

Giảm tỷ trọng

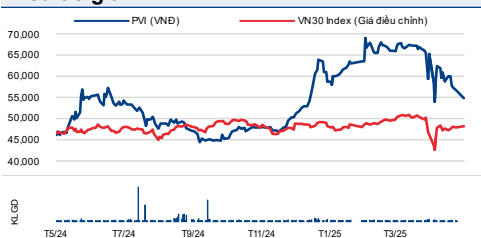
Giá mục tiêu: VNĐ57,600

Tiềm năng tăng/giảm: 5.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (5/5/2025)	54,800
Mã Bloomberg	PVI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	44,400-69,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	54,800
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	12,836
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	495
Slg CP lưu hành (tr.đv)	234
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	234
Slg CP NN được mua (tr.đv)	98.9
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	57.8%
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



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-24A	12-25F	12-26F
Phí BH gốc (tỷ đồng)	13,326	15,280	17,226
DT thuần HDBH (ntđ)	7,534	8,618	9,804
CP trực tiếp HDBH (ntđ)	(6,693)	(7,518)	(8,504)
Lãi/lỗ gộp HD BH (ntđ)	841	1,100	1,300
LN HD tài chính (ntđ)	875	884	982
Lợi nhuận thuần (ntđ)	851	1,004	1,159
EPS (đồng)	3,588	4,236	4,890
DPS (đồng)	3,200	3,100	3,389
BVPS (đồng)	33,432	34,568	36,069
T.trưởng DT HDBH (%)	14.8	14.3	13.9
Tăng giảm BT & DP (%)	19.4	9.66	11.7
Tăng trưởng EPS (%)	(11.0)	18.1	15.4
Tăng trưởng DPS (%)	6.67	(3.13)	9.32
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	88.1	72.3	68.5
ROAE (%)	10.9	12.6	14.0
ROAA (%)	2.90	3.05	3.22
Vốn CSH/Tài sản (%)	24.7	23.7	22.4
Tỷ lệ tái bảo hiểm (%)	61.9	63.8	63.8
Tỷ lệ bảo hiểm giữ lại (%)	38.1	36.2	36.2
Tỷ lệ bồi thường (%)	38.2	36.6	35.9
P/E (lần)	15.1	12.8	11.1
P/B (lần)	1.64	1.59	1.52
Lợi suất cổ tức (%)	5.84	5.66	6.18

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thanh Tùng, CFA

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính

tung.nguyenthanh@hsc.com.vn

+84 24 3933 4693 Ext. 4869

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính

ha.plien@hsc.com.vn

+84 24 3933 4693 Ext. 4852

LNTT Q1 giảm 5%, sát với dự báo

- LNTT Q1 giảm 5,1% xuống 423 tỷ đồng do tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm và lợi suất đầu tư giảm – sát với dự báo của chúng tôi.
- Doanh thu thuần duy trì tích cực với tổng phí bảo hiểm tăng 18,7%. Trong đó, phí tái bảo hiểm tăng mạnh 51,3% và vượt dự báo của chúng tôi.
- Thu nhập đầu tư chỉ giảm 1,5% nhờ những nỗ lực tăng trưởng quy mô tài sản đầu tư để bù đắp ảnh hưởng tiêu cực do mặt bằng lãi suất thấp.
- HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu.

Sự kiện: Công bố KQKD Q1/2025

PVI đã công bố LNTT Q1/2025 đạt 423 tỷ đồng, giảm 5,1% so với cùng kỳ, bằng 32,3% dự báo cả năm của chúng tôi. Lợi nhuận sụt giảm do tỷ lệ kết hợp tăng lên và lợi suất đầu tư giảm xuống so với Q1/2024, trong khi doanh thu vẫn mạnh mẽ. Kết quả này nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi.

Phí bảo hiểm tăng 18,7% so với cùng kỳ

Tổng phí bảo hiểm tăng 18,7% so với cùng kỳ đạt 6,9 nghìn tỷ đồng nhờ phí bảo hiểm gốc tăng 5,8% (đạt 4,4 nghìn tỷ đồng) và phí tái bảo hiểm tăng 51,3% (đạt 2,5 nghìn tỷ đồng). Phí tái bảo hiểm hiện đóng góp 36% tổng phí bảo hiểm, tăng đáng kể từ dưới 15% trong giai đoạn trước năm 2023.

Phí bảo hiểm gốc tăng chậm hơn bình quân ngành (10,6%) và thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi. BLE kỳ vọng doanh thu sẽ tăng mạnh trong nửa cuối năm 2025 do Công ty PVI đang đấu thầu để cung cấp dịch vụ bảo hiểm cho một số dự án đầu tư công dự kiến sẽ khởi công trong giai đoạn nửa cuối năm 2025. Trong khi đó, phí tái bảo hiểm tăng mạnh 51,3% so với cùng kỳ và tăng 58,4% so với quý trước, vượt dự báo của chúng tôi. Theo chia sẻ của BLE tại ĐHCĐ, phí tái bảo hiểm tăng mạnh ở các thị trường nước ngoài, chủ yếu là ở khu vực Đông Dương và châu Phi.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 6/5.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: KQKD Q1/2025, PVI

LNTT giảm 5% so với cùng kỳ, sát với dự báo của chúng tôi

Tỷ đồng	Q1/24	Q1/25	% so với cùng kỳ	2025 HSCF	% HSCF
Phí BH gốc	4,192	4,433	5.8%	15,280	29.0%
Phí nhận tái BH	1,662	2,514	51.3%	6,430	39.1%
Tổng phí BH gốc	5,854	6,947	18.7%	21,710	32.0%
Doanh thu phí BH	1,632	1,811	11.0%	7,364	24.6%
Tổng doanh thu mảng BH	1,865	2,131	14.2%	8,618	24.7%
Lợi nhuận gộp mảng BH	360	350	-2.8%	1,100	31.8%
Lợi nhuận mảng BH (bao gồm chi phí BH&QL)	199	159	-20.2%	316	50.3%
Thu nhập từ đầu tư	274	269	-1.5%	1,108	24.3%
LNTT	446	423	-5.1%	1,312	32.3%
Các chỉ số quan trọng	Q1/24	Q1/25	Thay đổi (điểm %)	2025 HSCF	% HSCF
Tỷ lệ tổn thất	41.8%	45.5%	3.6	42.8%	-2.6
Tỷ lệ chi phí	46.0%	45.7%	-0.2	52.9%	7.1
Tỷ suất lợi nhuận HKD BH	12.2%	8.8%	-3.4	4.3%	-4.5
Lợi suất đầu tư	7.9%	6.8%	-1.1	7.1%	0.3

Nguồn: PVI, HSC

Từ đó, doanh thu Q1/2025 nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi. Tỷ lệ giữ lại vẫn ổn định ở mức khoảng 30%, tương đương Q1/2024.

BLĐ cũng chia sẻ quan điểm về rủi ro vĩ mô tại ĐHCĐ. Chính sách thuế quan của Mỹ được kỳ vọng sẽ chỉ tác động gián tiếp và không đáng kể lên PVI. Ngoài ra, tác động của giá dầu thấp là không lớn do các khách hàng dầu khí chỉ đóng góp dưới 10% tổng doanh thu cho PVI.

Tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm giảm nhẹ nhưng sát với dự báo

Tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm giảm nhẹ 3,4 điểm phần trăm so với cùng kỳ xuống 8,8% trong Q1/2025. PVI thường ghi nhận tỷ lệ kết hợp thấp trong Q1 do hiệu ứng mùa vụ của HĐKD bảo hiểm (ít sự kiện rủi ro hơn trong quý 1) và thời điểm hạch toán đối với chi phí. Kỳ vọng chính cho năm 2025 là tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm tăng lên so với cùng kỳ trong nửa cuối năm 2025 vì chúng tôi cho rằng sẽ không có sự kiện nghiêm trọng nào như Bão Yagi diễn ra trong năm nay. Tỷ suất lợi nhuận trong Q1/2025 sát với dự báo của chúng tôi. HSC hiện dự báo tỷ suất lợi nhuận mảng bảo hiểm cả năm sẽ cải thiện đáng kể lên 4,3% từ 2% trong năm 2024.

Thu nhập đầu tư giảm do mặt bằng lãi suất thấp

Thu nhập đầu tư giảm 1,5% so với cùng kỳ xuống 269 tỷ đồng chủ yếu do mặt bằng lãi suất thấp, sát với dự báo của chúng tôi. Lợi suất bình quân Q1 đạt 6,8%, giảm 110 điểm cơ bản so với cùng kỳ và giảm gần 40 điểm cơ bản so với quý trước, thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi (7,2%, đi ngang so với quý trước). Lợi suất tiền gửi sát với giả định của chúng tôi ở mức khoảng 6,45%.

Tổng tiền mặt & tài sản đầu tư tăng 15% so với cùng kỳ và so với quý trước, đạt 16,9 nghìn tỷ đồng – vượt đáng kể dự báo của chúng tôi (tăng 6%) – nhờ tỷ lệ đòn bẩy tăng lên do các khoản vay ngắn hạn của PVI đã tăng khoảng 1,2 nghìn tỷ đồng so với quý trước lên 1,4 nghìn tỷ đồng (tương đương 4% tổng tài sản). Chiến lược này nhằm tối ưu hóa dòng tiền HĐKD để nâng cao tài sản và lợi nhuận đầu tư trong bối cảnh mặt bằng lãi suất thấp kỷ lục. Nhìn chung, động thái này vượt kỳ vọng của chúng tôi.

Các vấn đề khác được thảo luận tại đại hội

Cấu trúc doanh nghiệp: HanoiRe – công ty con tái bảo hiểm của PVI – sẵn sàng đón nhận NĐT dài hạn mới để nâng cao xếp hạng tín nhiệm (BLĐ chia sẻ vẫn chưa đưa ra quyết định về thương vụ này). Trong dài hạn, HanoiRe đặt mục tiêu trở thành công ty tái bảo hiểm chuyên nghiệp hoạt động ngoài khu vực Đông Dương.

Tiến độ thoái vốn của PVN: Kế hoạch thoái vốn đang theo đúng tiến độ, với mục tiêu dự kiến hoàn thành trong năm nay. Hai bên tư vấn sẽ phát hành báo cáo định giá vào tháng 4-tháng 5/2025. BLĐ nhấn mạnh thương vụ này sẽ không tác động đến HĐKD cốt lõi sau khi hoàn tất.

HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu

Sau khi giá cổ phiếu giảm 14,4% trong 1 tháng qua, tiềm năng tăng giá hiện khoảng 5% so với giá mục tiêu. HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Phí bảo hiểm gốc	11,002	13,326	15,280	17,226	19,407
Phí nhận tái BH	2,564	5,741	6,430	7,202	8,066
Tăng/giảm dự phòng phí chưa được hưởng	(812)	(2,151)	(1,351)	(1,263)	(1,337)
Doanh thu phí BH	12,754	16,916	20,359	23,165	26,136
Phí nhượng tái BH	(7,140)	(10,470)	(12,995)	(14,778)	(16,487)
Doanh thu phí BH thuần	5,614	6,445	7,364	8,387	9,649
Doanh thu khác	900	1,089	1,253	1,417	1,528
Doanh thu thuần HĐ BH	6,514	7,534	8,618	9,804	11,177
Chi bồi thường bảo hiểm và dự phòng	(2,409)	(2,877)	(3,155)	(3,523)	(4,052)
Chi b.thường BH và chi trả đ.hạn khác (ròng)	(3,170)	(3,816)	(4,362)	(4,981)	(5,619)
Khoản giảm trừ chi phí, thu đòi và thu khác	0	0	0	0	0
Tổng chi phí trực tiếp HĐ BH	(5,579)	(6,693)	(7,518)	(8,504)	(9,671)
Lãi/lỗ gộp HĐ BH	935	841	1,100	1,300	1,505
Chi phí quản lý	(728)	(713)	(784)	(889)	(1,023)
Lợi nhuận HĐ tài chính	932	875	884	982	1,106
LN trong Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	105	113	113	116	119
LNTT	1,245	1,116	1,312	1,510	1,708
Chi phí thuế TNDN	(240)	(229)	(266)	(302)	(342)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(49.0)	(36.8)	(41.8)	(48.3)	(54.6)
Lợi nhuận thuần	956	851	1,004	1,159	1,311
EPS (đồng)	4,080	3,632	4,288	4,949	5,599
DPS (đồng)	3,000	3,200	3,100	3,389	3,912
BVPS (đồng)	33,167	33,432	34,568	36,069	37,689
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	21.1	14.7	12.7	12.7
Tăng trưởng doanh thu phí BH thuần (%)	12.0	14.8	14.3	13.9	15.0
Tăng/giảm phí bồi thường và dự phòng (%)	5.78	19.4	9.66	11.7	15.0
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ tài chính (%)	32.7	(6.18)	1.01	11.2	12.5
Tăng trưởng LNTT (%)	12.6	(10.3)	17.5	15.1	13.1
Tăng trưởng lợi nhuận thuần (%)	14.5	(11.0)	18.1	15.4	13.1
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	3.14	17.9	7.61	10.4	11.5
Định giá					
P/E (lần)	13.4	15.1	12.8	11.1	9.79
P/B (lần)	1.65	1.64	1.59	1.52	1.45
Lợi suất cổ tức (%)	5.47	5.84	5.66	6.18	7.14

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	877	389	1,737	1,954	2,198
Đầu tư ngắn hạn	7,875	9,671	11,224	12,040	13,354
Phải thu ngắn hạn	2,256	2,595	3,691	4,153	4,670
Hàng tồn kho	1.48	2.98	2.98	2.98	2.98
Tài sản tài BH	9,782	12,411	11,871	13,422	15,137
Tài sản ngắn hạn khác	676	818	977	1,221	1,374
Tổng tài sản ngắn hạn	21,468	25,886	29,502	32,793	36,736
Phải thu dài hạn	31.5	35.6	43.4	48.9	54.9
Tài sản cố định	1,139	1,081	1,029	997	965
Đầu tư vào Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn khác	4,204	4,659	3,465	3,717	4,123
Tài sản dài hạn khác	101	90.8	130	171	192
Tổng tài sản dài hạn	5,475	5,867	4,668	4,934	5,336
Tổng tài sản	26,943	31,753	34,170	37,728	42,071
Nợ phải trả và VCSH					
Phải trả người bán	3,634	4,773	6,459	6,914	7,701
Phải trả người lao động	422	309	434	489	549
Phải trả hợp đồng repo	0	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	29.9	30.7	43.4	48.9	54.9
Nợ ngắn hạn	0	200	200	200	200
Phải trả ngắn hạn khác	86.0	108	130	171	192
Nợ ngắn hạn khác	298	246	434	489	549
Tổng nợ ngắn hạn	4,470	5,666	7,702	8,311	9,248
Dự phòng nghiệp vụ BH	14,228	17,789	17,840	20,393	23,372
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	146	108	152	171	192
Tổng nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả	18,843	23,562	25,694	28,875	32,812
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	610	650	694
Lợi nhuận giữ lại	1,174	1,196	1,428	1,740	2,075
Vốn chủ sở hữu	7,769	7,831	8,097	8,449	8,828
Lợi ích cổ đông thiểu số	330	360	379	403	431
Tổng vốn chủ sở hữu	8,099	8,191	8,477	8,852	9,259
Tổng nợ phải trả và VCSH	26,943	31,753	34,170	37,728	42,071

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	3.60	2.90	3.05	3.22	3.29
ROAE (%)	12.4	10.9	12.6	14.0	15.2
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	73.5	88.1	72.3	68.5	69.9
Chỉ số an toàn vốn					
VCSH/Tài sản (%)	28.8	24.7	23.7	22.4	21.0
Tài sản BQ/VCSH BQ (x)	3.45	3.76	4.14	4.35	4.62
Chỉ số HKKD bảo hiểm					
Tỷ lệ tái bảo hiểm (%)	56.0	61.9	63.8	63.8	63.1
Tỷ lệ bảo hiểm giữ lại (%)	44.0	38.1	36.2	36.2	36.9
Tỷ lệ bồi thường (%)	37.0	38.2	36.6	35.9	36.3
Tỷ lệ chi phí (%)	59.8	60.1	59.7	59.9	59.4
Tỷ lệ hỗn hợp (%)	96.8	98.3	96.3	95.8	95.7

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