

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

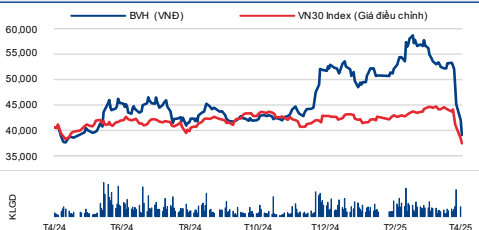
Giá mục tiêu: VNĐ56,300 (từ VNĐ58,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 44.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (9/4/2025)	39,100
Mã Bloomberg	BVH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	37,618-58,700
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	40,550
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	29,025
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,112
Slg CP lưu hành (tr.đv)	742
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	364
Slg CP NN được mua (tr.đv)	166
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	26.6%
Tỷ lệ freefloat	10.0%
Cổ đông lớn	Bộ Tài Chính (65.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(31.0)	(20.2)	(3.69)
So với chỉ số	(18.0)	(10.5)	4.40
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,244	3,118	4.1
2026F	3,907	3,920	(0.3)
2027F	4,668	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thanh Tùng, CFA

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

Phạm Liên Hà, CFA

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

Phản ứng thái quá; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào sau khi giá cổ phiếu sụt giảm mạnh gần đây do thị trường phản ứng tương đối thái quá đối với chính sách thuế quan của ông Trump. Chúng tôi giảm 3% giá mục tiêu xuống 56.300đ do tác động từ việc nâng giá định chi phí vốn CSH lớn hơn tác động từ việc nâng dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi tăng bình quân 2% dự báo LNTT năm 2025-2026. Theo dự báo mới – bao gồm dự báo lần đầu cho năm 2027 – LNTT tăng trưởng 18-20%/năm trong 3 năm tới, với kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm cải thiện và đã bao gồm rủi ro thuế quan.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm tổng cộng 31% trong 1 tháng qua, BVH đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,19 lần, thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,84 lần – định giá tương đối hấp dẫn.

Sự kiện: Giá cổ phiếu sụt giảm mạnh

Giá cổ phiếu BVH đã sụt giảm mạnh 31% trong 1 tháng qua, một phần do hoạt động chốt lãi nhưng chủ yếu do tâm lý tiêu cực của thị trường do những lo ngại về chính sách thuế quan của ông Trump. Chúng tôi đánh giá rủi ro của BVH đối với sự kiện này không lớn như đối với nền kinh tế chung và định giá hiện tại của Công ty là rất hấp dẫn nhờ triển vọng gần như còn nguyên vẹn.

Tác động: Tăng bình quân 2% dự báo LNTT năm 2025-2026

Theo chúng tôi, chính sách thuế quan của ông Trump sẽ tác động gián tiếp đến BVH, chủ yếu do nhu cầu suy yếu nếu tăng trưởng nền kinh tế giảm tốc, đồng thời mặt bằng lãi suất có thể duy trì ở mức thấp trong thời gian dài để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng rủi ro đối với BVH có thể được giảm thiểu nhờ tệp khách hàng tốt cùng những điều chỉnh chủ động đối với danh mục đầu tư của Công ty. Ngoài ra, HSC vẫn duy trì quan điểm tăng trưởng lợi nhuận của BVH vẫn được củng cố nhờ tỷ lệ chi phí dự phòng tiếp tục giảm xuống. Trên thực tế, tốc độ cải thiện trong Q4/2024 thậm chí còn vượt kỳ vọng của chúng tôi.

HSC điều chỉnh dự báo để phản ánh những rủi ro này, cũng như phản ánh sự cải thiện ở tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm. Nhìn chung, HSC tăng bình quân 2% dự báo LNTT năm 2025-2026; đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027. Theo đó, LNTT tăng trưởng trung bình 19% trong 3 năm tiếp tục nhờ tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm cải thiện. Lưu ý rằng HSC là CTK duy nhất đưa ra dự báo cho BVH.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 31% trong 1 tháng qua do điều kiện thị trường kém thuận lợi, BVH đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm thấp kỷ lục là 1,19 lần, thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,84 lần. Theo chúng tôi, tác động của chính sách thuế quan đối với Công ty thấp hơn bình quân thị trường, do đó chúng tôi tin rằng thị trường đang phản ứng thái quá đối với cổ phiếu BVH.

Từ đó, HSC nâng khuyến nghị từ Tăng tỷ trọng lên Mua vào và giảm 3% giá mục tiêu xuống 56.300đ sau khi nâng giá định chi phí vốn CSH. Trên cơ sở lợi nhuận dự báo tăng trưởng mạnh mẽ lần lượt 18% và 20% trong năm 2025 và 2026, cổ phiếu BVH vẫn là một lựa chọn đầu tư hấp dẫn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 10/4.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Phí BH gốc (nghìn tỷ đồng)	42.6	42.6	45.1	49.7	55.1
Lãi/lỗ gộp HĐ BH (nghìn tỷ đồng)	(2.54)	(0.97)	(0.43) ▲	(0.60) ▲	(0.51)
Lợi nhuận thuần (nghìn tỷ đồng)	1.78	2.11	2.46	2.96	3.54
EPS (đồng)	2,404	2,843	3,310	3,987	4,763
DPS (đồng)	952	1,000	1,300 ▲	1,622	1,954
BVPS (đồng)	28,749	30,434	32,378	34,663	37,377
P/E (lần)	16.3	13.8	11.8	9.81	8.21
Lợi suất cổ tức (%)	2.43	2.56	3.32	4.15	5.00
P/B (lần)	1.36	1.28	1.21	1.13	1.05
Tăng trưởng EPS (%)	15.1	18.3	16.4	20.4	19.5
ROAE (%)	8.55	9.61	10.5	11.9	13.2

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

Cơ hội tốt trong bối cảnh nhiều bất ổn

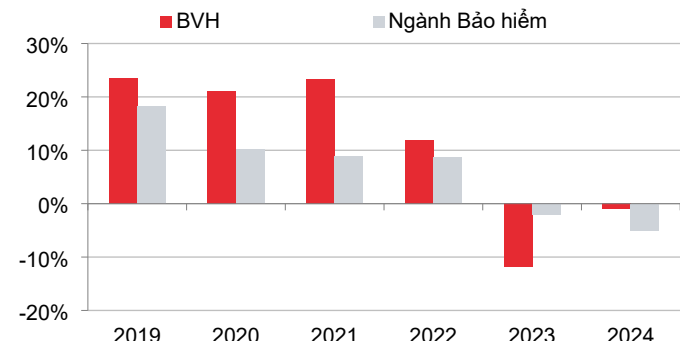
Theo chúng tôi, BVH không phải đối mặt với rủi ro trực tiếp liên quan đến chính sách thuế quan. Chúng tôi cũng tin rằng những rủi ro này có thể kiểm soát nhờ nền khách hàng vững chắc và khả năng quản lý danh mục đầu tư chủ động để ứng phó với mặt bằng lãi suất thấp. HSC đã bao gồm những rủi ro này trong dự báo mới. Tuy nhiên, do tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm cải thiện nhanh hơn kỳ vọng, chúng tôi tăng bình quân 2% dự báo LNTT năm 2025-2026. Cùng dự báo lần đầu cho năm 2027, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 19% trong 3 năm tới. HSC hạ giá mục tiêu xuống 56.300đ (sau khi điều chỉnh giả định định giá) nhưng nâng khuyến nghị lên Mua vào sau đợt bán tháo gần đây của thị trường vì chúng tôi tin rằng cổ phiếu BVH là một cơ hội đầu tư hấp dẫn trong giai đoạn thị trường bất ổn hiện nay.

Ảnh hưởng của chính sách thuế quan thấp hơn so với bình quân thị trường

BVH không phải đối mặt với rủi ro trực tiếp liên quan đến chính sách thuế quan nhờ tệp khách hàng chủ yếu (nếu không muốn nói là toàn bộ) là nội địa. Tuy nhiên, Công ty có thể chịu ảnh hưởng gián tiếp do nền kinh tế chung suy yếu làm giảm nhu cầu đối với các sản phẩm bảo hiểm, vốn thường bị cắt giảm trong giai đoạn suy thoái kinh tế. Do đó, chính sách thuế quan ảnh hưởng lên BVH nhẹ hơn so với bình quân thị trường.

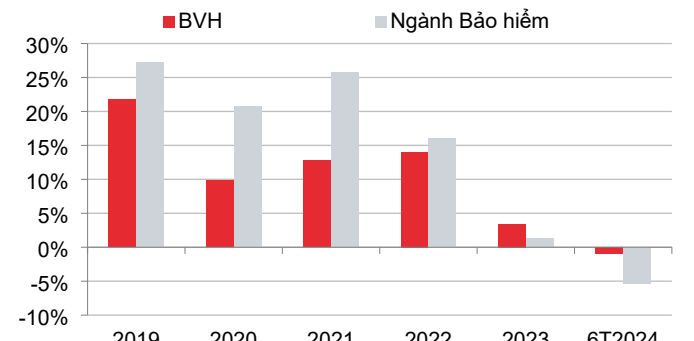
Tính bền vững của doanh thu: BVH có khả năng duy trì doanh thu ổn định trong quá khứ, đặc biệt là trong những giai đoạn khó khăn như cuộc khủng hoảng bảo hiểm nhân thọ và giai đoạn suy thoái kinh tế gần đây vào năm 2023 và nửa đầu năm 2024 (Mời xem Bảng 1-2). Ngoài ra, luận điểm đầu tư của chúng tôi đối với BVH tập trung nhiều hơn vào sự cải thiện của tỷ lệ chi phí dự phòng thay vì tăng trưởng doanh thu.

Bảng 1: Tăng trưởng tổng phí bảo hiểm, BVH và ngành BH
BVH có tổng phí bảo hiểm...



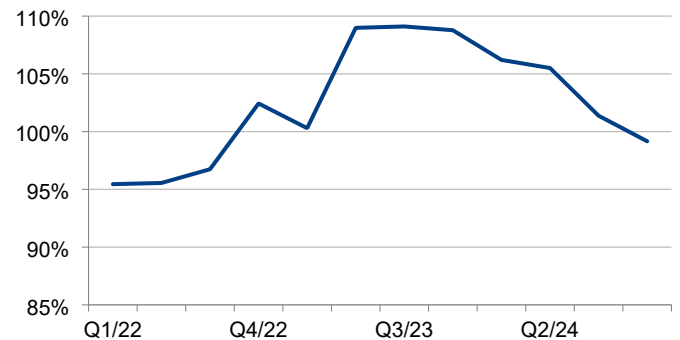
Nguồn: IAV, HSC

Bảng 2: Tăng trưởng doanh thu phí tái tục, BVH và ngành BH
... và doanh thu phí tái tục ổn định hơn



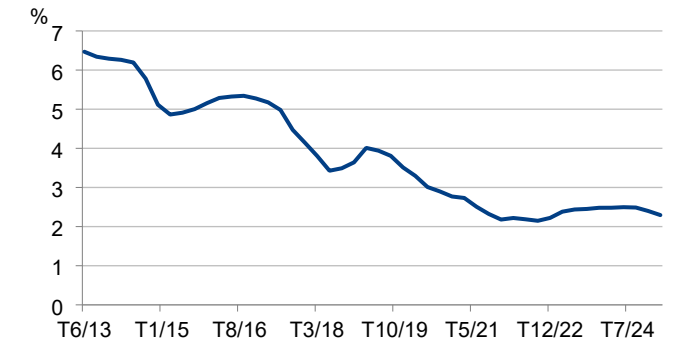
Nguồn: IAV, HSC

Bảng 3: Tỷ lệ chi phí giá vốn mảng BH nhân thọ, BVH
Tỷ lệ chi phí giá vốn bảo hiểm nhân thọ có xu hướng giảm rõ rệt



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

Bảng 4: Ước tính lãi suất kỹ thuật tối đa, BVH
Lãi suất kỹ thuật tối đa vẫn dao động quanh mức đây

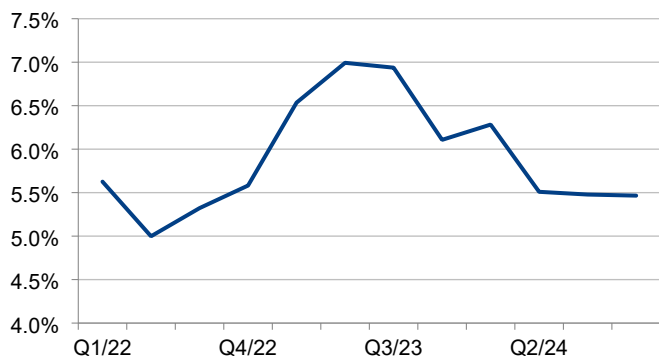


Nguồn: HSC

Lãi suất kỹ thuật & dự phòng ổn định: HSC tin rằng sự thay đổi của lãi suất cũng đóng vai trò quan trọng đối với chi phí dự phòng. Mặt bằng lãi suất sụt giảm trong vài năm qua, đặc biệt là lãi suất TPCP, đã góp phần làm gia tăng chi phí dự phòng của BVH. Hiện tại, ngay cả khi mặt bằng lãi suất tiếp tục ở mức thấp, chúng tôi tin rằng lãi suất kỹ thuật đã chạm đáy ở mức khoảng 2,15-2,35% và không còn dư địa giảm. Tỷ lệ chi phí bảo hiểm (tổng chi phí đền bù & dự phòng chia cho phí bảo hiểm nhân thọ) sụt giảm so với quý trước phản ánh cho thấy tác động này. Chúng tôi cho rằng lãi suất không tiếp tục sụt giảm sẽ tác động tích cực lên chi phí dự phòng của BVH trong khi lãi suất tăng lên sẽ tác động tích cực tới lợi nhuận của Công ty.

Biểu đồ 5: Lợi suất đầu tư, BVH

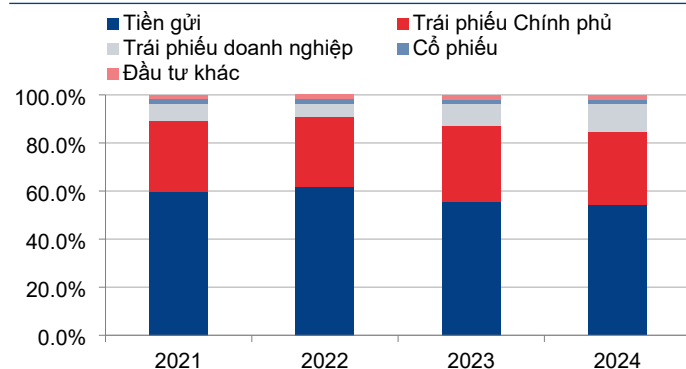
Lợi suất đầu tư có thể đã chạm đáy



Nguồn: BVH, HSC

Biểu đồ 6: Phân bổ tài sản đầu tư, BVH

Theo thời gian, tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp đã tăng lên



Nguồn: BVH, HSC

Mặt bằng lãi suất tiếp tục ở mức thấp ảnh hưởng đến thu nhập đầu tư - một rủi ro đã được tính đến: Môi trường lãi suất thấp hiện nay có thể sẽ tiếp tục kéo dài để hỗ trợ nền kinh tế sau những bất ổn liên quan đến chính sách thuế quan. Điều này có thể tác động tiêu cực đến thu nhập đầu tư của BVH. Để giảm thiểu rủi ro này, BVH đang phân bổ lại danh mục đầu tư một cách chiến lược, nâng tỷ trọng TPDN có lợi suất cao hơn đồng thời giảm tỷ trọng các tài sản có lợi suất thấp hơn như tiền gửi ngân hàng và TPCP (Bảng 5-6).

Dự báo mới: Điều chỉnh giả định và định giá

Mời xem thông tin chi tiết về dự báo lợi nhuận của chúng tôi trong Báo cáo cập nhật: [Chu kỳ cải thiện hệ số ROE bắt đầu; khuyến nghị Tăng tỷ trọng](#) và KQKD năm 2024 trong Báo cáo nhanh: [LNTT Q4 tăng 25,4% với lợi nhuận HĐKD cốt lõi vững chắc](#).

HSC điều chỉnh giả định để phản ánh rủi ro về chính sách thuế quan, xu hướng lãi suất gần đây và tình hình mảng bảo hiểm nhân thọ của BVH trong Q4/2024. Những điều chỉnh chính bao gồm: (1) nâng dự báo tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm do tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm nhân thọ cải thiện nhanh hơn dự báo của chúng tôi; (2) hạ giả định lợi suất đầu tư do mặt bằng lãi suất tiếp tục thấp và (3) hạ dự báo tổng phí bảo hiểm do triển vọng nhu cầu kém tích cực hơn dự báo, như đã phân tích ở trên.

Do đó, HSC tăng 4,1% dự báo LNTT năm 2025 nhưng giữ nguyên dự báo cho năm 2026 do tác động tích cực nhờ tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm cải thiện bù trừ với tác động tiêu cực do thu nhập đầu tư & doanh thu sụt giảm. Trong dài hạn, tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm cải thiện sẽ hỗ trợ BVH, đồng thời tác động tích cực đến định giá của Công ty. Cùng với dự báo lần đầu cho năm 2027, lợi nhuận của BVH sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 19%.

HSC tóm tắt giả định & dự báo chính trong Bảng 7-10.

Bảng 7: Giả định mảng bảo hiểm nhân thọ, BVH

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

	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
	2024F	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tổng phí BH gốc	1.4%	7.1%	9.3%	-1.0%	5.8%	10.8%	11.6%
Điều chỉnh	-	-	-	-0.4 điểm %	-1.3 điểm %	1.6 điểm %	-
Tỷ lệ chi phí giá vốn mảng BH	105.0%	104.0%	104.0%	103.0%	101.4%	101.0%	100.0%
Điều chỉnh	-	-	-	-2.0 điểm %	-2.6 điểm %	-3.0 điểm %	-
Tỷ lệ bồi thường	46.7%	50.2%	51.2%	46.8%	50.4%	51.3%	51.0%
Điều chỉnh	-	-	-	+0.1 điểm %	0.2 điểm %	0.1 điểm %	-

Ghi chú: Tỷ lệ chi phí giá vốn mảng bảo hiểm = (Chi phí bồi thường + chi phí dự phòng) / Tổng phí bảo hiểm.
Nguồn: HSC

Bảng 8: Giả định mảng bảo hiểm phi nhân thọ, BVH

Điều chỉnh quan trọng là nâng dự báo tăng trưởng mảng bảo hiểm phi nhân thọ nhưng đồng thời tăng giả định tỷ lệ tổn thất thuần

	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
	2024F	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tổng phí BH gốc	4.6%	5.9%	8.8%	2.8%	6.3%	8.5%	8.4%
Điều chỉnh	-	-	-	-1.8 điểm %	0.4 điểm %	-0.3 điểm %	-
Tăng trưởng doanh thu phí BH	2.8%	5.3%	6.8%	1.7%	6.6%	5.6%	7.5%
Điều chỉnh	-	-	-	-1.1 điểm %	1.3 điểm %	-1.2 điểm %	-
Tỷ lệ tổn thất thuần	46.6%	47.9%	48.5%	49.6%	48.5%	48.5%	48.5%
Điều chỉnh	-	-	-	+3.0 điểm %	0.6 điểm %	0.0 điểm %	-
Tỷ lệ bồi thường thuần	49.6%	46.9%	44.6%	50.7%	47.0%	44.5%	44.7%
Điều chỉnh	-	-	-	+1.1 điểm %	0.1 điểm %	-0.1 điểm %	-

Nguồn: HSC

Bảng 9: Các giả định đầu tư, BVH

Điều chỉnh chính là hạ giả định lợi suất đầu tư

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
	2024F	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền mặt & tài sản đầu tư	222,679	243,315	265,676	230,123	249,288	270,054	292,777
Tăng trưởng	11.5%	9.3%	9.2%	15.2%	8.3%	8.3%	8.4%
Điều chỉnh	-	-	-	3.3%	2.5%	1.6%	-
Phân bổ tài sản đầu tư							
% tiền gửi	51.0%	51.0%	56.0%	54.8%	52.1%	51.9%	51.9%
% trái phiếu	45.0%	45.0%	40.0%	41.5%	44.2%	44.2%	44.1%
% cổ phiếu	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
% khác	2.0%	2.0%	2.0%	1.8%	1.8%	2.0%	2.0%
Điều chỉnh							
% tiền gửi	-	-	-	3.8 điểm %	1.1 điểm %	-4.1 điểm %	-
% trái phiếu	-	-	-	-3.5 điểm %	-0.8 điểm %	4.2 điểm %	-
% cổ phiếu	-	-	-	0.0 điểm %	0.0 điểm %	0.0 điểm %	-
% khác	-	-	-	-0.2 điểm %	-0.2 điểm %	0.0 điểm %	-
Lợi suất đầu tư	5.7%	5.7%	6.1%	5.7%	5.5%	5.8%	5.8%
Điều chỉnh	-	-	-	0.0 điểm cơ bản	-20.2 điểm cơ bản	-36.5 điểm cơ bản	-

Nguồn: HSC

Bảng 10: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, BVH

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm nâng dự báo lợi nhuận gộp mảng bảo hiểm và hạ giả định thu nhập từ đầu tư

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
	2024F	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2027F
Phí bảo hiểm nhân thọ	32,948	35,288	38,553	32,160	34,010	37,691	42,057
Tăng trưởng	1.4%	7.1%	9.3%	-1.0%	5.8%	10.8%	11.6%
Điều chỉnh				-2.4%	-3.6%	-2.2%	
Phí bảo hiểm phi nhân thọ và tái bảo hiểm	10,602	11,238	12,241	10,650	11,321	12,279	13,312
Tăng trưởng	2.3%	6.0%	8.9%	2.8%	6.3%	8.5%	8.4%
Điều chỉnh				0.5%	0.7%	0.3%	
Tổng doanh thu phí bảo hiểm	39,990	42,703	46,355	39,126	41,431	45,526	50,479
Tăng trưởng	1.6%	6.8%	8.6%	-0.6%	5.9%	9.9%	10.9%
Điều chỉnh				-2.2%	-3.0%	-1.8%	
Tổng doanh thu mảng bảo hiểm	40,753	43,542	47,264	39,823	42,255	46,420	51,448
Tăng trưởng	1.7%	6.8%	8.5%	-0.6%	6.1%	9.9%	10.8%
Điều chỉnh				-2.2%	-3.0%	-1.8%	
Chi phí bồi thường/lợi ích chi trả & dự phòng	-38,008	-40,390	-44,089	-36,713	-38,233	-42,020	-46,311
Tăng trưởng	-1.4%	6.3%	9.2%	-4.7%	4.1%	9.9%	10.2%
Điều chỉnh				-3.4%	-5.3%	-4.7%	
Chi phí bảo hiểm khác	-4,353	-4,676	-5,194	-4,079	-4,449	-4,997	-5,648
Tăng trưởng	6.7%	7.4%	11.1%	0.0%	9.1%	12.3%	13.0%
Điều chỉnh				-6.3%	-4.9%	-3.8%	
Lợi nhuận gộp mảng bảo hiểm	-1,608	-1,524	-2,019	-969	-427	-597	-511
Tăng trưởng	36.7%	5.2%	-32.5%	61.8%	55.9%	-39.8%	14.5%
Điều chỉnh				39.7%	72.0%	70.4%	
Thu nhập từ đầu tư	12,043	13,243	15,631	12,193	13,141	15,002	16,440
Tăng trưởng	-7.9%	10.0%	18.0%	-6.7%	7.8%	14.2%	9.6%
Điều chỉnh				1.3%	-0.8%	-4.0%	
Chi phí BH&QL	-6,539	-7,110	-8,039	-7,071	-7,830	-8,468	-9,180
Tăng trưởng	7.9%	8.7%	13.1%	16.6%	10.7%	8.1%	8.4%
Điều chỉnh				8.1%	10.1%	5.3%	
LNTT	2,486	3,016	3,792	2,663	3,138	3,779	4,515
Tăng trưởng	11.2%	21.3%	25.7%	19.1%	17.8%	20.4%	19.5%
Điều chỉnh				7.1%	4.1%	-0.3%	

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào sau khi giá cổ phiếu bị bán tháo gần đây nhưng chúng tôi giảm 3,3% giá mục tiêu xuống 56.300đ (tiềm năng tăng giá 44%) sau khi nâng giả định chi phí CSH. Chúng tôi đánh giá BVH là một cơ hội đầu tư hấp dẫn trong giai đoạn thị trường bất ổn nhờ HĐKD mạnh mẽ và ổn định, triển vọng cải thiện, danh mục đầu tư được quản lý chủ động cùng định giá hấp dẫn. Sau khi giá cổ phiếu giảm 31% trong 1 tháng qua, BVH đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,19 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 1,84 lần. Cùng mức tăng trưởng lợi nhuận được dự báo đạt lần lượt 18% và 20% trong năm 2025 và 2026, chúng tôi đánh giá cổ phiếu BVH là một khoản đầu tư hấp dẫn.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) sau khi cổ phiếu bị bán tháo gần đây. Tuy nhiên, chúng tôi giảm 3,3% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư xuống 56.300đ sau khi nâng giả định chi phí CSH. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 44%. Chúng tôi tin rằng cổ phiếu BVH hiện là một cơ hội đầu tư hấp dẫn trong giai đoạn thị trường bất ổn nhờ HĐKD mạnh mẽ & ổn định, triển vọng cải thiện, danh mục đầu tư được quản lý chủ động cùng định giá hấp dẫn.

Đối với giả định định giá, chúng tôi tăng 1,2 điểm phần trăm giả định chi phí CSH sau khi nâng giả định beta lên 0,9 từ 0,75 trước đó (dựa trên số liệu beta hàng tuần trong 2 năm qua của Bloomberg). Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên các giả định khác.

Bảng 11: Giả định chi phí vốn CSH, BVH

HSC điều chỉnh tăng giả định chi phí vốn CSH do biến động giá cổ phiếu tăng lên

Chi phí vốn CSH	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Giả định chung của HSC, không đổi
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%	Giả định chung của HSC, không đổi
Beta	0.9	Tăng từ mức 0,75 do cổ phiếu biến động mạnh hơn trong thời gian gần đây, theo Bloomberg
Chi phí vốn CSH	10.8%	Tăng 1,2 điểm %

Nguồn: HSC

Bảng 12: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, BVH

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	2,408	2,900	3,465	4,392	5,122	5,487	5,829	6,139	6,410
Chi phí vốn CSH	-2,429	-2,584	-2,766	-2,983	-3,269	-3,583	-3,884	-4,178	-4,458
Lợi nhuận thặng dư	-20	317	699	1,410	1,853	1,904	1,945	1,961	1,952
Giá trị dài hạn									24,077
Hệ số chiết khấu đến cuối 2025		90.3%	81.5%	73.6%	66.5%	60.0%	54.2%	48.9%	44.2%
Giá trị hiện tại đến cuối 2025		286	570	1,038	1,232	1,143	1,054	960	11,500
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ 2026	17,782								
Giá trị sổ sách cuối năm 2025	24,035								
Giá trị của vốn CSH cuối năm 2025	41,817								
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	742								
Giá mục tiêu cuối năm 2025	56,300								

Nguồn: HSC

Bảng 13: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, BVH

Đồng	Lãi suất phi rủi ro					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	6.5%	78,800	71,500	65,300	60,000	55,400
	7.0%	72,200	65,900	60,500	55,800	51,800
	7.5%	66,500	61,000	56,300	52,100	48,500
	8.0%	61,500	56,700	52,500	48,800	45,600
	8.5%	57,200	52,900	49,200	45,900	42,900

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 31% trong 1 tháng qua, BVH đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm hấp dẫn là 1,19 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân quá khứ ở mức 1,84 lần. Cùng mức tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ lần lượt 18% và 20% trong năm 2025 và 2026, chúng tôi cho rằng cổ phiếu BVH là một cơ hội đầu tư hấp dẫn.

Biểu đồ 14: P/B trượt dự phóng 1 năm, BVH

BVH đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,19 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 15: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, BVH

...thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 1,84 lần



Nguồn: Bloomberg, 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	45.1	49.7	55.1
Phí nhận tái BH	0.21	0.22	0.22	0.23	0.24
Tăng/giảm dự phòng phí chưa được hưởng	(0.19)	(0.14)	(0.23)	(0.40)	(0.49)
Doanh thu phí BH	42.7	42.7	45.1	49.6	54.9
Phí nhượng tái BH	(3.32)	(3.54)	(3.67)	(4.04)	(4.40)
Doanh thu phí BH thuần	39.3	39.1	41.4	45.5	50.5
Doanh thu khác	0.74	0.70	0.82	0.89	0.97
Doanh thu thuần HĐ BH	40.1	39.8	42.3	46.4	51.4
Chi bồi thường bảo hiểm và dự phòng	(38.5)	(36.7)	(38.2)	(42.0)	(46.3)
Chi b.thường BH và chi trả đ.hạn khác (ròng)	(4.08)	(4.08)	(4.45)	(5.00)	(5.65)
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)	(42.7)	(47.0)	(52.0)
Lãi/lỗ gộp HĐ BH	(2.54)	(0.97)	(0.43)	(0.60)	(0.51)
Chi phí quản lý	(6.06)	(7.07)	(7.83)	(8.47)	(9.18)
Lợi nhuận HĐ tài chính	10.7	10.6	11.3	12.7	14.1
LN trong Cty LD, LK	0.10	0.09	0.09	0.09	0.09
Lợi nhuận khác	0.02	0.04	0.03	0.03	0.03
LNTT	2.24	2.66	3.14	3.78	4.51
Chi phí thuế TNDN	(0.38)	(0.47)	(0.56)	(0.68)	(0.81)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.08)	(0.08)	(0.12)	(0.14)	(0.17)
Lợi nhuận thuần	1.78	2.11	2.46	2.96	3.54
EPS (đồng)	2,404	2,843	3,310	3,987	4,763
DPS (đồng)	952	1,000	1,300	1,622	1,954
BVPS (đồng)	28,749	30,434	32,378	34,663	37,377
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)	5.91	10.3	10.8
Tăng trưởng doanh thu phí BH thuần (%)	(1.41)	(0.55)	5.89	9.88	10.9
Tăng/giảm phí bồi thường và dự phòng (%)	6.61	(4.74)	4.14	9.90	10.2
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ tài chính (%)	32.6	(1.33)	6.68	12.8	10.7
Tăng trưởng LNTT (%)	11.3	19.1	17.8	20.4	19.5
Tăng trưởng lợi nhuận thuần (%)	15.1	18.3	16.4	20.4	19.5
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	9.64	13.7	7.83	8.35	8.47
Định giá					
P/E (lần)	16.3	13.8	11.8	9.81	8.21
P/B (lần)	1.36	1.28	1.21	1.13	1.05
Lợi suất cổ tức (%)	2.43	2.56	3.32	4.15	5.00

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	4.78	1.46	4.53	5.00	5.54
Đầu tư ngắn hạn	102	104	106	118	128
Phải thu ngắn hạn	12.3	11.5	11.5	12.7	14.1
Hàng tồn kho	0.11	0.10	0.10	0.10	0.10
Tài sản tái BH	3.00	3.56	4.13	4.76	5.43
Tài sản ngắn hạn khác	0.66	0.67	0.68	0.70	0.78
Tổng tài sản ngắn hạn	122	121	127	141	154
Phải thu dài hạn	0.08	0.07	0.09	0.10	0.11
Tài sản cố định	2.24	2.13	2.09	2.09	2.09
Đầu tư vào Cty LD, LK	2.84	2.88	2.88	2.88	2.88
Đầu tư dài hạn khác	93.4	125	138	147	160
Tài sản dài hạn khác	0.18	0.22	0.18	0.20	0.22
Tổng tài sản dài hạn	98.7	130	144	153	165
Tổng tài sản	221	251	271	294	318
Nợ phải trả và VCSH					
Phải trả người bán	2.55	2.46	2.52	2.77	3.05
Phải trả người lao động	1.46	1.70	1.54	1.70	1.88
Phải trả hợp đồng repo	21.9	32.1	32.1	32.1	32.1
Doanh thu chưa thực hiện	0.49	0.64	0.50	0.50	0.55
Nợ ngắn hạn	3.37	2.91	2.91	2.91	2.91
Phải trả ngắn hạn khác	0.47	0.40	0.54	0.75	0.83
Nợ ngắn hạn khác	0.54	0.61	0.68	0.85	0.94
Tổng nợ ngắn hạn	30.8	40.8	40.8	41.6	42.3
Dự phòng nghiệp vụ BH	168	187	205	225	247
Nợ dài hạn	0.00	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0.29	0.31	0.32	0.35	0.39
Tổng nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả	199	228	246	267	290
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	4.74	5.77	7.02
Lợi nhuận giữ lại	3.55	4.01	4.56	5.23	6.00
Vốn chủ sở hữu	21.3	22.6	24.0	25.7	27.7
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.92	0.97	1.04	1.11	1.19
Tổng vốn chủ sở hữu	22.3	23.6	25.1	26.8	28.9
Tổng nợ phải trả và VCSH	221	251	271	294	318

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	0.94	1.05	1.16
ROAE (%)	8.55	9.61	10.5	11.9	13.2
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	39.6	35.2	39.3	40.7	41.0
Chỉ số an toàn vốn					
VCSH/Tài sản (%)	9.65	8.99	8.87	8.76	8.71
Tài sản BQ/VCSH BQ (x)	10.1	10.8	11.2	11.3	11.4
Chỉ số HKKD bảo hiểm					
Tỷ lệ tái bảo hiểm (%)	7.77	8.30	8.14	8.15	8.02
Tỷ lệ bảo hiểm giữ lại (%)	92.2	91.7	91.9	91.8	92.0
Tỷ lệ bồi thường (%)	96.2	92.2	90.5	90.5	90.0
Tỷ lệ chi phí (%)	25.3	28.0	29.1	29.0	28.8
Tỷ lệ hỗn hợp (%)	121	120	120	120	119

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

Tuyên bố miễn trách

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

TRỤ SỞ CHÍNH

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

CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

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