

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

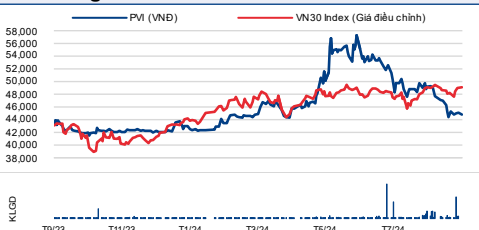
Giá mục tiêu: VNĐ59,100 (từ VNĐ66,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 31.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/9/2024)	44,800
Mã Bloomberg	PVI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	41,495-57,267
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	45,067
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	10,483
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	426
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	57.3%
Tỷ lệ freefloat	9.56%
Cổ đông lớn	HDI và bên liên quan (53.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(8.93)	(21.8)	0.66
So với chỉ số	(8.93)	(21.8)	(8.75)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	3,694	4,286	(13.8)
2025F	4,528	4,360	3.9
2026F	5,036	4,613	9.2

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thanh Tùng, CFA

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

Phạm Liên Hà, CFA

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

Duy trì quan điểm về triển vọng tích cực & rủi ro đã phản ánh; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với PVI lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh gần đây. Tuy nhiên, chúng tôi giảm 10,7% giá mục tiêu xuống 59.100đ (tiềm năng tăng giá 32%) chủ yếu sau khi nâng giả định chi phí vốn CSH.
- HSC tăng bình quân 1,2% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 ngay cả khi giảm 12,8% dự báo lợi nhuận năm 2024 do ảnh hưởng của bão Yagi. Chúng tôi giữ nguyên quan điểm về triển vọng tích cực trong dài hạn của PVI.
- Giá cổ phiếu điều chỉnh gần đây nhiều khả năng do biến động thị trường & tâm lý tiêu cực của NĐT thay vì những sự thay đổi mang tính cấu trúc về nền tảng cơ bản của Công ty. HSC tin rằng sự điều chỉnh này sẽ đem lại cơ hội mua vào cho NĐT PVI ở mức giá hấp dẫn hơn.

Sự kiện: Phân tích tác động của bão Yagi và triển vọng

Bão Yagi đã gây thiệt hại nghiêm trọng cho miền Bắc Việt Nam với thiệt hại kinh tế ước tính gần 50 nghìn tỷ đồng. Các phương tiện truyền thông tràn ngập những bài cáo tiêu cực về ước tính bồi thường của các công ty bảo hiểm phi nhân thọ, từ đó làm gia tăng những lo ngại cho NĐT. Tuy nhiên, sau khi phân tích số liệu quá khứ và thảo luận về tình hình này với BLĐ, HSC tin rằng tác động tiêu cực tới PVI không lớn như số liệu trên truyền thông. Ngoài ra, tác động dự kiến sẽ chỉ trong ngắn hạn và không ảnh hưởng tới triển vọng dài hạn của PVI.

Tác động: Giảm 12,8% dự báo lợi nhuận năm 2024 và tăng bình quân 7,9% dự báo năm 2025-2026

HSC giảm 12,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 xuống 865 tỷ đồng sau khi nâng giả định tỷ lệ kết hợp do ảnh hưởng của bão Yagi và các cơ bảo khác có khả năng ảnh hưởng tới Việt Nam trong nửa cuối năm 2024. Tuy nhiên, dựa trên xu hướng giúp KQKD 6 tháng đầu năm 2024 tốt hơn dự báo, HSC tăng bình quân 7,9% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 nhờ mảng bảo hiểm và thu nhập đầu tư cải thiện.

Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần ước tính giảm 9,4% so với cùng kỳ trong năm 2024 sau đó tăng trưởng lần lượt 22,6% và 11,2% trong năm 2025-2026. Chúng tôi dự báo hệ số ROE của PVI sẽ tăng lên 14% trong năm 2026. Lưu ý rằng HSC là công ty chứng khoán duy nhất cập nhật dự báo cho PVI.

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị đối với PVI lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh gần đây. Tuy nhiên, chúng tôi giảm 10,7% giá mục tiêu xuống 59.100đ chủ yếu sau khi nâng giả định chi phí vốn CSH.

Giá cổ phiếu PVI giảm 22% trong 3 tháng qua nhiều khả năng là do biến động chung của thị trường và tâm lý tiêu cực do bão Yagi, không phải vì triển vọng trung & dài hạn suy yếu. Chúng tôi nhận thấy đợt điều chỉnh này là cơ hội tốt để NĐT mua cổ phiếu với định giá hấp dẫn hơn. PVI hiện đang giao dịch sát bình quân quá khứ nhưng có hệ số ROE cao hơn đáng kể. Ngoài ra, cổ phiếu đang có mức lợi suất cổ tức hấp dẫn hơn 6,5% tại thị giá hiện tại.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 24/9.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Phí BH gốc (tỷ đồng)	10,032	11,002	12,798	14,505	16,382 ▲
Lãi/lỗ gộp HĐ BH (tỷ đồng)	804	935	976 ▼	1,186	1,319
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	834	956	876 ▼	1,073 ▲	1,194 ▲
EPS (đồng)	3,562	4,080	3,739 ▼	4,583 ▲	5,097 ▲
DPS (đồng)	3,300	3,000	3,200	2,955 ▼	3,622 ▲
BVPS (đồng)	32,458	33,167	33,522	35,095	36,508
P/E (lần)	12.6	11.0	12.0	9.78	8.79
Lợi suất cổ tức (%)	7.37	6.70	7.14	6.60	8.09
P/B (lần)	1.38	1.35	1.34	1.28	1.23
Tăng trưởng EPS (%)	0.58	14.5	(8.35)	22.6	11.2
ROAE (%)	11.0	12.4	11.2	13.4	14.2

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

Triển vọng trung và dài hạn không thay đổi sau bão Yagi

Dựa trên số liệu quá khứ và thông lệ phòng ngừa rủi ro, tác động của bão Yagi lên PVI nhiều khả năng không nghiêm trọng như báo cáo sơ bộ. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn thận trọng nâng dự báo tỷ lệ tổn thất để phản ánh tác động này cùng những rủi ro liên quan đến các cơn bão tiềm ẩn sắp tới, từ đó dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 điều chỉnh giảm 12,8%. Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng dài hạn và tăng bình quân 7,9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026. HSC nâng khuyến nghị đối với PVI lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu mới giảm 10,7% xuống 59.100đ sau khi nâng giá định chỉ phí vốn CSH, chứ không phải vì có sự thay đổi trong nền tảng cơ bản của PVI.

Tác động của bão Yagi lên PVI: Nhiều khả năng không tiêu cực như báo cáo ban đầu

Bão, bao gồm bão Yagi, đã gây ra thiệt hại đáng kể về tài sản, ảnh hưởng đến nhà cửa, cơ sở sản xuất và phương tiện. Các công ty bảo hiểm phi nhân thọ tập trung nhiều vào những lĩnh vực này, như PVI, có khả năng phải đối mặt với những tác động tiêu cực rõ rệt hơn so với các công ty cùng ngành. Tính đến ngày 9/9/2024, PVI cho biết đã nhận được 210 yêu cầu bồi thường với tổng giá trị ước tính 320 tỷ đồng, tương đương 7% tổng giá trị bồi thường chi trả trong năm 2023. Chỉ hai ngày sau đó, con số này đã tăng mạnh lên 500 yêu cầu bồi thường, với giá trị ước tính tăng lên 2.000 tỷ đồng, từ đó gây ra mối lo ngại cho nhà đầu tư về ảnh hưởng của cơn bão này. Đáng chú ý, giá trị yêu cầu bồi thường tăng mạnh hơn đáng kể so với mức tăng của số lượng yêu cầu bồi thường, điều này cho thấy có sự xuất hiện của một số yêu cầu bồi thường lớn.

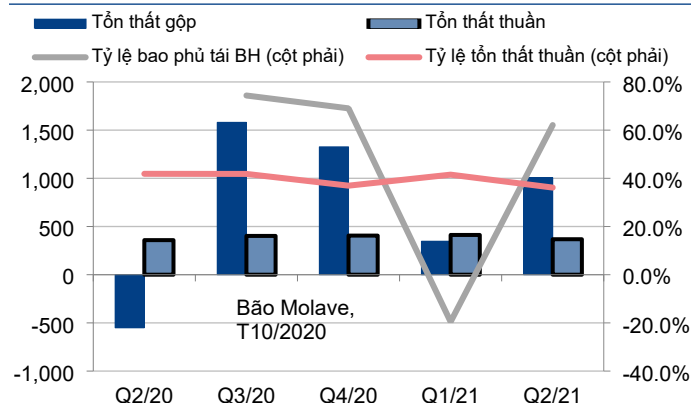
Tuy nhiên, sau khi thảo luận với BLĐ, chúng tôi hiểu rằng với những hợp đồng lớn, ước tính yêu cầu bồi thường bao gồm nghĩa vụ từ cả những công ty bảo hiểm khác tham gia vào thỏa thuận đồng bảo hiểm, thường chiếm 60-70% giá trị hợp đồng. Ngoài ra, đối với những hợp đồng bảo hiểm tài sản lớn, tỷ lệ giữ lại của một công ty bảo hiểm thường thấp, dao động khoảng 10-20%, với phần lớn rủi ro đã được chuyển sang cho các công ty tái bảo hiểm. Do đó, PVI có khả năng chỉ chịu trách nhiệm cho 3-8% tổng giá trị bồi thường được báo cáo. Do đó, mặc dù con số ban đầu là đáng báo động, nhưng tác động tài chính thực tế của bão Yagi lên PVI có thể ít nghiêm trọng hơn so với ban đầu.

PVI đã hoạt động thế nào sau bão Noru và Molave?

Bão Molave cấp 12 đã đổ bộ vào Việt Nam vào tháng 10/2020, ảnh hưởng đến tỉnh Quảng Nam & Quảng Ngãi (miền Trung Việt Nam), gây thiệt hại kinh tế 10 nghìn tỷ đồng. Bão Noru cũng cấp 12 đã đổ bộ vào Việt Nam vào tháng 9/2022, ảnh hưởng đến tỉnh Quảng Nam, Đà Nẵng & Thừa Thiên Huế, gây thiệt hại kinh tế 15 nghìn tỷ đồng. Mặc dù cả hai cơn bão này đều không có sức tàn phá mạnh mẽ như cơn bão Yagi cấp 14, gây thiệt hại kinh tế 50 nghìn tỷ đồng, nhưng những cơn bão này là những nghiên cứu điển hình có giá trị để phân tích tác động của bão đến PVI.

Biểu đồ 1: Tổn thất trước & sau bão Molave, PVI

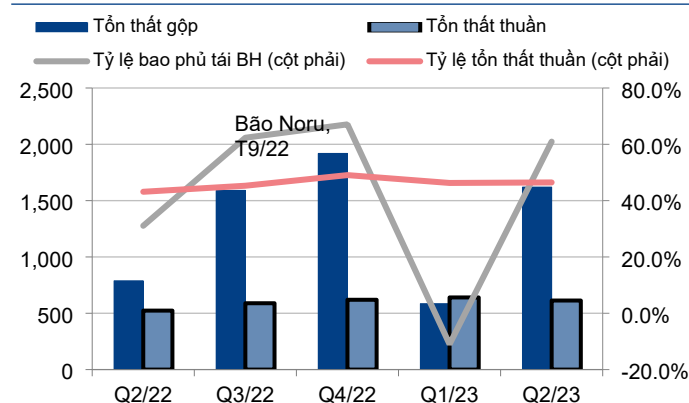
Tổn thất thuần duy trì ổn định sau bão Molave...



Nguồn: PVI, HSC ước tính

Biểu đồ 2: Tổn thất trước & sau bão Noru, PVI

...cũng như sau bão Noru

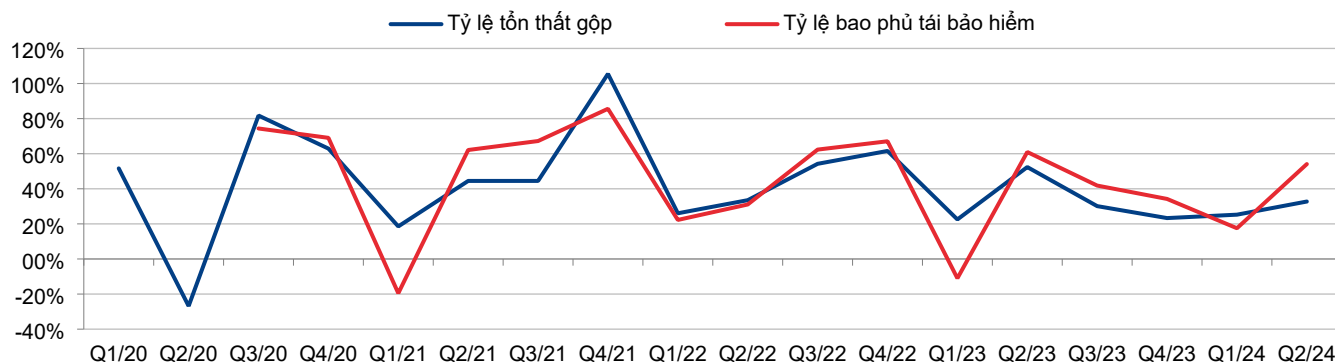


Nguồn: PVI, HSC ước tính

Dựa trên số liệu quá khứ, mặc dù tổn thất gộp tăng mạnh (giá trị yêu cầu bồi thường ước tính không bao gồm phần tham gia của các công ty đồng bảo hiểm khác), tỷ lệ tổn thất thuần vẫn ổn định sau cả 2 cơn bão kể trên, nhờ sự tăng lên đồng thời của tỷ lệ bao phủ tái bảo hiểm. Điều này phù hợp với bản chất HĐKD bảo hiểm phi nhân thọ liên quan đến các hợp đồng lớn như đã phân tích ở trên. Nhìn chung, bão Noru và bão Molave không làm gia tăng tỷ lệ tổn thất của PVI.

Biểu đồ 3: Mối tương quan giữa tổn thất gộp & thu hồi nhượng tái bảo hiểm, PVI

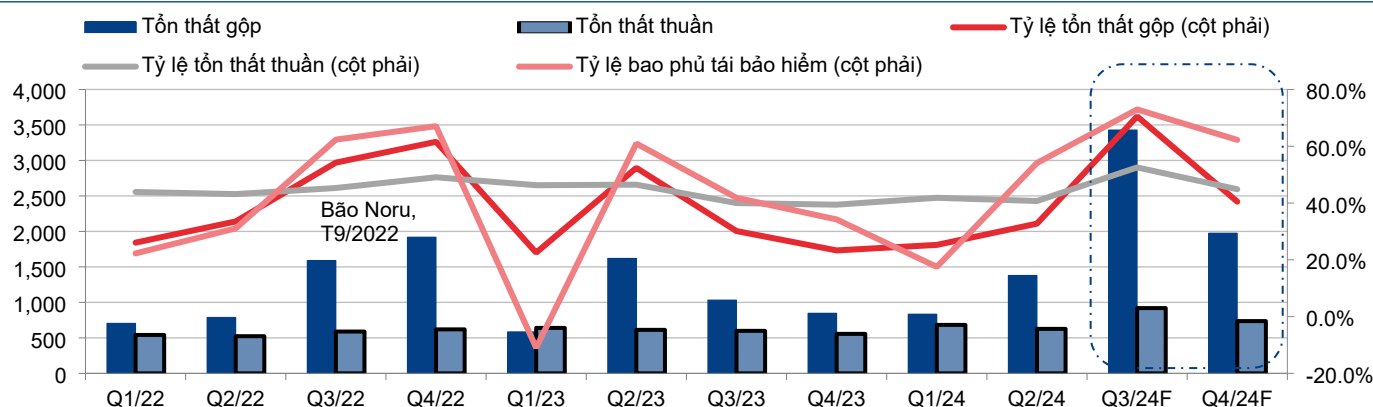
Liên hệ tương quan dương do bản chất của kinh doanh bảo hiểm phi nhân thọ



Nguồn: PVI, HSC ước tính

Biểu đồ 4: Dự báo tổn thất gộp & tổn thất thuần, PVI

HSC tăng dự báo tổn thất gộp & dự báo tổn thất thuần để phản ánh tác động của bão Yagi & mùa bão sắp tới



Nguồn: PVI, HSC ước tính

Nâng dự báo tổn thất gộp

Tuy nhiên, để thận trọng hơn, HSC đã nâng đáng kể dự báo tổn thất gộp lên lần lượt 3.400 tỷ đồng và 1.950 tỷ đồng, tương ứng với tỷ lệ tổn thất gộp (tổn thất gộp chia cho doanh thu phí bảo hiểm) trong Q3 và Q4/2024 lần lượt là 70% và 40%, để phản ánh tác động của bão Yagi và những cơn bão tiềm ẩn sắp tới. Những giả định này cao hơn đáng kể so với tổn thất gộp thực tế sau các cơn bão Noru & Molave. Những điều chỉnh này phản ánh cả mức độ nghiêm trọng hơn của bão Yagi và quy mô lớn hơn của PVI hiện tại.

Ngoài ra, HSC cũng đã nâng dự báo thu hồi nhượng tái bảo hiểm, từ đó giúp tỷ lệ tổn thất thuần chỉ tăng vừa phải. Tuy nhiên, sự điều chỉnh này là yếu tố chính khiến chúng tôi giảm 12,8% dự báo lợi nhuận năm 2024. Điều này phản ánh tác động tiềm ẩn của các sự kiện thời tiết cực đoan lên KQKD chung của PVI, mặc dù mức độ ảnh hưởng đã giảm nhẹ nhờ nhượng tái bảo hiểm.

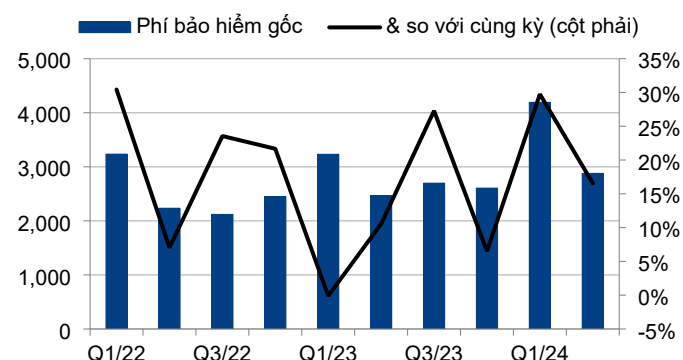
Triển vọng dài hạn: KQKD 6 tháng đầu năm 2024 củng cố quan điểm của chúng tôi

Nhìn chung, bão Yagi không làm thay đổi triển vọng dài hạn của PVI. Công ty có lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ ở các sản phẩm thương mại, bao gồm nền tảng vốn vững mạnh, xếp hạng tín nhiệm cao nhất tại Việt Nam và chuyên môn tốt về các sản phẩm kỹ thuật & tài sản phức tạp. Do đó, PVI đang nói rộng khoảng cách thị phần với các đối thủ cạnh tranh trong nước (Biểu đồ 5, 7 và 8). Ngoài ra, phí nhận tái bảo hiểm cũng đã tăng mạnh sau khi Công ty nhận được xếp hạng A- kể từ Q1/2023, từ đó nhận được nhiều hợp đồng tái bảo hiểm với điều khoản thuận lợi từ nước ngoài (Biểu đồ 6).

HSC tin rằng PVI đang có vị thế tốt để tăng trưởng bền vững trong dài hạn, minh chứng bởi kết quả kinh doanh tăng trưởng ổn định. Ngoài ra, các thảm họa tự nhiên như bão Yagi có thể sẽ giúp nâng cao nhận thức của công chúng về tầm quan trọng của bảo hiểm, từ đó giúp đẩy nhanh quá trình thâm nhập thị trường và mang lại lợi ích cho các công ty bảo hiểm trong dài hạn. Mặc dù chi phí tái bảo hiểm tăng lên có là rào cản, tuy nhiên các công ty bảo hiểm có khả năng chuyển những khoản chi phí này sang cho khách hàng, từ đó giúp giảm thiểu những tác động tài chính lên các công ty này.

Biểu đồ 5: Phí bảo hiểm gốc (tỷ đồng), PVI

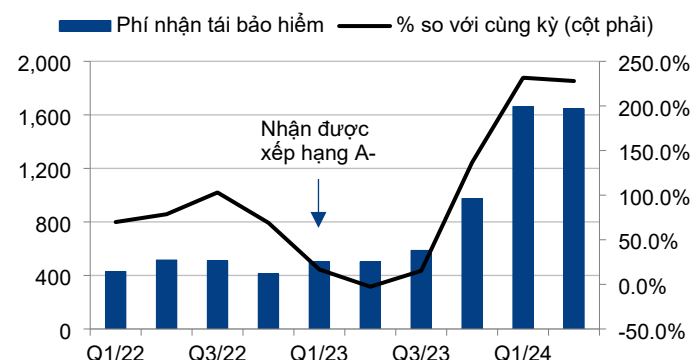
PVI đạt mức tăng trưởng 2 con số trong 6 tháng đầu năm 2024



Nguồn: PVI, HSC ước tính

Biểu đồ 6: Phí nhận tái bảo hiểm (tỷ đồng), PVI

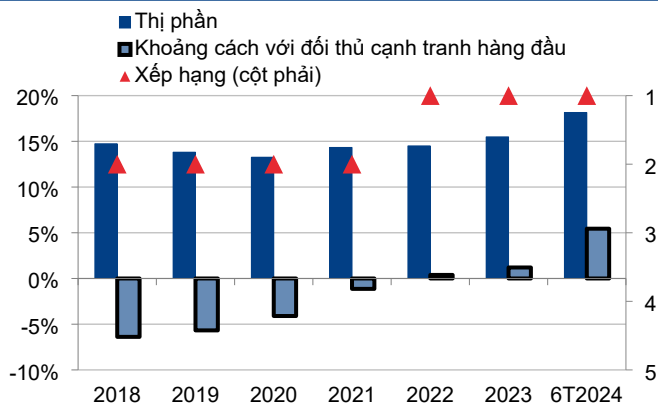
Phí nhận tái bảo hiểm tăng mạnh kể từ Q4/2024



Nguồn: PVI, HSC ước tính

Biểu đồ 7: Thị phần, PVI

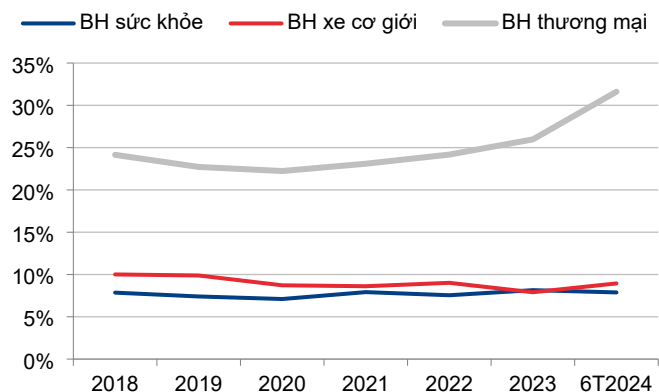
PVI đang mở rộng khoảng cách thị phần với các đối thủ cạnh tranh...



Nguồn: IAV, HSC

Biểu đồ 8: Thị phần theo sản phẩm, PVI

... chủ yếu nhờ nhóm sản phẩm bảo hiểm thương mại



Nguồn: IAV, HSC

Dự báo mới giai đoạn 2024-2026

HSC giảm 12,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 xuống 865 tỷ đồng sau khi nâng giả định tỷ lệ kết hợp do tác động của bão Yagi và rủi ro từ các cơn bão sắp tới. Tuy nhiên, dựa trên KQKD 6 tháng đầu năm 2024 tốt hơn dự báo, chúng tôi tăng bình quân 7,9% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 nhờ KQKD khởi sắc ở cả mảng bảo hiểm & thu nhập đầu tư. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần năm 2024 sẽ giảm 9,4% so với cùng kỳ, sau đó sẽ phục hồi mạnh mẽ lần lượt 22,6% và 11,2% trong năm 2025 và 2026. HSC dự báo hệ số ROE sẽ tăng lên 14% vào năm 2026 nhờ triển vọng tăng trưởng vững chắc của PVI trong những năm tới.

Điều chỉnh giả định và dự báo

Những điều chỉnh chính bao gồm:

- Nâng dự báo tăng trưởng phí bảo hiểm do tăng trưởng trong 6 tháng đầu năm 2024 cao hơn dự báo.
- Nâng giả định hệ số kết hợp cho năm 2024 do tác động của bão Yagi và mùa bão sắp tới. Trong dài hạn, HSC dự báo tỷ lệ kết hợp ổn định trong khoảng 95%, tương đương mức mục tiêu của PVI.
- Nâng giả định lợi suất đầu tư bình quân cho năm 2024 do lợi suất trái phiếu 6 tháng đầu năm 2024 cao hơn dự báo. Tuy nhiên, HSC điều chỉnh giảm giả định lợi suất đầu tư bình quân năm 2025 do lãi suất tiền gửi ngân hàng tăng chậm hơn dự báo.

Những điều chỉnh nhỏ khác được thực hiện dựa trên KQKD thực hiện trong 6 tháng đầu năm 2024.

Tổng hợp lại, HSC giảm 12,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 xuống 865 tỷ đồng, giảm 9,4% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, dự báo của chúng tôi vẫn cao hơn kế hoạch năm 2024 của BLĐ (giảm 13,2% so với cùng kỳ). Theo dự báo mới, HSC dự báo lợi nhuận gộp mảng bảo hiểm tăng trưởng 4,2% nhờ doanh thu thuần tăng trưởng mạnh. Tuy nhiên, điều này là chưa đủ để bù đắp cho thu nhập đầu tư giảm 17,0% do môi trường lãi suất thấp.

Ngược lại, chúng tôi tăng lần lượt 5,1% và 10,5% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, tương đương tăng trưởng lần lượt 22,6% và 11,2%, nhờ mảng bảo hiểm cải thiện và thu nhập đầu tư tăng lên (dòng thu nhập phí bảo hiểm tăng lên giúp tài sản quản lý tăng lên). HSC dự báo hệ số ROE đạt 14% vào năm 2026.

Bảng 9: Giả định mảng kinh doanh bảo hiểm, PVI

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm nâng dự báo tăng trưởng phí bảo hiểm & nâng giả định tỷ lệ kết hợp trong năm 2024

	2023	Dự báo cũ				Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F		2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng tổng phí BH gốc	14.0%	20.0%	12.0%	11.3%		43.0%	12.9%	11.9%
Điều chỉnh (điểm phần trăm)						23.0	0.9	0.7
Tăng trưởng doanh thu thuần phí BH	12.0%	14.9%	19.5%	13.4%		16.9%	19.7%	13.7%
Điều chỉnh (điểm phần trăm)						2.0	0.2	0.3
Tỷ lệ bồi thường thuần	36.5%	37.1%	41.0%	40.2%		35.1%	37.1%	38.3%
Điều chỉnh (điểm phần trăm)						-2.1	-3.8	-1.9
Tỷ lệ tổn thất thuần	42.9%	44.3%	43.5%	45.2%		45.2%	43.2%	42.8%
Điều chỉnh (điểm phần trăm)						0.9	-0.3	-2.4
Tỷ lệ chi phí	53.4%	49.5%	52.4%	51.1%		51.6%	52.7%	52.9%
Điều chỉnh (điểm phần trăm)						2.1	0.3	1.7
Tỷ lệ kết hợp	96.3%	93.8%	95.8%	96.3%		96.8%	95.8%	95.7%
Điều chỉnh (điểm phần trăm)						2.9	0.0	-0.6

Nguồn: HSC

Bảng 10: Các giả định đầu tư, PVI

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm nâng giả định tiền mặt & tài sản đầu tư, nâng giả định lợi suất bình quân năm 2024 nhưng hạ giả định lợi suất bình quân năm 2025

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tiền mặt & tài sản đầu tư	12,957	14,086	15,140	16,513	15,018	16,654	17,946
Tăng trưởng		8.7%	7.5%	9.07%	15.9%	10.9%	7.8%
Điều chỉnh					6.6%	10.0%	8.7%
Phân bổ tài sản đầu tư							
Tiền gửi	70.8%	67.0%	67.0%	67.0%	71.4%	67.0%	67.0%
Trái phiếu	28.9%	30.0%	30.0%	30.0%	26.0%	30.0%	30.0%
Vốn CSH	0.3%	3.0%	3.0%	3.0%	2.6%	3.0%	3.0%
Khác	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh (điểm phần trăm)							
Tiền gửi					4.4	0.0	0.0
Trái phiếu					-4.0	0.0	0.0
Vốn CSH					-0.4	0.0	0.0
Khác					0.0	0.0	0.0
Lợi suất đầu tư	9.6%	7.2%	7.5%	7.5%	7.4%	7.4%	7.5%
Điều chỉnh (điểm phần trăm)					0.2	-0.1	0.0

Nguồn: HSC

Bảng 11: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, PVI

HSC giảm 12,8% dự báo lợi nhuận năm 2024 nhưng tăng bình quân 7,9% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tổng phí bảo hiểm gốc	13,566	16,283	18,237	20,292	19,405	21,905	24,521
Tăng trưởng		20.0%	12.0%	11.3%	30.1%	12.9%	11.9%
Điều chỉnh					19.2%	20.1%	20.8%
Tổng doanh thu phí bảo hiểm	5,614	6,404	8,206	9,132	6,586	8,324	9,318
Tăng trưởng		14.1%	28.2%	11.3%	14.8%	26.4%	11.9%
Điều chỉnh					2.8%	1.4%	2.0%
Tổng doanh thu mảng bảo hiểm	6,514	7,367	8,906	10,077	7,487	8,850	10,048
Tăng trưởng		13.1%	20.9%	13.1%	13.0%	18.2%	13.5%
Điều chỉnh					1.6%	-0.6%	-0.3%
Chi phí bồi thường & dự phòng	2,409	2,858	3,353	3,950	2,966	3,393	3,824
Tăng trưởng		18.6%	17.3%	17.8%	18.8%	14.4%	12.7%
Điều chỉnh					3.8%	1.2%	-3.2%
Chi phí khác mảng bảo hiểm	3,170	3,325	4,377	4,870	3,544	4,271	4,904
Tăng trưởng		4.9%	31.6%	11.3%	10.6%	20.5%	14.8%
Điều chỉnh					6.6%	-2.4%	0.7%
Lợi nhuận gộp mảng bảo hiểm	935	1,184	1,176	1,257	976	1,186	1,319
Tăng trưởng		26.7%	-0.7%	6.9%	4.2%	21.4%	11.3%
Điều chỉnh					-17.5%	0.8%	5.0%
Thu nhập đầu tư	1,213	977	1,096	1,187	1,037	1,179	1,297
Tăng trưởng		-19.5%	12.3%	8.3%	-17.0%	13.7%	10.0%
Điều chỉnh					6.2%	7.6%	9.2%
Chi phí BH&QL	728	786	855	931	765	859	931
Tăng trưởng		8.0%	8.8%	8.9%	4.8%	12.4%	8.4%
Điều chỉnh					-2.7%	0.5%	0.0%
EBIT	1,275	1,300	1,342	1,420	1,161	1,392	1,548
Tăng trưởng		2.0%	3.2%	5.8%	-9.8%	19.9%	11.2%
Điều chỉnh					-10.7%	3.7%	9.0%
Lợi nhuận thuần	946	992	1,009	1,068	865	1,061	1,180
Tăng trưởng		4.8%	1.7%	5.8%	-9.4%	22.6%	11.2%
Điều chỉnh					-12.8%	5.1%	10.5%

Nguồn: HSC

Bảng 12: Phân tích hiệu quả sinh lời, PVI

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

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tỷ lệ tổn thất	40.7%	36.2%	45.4%	42.9%	45.2%	43.2%	42.8%
Tỷ lệ chi phí	54.1%	56.7%	51.7%	53.4%	51.6%	52.7%	52.9%
KQKD mảng bảo hiểm	5.2%	7.0%	2.9%	3.7%	3.2%	4.2%	4.3%
Lợi suất đầu tư	7.8%	7.0%	6.9%	9.6%	7.4%	7.4%	7.5%
Tỷ lệ đòn bẩy tài sản	286.0%	289.4%	264.4%	237.1%	229.7%	219.6%	206.0%
KQKD mảng đầu tư thuần	22.4%	20.2%	18.2%	22.8%	17.0%	16.4%	15.4%
Chi phí (lợi nhuận) khác	-7.5%	-7.8%	-5.1%	-9.6%	-7.1%	-7.0%	-6.6%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	20.1%	19.5%	15.9%	16.9%	13.2%	13.5%	13.2%
Tỷ lệ khả năng thanh toán (1 / Đòn bẩy vốn)	181.6%	179.4%	151.5%	136.9%	119.0%	102.3%	93.8%
ROE	11.1%	10.9%	10.5%	12.3%	11.1%	13.2%	14.1%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị đối với PVI lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) chủ yếu do định giá sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh gần đây. Chúng tôi giảm 10,7% giá mục tiêu xuống 59.100đ phần lớn do nâng giả định tỷ lệ chiết khấu (không phải do hạ dự báo lợi nhuận). Chúng tôi cho rằng việc giá cổ phiếu giảm 22% trong 3 tháng qua chủ yếu do biến động chung của thị trường, không phải vì có sự thay đổi mang tính cấu trúc về nền tảng cơ bản của PVI. Từ đó, HSC cho rằng đây là cơ hội tốt để mua vào do định giá cổ phiếu PVI hiện đang hấp dẫn hơn tương đối so với quá khứ, đặc biệt là trong giai đoạn triển vọng tăng trưởng ngày càng cải thiện hiện nay.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC nâng khuyến nghị đối với PVI từ Tăng tỷ trọng lên Mua vào sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh gần đây. Tuy nhiên, chúng tôi giảm 10,7% giá mục tiêu xuống 59.100đ (tiềm năng tăng giá 32%) sau khi nâng giả định chi phí vốn CSH. Lưu ý rằng việc điều chỉnh dự báo lợi nhuận không tác động đáng kể lên định giá do chúng tôi chỉ tăng bình quân 1,2% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026.

Đối với giả định định giá, HSC giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH 8,5% nhưng nâng hệ số beta lên 0,8 (từ 0,7) sau thương vụ thoái vốn gần đây của IFC làm tăng tỷ lệ free-float của cổ phiếu, từ đó có thể làm gia tăng biến động giá cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý tiêu cực do bão Yagi cũng làm gia tăng biến động giá cổ phiếu trong ngắn hạn. Từ đó, chúng tôi nâng giả định chi phí vốn CSH lên 10,8% từ 10% trước đó.

Lưu ý về thương vụ thoái vốn của IFC, tổ chức này cùng các quỹ liên quan đã đăng ký bán ra 9 triệu cổ phiếu PVI (tương đương 64% số lượng cổ phiếu đang nắm giữ tại thời điểm đó) từ ngày 26/6 đến ngày 25/7/2024, theo chúng tôi chủ yếu là hành động chốt lời. Trong giai đoạn này, IFC đã bán 7,9 triệu cổ phiếu và giảm tỷ lệ sở hữu xuống 2,6% (từ 5,9%). Sau đó, theo báo cáo từ sở giao dịch chứng khoán, NĐT NN tiếp tục bán ròng thêm 2,6 triệu cổ phiếu cho tới hiện tại, điều này cho thấy IFC có thể đã hoàn thành thoái vốn khỏi PVI.

Bảng 13: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, PVI

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	865	1,061	1,180	1,317	1,452	1,567	1,687	1,812	1,941	2,075
Chi phí vốn CSH	-839	-848	-888	-924	-964	-1,007	-1,103	-1,205	-1,316	-1,433
Lợi nhuận thặng dư	26	213	292	394	488	560	584	606	626	642
Giá trị dài hạn										7,773
Chiết khấu đến cuối 2024	100.0%	90.3%	81.5%	73.5%	66.4%	59.9%	54.1%	48.8%	44.0%	39.7%
Giá trị hiện tại đến cuối 2024	26	192	238	289	324	335	316	296	275	3,344
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ 2025	5,609									
Giá trị sổ sách cuối 2024	7,852									
Giá trị vốn CSH cuối 2024	13,461									
Giá trị vốn CSH giữa 2025	13,842									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	234									
Giá mục tiêu giữa 2025	59,100									

Nguồn: HSC

Bảng 14: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, PVI

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%	80,100	73,100	67,000	61,900	57,400
	8.0%	74,300	68,200	62,900	58,200	54,200
	8.5%	69,300	63,800	59,100	54,900	51,300
	9.0%	64,800	60,000	55,700	52,000	48,700
	9.5%	60,900	56,500	52,700	49,300	46,300

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

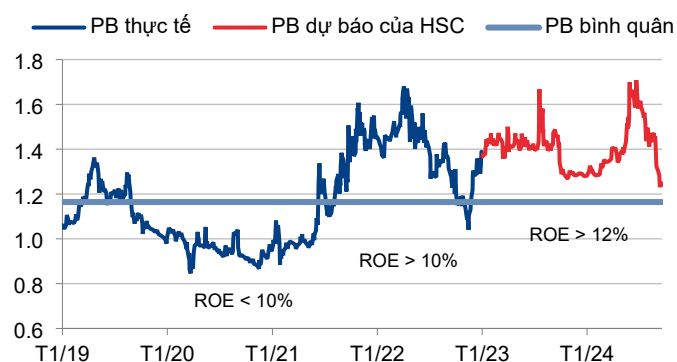
Giá cổ phiếu PVI đã giảm 19% trong 3 tháng qua nhiều khả năng do 3 yếu tố chính bao gồm: (1) thị trường chứng khoán chung điều chỉnh, đặc biệt là cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ; (2) tâm lý tiêu cực do bão Yagi và (3) đợt thoái vốn của IFC làm khối ngoại bán ròng và tỷ lệ free-float tăng lên.

Nhìn chung, HSC tin rằng đợt điều chỉnh gần đây của giá cổ phiếu là do biến động chung của thị trường và tâm lý tiêu cực ngắn hạn thay vì do triển vọng trung & dài hạn suy yếu. Đây là cơ hội tốt cho NĐT mua vào do PVI đang có định giá hấp dẫn. PVI đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,24 lần, chỉ cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,16 lần, trong khi nền tảng cơ bản liên tục cải thiện.

Đáng chú ý, cổ đông lớn của PVI là HDI Global SE & các bên liên quan nhiều khả năng đã mua vào 5 triệu cổ phiếu từ IFC trong giai đoạn 1 của quá trình thoái vốn và đã đăng ký mua vào thêm 3 triệu cổ phiếu gần đây. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ giúp giảm thiểu sức ép bán ra của NĐT NN.

Biểu đồ 15: P/B trượt dự phóng 1 năm, PVI

PVI đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,24 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 16: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/B bình quân, PVI

...cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 1,16 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 17: So sánh với các công ty cùng ngành

Mã CK	Thị giá (đồng)	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng)	Lợi suất cổ tức	Trượt 12T	P/E 2024F	2025F	Hiện tại	P/B 2024F	2025F	Trượt 12T	ROE 2024F	2025F
BVH	43,100	Mua vào	57,000	2.2	17.1	17.0	14.6	1.4	1.4	1.3	8.6	8.6	9.4
MIG	16,650	Tăng tỷ trọng	17,900	6.1	9.9	11.4	9.7	1.4	1.3	1.2	14.5	11.9	13.3
PVI	45,100	Mua vào	59,100	7.1	10.4	12.2	10.0	1.3	1.3	1.2	12.3	11.1	13.2
BMI	22,800	Không khuyến nghị		2.2	9.8	-	-	1.0	-	-	11.8	-	-
PTI	29,500	Không khuyến nghị		-	6.2	-	-	1.0	-	-	18.0	-	-
PGI	23,450	Không khuyến nghị		5.1	11.0	-	-	1.4	-	-	13.0	-	-
BIC	31,200	Không khuyến nghị		4.9	6.9	-	-	1.3	-	-	19.8	-	-
AIC	11,000	Không khuyến nghị		-	47.1	-	-	1.0	-	-	2.2	-	-
ABI	24,000	Không khuyến nghị		7.2	8.8	-	-	1.1	-	-	13.0	-	-
BLI	9,500	Không khuyến nghị		-	6.7	-	-	0.7	-	-	10.7	-	-
Bình quân					5.0	13.4	13.5	11.4	1.2	1.3	12.4	10.5	12.0
Trung vị					5.1	9.8	12.2	10.0	1.2	1.3	12.7	11.1	13.2

Ghi chú: HSC ước tính dữ liệu của MIG & PVI; dữ liệu giá vào ngày 20/9/2024
Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKĐK (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Phí bảo hiểm gốc	10,032	11,002	12,798	14,505	16,382
Phí nhận tái BH	1,866	2,564	6,607	7,400	8,140
Tăng/giảm dự phòng phí chưa được hưởng	(787)	(812)	(2,146)	(1,447)	(1,265)
Doanh thu phí BH	11,111	12,754	17,259	20,458	23,256
Phí nhượng tái BH	(6,097)	(7,140)	(10,694)	(12,600)	(14,319)
Doanh thu phí BH thuần	5,014	5,614	6,564	7,858	8,937
Doanh thu khác	935	900	922	992	1,111
Doanh thu thuần HĐ BH	5,949	6,514	7,487	8,850	10,048
Chi bồi thường bảo hiểm và dự phòng	(2,278)	(2,409)	(2,966)	(3,393)	(3,824)
Chi b.thường BH và chi trả đ.hạn khác (ròng)	(2,868)	(3,170)	(3,544)	(4,271)	(4,904)
Khoản giảm trừ chi phí, thu đòi và thu khác	0	0	0	0	0
Tổng chi phí trực tiếp HĐ BH	(5,146)	(5,579)	(6,510)	(7,664)	(8,728)
Lãi/lỗ gộp HĐ BH	804	935	976	1,186	1,319
Chi phí quản lý	(660)	(728)	(765)	(859)	(931)
Lợi nhuận HĐ tài chính	703	932	828	960	1,052
LN trong Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	259	105	110	105	108
LNTT	1,105	1,245	1,150	1,392	1,548
Chi phí thuế TNDN	(232)	(240)	(241)	(278)	(310)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(39.0)	(49.0)	(32.9)	(40.1)	(44.6)
Lợi nhuận thuần	834	956	876	1,073	1,194
EPS (đồng)	3,562	4,080	3,739	4,583	5,097
DPS (đồng)	3,300	3,000	3,200	2,955	3,622
BVPS (đồng)	32,458	33,167	33,522	35,095	36,508
Sig CP bình quân (triệu đv)	234	234	234	234	234
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	234	234	234	234	234
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	234	234	234	234	234

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng phí BH gốc (%)	21.0	9.67	16.3	13.3	12.9
Tăng trưởng doanh thu phí BH thuần (%)	23.9	12.0	16.9	19.7	13.7
Tăng/giảm phí bồi thường và dự phòng (%)	55.4	5.78	23.1	14.4	12.7
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ tài chính (%)	(4.85)	32.7	(11.2)	16.0	9.50
Tăng trưởng LNTT (%)	0.44	12.6	(7.64)	21.1	11.2
Tăng trưởng lợi nhuận thuần (%)	0.58	14.5	(8.35)	22.6	11.2
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	7.58	3.14	17.7	8.35	8.40
Định giá					
P/E (lần)	12.6	11.0	12.0	9.78	8.79
P/B (lần)	1.38	1.35	1.34	1.28	1.23
Lợi suất cổ tức (%)	7.37	6.70	7.14	6.60	8.09

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	1,424	877	1,552	1,752	1,962
Đầu tư ngắn hạn	8,636	7,875	10,290	12,115	12,996
Phải thu ngắn hạn	2,398	2,256	3,299	3,724	4,169
Hàng tồn kho	2.43	1.48	2.40	2.40	2.40
Tài sản tài BH	9,477	9,782	11,292	11,646	12,673
Tài sản ngắn hạn khác	689	676	873	1,095	1,226
Tổng tài sản ngắn hạn	22,626	21,468	27,309	30,336	33,027
Phải thu dài hạn	27.1	31.5	38.8	43.8	49.0
Tài sản cố định	1,176	1,139	1,084	1,052	1,020
Đầu tư vào Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn khác	2,184	4,204	3,176	2,787	2,989
Tài sản dài hạn khác	111	101	116	153	172
Tổng tài sản dài hạn	3,498	5,475	4,415	4,036	4,230
Tổng tài sản	26,123	26,943	31,724	34,372	37,257
Nợ phải trả và VCSH					
Phải trả người bán	3,999	3,634	5,912	6,612	7,161
Phải trả người lao động	260	422	485	657	736
Phải trả hợp đồng repo	0	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	13.8	29.9	38.8	43.8	49.0
Nợ ngắn hạn	29.0	0	0.16	0.16	0.16
Phải trả ngắn hạn khác	108	86.0	155	175	196
Nợ ngắn hạn khác	257	298	388	438	490
Tổng nợ ngắn hạn	4,666	4,470	6,980	7,927	8,632
Dự phòng nghiệp vụ BH	13,529	14,228	16,424	17,718	19,526
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	69.4	146	136	153	172
Tổng nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả	18,265	18,843	23,539	25,798	28,331
Vốn điều lệ	2,342	2,342	2,342	2,342	2,342
Thặng dư vốn cổ phần	3,717	3,717	3,717	3,717	3,717
Quỹ & quỹ dự trữ	500	536	580	618	666
Lợi nhuận giữ lại	1,044	1,174	1,213	1,543	1,827
Vốn chủ sở hữu	7,603	7,769	7,852	8,221	8,552
Lợi ích cổ đông thiểu số	256	330	332	352	375
Tổng vốn chủ sở hữu	7,859	8,099	8,185	8,573	8,927
Tổng nợ phải trả và VCSH	26,124	26,943	31,724	34,372	37,257
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	3.31	3.60	2.99	3.25	3.33
ROAE (%)	11.0	12.4	11.2	13.4	14.2
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	92.6	73.5	85.6	64.5	71.1
Chỉ số an toàn vốn					
VCSH/Tài sản (%)	29.1	28.8	24.8	23.9	23.0
Tài sản BQ/VCSH BQ (x)	3.32	3.45	3.76	4.11	4.27
Chỉ số HKĐK bảo hiểm					
Tỷ lệ tái bảo hiểm (%)	54.9	56.0	62.0	61.6	61.6
Tỷ lệ bảo hiểm giữ lại (%)	45.1	44.0	38.0	38.4	38.4
Tỷ lệ bồi thường (%)	38.3	37.0	39.6	38.3	38.1
Tỷ lệ chi phí (%)	59.3	59.8	57.6	58.0	58.1
Tỷ lệ hỗn hợp (%)	97.6	96.8	97.2	96.3	96.1

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