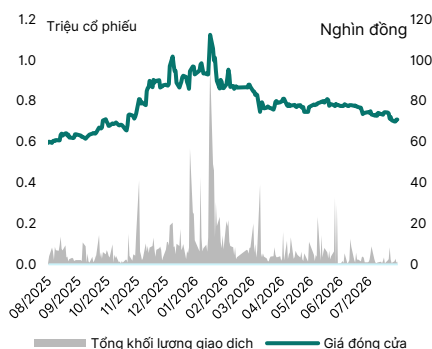


Khuyến nghị	TRUNG LẬP
Giá hiện tại	73,900
Giá mục tiêu	75,400
Lợi nhuận kỳ vọng	2%

Thông tin giao dịch	
KLGD TB 3 tháng	43,027 cp
SLCP lưu hành	234 triệu cp
Biên độ 52 tuần	59,513 – 112,500
Vốn hoá	16,631 tỷ đồng
Beta	0.34

Biến động giá cổ phiếu 1 năm



Cổ đông lớn	
Hdi Global Se	42.38%
Tập Đoàn Công Nghiệp – Năng Lượng Quốc Gia Việt Nam	35.0%
Funderburk Lighthouse Limited	12.62%
Khác	10%

Nền tảng bảo hiểm vững - Lợi nhuận tích cực

Khuyến nghị

PVI giữ vị thế dẫn đầu thị trường bảo hiểm phi nhân thọ, thế mạnh phân khúc doanh nghiệp, lợi nhuận kỹ thuật tốt, ROE cao, cổ tức tiền mặt đều đặn. Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP**, với giá mục tiêu **75,400** đồng/cp, upside 2%, do thị giá đã phản ánh phần lớn triển vọng.

KQKD H1 2026 của PVI Holdings

H1 2026 tiếp tục xác nhận chất lượng tăng trưởng khi phí bảo hiểm gốc và nhận tái tăng 13.7%, doanh thu thuần tăng 27.5% và LNTT tăng 31.8% lên 1,240 tỷ đồng. Thu hồi nhượng tái giúp bồi thường ròng chỉ tăng 11.2%, giữ tỷ lệ kết hợp ở 88.1% (*). Tuy nhiên, tỷ lệ này tăng lên 90.9% trong Q2, cho thấy áp lực bồi thường cần được theo dõi trong H2.

Luận điểm đầu tư

Năng lực khai thác rủi ro doanh nghiệp phức tạp hỗ trợ tăng trưởng phí và lợi nhuận kỹ thuật. Bảo hiểm PVI dẫn đầu thị trường phi nhân thọ với 16.9% thị phần năm 2025, nhờ nền khách hàng doanh nghiệp, năng lực thẩm định các nghiệp vụ năng lượng, tài sản, kỹ thuật và mạng lưới tái bảo hiểm quốc tế. Tổng phí tăng 32.5% lên 24,124 tỷ đồng, trong khi phí giữ lại tăng 19.6% lên 6,616 tỷ đồng và tỷ lệ giữ lại giảm còn 27.4%, cho thấy công ty mở rộng quy mô nhưng kiểm soát rủi ro giữ lại. Tỷ lệ kết hợp điều chỉnh đạt 82.2%, tương ứng biên lợi nhuận kỹ thuật 17.8%. Chúng tôi dự phóng tổng phí tăng 10.0% và 7.6% trong 2026F–2027F; hiệu ứng quy mô, hoa hồng nhượng tái và kỷ luật chi phí được kỳ vọng đưa tỷ lệ kết hợp về khoảng 80%, hỗ trợ lợi nhuận khai thác tăng 27.2% năm 2026F.

Chất lượng khai thác và hiệu quả sử dụng vốn bảo hiểm hỗ trợ ROE cao. Năm 2025, tỷ lệ kết hợp điều chỉnh 82.2% giúp Bảo hiểm PVI tạo 1,103 tỷ đồng LN gộp bảo hiểm và hình thành nguồn vốn chi phí thấp cho đầu tư. Tiền và đầu tư tài chính đạt 11,712 tỷ đồng, hỗ trợ 564.5 tỷ đồng LN tài chính. Tái bảo hiểm giới hạn nghĩa vụ giữ lại, khi dự phòng nghiệp vụ thuần đạt 4,431 tỷ đồng vs 26,617 tỷ đồng dự phòng gộp. Nhờ kết hợp LN khai thác, thu nhập đầu tư, quản trị rủi ro, ROE đạt 17.95%. Chúng tôi ước tính ROE đạt 17.3% (2026F), 16.0% (2027F).

Hệ sinh thái bảo hiểm–tái bảo hiểm–đầu tư hỗ trợ cổ tức và dự địa tái định giá. PVI Holdings tập trung quanh chuỗi giá trị bảo hiểm, với Bảo hiểm PVI là động lực cốt lõi, Hanoi Re hỗ trợ tăng trưởng, PVI AM bổ sung nguồn thu ít thâm dụng vốn. Năm 2025, bảo hiểm đóng góp 83.8% doanh thu hợp nhất; trước loại trừ nội bộ, đầu tư chiếm 76.8% và Hanoi Re đạt biên LNTT khoảng 14%. Lịch sử cổ tức tiền mặt đều đặn phản ánh khả năng chuyển hóa lợi nhuận thành dòng tiền. Dự địa tái định giá phụ thuộc vào tăng trưởng có kỷ luật tại Hanoi Re, hiệu quả sử dụng vốn tại Bảo hiểm PVI, khả năng PVN thoái 35% vốn trong giai đoạn 2026–2030.

(*): Tỷ lệ kết hợp 82.2% thuộc Bảo hiểm PVI (2025); 88.1% là ước tính H1/2026 hợp nhất, nên không thể so sánh trực tiếp.

Dự phóng KQKD 2026F và 2027F

Chúng tôi dự phóng LNTT PVI Holdings tăng 17.3% lên 1,712 tỷ đồng năm 2026F và tăng 9.1% lên 1,868 tỷ đồng năm 2027F. Động lực chính đến từ lợi nhuận khai thác bảo hiểm cải thiện, biên khai thác duy trì khoảng 14.8% và thu nhập đầu tư tăng trên nền tài sản sinh lãi mở rộng.

Rủi ro

Áp lực bồi thường, hiệu quả thu hồi tái bảo hiểm, biến động lợi suất đầu tư và hiệu quả sử dụng vốn bổ sung thấp hơn kỳ vọng.

Mục lục

KẾT QUẢ KINH DOANH H1 2026 CỦA PVI HOLDINGS	3
MÔ HÌNH KINH DOANH	4
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ 1: NĂNG LỰC KHAI THÁC RỦI RO DOANH NGHIỆP PHỨC TẠP HỖ TRỢ TĂNG TRƯỞNG PHÍ VÀ DUY TRÌ BIÊN LỢI NHUẬN KỸ THUẬT CAO	4
1.1. NỀN KHÁCH HÀNG DOANH NGHIỆP TẠO LỢI THẾ TRONG KHAI THÁC RỦI RO PHỨC TẠP	5
1.2. TÁI BẢO HIỂM MỞ RỘNG NĂNG LỰC KHAI THÁC VÀ HỖ TRỢ BIÊN KỸ THUẬT	5
1.3. CƠ CẤU PHÍ GIỮ LẠI VÀ BỒI THƯỜNG HỖ TRỢ CHẤT LƯỢNG DANH MỤC	6
1.4. TỶ LỆ KẾT HỢP ĐIỀU CHỈNH THẤP HỖ TRỢ CHẤT LƯỢNG KHAI THÁC	6
1.5. QUY MÔ VÀ XẾP HẠNG TÍN NHIỆM TẠO LỢI THẾ CẠNH TRANH	7
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ 2: CHẤT LƯỢNG KHAI THÁC VÀ HIỆU QUẢ SỬ DỤNG NGUỒN VỐN BẢO HIỂM HỖ TRỢ ROE CAO TẠI BẢO HIỂM PVI	8
2.1. LỢI NHUẬN KỸ THUẬT TẠO NGUỒN VỐN BẢO HIỂM CÓ CHI PHÍ THẤP	8
2.2. DANH MỤC ĐẦU TƯ CHUYỂN HÓA NGUỒN VỐN THÀNH THU NHẬP TÀI CHÍNH	9
2.3. TÁI BẢO HIỂM HỖ TRỢ MỞ RỘNG NĂNG LỰC KHAI THÁC VÀ KIỂM SOÁT RỦI RO RÒNG	10
2.4. HỆ QUẢ ĐẦU TƯ: MÔ HÌNH TẠO LỢI NHUẬN HỖ TRỢ ROE CAO	11
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ 3: PVI HOLDINGS – ĐỊNH CHẾ BẢO HIỂM TÀI CHÍNH TẬP TRUNG, CÓ DÒNG TIỀN CỔ TỨC RÕ RÀNG VÀ QUYỀN CHỌN TĂNG TRƯỞNG TỪ TÁI BẢO HIỂM	11
3.1. HỆ SINH THÁI LỖI GIÚP PVI KHAI THÁC NHIỀU LỚP GIÁ TRỊ TRÊN CÙNG NGUỒN VỐN BẢO HIỂM	11
3.2. KỶ LUẬT CỔ TỨC XÁC NHẬN KHẢ NĂNG CHUYỂN HÓA LỢI NHUẬN THÀNH DÒNG TIỀN	13
DỰ PHÓNG KQKD 2026F VÀ 2027F	14
ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ	16

Kết quả kinh doanh H1 2026 của PVI Holdings

Bảng 1: KQKD H1 2026 của PVI Holdings

Chỉ tiêu	H1 2026	H1 2025	%YoY	Phân tích và hàm ý đầu tư
Phí bảo hiểm gốc và nhận tái	15,731.3	13,832.4	+13.7%	Phí bảo hiểm tăng nhờ cả khai thác bảo hiểm gốc và nhận tái cùng mở rộng, trong đó phí gốc tăng 12.2% và phí nhận tái tăng 15.8%. Động lực chủ yếu đến từ các mảng tài sản, kỹ thuật, năng lượng và hoạt động nhận tái bảo hiểm.
Doanh thu thuần	5,731.3	4,496.3	+27.5%	Doanh thu thuần tăng nhờ quy mô phí bảo hiểm mở rộng và tỷ lệ chuyển đổi doanh thu gộp thành doanh thu thuần cải thiện, hoa hồng nhượng tái cao hơn và mức trích tăng dự phòng phí thấp hơn cùng kỳ.
Tỷ lệ kết hợp H1 ước tính	88.1%	90.4%	-2.3 điểm %	Mức dưới 100% cho thấy hoạt động bảo hiểm tiếp tục có lợi nhuận kỹ thuật. Tỷ lệ kết hợp tăng từ khoảng 85.1% trong Q1 lên 90.9% trong Q2/2026 phản ánh áp lực bồi thường đã gia tăng trong quý gần nhất.
Bồi thường gộp	5,330.8	3,198.1	+66.7%	Do chi bồi thường bảo hiểm gốc tăng 94.6% và chiếm khoảng 83% mức tăng tuyệt đối; bồi thường nhận tái tăng 26.9%
Bồi thường ròng sau giảm trừ	1,408.0	1,266.1	+11.2%	Bồi thường ròng tăng thấp hơn tăng trưởng phí bảo hiểm do thu hồi từ nhượng tái tăng hơn gấp đôi và bù đắp phần lớn mức tăng bồi thường gộp. Điều này hỗ trợ biên khai thác H1 2026, đồng thời cho thấy mức độ phụ thuộc vào khả năng thu hồi từ các nhà tái bảo hiểm gia tăng.
Lợi nhuận gộp	1,160.3	855.5	+35.6%	
Biên lợi nhuận gộp	20.2%	19.0%	+1.2 điểm %	Biên gộp mở rộng nhờ bồi thường ròng được kiểm soát và hiệu quả giữ lại doanh thu cải thiện.
Thu nhập tài chính thuần	504.2	455.4	+10.7%	Tăng nhờ mặt bằng lãi suất cao hơn. Tỷ trọng đóng góp vào LNTT giảm từ 48.4% xuống 40.7% cho thấy tăng trưởng lợi nhuận H1 có đóng góp lớn hơn từ hoạt động kinh doanh cốt lõi.
Chi phí quản lý doanh nghiệp	435.2	375.6	+15.9%	Chi phí tăng theo quy mô hoạt động nhưng thấp hơn mức tăng doanh thu thuần. Nhờ đó, tỷ lệ chi phí quản lý trên doanh thu thuần giảm từ 8.4% xuống 7.6%, phản ánh hiệu ứng quy mô tích cực.
Lợi nhuận trước thuế	1,239.6	940.3	+31.8%	Tăng trưởng được thúc đẩy bởi lợi nhuận gộp cải thiện, chi phí quản lý được kiểm soát và thu nhập tài chính tiếp tục tăng. PVI đã hoàn thành 99.7% kế hoạch LNTT năm 2026, nên có khả năng cao vượt kế hoạch kinh doanh năm 2026.

Kết quả H1/2026 được hỗ trợ bởi tăng trưởng phí bảo hiểm hai chữ số, tỷ lệ doanh thu thuần trên doanh thu gộp cải thiện, biên lợi nhuận mở rộng và chi phí quản lý tăng chậm hơn doanh thu thuần. Dù bồi thường gộp tăng 66.7%, thu hồi từ nhượng tái bảo hiểm tăng mạnh đã hạn chế mức tăng của bồi thường ròng, qua đó giúp tỷ lệ kết hợp H1 ước tính duy trì dưới 90%. LNTT tăng 31.8% và hoàn thành 99.7% kế hoạch năm, cho thấy khả năng vượt kế hoạch là cao. Tuy nhiên, tỷ lệ kết hợp đã tăng từ khoảng 85.1% trong Q1 lên 90.9% trong Q2, cho thấy áp lực bồi thường gia tăng.

Bảng 2: Các chỉ tiêu tài chính

	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F
Doanh thu bảo hiểm hợp nhất	6,495.1	6,709.3	7,741.9	9,545.7	9,983.4
Lợi nhuận khai thác bảo hiểm	1,055.0	1,038.8	962.3	1,370.9	1,476.7
Biên lợi nhuận khai thác	16.2%	15.5%	12.4%	14.4%	14.8%
Thu nhập đầu tư thuần	703.2	932.9	883.6	918.2	970.1
Lợi nhuận trước thuế	1,105.0	1,246.4	1,133.0	1,59.7	1,712.0
ROE hợp nhất	11.0%	12.5%	11.0%	13.8%	15.4%
Tỷ lệ kết hợp điều chỉnh (*)	82.9%	81.5%	85.4%	82.2%	80.0%

Nguồn: PVI, Kafi Research

Mô hình kinh doanh của PVI Holdings



PVI hoạt động theo mô hình holding, trong đó Công ty mẹ thực hiện phân bổ vốn, quản trị chiến lược và kiểm soát rủi ro; các công ty thành viên tạo doanh thu từ bảo hiểm gốc, tái bảo hiểm, quản lý tài sản và đầu tư. Dòng phí bảo hiểm tạo ra nguồn vốn tạm thời; một phần rủi ro được chuyển giao qua tái bảo hiểm, phần vốn còn lại được đầu tư theo khẩu vị rủi ro. Giá trị kinh tế được hình thành đồng thời từ biên khai thác bảo hiểm, kết quả tái bảo hiểm, thu nhập đầu tư, phí quản lý tài sản và doanh thu cho thuê văn phòng.

Chuỗi giá trị khép kín:

1	2	3	4	5	6
Khai thác & định phí Phân khúc khách hàng; đánh giá rủi ro; định giá điều khoản.	Bảo hiểm gốc Thu phí; trích lập dự phòng; quản lý hợp đồng.	Tái bảo hiểm Chuyển giao rủi ro lớn; bảo vệ vốn và biên lợi nhuận.	Bồi thường Giám định, tạm ứng, chi trả; kiểm soát gian lận.	Quản lý tài sản Đầu tư nguồn vốn tạm thời và dự phòng theo khẩu vị rủi ro.	Tái đầu tư giá trị Cổ tức, tăng vốn, công nghệ, nhân sự và mở rộng thị trường.

Danh mục sản phẩm và dịch vụ chủ lực:

 BẢO HIỂM TÀI SẢN & KỸ THUẬT - Bảo hiểm tài sản - Bảo hiểm gián đoạn kinh doanh - Bảo hiểm mọi rủi ro xây dựng - Bảo hiểm lắp đặt máy móc - Bảo hiểm trách nhiệm nhà thầu 	 BẢO HIỂM HÀNG HẢI & HÀNG KHÔNG - Bảo hiểm thân tàu & máy móc - Bảo hiểm trách nhiệm chủ tàu - Bảo hiểm hàng hóa vận chuyển - Bảo hiểm hàng không - Bảo hiểm logistics 	 BẢO HIỂM XE CƠ GIỚI - Bảo hiểm vật chất xe - Bảo hiểm trách nhiệm dân sự bắt buộc - Bảo hiểm tai nạn người ngồi trên xe - Bảo hiểm tự nguyện khác 	 BẢO HIỂM TRÁCH NHIỆM & TÍN DỤNG - Bảo hiểm trách nhiệm chung - Bảo hiểm trách nhiệm nghề nghiệp - Bảo hiểm trách nhiệm sản phẩm - Bảo hiểm tín dụng & bảo lãnh 
 BẢO HIỂM CON NGƯỜI & SỨC KHỎE - Bảo hiểm tai nạn con người - Bảo hiểm sức khỏe - Bảo hiểm chăm sóc sức khỏe - Bảo hiểm du lịch 		 DỊCH VỤ ĐẦU TƯ - Quản lý danh mục đầu tư - Đầu tư trái phiếu - Đầu tư cổ phiếu - Đầu tư bất động sản - Dịch vụ ủy thác đầu tư 	

Nguồn: PVI, Kafi Research

Luận điểm đầu tư 1: Năng lực khai thác rủi ro doanh nghiệp phức tạp hỗ trợ tăng trưởng phí và duy trì biên lợi nhuận kỹ thuật cao

Bảo hiểm PVI có khả năng duy trì lợi nhuận kỹ thuật trong quá trình tăng trưởng. Lợi thế này được hình thành từ nền khách hàng doanh nghiệp, kinh nghiệm khai thác rủi ro công nghiệp phức tạp, năng lực lựa chọn và định phí rủi ro, cùng khả năng cấu trúc các chương trình tái bảo hiểm quốc tế.

Mô hình tăng trưởng của Bảo hiểm PVI tập trung vào những nghiệp vụ mà năng lực tài chính, dữ liệu tổn thất, kinh nghiệm thẩm định và uy tín xử lý bồi thường có vai trò quan trọng. Tỷ lệ kết hợp duy trì dưới 90%(*) trong giai đoạn 2023–2025 cho thấy công ty đã chuyển hóa các lợi thế khai thác thành lợi nhuận kỹ thuật.

(*) Các chỉ tiêu phí bảo hiểm, tỷ lệ bồi thường, tỷ lệ chi phí và tỷ lệ kết hợp trong luận điểm này thuộc phạm vi Bảo hiểm PVI, đơn vị bảo hiểm phi nhân thọ cốt lõi của PVI Holdings.

1. 1. Nền khách hàng doanh nghiệp tạo lợi thế trong khai thác rủi ro phức tạp

Thế mạnh truyền thống của Bảo hiểm PVI nằm ở phân khúc khách hàng doanh nghiệp và các nghiệp vụ có yêu cầu kỹ thuật cao như năng lượng, tài sản, kỹ thuật, hàng hải và hàng không. Trong các phân khúc này, quyết định lựa chọn nhà bảo hiểm không chỉ phụ thuộc vào mức phí mà còn dựa trên năng lực thẩm định, hạn mức nhận bảo hiểm, điều khoản bảo hiểm, uy tín xử lý bồi thường và khả năng thu xếp tái bảo hiểm.

Quan hệ lâu dài với hệ sinh thái PVN hỗ trợ PVI tiếp cận các dự án năng lượng và tích lũy dữ liệu khai thác chuyên ngành. Kinh nghiệm này tạo nền tảng để công ty mở rộng sang các khách hàng tổ chức và dự án công nghiệp ngoài hệ sinh thái cổ đồng. Thêm vào đó, nền khách hàng tổ chức tạo ra rào cản gia nhập đáng kể. Dữ liệu tổn thất, năng lực thẩm định rủi ro phức tạp, quan hệ với môi giới và nhà tái bảo hiểm quốc tế, cùng uy tín bồi thường đều cần thời gian dài để tích lũy và khó được thay thế bằng chiến lược giảm giá ngắn hạn. Đồng thời, nền tảng khách hàng doanh nghiệp cũng mở ra dư địa phát triển bảo hiểm sức khỏe và phúc lợi nhóm với chi phí tiếp cận thấp hơn kênh bán lẻ đại chúng.

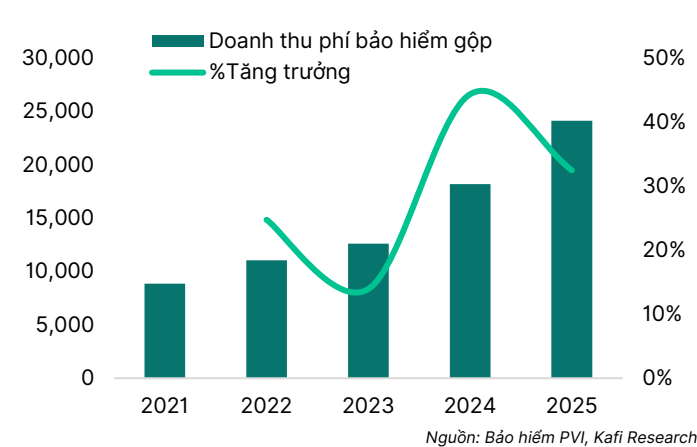
1. 2. Tái bảo hiểm mở rộng năng lực khai thác và hỗ trợ biên kỹ thuật

Tái bảo hiểm là một phần thiết yếu trong quá trình khai thác các hợp đồng công nghiệp có hạn mức lớn. Tái bảo hiểm cho phép PVI cấu trúc các sản phẩm bảo hiểm phù hợp với nhu cầu khách hàng, tiếp cận các rủi ro vượt quá khả năng tự giữ và kiểm soát biến động bồi thường trên phần rủi ro giữ lại.

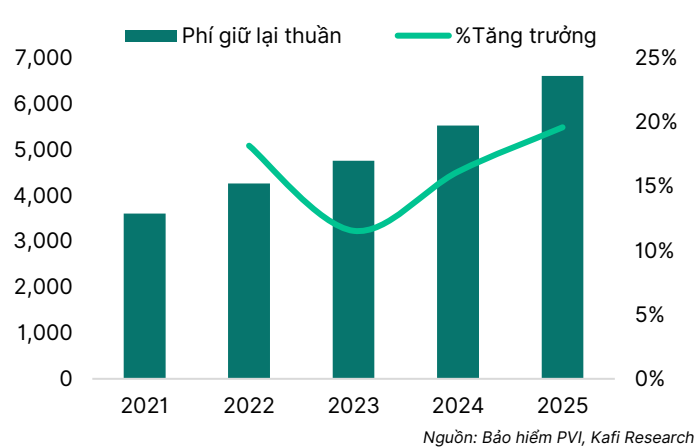
Phí gộp tăng nhanh hơn phí giữ lại, cho thấy phần đáng kể của tăng trưởng đã được chuyển giao cho thị trường tái bảo hiểm. Năm 2025, tổng phí bảo hiểm gộp từ bảo hiểm gốc và nhận tái bảo hiểm của Bảo hiểm PVI tăng 32.5%, từ 18,208 tỷ đồng lên 24,124 tỷ đồng. Trong khi đó, phí giữ lại sau nhượng tái tăng 19.6%, từ 5,531 tỷ đồng lên 6,616 tỷ đồng. Do đó, tỷ lệ phí giữ lại trên tổng phí giảm từ khoảng 30.4% năm 2024 xuống 27.4% năm 2025. Diễn biến này phù hợp với chiến lược mở rộng năng lực cấp đơn trong khi duy trì mức rủi ro tự giữ có kiểm soát.

Chúng tôi dự phóng tỷ lệ giữ lại tăng nhẹ so với mức 27.4% (2025) lên khoảng 28% trong 2026F–2027F, phản ánh chiến lược tăng phần phí tự giữ một cách có chọn lọc khi năng lực khai thác và quy mô vốn cải thiện, đồng thời cho thấy PVI duy trì khẩu vị rủi ro, tiếp tục sử dụng tái bảo hiểm để kiểm soát biến động bồi thường từ các hợp đồng công nghiệp lớn.

Hình 1. Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm gộp

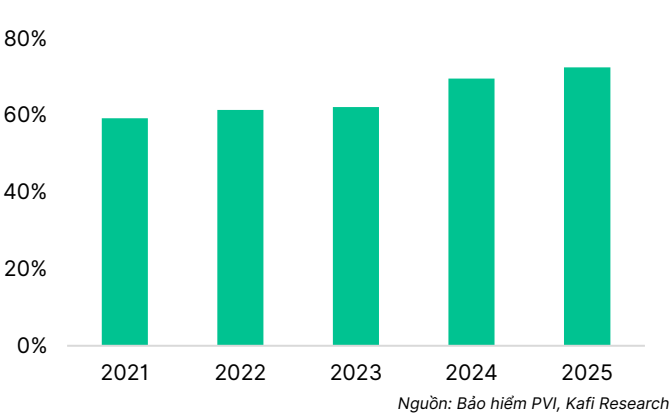


Hình 2. Tăng trưởng Phí giữ lại thuần

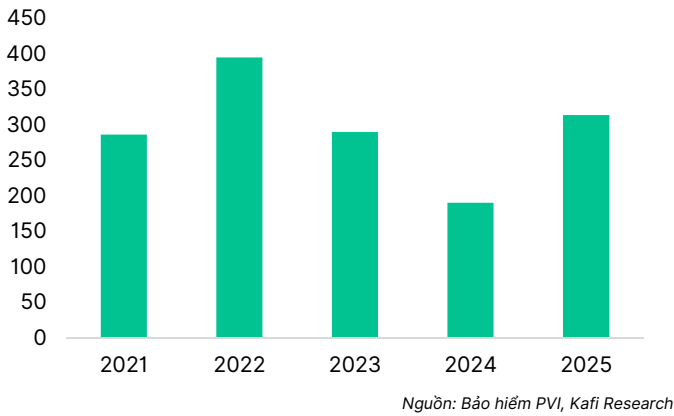


Hoa hồng nhượng tái tiếp tục hỗ trợ kết quả kỹ thuật. Năm 2025, doanh thu hoa hồng nhượng tái tăng khoảng 57%, từ 1,047 tỷ đồng lên 1,642 tỷ đồng; chênh lệch thuần giữa hoa hồng nhượng tái và chi phí hoa hồng bảo hiểm tăng 65% từ 190.5 tỷ đồng lên 313.8 tỷ đồng. Qua đó, giá trị của tái bảo hiểm được nhìn nhận chủ yếu dưới góc độ hỗ trợ năng lực khai thác và ổn định kết quả kỹ thuật. Tác động của tái bảo hiểm đến nghĩa vụ thuần, bảng cân đối và hiệu quả sử dụng vốn sẽ được chúng tôi làm rõ hơn tại Luận điểm 2.

Hình 3. Tỷ lệ nhượng tái bảo hiểm của Bảo hiểm PVI



Hình 4. Vị thế hoa hồng thuần của Bảo hiểm PVI

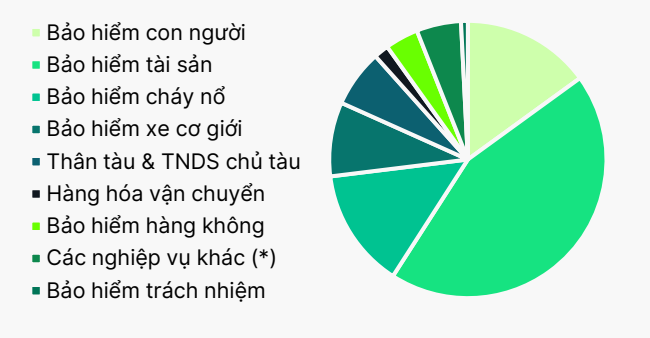


1.3. Cơ cấu phí giữ lại và bồi thường hỗ trợ chất lượng danh mục

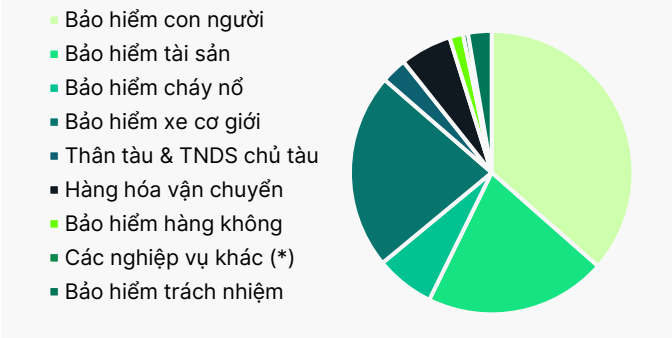
Cơ cấu phí bảo hiểm ròng của Bảo hiểm PVI khác đáng kể so với cơ cấu phí gộp, phản ánh chiến lược phân bổ rủi ro theo đặc điểm từng nghiệp vụ. Năm 2025, bảo hiểm con người, xe cơ giới và tài sản lần lượt đóng góp khoảng 36.9%, 22.6% và 21.0% phí giữ lại; trong đó, tỷ lệ giữ lại của bảo hiểm con người và xe cơ giới đạt lần lượt 71.8% và 76.3%, trong khi bảo hiểm tài sản chỉ ở mức 13.9%.

Đối với bảo hiểm con người, nền khách hàng doanh nghiệp tạo điều kiện để PVI phân phối các chương trình sức khỏe và phúc lợi nhóm, trong khi mạng lưới cơ sở y tế bảo lãnh và hạ tầng chăm sóc chuyên trách hỗ trợ trải nghiệm khách hàng và khả năng tái tục. Đối với xe cơ giới, mạng lưới gara rộng, kênh bán hàng số và khả năng xử lý bồi thường trên phạm vi toàn quốc là những lợi thế vận hành hỗ trợ việc duy trì tỷ lệ giữ lại cao.

Hình 5. Cơ cấu phí bảo hiểm gộp (GWP) của bảo hiểm PVI



Hình 6. Cơ cấu phí bảo hiểm ròng (NWP) của bảo hiểm PVI



Bảng 3: Các nghiệp vụ chính của Bảo hiểm PVI

Nghề nghiệp	Tỷ trọng GWP	Tỷ trọng NWP	Tỷ lệ giữ lại	Tỷ lệ bồi thường gộp
Bảo hiểm con người	15.0%	36.9%	71.8%	38.8%
Bảo hiểm tài sản	44.1%	21.0%	13.9%	25.2%
Bảo hiểm cháy nổ	14.0%	6.8%	14.2%	8.8%
Bảo hiểm xe cơ giới	8.7%	22.6%	76.3%	39.0%

Nguồn: Bảo hiểm PVI, Kafi Research

Đối với bảo hiểm tài sản tạo quy mô phí bảo hiểm gộp lớn nhưng được nhượng tái phần lớn do mức độ tập trung và quy mô tổn thất tiềm tàng cao. Lợi thế của PVI trong nghiệp vụ này nằm ở khả năng tiếp cận khách hàng công nghiệp, thẩm định rủi ro phức tạp và cấu trúc chương trình tái bảo hiểm, cho phép công ty duy trì vai trò nhà bảo hiểm đầu mối trong khi giới hạn phần rủi ro giữ lại.

Cơ cấu trên cho thấy chất lượng danh mục của PVI phụ thuộc vào: bảo hiểm tài sản tạo quy mô và thu nhập liên quan đến phân phối rủi ro, trong khi bảo hiểm con người và xe cơ giới đóng góp phần lớn phí giữ lại và chi phối nhiều hơn đến bồi thường ròng. Vì vậy, tỷ lệ bồi thường, chi phí khai thác và tỷ lệ tái tục của hai nghiệp vụ giữ lại cao cần được theo dõi với hiệu quả tái bảo hiểm của mảng tài sản.

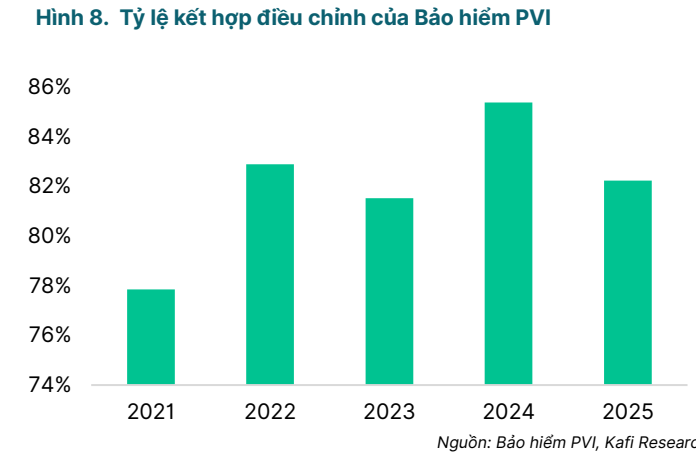
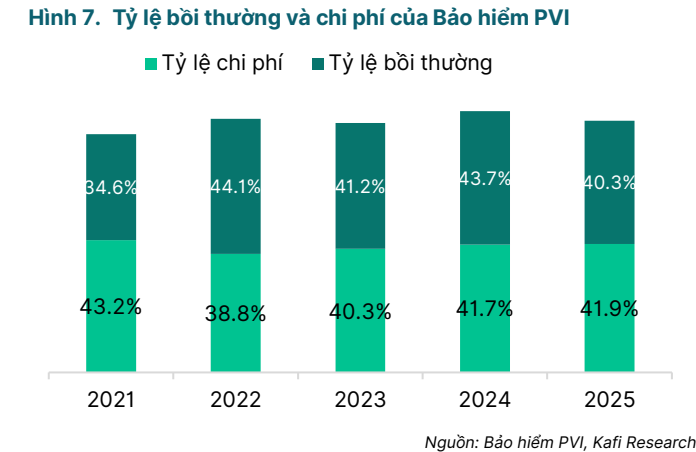
1. 4. Tỷ lệ kết hợp điều chỉnh thấp hỗ trợ chất lượng khai thác

Hoạt động bảo hiểm của PVI duy trì khả năng sinh lời kỹ thuật trước thu nhập đầu tư. Trong giai đoạn 2023–2025, tỷ lệ kết hợp điều chỉnh lần lượt đạt 81.5%, 85.4% và 82.2%, đều thấp hơn đáng kể ngưỡng hòa vốn 100%. Việc tỷ lệ kết hợp điều chỉnh duy trì dưới 90% trong ba

năm liên tiếp cho thấy hoạt động bảo hiểm cốt lõi trực tiếp tạo lợi nhuận kỹ thuật, đồng thời hỗ trợ hình thành nguồn vốn bảo hiểm tạm thời cho hoạt động đầu tư.

Biên lợi nhuận kỹ thuật cải thiện trong năm 2025 chủ yếu đến từ chất lượng bồi thường và khả năng kiểm soát rủi ro. Tỷ lệ kết hợp giảm từ 85.4% năm 2024 xuống 82.2% năm 2025, tương ứng biên lợi nhuận kỹ thuật khoảng 17.8% trên phí bảo hiểm thuần được hưởng. Động lực chính là tỷ lệ bồi thường thuần giảm từ 43.7% xuống 40.3%, trong khi tỷ lệ chi phí thuần duy trì tương đối ổn định quanh mức 42%.

PVI duy trì chất lượng khai thác cạnh tranh, nhưng chưa phải doanh nghiệp có tỷ lệ kết hợp tốt nhất. Tỷ lệ kết hợp của Bảo hiểm PVI đạt 82.2% năm 2025, thấp hơn đáng kể ngưỡng hòa vốn 100% và thuộc nhóm có lợi nhuận kỹ thuật tích cực trong năm doanh nghiệp dẫn đầu thị trường phi nhân thọ. Mức này kém thuận lợi hơn so với BIC, MIC và Bảo hiểm Bảo Việt, lần lượt đạt 76.4%, 77.6% và 79.9%, nhưng thấp hơn Bảo Minh ở mức 93.6%. Đồng thời, tỷ lệ chi phí điều chỉnh của PVI đạt 41.9%, thấp thứ hai trong nhóm, phù hợp với lợi thế quy mô và mức đóng góp của hoa hồng nhượng tái bảo hiểm; trong khi tỷ lệ bồi thường 40.3% vẫn cao hơn một số doanh nghiệp cùng ngành.



Bảng 4: So sánh các doanh nghiệp bảo hiểm

Doanh nghiệp	Thị phần	Tỷ lệ bồi thường điều chỉnh	Tỷ lệ chi phí điều chỉnh	Tỷ lệ kết hợp điều chỉnh
BIC	5.8%	29.1%	47.3%	76.4%
MIC	6.1%	34.1%	43.5%	77.6%
Bảo hiểm Bảo Việt	12.6%	49.3%	30.5%	79.9%
Bảo hiểm PVI	16.9%	40.3%	41.9%	82.2%
Bảo Minh	6.8%	30.7%	62.9%	93.6%

Nguồn: BCTC các công ty Bảo hiểm, Kafi Research

Chúng tôi dự phóng tỷ lệ kết hợp duy trì ở mức 80.0% năm 2026F và 80.4% năm 2027F, nhờ tăng trưởng phí tiếp tục tạo hiệu ứng quy mô trong khi PVI duy trì kỷ luật định phí và tỷ lệ giữ lại thận trọng. Triển vọng của thị trường bảo hiểm phi nhân thọ được hỗ trợ bởi tăng trưởng sản xuất công nghiệp, đầu tư công và FDI, qua đó mở rộng quy mô tài sản, dự án và hoạt động kinh doanh cần được bảo hiểm; trong nửa đầu năm 2026, sản xuất công nghiệp tăng 10.8%, trong khi doanh thu phí bảo hiểm gốc phi nhân thọ tăng 12.48% trong quý I/2026.

Vị thế dẫn đầu trong phân khúc khách hàng doanh nghiệp, kinh nghiệm khai thác các rủi ro năng lượng và công nghiệp phức tạp, cùng năng lực thu xếp tái bảo hiểm giúp PVI duy trì chất lượng danh mục và kiểm soát biến động bồi thường trên phần rủi ro giữ lại. Trên nền thị trường thuận lợi, quy mô khai thác lớn tạo dư địa cải thiện tỷ lệ chi phí, qua đó bù đắp việc tỷ lệ bồi thường dự kiến bình thường hóa từ nền thấp của năm 2025. Đồng thời, chúng tôi dự phóng tỷ lệ chi phí giảm 3.6 điểm phần trăm trong năm 2026F nhờ hiệu ứng quy mô, hoa hồng nhượng tái và kỷ luật chi phí, góp phần hỗ trợ tỷ lệ kết hợp điều chỉnh.

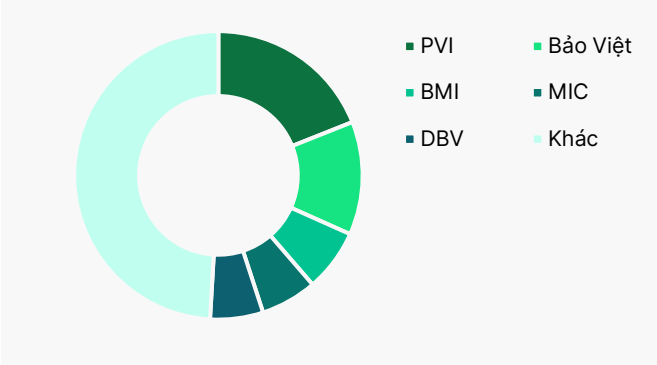
1. 5. Quy mô và xếp hạng tín nhiệm tạo lợi thế cạnh tranh

Vị thế cạnh tranh của Bảo hiểm PVI được hỗ trợ bởi quy mô khai thác, thị phần và năng lực tài chính. Năm 2025, phí bảo hiểm gốc đạt khoảng 14,908 tỷ đồng, tương ứng thị phần 16.9% trên thị trường bảo hiểm phi nhân thọ, qua đó duy trì vị trí dẫn đầu thị trường.

Xếp hạng năng lực tài chính A- với triển vọng ổn định được AM Best tái khẳng định vào tháng 3/2026, phản ánh sức mạnh bảng cân đối, kết quả hoạt động và năng lực quản trị rủi ro của Bảo hiểm PVI. Xếp hạng này hỗ trợ khả năng tiếp cận khách hàng, môi giới và nhà tái bảo hiểm trong các hợp đồng công nghiệp lớn; tuy nhiên, AM Best cũng xác định mức độ phụ thuộc cao vào tái bảo hiểm là một yếu tố đối trọng cần theo dõi.

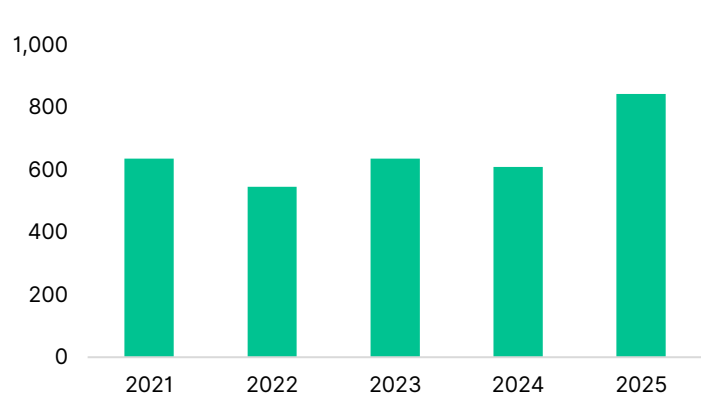
Chúng tôi dự phóng tổng phí bảo hiểm, gồm phí bảo hiểm gốc và phí nhận tái bảo hiểm, tăng 10.0% lên 26,536 tỷ đồng năm 2026F và tăng 7.6% lên 28,561 tỷ đồng năm 2027F. Tăng trưởng được hỗ trợ bởi nhu cầu bảo hiểm từ sản xuất công nghiệp, đầu tư hạ tầng và FDI, cùng lợi thế của PVI trong phân khúc khách hàng doanh nghiệp; tốc độ tăng dự kiến bình thường hóa trong năm 2027F trên nền so sánh cao.

Hình 9. Thị phần bảo hiểm phi nhân thọ



Nguồn: Bảo hiểm PVI, Kafi Research

Hình 10. LNST của Bảo hiểm PVI



Nguồn: Bảo hiểm PVI, Kafi Research

Nhìn chung, lợi thế của Bảo hiểm PVI nằm ở khả năng tiếp cận, định phí và phân phối các rủi ro doanh nghiệp phức tạp trong khi duy trì tăng trưởng phí giữ lại có kiểm soát và lợi nhuận kỹ thuật cao. Lợi nhuận kỹ thuật tạo ra từ mô hình khai thác này là tiền đề để công ty hình thành nguồn vốn bảo hiểm có chi phí thấp và chuyển hóa thành thu nhập đầu tư và ROE, được phân tích tại Luận điểm 2.

Ghi chú: Tỷ lệ kết hợp điều chỉnh trong báo cáo được tính bằng tỷ lệ bồi thường thuần cộng tỷ lệ chi phí thuần sau khi khấu trừ hoa hồng nhượng tái và thu nhập khác từ hoạt động bảo hiểm; chưa bao gồm chi phí quản lý doanh nghiệp cấp công ty. Do khác biệt về phạm vi chi phí, chỉ tiêu này không hoàn toàn so sánh được với tỷ lệ kết hợp do AM Best hoặc các doanh nghiệp bảo hiểm khác công bố.

Luận điểm đầu tư 2: Chất lượng khai thác và hiệu quả sử dụng nguồn vốn bảo hiểm hỗ trợ ROE cao tại Bảo hiểm PVI

Nếu Luận điểm 1 cho thấy Bảo hiểm PVI tạo lợi nhuận thực chất từ hoạt động khai thác, Luận điểm 2 giải thích cách công ty chuyển hóa lợi thế này thành hiệu quả sinh lời trên vốn chủ sở hữu.

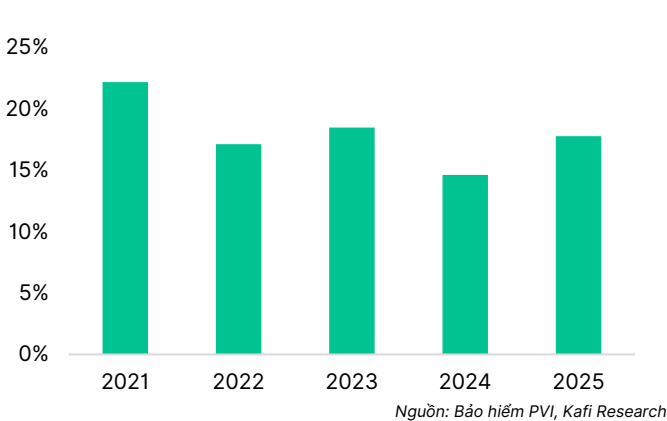
ROE của Bảo hiểm PVI được hình thành từ ba động lực chính: hoạt động bảo hiểm có lãi tạo ra nguồn vốn tạm thời với chi phí thấp; nguồn vốn này được phân bổ vào danh mục tài sản thanh khoản để tạo thu nhập đầu tư; và tái bảo hiểm giúp kiểm soát nghĩa vụ bồi thường ròng khi công ty tham gia các hợp đồng có hạn mức lớn. Nhờ sự kết hợp giữa lợi nhuận kỹ thuật, kỷ luật thu phí, thu nhập đầu tư và quản trị rủi ro, Bảo hiểm PVI đạt ROE khoảng 17.95% năm 2025.

Hiệu quả vốn tại Bảo hiểm PVI là nền tảng đối với giá trị của PVI Holdings, do công ty bảo hiểm là đơn vị kinh doanh cốt lõi và nguồn đóng góp lợi nhuận, cổ tức quan trọng cho công ty mẹ.

(*) Các số liệu về tỷ lệ kết hợp, dự phóng nghiệp vụ, tài sản tái bảo hiểm và ROE trong luận điểm này thuộc phạm vi Bảo hiểm PVI.

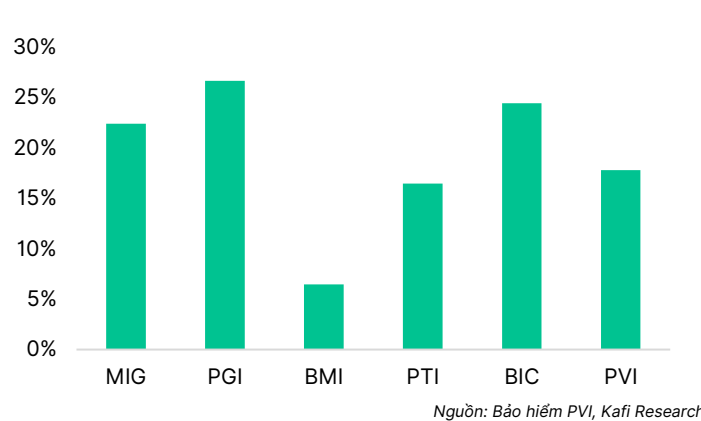
2.1. Lợi nhuận kỹ thuật tạo nguồn vốn bảo hiểm có chi phí thấp

Hình 11. Biên lợi nhuận kỹ thuật của bảo hiểm PVI



Nguồn: Bảo hiểm PVI, Kafi Research

Hình 12. Biên lợi nhuận kỹ thuật của các công ty BH phi nhân thọ



Nguồn: Bảo hiểm PVI, Kafi Research

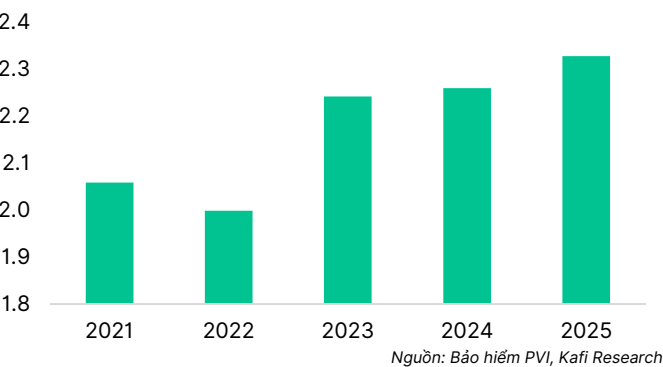
Doanh nghiệp bảo hiểm thường thu phí trước và thực hiện nghĩa vụ bồi thường sau. Khoảng chênh lệch thời gian này hình thành nguồn vốn bảo hiểm tạm thời có thể được đầu tư vào các tài sản sinh lãi. Giá trị kinh tế của nguồn vốn phụ thuộc vào chất lượng khai thác: tỷ lệ kết hợp điều chỉnh dưới 100% cho thấy nguồn vốn được hình thành đồng thời với lợi nhuận kỹ thuật.

Nguồn vốn bảo hiểm của PVI có chi phí thấp và mang đặc tính chi phí âm về phương diện kỹ thuật, do công ty vừa hình thành nguồn vốn có thể đầu tư, vừa tạo lợi nhuận khai thác. Giai đoạn 2023–2025, PVI duy trì tỷ lệ kết hợp dưới 90%. Năm 2025, mức 82.2% tương ứng với biên lợi nhuận kỹ thuật khoảng 17.8% trên phí bảo hiểm thuần được hưởng và hơn 1,103 tỷ đồng lợi nhuận gộp từ hoạt động bảo hiểm.

Chất lượng nguồn vốn này được hỗ trợ bởi cơ cấu nghiệp vụ tập trung vào khách hàng doanh nghiệp và các rủi ro phức tạp như năng lượng, tài sản, kỹ thuật, hàng hải và hàng không. Một số hợp đồng có quá trình đánh giá và xử lý tổn thất kéo dài, qua đó có thể hỗ trợ thời gian lưu trú của nguồn vốn bảo hiểm.

Kỷ luật thu phí tiếp tục củng cố chất lượng nguồn vốn bảo hiểm. Năm 2025, tổng phí bảo hiểm gộp, gồm phí bảo hiểm gốc và phí nhận tái bảo hiểm, tăng 32.5%, từ 18,208 tỷ đồng lên 24,124 tỷ đồng; trong khi phải thu ngắn hạn của khách hàng giảm 2.0%, xuống 2,190 tỷ đồng, và phải thu về hợp đồng bảo hiểm giảm 3.2%, xuống 1,722 tỷ đồng. Diễn biến này cho thấy tăng trưởng phí không đi kèm với việc mở rộng công nợ khách hàng, qua đó hỗ trợ chất lượng doanh thu và phản ánh kỷ luật thu phí được duy trì.

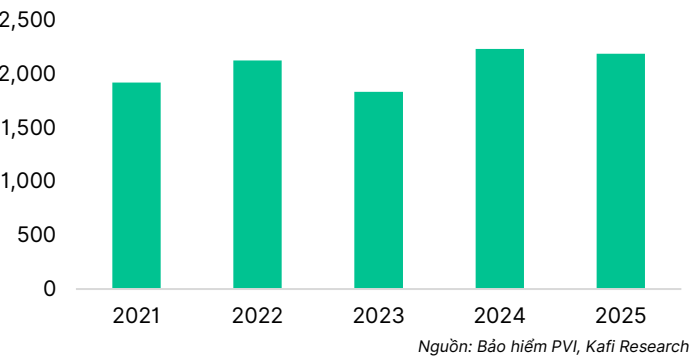
Hình 13. Đầu tư tài chính/VCSH của bảo hiểm PVI



Hình 14. Cơ cấu đầu tư tài chính của bảo hiểm PVI



Hình 15. Phải thu khách hàng của bảo hiểm PVI



2.2. Danh mục đầu tư chuyển hóa nguồn vốn thành thu nhập tài chính

Nguồn vốn bảo hiểm tạo thêm giá trị khi được phân bổ vào các tài sản có kỳ hạn, thanh khoản và mức độ rủi ro phù hợp với nghĩa vụ bồi thường. Năm 2025, hoạt động tài chính của Bảo hiểm PVI ghi nhận khoảng 962 tỷ đồng doanh thu và 564.5 tỷ đồng lợi nhuận gộp, qua đó đóng góp vào lợi nhuận của công ty.

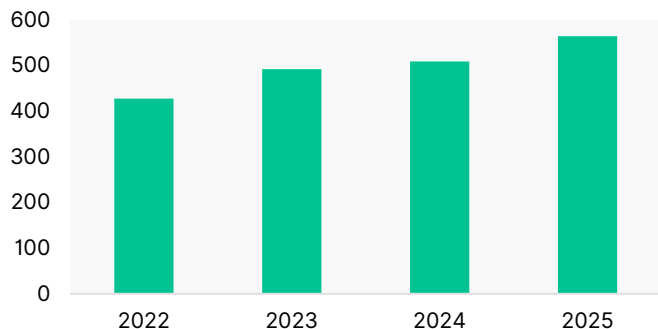
Hiệu suất đầu tư có xu hướng giảm trong giai đoạn 2023–2025. Hiệu suất đầu tư gộp lần lượt đạt 10.5%, 9.7% và 8.9%, trong khi hiệu suất đầu tư ròng giảm từ 6.3% xuống 5.2%. Tuy nhiên, ự mở rộng của quy mô danh mục đã bù đắp một phần áp lực giảm lợi suất.

Sự dịch chuyển sang tài sản ngắn hạn củng cố thanh khoản và khả năng đáp ứng nghĩa vụ bồi thường, phù hợp với đặc thù của doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ. Tuy nhiên, cơ cấu tập trung vào tiền gửi ngân hàng cũng làm thu nhập đầu tư nhạy cảm hơn với chu kỳ lãi suất và tốc độ tái định giá danh mục.

Tổng tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính cuối năm 2025 đạt khoảng 11,712 tỷ đồng, tăng 18.6% so với cuối năm 2024; quy mô bình quân năm đạt khoảng 10,792 tỷ đồng. Trong đó, đầu tư tài chính ngắn hạn tăng 40.0% lên 9,224 tỷ đồng, trong khi đầu tư tài chính dài hạn giảm 38.6% xuống 1,855 tỷ đồng. Tỷ trọng đầu tư ngắn hạn trong tổng danh mục tài chính theo đó tăng từ khoảng 68.6% lên 83.3%

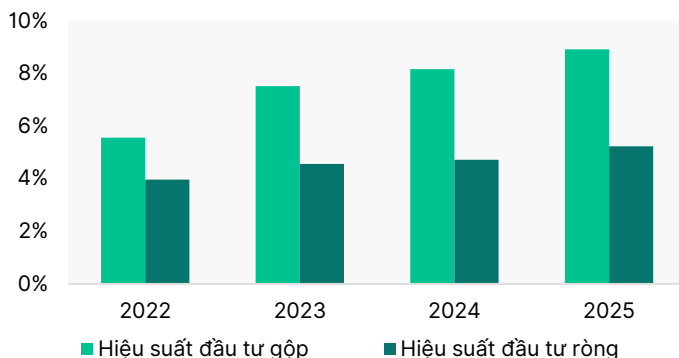
Chúng tôi dự phóng thu nhập đầu tư thuần tăng 36.4% lên 769.9 tỷ đồng năm 2026F, được hỗ trợ bởi tài sản đầu tư cuối kỳ tăng 16.4% lên 12,849 tỷ đồng và các khoản tiền gửi ngắn hạn được tái định giá trong môi trường lãi suất thuận lợi. Theo Ngân hàng Nhà nước, lãi suất tiền gửi VND bình quân kỳ hạn 6–12 tháng của nhóm ngân hàng thương mại nhà nước và cổ phần đạt 6.1%–7.6%/năm trong tháng 6/2026, tạo nền tảng cho dự phóng hiệu suất đầu tư ròng của PVI cải thiện lên khoảng 6.4% năm 2026F.

Hình 16. Lợi nhuận gộp từ HĐ đầu tư của bảo hiểm PVI



Nguồn: Bảo hiểm PVI, Kafi Research

Hình 17. Hiệu suất đầu tư ròng của bảo hiểm PVI



Nguồn: Bảo hiểm PVI, Kafi Research

Sang năm 2027F, chúng tôi dự phóng thu nhập đầu tư tăng 8.4% lên 834.5 tỷ đồng, chủ yếu nhờ tài sản đầu tư tăng 9.0% lên 14,003 tỷ đồng, trong khi hiệu suất đầu tư ròng bình quân giảm nhẹ về khoảng 6.2% khi môi trường lãi suất dần ổn định

Thu nhập đầu tư có độ nhạy tương đối với biến động lãi suất. Chúng tôi ước tính trên quy mô tài sản đầu tư bình quân 2026F khoảng 11,964 tỷ đồng, mức giảm 50 điểm cơ bản của lợi suất danh mục có thể làm giảm tối đa khoảng 59.8 tỷ đồng thu nhập đầu tư trước thuế, tương đương khoảng 7.8% thu nhập đầu tư và 4.3% lợi nhuận trước thuế dự phóng năm 2026F.

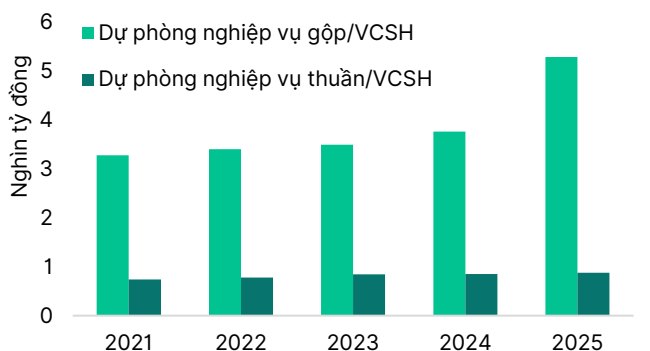
2.3. Tái bảo hiểm hỗ trợ mở rộng năng lực khai thác và kiểm soát rủi ro ròng

Tái bảo hiểm cho phép PVI chuyển giao một phần nghĩa vụ bồi thường cho các nhà tái bảo hiểm, qua đó hạn chế quy mô rủi ro thuần mà công ty phải tự chi trả. Cơ chế này thiết yếu đối với các hợp đồng có hạn mức lớn trong lĩnh vực năng lượng, tài sản, kỹ thuật, hàng hải và hàng không. Năm 2025, dự phòng nghiệp vụ gộp của Bảo hiểm PVI tăng 61.8%, từ 16,448 tỷ đồng lên 26,617 tỷ đồng. Tài sản tái bảo hiểm đạt khoảng 22,186 tỷ đồng, khiến dự phòng nghiệp vụ thuần sau tái bảo hiểm chỉ tăng 19.5%, lên 4,431 tỷ đồng.

Tái bảo hiểm làm giảm mạnh quy mô nghĩa vụ bảo hiểm ròng mà PVI dự kiến phải tự chi trả. Dự phòng nghiệp vụ gộp tương đương khoảng 5.3 lần vốn chủ sở hữu, trong khi dự phòng nghiệp vụ thuần chỉ tương đương khoảng 88% vốn chủ sở hữu.

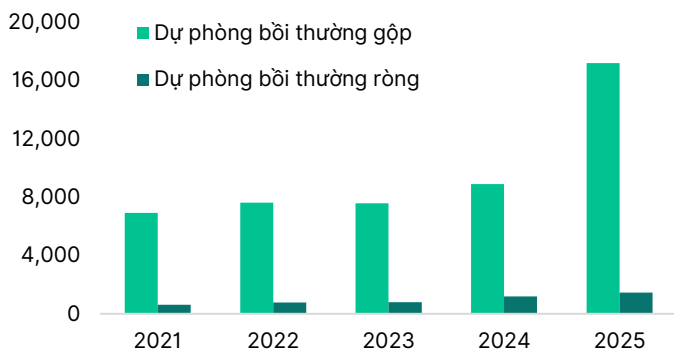
Tác động của tái bảo hiểm thể hiện rõ qua biến động dự phòng bồi thường trong năm 2025. Bảo hiểm PVI ghi nhận tăng dự phòng bồi thường gộp 8,298 tỷ đồng, trong khi tăng dự phòng bồi thường nhượng tái đạt 8,044 tỷ đồng, tương đương 96.9% phần tăng gộp; theo đó, mức tăng dự phòng bồi thường ròng PVI giữ lại chỉ khoảng 254 tỷ đồng. Nhờ đó, điều này giúp Bảo hiểm PVI hạn chế biến động nghĩa vụ ròng và có thể làm giảm nhu cầu vốn kinh tế so với trường hợp PVI tự giữ toàn bộ rủi ro.

Hình 18. Dự phòng nghiệp vụ thuần/VCSH của bảo hiểm PVI



Nguồn: Bảo hiểm PVI, Kafi Research

Hình 19. Dự phòng bồi thường của bảo hiểm PVI



Nguồn: Bảo hiểm PVI, Kafi Research

Sự mở rộng bảng cân đối phần lớn phản ánh quy mô nghiệp vụ gộp và cấu trúc nhượng tái. Tài sản tái bảo hiểm chiếm khoảng 59.2% tổng tài sản cuối năm 2025 và đóng góp khoảng 80.8% mức tăng tổng tài sản trong năm.

Tái bảo hiểm vì vậy làm giảm rủi ro bảo hiểm ròng nhưng đồng thời chuyển một phần rủi ro sang tín dụng đối tác và thanh khoản. Chất lượng thu hồi tái bảo hiểm ổn định, khi phải thu bồi thường nhượng tái giảm 4.1% xuống 700.9 tỷ đồng và các khoản phải thu tái bảo hiểm quá hạn hoặc khó thu hồi giảm đáng kể. Tuy nhiên, các chỉ tiêu này chưa đủ đại diện cho toàn bộ 22.186 tỷ đồng tài sản tái bảo hiểm, nên chất lượng tín dụng và mức độ tập trung đối tác vẫn cần được theo dõi.

Diễn biến biên khả năng thanh toán giúp bổ sung góc nhìn về mức độ an toàn vốn trong bối cảnh PVI sử dụng tái bảo hiểm để kiểm soát nghĩa vụ bồi thường ròng. Cuối năm 2025, biên khả năng thanh toán của Bảo hiểm PVI đạt 3,332 tỷ đồng, cao hơn mức tối thiểu 3,016 tỷ đồng khoảng 316 tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ 110.49%, giảm từ 129.35% cuối năm 2024. Điều này cho thấy PVI vẫn đáp ứng yêu cầu thanh toán,

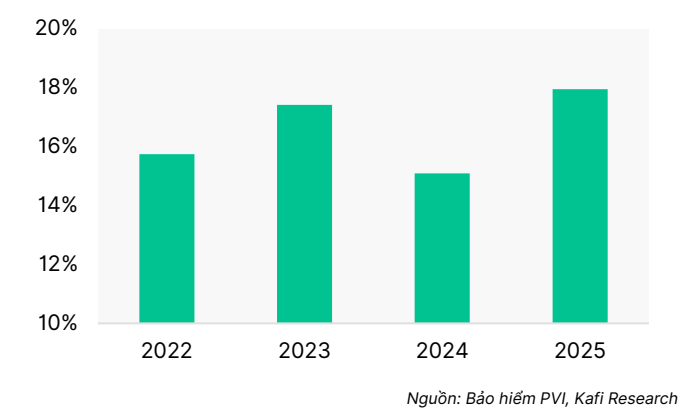
nhưng bộ đệm vốn đã thu hẹp khi quy mô nghiệp vụ tăng nhanh. Việc nâng vốn điều lệ lên 5,000 tỷ đồng trong năm 2026 dự kiến củng cố dư địa an toàn và tạo thêm dư địa cho tăng trưởng.

2.4. Hệ quả đầu tư: mô hình tạo lợi nhuận hỗ trợ ROE cao

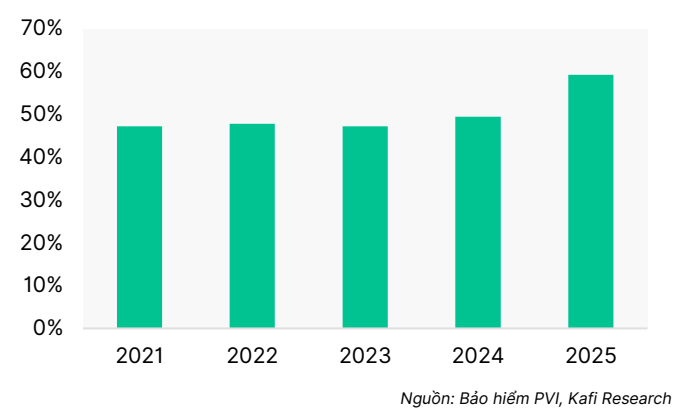
Bảo hiểm PVI có khả năng kết hợp lợi nhuận khai thác với thu nhập đầu tư để tạo mức sinh lời cao trên vốn chủ sở hữu. Năm 2025, Bảo hiểm PVI đạt khoảng 844 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế và ROE 17,95%. Mức ROE này được hỗ trợ bởi: (1) Tỷ lệ kết hợp 82.2%, tương ứng biên lợi nhuận kỹ thuật khoảng 17.8%; (2) Hơn 1.103 tỷ đồng lợi nhuận gộp từ hoạt động bảo hiểm; (3) Khoảng 564.5 tỷ đồng lợi nhuận gộp từ hoạt động tài chính; (4) Tăng trưởng phí đi cùng với sự suy giảm của phải thu phí bảo hiểm gốc; (5) Tái bảo hiểm giúp hạn chế quy mô nghĩa vụ bồi thường ròng tự giữ.

Chúng tôi dự phóng ROE của Bảo hiểm PVI đạt 17.3% năm 2026F và 16.0% năm 2027F. Mức giảm nhẹ chủ yếu phản ánh vốn chủ sở hữu bình quân tăng nhanh hơn lợi nhuận sau thuế, trong bối cảnh công ty được bổ sung vốn, tiếp tục tích lũy lợi nhuận giữ lại và củng cố bộ đệm vốn để hỗ trợ tăng trưởng nghiệp vụ.

Hình 20. ROE của bảo hiểm PVI



Hình 21. Tài sản tái bảo hiểm/Tổng tài sản của bảo hiểm PVI



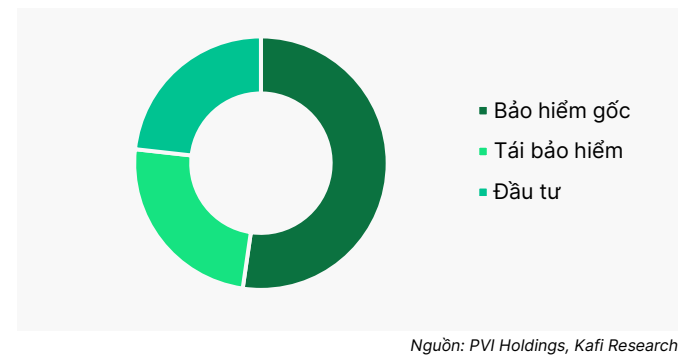
Nhìn chung, Bảo hiểm PVI có khả năng chuyển hóa chất lượng khai thác thành hiệu quả sử dụng vốn thông qua ba lớp giá trị: hoạt động bảo hiểm tạo lợi nhuận kỹ thuật, nguồn vốn tạm thời được phân bổ vào danh mục đầu tư thanh khoản và tái bảo hiểm giúp kiểm soát nghĩa vụ ròng tự giữ. Đây là nền tảng để ROE duy trì ở mức cao và gián tiếp hỗ trợ giá trị của PVI Holdings.

Luận điểm đầu tư 3: PVI Holdings – định chế bảo hiểm tài chính tập trung, có dòng tiền cổ tức rõ ràng và quyền chọn tăng trưởng từ tái bảo hiểm

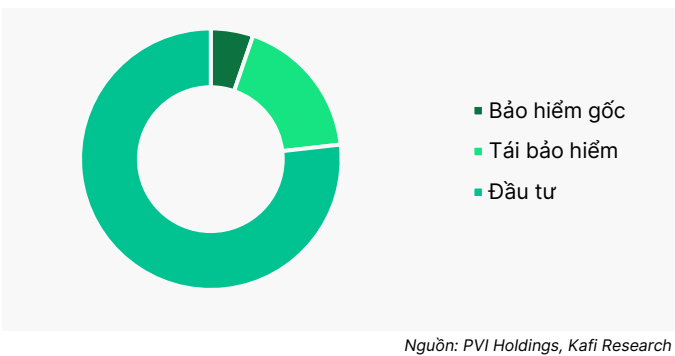
Luận điểm 3 tập trung đánh giá khả năng chuyển hóa năng lực tạo lợi nhuận của Bảo hiểm PVI thành dòng tiền hợp nhất và giá trị cho cổ đông PVI Holdings. Khác với mô hình holding đa ngành, PVI duy trì cấu trúc tập trung quanh chuỗi giá trị bảo hiểm – tái bảo hiểm – đầu tư, trong đó mỗi công ty thành viên đảm nhận một lớp giá trị riêng: Bảo hiểm PVI tạo nguồn vốn bảo hiểm, Hanoi Re tối ưu hóa rủi ro thông qua tái bảo hiểm, trong khi PVI AM nâng cao hiệu quả sử dụng vốn thông qua hoạt động đầu tư tài sản.

3.1. Hệ sinh thái lõi giúp PVI khai thác nhiều lớp giá trị trên cùng nguồn vốn bảo hiểm

Hình 22. Cơ cấu doanh thu của PVI Holdings



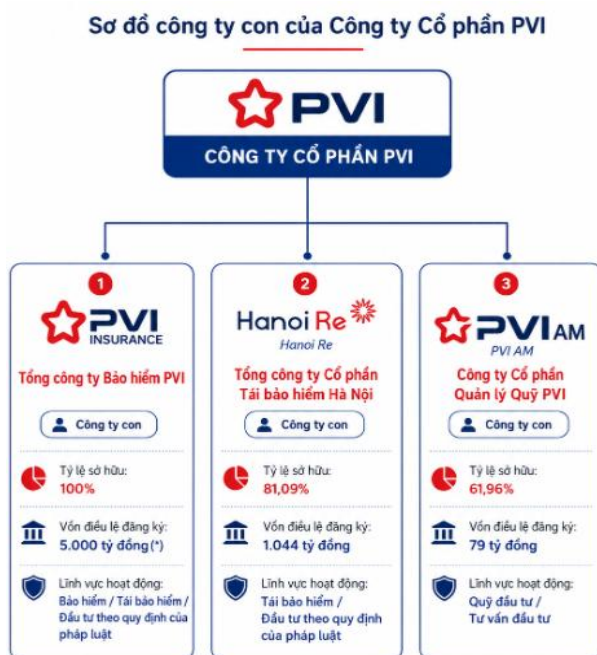
Hình 23. Cơ cấu lợi nhuận của PVI Holdings



Lợi thế của PVI nằm ở khả năng kết hợp kinh doanh bảo hiểm với quản lý vốn bảo hiểm, tạo ra lợi nhuận từ cả hoạt động underwriting và đầu tư. Bảo hiểm là hoạt động kinh doanh cốt lõi của PVI Holdings, đồng thời tạo ra nguồn vốn tạm thời để tái đầu tư trong suốt chu kỳ bảo hiểm. Năm 2025, doanh thu bảo hiểm đạt khoảng 9,342 tỷ đồng, chiếm 83.8% doanh thu hợp nhất, trong khi hoạt động đầu tư đóng góp khoảng 1,808 tỷ đồng, tương đương 16.2%.

Giá trị kinh tế của mô hình bảo hiểm còn nằm ở khả năng sinh lời trên nguồn vốn bảo hiểm được quản lý. Trước loại trừ nội bộ, hoạt động đầu tư đóng góp khoảng 1.894 tỷ đồng, chiếm 76.8% lợi nhuận trước thuế bộ phận, cao hơn tái bảo hiểm (443 tỷ đồng, 18%) và bảo hiểm gốc (130 tỷ đồng, 5.3%).

Do đặc thù mô hình holding, PVI có dòng lợi nhuận nội bộ lớn. Năm 2025, lợi nhuận trước thuế các đơn vị trước loại trừ đạt khoảng 2,466 tỷ đồng, nhưng lợi nhuận hợp nhất còn khoảng 1,460 tỷ đồng sau khi loại trừ khoảng 1,007 tỷ đồng giao dịch nội bộ. Do đó, khả năng chuyển lợi nhuận hợp nhất thành dòng tiền thực về công ty mẹ và cổ tức cho cổ đông là yếu tố quan trọng tạo nên giá trị cho toàn tập đoàn.



Bảo hiểm PVI là tài sản lõi có hiệu quả vốn cao nhất, quyết định năng lực sinh lời dài hạn của toàn hệ thống PVI.

Trong hệ sinh thái PVI, Bảo hiểm PVI tiếp tục là động lực chính tạo giá trị nhờ duy trì ROE cao, tỷ lệ kết hợp thấp, chất lượng dự phòng tốt và vị thế cạnh tranh trong các nghiệp vụ bảo hiểm công nghiệp như đã đề cập ở trên. Năm 2025, Bảo hiểm PVI đạt ROE 17.95%, cao hơn ROE hợp nhất của PVI Holdings. Vì vậy, việc tăng vốn điều lệ lên 5,000 tỷ đồng đầu năm 2026 là quyết định phân bổ vốn hợp lý nhằm mở rộng năng lực nhận bảo hiểm, củng cố biên khả năng thanh toán, duy trì xếp hạng tín nhiệm A-, tăng khả năng khai thác các lĩnh vực có lợi thế như năng lượng, tài sản kỹ thuật, hàng hải và bảo hiểm công nghiệp.

Sự tham gia của cổ đông chiến lược HDI Global SE (sở hữu 46% cổ phần) giúp tăng cường kỷ luật quản trị rủi ro, hỗ trợ PVI Holdings duy trì chiến lược phân bổ vốn tập trung vào các đơn vị có hiệu quả vốn cao và đóng góp vào thành công của mảng nhận tái bảo hiểm. HDI V.a.G. (công ty mẹ của HDI Global) trực tiếp hỗ trợ PVI nâng cao năng lực kỹ thuật và chất lượng dịch vụ, áp dụng chuẩn mực quản trị rủi ro tiên tiến như Solvency II. Điều này cho phép PVI đủ khả năng thẩm định để nhận lại rủi ro từ các thị trường quốc tế. Thêm vào đó, với sự hậu thuẫn từ mạng lưới của HDI, PVI đang tham gia sâu hơn vào các chương trình bảo hiểm xuyên biên giới cho các tập đoàn đa quốc gia hoạt động tại ASEAN và mở rộng thị trường nhận tái quốc tế. Đồng thời, sự hỗ trợ về chuyên môn và vị thế của HDI giúp PVI duy trì xếp hạng tín nhiệm tài chính A- (Xuất sắc) từ AM Best. Xếp hạng này giúp PVI có thể chào phí và tham gia nhận tái bảo hiểm trong các hợp đồng quốc tế quy mô lớn.

Hanoi Re là động lực tăng trưởng bổ sung, giúp PVI mở rộng chuỗi giá trị bảo hiểm nhưng vẫn kiểm soát rủi ro vốn.

Hanoi Re đóng vai trò là lớp tăng trưởng thứ hai trong hệ sinh thái PVI thông qua hoạt động nhận tái bảo hiểm. Năm 2025, mảng tái bảo hiểm đạt biên lợi nhuận trước thuế khoảng 14%, phản ánh khả năng sinh lời tốt trong vai trò phân tán và tối ưu hóa rủi ro. Dư địa tăng trưởng của Hanoi Re đến từ khả năng duy trì kỷ luật nhận tái, kiểm soát rủi ro tích lũy, bảo vệ chất lượng định phí và quản trị danh mục nhận bảo hiểm.

PVI AM bổ sung lớp giá trị vốn nhẹ và nguồn thu nhập ổn định.

PVI AM là mảng quản lý tài sản tương đối ít thâm dụng vốn trong hệ sinh thái PVI. Vai trò của PVI AM là quản lý danh mục đầu tư, tối ưu hóa nguồn vốn bảo hiểm trên cơ sở kiểm soát thanh khoản, rủi ro tín dụng và giới hạn đầu tư. Năm 2025, Quỹ Đầu tư Cơ hội PVI (POF) ghi nhận lợi nhuận thực hiện 130.2 tỷ đồng, tương ứng hiệu suất đầu tư gần 8.68%. Khi kết thúc hoạt động, quỹ đã hoàn trả 100% vốn bằng tiền mặt cho nhà đầu tư. Trong 10 năm hoạt động, POF duy trì tỷ lệ cổ tức tiền mặt bình quân 9.5%/năm.

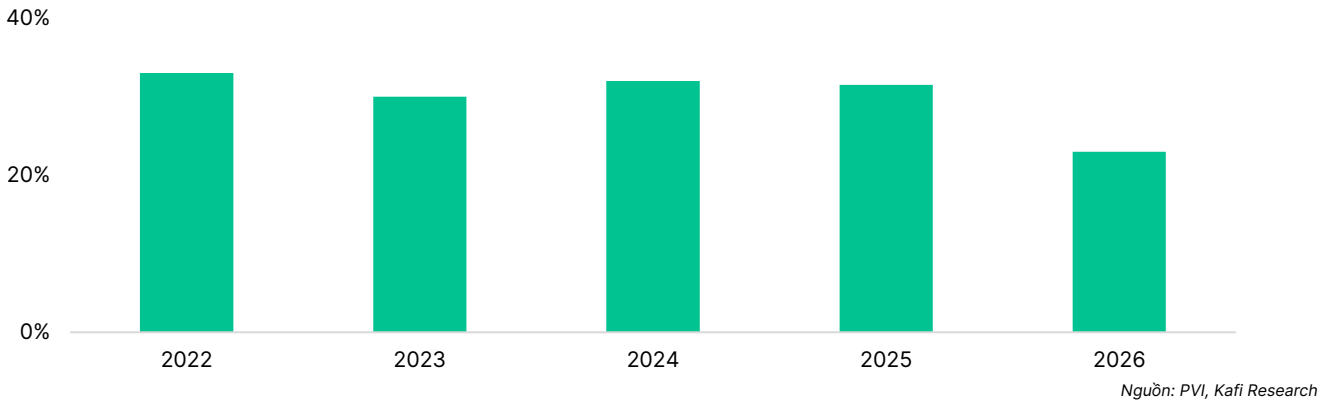
Trong dài hạn, nếu mở rộng được tài sản quản lý ngoài hệ thống, PVI AM có thể tạo thêm nguồn thu phí quản lý ổn định, ít tiêu tốn vốn và nâng cao chất lượng lợi nhuận của công ty mẹ.

3.2. Kỷ luật cổ tức xác nhận khả năng chuyển hóa lợi nhuận thành dòng tiền

Bên cạnh khả năng tạo lợi nhuận, lợi thế của PVI nằm ở khả năng chuyển hóa lợi nhuận thành dòng tiền thực cho cổ đông. PVI duy trì lịch sử chi trả cổ tức tiền mặt hấp dẫn, với tỷ lệ lần lượt 33%, 30%, 32% và 31,5% trong giai đoạn 2022–2025. Trong năm 2026F, doanh nghiệp dự kiến duy trì cổ tức tiền mặt 23%, đồng thời cân bằng giữa nhu cầu tăng cường năng lực vốn sau khi Bảo hiểm PVI nâng vốn điều lệ lên 5.000 tỷ đồng và mục tiêu duy trì dòng tiền ổn định cho cổ đông.

Trong kịch bản ROE của Bảo hiểm PVI bình thường hóa về vùng 14%–15%, PVI vẫn có khả năng duy trì chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn nhờ mô hình kinh doanh ít thâm dụng tài sản cố định, danh mục đầu tư có tính thanh khoản cao và cấu trúc tái bảo hiểm giúp kiểm soát mức độ tập trung rủi ro. Khả năng duy trì ROE cao, lợi nhuận hợp nhất ổn định và chính sách cổ tức có kỷ luật là yếu tố hỗ trợ PVI duy trì mức định giá so với mặt bằng ngành bảo hiểm.

Hình 24. Cổ tức tiền mặt của PVI Holdings



Thời điểm hiện tại - Giai đoạn mở rộng năng lực vốn và cải thiện hiệu quả sử dụng vốn

PVI đang bước vào giai đoạn nâng cao hiệu quả sử dụng vốn, hướng tới mô hình tạo giá trị bền vững hơn. Việc tăng vốn tại Bảo hiểm PVI lên 5.000 tỷ đồng mở rộng năng lực nhận bảo hiểm có chọn lọc, đặc biệt trong các phân khúc có giá trị cao như công nghiệp, năng lượng, kỹ thuật và tài sản, đồng thời củng cố khả năng thanh toán và chất lượng bảng cân đối.

Sự cải thiện về năng lực vốn được kỳ vọng hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận hợp nhất, với LNTT dự phóng đạt 1,641 tỷ đồng năm 2026F và 1,809 tỷ đồng năm 2027F, tương ứng tăng trưởng 10.2% YoY trong năm 2027F. Trong bối cảnh ngành bảo hiểm ngày càng yêu cầu cao về năng lực vốn, quản trị rủi ro và xếp hạng tín nhiệm, nền tảng tài chính vững chắc giúp PVI duy trì chất lượng tăng trưởng trong chu kỳ tiếp theo.

Khả năng tái định giá

PVI có khả năng tạo giá trị kinh tế dài hạn nhờ duy trì mức sinh lời vượt chi phí vốn. Chúng tôi ước tính chênh lệch giữa ROE bền vững và chi phí vốn chủ sở hữu đạt lần lượt khoảng 7.6% năm 2026F và 10.9% năm 2027F, cho thấy khả năng tiếp tục tạo lợi nhuận vượt chi phí vốn trong chu kỳ dài hạn.

PVN hiện sở hữu 35% vốn tại PVI Holdings và thuộc diện phải thoái toàn bộ theo Quyết định 1243/QĐ-TTg; tuy nhiên, thời hạn hoàn thành cuối năm 2025 đã không đạt được và ban lãnh đạo PVI cho biết lộ trình mới dự kiến được xây dựng trong giai đoạn 2026–2030, hiện chưa có thời điểm giao dịch cụ thể. Việc chuyển nhượng trọn lô cho một nhà đầu tư chiến lược có thể trở thành chất xúc tác định giá nếu giao dịch ghi nhận mức giá có premium và mang lại thêm năng lực quản trị, vốn hoặc mạng lưới quốc tế cho PVI. Tuy nhiên, việc PVN không còn là cổ đông có thể làm suy giảm nhận định về lợi thế tiếp cận hệ sinh thái năng lượng, dù rủi ro này được giảm nhẹ bởi quan hệ thương mại lâu năm, dữ liệu khai thác chuyên ngành và năng lực bảo hiểm công nghiệp mà PVI đã tích lũy độc lập.

Với mô hình kinh doanh bảo hiểm tài chính tập trung, hiệu quả sử dụng vốn cao, bảng cân đối lành mạnh và khả năng duy trì dòng tiền cổ đông ổn định, PVI có cơ sở duy trì mức định giá cao hơn so với các doanh nghiệp bảo hiểm chỉ dựa trên tăng trưởng phí bảo hiểm. Tuy nhiên, mức giá hiện tại đã phản ánh phần lớn chất lượng doanh nghiệp. Vì vậy, khả năng cải thiện định giá trong tương lai sẽ phụ thuộc vào việc PVI tiếp tục duy trì tăng trưởng lợi nhuận, hiệu quả sử dụng vốn và kỷ luật phân bổ vốn.

Dự phóng KQKD 2026F và 2027F

1. Bảo hiểm PVI – KQKD dự phóng

Chỉ tiêu	2025A	2026F	YoY	2027F	YoY	Cơ sở dự phóng
Tổng phí bảo hiểm gộp	24,124.0	26,536.4	+10.0%	28,560.9	+7.6%	Tăng trưởng hai chữ số trong năm 2026 nhờ năng lực vốn được củng cố và lợi thế trong phân khúc khách hàng doanh nghiệp, công nghiệp; sau đó tăng trưởng bình thường hóa trong năm 2027
Phí bảo hiểm giữ lại	6,616.1	7,461.6	+12.8%	8,120.0	+8.8%	Tăng trưởng cao hơn Tổng phí bảo hiểm gốc nhờ tỷ lệ giữ lại tăng nhẹ, phản ánh khả năng tối ưu hóa giữa tăng trưởng và quản trị rủi ro
Tỷ lệ giữ lại	27.4%	28.1%	+0.7 đpt	28.4%	+0.3 đpt	Tăng nhẹ, phù hợp với chiến lược duy trì khẩu vị rủi ro thận trọng và sử dụng tái bảo hiểm hiệu quả
Phí bảo hiểm thuần	6,212.4	7,006.8	+12.8%	7,629.8	+8.9%	
Doanh thu bảo hiểm	8,193.3	9,225.6	+12.6%	10,014.7	+8.6%	Được hỗ trợ bởi tăng trưởng phí bảo hiểm thuần và nguồn thu từ hoa hồng nhượng tái bảo hiểm
Tỷ lệ bồi thường	40.3%	41.7%	+1.3 đpt	41.8%	+0.2 đpt	Tăng nhẹ so với mức thuận lợi năm 2025 do giả định bình thường hóa chi phí bồi thường, nhưng duy trì trong vùng kiểm soát tốt
Tỷ lệ chi phí	41.9%	38.3%	-3.6 đpt	38.5%	+0.2 đpt	Cải thiện nhờ lợi thế quy mô, tối ưu hoa hồng nhượng tái và kỷ luật kiểm soát chi phí
Tỷ lệ kết hợp	82.2%	80.0%	-2.3 đpt	80.4%	+0.4 đpt	Duy trì quanh mức 80%, thấp hơn ngưỡng hòa vốn 100%, nhờ khả năng duy trì năng lực sinh lời từ hoạt động bảo hiểm cốt lõi
Lợi nhuận khai thác bảo hiểm	1,103.6	1,404.3	+27.2%	1,497.3	+6.6%	Động lực tăng trưởng lợi nhuận chính trong năm 2026 nhờ cải thiện hiệu quả khai thác và kiểm soát chi phí
Thu nhập đầu tư thuần	564.5	769.9	+36%	834.5	+8%	Thu nhập đầu tư duy trì tăng trưởng nhờ nền tài sản sinh lãi lớn hơn.
Lợi nhuận trước thuế	1,064.7	1,396.3	+31%	1,506.8	+8%	Tăng trưởng mạnh trong năm 2026 nhờ đóng góp từ hoạt động khai thác bảo hiểm, sau đó quay về mức tăng trưởng ổn định hơn.
Lợi nhuận sau thuế	843.8	1,106.6	+31%	1,194.2	+8%	
Tài sản đầu tư	11,078.8	12,849.2	+164%	14,002.9	+9%	Tăng trưởng nhờ dòng phí từ hoạt động bảo hiểm và lợi nhuận tích lũy.

2. PVI Holdings – Dự phóng KQKD hợp nhất 2025A–2027F

Chỉ tiêu	2025A	2026F	%YoY	2027F	%YoY	Cơ sở dự phóng
Doanh thu bảo hiểm hợp nhất	9,545.70	9,983.41	+4.6%	10,825.34	+8.4%	Bảo hiểm PVI duy trì tăng trưởng GWP khoảng 10% năm 2026 nhờ vị thế dẫn đầu trong phân khúc khách hàng doanh nghiệp, trong khi Hanoi Re tiếp tục mở rộng nguồn phí bên ngoài nhằm giảm phụ thuộc vào nội bộ.
Chi phí dịch vụ bảo hiểm	8,174.80	8,506.71	+4.1%	9,217.92	+8.4%	Tăng tương ứng với quy mô doanh thu bảo hiểm và mức phí kiểm được. Giả định tỷ lệ bồi thường và chi phí khai thác tiếp tục được kiểm soát nhờ năng lực định phí và quản trị rủi ro.
Lợi nhuận khai thác bảo hiểm	1,370.90	1,476.70	+7.7%	1,607.42	+8.9%	Động lực tăng trưởng chính đến từ cải thiện hiệu quả khai thác tại Bảo hiểm PVI, đặc biệt nhờ duy trì tỷ lệ kết hợp thấp hơn đáng kể mức hòa vốn 100%.
Biên lợi nhuận khai thác bảo hiểm	14.4%	14.8%	+0.4%	14.8%	+0.1%	Duy trì ổn định nhờ chất lượng danh mục bảo hiểm tốt và lợi thế quy mô trong phân khúc doanh nghiệp.
Thu nhập đầu tư thuần	918.2	970.1	+5.7%	1,043.0	+7.5%	
Chi phí hoạt động	836.36	879.45	+5.2%	934.08	+6.2%	
Lợi nhuận trước thuế (LNTT)	1,459.70	1,712.04	+17.3%	1,868.44	+9.1%	Tăng trưởng chủ yếu đến từ lợi nhuận khai thác bảo hiểm cải thiện, đặc biệt tại Bảo hiểm PVI, trong khi đóng góp đầu tư duy trì ổn định.
Lợi nhuận sau thuế (LNST)	1,152.10	1,355.52	+17.7%	1,479.53	+9.1%	

Định giá và khuyến nghị

PVI giữ vị thế dẫn đầu thị trường bảo hiểm phi nhân thọ, thế mạnh phân khúc doanh nghiệp, lợi nhuận kỹ thuật tốt, ROE cao, cổ tức tiền mặt đều đặn. Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP**, với giá mục tiêu **75,400** đồng/cp, upside 2%, do thị giá đã phản ánh phần lớn triển vọng.

Bảo hiểm PVI – Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Đơn vị
Chi phí vốn chủ sở hữu	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	%
Tăng trưởng dài hạn					3.0%	%
LNST bền vững	986.5	1,065.2	1,129.8	1,253.5	1,319.7	Tỷ đồng
Thu nhập thặng dư	594.0	657.8	704.0	800.5	837.2	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	542.0	547.6	534.7	554.8	529.4	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư giai đoạn 2026F–2030F	2,708.5					Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	8,090.0					Tỷ đồng
VCHS đầu kỳ	4,088.4					Tỷ đồng
Giá trị nhượng quyền cốt lõi theo RIM	14,886.9					Tỷ đồng
Giá trị vốn dư thừa có thể phân phối	282.6					Tỷ đồng
Giá trị vốn chủ sở hữu Bảo hiểm PVI	15,169.5					Tỷ đồng

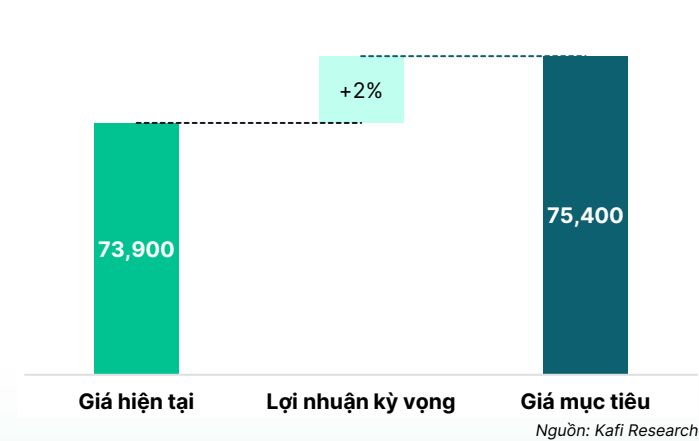
Định giá PVI Holdings - Định giá theo phương pháp tổng hợp từng phần doanh nghiệp (SOTP)

Công ty con	Phương pháp định giá	Giá trị vốn chủ sở hữu	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị thuộc PVI Holdings	Đơn vị
BH PVI	Thu nhập thặng dư	15,169.5	100%	15,169.5	Tỷ đồng
Hanoi Re	Lợi nhuận kinh tế - nhượng quyền thương mại bên ngoài	1,136.6	81%	921.6	Tỷ đồng
PVI AM	P/E	139.7	62%	86.6	Tỷ đồng
Công ty nắm giữ tài sản (HoldCo)	NAV	1,058.0	100%	1,058.0	Tỷ đồng
Tổng cộng		17,503.8		17,235.7	Tỷ đồng
Số lượng cổ phiếu				234,241,867	cổ phiếu
Giá mục tiêu của PVI theo phương pháp SOTP				73,581	VND/cp

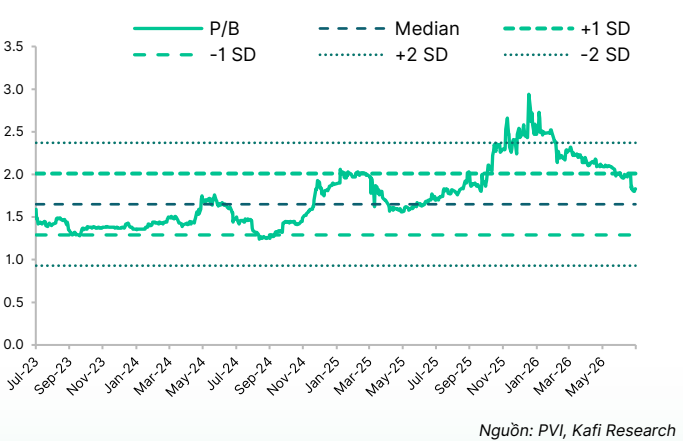
Phương pháp P/B	Số liệu	Đơn vị
P/B trung vị 3 năm của PVI	2.1	Lần
Giá trị sổ sách/ cổ phiếu	39,408	Đồng
Giá mục tiêu theo Phương pháp P/B	82,756	Đồng

Tổng hợp	Số liệu	Tỷ trọng	Đơn vị
SOTP	73,581	80%	
P/B	82,756	20%	
Giá mục tiêu	75,400		Đồng
Giá đóng cửa (05/08/2026)	73,900		Đồng
Lợi nhuận kỳ vọng	+2%		

Hình 25. Lợi nhuận kỳ vọng



Hình 26. Lịch sử P/B của PVI



TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Khuyến nghị

Khuyến nghị đầu tư của Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI") được xây dựng trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (1) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố, (2) 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.

Tuyên bố miễn trừ

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI"). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố theo nhận thức tốt nhất của KAFI. KAFI không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hay tính cập nhật của những thông tin này. Một số đường dẫn trong báo cáo này có thể liên kết với những trang web khác do các bên thứ ba quản lý, không thuộc quyền kiểm soát của KAFI. KAFI không đưa ra phát biểu nào về tính chính xác hoặc về bất kỳ khía cạnh nào khác của những thông tin đăng tải trên các trang web đó.

Các quan điểm, khuyến nghị trong báo cáo này được KAFI đưa ra sau khi xem xét kỹ càng, cẩn thận và dựa trên nhận thức tốt nhất cũng như trên cơ sở nỗ lực đem lại một quan điểm mang tính chất tham khảo cho nhà đầu tư. Những quan điểm, khuyến nghị này có thể thay đổi mà KAFI không cần thông báo trước hay có trách nhiệm cập nhật liên tục các thay đổi này.

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 -15% đến 15%.

KÉM KHẢ QUAN: Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

Không một thông tin cũng như khuyến nghị nào trong báo cáo này được trình bày nhằm mục đích mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Việc sử dụng bất kỳ nội dung, thông tin nào trong báo cáo này sẽ do các nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu hoàn toàn trách nhiệm và rủi ro. Các nhà đầu tư cần hiểu rõ kết quả đầu tư có thể phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố khách quan và hoàn toàn nằm ngoài khả năng nhận biết, dự đoán hoặc kiểm soát của KAFI. Do vậy, các nhà đầu tư nên xem xét mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về vấn đề tài chính, thuế, pháp lý và các khía cạnh khác trước khi thực hiện giao dịch đối với bất kỳ chứng khoán nào của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

KAFI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ hoặc liên quan đến các sai sót, bỏ sót hoặc hệ quả nào từ việc sử dụng các thông tin, áp dụng các khuyến nghị trong báo cáo này. Trong mọi trường hợp, KAFI cùng các đơn vị hợp danh hoặc pháp nhân hoặc thành viên, đại lý hoặc nhân viên của KAFI sẽ không chịu trách nhiệm đối với các nhà đầu tư hoặc bất kỳ tổ chức, cá nhân nào từ bất kỳ quyết định hoặc hành động nào được thực hiện dựa vào những thông tin, khuyến nghị trong báo cáo này hoặc bất kỳ thiệt hại mang tính hệ quả, cụ thể hoặc thiệt hại tương tự thậm chí trong trường hợp KAFI đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại đó.

Báo cáo này là sản phẩm thuộc quyền sở hữu của KAFI, không bên nào được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông (toàn bộ hoặc một phần) nội dung báo cáo mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KAFI.