, top 5 công ty BH

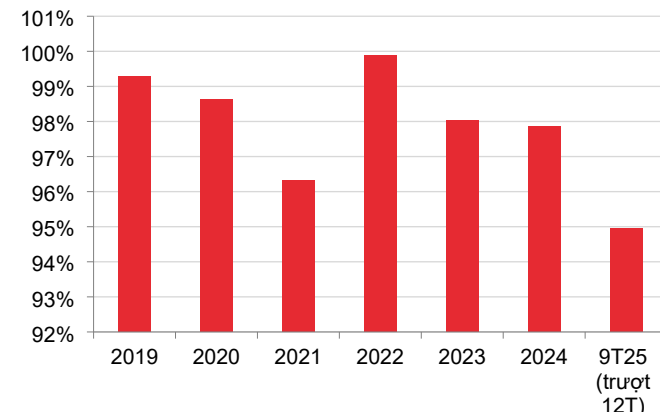
Ba trong số năm công ty dẫn đầu đã đánh mất thị phần trong 9 tháng đầu năm 2025



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 6: Tỷ lệ kết hợp, các công ty bảo hiểm đã niêm yết

Tính chung 9 tháng đầu năm, tỷ lệ kết hợp đã cải thiện đáng kể



Các công ty niêm yết bao gồm: ABI, AIC, BIC, BLI, BMI, MIG, PGI, PTI, PVI
 Nguồn: Các công ty, HSC

Phí bảo hiểm nhân thọ bất ngờ sụt giảm trong Q3/2025

Theo ước tính của chúng tôi, tổng phí bảo hiểm nhân thọ và phí bảo hiểm khai thác mới đã giảm mạnh khoảng 6% và 23% so với cùng kỳ trong Q3/2025, gián đoạn xu hướng phục hồi trong 4 quý trước. Nguyên nhân do triển khai các sản phẩm mới để

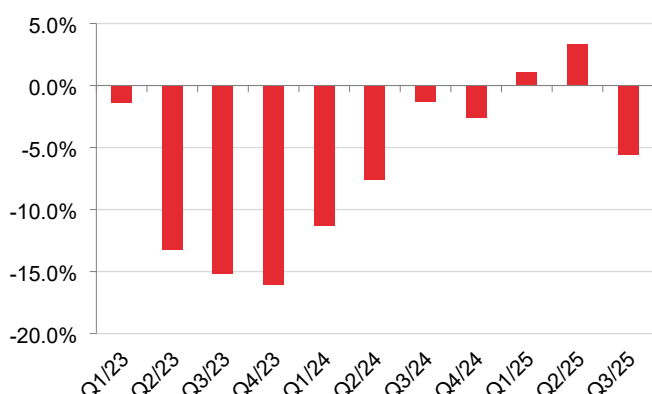
tuân thủ các quy định mới vào tháng 7 khiến các đại lý phải dành thời gian để nghiên cứu và thích nghi, từ đó làm giảm năng suất trong quý. Theo chúng tôi, điều này có thể ảnh hưởng đến doanh thu trong một số quý tiếp theo.

Kênh bancassurance vẫn chưa phục hồi đáng kể. Trong số các NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi, chỉ một số NHTM tư nhân ghi nhận tăng trưởng hoa hồng bancassurance, trong khi hầu hết các ngân hàng khác tiếp tục kém tích cực.

BVH vẫn giữ vị trí dẫn đầu doanh thu trong nửa đầu năm 2025 và nhiều khả năng tiếp tục giữ vững vị trí này trong Q3/2025 nhờ đội ngũ đại lý lớn và giàu kinh nghiệm, đã chứng minh sự ổn định tốt hơn so với các công ty cùng ngành. Lợi nhuận của BVH cũng tăng mạnh đúng như dự báo trong 9 tháng đầu năm 2025 (tăng 35% so với cùng kỳ) nhờ tỷ suất lợi nhuận bảo hiểm nhân thọ cải thiện và quy mô tài sản đầu tư mở rộng mạnh mẽ. Lợi thế của BVH vẫn được duy trì khi mặt bằng lãi suất tăng.

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

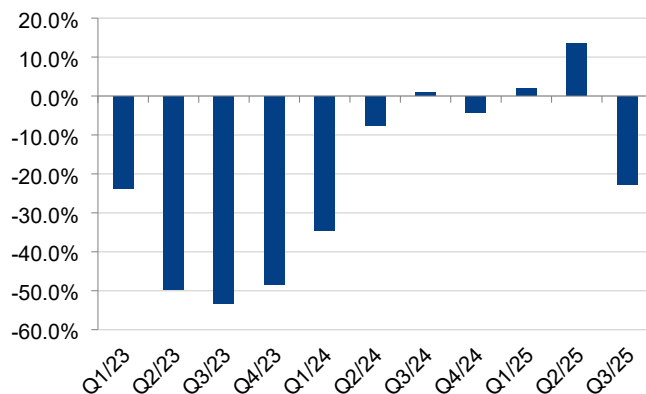
Tổng phí BH bắt ngờ giảm trong Q3/2025...



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 8: Tăng trưởng phí BH khai thác mới, ngành BH

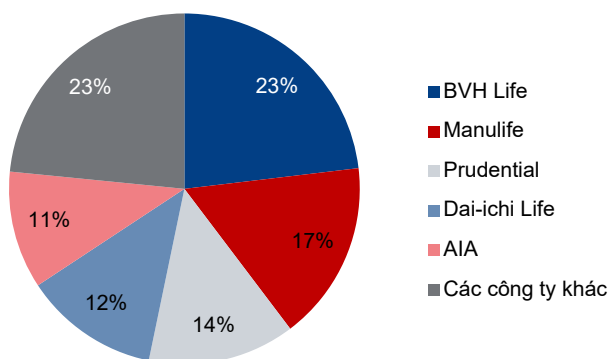
...và phí BH khai thác mới cũng có xu hướng tương tự



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 9: Thị phần tổng phí BH, 6 tháng đầu năm 2025

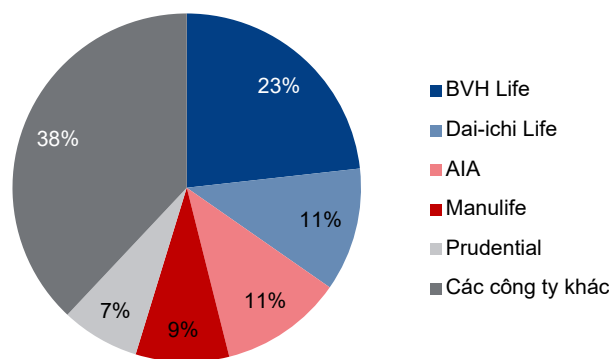
BVH dẫn đầu về thị phần tổng phí bảo hiểm...



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 10: Thị phần phí BH khai thác mới, 6 tháng đầu 2025

...& phí bảo hiểm khai thác mới trong 6 tháng đầu năm 2025



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

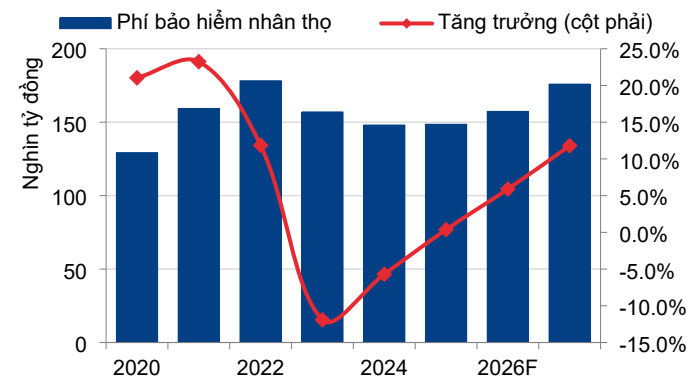
Điều chỉnh dự báo tăng trưởng ngành

Sau khi bất ngờ sụt giảm do ra mắt các sản phẩm bảo hiểm nhân thọ mới, HSC điều chỉnh dự báo phí bảo hiểm nhân thọ đi ngang so với cùng kỳ trong năm 2025, sau đó phục hồi 6% trong năm 2026 và tăng tốc lên 12% trong năm 2027 (so với tăng trưởng lần lượt 4%, 13% và 12% theo dự báo trước đó). Đồng thời, chúng tôi duy trì dự báo phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng trưởng 11%/năm.

Chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng dài hạn của ngành do tỷ lệ thâm nhập hiện đang ở mức thấp. Khi thu nhập trung bình tăng lên, HĐKD mở rộng và nhận thức về lợi ích cũng như sự cần thiết của bảo hiểm dần cải thiện, doanh thu của các công ty bảo hiểm sẽ có nhiều dư địa tăng trưởng trong dài hạn.

Biểu đồ 11: Dự báo phí BH nhân thọ, ngành Bảo hiểm

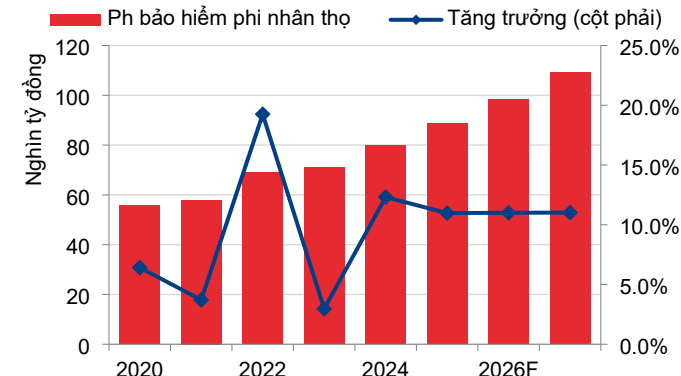
HSC hạ dự báo tốc độ tăng trưởng phí BH nhân thọ sẽ giảm nhẹ trong giai đoạn 2025-2027



Nguồn: HSC

Biểu đồ 12: Dự báo phí BH phi nhân thọ, ngành Bảo hiểm

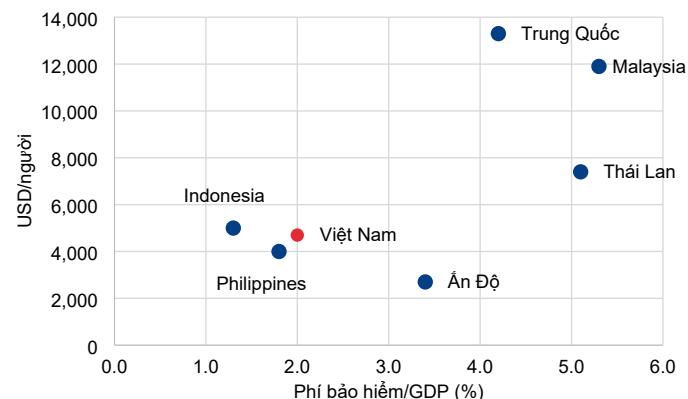
Chúng tôi giữ nguyên dự báo phí BH phi nhân thọ sẽ đạt tốc độ tăng trưởng hàng năm là 11%



Nguồn: HSC

Biểu đồ 13: Tỷ lệ thâm nhập năm 2024, Việt Nam & các quốc gia khác

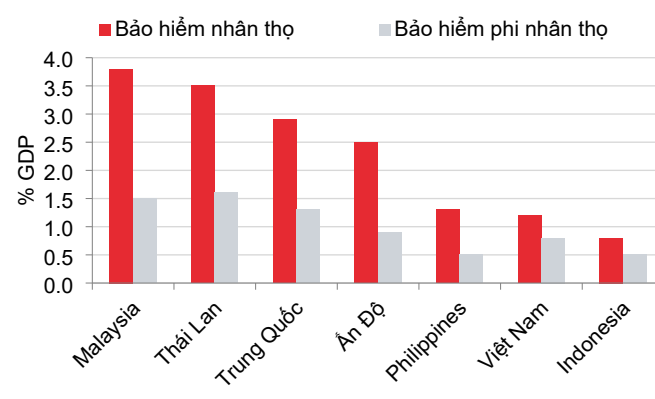
Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng để cải thiện tỷ lệ thâm nhập...



Nguồn: Gallagher Re, HSC

Biểu đồ 14: Tỷ lệ thâm nhập theo mảng bảo hiểm, Việt Nam & các quốc gia khác

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



Nguồn: Gallagher Re, HSC

Điều kiện thuận lợi nhờ lãi suất tăng

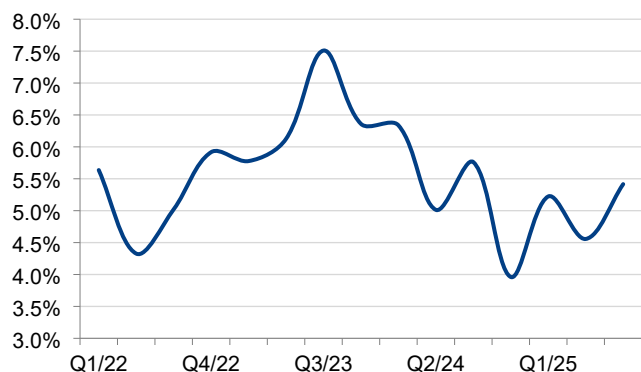
Lãi suất đang cho thấy xu hướng tăng rõ ràng hơn, trong đó một số NHTM tư nhân gần đây đã tăng lãi suất tiền gửi ngắn hạn – thường là một chỉ báo sớm. Điều này phản ánh nhu cầu vốn trên toàn hệ thống khi các ngân hàng tìm cách huy động tiền gửi để tăng cường thanh khoản và hỗ trợ tăng trưởng tín dụng theo mục tiêu của NHNN, trong bối cảnh thanh khoản hệ thống thắt chặt và hệ số LDR toàn ngành tăng cao.

Lợi suất TPCP cũng đang có xu hướng tăng tốc do nhu cầu vay vốn của Chính phủ tăng cao (Mời xem báo cáo vĩ mô của HSC: [Thị trường TPCP năm 2026-2027: Vận hành theo nhịp động lực tài khóa](#)) và chi phí cơ hội/huy động tăng lên đối với các ngân hàng – những bên mua chính hiện tại – do lãi suất liên ngân hàng (5-6%) hiện cao hơn so với lợi suất TPCP.

Từ đó, chúng tôi dự báo lãi suất sẽ tiếp tục xu hướng tăng, từ đó củng cố thu nhập đầu tư cho các công ty bảo hiểm, đã chạm đáy và bắt đầu phục hồi kể từ Q3/2025. Các công ty bảo hiểm nhân thọ cũng sẽ hưởng lợi từ khả năng tăng lãi suất kỹ thuật do lợi suất TPCP tăng. Điều này sẽ giúp giảm nhu cầu trích lập dự phòng cho các nghĩa vụ bảo hiểm.

Biểu đồ 15: Lợi suất đầu tư thuần, các công ty niêm yết

Lợi suất đầu tư thuần đang trong xu hướng hồi phục



Lợi suất đầu tư thuần = Lợi nhuận tài chính / Tiền mặt & tài sản đầu tư bình quân
Nguồn: Các công ty, HSC

Biểu đồ 16: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 tháng niêm yết, nhóm NHTM tư nhân

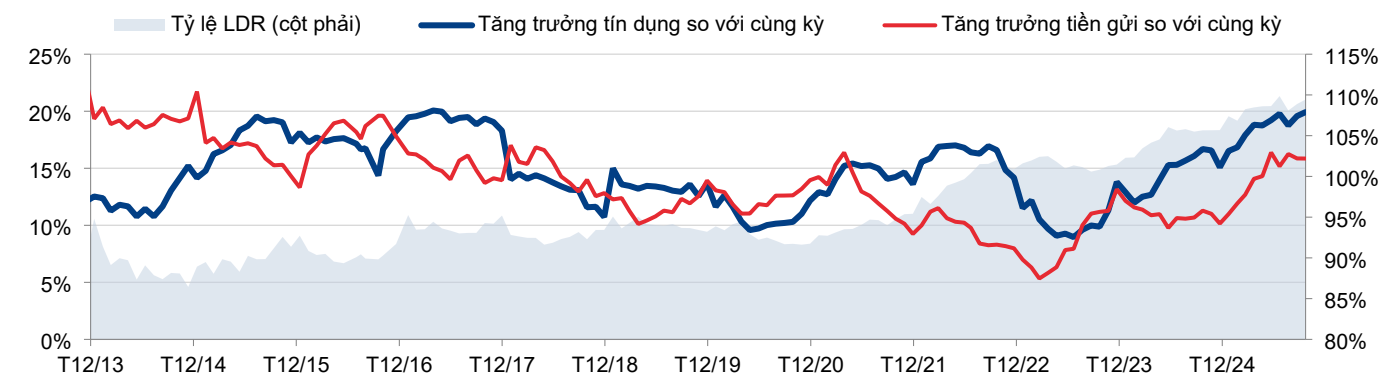
Các NHTM tư nhân đang dẫn đầu làn sóng tăng lãi suất



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 17: Tăng trưởng tín dụng & tăng trưởng tiền gửi so với cùng kỳ và hệ số LDR, ngành Bảo hiểm

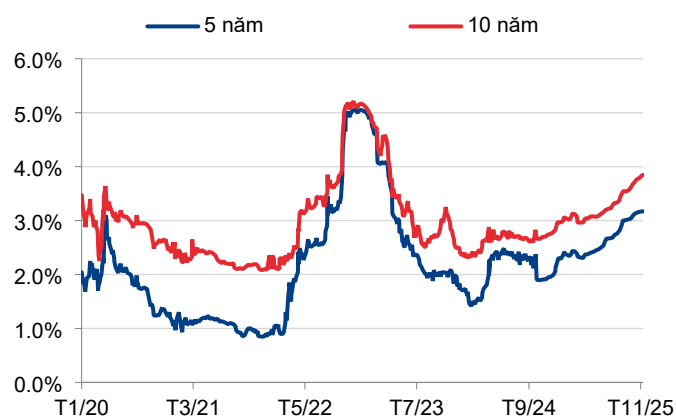
Kể từ đầu năm 2021, tăng trưởng tiền gửi có độ trễ so với tăng trưởng tín dụng, từ đó kéo hệ số LDR tăng lên mức cao như hiện tại



Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 18: Lợi suất TPCP, Việt Nam

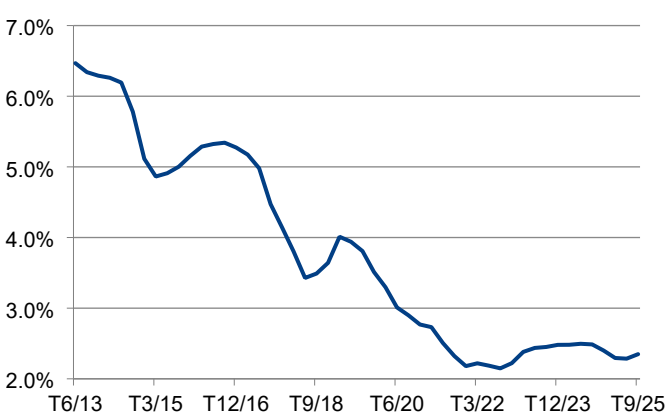
Lợi suất TPCP đang tăng...



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 19: Giới hạn trên của lãi suất kỹ thuật, Việt Nam

...từ đó có thể đẩy lãi suất kỹ thuật tăng



Nguồn: HSC ước tính

Phân hóa trong năm 2026 với BVH vượt trội

HSC dự báo LNTT của các công ty bảo hiểm trong phạm vi phân tích của chúng tôi tăng trưởng bình quân 29,5% trong năm 2026, sau khi tăng trưởng 36% trong năm 2025, trong đó BVH dẫn đầu với tăng trưởng 38,6%, PVI tăng trưởng khoảng 15% và MIG tăng trưởng khoảng 7%. Chúng tôi điều chỉnh dự báo do lợi suất đầu tư cải thiện, quy mô tài sản đầu tư tăng trưởng vững chắc và xu hướng chuyển dịch sang các sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao hơn. Đối với định giá, chúng tôi chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 và hạ giá định beta cho MIG do tương quan với chỉ số VNIndex giảm xuống. Dựa trên dự báo và định giá mới, chúng tôi nâng khuyến nghị cho BVH lên Mua vào (giá mục tiêu 66.100đ) và MIG lên Tăng tỷ trọng (giá mục tiêu 19.200đ), trong khi hạ khuyến nghị cho PVI xuống Giảm tỷ trọng (giá mục tiêu 76.300đ) trên cơ sở định giá cao.

Dự báo lợi nhuận

HSC dự báo lợi nhuận thuần của các công ty bảo hiểm trong phạm vi phân tích của chúng tôi sẽ tiếp tục tăng trưởng bình quân 29,5% trong năm 2026, dẫn đầu là BVH, sau khi tăng trưởng 36% trong năm 2025. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng và các động lực tăng trưởng có sự khác biệt đáng kể giữa các công ty:

- **BVH:** Chúng tôi dự báo LNTT năm 2026 sẽ tăng trưởng 38,6% nhờ quy mô tài sản đầu tư mở rộng và lợi suất bình quân phục hồi. Lợi suất TPCP tăng lên cũng có thể cải thiện tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm mặc dù điều này sẽ phụ thuộc vào chính sách trích lập dự phòng của công ty (giả định về lãi suất kỹ thuật và dòng tiền). Dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận mảng bảo hiểm (sau chi phí bán hàng & quản lý) sẽ tiếp tục ổn định so với cùng kỳ và đem lại tiềm năng tăng cho dự báo của chúng tôi. Tăng trưởng doanh thu được dự báo sẽ vẫn ở mức khiêm tốn nhưng đây không phải là luận điểm đầu tư chính của BVH.
- **PVI:** Chúng tôi dự báo LNTT tăng trưởng chậm lại ở mức khoảng 15% trong năm 2026, sau khi tăng mạnh 46% trong năm 2025 nhờ doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ 21,5%, quy mô tài sản đầu tư & lợi suất cải thiện. Tỷ lệ kết hợp có thể sẽ là rào cản của tăng trưởng do không còn khoản hoàn nhập dự phòng trong năm 2026.
- **MIG:** Tăng trưởng LNTT năm 2026 ở mức thấp nhất trong số các công ty bảo hiểm trong phạm vi phân tích của chúng tôi, ở mức khoảng 7%, do mức nền thu nhập đầu tư cao trong năm 2025 (nhờ diễn biến mạnh mẽ của chỉ số VN-Index), trong khi doanh thu dự báo tăng trưởng khoảng 10%. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng MIG có thể đang bước vào một chu kỳ tăng trưởng vừa phải nhưng có tỷ suất lợi nhuận cao hơn, nhờ sự kết hợp chặt chẽ hơn với ngân hàng mẹ để mở rộng danh mục sản phẩm thương mại, có tỷ suất lợi nhuận tốt hơn so với các sản phẩm bảo hiểm sức khỏe hoặc bảo hiểm xe cơ giới.

Dự báo chính của chúng tôi như sau:

Bảng 20: Dự báo lợi nhuận thuần, các cổ phiếu ngành Bảo hiểm trong phạm vi phân tích của HSC

BVH được kỳ vọng sẽ đạt mức tăng trưởng cao nhất trong năm 2026

Tỷ đồng	2024	Dự báo			Tăng trưởng		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận thuần							
BVH	2,068	2,709	3,755	4,216	31.0%	38.6%	12.3%
PVI	833	1,213	1,400	1,591	45.7%	15.4%	13.6%
MIG	224	336	360	398	49.8%	7.0%	10.6%
Tổng	3,125	4,258	5,515	6,205	36.3%	29.5%	12.5%
ROE							
BVH	9.4%	11.5%	14.6%	14.8%	212 điểm cơ bản	307 điểm cơ bản	24 điểm cơ bản
PVI	10.7%	15.0%	16.3%	17.2%	435 điểm cơ bản	128 điểm cơ bản	90 điểm cơ bản
MIG	10.6%	14.0%	13.1%	13.4%	338 điểm cơ bản	-98 điểm cơ bản	39 điểm cơ bản
Tổng	9.8%	12.5%	14.9%	15.3%	274 điểm cơ bản	234 điểm cơ bản	40 điểm cơ bản

Nguồn: HSC

Bảng 21: Dự báo mảng HĐKD bảo hiểm, các cổ phiếu ngành Bảo hiểm trong phạm vi phân tích của HSC

PVI được kỳ vọng sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu thuần cao nhất, trong khi BVH dự kiến sẽ dẫn đầu về lợi nhuận gộp mảng BH

Tỷ đồng	2024	Dự báo			Tăng trưởng		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu phí bảo hiểm							
BVH	39,126	39,948	41,028	45,322	2.1%	2.7%	10.5%
PVI	6,450	7,684	9,336	10,949	19.1%	21.5%	17.3%
MIG	2,327	2,724	2,978	3,304	17.1%	9.3%	10.9%
Tổng	47,902	50,356	53,342	59,575	5.1%	5.9%	11.7%
Lợi nhuận gộp mảng bảo hiểm							
BVH	-969	1,962	2,637	2,662	302.5%	34.4%	0.9%
PVI	843	1,368	1,531	1,796	62.3%	11.9%	17.3%
MIG	545	691	774	859	26.8%	12.0%	10.9%
Tổng	419	4,021	4,943	5,317	859.3%	22.9%	7.6%

Nguồn: HSC

Bảng 22: Dự báo mảng đầu tư, các cổ phiếu ngành Bảo hiểm trong phạm vi phân tích của HSC

Chúng tôi dự báo lợi suất đầu tư sẽ chỉ giảm nhẹ trong năm 2025 dù mặt bằng lãi suất đang ở mức thấp

Tỷ đồng	2024	Dự báo			Tăng trưởng		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tiền mặt & tài sản đầu tư							
BVH	230,123	252,696	269,669	287,001	9.8%	6.7%	6.4%
PVI	14,718	18,960	21,483	24,109	28.8%	13.3%	12.2%
MIG	4,593	5,321	5,303	5,780	15.9%	-0.3%	9.0%
Tổng	249,434	276,976	296,455	316,889	11.0%	7.0%	6.9%
Lợi suất đầu tư gộp							
BVH	5.7%	5.6%	5.7%	5.7%	-12bps	13bps	3bps
PVI	8.0%	7.3%	7.5%	7.5%	-75bps	28bps	-2bps
MIG	7.2%	6.9%	6.8%	7.2%	-29bps	-12bps	41bps
Tổng	5.8%	5.7%	5.8%	5.9%	-15bps	14bps	4bps
Tổng thu nhập từ đầu tư							
BVH	12,193	13,402	14,832	15,884	9.9%	10.7%	7.1%
PVI	1,109	1,223	1,524	1,713	10.3%	24.6%	12.4%
MIG	312	344	362	400	10.1%	5.4%	10.5%
Tổng	13,614	14,968	16,718	17,997	9.9%	11.7%	7.7%

Nguồn: HSC

Nâng khuyến nghị cho BVH lên Mua vào, MIG lên Tăng tỷ trọng, hạ khuyến nghị cho PVI xuống Giảm tỷ trọng trên cơ sở định giá

Bên cạnh điều chỉnh dự báo lợi nhuận, chúng tôi cũng điều chỉnh một số giả định định giá, bao gồm chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 từ giữa năm 2026 cho cả 3 công ty bảo hiểm trong phạm vi phân tích của chúng tôi và hạ giả định beta cho MIG do tương quan giảm với chỉ số VN-Index trong 12 tháng qua.

Dựa trên triển vọng và định giá của từng cổ phiếu, chúng tôi hiện đánh giá cổ phiếu BVH là hấp dẫn nhất với tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ, động lực vững chắc nhờ lợi suất TPCP tăng, tiềm năng tăng từ việc giảm chi phí dự phòng và tiềm năng tăng giá hấp dẫn trên 20%. Chúng tôi nâng khuyến nghị cho BVH từ Tăng tỷ trọng lên Mua vào với giá mục tiêu là 66.100đ.

Đối với MIG, mặc dù lợi nhuận được dự báo tăng trưởng khiêm tốn, định giá hiện tại vẫn hấp dẫn so với ngành và bình quân quá khứ. Do công ty đang bước vào một chu kỳ tốt hơn với tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm cải thiện cùng tăng trưởng doanh thu vừa phải. Chúng tôi nâng khuyến nghị cho MIG từ lên Tăng tỷ trọng từ Nắm giữ với giá mục tiêu là 19.200đ.

Đối với PVI, mặc dù chúng tôi đánh giá cao nền tảng cơ bản của công ty (vị thế số 1 trên thị trường nội địa, mở rộng mạnh mẽ trên thị trường quốc tế), định giá hiện tại của PVI vẫn ở mức cao. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng với giá mục tiêu là 76.300đ.

Bảng 23: Giả định chi phí vốn CSH, các cổ phiếu ngành Bảo hiểm trong phạm vi phân tích của HSC

Chúng tôi điều chỉnh giảm giả định hệ số beta của MIG do mối tương quan yếu với chỉ số VN Index trong 12 tháng qua

	Lãi suất phi rủi ro		Beta		Phản bù rủi ro vốn CSH		Chi phí vốn CSH		Điều chỉnh giả định chi phí vốn CSH
	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới	
BVH	4.0%	4.0%	0.90	0.90	8.75%	8.75%	11.9%	11.9%	0 điểm cơ bản
PVI	4.0%	4.0%	0.85	0.85	8.75%	8.75%	11.4%	11.4%	0 điểm cơ bản
MIG	4.0%	4.0%	1.00	0.90	8.75%	8.75%	12.8%	11.9%	-88 điểm cơ bản

Nguồn: HSC

Bảng 24: Định giá & khuyến nghị, các cổ phiếu ngành Bảo hiểm trong phạm vi phân tích của HSC

BVH là cổ phiếu có tiềm năng tăng giá cao nhất

	Khuyến nghị	Thị giá	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng/ giảm	P/B dự phóng 2026 tại giá mục tiêu	ROE 2026F	Ghi chú
BVH	Mua vào	51,900	66,100	27.4%	1.8 lần	14.6%	LNTT được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh & được hưởng lợi nhiều nhất khi lãi suất tăng.
PVI	Giảm tỷ trọng	87,500	76,300	-12.8%	2 lần	16.3%	Nền tảng vững chắc nhưng định giá cao.
MIG	Tăng tỷ trọng	17,100	19,200	12.3%	1.4 lần	13.1%	Được kỳ vọng sẽ bước vào chu kỳ tăng trưởng mới với sự hợp tác sâu hơn cùng MBB & tỷ suất lợi nhuận cải thiện.

Nguồn: HSC

Bảng 25: So sánh các công ty cùng ngành

BVH và PVI có định giá cao hơn so với các công ty khác nhờ vị thế dẫn đầu và các yếu tố nền tảng cải đang cải thiện

Mã CK	Thị giá Đồng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu Đồng	Lợi suất cổ tức Trượt 12T	PE (lần)		PB		ROE	
					Trượt 12T	2026F	Hiện tại	2026F	Trượt 12T	2026F
BVH	51,900	Mua vào	66,100	2.0	14.4	10.3	1.6	1.4	11.2	14.6
MIG	17,100	Tăng tỷ trọng	19,200	2.8	9.1	10.1	1.4	1.3	15.5	13.1
PVI	87,500	Giảm tỷ trọng	76,300	3.6	17.7	14.6	2.3	2.3	14.4	16.3
BMI	18,500	Chưa khuyến nghị		2.4	9.7		1.0		10.5	
PTI	36,300	Chưa khuyến nghị			14.6		1.7		12.2	
PGI	20,700	Chưa khuyến nghị		5.8	9.8		1.2		12.4	
BIC	22,850	Chưa khuyến nghị		3.8	8.1		1.5		19.1	
AIC	9,300	Chưa khuyến nghị			80.9		0.8		1.0	
ABI	20,200	Chưa khuyến nghị		3.5	14.1		1.3		9.3	
BLI	9,500	Chưa khuyến nghị			8.8		0.6		7.4	
Bình quân				3.4	18.7		1.3		11.3	
Trung vị				3.5	12.0		1.4		11.7	

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 26/11

Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

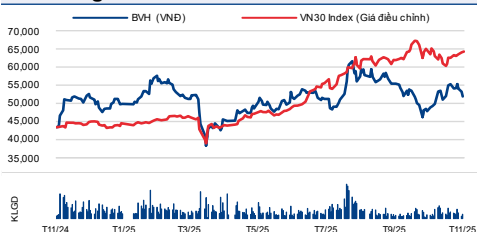
Giá mục tiêu: VNĐ66,100 (từ VNĐ64,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 27.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/11/2025)	51,900
Mã Bloomberg	BVH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	38,365-61,619
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	52,333
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	38,527
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,461
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	8.50	(12.6)	19.5
So với chỉ số	9.69	(16.0)	(19.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,650	3,620	0.8
2026F	5,058	4,736	6.8
2027F	5,680	5,703	(0.4)

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 Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Lãi suất tăng, ROE tăng; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị cho BVH lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 2,3% giá mục tiêu lên 66.100đ chủ yếu nhờ tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026.
- Chúng tôi tăng 5,5% dự báo cho năm 2026 nhờ lợi suất đầu tư cải thiện bù đắp một phần cho việc giảm dự phóng phí bảo hiểm nhân thọ. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 30,4%, 38,5% và 13,6% trong giai đoạn 2025-2027.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 8,5% trong 1 tháng qua nhờ lợi nhuận thuần mạnh mẽ và tâm lý tích cực nhờ lãi suất tăng, BVH đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,47 lần, thấp hơn 0,26 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ - mức định giá hấp dẫn.

Sự kiện: Phân tích triển vọng

BVH đã công bố KQKD khả quan (tăng 35% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm) nhờ lợi nhuận mảng bảo hiểm nhân thọ cải thiện và lợi suất đầu tư phục hồi sớm hơn kỳ vọng bù đắp sự sụt giảm của phí bảo hiểm nhân thọ trong Q3/2025 do những thay đổi về quy định pháp luật. Chúng tôi đã điều chỉnh dự báo để phản ánh xu hướng tăng của lãi suất và những thách thức đối với triển vọng doanh thu.

Tác động: Tăng 5,5% dự báo LNTT năm 2026 sau khi nâng giá định lợi suất đầu tư

HSC giữ nguyên dự báo LNTT năm 2025 và tăng 5,5% db LNTT năm 2026 sau khi nâng giá định lợi suất đầu tư – nhờ mặt bằng lãi suất tăng – bù đắp việc hạ dự báo doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ. Chúng tôi cũng hạ dự báo doanh thu năm 2025-2026 do những gián đoạn ngắn hạn vì ra mắt các sản phẩm mới.

Nhìn chung, theo dự báo mới của chúng tôi, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 30,4%, 38,5% và 13,6% trong giai đoạn 2025–2027, củng cố vị thế của BVH trong chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận và hệ số ROE. Các động lực tăng trưởng lợi nhuận chính bao gồm mở rộng quy mô tài sản đầu tư và mặt bằng lợi suất tăng, trong khi tiềm năng chi phí dự phòng giảm xuống – nhờ lãi suất kỹ thuật tăng lên – không được phản ánh vào dự báo của chúng tôi, điều này đem lại tiềm năng tăng cho dự báo của chúng tôi.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 8,5% trong 1 tháng qua và vượt trội so với chỉ số VN-Index nhờ lợi nhuận tăng trưởng vững chắc và tâm lý lạc quan về mặt bằng lãi suất tăng, BVH vẫn đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm 1,47 lần, thấp hơn 0,26 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ - mức định giá hấp dẫn.

HSC tăng 2,3% giá mục tiêu lên 66.100đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 bù đắp cho tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận dài hạn. Chúng tôi nâng khuyến nghị cho BVH lên Mua vào với tiềm năng tăng giá hơn 20% nhờ hệ số ROE cải thiện và mặt bằng lãi suất tăng.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Phí BH gốc (nghìn tỷ đồng)	42.6	42.6	43.5	44.9 ▼	49.6 ▼
Lãi/lỗ gộp HĐ BH (nghìn tỷ đồng)	(2.54)	(0.97)	1.96 ▼	2.64 ▼	2.66 ▼
Lợi nhuận thuần (nghìn tỷ đồng)	1.78	2.11	2.76	3.83 ▲	4.30
EPS (đồng)	2,404	2,843	3,724	5,162 ▲	5,796
DPS (đồng)	952	1,000	1,055	1,460	2,023 ▲
BVPS (đồng)	28,749	30,434	32,827	36,426	40,082
P/E (lần)	21.6	18.3	13.9	10.1	8.95
Lợi suất cổ tức (%)	1.83	1.93	2.03	2.81	3.90
P/B (lần)	1.81	1.71	1.58	1.42	1.29
Tăng trưởng EPS (%)	15.1	18.3	31.0	38.6	12.3
ROAE (%)	8.55	9.61	11.8	14.9	15.2

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

Triển vọng cải thiện ROE còn nguyên, nâng khuyến nghị lên Mua vào trên cơ sở định giá

Lợi nhuận thuần của BVH trong 9 tháng đầu năm 2025 tăng trưởng vững chắc (tăng 35% so với cùng kỳ) nhờ biên lợi nhuận mảng bảo hiểm nhân thọ cải thiện và lợi suất đầu tư phục hồi sớm hơn kỳ vọng. Chúng tôi giữ nguyên dự báo LNTT năm 2025 và tăng 5,5% dự báo cho năm 2026 do tác động tích cực từ việc lợi suất đầu tư vượt dự báo lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ. Đối với doanh thu thuần, chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng phí bảo hiểm nhân thọ trong năm 2025-2026 do tác động ngắn hạn của việc ra mắt sản phẩm mới. Chúng tôi tăng 2,3% giá mục tiêu lên 66.100đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận dài hạn. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào với tiềm năng tăng giá hơn 20% và P/B trượt dự phóng 1 năm hấp dẫn là 1,47 lần (thấp hơn 0,26 lần so với bình quân quá khứ).

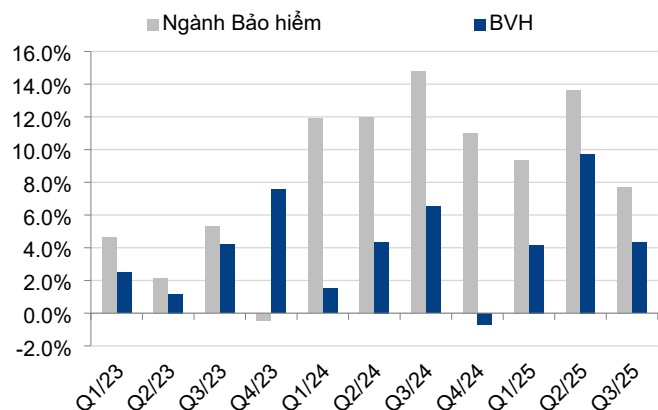
KQKD 9 tháng đầu năm 2025: Lợi nhuận tăng, doanh thu thuần ảm đạm

Nhìn chung, lợi nhuận thuần của BVH sát với dự báo của chúng tôi (tăng 35% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm) nhờ lợi nhuận mảng bảo hiểm nhân thọ cải thiện đúng như dự báo và lợi suất đầu tư phục hồi sớm hơn kỳ vọng, bù đắp cho sự sụt giảm bất ngờ của phí bảo hiểm nhân thọ trong Q3/2025. Những thông tin chính như sau:

- **Doanh thu thuần:** Phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng trưởng một chữ số, chậm hơn so với bình quân ngành, đúng như kỳ vọng của chúng tôi. Phí bảo hiểm nhân thọ vượt trội so với ngành; tuy nhiên, cả BVH và ngành đều bất ngờ sụt giảm trong Q3/2025 do việc ra mắt các sản phẩm mới gây ra gián đoạn ngắn hạn, như đã phân tích trong phần báo cáo ngành.
- **Lợi nhuận mảng bảo hiểm:** Tỷ lệ tổn thất mảng bảo hiểm phi nhân thọ nhìn chung ổn định ở mức 50% trong 6 quý liên tiếp, cải thiện từ trên 53% trong giai đoạn trước. Tỷ lệ chi phí bảo hiểm nhân thọ (chi phí dự phòng và chi phí bồi thường/phí bảo hiểm) đã cải thiện đúng như kỳ vọng, giúp lợi nhuận gộp mảng bảo hiểm dương trong 4 quý liên tiếp.
- **Đầu tư:** Lợi suất đầu tư gộp đã chạm đáy trong Q1/2025 và đã phục hồi nhẹ kể từ đó. Tổng tiền mặt & tài sản đầu tư đạt 250 nghìn tỷ đồng, tăng 15% so với cùng kỳ và tăng 8,5% so với đầu năm, sát với dự báo của chúng tôi. BVH vẫn đang trong giai đoạn đầu của một công ty bảo hiểm nhân thọ với dòng tiền thuần ổn định khoảng 20 nghìn tỷ đồng (800 triệu USD) mỗi năm từ mảng kinh doanh bảo hiểm nhân thọ, góp phần mở rộng quy mô tài sản đầu tư. Cơ cấu phân bổ tài sản đầu tư nhìn chung ổn định so với quý trước, trong đó 55% phân bổ vào tiền mặt & tiền gửi, 41% phân bổ vào trái phiếu và 4% phân bổ vào cổ phiếu & các công cụ đầu tư khác.

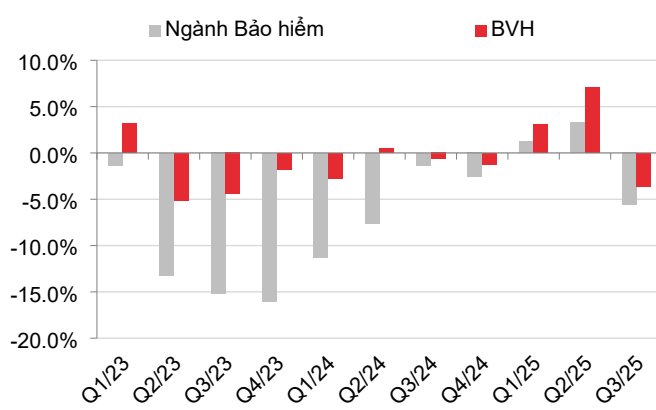
Nhìn chung, chu kỳ cải thiện hệ số ROE vẫn đang đi đúng hướng với mặt bằng lãi suất tăng tiếp tục nâng cao lợi nhuận mảng bảo hiểm nhân thọ và lợi nhuận đầu tư. Tăng trưởng doanh thu không phải là mục tiêu cốt lõi của BVH do Công ty hiện đang ưu tiên chất lượng doanh thu & lợi nhuận thay vì mở rộng quy mô.

Biểu đồ 26: Tăng trưởng phí BH phi nhân thọ, BVH & ngành
BVH hoạt động kém hơn các công ty cùng ngành trong mảng bảo hiểm phi nhân thọ...



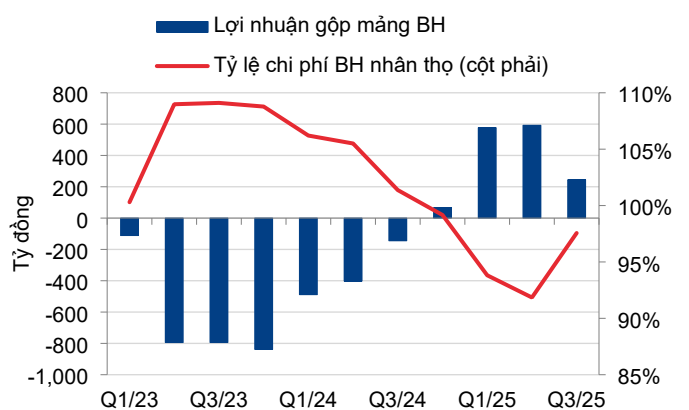
Nguồn: Dữ liệu thị trường, các công ty, HSC

Bảng 27: Tăng trưởng phí BH nhân thọ, BVH & ngành
...nhưng vượt trội hơn ở mảng bảo hiểm nhân thọ



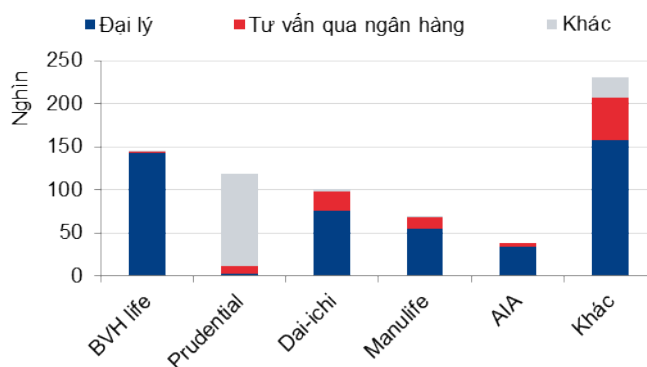
Nguồn: Dữ liệu thị trường, các công ty, HSC

Biểu đồ 28: Lợi nhuận gộp mảng bảo hiểm, BVH
Mảng BH ghi nhận lợi nhuận gộp dương suốt 4 quý liên tiếp



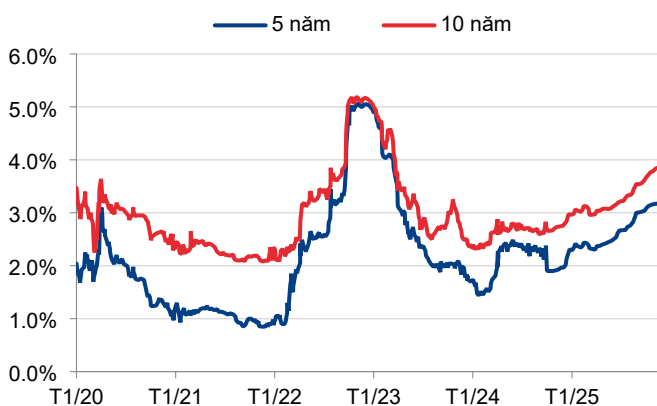
Nguồn: BVH, HSC

Biểu đồ 29: Số lượng đại lý/tư vấn viên cuối năm 2024, BVH
Mảng bảo hiểm nhân thọ của BVH phụ thuộc nhiều hơn vào kênh đại lý



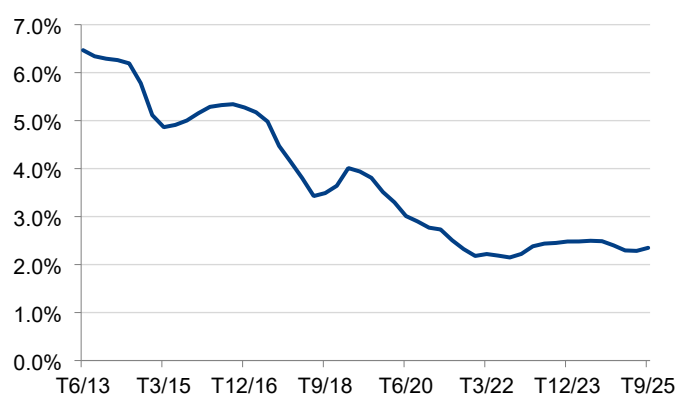
Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 30: Lợi suất trái phiếu Chính phủ, Việt Nam
Lợi suất TPCP tăng...



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

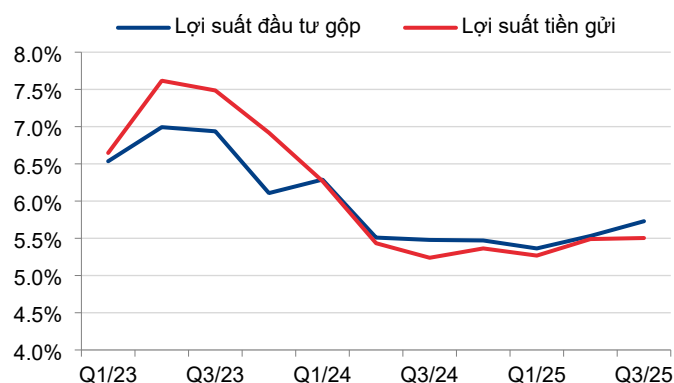
Biểu đồ 31: Giới hạn trên của lãi suất kỹ thuật ước tính
...là chỉ báo dẫn dắt đối với lãi suất kỹ thuật



Nguồn: HSC

Biểu đồ 32: Lợi suất đầu tư gộp, BVH

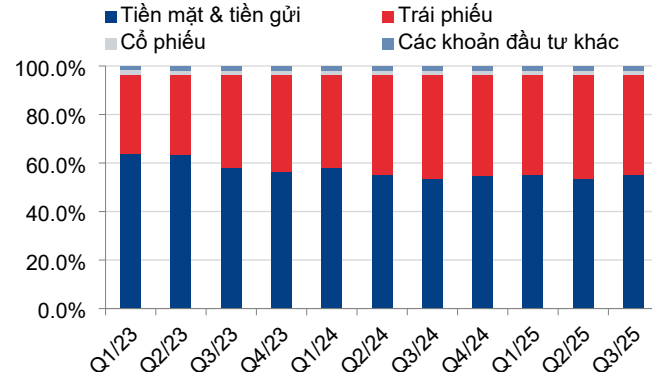
Lợi suất đầu tư đang trong đà cải thiện



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 33: Phân bổ tài sản đầu tư, BVH

Tỷ trọng phân bổ tài sản đầu tư gần như không đổi so với quý trước



Nguồn: BVH, HSC

Điều chỉnh dự báo

HSC thực hiện 2 điều chỉnh lớn đối với dự báo như sau.

Thứ nhất, chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng phí bảo hiểm nhân thọ cho năm 2025–2026 sau khi giảm giả định tăng trưởng của ngành.

Thứ hai, chúng tôi nâng giả định lợi suất đầu tư do mặt bằng lãi suất đang có xu hướng tăng và lợi suất đầu tư của BVH có vẻ đã chạm đáy và hiện đang cải thiện sớm hơn kỳ vọng.

Nhìn chung, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo LNTT cho năm 2025 và tăng 5,5% dự báo LNTT cho năm 2026 sau khi nâng giả định lợi suất đầu tư, trong khi việc hạ dự báo doanh thu sẽ ảnh hưởng đến dự báo lợi nhuận dài hạn. Theo dự báo mới của chúng tôi, PBT sẽ tăng trưởng lần lượt 30,4%, 38,5% và 13,6% trong giai đoạn 2025-2027.

Dự báo LNTT tăng trưởng 38,6% trong năm 2026 của chúng tôi chủ yếu phản ánh quy mô tài sản đầu tư liên tục mở rộng – nhờ dòng tiền thuần hàng năm khoảng 15-20 nghìn tỷ đồng (500-800 triệu USD) – cùng sự phục hồi của lợi suất đầu tư bình quân. Lợi suất TPCP tăng lên có thể nâng cao tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm, mặc dù tác động thực tế sẽ phụ thuộc vào chiến lược trích lập dự phòng của Công ty, bao gồm giả định về lãi suất kỹ thuật và dòng tiền. Dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi giả định lợi nhuận mảng bảo hiểm (sau khi trừ chi phí bán hàng & quản lý) nhìn chung đi ngang so với cùng kỳ, điều này cho thấy tiềm năng tăng đối với dự báo của chúng tôi.

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

Bảng 34: Các giả định mảng bảo hiểm nhân thọ, BVH

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm nâng dự báo tăng trưởng doanh thu thuần & nâng nhẹ giả định tỷ lệ chi phí

	Thực tế 2024	Dự báo cũ				Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F		2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tổng phí BH gốc	-1.0%	5.0%	9.9%	11.6%		0.8%	1.8%	11.3%
Điều chỉnh						-4.2 điểm %	-8.1 điểm %	-0.3 điểm %
Tỷ lệ chi phí BH	103.0%	92.4%	92.0%	92.0%		94.5%	93.0%	92.0%
Điều chỉnh						2.1 điểm %	1.0 điểm %	0.0 điểm %
Tỷ lệ bồi thường	46.8%	47.2%	47.0%	47.8%		50.4%	52.5%	52.0%
Điều chỉnh						3.2 điểm %	5.5 điểm %	4.2 điểm %

Nguồn: HSC

Bảng 35: Các giả định mảng bảo hiểm phi nhân thọ, BVH

Chúng tôi không có điều chỉnh đáng kể nào đối với các giả định mảng bảo hiểm phi nhân thọ

	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tổng phí BH gốc	2.8%	7.4%	7.5%	7.8%	6.4%	7.4%	7.3%
Điều chỉnh					-1.0 điểm %	-0.1 điểm %	-0.5 điểm %
Tăng trưởng doanh thu phí BH	1.7%	6.3%	6.5%	7.3%	8.0%	6.4%	6.9%
Điều chỉnh					1.7 điểm %	-0.1 điểm %	-0.4 điểm %
Tỷ lệ tổn thất thuần	49.6%	48.1%	48.1%	47.9%	47.1%	47.9%	48.0%
Điều chỉnh					-0.9 điểm %	-0.2 điểm %	0.1 điểm %
Tỷ lệ bồi thường thuần	50.7%	48.0%	46.2%	46.3%	46.0%	45.9%	45.9%
Điều chỉnh					-2.0 điểm %	-0.4 điểm %	-0.4 điểm %

Nguồn: HSC

Bảng 36: Các giả định mảng đầu tư, BVH

Điều chỉnh chính là nâng giả định lợi suất đầu tư

	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tiền mặt & tài sản đầu tư	230,123	250,910	270,370	291,488	252,696	269,669	287,001
Tăng trưởng		9.0%	7.8%	7.8%	9.8%	6.7%	6.4%
Điều chỉnh					0.7%	-0.3%	-1.5%
Phân bổ tài sản đầu tư							
% tiền gửi	54.5%	51.2%	51.0%	51.0%	54.3%	54.3%	54.3%
% trái phiếu	41.7%	45.0%	45.0%	45.0%	42.0%	42.0%	42.0%
% 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%	1.7%	1.7%	1.7%
Điều chỉnh							
% tiền gửi					3.1 điểm %	3.3 điểm %	3.3 điểm %
% trái phiếu					-3.0 điểm %	-3.0 điểm %	-3.0 điểm %
% cổ phiếu					0.0 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %
% khác					-0.1 điểm %	-0.3 điểm %	-0.3 điểm %
Lợi suất đầu tư	5.7%	5.5%	5.6%	5.7%	5.6%	5.7%	5.7%
Điều chỉnh					8.1 điểm cơ bản	9.6 điểm cơ bản	1.5 điểm cơ bản

Nguồn: HSC

Bảng 37: Dự báo lợi nhuận, BVH

Chúng tôi nâng dự báo LNTT năm 2026 nhờ tăng giả định lợi suất đầu tư, nhưng đồng thời giảm dự báo LNTT trong dài hạn do điều chỉnh giảm giả định doanh thu thuần

	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Phí bảo hiểm nhân thọ	32,160	33,778	37,138	41,439	32,427	33,023	36,763
Tăng trưởng		5.0%	9.9%	11.6%	0.8%	1.8%	11.3%
Điều chỉnh					-4.0%	-11.1%	-11.3%
Phí BH phi nhân thọ	10,650	11,409	12,252	13,200	11,495	12,327	13,209
Tăng trưởng		7.1%	7.4%	7.7%	7.9%	7.2%	7.2%
Điều chỉnh					0.8%	0.6%	0.1%
Tổng phí BH gốc	39,124	41,183	45,027	49,908	39,948	41,028	45,322
Tăng trưởng		5.3%	9.3%	10.8%	2.1%	2.7%	10.5%
Điều chỉnh					-3.0%	-8.9%	-9.2%
Tổng doanh thu mảng BH	39,823	41,959	45,848	50,793	40,728	41,841	46,194
Tăng trưởng		5.4%	9.3%	10.8%	2.3%	2.7%	10.4%
Điều chỉnh					-2.9%	-8.7%	-9.1%
Chi phí bồi thường/lợi ích chi trả & dự phòng	36,713	34,904	38,111	42,349	34,316	34,681	38,076
Tăng trưởng		-4.9%	9.2%	11.1%	-6.5%	1.1%	9.8%
Điều chỉnh					-1.7%	-9.0%	-10.1%
Chi phí BH khác	4,079	4,615	4,940	5,589	4,450	4,523	5,456
Tăng trưởng		13.1%	7.0%	13.1%	9.1%	1.6%	20.6%
Điều chỉnh					-3.6%	-8.4%	-2.4%
Lợi nhuận gộp mảng BH	-969	2,440	2,797	2,854	1,962	2,637	2,662
Tăng trưởng		-351.8%	14.6%	2.0%	302.5%	34.4%	0.9%
Điều chỉnh					-19.6%	-5.7%	-6.7%
Chi phí BH&QL	7,071	9,930	10,485	10,984	9,639	10,240	10,599
Tăng trưởng		40.4%	5.6%	4.8%	36.3%	6.2%	3.5%
Điều chỉnh					-2.9%	-2.3%	-3.5%
Lợi nhuận mảng BH sau chi phí BH&QL	-8,040	-7,490	-7,688	-8,130	-7,677	-7,602	-7,937
Tăng trưởng		6.8%	-2.6%	-5.7%	4.5%	1.0%	-4.4%
Điều chỉnh					-2.5%	1.1%	2.4%
Thu nhập từ đầu tư	12,193	13,158	14,550	15,990	13,402	14,832	15,884
Tăng trưởng		7.9%	10.6%	9.9%	9.9%	10.7%	7.1%
Điều chỉnh					1.9%	1.9%	-0.7%
LNTT	2,663	3,463	4,561	5,487	3,473	4,812	5,464
Tăng trưởng		30.0%	31.7%	20.3%	30.4%	38.5%	13.6%
Điều chỉnh					0.3%	5.5%	-0.4%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 2,3% giá mục tiêu lên 66.100đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 bù đắp cho tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận dài hạn. Chúng tôi nâng khuyến nghị cho BVH lên Mua vào với tiềm năng tăng giá hơn 20%. BVH vẫn là công ty hàng đầu thị trường bảo hiểm nhân thọ và đứng thứ 2 thị trường bảo hiểm phi nhân thọ với triển vọng hệ số ROE cải thiện nhờ mặt bằng lãi suất tăng và quy mô tài sản đầu tư mở rộng nhờ dòng vốn đầu tư hàng năm tăng khoảng 15-20 nghìn tỷ đồng. Sau khi giá cổ phiếu tăng 12% trong 1 tháng qua, vượt trội so với chỉ số VN-Index, BVH vẫn đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm 1,47 lần, thấp hơn 0,26 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ - mức định giá hấp dẫn.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 2,3% giá mục tiêu lên 66.100đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 lớn hơn cho tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận dài hạn. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 20%, chúng tôi nâng khuyến nghị cho BVH lên Mua vào từ Tăng tỷ trọng.

BVH vẫn là công ty dẫn đầu thị trường bảo hiểm nhân thọ và đứng thứ hai trên thị trường bảo hiểm phi nhân thọ. Công ty đang bước vào chu kỳ cải thiện hệ số ROE nhờ mặt bằng lãi suất tăng (đặc biệt là lợi suất TPCP), tiềm năng từ việc giảm chi phí dự phòng và quy mô tài sản đầu tư tiếp tục mở rộng – nhờ dòng tiền hàng năm khoảng 15-20 nghìn tỷ đồng (khoảng 500-800 triệu USD) khi HĐKD bảo hiểm nhân thọ của BVH vẫn đang trong giai đoạn tăng trưởng ban đầu.

Bảng 38: Giá định chi phí vốn CSH, BVH

Chi phí vốn CSH	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Giá định chung của HSC, giữ nguyên
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giá định chung của HSC, giữ nguyên
Beta	0.90	Giữ nguyên
Chi phí vốn CSH	11.9%	Giữ nguyên

Nguồn: HSC

Bảng 39: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, BVH

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
Lợi nhuận thuần	2,709	3,755	4,216	5,240	6,390	6,784	7,181	7,574	7,959	8,327
Chi phí vốn CSH	-2,683	-2,894	-3,211	-3,533	-3,955	-4,465	-4,740	-5,017	-5,292	-5,560
Lợi nhuận thặng dư	27	861	1,005	1,707	2,435	2,319	2,440	2,557	2,668	2,767
Giá trị dài hạn										28,287
Hệ số chiết khấu đến cuối 2026			89.4%	79.9%	71.4%	63.8%	57.1%	51.0%	45.6%	40.8%
Giá trị hiện tại đến cuối 2026			899	1,364	1,739	1,480	1,392	1,304	1,216	12,655
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ 2027		22,050								
Giá trị sổ sách cuối 2026		27,040								
Giá trị vốn CSH cuối 2026		49,089								
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		742								
Giá mục tiêu cuối 2026		66,100								

Nguồn: HSC

Bảng 40: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, BVH

Đồng/cp		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.75%	87,700	80,900	75,000	69,800	65,200
	8.25%	81,500	75,600	70,300	65,600	61,500
	8.75%	76,100	70,800	66,100	61,900	58,100
	9.25%	71,300	66,500	62,300	58,500	55,100
	9.75%	67,000	62,700	58,900	55,400	52,300

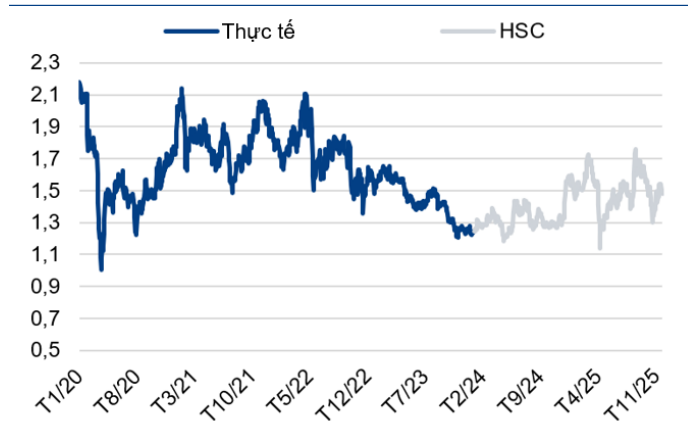
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 8,5% trong 1 tháng qua và vượt trội so với chỉ số VN-Index nhờ lợi nhuận tăng trưởng vững chắc và tâm lý lạc quan về mặt bằng lãi suất tăng, BVH vẫn đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm 1,47 lần, thấp hơn 0,26 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,52 lần - mức định giá hấp dẫn.

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

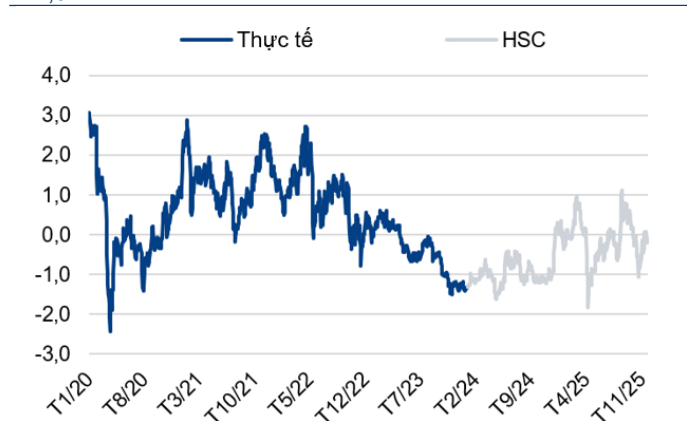
BVH đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,47 lần...



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

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

...thấp hơn 0,26 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 1,52 lần



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Phí bảo hiểm gốc	42.6	42.6	43.5	44.9	49.6
Phí nhận tái BH	0.21	0.22	0.39	0.40	0.42
Tăng/giảm dự phòng phí chưa được hưởng	(0.19)	(0.14)	(0.32)	(0.39)	(0.43)
Doanh thu phí BH	42.7	42.7	43.6	45.0	49.5
Phí nhượng tái BH	(3.32)	(3.54)	(3.65)	(3.93)	(4.22)
Doanh thu phí BH thuần	39.3	39.1	39.9	41.0	45.3
Doanh thu khác	0.74	0.70	0.78	0.81	0.87
Doanh thu thuần HĐ BH	40.1	39.8	40.7	41.8	46.2
Chi bồi thường bảo hiểm và dự phòng	(38.5)	(36.7)	(34.3)	(34.7)	(38.1)
Chi b.thường BH và chi trả đ.hạn khác (ròng)	(4.08)	(4.08)	(4.45)	(4.52)	(5.46)
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)	(38.8)	(39.2)	(43.5)
Lãi/lỗ gộp HĐ BH	(2.54)	(0.97)	1.96	2.64	2.66
Chi phí quản lý	(6.06)	(7.07)	(9.64)	(10.2)	(10.6)
Lợi nhuận HĐ tài chính	10.7	10.6	11.0	12.3	13.3
LN trong Cty LD, LK	0.10	0.09	0.10	0.09	0.09
Lợi nhuận khác	0.02	0.04	0.02	0.03	0.03
LNTT	2.24	2.66	3.47	4.81	5.46
Chi phí thuế TNDN	(0.38)	(0.47)	(0.62)	(0.87)	(1.04)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.08)	(0.08)	(0.09)	(0.11)	(0.12)
Lợi nhuận thuần	1.78	2.11	2.76	3.83	4.30
EPS (đồng)	2,404	2,843	3,724	5,162	5,796
DPS (đồng)	952	1,000	1,055	1,460	2,023
BVPS (đồng)	28,749	30,434	32,827	36,426	40,082
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)	2.20	3.25	10.3
Tăng trưởng doanh thu phí BH thuần (%)	(1.41)	(0.55)	2.10	2.70	10.5
Tăng/giảm phí bồi thường và dự phòng (%)	6.61	(4.74)	(6.53)	1.06	9.79
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ tài chính (%)	32.6	(1.33)	4.33	11.5	8.03
Tăng trưởng LNTT (%)	11.3	19.1	30.4	38.5	13.6
Tăng trưởng lợi nhuận thuần (%)	15.1	18.3	31.0	38.6	12.3
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	9.64	13.7	9.72	6.33	6.59
Định giá					
P/E (lần)	21.6	18.3	13.9	10.1	8.95
P/B (lần)	1.81	1.71	1.58	1.42	1.29
Lợi suất cổ tức (%)	1.83	1.93	2.03	2.81	3.90

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	2.64	4.53	5.00
Đầu tư ngắn hạn	102	104	123	124	132
Phải thu ngắn hạn	12.3	11.5	13.6	13.6	15.0
Hàng tồn kho	0.11	0.10	0.09	0.09	0.09
Tài sản tái BH	3.00	3.56	3.43	3.91	4.42
Tài sản ngắn hạn khác	0.66	0.67	0.66	0.68	0.75
Tổng tài sản ngắn hạn	122	121	144	147	157
Phải thu dài hạn	0.08	0.07	0.09	0.09	0.10
Tài sản cố định	2.24	2.13	1.97	1.97	1.97
Đầu tư vào Cty LD, LK	2.84	2.88	2.90	2.88	2.87
Đầu tư dài hạn khác	93.4	125	127	141	150
Tài sản dài hạn khác	0.18	0.22	0.26	0.27	0.30
Tổng tài sản dài hạn	98.7	130	132	146	155
Tổng tài sản	221	251	276	293	312
Nợ phải trả và VCSH					
Phải trả người bán	2.55	2.46	2.99	3.20	3.49
Phải trả người lao động	1.46	1.70	1.76	1.81	2.00
Phải trả hợp đồng repo	21.9	32.1	37.9	37.9	37.9
Doanh thu chưa thực hiện	0.49	0.64	0.53	0.54	0.60
Nợ ngắn hạn	3.37	2.91	4.32	4.32	4.32
Phải trả ngắn hạn khác	0.47	0.40	0.66	0.68	0.75
Nợ ngắn hạn khác	0.54	0.61	0.70	0.73	0.80
Tổng nợ ngắn hạn	30.8	40.8	48.9	49.2	49.9
Dự phòng nghiệp vụ BH	168	187	201	216	231
Nợ dài hạn	0.00	0	0.00	0.00	0.00
Nợ dài hạn khác	0.29	0.31	0.31	0.32	0.35
Tổng nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả	199	228	250	265	282
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	4.82	5.98	7.59
Lợi nhuận giữ lại	3.55	4.01	4.82	6.33	7.43
Vốn chủ sở hữu	21.3	22.6	24.4	27.0	29.8
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.92	0.97	1.01	1.07	1.13
Tổng vốn chủ sở hữu	22.3	23.6	25.4	28.1	30.9
Tổng nợ phải trả và VCSH	221	251	276	293	312

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	1.05	1.35	1.42
ROAE (%)	8.55	9.61	11.8	14.9	15.2
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	39.6	35.2	28.3	28.3	34.9
Chỉ số an toàn vốn					
VCSH/Tài sản (%)	9.65	8.99	8.84	9.22	9.52
Tài sản BQ/VCSH BQ (x)	10.1	10.8	11.2	11.1	10.7
Chỉ số HKKD bảo hiểm					
Tỷ lệ tái bảo hiểm (%)	7.77	8.30	8.38	8.74	8.51
Tỷ lệ bảo hiểm giữ lại (%)	92.2	91.7	91.6	91.3	91.5
Tỷ lệ bồi thường (%)	96.2	92.2	84.3	82.9	82.4
Tỷ lệ chi phí (%)	25.3	28.0	34.6	35.3	34.8
Tỷ lệ hỗn hợp (%)	121	120	119	118	117

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

Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

Giá mục tiêu: VNĐ19,200 (từ VNĐ16,700)

Tiềm năng tăng/giảm: 12.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/11/2025)	17,100
Mã Bloomberg	MIG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	13,266-18,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	17,150
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,617
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	137
Slg CP lưu hành (tr.đv)	212
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	212
Slg CP NN được mua (tr.đv)	178
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	16.0%
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	(0.87)	(1.44)	15.9
So với chỉ số	0.22	(5.26)	(21.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,601	1,445	10.8
2026F	1,700	1,498	13.5
2027F	1,881	1,778	5.8

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 Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
 ha.plien@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4852

Khởi đầu chu kỳ tăng trưởng mảng bảo hiểm; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

- HSC tăng 15% giá mục tiêu lên 19.200đ và nâng khuyến nghị cho MIG lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) sau khi nâng dự báo lợi nhuận và cập nhật giả định định giá.
- Chúng tôi tăng 10,8% dự báo LNTT năm 2025 và tăng bình quân 9% dự báo cho năm 2026-2027 nhờ lợi suất đầu tư và tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm cải thiện, đặc biệt là dòng sản phẩm thương mại.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 1,4% trong 3 tháng qua, diễn biến tích cực hơn so với ngành, MIG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,28 lần, thấp hơn một chút so với bình quân quá khứ. Nhờ nền tảng cải thiện, HSC nhận thấy tiềm năng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn và cho rằng hiện là cơ hội tích lũy hấp dẫn.

Sự kiện: Phân tích triển vọng

MIG đã công bố KQKD 9 tháng đầu năm 2025 khả quan với LNTT tăng 86,3% so với mức nền thấp cùng kỳ, vượt dự báo của chúng tôi cả về tỷ lệ kết hợp và lợi suất đầu tư. Đặc biệt, chúng tôi điều chỉnh dự báo do phí bảo hiểm các sản phẩm thương mại tăng trưởng mạnh mẽ.

Tác động: Tăng bình quân 9% dự báo LNTT năm 2026-27 nhờ tỷ lệ kết hợp cải thiện

HSC tăng 10,8% dự báo LNTT năm 2025 nhờ thu nhập đầu tư cải thiện, đồng thời giữ nguyên giả định tỷ lệ kết hợp cả năm ở mức 96%, do chúng tôi dự báo tỷ lệ này sẽ tăng mạnh trong ngắn hạn lên trên 100% trong Q4/2025 do các yêu cầu bồi thường trong mùa bão.

Chúng tôi cũng tăng bình quân 9% dự báo LNTT năm 2026-2027 sau khi nâng giả định tỷ lệ kết hợp vì MIG tiếp tục chuyển hướng sang các sản phẩm thương mại, thắt chặt tiêu chuẩn bảo hiểm và tăng cường kết hợp với ngân hàng mẹ MBB. Theo dự báo mới của chúng tôi, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 6,8% và 10,6% trong năm 2026 và 2027.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 1,4% trong 3 tháng qua, kém tích cực hơn so với bình quân ngành mặc dù tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ, MIG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,28 lần, thấp hơn một chút so với bình quân quá khứ ở mức 1,31 lần.

Chúng tôi tăng 15% giá mục tiêu lên 19.200đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và điều chỉnh các giả định định giá, bao gồm hạ giả định beta và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026. Chúng tôi nâng khuyến nghị cho MIG từ Năm giữ lên Tăng tỷ trọng do Công ty bước vào chu kỳ tỷ suất lợi nhuận cao hơn nhờ tỷ trọng sản phẩm bảo hiểm thương mại tăng lên cùng sự hợp tác chặt chẽ hơn với MBB.

Nhờ nền tảng cơ bản cải thiện, chúng tôi nhận thấy cổ phiếu có tiềm năng định giá lại ở mặt bằng cao hơn và định giá hiện tại là cơ hội tốt để tích lũy cổ phiếu.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Phí BH gốc (tỷ đồng)	4,678	5,017	5,352	5,917	6,618
Lãi/lỗ góp HĐ BH (tỷ đồng)	563	545	691	774 ▲	859
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	280	239	357 ▲	383 ▲	423 ▲
EPS (đồng)	1,346	1,146	1,704 ▲	1,809 ▲	2,001 ▲
DPS (đồng)	394	830	477	794 ▲	850 ▲
BVPS (đồng)	10,003	10,238	12,569 ▲	13,475 ▲	14,505 ▲
P/E (lần)	12.7	14.9	10.0	9.45	8.55
Lợi suất cổ tức (%)	2.30	4.85	2.79	4.64	4.97
P/B (lần)	1.71	1.67	1.36	1.27	1.18
Tăng trưởng EPS (%)	77.0	(14.8)	48.6	6.16	10.6
ROAE (%)	14.1	11.3	14.9	13.9	14.3

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

Chuyển dịch sang dòng sản phẩm thương mại giúp nâng cao tỷ suất lợi nhuận

MIG đã công bố KQKD 9 tháng đầu năm 2025 mạnh mẽ với LNTT tăng 86,3% so với cùng kỳ, nhờ cả tỷ lệ kết hợp và lợi suất đầu tư vượt dự báo do sản phẩm thương mại tăng trưởng mạnh hơn và tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm cải thiện. Chúng tôi tăng 10,8% dự báo LNTT năm 2025 sau khi nâng giả định lợi suất đầu tư và tăng bình quân 9% dự báo năm 2026–2027 sau khi nâng giả định tỷ lệ kết hợp trong khi hạ giả định tăng trưởng doanh thu. Chúng tôi cũng tăng 15% giá mục tiêu lên 19.200đ và nâng khuyến nghị cho MIG lên Tăng tỷ trọng từ Nắm giữ nhờ sự kết hợp chặt chẽ hơn với ngân hàng mẹ MBB cùng sự chuyển dịch sang các sản phẩm thương mại có tỷ suất lợi nhuận cao hơn. MIG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,28 lần (thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 1,31 lần), chúng tôi nhận thấy tiềm năng được định giá ở mặt bằng cao hơn cùng sự cải thiện về nền tảng cơ bản và cho rằng định giá hiện tại là cơ hội hấp dẫn cho NĐT tích lũy cổ phiếu.

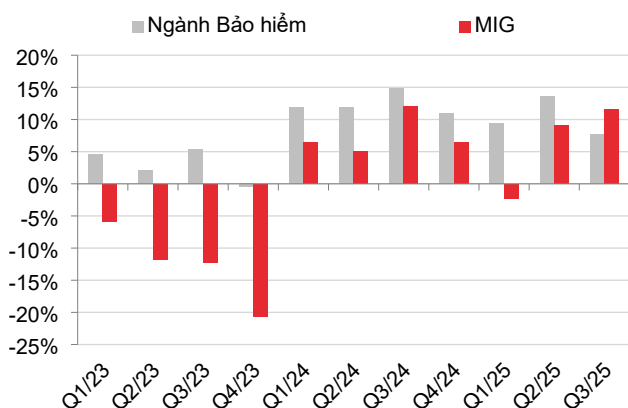
Kể từ đầu năm 2025: Vượt giả định tỷ lệ kết hợp và lợi suất đầu tư

MIG đã công bố LNTT 9 tháng mạnh mẽ, tăng 86,3% so với mức nền thấp cùng kỳ do bão Yagi, vượt dự báo của chúng tôi ở cả tỷ lệ kết hợp và lợi suất đầu tư, trong khi doanh thu thấp hơn một chút so với dự báo. Những điểm nhấn chính bao gồm:

- **Tổng phí bảo hiểm tăng tốc so với quý trước** và vượt tốc độ tăng trưởng toàn ngành trong Q3/2025 sau nhiều quý chậm hơn. Tổng phí bảo hiểm 9 tháng đầu năm tăng 4,4% so với cùng kỳ, thấp hơn bình quân ngành (10%) trong khi phí bảo hiểm các sản phẩm thương mại tăng mạnh 10,8%, dẫn dắt tăng trưởng tổng phí bảo hiểm. Sản phẩm này hiện chiếm 36,3% tổng phí bảo hiểm của MIG, tăng từ 33% trong năm ngoái và khoảng 31% trong năm 2022-2023. Chúng tôi cho rằng đây là tín hiệu tích cực, phản ánh những nỗ lực của MIG nhằm nâng cao tỷ suất lợi nhuận.
- **Tỷ lệ kết hợp cải thiện đáng kể** với tỷ lệ trượt 12 tháng gần nhất giảm xuống 94% vào Q3/2025 nhờ điều kiện thuận lợi và có thể có hoàn nhập dự phòng liên quan đến bão Yagi trong năm ngoái. Điều này cũng phản ánh chiến lược tập trung vào lợi nhuận thay vì tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ của Công ty. Tuy nhiên, MIG dự báo tỷ lệ kết hợp sẽ tăng mạnh trong Q4/2025 do các yêu cầu bồi thường mùa bão trong Q4.
- **Lợi suất đầu tư vượt dự báo của chúng tôi và bình quân ngành** nhờ kết quả mạnh mẽ từ khoản ủy thác đầu tư (có thể nhờ diễn biến tích cực của chỉ số VN-Index). Lợi suất tiền gửi có vẻ cũng đã chạm đáy và hiện đang trên đà hồi phục.

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

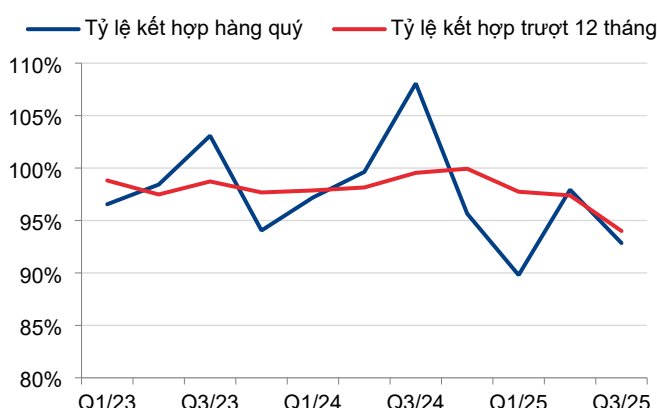
Tổng phí bảo hiểm của MIG tăng trưởng nhanh hơn so với ngành trong Q3/2025



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 44: Tỷ lệ kết hợp, MIG

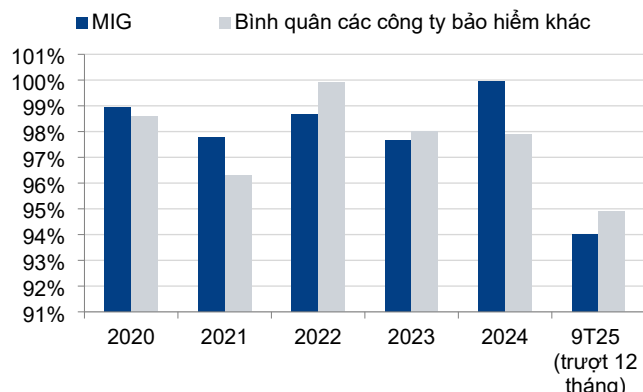
Tỷ lệ kết hợp cải thiện đáng kể



Nguồn: MIG, HSC

Biểu đồ 45: Tỷ lệ kết hợp, MIG & các công ty BH khác

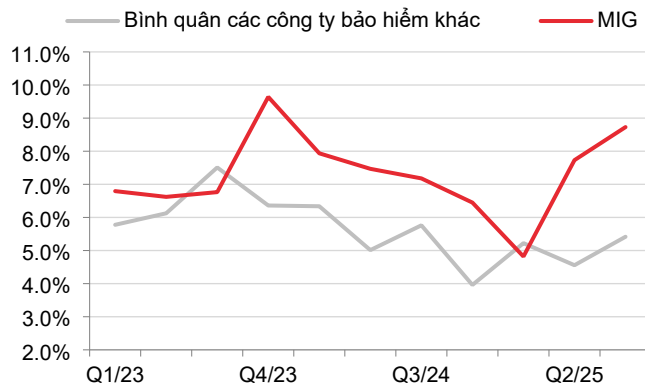
Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, tỷ lệ kết hợp của MIG thấp hơn so với mức bình quân của các công ty cùng ngành



Các công ty BH khác gồm: ABI, AIC, BIC, BLI, BMI, MIG, PGI, PTI, PVI
Nguồn: MIG, HSC

Biểu đồ 46: Lợi suất đầu tư thuần, MIG & các công ty BH khác

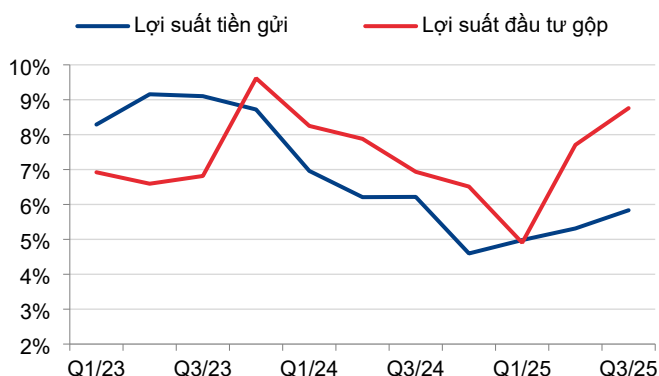
Lợi suất đầu tư của MIG vượt trội hơn so với các công ty bảo hiểm khác



Lợi suất thuần = Lợi nhuận tài chính / Tiền mặt & tài sản đầu tư bình quân
Nguồn: MIG, HSC

Biểu đồ 47: Lợi suất đầu tư gộp, MIG

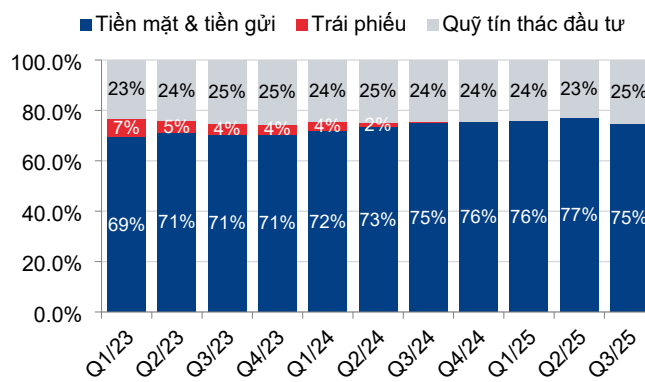
Lợi suất tiền gửi đã tạo đáy & đang hồi phục



Lợi suất đầu tư gộp được tính trước chi phí quản lý
Nguồn: MIG, HSC

Biểu đồ 48: Phân bổ tài sản đầu tư, MIG

Tỷ trọng phân bổ tài sản đầu tư gần như không đổi so với quý trước



Nguồn: MIG, HSC

Điều chỉnh dự báo

HSC tăng 10,8% dự báo LNTT năm 2025 sau khi nâng giả định lợi suất đầu tư, đồng thời vẫn giữ nguyên dự báo tỷ lệ kết hợp cả năm ở mức 96% vì chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ kết hợp sẽ tăng mạnh lên trên 100% trong Q4/2025 do nhiều cơ bản và lũ lụt gây thiệt hại nghiêm trọng cho ô tô - dòng sản phẩm chủ lực của MIG.

Chúng tôi cũng tăng bình quân 9% dự báo LNTT năm 2026-2027 sau khi hạ giả định tỷ lệ kết hợp nhưng đồng thời hạ dự báo tăng trưởng doanh thu. Chiến lược chuyển dịch sang sản phẩm thương mại, kết hợp chặt chẽ hơn với ngân hàng mẹ MBB (Mua vào, giá mục tiêu 30.400đ) và giảm dần tỷ trọng sản phẩm bảo hiểm ô tô sẽ củng cố biên lợi nhuận của Công ty. Theo dự báo mới của chúng tôi, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 6,8% và 10,6% trong năm 2026 và 2027.

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

Bảng 49: Các giả định mảng bảo hiểm, MIG

Điều chỉnh chính là nâng giả định tỷ lệ kết hợp năm 2026-2027

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tổng phí BH	7.3%	8.6%	11.8%	12.4%	7.7%	10.4%	11.7%
Điều chỉnh					-0.9 điểm %	-1.4 điểm %	-0.7 điểm %
Tăng trưởng doanh thu phí BH	0.3%	14.3%	12.1%	12.3%	17.1%	9.3%	10.9%
Điều chỉnh					2.8 điểm %	-2.8 điểm %	-1.4 điểm %
Tỷ lệ bồi thường thuần	31.8%	30.1%	32.1%	32.0%	29.2%	32.1%	31.9%
Điều chỉnh					-0.9 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %
Tỷ lệ tổn thất thuần	31.7%	31.7%	33.5%	33.5%	33.5%	32.5%	32.5%
Điều chỉnh					1.8 điểm %	-1.0 điểm %	-1.0 điểm %
Tỷ lệ chi phí	68.2%	64.3%	64.0%	64.0%	62.5%	63.5%	63.5%
Điều chỉnh					-1.8 điểm %	-0.5 điểm %	-0.5 điểm %
Tỷ lệ kết hợp	99.9%	96.0%	97.5%	97.5%	96.0%	96.0%	96.0%
Điều chỉnh					0.0 điểm %	-1.5 điểm %	-1.5 điểm %

Nguồn: HSC

Bảng 50: Giả định mảng đầu tư, MIG

Điều chỉnh chính là nâng giả định lợi suất đầu tư

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tiền mặt & tài sản đầu tư	4,593	4,998	5,518	6,107	5,321	5,303	5,780
Tăng trưởng		8.8%	10.4%	10.7%	15.9%	-0.3%	9.0%
Điều chỉnh					6.5%	-3.9%	-5.4%
Phân bổ tài sản đầu tư							
% tiền gửi	75.7%	77.1%	75.0%	75.0%	76.7%	75.0%	75.0%
% trái phiếu	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	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%	22.9%	25.0%	25.0%	23.3%	25.0%	25.0%
Điều chỉnh							
% tiền gửi					-0.4 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					0.4 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %
Lợi suất đầu tư	7.2%	6.3%	6.7%	7.2%	6.9%	6.8%	7.2%
Điều chỉnh					65.2 điểm cơ bản	15.9 điểm cơ bản	-0.1 điểm cơ bản

Nguồn: HSC

Bảng 51: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, MIG

Chúng tôi nâng dự báo LNTT sau khi nâng giả định lợi nhuận mảng bảo hiểm

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tổng phí BH gốc	5,063	5,499	6,148	6,910	5,453	6,021	6,724
Tăng trưởng		8.6%	11.8%	12.4%	7.7%	10.4%	11.7%
Điều chỉnh					-0.8%	-2.1%	-2.7%
Doanh thu thuần phí BH	2,327	2,660	2,981	3,348	2,724	2,978	3,304
Tăng trưởng		14.3%	12.1%	12.3%	17.1%	9.3%	10.9%
Điều chỉnh					2.4%	-0.1%	-1.3%
Tổng doanh thu mảng BH	3,641	4,063	4,545	5,106	4,056	4,423	4,918
Tăng trưởng		11.6%	11.9%	12.3%	11.4%	9.1%	11.2%
Điều chỉnh					-0.2%	-2.7%	-3.7%
Chi phí bồi thường/lợi ích chi trả & dự phòng	739	844	999	1,121	914	968	1,074
Tăng trưởng		14.2%	18.4%	12.3%	23.7%	5.9%	10.9%
Điều chỉnh					8.3%	-3.1%	-4.3%
Chi phí BH khác	2,357	2,527	2,816	3,164	2,451	2,681	2,985
Tăng trưởng		7.2%	11.4%	12.4%	4.0%	9.4%	11.3%
Điều chỉnh					-3.0%	-4.8%	-5.7%
Lợi nhuận gộp mảng BH	545	692	730	820	691	774	859
Tăng trưởng		26.9%	5.5%	12.3%	26.8%	12.0%	10.9%
Điều chỉnh					-0.1%	6.0%	4.7%
Chi phí BH&QL	544	586	656	736	584	655	727
Tăng trưởng		7.8%	11.9%	12.3%	7.3%	12.3%	10.9%
Điều chỉnh					-0.4%	-0.1%	-1.3%
Lợi nhuận mảng BH sau chi phí BH&QL	2	106	75	84	108	119	132
Tăng trưởng		6756.9%	-29.7%	12.3%	6867.8%	10.5%	10.9%
Điều chỉnh					1.6%	59.9%	57.9%
Thu nhập thuần từ đầu tư	312	301	350	420	344	362	400
Tăng trưởng		-3.6%	16.2%	19.9%	10.1%	5.4%	10.5%
Điều chỉnh					14.1%	3.5%	-4.7%
LNTT	308	404	421	500	448	478	529
Tăng trưởng		31.1%	4.3%	18.7%	45.3%	6.8%	10.6%
Điều chỉnh					10.8%	13.5%	5.8%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 15% giá mục tiêu lên 19.200đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và điều chỉnh giả định định giá, đồng thời nâng khuyến nghị cho MIG lên Tăng tỷ trọng từ Nắm giữ do Công ty bước vào giai đoạn tăng trưởng vừa phải với tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm cải thiện nhờ sự hợp tác chặt chẽ hơn với ngân hàng mẹ MBB. Chúng tôi hạ giả định beta và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026. Sau khi giá cổ phiếu giảm 1,4% trong 3 tháng qua, kém tích cực hơn bình quân ngành bất chấp lợi nhuận tăng trưởng vững chắc, MIG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,28 lần, thấp hơn một chút so với bình quân quá khứ ở mức 1,31 lần. Nhờ nền tảng cơ bản cải thiện, chúng tôi tin rằng MIG có thể được định giá lại ở mặt bằng cao hơn so với bình quân quá khứ. Định giá hiện tại là cơ hội hấp dẫn cho NĐT tích lũy cổ phiếu.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 15% giá mục tiêu lên 19.200đ/cp sau khi nâng dự báo lợi nhuận và điều chỉnh giả định định giá. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng từ Nắm giữ vì chúng tôi tin rằng MIG đã bước vào giai đoạn tăng trưởng vừa phải với tỷ suất lợi nhuận cải thiện nhờ sự kết hợp chặt chẽ hơn với ngân hàng mẹ MBB, đặc biệt là ở các sản phẩm thương mại. Động lực này sẽ càng trở nên mạnh mẽ do MBB nhiều khả năng sẽ mở rộng cơ sở khách hàng doanh nghiệp trong hai năm tới để tận dụng room tín dụng cao.

Những điều chỉnh giả định định giá của chúng tôi bao gồm: (1) hạ giả định beta do mối tương quan tương đối thấp của MIG với chỉ số VN-Index trong 12 tháng qua và (2) chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 từ giữa năm 2026.

Định giá của chúng tôi như sau:

Bảng 52: Giả định chi phí vốn CSH, MIG

Chi phí vốn CSH	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Giả định chung của HSC, giữ nguyên
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giả định chung của HSC, giữ nguyên
Beta	0.9	Giảm so với hệ số trước đây là 1 lần
Chi phí vốn CSH	11.9%	Giảm 90 điểm cơ bản do hạ giả định hệ số beta

Nguồn: HSC

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

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
Lợi nhuận thuần	336	360	398	453	498	546	599	657	720	789
Chi phí vốn CSH	-253	-316	-338	-364	-395	-427	-469	-515	-566	-621
Lợi nhuận thặng dư	83	44	59	89	103	119	130	142	154	168
Giá trị dài hạn										1,617
Hệ số chiết khấu đến cuối 2026			89.4%	79.9%	71.4%	63.8%	57.1%	51.0%	45.6%	40.8%
Giá trị hiện tại đến cuối 2026			53	71	74	76	74	72	70	727
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ 2027		1,219								
Giá trị sổ sách cuối 2026		2,850								
Giá trị vốn CSH cuối 2026		4,068								
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		212								
Giá mục tiêu cuối 2026		19,200								

Nguồn: HSC

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

Đồng/cổ phiếu	Lãi suất phi rủi ro					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.75%	22,600	21,600	20,700	19,800	19,000
	8.25%	21,700	20,800	19,900	19,100	18,400
	8.75%	20,900	20,000	19,200	18,400	17,700
	9.25%	20,100	19,300	18,500	17,800	17,100
	9.75%	19,300	18,600	17,900	17,200	16,600

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Bất chấp lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ, giá cổ phiếu đã giảm 1,4% trong 3 tháng qua và kém tích cực hơn so với bình quân ngành, MIG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,28 lần, thấp hơn một chút so với bình quân quá khứ ở mức 1,31 lần. Chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu MIG có thể được định giá lại ở mặt bằng cao hơn so với bình quân quá khứ nhờ nền tảng cơ bản cải thiện (đặc biệt là tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm mở rộng). Định giá hiện tại là cơ hội hấp dẫn cho NĐT tích lũy cổ phiếu.

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

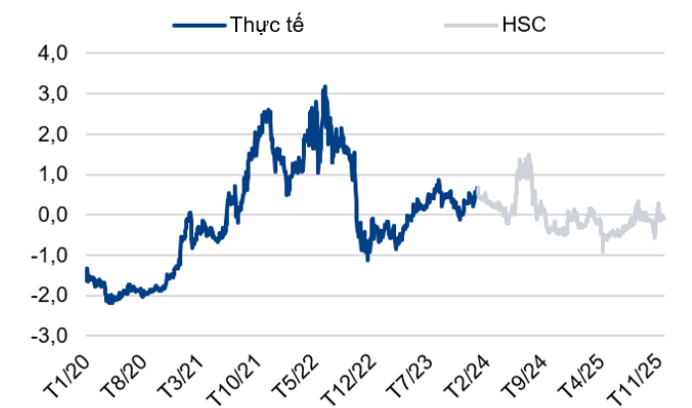
MIG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,28 lần...



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

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

...thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 1,31 lần



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Phí bảo hiểm gốc	4,678	5,017	5,352	5,917	6,618
Phí nhận tái BH	42.0	46.2	101	104	107
Tăng/giảm dự phòng phí chưa được hưởng	(157)	(316)	(139)	(276)	(382)
Doanh thu phí BH	4,563	4,748	5,314	5,745	6,343
Phí nhượng tái BH	(2,243)	(2,421)	(2,590)	(2,767)	(3,039)
Doanh thu phí BH thuần	2,320	2,327	2,724	2,978	3,304
Doanh thu khác	1,274	1,315	1,332	1,445	1,614
Doanh thu thuần HĐ BH	3,594	3,641	4,056	4,423	4,918
Chi bồi thường bảo hiểm và dự phòng	(858)	(739)	(914)	(968)	(1,074)
Chi b.thường BH và chi trả đ.hạn khác (ròng)	(2,173)	(2,357)	(2,451)	(2,681)	(2,985)
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)	(3,365)	(3,649)	(4,059)
Lãi/lỗ gộp HĐ BH	563	545	691	774	859
Chi phí quản lý	(509)	(544)	(584)	(655)	(727)
Lợi nhuận HĐ tài chính	295	307	341	359	397
LN trong Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	3.00	0	(0.68)	0	0
LNTT	352	308	448	478	529
Chi phí thuế TNDN	(72.0)	(69.7)	(90.5)	(95.6)	(106)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	280	239	357	383	423
EPS (đồng)	1,346	1,146	1,704	1,809	2,001
DPS (đồng)	394	830	477	794	850
BVPS (đồng)	10,003	10,238	12,569	13,475	14,505
Sig CP bình quân (triệu đv)	208	208	210	212	212
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	208	208	212	212	212
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	208	208	212	212	212

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	6.68	10.6	11.8
Tăng trưởng doanh thu phí BH thuần (%)	(13.9)	0.29	17.1	9.32	10.9
Tăng/giảm phí bồi thường và dự phòng (%)	(15.9)	(13.9)	23.7	5.90	10.9
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ tài chính (%)	83.0	3.96	11.1	5.35	10.5
Tăng trưởng LNTT (%)	76.7	(12.4)	45.3	6.75	10.6
Tăng trưởng lợi nhuận thuần (%)	77.0	(14.8)	49.8	7.03	10.6
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	3.21	11.5	15.1	4.30	9.50
Định giá					
P/E (lần)	12.7	14.9	10.0	9.45	8.55
P/B (lần)	1.71	1.67	1.36	1.27	1.18
Lợi suất cổ tức (%)	2.30	4.85	2.79	4.64	4.97

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	164	181	202
Đầu tư ngắn hạn	3,507	4,113	5,158	5,123	5,578
Phải thu ngắn hạn	862	683	982	1,084	1,210
Hàng tồn kho	0.82	0.77	0.75	0.75	0.75
Tài sản tái BH	2,146	2,689	3,038	3,295	3,628
Tài sản ngắn hạn khác	1,267	1,316	1,429	1,565	1,748
Tổng tài sản ngắn hạn	7,965	9,131	10,770	11,249	12,367
Phải thu dài hạn	15.0	17.0	16.4	18.1	20.2
Tài sản cố định	457	524	523	523	523
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	10.9	18.1	20.2
Tổng tài sản dài hạn	854	704	551	559	564
Tổng tài sản	8,819	9,835	11,321	11,808	12,931
Nợ phải trả và VCSH					
Phải trả người bán	553	457	654	709	789
Phải trả người lao động	123	117	109	120	134
Phải trả hợp đồng repo	0	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	1,128	1,014	1,036	1,144	1,278
Nợ ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải trả ngắn hạn khác	591	768	654	723	807
Nợ ngắn hạn khác	123	107	136	120	134
Tổng nợ ngắn hạn	2,518	2,463	2,589	2,817	3,142
Dự phòng nghiệp vụ BH	4,042	4,862	5,419	5,841	6,384
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	177	379	654	301	336
Tổng nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả	6,738	7,704	8,663	8,958	9,863
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	102	117	132
Lợi nhuận giữ lại	282	319	441	618	821
Vốn chủ sở hữu	2,081	2,130	2,658	2,850	3,068
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	2,081	2,130	2,658	2,850	3,068
Tổng nợ phải trả và VCSH	8,819	9,834	11,321	11,808	12,931
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	3.22	2.56	3.38	3.31	3.42
ROAE (%)	14.1	11.3	14.9	13.9	14.3
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	29.3	72.4	28.0	43.9	42.5
Chỉ số an toàn vốn					
VCSH/Tài sản (%)	23.6	21.7	23.5	24.1	23.7
Tài sản BQ/VCSH BQ (x)	4.37	4.43	4.42	4.20	4.18
Chỉ số HĐKD bảo hiểm					
Tỷ lệ tái bảo hiểm (%)	49.2	51.0	48.7	48.2	47.9
Tỷ lệ bảo hiểm giữ lại (%)	50.8	49.0	51.3	51.8	52.1
Tỷ lệ bồi thường (%)	23.9	20.3	22.5	21.9	21.8
Tỷ lệ chi phí (%)	74.6	79.7	74.8	75.4	75.5
Tỷ lệ hỗn hợp (%)	98.5	100.0	97.3	97.3	97.3

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

Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng)

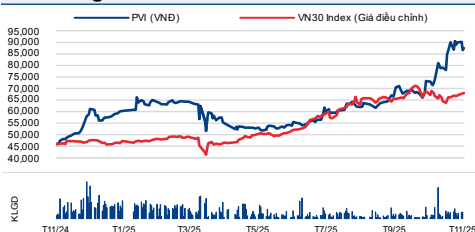
Giá mục tiêu: VNĐ76,300 (từ VNĐ68,500)

Tiềm năng tăng/giảm: -12.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/11/2025)	87,500
Mã Bloomberg	PVI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	45,926-90,400
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	88,100
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	20,496
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	777
Slg CP lưu hành (tr.đv)	234
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	234
Slg CP NN được mua (tr.đv)	99.8
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	57.4%
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	19.0	41.3	90.5
So với chỉ số	20.4	35.9	28.7
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	5,179	4,786	8.2
2026F	5,979	5,229	14.3
2027F	6,790	5,938	14.4

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 Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

KQKD tốt đã phản ánh vào giá cổ phiếu; hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị cho PVI xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) nhưng tăng 11,4% giá mục tiêu lên 76.300đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026.
- Chúng tôi tăng 10% dự báo năm 2025 và tăng bình quân 14,4% dự báo cho năm 2026-2027. Theo đó, LNTT được dự báo tăng trưởng bình quân 13,7% trong năm 2026-2027 nhờ doanh thu thuần tăng trưởng ổn định và lợi suất đầu tư cải thiện.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 41% trong 3 tháng qua, PVI đang giao dịch với P/B và P/E trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 2,4 lần và 15,2 lần, cao hơn khoảng 4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Với mức định giá cao, tiềm năng tăng giá hiện không còn nhiều.

Sự kiện: Phân tích triển vọng

HSC cập nhật dự báo và định giá sau KQKD 9 tháng đầu năm 2025 vượt dự báo. Chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, điều chỉnh các giả định chính (tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm, tỷ lệ kết hợp, thu nhập đầu tư) và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026.

Tác động: Tăng bình quân 14,4% dự báo LNTT năm 2026-2027

HSC nâng dự báo do KQKD vượt kỳ vọng và cập nhật kế hoạch mới của BLĐ. Những điều chỉnh chính bao gồm: (1) nâng giả định tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm nhờ tỷ lệ giữ lại cải thiện; (2) nâng giả định lợi suất đầu tư nhờ mặt bằng lãi suất tiền gửi tăng và (3) hạ dự báo tỷ lệ kết hợp bình quân theo kế hoạch mới cập nhật của BLĐ. Tổng cộng, chúng tôi tăng 10% dự báo LNTT năm 2025 và tăng bình quân 14,4% dự báo LNTT cho năm 2026-2027. Chúng tôi hiện dự báo LNTT sẽ tăng trưởng 13,7%/năm trong năm 2026-2027 sau một năm 2025 mạnh mẽ.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu đã tăng 41% trong 3 tháng qua, nhờ KQKD khả quan trong Q3/2025, tâm lý tích cực trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tăng và kỳ vọng về thỏa thuận thoái vốn của PVN, có thời hạn đến cuối năm 2025. PVI đang giao dịch với P/B và P/E trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 2,4 lần và 15,2 lần, cao hơn khoảng 4 lần so với bình quân dài hạn lần lượt ở mức 1,4 lần và 10,7 lần.

Chúng tôi tăng 11,4% giá mục tiêu lên 76.300đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026; tuy nhiên, tại giá mục tiêu mới, rủi ro giảm giá là 13%, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng từ Tăng tỷ trọng.

Mặc dù nền tảng cơ bản vẫn vững chắc - với vị thế dẫn đầu thị trường bảo hiểm phi nhân thọ, năng lực cạnh tranh hàng đầu ở mảng bảo hiểm thương mại và hệ số ROE trung hạn cải thiện - chúng tôi tin rằng định giá hiện tại đã chạy trước đáng kể nền tảng cơ bản.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Phí BH gốc (tỷ đồng)	11,002	13,346	15,039	16,890	19,044
Lãi/lỗ góp HĐ BH (tỷ đồng)	935	843	1,368	1,531 ▲	1,796 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	956	843	1,228 ▲	1,417 ▲	1,610 ▲
EPS (đồng)	4,080	3,599	5,242 ▲	6,051 ▲	6,873 ▲
DPS (đồng)	3,000	3,200	3,150	3,600 ▲	3,587
BVPS (đồng)	33,167	33,445	35,476	37,855	41,058
P/E (lần)	21.4	24.3	16.7	14.5	12.7
Lợi suất cổ tức (%)	3.43	3.66	3.60	4.11	4.10
P/B (lần)	2.64	2.62	2.47	2.31	2.13
Tăng trưởng EPS (%)	14.4	(11.8)	45.7	15.4	13.6
ROAE (%)	12.4	10.8	15.2	16.5	17.4

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

Tiếp tục đà tăng trưởng trong năm 2026 nhưng tiềm năng tăng giá không còn nhiều

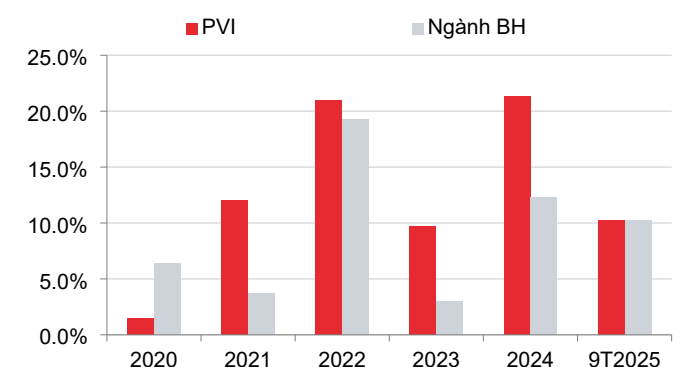
KQKD 9 tháng đầu năm 2025 mạnh mẽ với doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng vững chắc, nhờ tổng phí bảo hiểm tăng 37% so với cùng kỳ, tỷ lệ kết hợp cải thiện mạnh mẽ. Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo cho giai đoạn 2025–2027, tăng 10% dự báo LNTT cho năm 2025 và tăng bình quân 14,4% dự báo LNTT cho năm 2026–2027 sau khi nâng dự báo tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm, nâng dự báo lợi suất đầu tư và hạ giả định tỷ lệ kết hợp dài hạn. Mặc dù tỷ lệ kết hợp năm 2026 có thể trở lại bình thường vì không còn khoản hoàn nhập dự phòng, nhưng nền tảng cơ bản vẫn vững chắc với vị thế dẫn đầu thị trường và hệ số ROE trung hạn cải thiện. Tuy nhiên, định giá đã ở mức cao sau khi giá cổ phiếu tăng 41% trong 3 tháng qua. Chúng tôi tăng 11,4% giá mục tiêu lên 76.300đ nhưng hạ khuyến nghị cho PVI xuống Giảm tỷ trọng, tương đương rủi ro giảm giá 13%.

Phân tích năm 2025

PVI công bố KQKD 9 tháng đầu năm 2025 tăng trưởng mạnh mẽ, trong đó cả doanh thu và lợi nhuận đều tăng trưởng mạnh, vượt dự báo của chúng tôi ở các chỉ tiêu chính. Những thông tin chính bao gồm:

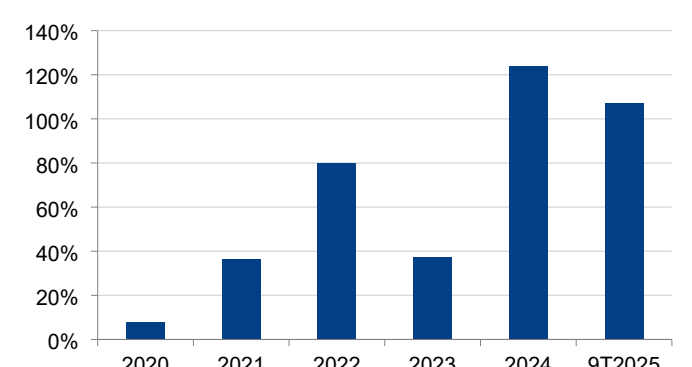
- **Tổng phí bảo hiểm tăng 37,4% so với cùng kỳ** nhờ doanh thu phí tái bảo hiểm tiếp tục tăng mạnh 107% so với cùng kỳ. Trong khi phí bảo hiểm gốc tăng 10,2% so với cùng kỳ, bằng với tăng trưởng của ngành. Doanh thu phí tái bảo hiểm vượt dự báo của chúng tôi nhưng phí bảo hiểm gốc không đạt kỳ vọng, có thể do nhu cầu sản phẩm thương mại toàn ngành suy yếu, tuy nhiên Công ty kỳ vọng phân khúc này sẽ cải thiện trong Q4/2025 khi nhiều dự án đầu tư công khởi công.
- **Tỷ lệ kết hợp cải thiện đáng kể** với tỷ lệ kết hợp trượt 12 tháng giảm xuống 91,8% vào Q3/2025 nhờ điều kiện thuận lợi và hoàn nhập dự phòng cho bão Yagi được ghi nhận trong năm ngoái. Theo PVI, hoàn nhập dự phòng đã giúp giảm 2,5 điểm phần trăm tỷ lệ kết hợp, tương đương khoảng 150 tỷ đồng hoàn nhập dự phòng, từ đó giúp LNTT tăng tương ứng. Cả tỷ lệ kết hợp trước khi hoàn nhập và giá trị hoàn nhập đều vượt dự báo của chúng tôi.
- **Tổng thu nhập đầu tư tăng 7,5% trong 9 tháng đầu năm 2025** nhờ tài sản đầu tư tăng hơn 20% so với cùng kỳ, nhờ doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ và tỷ lệ đòn bẩy tài chính gia tăng, giúp bù đắp tác động tiêu cực từ môi trường lãi suất thấp, vượt dự báo của chúng tôi.

Biểu đồ 57: Tăng trưởng tổng phí BH gốc, PVI & ngành BH
Tổng phí bảo hiểm gốc tăng trưởng sát với xu hướng của ngành trong 9 tháng đầu năm 2025...



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

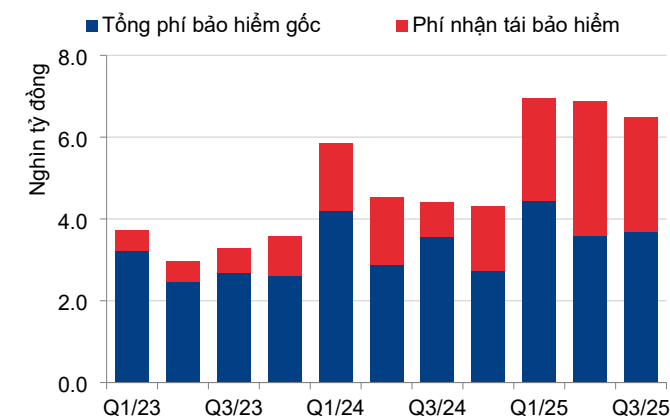
Biểu đồ 58: Tăng trưởng phí nhận tái BH, PVI
...trong khi phí nhận tái bảo hiểm tăng mạnh



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 59: Cơ cấu tổng phí bảo hiểm, PVI

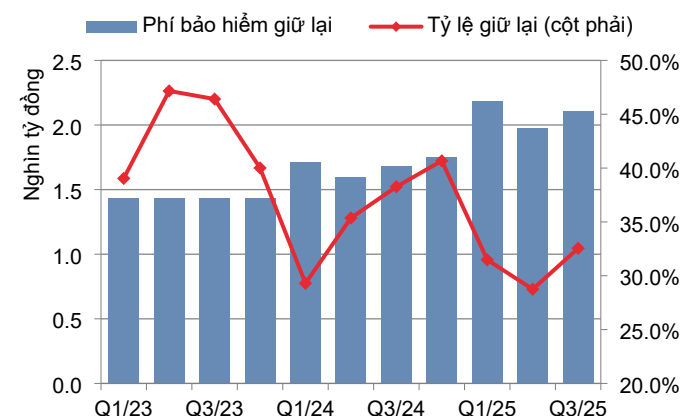
Tỷ trọng của phí nhận tái bảo hiểm tăng đáng kể...



Nguồn: PVI, HSC

Biểu đồ 60: Phí bảo hiểm giữ lại & tỷ lệ giữ lại, PVI

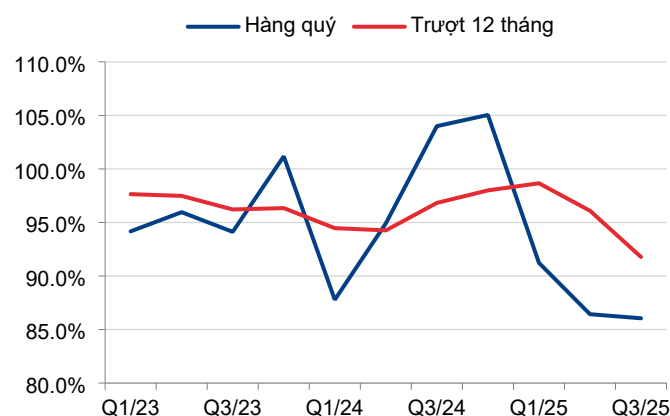
... nhưng tỷ lệ giữ lại thấp, khiến tỷ lệ giữ lại bình quân toàn danh mục giảm



Nguồn: PVI, HSC

Biểu đồ 61: Tỷ lệ kết hợp, PVI

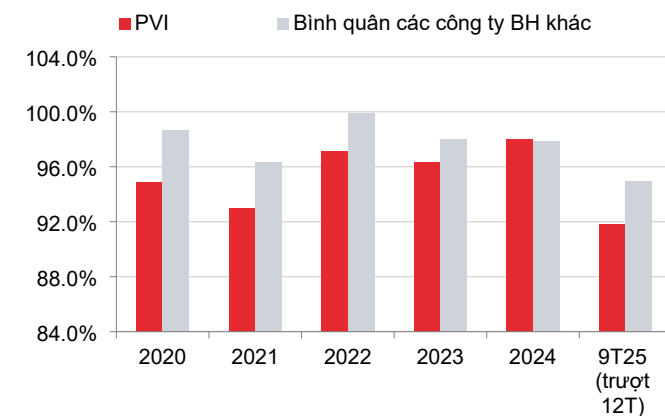
Tỷ lệ kết hợp cải thiện đáng kể trong 9 tháng đầu năm 2025



Nguồn: PVI, HSC

Biểu đồ 62: Tỷ lệ kết hợp, PVI & các công ty BH khác

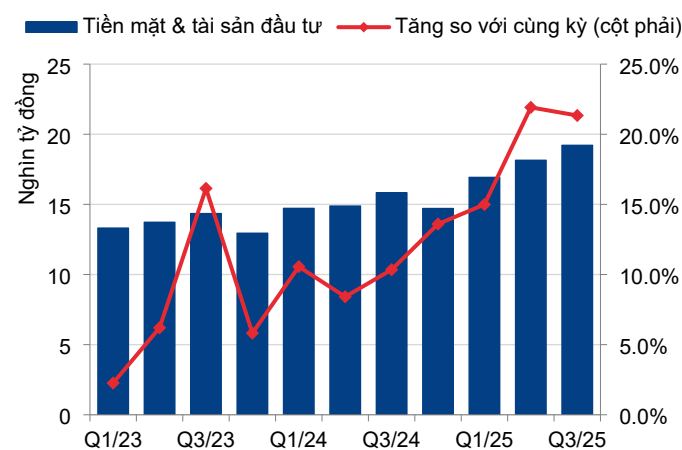
Tỷ lệ kết hợp của PVI liên tục vượt trội hơn so với bình quân các công ty bảo hiểm khác



Các công ty bảo hiểm khác bao gồm: ABI, AIC, BIC, BLI, BMI, MIG, PGI, PTI, PVI
Nguồn: PVI, HSC

Biểu đồ 63: Tiền mặt & tài sản đầu tư, PVI

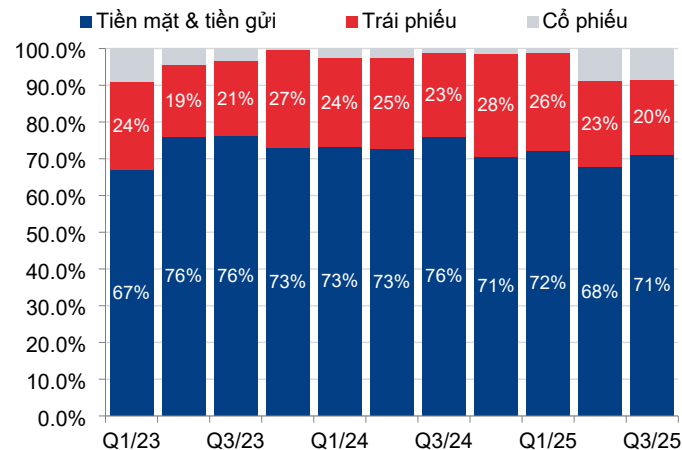
Tài sản đầu tư tăng mạnh hơn dự kiến



Nguồn: PVI, HSC

Biểu đồ 64: Phân bổ tài sản đầu tư, PVI

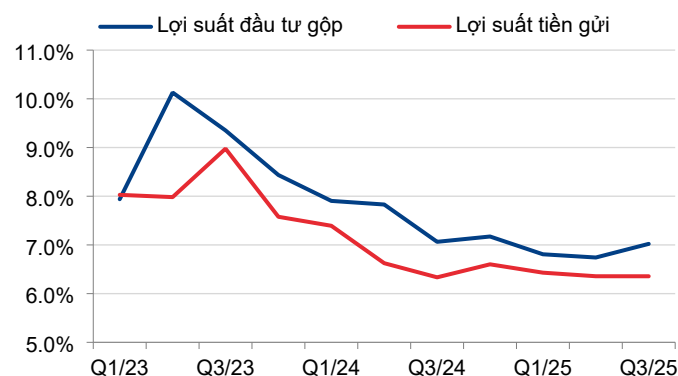
Tỷ trọng phân bổ vào cổ phiếu tăng



Nguồn: PVI, HSC

Biểu đồ 65: Lợi suất đầu tư gộp, PVI

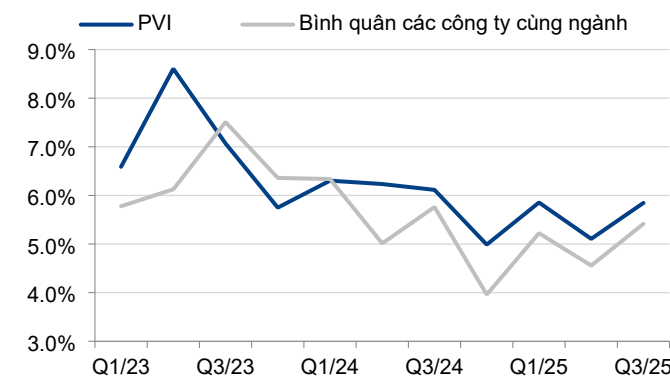
Lợi suất đầu tư gộp đã chạm đáy



Lợi suất gộp = Tổng doanh thu HĐ tài chính (trước chi phí quản lý) / Tiền mặt & tài sản đầu tư bình quân
Nguồn: PVI, HSC

Biểu đồ 66: Lợi suất đầu tư thuần, PVI

Lợi suất đầu tư thuần của PVI vượt trội hơn so với bình quân các công ty bảo hiểm khác



Lợi suất đầu tư thuần = Lợi nhuận hoạt động đầu tư / Tiền mặt & tài sản đầu tư bình quân
Nguồn: PVI, HSC

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận

HSC đã điều chỉnh dự báo dựa trên KQKD và kế hoạch mới cập nhật của BLD.

Trong Q4/2025, lợi nhuận được dự báo sẽ tăng trưởng chậm lại do ảnh hưởng của một số cơn bão và lũ lụt trong kỳ trong khi rất ít sự kiện diễn ra vào cùng kỳ năm trước Q4/2024.

Cho năm 2026-2027, các động lực tăng trưởng chính bao gồm doanh thu tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ và lợi suất đầu tư cải thiện. Tuy nhiên, tỷ lệ kết hợp có thể sẽ không thuận lợi như năm 2025 do không có hoàn nhập dự phòng. Chúng tôi cũng dự báo tổng phí bảo hiểm tăng trưởng vừa phải do mức nền tăng lên và quy mô vốn CSH hiện tại của Công ty hạn chế khả năng tiếp tục tăng trưởng nhanh. Tuy nhiên, doanh thu phí bảo hiểm sẽ giữ vững tốc độ tăng trưởng nhờ tỷ lệ giữ lại tăng nhẹ.

HSC nâng giả định tài sản đầu tư do chúng tôi kỳ vọng PVI sẽ duy trì tỷ lệ đòn bẩy hiện tại. Chúng tôi cũng nâng giả định lợi suất đầu tư do lợi suất có thể đã chạm đáy và lãi suất tiền gửi đang tăng lên. Ngoài ra, chúng tôi giảm 1 điểm phần trăm giả định tỷ lệ kết hợp dài hạn xuống 94% dựa trên kế hoạch mới cập nhật vì PVI đặt kế hoạch tỷ lệ này dao động trong khoảng 93%-95%.

Nhìn chung, chúng tôi tăng 10% dự báo LNTT năm 2025 và tăng bình quân 14,4% dự báo LNTT năm 2026-2027, tương đương tăng trưởng bình quân 13,7% trong giai đoạn 2025-2027.

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

Bảng 67: Giả định mảng HĐKD bảo hiểm, PVI

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm: nâng giả định tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm & hạ giả định tỷ lệ kết hợp

	2024	Dự báo cũ				Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F		2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tổng phí BH	40.7%	35.2%	17.3%	13.6%		39.9%	17.6%	16.1%
Điều chỉnh						4.7 điểm %	0.3 điểm %	2.5 điểm %
Tăng trưởng doanh thu phí BH	14.8%	19.1%	18.6%	14.7%		19.2%	21.5%	17.3%
Điều chỉnh						0.1 điểm %	2.9 điểm %	2.6 điểm %
Tỷ lệ bồi thường thuần	34.8%	37.1%	37.9%	38.6%		36.0%	38.0%	38.6%
Điều chỉnh						-1.1 điểm %	0.1 điểm %	0.0 điểm %
Tỷ lệ tổn thất thuần	44.8%	39.9%	42.0%	42.0%		41.4%	42.0%	42.0%
Điều chỉnh						1.5 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %
Tỷ lệ chi phí	53.3%	53.9%	53.0%	53.0%		51.3%	52.0%	52.0%
Điều chỉnh						-2.5 điểm %	-1.0 điểm %	-1.0 điểm %
Tỷ lệ kết hợp	98.1%	93.7%	95.0%	95.0%		92.7%	94.0%	94.0%
Điều chỉnh						-1.1 điểm %	-1.0 điểm %	-1.0 điểm %

Nguồn: HSC

Bảng 68: Các giả định đầu tư, PVI

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm: nâng giả định tài sản đầu tư & tăng giả định lợi suất đầu tư bình quân

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tiền mặt & tài sản đầu tư	14,719	18,927	19,722	21,077	18,960	21,483	24,109
Tăng trưởng		28.6%	4.2%	6.9%	28.8%	13.3%	12.2%
Điều chỉnh					0.2%	8.9%	14.4%
Phân bổ tài sản							
% tiền mặt & đầu tư	70.6%	67.4%	70.9%	72.9%	70.3%	72.6%	72.7%
% trái phiếu	28.0%	24.0%	22.7%	22.6%	21.1%	22.8%	22.7%
% cổ phiếu	1.4%	8.6%	6.4%	4.5%	8.6%	4.6%	4.5%
% khác	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh							
% tiền gửi					2.9 điểm %	1.7 điểm %	-0.2 điểm %
% trái phiếu					-2.9 điểm %	0.1 điểm %	0.2 điểm %
% cổ phiếu					0.0 điểm %	-1.8 điểm %	0.0 điểm %
% khác					0.0 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %
Lợi suất đầu tư gộp	8.0%	7.0%	7.1%	7.4%	7.3%	7.5%	7.5%
Điều chỉnh					22.2 điểm cơ bản	42.1 điểm cơ bản	9.8 điểm cơ bản

Nguồn: HSC

Bảng 69: Dự báo lợi nhuận, PVI

Chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 14,4% dự báo LNTT cho năm 2026-27

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tổng phí BH gốc	19,087	25,811	30,269	34,396	26,704	31,402	36,458
Tăng trưởng		35.2%	17.3%	13.6%	39.9%	17.6%	16.1%
Điều chỉnh					3.5%	3.7%	6.0%
Doanh thu thuần phí BH	6,450	7,680	9,112	10,447	7,684	9,336	10,949
Tăng trưởng		19.1%	18.6%	14.7%	19.1%	21.5%	17.3%
Điều chỉnh					0.0%	2.5%	4.8%
Tổng doanh thu mảng BH	7,540	8,964	10,607	12,146	9,063	10,887	12,750
Tăng trưởng		18.9%	18.3%	14.5%	20.2%	20.1%	17.1%
Điều chỉnh					1.1%	2.6%	5.0%
Chi phí bồi thường/lợi ích chi trả & dự phòng	2,881	3,063	3,827	4,388	3,178	3,921	4,599
Tăng trưởng		6.3%	24.9%	14.7%	10.3%	23.4%	17.3%
Điều chỉnh					3.7%	2.5%	4.8%
Chi phí BH khác	3,816	4,587	5,359	6,129	4,517	5,435	6,356
Tăng trưởng		20.2%	16.8%	14.4%	18.4%	20.3%	16.9%
Điều chỉnh					-1.5%	1.4%	3.7%
Lợi nhuận gộp mảng BH	843	1,314	1,421	1,630	1,368	1,531	1,796
Tăng trưởng		55.9%	8.2%	14.7%	62.3%	11.9%	17.3%
Điều chỉnh					4.1%	7.7%	10.2%
Chi phí BH&QL	714	833	966	1,107	805	971	1,139
Tăng trưởng		16.7%	16.0%	14.7%	12.8%	20.6%	17.3%
Điều chỉnh					-3.4%	0.5%	2.8%
Lợi nhuận mảng BH sau chi phí BH&QL	129	481	456	522	563	560	657
Tăng trưởng		271.8%	-5.2%	14.7%	335.3%	-0.5%	17.3%
Điều chỉnh					17.1%	22.9%	25.8%
Thu nhập thuần từ đầu tư	872	909	1,079	1,197	965	1,223	1,376
Tăng trưởng		4.2%	18.8%	10.9%	10.6%	26.8%	12.5%
Điều chỉnh					6.2%	13.3%	14.9%
LNTT	1,118	1,466	1,605	1,824	1,615	1,834	2,087
Tăng trưởng		31.2%	9.5%	13.6%	44.5%	13.6%	13.8%
Điều chỉnh					10.2%	14.3%	14.5%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 11,4% giá mục tiêu lên 76.300đ/cp sau khi nâng dự báo lợi nhuận và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026. Tuy nhiên, rủi ro giảm giá tại giá mục tiêu mới là 13%, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng từ Tăng tỷ trọng. Mặc dù nền tảng cơ bản của PVI vẫn vững chắc – duy trì vị thế dẫn đầu thị trường bảo hiểm phi nhân thọ, lợi thế cạnh tranh tốt trong mảng thương mại và hệ số ROE cải thiện trong trung hạn – định giá của cổ phiếu có vẻ đang chạy trước nền tảng cơ bản. Sau khi giá cổ phiếu tăng 41% trong 3 tháng qua nhờ KQKD khả quan trong Q3/2025, tâm lý lạc quan về lãi suất và kỳ vọng PVN thoái vốn, PVI đang giao dịch với P/B và P/E trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 2,4 lần và 15,2 lần, cao hơn khoảng 4 lần so với bình quân quá khứ - mức định giá quá cao.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 11,4% giá mục tiêu lên 76.300đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 từ giữa năm 2026. Tuy nhiên, tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, rủi ro giảm giá là 13%, do đó chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng từ Tăng tỷ trọng.

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về triển vọng cơ bản của PVI. Công ty vẫn là đơn vị dẫn đầu thị trường bảo hiểm phi nhân thọ trong nước với lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ ở phân khúc sản phẩm thương mại và cơ hội mở rộng sang thị trường tái bảo hiểm quốc tế. Hệ số ROE của PVI được kỳ vọng sẽ tiếp tục cải thiện trong trung hạn nhờ doanh thu phí bảo hiểm thuần tăng trưởng tương đối so với vốn CSH hiện tại. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng định giá hiện đang chạy trước nền tảng cơ bản.

Định giá của chúng tôi như sau:

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, giữ nguyên
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giả định chung của HSC, giữ nguyên
Beta	0.85	Giữ nguyên
Chi phí vốn CSH	11.4%	Giữ nguyên

Nguồn: HSC

Bảng 71: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, PVI

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
Lợi nhuận thuần	1,213	1,400	1,591	1,819	2,036	2,239	2,453	2,674	2,901	3,133
Chi phí vốn CSH	-896	-950	-1,014	-1,100	-1,199	-1,307	-1,485	-1,681	-1,896	-2,132
Lợi nhuận thặng dư	317	450	576	719	837	933	968	993	1,005	1,001
Giá trị dài hạn										11,293
Hệ số chiết khấu đến cuối 2026			89.7%	80.5%	72.3%	64.8%	58.2%	52.2%	46.9%	42.0%
Giá trị hiện tại đến cuối 2026			517	579	605	605	563	518	471	5,169
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ 2027		9,027								
Giá trị sổ sách cuối 2026		8,867								
Giá trị vốn CSH cuối 2026		17,894								
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		234								
Giá mục tiêu cuối 2026		76,300								

Nguồn: HSC

Bảng 72: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, PVI

Đồng/cổ phiếu		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.75%	104,400	95,300	87,400	80,600	74,600
	8.25%	96,600	88,500	81,600	75,500	70,100
	8.75%	89,700	82,600	76,300	70,900	66,000
	9.25%	83,600	77,200	71,700	66,700	62,300
	9.75%	78,100	72,400	67,400	63,000	59,000

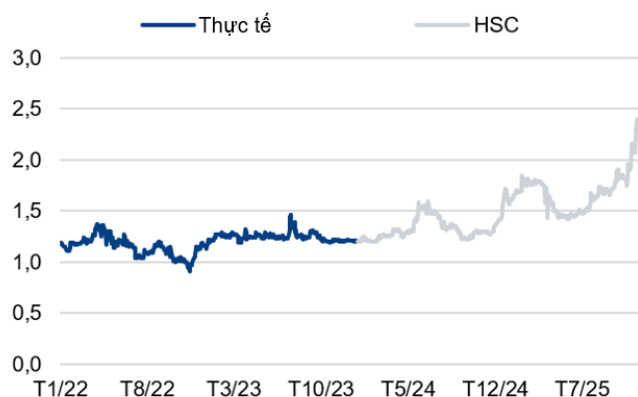
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 41% trong 3 tháng qua, diễn biến vượt trội đáng kể so với chỉ số VN-Index, nhờ KQKD khả quan trong Q3/2025, tâm lý lạc quan trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tăng và kỳ vọng về thỏa thuận thoái vốn của PVN, dự kiến hoàn tất vào cuối năm 2025, PVI đang giao dịch với P/B và P/E trượt dự phóng 1 năm khá cao, lần lượt ở mức 2,4 lần và 15,2 lần - cao hơn khoảng 4 lần so với bình quân quá khứ lần lượt ở mức 1,4 lần và 10,7 lần. Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại là khá cao.

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

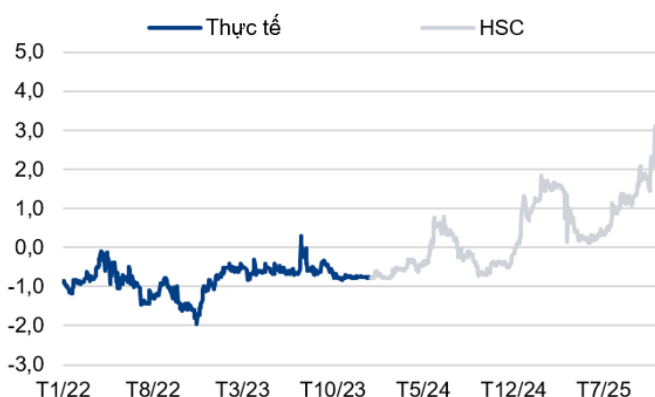
PVI đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 2,4 lần...



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

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

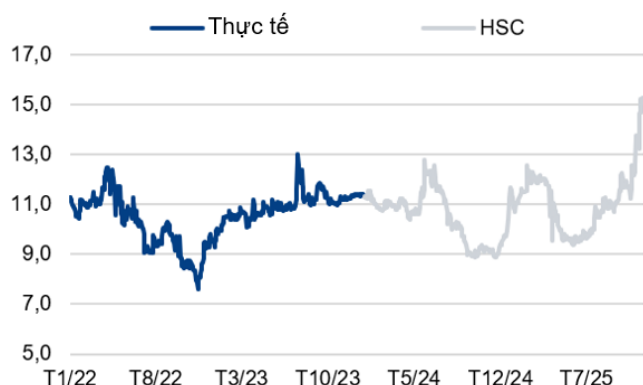
...cao hơn 4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ là 1,4 lần



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 75: P/E trượt dự phóng 1 năm, PVI

PVI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,2 lần...



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 76: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/E bình quân, PVI

...cao hơn 4,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ (10,7 lần)



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKĐK (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Phí bảo hiểm gốc	11,002	13,346	15,039	16,890	19,044
Phí nhận tái BH	2,564	5,741	11,665	14,512	17,414
Tăng/giảm dự phòng phí chưa được hưởng	(812)	(2,168)	(4,610)	(3,345)	(3,025)
Doanh thu phí BH	12,754	16,920	22,094	28,057	33,434
Phí nhượng tái BH	(7,139)	(10,470)	(14,410)	(18,721)	(22,485)
Doanh thu phí BH thuần	5,614	6,450	7,684	9,336	10,949
Doanh thu khác	900	1,090	1,379	1,551	1,801
Doanh thu thuần HĐ BH	6,514	7,540	9,063	10,887	12,750
Chi bồi thường bảo hiểm và dự phòng	(2,409)	(2,881)	(3,178)	(3,921)	(4,599)
Chi b.thường BH và chi trả đ.hạn khác (ròng)	(3,170)	(3,816)	(4,517)	(5,435)	(6,356)
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)	(7,695)	(9,356)	(10,954)
Lãi/lỗ gộp HĐ BH	935	843	1,368	1,531	1,796
Chi phí quản lý	(728)	(714)	(805)	(971)	(1,139)
Lợi nhuận HĐ tài chính	932	875	923	1,148	1,301
LN trong Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	105	114	129	126	130
LNTT	1,245	1,118	1,615	1,834	2,087
Chi phí thuế TNDN	(240)	(238)	(345)	(367)	(417)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(49.0)	(36.6)	(41.7)	(50.0)	(60.0)
Lợi nhuận thuần	956	843	1,228	1,417	1,610
EPS (đồng)	4,080	3,599	5,242	6,051	6,873
DPS (đồng)	3,000	3,200	3,150	3,600	3,587
BVPS (đồng)	33,167	33,445	35,476	37,855	41,058
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	12.7	12.3	12.8
Tăng trưởng doanh thu phí BH thuần (%)	12.0	14.9	19.1	21.5	17.3
Tăng/giảm phí bồi thường và dự phòng (%)	5.78	19.6	10.3	23.4	17.3
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ tài chính (%)	32.7	(6.20)	5.53	24.4	13.3
Tăng trưởng LNTT (%)	12.5	(10.2)	44.5	13.6	13.8
Tăng trưởng lợi nhuận thuần (%)	14.4	(11.8)	45.7	15.4	13.6
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	3.12	18.0	39.1	18.2	16.1
Định giá					
P/E (lần)	21.4	24.3	16.7	14.5	12.7
P/B (lần)	2.64	2.62	2.47	2.31	2.13
Lợi suất cổ tức (%)	3.43	3.66	3.60	4.11	4.10

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	801	1,884	2,188
Đầu tư ngắn hạn	7,875	9,642	12,867	13,170	16,101
Phải thu ngắn hạn	2,256	2,643	4,273	5,024	5,833
Hàng tồn kho	1.48	2.98	0.90	0.90	0.90
Tài sản tài BH	9,783	12,405	18,587	23,240	28,024
Tài sản ngắn hạn khác	674	818	1,228	1,350	1,568
Tổng tài sản ngắn hạn	21,467	25,900	37,757	44,670	53,714
Phải thu dài hạn	31.5	35.3	53.4	62.8	72.9
Tài sản cố định	1,139	1,083	1,025	993	961
Đầu tư vào Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn khác	4,204	4,688	5,291	6,428	5,820
Tài sản dài hạn khác	101	89.4	107	126	146
Tổng tài sản dài hạn	5,475	5,896	6,476	7,609	6,999
Tổng tài sản	26,942	31,795	44,234	52,279	60,714
Nợ phải trả và VCSH					
Phải trả người bán	3,634	4,785	7,592	9,099	10,647
Phải trả người lao động	422	306	427	502	583
Phải trả hợp đồng repo	0	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	29.9	30.7	53.4	62.8	72.9
Nợ ngắn hạn	0	200	1,666	1,666	1,666
Phải trả ngắn hạn khác	86.0	110	160	188	219
Nợ ngắn hạn khác	298	262	427	502	583
Tổng nợ ngắn hạn	4,470	5,693	10,327	12,021	13,771
Dự phòng nghiệp vụ BH	14,228	17,801	25,068	30,808	36,682
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	146	108	160	188	219
Tổng nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả	18,843	23,601	35,554	43,018	50,672
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	639	688	744
Lợi nhuận giữ lại	1,174	1,200	1,612	2,120	2,814
Vốn chủ sở hữu	7,769	7,834	8,310	8,867	9,617
Lợi ích cổ đông thiểu số	330	360	369	394	424
Tổng vốn chủ sở hữu	8,099	8,194	8,679	9,261	10,042
Tổng nợ phải trả và VCSH	26,942	31,795	44,234	52,279	60,714
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	3.60	2.87	3.23	2.94	2.85
ROAE (%)	12.4	10.8	15.2	16.5	17.4
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	73.5	88.9	60.1	59.5	52.2
Chỉ số an toàn vốn					
VCSH/Tài sản (%)	28.8	24.6	18.8	17.0	15.8
Tài sản BQ/VCSH BQ (x)	3.45	3.76	4.71	5.62	6.11
Chỉ số HKĐK bảo hiểm					
Tỷ lệ tái bảo hiểm (%)	56.0	61.9	65.2	66.7	67.3
Tỷ lệ bảo hiểm giữ lại (%)	44.0	38.1	34.8	33.3	32.7
Tỷ lệ bồi thường (%)	37.0	38.2	35.1	36.0	36.1
Tỷ lệ chi phí (%)	59.8	60.1	58.7	58.8	58.8
Tỷ lệ hỗn hợp (%)	96.8	98.3	93.8	94.9	94.8

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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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