

Tổng Công ty cổ phần Bảo hiểm Quân đội - MIG

Khả Quan

Một lựa chọn tốt trong môi trường lãi suất cao

Giá mục tiêu (12 tháng)

Tài chính | BÁO CÁO LẦN ĐẦU

VND19.500

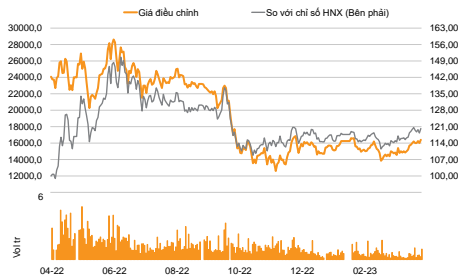
Consensus*: Mua:0 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu / Consensus: N/A

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

| | |
|-------------------------|-----------|
| Khuyến nghị cũ | N/A |
| Giá mục tiêu cũ | N/A |
| Giá thị trường | VND16.150 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 28.610 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 12.600 |
| GTGDQB 3 tháng (tr VND) | 8.176 |
| Thị giá vốn (tỷ VND) | 2.656 |
| Free float | 31,6% |
| Tỷ suất cổ tức | 0% |
| P/E trượt (x) | 16,7 |
| P/B hiện tại (x) | 1,4 |

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

| | |
|--------------------------|-------|
| Ngân hàng Quân đội (MBB) | 68,4% |
| Quỹ PYN Elite Fund | 5,3% |
| Khác | 26,3% |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Vũ Thế Quân

quan.vuthe@vndirect.com.vn

- MIG, một doanh nghiệp bảo hiểm (BH) phi nhân thọ (PNT) vốn hóa trung bình có tốc độ tăng trưởng cao, là một lựa chọn đầu tư tốt kết hợp được cả tính tăng trưởng lẫn phòng thủ trong môi trường lãi suất cao.
- Chúng tôi kì vọng MIG sẽ đạt tăng trưởng kép EPS khoảng 21% trong giai đoạn 2022-25 nhờ lợi suất đầu tư được cải thiện và tăng trưởng doanh thu tiếp tục ở mức cao.
- Định giá hấp dẫn, khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 19.500đ/cp.

Khuyến nghị lần đầu với đánh giá Khả quan

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Khả quan đối với cổ phiếu MIG với giá mục tiêu là 19.500đ/cp dựa trên P/B 2023 là 1,5 lần. Với vị thế là doanh nghiệp BH phi nhân thọ lớn thứ 5 cùng sự hậu thuẫn của Ngân hàng Quân đội (MBBank) và Tập đoàn viễn thông Viettel, MIG sẽ nắm bắt tốt đà tăng trưởng mạnh mẽ của ngành BH Việt Nam trong những năm tới. Chúng tôi kì vọng MIG sẽ ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận kép khoảng 21% trong 3 năm tới, và qua đó cải thiện ROE lên khoảng 11-12%.

Doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ nhờ cải thiện thị phần

Trong 3 năm qua, MIG đã tăng 2,9% thị phần dựa trên phí BH gốc – mức tăng cao nhất trong một ngành có tính cạnh tranh cao với hơn 30 doanh nghiệp (DN) tham gia kinh doanh – qua đó, vượt từ vị trí thứ 7 lên vị trí thứ 5. Việc tăng mạnh thị phần đã giúp tăng trưởng kép phí BH gốc của MIG chạm mức 28%, cao hơn đáng kể so với trung bình ngành chỉ ở mức 9%. Chúng tôi tin rằng khả năng tận dụng hệ sinh thái MBBank và Viettel kết hợp với việc tập trung phát triển kênh phân phối qua ngân hàng (bancassurance) sẽ hỗ trợ MIG tiếp tục mở rộng thị phần và gia tăng mạnh doanh thu trong tương lai.

Hưởng lợi lớn từ môi trường lãi suất cao và thị trường chứng khoán phục hồi

Khác với nhiều DN BH lựa chọn đầu tư phần lớn danh mục vào tiền gửi ngân hàng vốn mang tính an toàn cao, MIG áp dụng một chiến lược đầu tư linh hoạt hơn. Cụ thể, MIG dành một phần đáng kể của danh mục để đầu tư vào các loại tài sản khác như trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) hay cổ phiếu nhằm mục đích tối ưu hóa lợi suất đầu tư. Mặc dù chiến lược này đồng nghĩa với việc rủi ro đầu tư sẽ cao hơn, nhưng chúng tôi tin rằng trong dài hạn, định hướng này sẽ giúp MIG đạt được lợi suất đầu tư vượt trội hơn so với trung bình ngành. Trong năm 2023, với việc lãi suất đã quay trở lại mức cao và thị trường chứng khoán đang dần phục hồi thì hiệu quả đầu tư của MIG chắc chắn sẽ được cải thiện.

Định giá hấp dẫn

MIG đang giao dịch ở mức P/B 1,4 lần, thấp hơn so với mức trung bình 3 năm là 1,6 lần. Chúng tôi cho rằng đây là một định giá hấp dẫn với một DN BH có tiềm năng tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ nhưng lại mang tính phòng thủ trong môi trường lãi suất cao. Tiềm năng tăng giá bao gồm (i) tỷ lệ kết hợp thấp hơn dự kiến, (ii) thị trường chứng khoán tăng mạnh. Rủi ro giảm giá bao gồm (i) tổn thất mang tính thăm hoạ, (ii) chi phí dự phòng cao hơn dự kiến cho các khoản đầu tư.

| Chỉ số tài chính (tỷ đồng) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Phí BH gốc | 3.157 | 3.932 | 5.204 | 6.094 | 7.155 | 8.237 |
| Phí BH thuần | 2.057 | 2.150 | 2.694 | 3.268 | 4.006 | 4.837 |
| Tỷ lệ kết hợp | 98,9% | 97,8% | 98,6% | 99,6% | 99,5% | 99,4% |
| LN từ hoạt động tài chính | 216 | 230 | 161 | 290 | 309 | 327 |
| LNST của chủ sở hữu tập đoàn | 194 | 224 | 159 | 242 | 262 | 284 |
| Lãi cơ bản trên mỗi cổ phiếu | 1.179 | 1.361 | 969 | 1.472 | 1.593 | 1.724 |
| svck | 18,6% | 15,4% | -28,8% | 51,8% | 8,2% | 8,2% |
| Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu | 9.335 | 10.628 | 11.507 | 12.979 | 14.572 | 16.296 |
| ROAE | 13,1% | 13,5% | 8,6% | 11,8% | 11,4% | 11,0% |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Một lựa chọn tốt trong môi trường lãi suất cao

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích MIG do:

- **Lợi thế cạnh tranh đặc biệt từ việc là thành viên của hệ sinh thái MBBank & Viettel sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn quan trọng cho doanh nghiệp.** MIG là công ty con của tập đoàn MBBank (ngân hàng lớn thứ 6 toàn quốc xét trên tổng tài sản) và gián tiếp là một thành viên trong hệ sinh thái Viettel (tập đoàn viễn thông lớn nhất Việt Nam). Nhờ vậy, MIG có khả năng tiếp cận với tệp khách hàng khổng lồ và các kênh phân phối rộng lớn của MBBank/Viettel. Những mối quan hệ này đã mở ra cho MIG những cơ hội tăng trưởng và sinh lời lớn mà các DN BH khác sẽ khó có thể tiếp cận được.

Cùng với quan hệ hợp tác banca với nhiều ngân hàng và công ty tài chính tiêu dùng, MIG đã giành được thị phần đáng kể trong lĩnh vực BH Sức khỏe và Xe cơ giới trong 3 năm vừa qua. Mặt khác, thị phần của MIG ở các nghiệp vụ BH thương mại và công nghiệp không thay đổi nhiều ở mức ~5%, thấp hơn đáng kể so với top 3 nhưng cho thấy cơ hội gia tăng thị phần vẫn hiện hữu nếu MIG có thể cải thiện năng lực tái bảo hiểm và nguồn vốn của mình.

Tính trên tất cả các dòng sản phẩm, MIG đã tăng 2,9% thị phần trong giai đoạn 2020-2022, vượt lên vị trí thứ 5 với 7,7% thị phần phi BH gốc từ vị trí thứ 7 và hiện bám sát vị trí thứ 4 là Bảo Minh (8,0% thị phần).

- **Chiến lược đầu tư linh hoạt sẽ mang lại hiệu quả vượt trội trong dài hạn so với trung bình ngành.** Thay vì đầu tư phần lớn danh mục vào tiền gửi ngân hàng như nhiều DN BH khác, MIG sẵn sàng tìm kiếm cơ hội đầu tư vào các loại tài sản khác bao gồm TPDN và cổ phiếu để có thể cải thiện lợi suất đầu tư. Mặc dù chiến lược này đồng nghĩa với rủi ro đầu tư sẽ cao và đòi hỏi năng lực đầu tư sành sỏi hơn, nhưng theo quan điểm của chúng tôi, nó sẽ giúp MIG đạt được hiệu quả vượt trội so với trung bình ngành trong dài hạn.

Năm 2023 sẽ là một năm thuận lợi đối với MIG ở khía cạnh đầu tư. Lãi suất tiền gửi cao hơn và thị trường chứng khoán hồi phục sẽ là 2 động lực chính. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận từ hoạt động tài chính của MIG sẽ tăng 81% svck trong năm nay, giúp lợi nhuận ròng tăng 52% svck và ROE cải thiện đáng kể lên 11,8% từ mức 8,6% trong 2022.

- **Định giá không quá cao so với triển vọng tăng trưởng hấp dẫn.** MIG đang giao dịch ở mức P/B hiện tại là 1,4 lần, thấp hơn mức trung bình 3 năm là 1,6 lần. Với kỳ vọng tăng trưởng kép EPS trên 20% trong 3 năm tới và ROE tốt trong khoảng 11-12%, chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại của MIG vẫn hấp dẫn.

Khuyến nghị lần đầu với đánh giá Khả quan

Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho MIG là 19.500 đồng/cổ phiếu, dựa trên P/B mục tiêu 1,5 lần và giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu năm 2023 là ~13.000 đồng. Chúng tôi chọn P/B mục tiêu gần với mức P/B trung bình 3 năm của MIG là 1,6 lần dựa trên quan điểm DN sẽ đạt được ROE trong khoảng 11-12% trong 3 năm tới tương tự mức ROE trung bình của công ty trong 2020-22.

Tiềm năng tăng giá bao gồm (i) tỷ lệ kết hợp thấp hơn (ii) thị trường chứng khoán tăng mạnh. Rủi ro giảm giá bao gồm (i) tổn thất mang tính thảm họa và (ii) chi phí dự phòng cao hơn dự kiến cho các khoản đầu tư.

Hình 1: MIG đang giao dịch ở mức P/B tuyệt đối thấp hơn so với mức trung bình 3 năm



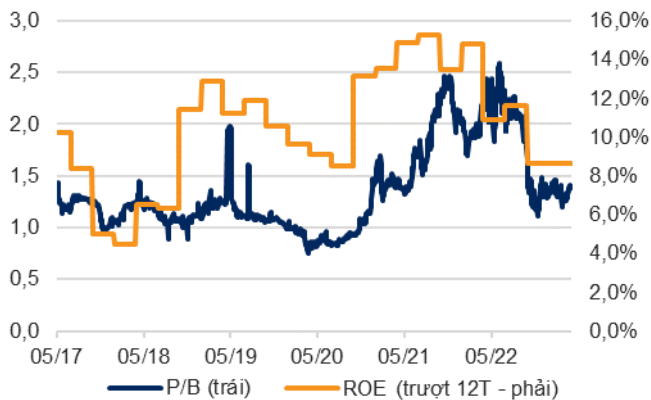
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FiinPro
Dữ liệu tại ngày 05/04/2023

Hình 2: Tuy nhiên, dựa trên P/B tương đối so với VN-INDEX, MIG đang giao dịch ở trên mức trung bình 3 năm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FiinPro
Dữ liệu tại ngày 05/04/2023

Hình 3: Dữ liệu quá khứ cho thấy P/B của MIG có diễn biến cùng chiều với ROE của DN



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FiinPro, Báo cáo công ty

Hình 4: MIG đang có mức định giá thấp hơn so với 2 cổ phiếu đầu ngành là BVH và PVI

| P/B tuyệt đối | BVH | BMI | PVI | MIG |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Hiện tại | 1,79x | 1,11x | 1,51x | 1,39x |
| Trung bình 1 năm | 1,82x | 1,27x | 1,42x | 1,75x |
| Trung bình 3 năm | 1,95x | 1,34x | 1,27x | 1,57x |
| TB 3 năm + 1 độ lệch chuẩn | 2,15x | 1,74x | 1,51x | 2,07x |
| TB 3 năm - 1 độ lệch chuẩn | 1,74x | 0,95x | 1,03x | 1,07x |

| P/B tương đối | BVH | BMI | PVI | MIG |
|----------------------------|------|-----|-----|-----|
| Hiện tại | 105% | 65% | 88% | 81% |
| Trung bình 1 năm | 96% | 66% | 76% | 91% |
| Trung bình 3 năm | 89% | 60% | 59% | 70% |
| TB 3 năm + 1 độ lệch chuẩn | 100% | 71% | 73% | 90% |
| TB 3 năm - 1 độ lệch chuẩn | 78% | 48% | 44% | 51% |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FiinPro, Báo cáo công ty

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

| Công ty | Mã CK | Giá hiện tại | Giá mục tiêu | Khuyến nghị | Vốn hóa | Tăng trưởng | P/E (lần) | | P/B (lần) | | ROE (%) | | ROA (%) | |
|----------------------|-------|--------------|--------------|-------------|---------|-------------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|
| | | | | | | | Trượt 12T | 2023 | Hiện tại | 2023 | Trượt 12T | 2023 | Trượt 12T | 2023 |
| Tập đoàn Bảo Việt | BVH | 48.500 | 65.000 | Khả quan | 1.535 | 10,7 | 23,5 | 16,1 | 1,77 | 1,64 | 7,1 | 10,4 | 0,83 | 1,08 |
| Bảo hiểm Quân đội | MIG | 16.150 | 19.500 | Khả quan | 113 | 5,7 | 16,7 | 11,0 | 1,40 | 1,24 | 8,6 | 11,8 | 1,98 | 2,57 |
| Công ty cổ phần PVI | PVI | 48.700 | N/A | N/A | 486 | 10,1 | 14,3 | N/A | 1,50 | N/A | 10,5 | N/A | 3,31 | N/A |
| Bảo hiểm Bảo Minh | BMI | 24.400 | N/A | N/A | 114 | 13,5 | 9,7 | N/A | 1,10 | N/A | 12,3 | N/A | 4,09 | N/A |
| Bảo hiểm Bưu điện | PTI | 33.000 | N/A | N/A | 113 | N/A | N/A | N/A | 1,46 | N/A | (17,2) | N/A | (4,06) | N/A |
| Bảo hiểm Petrolimex | PGI | 26.200 | N/A | N/A | 124 | 22,5 | 14,3 | N/A | 1,73 | N/A | 11,8 | N/A | 3,10 | N/A |
| Bảo hiểm BIDV | BIC | 28.400 | N/A | N/A | 142 | 10,0 | 10,7 | N/A | 1,30 | N/A | 12,2 | N/A | 4,91 | N/A |
| Bảo hiểm Hàng không | AIC | 10.000 | N/A | N/A | 43 | N/A | 48,1 | N/A | 0,95 | N/A | 1,7 | N/A | 0,54 | N/A |
| Bảo hiểm Nông nghiệp | ABI | 32.000 | N/A | N/A | 69 | (12,6) | 10,2 | N/A | 1,16 | N/A | 12,1 | N/A | 6,44 | N/A |
| Bảo hiểm Bảo Long | BLI | 13.300 | N/A | N/A | 34 | 30,4 | 9,5 | N/A | 1,07 | N/A | 11,4 | N/A | 3,65 | N/A |
| Trung bình | | | | | | | 11,3 | 17,4 | 1,34 | | 7,0 | | 2,48 | |
| Trung vị | | | | | | | 10,4 | 14,3 | 1,35 | | 10,9 | | 3,21 | |

Ghi chú: Dữ liệu giá cổ phiếu tại ngày 07/04/2023. Các dự phóng đều dựa theo Bloomberg consensus ngoại trừ dự phóng cho BVH và MIG là của VNDirect Research.

Nguồn: VNDIRECT Research, Bloomberg, Báo cáo công ty

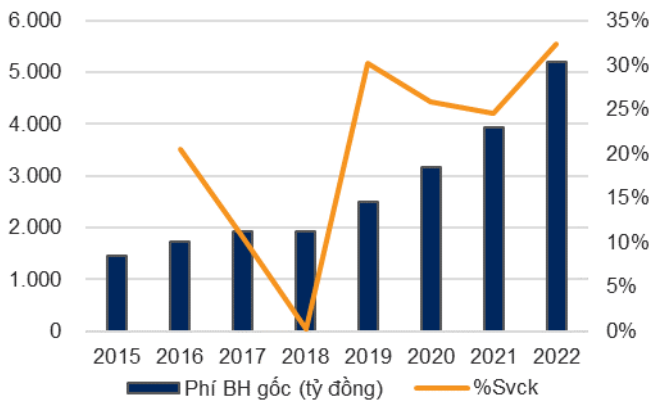
Tổng quan công ty

Ngôi sao mới nổi trong ngành bảo hiểm phi nhân thọ

Tổng Công ty Bảo hiểm Quân đội (MIG) được thành lập vào năm 2007. DN chuyên cung cấp các sản phẩm BH PNT trên cả hai lĩnh vực BH cá nhân (tai nạn con người, chăm sóc sức khỏe, xe cơ giới) và BH thương mại, công nghiệp (tài sản & thiệt hại, cháy nổ, hàng hóa, hàng không, tàu thuyền cũng như nhiều loại hình khác). Tính đến 2021, MIG có 69 công ty con và 4.200 đại lý trên khắp 63 tỉnh thành của Việt Nam.

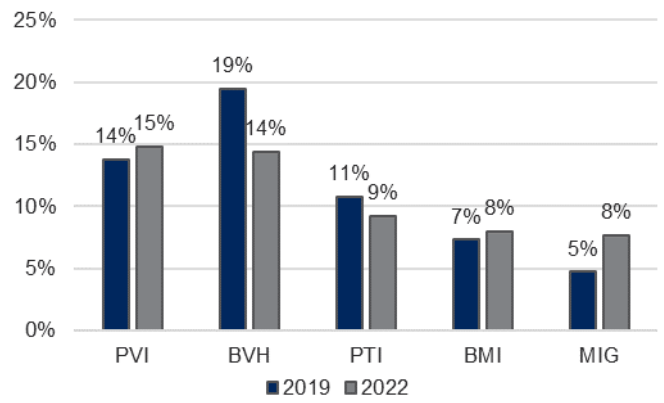
MIG đã mở rộng quy mô nhanh chóng trong những năm gần đây và vươn lên top 5 DN BH lớn nhất theo phí BH gốc vào năm 2021 (tiếp tục duy trì top 5 trong 2022). Cụ thể, MIG đã đạt tốc độ tăng trưởng kép phí BH gốc lên tới 20% trong giai đoạn 2015-22, vượt xa mức trung bình 11% của ngành. Về cơ cấu sản phẩm, MIG có tỷ trọng lớn ở các dòng sản phẩm BH cá nhân với 36% và 33% phí BH gốc năm 2022 lần lượt đến từ BH sức khỏe và BH xe cơ giới.

Hình 6: MIG ghi nhận tăng trưởng phí BH gốc mạnh mẽ trong 4 năm vừa qua bất chấp gián đoạn do COVID trong 2 năm 2020-21



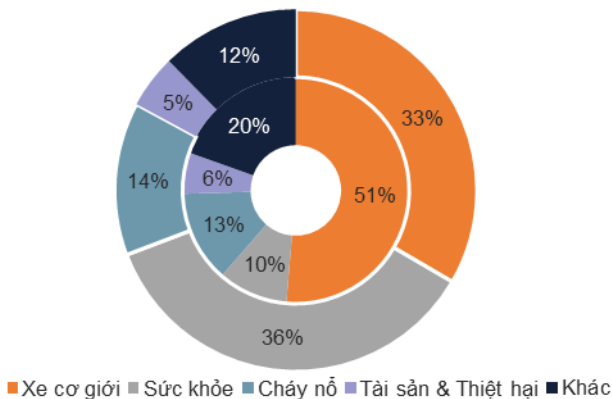
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 7: MIG đã chiếm được nhiều thị phần trong những năm gần đây (biểu đồ thể hiện thị phần của top 5 DN BH theo phí BH gốc năm 2022)



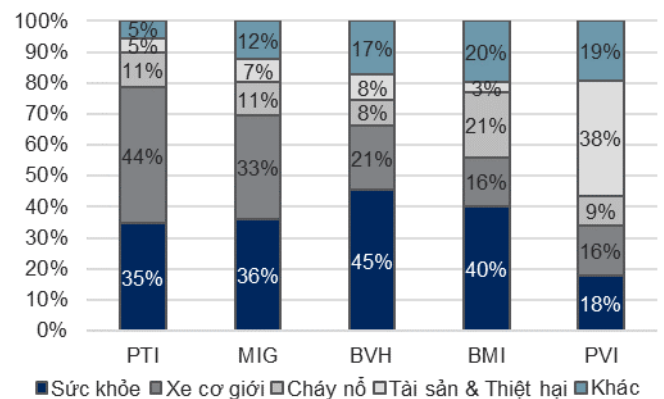
Nguồn: VNDIRECT Research, Hiệp hội Bảo hiểm Việt Nam (HHBH), Báo cáo công ty

Hình 8: Cơ cấu sản phẩm của MIG theo phí BH gốc cho thấy tỷ trọng lớn ở các dòng sản phẩm BH cá nhân (2019-22, từ trong ra ngoài)



Nguồn: VNDIRECT Research, HHHB, Báo cáo công ty

Hình 9: Dựa trên phí BH gốc năm 2022, MIG và PTI có tỷ trọng doanh thu BH sức khỏe và BH xe cơ giới lớn hơn so với BVH, PVI và BMI



Nguồn: VNDIRECT Research, HHHB, Báo cáo công ty

Tỷ suất sinh lời trên vốn của MIG ở trên mức trung bình

Trong 5 năm qua (2018-2022), MIG trên trung bình đạt 11,7% ROE, cao hơn mức trung vị của các DN niêm yết cùng ngành khác là 10,1%. Đây là kết quả

đáng nể khi DN đã liên tục cải thiện được thị phần trong thời gian qua. Thường thì các DN BH PNT phải đánh đổi phí/lợi nhuận, đặc biệt là trong các mảng BH cá nhân, để có thể giành lấy thị phần trước khi cố gắng tối ưu hóa lợi nhuận. MIG đã chứng minh rằng họ có khả năng tăng trưởng quy mô nhưng vẫn mang lại một mức sinh lời ổn định. Như đã đề cập ở trên, chúng tôi cho rằng chiến lược đầu tư linh hoạt đã đóng góp vào kết quả kinh doanh vượt trội của MIG so với ngành trong 5 năm qua.

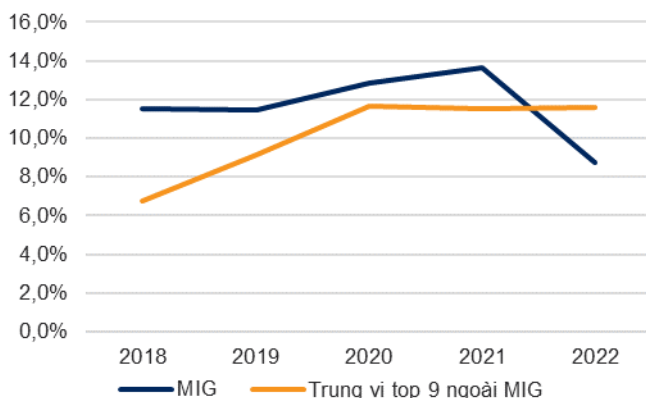
Công bằng mà nói thì MIG đã được hưởng lợi đáng kể trong giai đoạn dịch COVID 2020-21 nhờ có tỷ trọng doanh thu lớn ở vào mảng BH sức khỏe và BH xe cơ giới. Tỷ lệ bồi thường ở 2 dòng sản phẩm này đã giảm đáng kể hơn so với các dòng sản phẩm BH thương mại và công nghiệp. Bên cạnh đó, tỷ lệ giữ lại của MIG trong doanh thu khai thác mới tương đối thấp nên DN không thực sự nhận thêm quá nhiều rủi ro bảo hiểm.

Tuy nhiên, năm 2022 lại là một năm khó khăn đối với MIG khi Việt Nam mở cửa trở lại tạo áp lực tăng lên tỷ lệ bồi thường, môi trường lãi suất thấp cùng với việc thị trường chứng khoán sụt giảm mạnh đã khiến lợi suất đầu tư của DN sụt giảm mạnh. Do đó, trong năm 2022 ROE của MIG giảm xuống chỉ còn 8,6%.

Về nguồn vốn, MIG đang có kế hoạch tăng vốn 286 tỷ đồng trong năm nay thông qua phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và cho nhân viên (286 triệu cổ phiếu, chiếm 17,4% tổng số hiện tại). Mục đích của đợt tăng vốn lần này bao gồm: 1) cải thiện khả năng giữ lại, giúp gia tăng lợi nhuận, 2) nâng cao năng lực đấu thầu, 3) đảm bảo khả năng thanh toán lành mạnh và 4) đầu tư vào công nghệ. MIG đã nhận được sự chấp thuận của Bộ Tài chính và dự kiến sẽ hoàn thành kế hoạch tăng vốn trong năm nay.

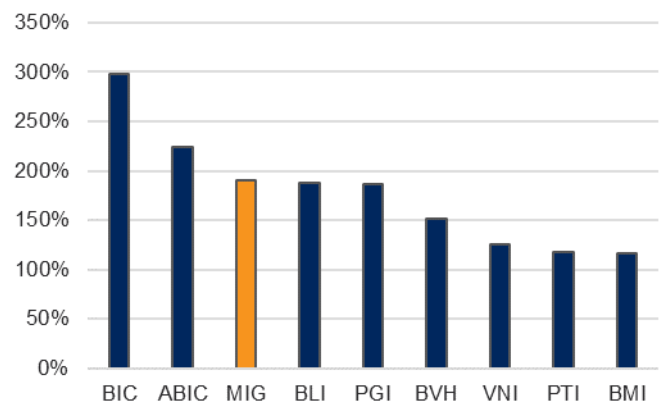
So với các DN cùng ngành, tỷ lệ biên khả năng thanh toán của MIG hiện đã đạt mức tương đối tốt là 190% vào cuối 2022. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc tăng vốn vẫn sẽ là một bước phát triển cần thiết và tích cực cho DN với hai mục tiêu chính là cải thiện khả năng đấu thầu và tăng tỷ lệ giữ lại, vốn rất quan trọng đối với các hợp đồng BH thương mại và công nghiệp.

Hình 10: MIG đạt ROE vượt trung bình nhóm DN BH niêm yết giai đoạn 2018-21 nhưng kém hơn trong 2022



Nguồn: VNDIRECT Research, HHBH, Báo cáo công ty

Hình 11: Tỷ lệ biên khả năng thanh toán của MIG tương đối tốt so với các DN BH niêm yết khác (số liệu cuối 2022)



Nguồn: VNDIRECT Research, HHBH, Báo cáo công ty

MIG đã vươn lên là 1 DN top đầu ở mảng BH cá nhân nhưng vẫn còn nhiều dư địa để cải thiện ở mảng BH thương mại và công nghiệp

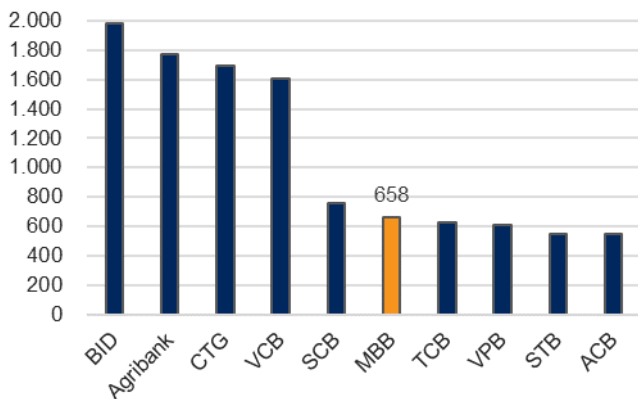
Khả năng tận dụng lợi thế từ hệ sinh thái MBBank và Viettel

Ngân hàng Quân đội (MBB) là cổ đông lớn nhất của MIG với tỷ lệ sở hữu 68,4%. Xét về tổng tài sản, MBB là ngân hàng lớn thứ 6 tại Việt Nam, phục vụ gần 20 triệu khách hàng cá nhân tính đến cuối 2022. Tập khách hàng khổng lồ của ngân hàng là cơ hội lớn để MIG bán chéo các sản phẩm của mình, đặc biệt là BH sức khỏe và BH xe cơ giới. Trong năm 2020, doanh số banca qua MBB đạt 554 tỷ đồng (+37,5% svck), chiếm 18% tổng doanh thu phí BH gốc.

Ngoài MIG, MBB còn sở hữu công ty chứng khoán MBS, công ty quản lý quỹ MB Capital, công ty tài chính tiêu dùng MCredit và công ty BH nhân thọ MBAgeas Life. Các DN này bổ sung cho nhau để mang đến cho khách hàng một hệ thống dịch vụ tài chính hoàn chỉnh (ngân hàng, đầu tư và bảo hiểm), mang lại giá trị lớn cho khách hàng. Trong số các DN BH khác, chỉ có Bảo Việt (BVH), DN BH lớn nhất Việt Nam, có thể cung cấp một hệ thống dịch vụ tương xứng (xem [báo cáo lần đầu](#) của chúng tôi về BVH để biết thêm chi tiết).

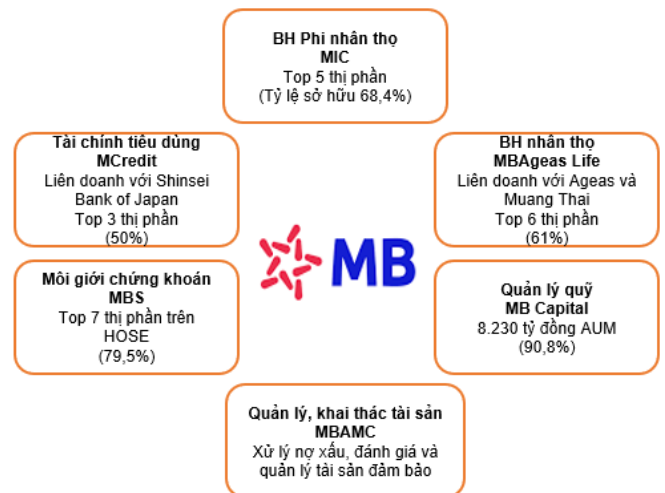
Hơn nữa, MIG và MBB là thành viên của hệ sinh thái lớn hơn liên quan đến Viettel và Bộ Quốc phòng. Lưu ý rằng Viettel, một cổ đông lớn của MBB, hiện là tập đoàn viễn thông lớn nhất tại Việt Nam. Viettel thuộc sở hữu của chính phủ và hoạt động dưới sự giám sát của Bộ Quốc phòng. Quy mô và tầm cỡ lớn của Viettel tạo cơ hội cho MIG mở rộng tệp khách hàng và khả năng phân phối. Cụ thể, trong năm 2021, MIG đã ký kết hợp đồng phân phối với Viettel Post (mã: VTP), theo đó VTP sẽ giúp phân phối sản phẩm của MIG qua 813 cửa hàng cung cấp dịch vụ viễn thông, 30.000 điểm bán hàng và 1.000 bưu cục. Nhìn chung, chúng tôi tin rằng mối quan hệ chặt chẽ với MBB và Viettel đã, đang và sẽ tiếp tục là một trong những lợi thế cạnh tranh quan trọng nhất của MIG.

Hình 12: Top 10 ngân hàng ở Việt Nam xét trên tổng tài sản cuối Q2/22 (Đơn vị: nghìn tỷ đồng) – MBB đứng thứ 6



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 13: MIG là một thành viên trong hệ sinh thái dịch vụ tài chính toàn diện của MBBank



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

MIG đã có những bước tiến vượt bậc ở mảng BH cá nhân

Thị phần mảng BH sức khỏe tăng mạnh nhưng tỷ lệ giữ doanh thu lại thấp

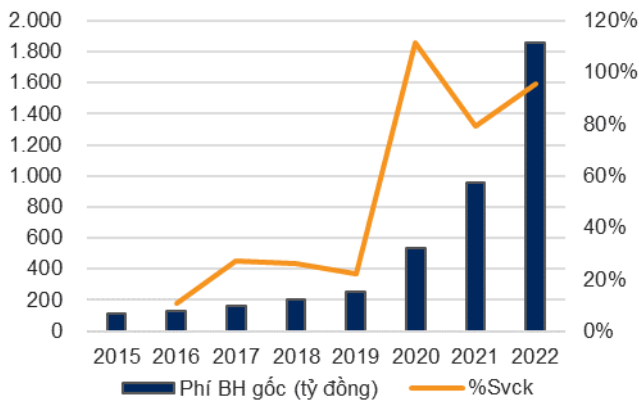
MIG đã có sự tăng trưởng vượt bậc trong mảng BH sức khỏe trong 3 năm qua, với quy mô doanh thu tăng gấp gần 7,5 lần từ 250 tỷ đồng phí BH gốc vào 2019 lên ~1.900 tỷ đồng vào 2022. Qua đó, MIG đã đạt được tốc độ tăng trưởng kép 95% trong giai đoạn 2019-22 so với ngành chỉ vọt vọt 9%. Xét về thị phần, DN đã vươn lên từ vị trí 13 vào 2017 lên vị trí thứ 4 vào 2022. Dựa theo trao đổi của chúng tôi với một số chuyên gia trong ngành, sự tăng trưởng nhanh chóng của

MIG một phần lớn đến từ thành công việc trong việc bán chéo các sản phẩm BH sức khỏe cho khách hàng của nhiều ngân hàng và các công ty tài chính tiêu dùng. MIG hiện đang hợp tác với hơn 10 ngân hàng để giúp phân phối sản phẩm của mình, với doanh số bán hàng thông qua kênh banca chiếm đến 24% tổng doanh thu phí BH gốc vào năm 2021.

Mặc dù việc phí BH gốc tăng trưởng mạnh là một thành công rõ rệt, chúng tôi vẫn chưa nắm rõ tại sao MIG lại nhượng tái BH phần lớn các hợp đồng BH sức khỏe mới khai thác được cho các DN BH khác. Cụ thể, trong khi phí BH gốc tăng ~1.600 tỷ đồng trong 2019-22, thì phí BH thuần năm 2022 chỉ tăng ~370 tỷ đồng. Điều này khá bất thường vì các DN BH có xu hướng giữ lại gần 100% phí BH trong các hợp đồng BH sức khỏe. DN cho biết việc thiếu vốn là một trong những lý do khiến tỷ lệ giữ lại thấp; tuy nhiên, chúng tôi nghĩ rằng tỷ lệ khả năng thanh toán của MIG hiện ở mức tương đối tốt ở khoảng 190% vào cuối 2022.

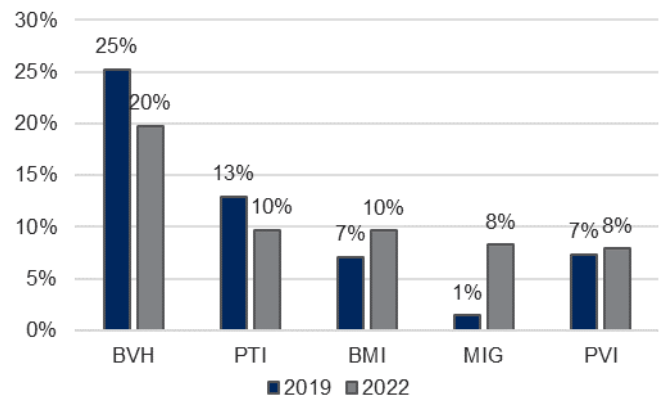
Về hoạt động bồi thường, các DN BH sức khỏe bao gồm MIG có tỷ lệ bồi thường thấp trong giai đoạn 2020-21 do đại dịch COVID. Tuy nhiên, khi Việt Nam mở cửa trở lại sau giãn cách xã hội vào 2022, tỷ lệ bồi thường cho sản phẩm BH sức khỏe của MIG đã tăng mạnh và ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận của DN. Trong thời gian tới, nếu MIG có thể tăng trưởng thông qua bán chéo cho khách hàng thuộc hệ sinh thái MBB/Viettel, chúng tôi cho rằng DN sẽ đạt được kết quả tốt ở cả doanh thu lẫn lợi nhuận. Tuy nhiên, đối với khách hàng ngoài hệ sinh thái của mình thì sẽ không dễ cho MIG có thể mở rộng thị phần và cải thiện khả năng sinh lời cùng một lúc.

Hình 14: Kể từ năm 2020, MIG đã có những bước tiến vượt bậc với sản phẩm BH sức khỏe



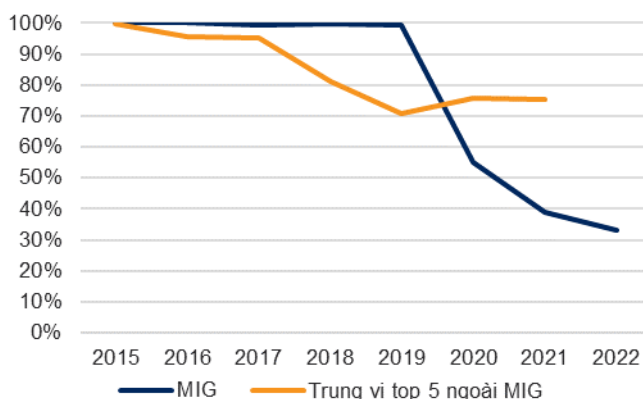
Nguồn: VNDIRECT Research, HHBH, Báo cáo công ty

Hình 15: Thị phần BH sức khỏe của MIG đã nhay vọt trong 3 năm gần đây



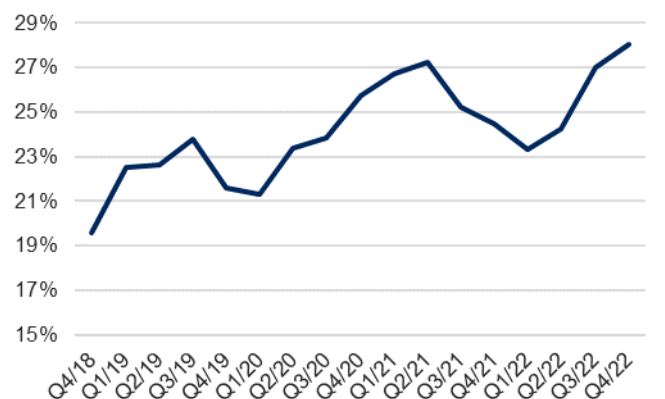
Nguồn: VNDIRECT Research, HHBH, Báo cáo công ty

Hình 16: Tỷ lệ giữ lại của của MIG cho sản phẩm BH sức khỏe chỉ ở khoảng 30%, thấp hơn nhiều so với mức chung của ngành



Nguồn: VNDIRECT Research, HHBH, Báo cáo công ty

Hình 17: Tỷ lệ bồi thường của MIG cho sản phẩm BH sức khỏe đã tăng mạnh trong năm 2022 (dữ liệu trượt 12 tháng)



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

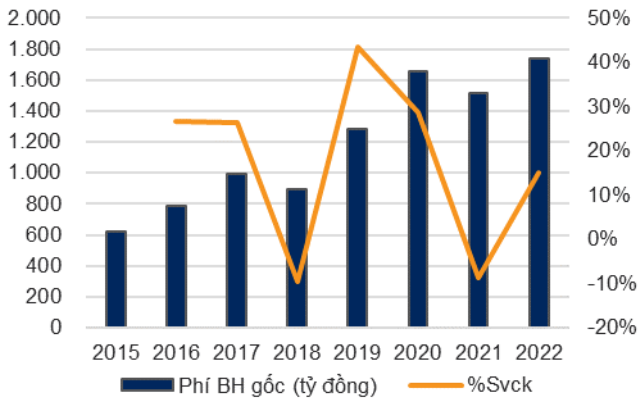
MIG đứng vững ở top 4 DN BH xe cơ giới

Như đã đề cập trong các báo cáo ngành BH trước đây, BH xe cơ giới có lẽ là mảng BH PNT có tính cạnh tranh cao nhất. Về cơ bản, BH xe cơ giới không phải là một sản phẩm phức tạp và có giá trị bảo hiểm tương đối thấp (tức là ít rủi ro hơn). Sản phẩm này cũng có tiềm năng tăng trưởng cao do tỷ lệ sở hữu xe ô tô ở Việt Nam vẫn còn thấp. Về khía cạnh tăng trưởng, MIG đã khá thành công trong việc duy trì thị phần ở khoảng 9,5% trong 3 năm qua để đứng vững trong top 3-4. Trong giai đoạn 2019-22, MIG ghi nhận tăng trưởng kép phí BH gốc là 10,6%, cao hơn đáng kể so với ngành ở mức 3,7%.

Tương tự như mảng BH sức khỏe, chúng tôi nhận thấy tỷ lệ giữ lại của MIG trong mảng BH xe cơ giới ở khoảng 57% là khá thấp so với các DN cùng ngành và chúng tôi cho rằng DN hoàn toàn có thể tăng tỷ lệ giữ lại để tối đa hóa tiềm năng lợi nhuận.

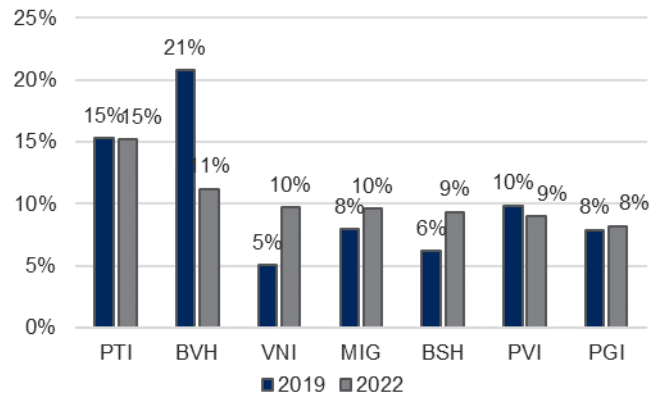
Về hoạt động bồi thường, BH xe cơ giới luôn là một mảng sản phẩm khó để cho các DN BH có thể duy trì khả năng sinh lời cao do tính cạnh tranh khốc liệt về giá và mức độ gian lận bảo hiểm vẫn còn cao. Mặc dù năm 2020 và 2021 là những năm rất thuận lợi đối với các DN BH xe cơ giới xét từ góc độ bồi thường (chủ yếu do COVID), nhưng sang đến 2022 thì tỷ lệ bồi thường ở mảng này đã tăng mạnh khi các phương tiện lưu thông trở lại. MIG cũng không phải ngoại lệ khi ghi nhận tỷ lệ bồi thường xe cơ giới cao hơn đáng kể trong năm ngoái.

Hình 18: MIG ghi nhận tăng trưởng doanh thu tốt trong mảng BH xe cơ giới trong những năm gần đây



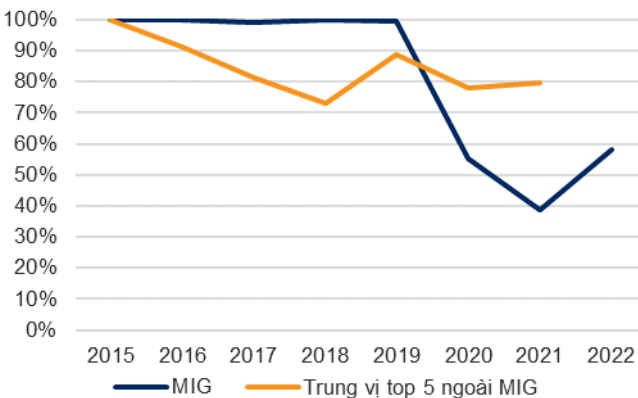
Nguồn: VNDIRECT Research, HHBH, Báo cáo công ty

Hình 19: Với thị phần gần 10%, MIG là một trong những DN BH dẫn đầu thị phần BH xe cơ giới



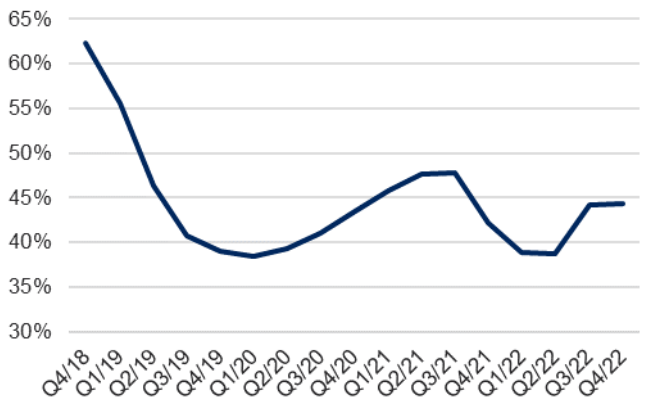
Nguồn: VNDIRECT Research, HHBH, Báo cáo công ty

Hình 20: Tỷ lệ giữ lại của MIG cho sản phẩm BH xe cơ giới chỉ ở khoảng 60%, thấp hơn so với mức chung của ngành



Nguồn: VNDIRECT Research, HHBH, Báo cáo công ty

Hình 21: Tỷ lệ bồi thường cho mảng xe cơ giới của MIG tăng mạnh trong 2022 (dữ liệu trượt 12 tháng)



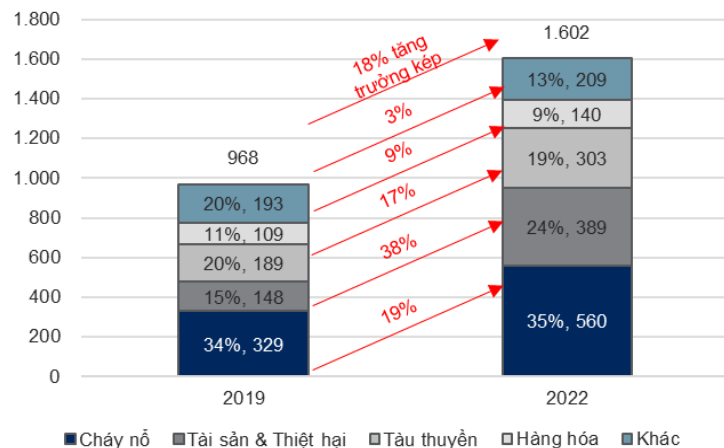
Nguồn: VNDIRECT Research, HHBH, Báo cáo công ty

MIG còn nhiều dư địa để cải thiện thị phần trong mảng BH thương mại & công nghiệp

Phí BH gốc của MIG cho các sản phẩm BH thương mại & công nghiệp đạt ~1.600 tỷ đồng vào 2022. Toàn bộ mảng này đã tăng trưởng kép 18% trong giai đoạn 2019-22, cao hơn so với ngành là 12%. Xét theo từng sản phẩm, MIG đã giành được thị phần đáng kể trong mảng BH tài sản & thiệt hại trong 3 năm qua, và duy trì được thị phần ở các mảng BH cháy nổ, BH tàu thuyền, và BH hàng hóa. Chúng tôi tin rằng mối quan hệ chặt chẽ với ngân hàng mẹ MBB và tập đoàn Viettel đã giúp MIG giành được nhiều hợp đồng BH tài sản & thiệt hại trong những năm qua do MBB là bên cho vay của nhiều dự án lớn. Đơn cử, MBB là một trong những nhà tài trợ tài chính lớn cho ngành năng lượng tái tạo – ngành đã có những bước phát triển mạnh mẽ trong giai đoạn 2020-21.

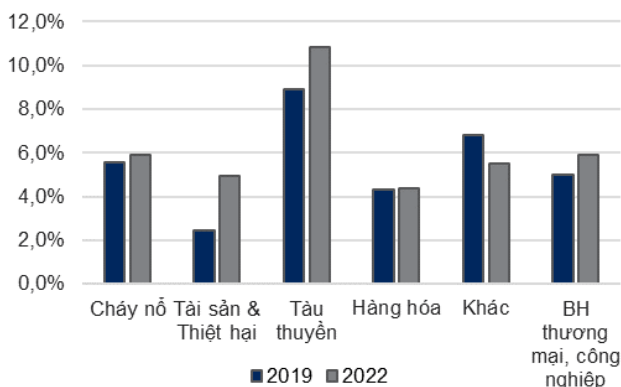
Mặc dù MIG đã làm khá tốt trong mảng BH thương mại & công nghiệp trong 3 năm qua, chúng tôi cho rằng MIG vẫn chưa phải là một trong những DN đầu ngành ở mảng này. Theo quan điểm của chúng tôi, MIG cần cải thiện hơn nữa năng lực tái bảo hiểm và đấu thầu để có thể cạnh tranh với 3 DN hàng đầu là PVI, BVH và BMI. Khác với top 3 DN này và một số DN BH thương mại & công nghiệp lớn khác như BIC và PGI, MIG chưa có một DN BH nước ngoài nào với nhiều kinh nghiệm và tiềm lực để làm cổ đông/đối tác chiến lược. Việc có được sự hỗ trợ của một DN BH nước ngoài sẽ là rất hữu ích để giành được các hợp đồng BH thương mại & công nghiệp vì phần lớn phí BH trong các hợp đồng này sẽ được nhượng tái ra thị trường nước ngoài. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng MIG đã nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài lên 100% và có kế hoạch tìm kiếm cổ đông chiến lược.

Hình 22: Cơ cấu BH thương mại của MIG dựa trên phí BH gốc theo sản phẩm – đáng chú ý nhất là sự tăng trưởng mạnh mẽ của BH tài sản & thiệt hại (đơn vị: tỷ đồng)



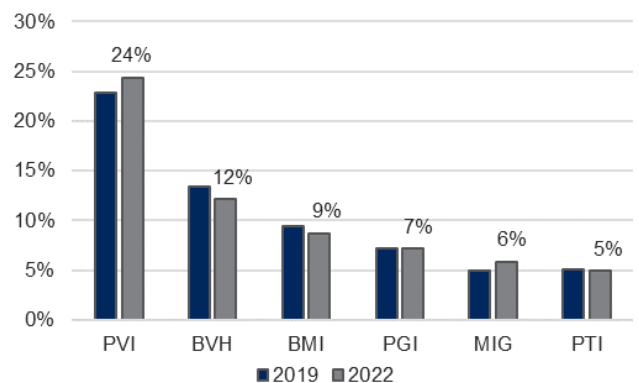
Nguồn: VNDIRECT Research, HHBH, Báo cáo công ty

Hình 23: Trong số các sản phẩm BH thương mại & công nghiệp, MIG đã tăng được thị phần BH tài sản & thiệt hại nhiều nhất trong 3 năm qua



Nguồn: VNDIRECT Research, HHBH, Báo cáo công ty

Hình 24: MIG đứng ở vị trí thứ 5 trong số các DN BH thương mại & công nghiệp lớn nhất, nhưng vẫn cách top 3 một khoảng lớn



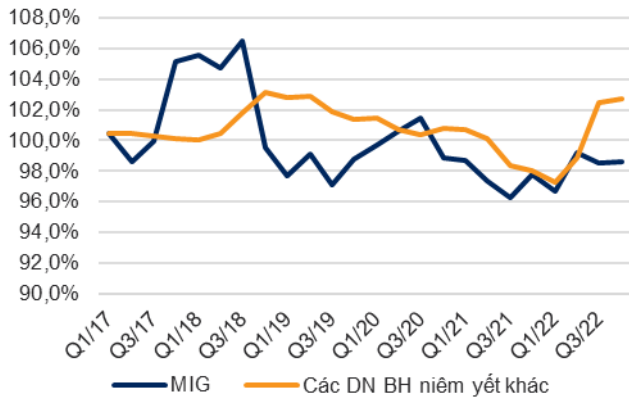
Nguồn: VNDIRECT Research, HHBH, Báo cáo công ty

Biên lợi nhuận từ HĐ kinh doanh BH vẫn chịu áp lực trong ngắn hạn

Tương tự như các DN BH khác, MIG có tỷ lệ kết hợp cao hơn vào 2022 khi tỷ lệ bồi thường tăng trở lại sau COVID như dự kiến. Tuy nhiên, DN đã làm tốt hơn mặt bằng chung trong việc thắt chặt chi phí, khi tỷ lệ kết hợp của MIG chỉ tăng 90 điểm cơ bản svck, thấp hơn đáng kể so với các DN BH niêm yết khác với mức tăng gần 500 điểm cơ bản. Đặc biệt, MIG đã kiểm soát tốt tỷ lệ chi phí để bù đắp một phần tác động đến từ tỷ lệ bồi thường tăng mạnh.

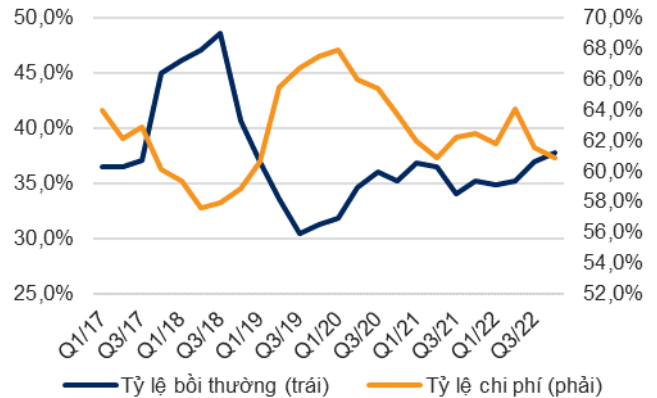
Về triển vọng năm 2023, những trao đổi mới nhất của chúng tôi với các chuyên gia trong ngành vẫn cho thấy thị trường PNT vẫn chịu sự cạnh tranh gay gắt với khả năng tăng phí BH hạn chế, trong khi lạm phát gia tăng đang gây áp lực lên chi phí bồi thường. Hơn nữa, hoạt động yêu cầu bồi thường trong Q1/22 vẫn hưởng lợi do đại dịch, do đó tạo mức nền thấp khi so sánh 2023 với cùng kỳ. Vì vậy, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận từ HĐKD BH của cả ngành BH PNT, bao gồm MIG, vẫn sẽ chịu nhiều áp lực giảm trong năm nay.

Hình 25: Tỷ lệ kết hợp của MIG tăng trong 2022, nhưng tăng ít hơn mặt bằng chung các DN BH niêm yết khác (dữ liệu trượt 12 tháng)



Nguồn: VNDIRECT Research, HNBH, Báo cáo công ty

Hình 26: Tỷ lệ bồi thường của MIG cũng tăng trong 2022 nhưng DN đã kiểm soát tốt tỷ lệ chi phí (dữ liệu trượt 12 tháng)



Nguồn: VNDIRECT Research, HNBH, Báo cáo công ty

Chiến lược đầu tư linh hoạt là một điểm khác biệt tích cực của MIG

Rủi ro càng cao, lợi nhuận sẽ càng lớn

Trong khi nhiều DN BH khác lựa chọn đầu tư phần lớn danh mục vào tiền gửi ngân hàng vốn mang tính an toàn cao thì MIG áp dụng phương pháp đầu tư linh hoạt hơn. Bên cạnh tiền gửi ngân hàng, MIG đầu tư một phần lớn danh mục của mình vào TPDN và ủy thác đầu tư với MBCapital, và qua đó, DN đầu tư vào nhiều loại tài sản khác nhau bao gồm cổ phiếu. Chúng tôi cho rằng chiến lược đầu tư linh hoạt này đã cho phép MIG đạt được lợi suất đầu tư tốt hơn so với trung bình ngành. Tuy nhiên, chiến lược này cũng khiến MIG gặp nhiều rủi ro về đầu tư và biến động về lợi nhuận hơn. Do đó, chiến lược này sẽ đòi hỏi khả năng quản lý danh mục cao từ ban lãnh đạo của MIG.

Chúng ta có thể thấy rõ ưu nhược điểm trong chiến lược đầu tư của MIG trong vòng 3 năm qua. Trong giai đoạn 2020-21, khi cả thị trường chứng khoán (TTCK) lẫn thị trường TPDN đều rất sôi động, MIG đã ghi nhận lợi suất đầu tư lên tới 7,6-7,7%, cao hơn hầu hết các DN cùng ngành. Tuy nhiên, khi TTCK lao dốc và thị trường TPDN bị thắt chặt bởi các cơ quan quản lý trong 2022, lợi suất đầu tư của MIG đã sụt giảm xuống chỉ còn 4,9%

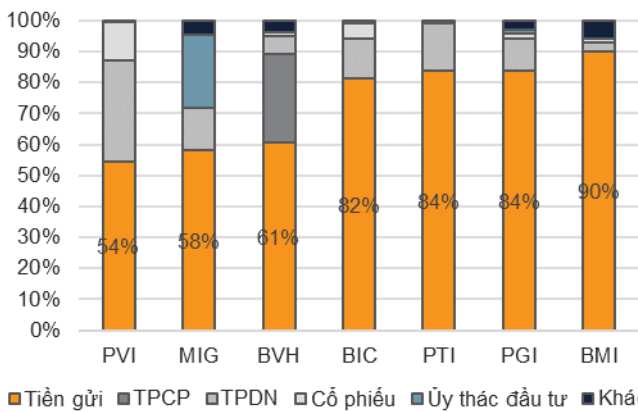
Tính đến cuối 2022, 58% danh mục đầu tư của MIG nằm ở tiền gửi ngân hàng, thấp hơn so với hầu hết các DN niêm yết cùng ngành. 24% tương đương với 860 tỷ đồng được ủy thác đầu tư, trong đó chúng tôi cho rằng 1 phần không nhỏ được đầu tư vào cổ phiếu. 14% danh mục là TPDN và 4-5% còn lại là các khoản đầu tư vào công ty chưa niêm yết.

2023 sẽ là 1 năm thuận lợi cho MIG từ góc độ đầu tư

Chúng tôi kỳ vọng lãi suất huy động cao hơn và TTCK hồi phục sẽ giúp MIG cải thiện tốt hiệu quả đầu tư trong 2023. Lãi suất tiền gửi đã tăng mạnh sau khi NHNN tăng lãi suất điều hành thêm 200 điểm cơ bản trong tháng 10 và 11 năm 2022. Bình quân lãi suất huy động với kỳ hạn 12 tháng tại các ngân hàng thương mại quốc doanh và tư nhân đã tăng lần lượt 170 điểm cơ bản và 220 điểm cơ bản so với đầu năm 2022 và vượt qua mức trước dịch COVID (2019). Đây là động lực tích cực cho ngành BH nói chung chung do phần lớn danh mục đầu tư của các DN BH là tiền gửi ngân hàng và TPDN với lãi suất thả nổi.

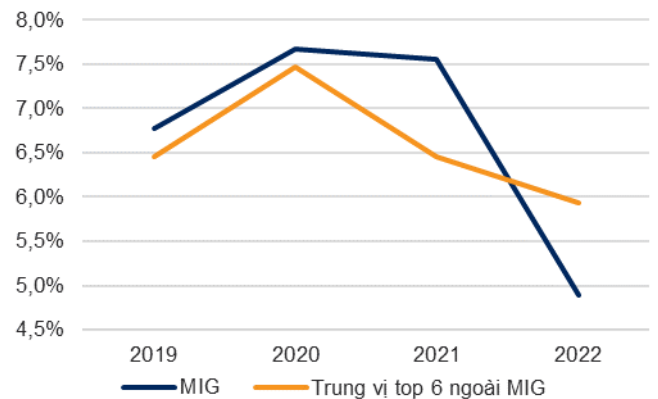
Về TTCK, 2022 là một năm thực sự khó khăn cho nhà đầu tư khi mà VN-INDEX đã giảm tới hơn 33%. Chúng tôi ước tính sự sụt giảm của thị trường cổ phiếu đã khiến lợi suất từ khoản ủy thác đầu tư của MIG giảm từ 12-13% trong 2021 xuống chỉ còn 1-2% trong 2022. Tuy nhiên, sang tới 2023, chúng tôi có quan điểm lạc quan hơn về TTCK và kỳ vọng việc lợi nhuận tăng trưởng khoảng 15% và thị trường được định giá lại cao hơn sẽ đưa VN-INDEX tăng trở lại mốc 1.300-1.350 điểm. Nếu kịch bản này xảy ra, MIG sẽ được hưởng lợi rất lớn khi DN này tương đối năng động trong việc đầu tư vào TTCK.

Hình 27: Phân bổ tài sản đầu tư của 7 DN BH hàng đầu – Danh mục của MIG ít tập trung hơn vào tiền gửi ngân hàng so với các DN BH niêm yết khác (dữ liệu tại cuối 2022)



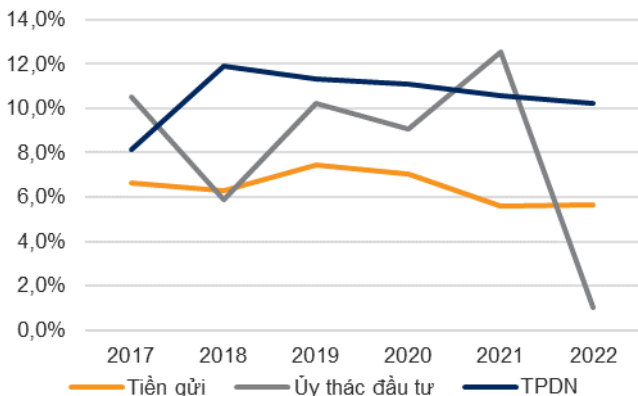
Nguồn: VNDIRECT Research, HHBH, Báo cáo công ty

Hình 28: Lợi suất đầu tư của MIG cao hơn các DN lớn cùng ngành trong giai đoạn 2019-21 nhưng thấp hơn đáng kể trong 2022



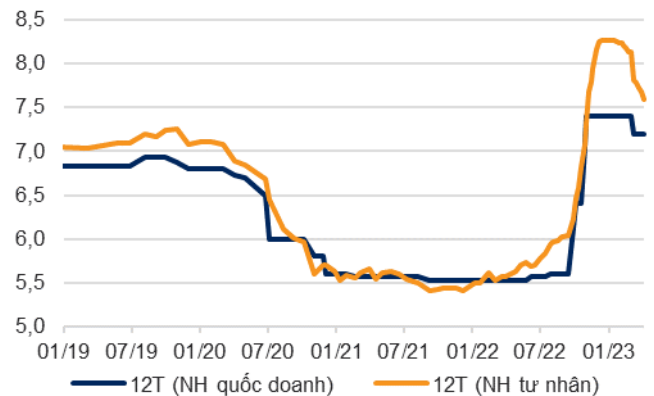
Nguồn: VNDIRECT Research, HHBH, Báo cáo công ty

Hình 29: Lợi suất đầu tư phân theo loại hình tài sản của MIG – Ủy thác đầu tư có nhiều biến động nhất khả năng cao do tỷ trọng cổ phiếu cao



Nguồn: VNDIRECT Research, HHBH, Báo cáo công ty

Hình 30: Lãi suất tiền gửi ngân hàng đã tăng mạnh trong cuối năm 2022 và vượt mức trước dịch COVID



Nguồn: VNDIRECT Research, HHBH, Báo cáo công ty

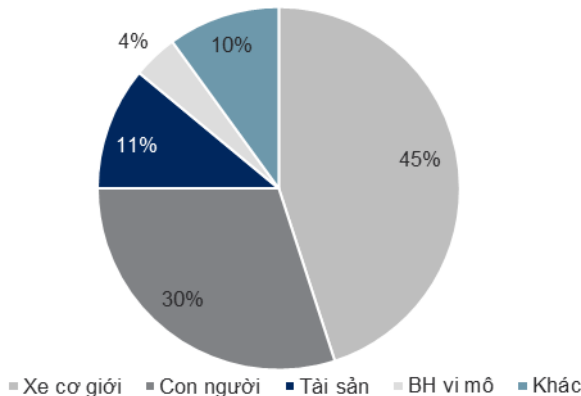
Mặc dù chúng tôi kỳ vọng đã tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ của MIG sẽ tiếp tục, chúng tôi vẫn thận trọng trong dự phóng biên lợi nhuận

Kế hoạch tăng trưởng cho đến năm 2026 đầy tham vọng của Ban lãnh đạo

Trong báo cáo thường niên 2021, MIG đưa ra các mục tiêu kinh doanh với tầm nhìn đến năm 2026 mà theo chúng tôi là khá tham vọng. Cụ thể, DN đặt ra mục tiêu tăng trưởng kép trong giai đoạn 2021-25 cho phí BH gốc, lợi nhuận, và vốn chủ sở hữu lần lượt là 23%, 30% và 20%. Đến năm 2026, MIG đặt mục tiêu lọt vào top 3 thị phần về doanh thu với ROE trên 20% và tỷ lệ kết hợp dưới 95%.

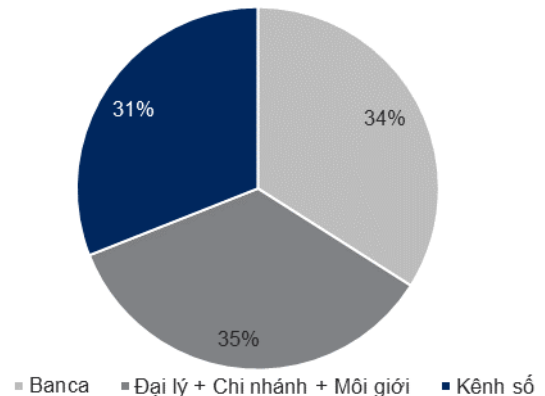
MIG đưa ra 3 giải pháp chính để đạt được các mục tiêu này. Đầu tiên, DN đang tìm cách phát triển các sản phẩm mới, đẩy mạnh phát triển kênh banca và bắt đầu triển khai bán hàng qua kênh số bằng cách áp dụng quy trình khiếu nại bồi thường tự động cũng như chuẩn hóa quy trình chăm sóc khách hàng. Thứ hai, MIG đang thúc đẩy quá trình chuyển đổi công nghệ, bao gồm nâng cấp hệ thống bảo hiểm cốt lõi, số hóa các quy trình hoạt động, và xây dựng hệ thống kho dữ liệu và báo cáo thông minh. Thứ ba, cải thiện hiệu quả quản lý thông qua việc tinh gọn và tối ưu hóa hệ thống công ty thành viên.

Hình 31: Doanh thu dự kiến theo sản phẩm trong năm 2026 (theo định hướng của ban lãnh đạo)



Nguồn: VNDIRECT Research, HHHB, Báo cáo công ty

Hình 32: Doanh thu dự kiến theo kênh phân phối trong năm 2026 (theo định hướng của ban lãnh đạo)



Nguồn: VNDIRECT Research, HHHB, Báo cáo công ty

Chúng tôi giữ quan điểm thận trọng với dự phóng cho giai đoạn 2023-25

Mặc dù chúng tôi đánh giá cao tham vọng của MIG, chúng tôi cho rằng các mục tiêu tài chính dài hạn đến năm 2026 của DN chưa thực sự thực tế, đặc biệt là các mục tiêu liên quan đến khả năng sinh lời (ROE, tỷ lệ kết hợp). Nhìn về quá khứ, chúng ta khó có thể tìm thấy một DN BH nào đã có thể cùng lúc giành được nhiều thị phần và cải thiện khả năng sinh lời, đặc biệt là trong lĩnh vực BH xe cơ giới và BH sức khỏe.

Kênh banca với mục tiêu dự kiến sẽ chiếm hơn 34% tổng doanh số bán hàng vào năm 2026, là một kênh bán hàng tốn kém do ngân hàng là bên có nhiều quyền thương lượng hơn vì họ sở hữu quyền tiếp cận khách hàng. Trong khi đó, các kênh số có thể giúp MIG tiếp cận khách hàng với chi phí thấp hơn nhưng vẫn chỉ là trên lý thuyết và hiện chưa có DN BH nào thực sự thành công với kênh này. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng vẫn sẽ khó để MIG có thể tăng trưởng mạnh doanh thu qua hai kênh phân phối này với biên lợi nhuận hấp dẫn.

Mặc dù quan ngại về tính khả thi của các mục tiêu về khả năng sinh lời, chúng tôi lạc quan hơn về kế hoạch tăng trưởng doanh thu của MIG khi DN này đang sở hữu một lợi thế cạnh tranh rất lớn là thành viên của hệ sinh thái MBBank/Viettel. Do đó, chúng tôi dự phóng phí BH gốc của MIG có thể tăng trưởng kép 17% trong giai đoạn 2023-25, cao hơn so với ngành ở khoảng 10-12%. Đồng nghĩa, thị phần của MIG sẽ được cải thiện từ 7,7% trong 2022 lên

khoảng 8,5-9,0% trong 2025. Dựa trên dự phóng của chúng tôi, MIG sẽ duy trì được vị trí top 3-5 DN bảo hiểm lớn nhất Việt Nam xét trên doanh thu.

Về khả năng sinh lời, chúng tôi kỳ vọng MIG sẽ ghi nhận tỷ lệ kết hợp cao hơn vào 2023 svck do mức nền thấp trong Q1/22 bởi COVID và phí BH vẫn hết sức cạnh tranh mạnh. Trong những năm tiếp theo, chúng tôi thận trọng dự báo rằng công ty có thể cải thiện tỷ lệ kết hợp khoảng 10 điểm cơ bản mỗi năm.

Về hiệu quả đầu tư, chúng tôi dự báo lợi suất sẽ cải thiện đáng kể vào năm 2023 nhờ lãi suất tiền gửi cao hơn và TTCK hồi phục. Trong những năm tiếp theo, chúng tôi dự báo lợi suất sẽ quay về khoảng 7,5%.

Dựa theo dự phóng của chúng tôi về doanh thu và lợi nhuận, MIG sẽ đạt ROE ở khoảng 11-12% trong giai đoạn 2023-25.

Hình 33: Dự phóng KQKD của MIG trong giai đoạn 2023-25 (Đơn vị: tỷ đồng, ngoại trừ mục EPS và BVPS có đơn vị là đồng)

| Chỉ số tài chính | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | Tăng trưởng kết 5 năm |
|--|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------------------|
| Phí BH gốc | 2.923 | 3.400 | 4.789 | 6.314 | 7.375 | 8.456 | 23,7% |
| svck | 30,1% | 16,3% | 40,9% | 31,8% | 16,8% | 14,7% | |
| Phí BH thuần | 2.057 | 2.150 | 2.694 | 3.268 | 4.006 | 4.837 | 18,7% |
| svck | 25,6% | 4,5% | 25,3% | 21,3% | 22,6% | 20,7% | |
| LN từ hoạt động kinh doanh BH | 23 | 48 | 37 | 12 | 19 | 28 | 3,8% |
| svck | 11,9% | 110,0% | -23,2% | -67,2% | 55,5% | 46,3% | |
| LN từ hoạt động đầu tư tài chính | 216 | 230 | 161 | 290 | 309 | 327 | 8,6% |
| svck | 40,0% | 6,4% | -30,2% | 80,6% | 6,3% | 5,9% | |
| Lợi nhuận sau thuế của chủ sở hữu tập đoàn | 194 | 224 | 159 | 242 | 262 | 284 | 7,9% |
| svck | 36,8% | 15,4% | -28,8% | 51,8% | 8,2% | 8,2% | |
| Khoản đầu tư tài chính | 3.158 | 3.420 | 3.638 | 3.941 | 4.228 | 4.545 | 7,6% |
| svck | 12,5% | 8,3% | 6,4% | 8,3% | 7,3% | 7,5% | |
| Vốn chủ sở hữu | 1.535 | 1.748 | 1.892 | 2.134 | 2.396 | 2.680 | 11,8% |
| svck | 3,7% | 13,9% | 8,3% | 12,8% | 12,3% | 11,8% | |
| Lãi cơ bản trên mỗi cổ phiếu | 1.179 | 1.361 | 969 | 1.472 | 1.593 | 1.724 | 7,9% |
| svck | 18,6% | 15,4% | -28,8% | 51,8% | 8,2% | 8,2% | |
| Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu | 9.335 | 10.628 | 11.507 | 12.979 | 14.572 | 16.296 | 11,8% |
| svck | 3,7% | 13,9% | 8,3% | 12,8% | 12,3% | 11,8% | |

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

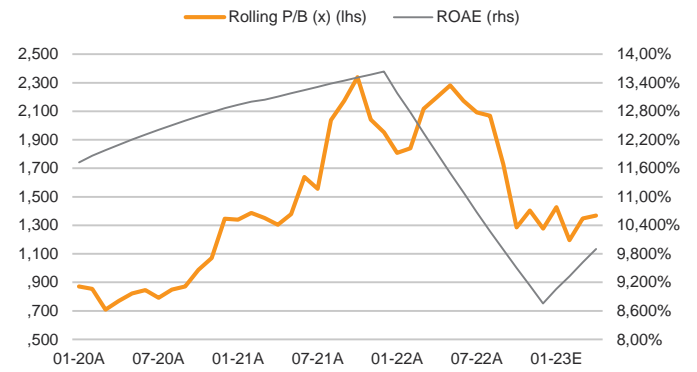
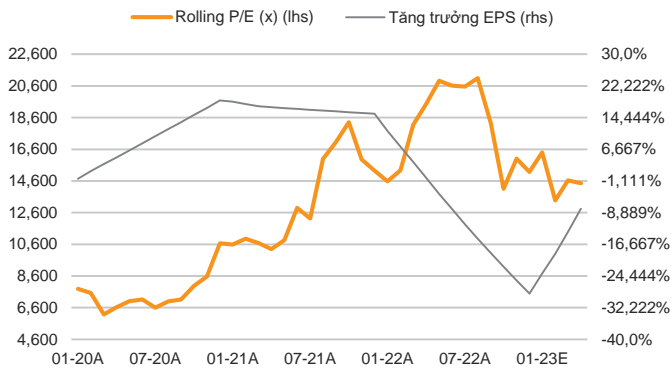
Hình 34: Các chỉ số tài chính quan trọng trong năm 2023-25

| Chỉ số tài chính | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--------------------------------|---------|----------|---------|--------|--------|--------|
| Tỷ lệ giữ lại | 67% | 56% | 48% | 50% | 53% | 56% |
| svck | -485bps | -1040bps | -768bps | 155bps | 290bps | 314bps |
| Tỷ lệ bồi thường | 35,2% | 35,3% | 37,7% | 39,7% | 39,7% | 39,6% |
| svck | 394bps | 7bps | 247bps | 199bps | -1bps | -7bps |
| Tỷ lệ chi phí | 63,7% | 62,5% | 60,9% | 59,9% | 59,8% | 59,8% |
| svck | -381bps | -119bps | -160bps | -99bps | -9bps | -3bps |
| Tỷ lệ kết hợp | 98,9% | 97,8% | 98,6% | 99,6% | 99,5% | 99,4% |
| svck | 14bps | -112bps | 86bps | 100bps | -10bps | -10bps |
| Lợi suất đầu tư tài chính | 7,7% | 7,6% | 4,9% | 8,0% | 7,9% | 7,7% |
| svck | 90bps | -11bps | -267bps | 312bps | -13bps | -13bps |
| ROA | 3,67% | 3,66% | 1,98% | 2,57% | 2,46% | 2,31% |
| svck | 63bps | -1bps | -167bps | 59bps | -11bps | -14bps |
| ROE | 13,1% | 13,5% | 8,6% | 11,8% | 11,4% | 11,0% |
| svck | 259bps | 36bps | -488bps | 321bps | -46bps | -37bps |
| Tỷ lệ biên khả năng thanh toán | 172% | 134% | 190% | 179% | 164% | 152% |

*bsp = điểm cơ bản

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

| (tỷ VND) | 12-22A | 12-23E | 12-24E |
|---|----------------|----------------|----------------|
| Doanh thu phí bảo hiểm thuần | 3.773 | 4.497 | 5.367 |
| Hoa hồng TBH và khác | | | |
| Doanh thu thuần HKKD BH | 3.773 | 4.497 | 5.367 |
| Doanh thu hoạt động tài chính | 161 | 290 | 309 |
| Thu nhập ròng khác | 2 | 0 | 0 |
| Tổng lợi nhuận hoạt động | 3.936 | 4.787 | 5.676 |
| Chi bồi thường BH gốc và chi trả đáo hạn | (1.019) | (1.301) | (1.593) |
| Tăng(giảm) dự phòng dao động lớn | (542) | (655) | (792) |
| Các chi phí hoạt động khác | (2.175) | (2.529) | (2.962) |
| Tổng chi phí HKKD BH | (3.736) | (4.485) | (5.348) |
| Chi phí hoạt động tài chính | | | |
| Lãi (lỗ) trong công ty liên doanh, liên kết | | | |
| Chi phí quản lý DN | | | |
| Tổng chi phí HD | (3.736) | (4.485) | (5.348) |
| EBITDA thuần | 200 | 303 | 327 |
| Lợi nhuận khác | | | |
| LN trước thuế | 200 | 303 | 327 |
| Thuế | (41) | (61) | (65) |
| Lợi nhuận sau thuế | 159 | 242 | 262 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | | | |
| LN ròng | 159 | 242 | 262 |
| Thu nhập trên vốn | 159 | 242 | 262 |
| Cổ tức phổ thông | | | |
| LN giữ lại | 159 | 242 | 262 |

Bảng cân đối kế toán

| (tỷ VND) | 12-22A | 12-23E | 12-24E |
|----------------------------------|--------------|--------------|---------------|
| Tiền mặt tại NH | 92 | 31 | 31 |
| Đầu tư ngắn hạn | 1.799 | 1.829 | 1.972 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 1.890 | 1.860 | 2.002 |
| Tổng đầu tư | 1.813 | 2.111 | 2.256 |
| Tài sản cố định | 398 | 401 | 399 |
| Tài sản vô hình | 27 | 27 | 27 |
| Tổng tài sản khác | 4.417 | 5.342 | 6.538 |
| Tổng tài sản | 8.545 | 9.742 | 11.223 |
| Vay & nợ ngắn hạn | 0 | 0 | 0 |
| Nợ khách hàng | 24 | 25 | 26 |
| Phải trả người bán | 459 | 474 | 497 |
| Thuế phải trả | 46 | 47 | 50 |
| Phải trả người lao động | 144 | 148 | 156 |
| Phải trả ngắn hạn khác | 1.799 | 1.859 | 1.951 |
| Tổng nợ ngắn hạn | 2.471 | 2.553 | 2.679 |
| Vay & nợ dài hạn | 0 | 0 | 0 |
| Các khoản phải trả khác | 4.182 | 5.055 | 6.148 |
| Tổng Nợ dài hạn | 4.182 | 5.055 | 6.148 |
| Vốn chủ sở hữu | 1.892 | 2.134 | 2.396 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 0 | 0 | 0 |
| Tổng vốn chủ sở hữu | 1.892 | 2.134 | 2.396 |
| Tổng nợ và vốn chủ sở hữu | 8.545 | 9.742 | 11.223 |

| | 12-22A | 12-23E | 12-24E |
|----------------------------------|---------|--------|--------|
| Chỉ số tăng trưởng (yoy) | | | |
| Tăng trưởng DT phí | 42,1% | 19,2% | 19,4% |
| Tăng trưởng đầu tư ròng | (30,2%) | 80,6% | 6,3% |
| Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế | (28,7%) | 51,1% | 8,2% |
| Tăng trưởng LN ròng | (28,8%) | 51,8% | 8,2% |
| Giá trị cổ phiếu | | | |
| EPS cơ bản (VND) | 969 | 1.472 | 1.593 |
| BVPS (VND) | 11.507 | 12.979 | 14.572 |
| Cổ tức / cp (VND) | 0 | 0 | 0 |

Các chỉ số chính

| | 12-22A | 12-23E | 12-24E |
|----------------------------|--------|--------|--------|
| Chỉ số tái bảo hiểm | 43,8% | 48,2% | 45,7% |
| Chỉ số giữ lại | 78,8% | 71,2% | 72,8% |
| Chỉ số bồi thường | 27,0% | 28,9% | 29,7% |
| Chỉ số chi phí | 72,0% | 70,8% | 70,0% |
| Chỉ số kết hợp | 99,0% | 99,7% | 99,6% |
| Chỉ số lợi nhuận | | | |
| ROAA | 2,1% | 2,6% | 2,5% |
| ROAE | 8,8% | 12,0% | 11,6% |
| Tỷ lệ trả cổ tức | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

| | |
|--------------|---|
| KHẢ QUAN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên |
| TRUNG LẬP | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% |
| KÉM KHẢ QUAN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% |

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

| | |
|------------|--|
| TÍCH CỰC | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| TRUNG TÍNH | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| TIÊU CỰC | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền – Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Vũ Thế Quân – Chuyên viên Phân tích Cao cấp

Email: quan.vuthe@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>