

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH CHỨNG KHOÁN NĂM 2024

1. Tổng quan về thị trường

1.1 Tình hình kinh doanh chung

Quý 3/2023 (3Q2023), tổng doanh thu hoạt động của nhóm 21 Công ty chứng khoán có quy mô vốn lớn nhất đạt 8,655 tỷ VND (+61% YoY); LNST đạt 4,803 tỷ VND (+97% YoY). Lũy kế 9 tháng đầu năm (9M2023), lợi nhuận hoạt động đạt 21,618 tỷ VND (+9.9% QoQ); LNST đạt 10,722 tỷ VND, tăng 2.7% YoY

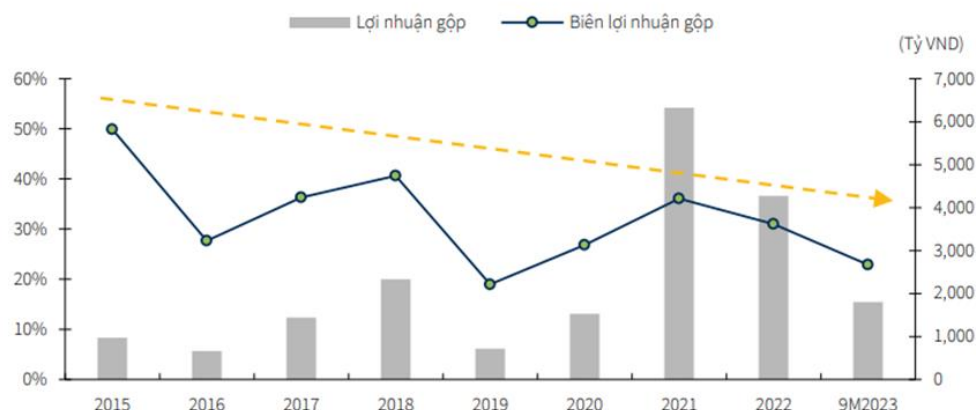
Biểu đồ 1. Tăng trưởng LNST các công ty Chứng khoán giai đoạn 2018 – 9M2023



Nguồn: V_KBSource

9M2023, lợi nhuận gộp mảng môi giới chứng khoán nhóm CTCK theo dõi đạt 1,800 tỷ VND, giảm 48.9% YoY; mảng cho vay ký quỹ đạt 8,618 tỷ VND, giảm 13.7% YoY; mảng đầu tư tăng 229.9% YoY, đạt 10,702 tỷ VND nhờ mức nền thấp trong năm 2022. Chỉ số ROE trung bình 9M2023 đạt 7.7%, thấp hơn nhiều so với giai đoạn 2020 – 2021 do tốc độ tăng vốn cao cùng diễn biến thị trường thiếu ổn định.

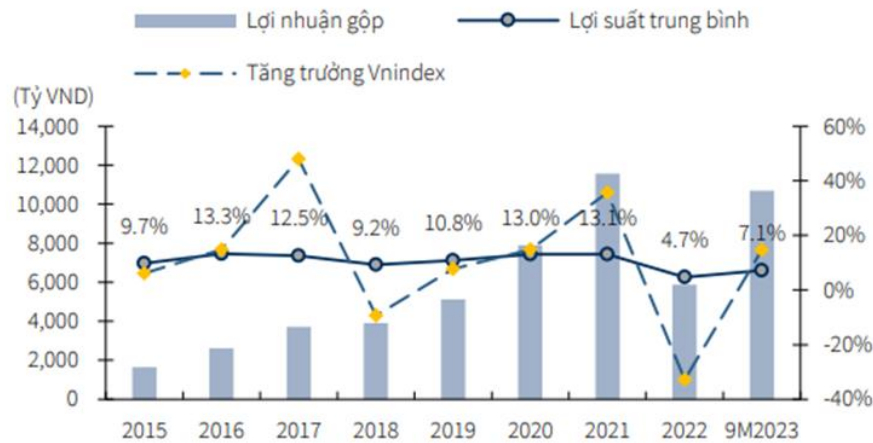
Biểu đồ 5. Quy mô lợi nhuận gộp mảng môi giới chứng khoán giai đoạn 2015 – 9M2023



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

9M2023, lợi nhuận gộp mảng đầu tư của nhóm CTCK theo dõi đạt 10,702 tỷ VND, tăng 229.9% YoY nhờ mức nền thấp trong năm 2022; Lợi suất trung bình 9 tháng đầu năm đạt 7.1%, cao vượt trội so với cùng kỳ 2022 chỉ đạt 2.8%. Có thể nhận thấy với tỷ trọng cổ phiếu niêm yết cao trong danh mục đầu tư, tỷ suất đầu tư của các CTCK có xu hướng cùng pha với biến động của VNindex (biểu đồ 7). Tuy nhiên, mức độ ổn định về tỷ suất đầu tư là cao hơn nhờ kỹ năng quản lý vốn và đa dạng tài sản đầu tư.

Biểu đồ 7. Lợi nhuận gộp và lợi suất đầu tư các CTCK giai đoạn 2015 – 9M2023



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

2. Triển vọng ngành chứng khoán

2.1 Thị trường chứng khoán năm 2024 sẽ có sự phục hồi tốt cả về giá và thanh khoản

Thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2024 sẽ có sự phục hồi tốt so với giai đoạn 2022 – 2023 dựa trên:

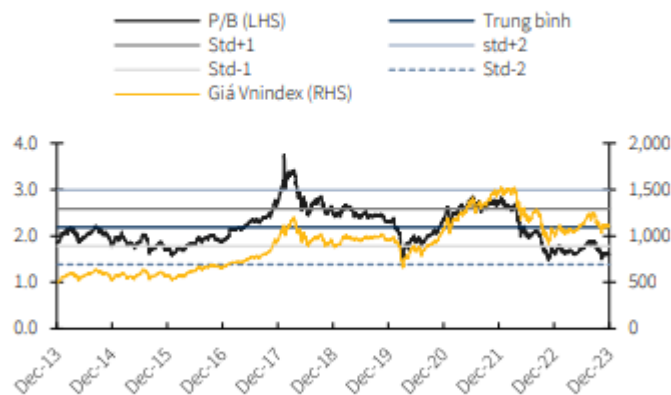
Định giá thị trường đang ở mức thấp. Chỉ số PE tính đến ngày 22/12/2023 đạt 14.7x thấp hơn mức trung bình PE 10 năm của VNIndex là 16.6x. Dựa trên tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường kì vọng đạt ~ 15% trong năm 2024 với động lực từ nhóm hàng tiêu dùng, nguyên vật liệu, tài chính, PE forward 2024 dự kiến đạt 12.8x, thấp hơn độ lệch chuẩn -1 của trung bình PE 10 năm là 13.5x. Trong khi đó, chỉ số P/B của VNIndex tại ngày 22/12/2023 đạt 1.61x, thấp hơn độ lệch chuẩn -1 của trung bình P/B 10 năm là 1.78x. Vùng P/B 1.5x - 1.6x cũng là vùng định giá thấp nhất của VN-Index trong 10 năm qua.

Thanh khoản thị trường sẽ được cải thiện trong năm 2024 nhờ nền lãi suất thấp và đưa vào vận hành hệ thống KRX. Cuối 2022 đầu 2023, thị trường giảm điểm và tạo đáy trước những diễn biến tiêu cực từ vĩ mô quốc tế kết hợp với cuộc

khủng hoảng thị trường trái phiếu và vụ việc liên quan đến Vạn Thịnh Phát. Thanh khoản thị trường giao động ở mức 10,000–12,000 tỷ VND/phần. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là vùng đáy của thanh khoản trong nhiều năm tới và giá trị giao dịch sẽ được cải thiện trong năm 2024 nhờ: (1) Kỳ vọng thị trường tăng giá thu hút dòng tiền đầu tư; (2) Lãi suất huy động và cho vay đều về mức thấp, tăng sức hấp dẫn của các tài sản đầu tư tài chính; (3) Áp dụng hệ thống KRX.

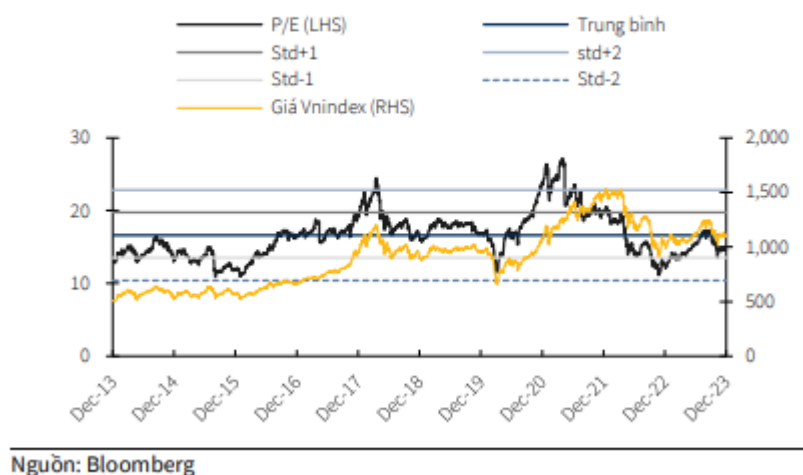
Thị trường chứng khoán phục hồi tốt là động lực mạnh mẽ để các CTCK cải thiện hoạt động kinh doanh của mình ở tất cả các mảng kinh doanh chính bao gồm đầu tư, môi giới chứng khoán và cho vay ký quỹ.

Biểu đồ 12. Lịch sử PB của VN-Index giai đoạn 2013 - 2023

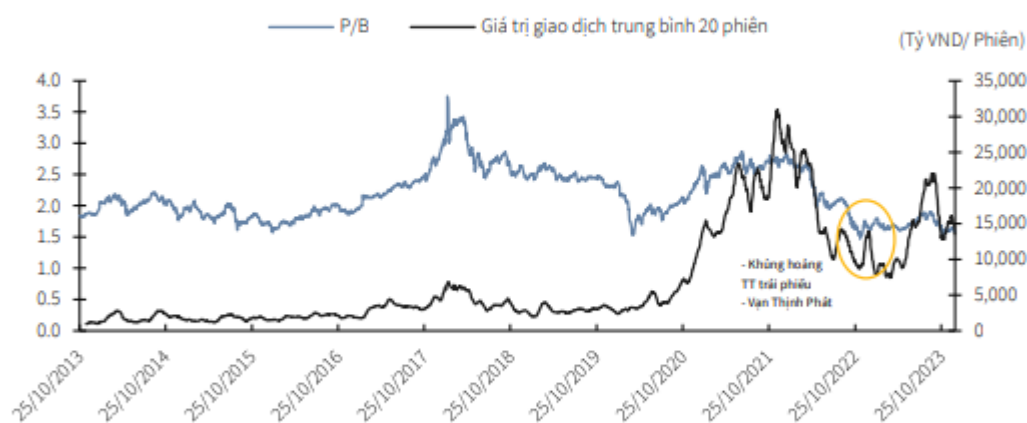


Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 13. Lịch sử P/E của VN-Index giai đoạn 2013 - 2023



Biểu đồ 14. Tương quan định giá P/B và thanh khoản thị trường giai đoạn 2013 - 2023



2.2 Hệ thống KRX là động lực chính cho đà tăng giá của nhóm chứng khoán trong năm 2024.

Trong năm 2024, thông tin về việc vận hành hệ thống KRX sau 10 năm thử nghiệm là động lực quan trọng cho đà tăng giá của nhóm cổ phiếu ngành chứng khoán. KRX là hệ thống công nghệ thông tin điều hành và quản lý giao dịch trên thị trường chứng khoán của Hàn quốc, được sở giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE) ký kết chuyển giao công nghệ với Sở giao dịch Chứng khoán Hàn Quốc (KRX) vào

tháng 12/2012, kì vọng sẽ đi vào vận hành trong năm 2024 sau khoảng thời gian 8 năm trì hoãn (dự tính ban đầu hoàn thành vào 1Q2015). Khi hệ thống KRX được vận hành hoàn thiện và sử dụng hết các tính năng sẽ đem đến những thay đổi lớn bao gồm: (1) Cải thiện số lượng lệnh, tốc độ khớp lệnh; (2) Giao dịch T+1, T+0, giảm thời gian thanh toán; (3) Đa dạng hóa sản phẩm, hình thức đầu tư như nghiệp vụ bán khống, các hợp đồng quyền chọn... Tuy nhiên, trong ngắn trung hạn, hệ thống KRX nhiều khả năng sẽ chỉ tập trung vận hành các tác vụ cơ bản, đảm bảo tính ổn định của hệ thống.

2.3 Thời gian Go-live hệ thống KRX không được như kế hoạch ban đầu của HOSE

Theo kế hoạch ban đầu của HOSE, hệ thống KRX sẽ chính thức được GO – LIVE vào ngày 25/12/2023. Tuy nhiên ngày 21/12, HOSE tiếp tục có văn bản thông báo tới các công ty chứng khoán thành viên về thực hiện kiểm thử FAT (kiểm thử đợt cuối cùng) trong 3 ngày từ ngày 22/12 đến ngày 24/12 và báo cáo kết quả cho HOSE vào ngày 25/12. Thời gian thực hiện Go – live có thể sang 2Q2024 để hệ thống hoàn thiện, đảm bảo giao dịch thông suốt không phát sinh lỗi nghiêm trọng. Về cơ bản, hệ thống go-live chậm hơn dự kiến không ảnh hưởng quá nhiều đến hoạt động giao dịch trên thị trường khi thanh khoản giai đoạn này vẫn đang ở mức vừa phải tuy nhiên sẽ có tác động tâm lý trong ngắn hạn, đặc biệt đối với nhóm cổ phiếu chứng khoán.

3. Một số doanh nghiệp trong ngành - Luận điểm đầu tư - Định giá doanh nghiệp

3.1 CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE: HCM)

LNST của công ty đạt 214 tỷ đồng trong Q3/2023 (+36% QoQ / +30% YoY), sự cải thiện chủ yếu nhờ phí môi giới ròng và doanh thu từ nghiệp vụ cho vay ký quỹ. HCM đã hoàn thành 69% kế hoạch LNTT cả năm trong 9T2023

Thu nhập ròng từ nghiệp vụ môi giới đạt 87 tỷ đồng (+143% QoQ / +85% YoY).

Doanh thu từ nghiệp vụ cho vay ký quỹ trong Q3/2023 đạt 292 tỷ đồng
(+26% QoQ/-8% YoY)

Lợi nhuận ròng từ nghiệp vụ tự doanh đạt 85 tỷ đồng (+62% QoQ / -1% YoY).

HCM: Tóm tắt KQKD	Q3/2023 (tỷ đồng)	YoY	QoQ
Doanh thu từ nghiệp vụ môi giới	224	33%	60%
Thu nhập từ nghiệp vụ môi giới	87	85%	143%
Phí dịch vụ	-2	-49%	-58%
Doanh thu từ nghiệp vụ cho vay ký quỹ	292	-8%	26%
Lãi từ giao dịch tự doanh	85	-1%	62%
Lợi nhuận trước thuế	266	29%	36%
Lợi nhuận sau thuế của CĐCT mẹ	214	30%	36%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, FiinPro, Yuanta Việt Nam

Khuyến Nghị	Khả quan
Giá CP ngày 29/12/2023	23.760
EPS mục tiêu	1,578 đồng/cổ phiếu
P/E ngành	21
Giá mục tiêu 12T	33.130
% tăng giá	39.44%

3.2 CTCP Chứng khoán SSI (HOSE: SSI)

Theo báo cáo tài chính hợp nhất Quý 3/2023, tổng doanh thu và lợi nhuận trước thuế (LNTT) tại báo cáo tài chính hợp nhất Quý 3/2023 đạt 1.972 và 880 tỷ đồng, lần lượt tăng 44% và 112% so với cùng kỳ. Lũy kế chín tháng đầu năm 2023, doanh thu đạt 5.188 tỷ và LNTT hợp nhất đạt hơn 2.204 tỷ đồng, lần lượt tăng 2,5% và 21% so với cùng kỳ. Đến hết quý 3 SSI đã hoàn thành 87% kế hoạch LNTT đề ra đầu năm. Tại thời điểm 30/9/2023, tổng tài sản và Vốn chủ sở hữu đạt lần lượt 55.282 tỷ và 22.708 tỷ đồng, tăng 5,9% và 1,5% so với cuối năm 2022.

Theo báo cáo tài chính hợp nhất Quý 3/2023				
	Quý 3/2023	Quý 3/2022	Lũy kế 9T/2023	Lũy kế 9T/2022
Tổng doanh thu	1.972 (+44%)	1.369	5.188 (+5,9%)	4.898
LNTT	880 (+112%)	415	2.204 (+1,5%)	2.171
Tổng tài sản	55.282 (+21%)	45.436		
Vốn chủ sở hữu	22.708 (+2,46%)	22.161		

Doanh thu từ mảng Dịch vụ Chứng khoán (bao gồm doanh thu từ môi giới, tư vấn, lưu ký và cho vay ký quỹ) đạt 979 tỷ đồng, tăng 29% so với cùng kỳ. Trong đó mảng môi giới, lưu ký, tư vấn đầu tư và khác đạt 548 tỷ đồng, chiếm 28% tổng doanh thu hoạt động và mảng cho vay, phải thu đạt 431 tỷ đồng, đóng góp 22% vào doanh thu. Dư nợ cho vay margin của SSI tính đến cuối tháng 9/2023 đạt 14.713 tỷ đồng, tăng 35% so với cuối tháng 12/2022. Thị phần môi giới cổ phiếu, chứng chỉ quỹ và chứng quyền có đảm bảo của SSI tại Sở GDCK Tp.HCM tiếp tục đà cải thiện đạt 10,59% trong Quý 3.

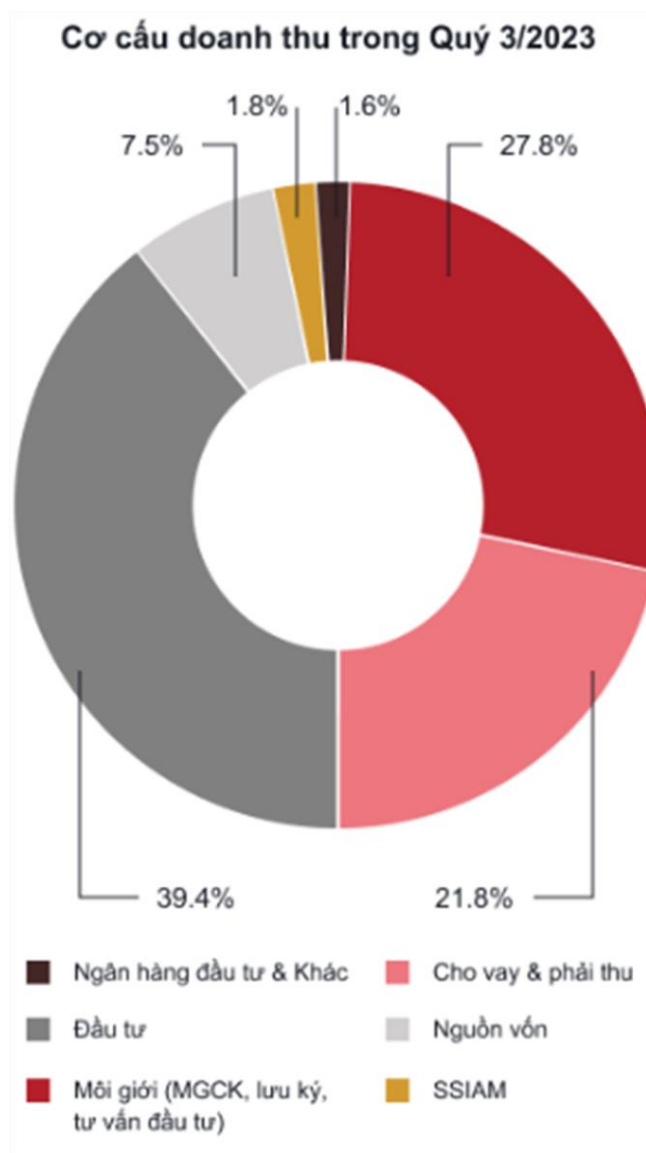
Doanh thu từ hoạt động Đầu tư đạt 777 tỷ đồng, tăng 76% so với cùng kỳ và đóng góp 39% vào tổng doanh thu hoạt động. Mảng đầu tư có kết quả khả quan nhờ việc tận dụng hiệu quả chu kỳ hồi phục của thị trường chứng khoán, kết hợp đồng thời hoạt động quản trị rủi ro chặt chẽ trong quản trị danh mục đầu tư. Trong quý 3,

SSI đã niêm yết mới 30 mã chứng quyền mới và thị phần giao dịch chứng quyền của SSI đã có sự cải thiện đáng kể, chiếm 18% tổng giá trị giao dịch chứng quyền toàn thị trường (tăng từ mức trung bình 8% trong 6 tháng đầu năm).

Doanh thu từ Nguồn vốn & Kinh doanh tài chính ghi nhận 149 tỷ đồng, tăng 39% so với cùng kỳ và chiếm 7.5% tổng doanh thu. Đây là mảng thế mạnh truyền thống của SSI nhờ tận dụng được ưu thế về quy mô vốn lớn kết hợp với diễn biến thị trường thuận lợi.

Doanh thu mảng quản lý danh mục đầu tư (SSIAM) đạt 36 tỷ, chiếm tỷ trọng 1.8% tổng doanh thu.

Với mảng Dịch vụ Ngân hàng Đầu tư và khác, doanh thu ghi nhận 31 tỷ đồng. SSI tiếp tục tham gia vào các thương vụ thu xếp vốn và tư vấn giải pháp tài chính cho các doanh nghiệp lớn trong nước, tạo tiền đề cung cấp đa dạng các sản phẩm tài chính cho khách hàng.



4. Dự phóng 2024

Chúng tôi kỳ vọng SSI ghi nhận LNST sau lợi ích CĐTTS tăng 19,3% YoY trong năm 2024, đạt 2,8 nghìn tỷ đồng nhờ (1) doanh thu môi giới tăng 22,2% YoY tương ứng với kỳ vọng của chúng tôi rằng SSI có thể duy trì thị phần của công ty ở cả 3 sản giao dịch ở mức ~ 10 % với giá trị giao dịch trung bình ngày năm 2024 tăng 23% YoY, (2) doanh thu cho vay ký quỹ tăng 27,3% YoY do giả định cao hơn của chúng tôi đối với tăng trưởng so với cùng kỳ năm trước của dư nợ cho vay ký quỹ, bị ảnh hưởng một phần bởi giả định thấp hơn của chúng tôi về tăng trưởng so với cùng kỳ năm trước của lãi suất cho vay ký quỹ thực tế và (3) lợi nhuận từ HTM tăng 14,9% YoY.

5. Định giá

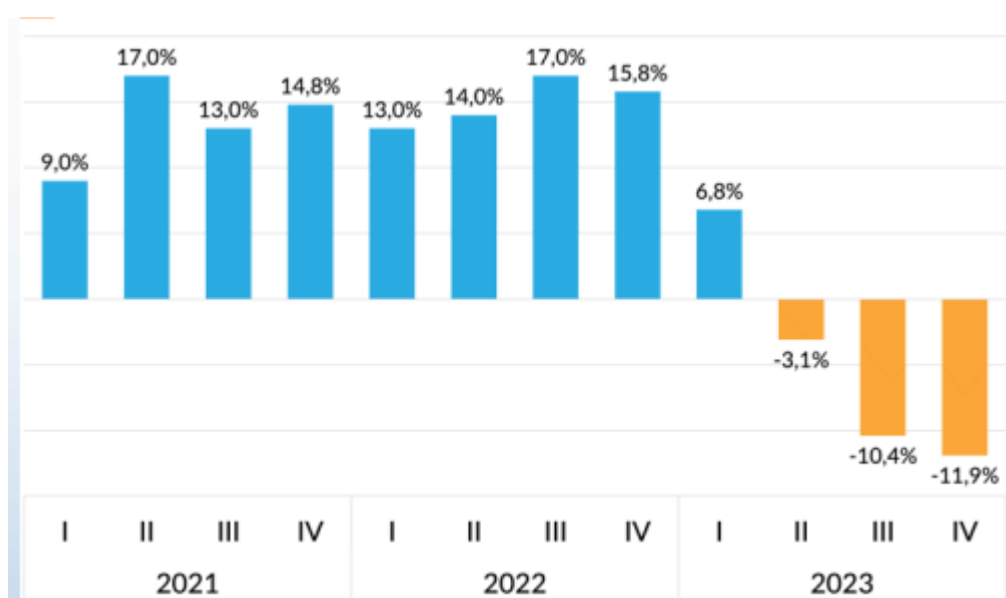
KH.Kinh doanh 2024	
Doanh thu	6.92 nghìn tỷ
Lợi nhuận trước thuế	2.54 nghìn tỷ
Lợi nhuận sau thuế	0.00
Cổ tức bằng tiền	0
Tăng vốn	N/A

Khuyến Nghị	Khả quan
Giá CP ngày 29/12/2023	32800
EPS mục tiêu	1.694 đồng/cổ phiếu
P/E ngành	21
Giá mục tiêu sau 1Y	35.574
% tăng giá	8,48%

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH BẢO HIỂM NĂM 2024

1. Tổng quan về thị trường

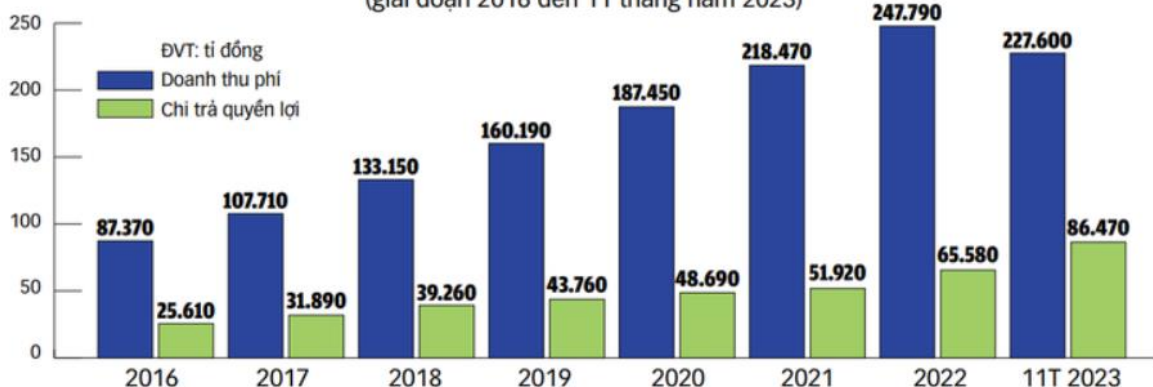
Theo báo cáo từ Tổng cục Thống kê, doanh thu phí bảo hiểm trong quý 4/2023 ước tính giảm 11,9% so với cùng kỳ năm 2022. Tính chung cả năm 2023, tổng doanh thu phí bảo hiểm ước đạt 227.100 tỷ đồng, giảm 8,33% so với cùng kỳ năm 2022. Trong năm 2023 doanh thu phí bảo hiểm ghi nhận 3 quý tăng trưởng âm liên tiếp. Đồng thời, 2023 là lần đầu tiên trong 10 năm, doanh thu phí bảo hiểm đi lùi.



Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm tính từ năm Q1/2021 đến Q4/2023

Sự suy giảm chủ yếu xuất phát từ bảo hiểm nhân thọ, doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ trong năm 2023 ước đạt 156.000 tỷ đồng, giảm 12,5% so với năm trước. Ngược lại, ở lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ ghi nhận doanh thu ước đạt 71.100 tỷ đồng tăng 2,4% so với năm trước. Đáng chú ý, các doanh nghiệp bảo hiểm chi trả quyền lợi bảo hiểm ước tăng 31,1%, đạt khoảng 86.467 tỷ đồng.

TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG DOANH THU PHÍ VÀ SỐ TIỀN CHI TRẢ QUYỀN LỢI BẢO HIỂM (giai đoạn 2016 đến 11 tháng năm 2023)



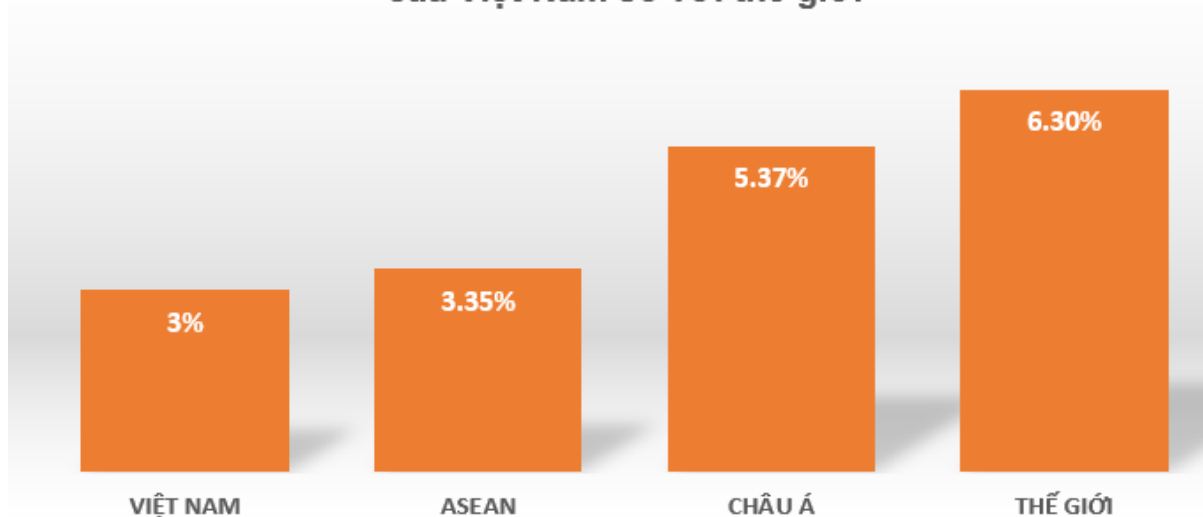
Nguồn: Cục Quản lý, giám sát bảo hiểm và Tổng cục Thống kê - Đồ họa: TUẤN ANH

2. Triển vọng ngành bảo hiểm

2.1 Tỷ lệ doanh thu phí bảo hiểm trên GDP đang mở mức thấp so với các nước trong khu vực

Thống kê cho thấy, tại Việt Nam, tỷ lệ doanh thu phí bảo hiểm trên GDP mới đạt 3%, thấp hơn so với mức trung bình của khối ASEAN là 3,35%, châu Á là 5,37% và thế giới là 6,3%. Ở một số quốc gia phát triển như Mỹ, Anh tỷ lệ này có thể lên tới 12%. Đến nay, Việt Nam mới có khoảng 12% dân số tham gia bảo hiểm nhân thọ. Dự báo, doanh thu phí bảo hiểm bình quân trên GDP đến năm 2025 ước đạt khoảng 3,5%.

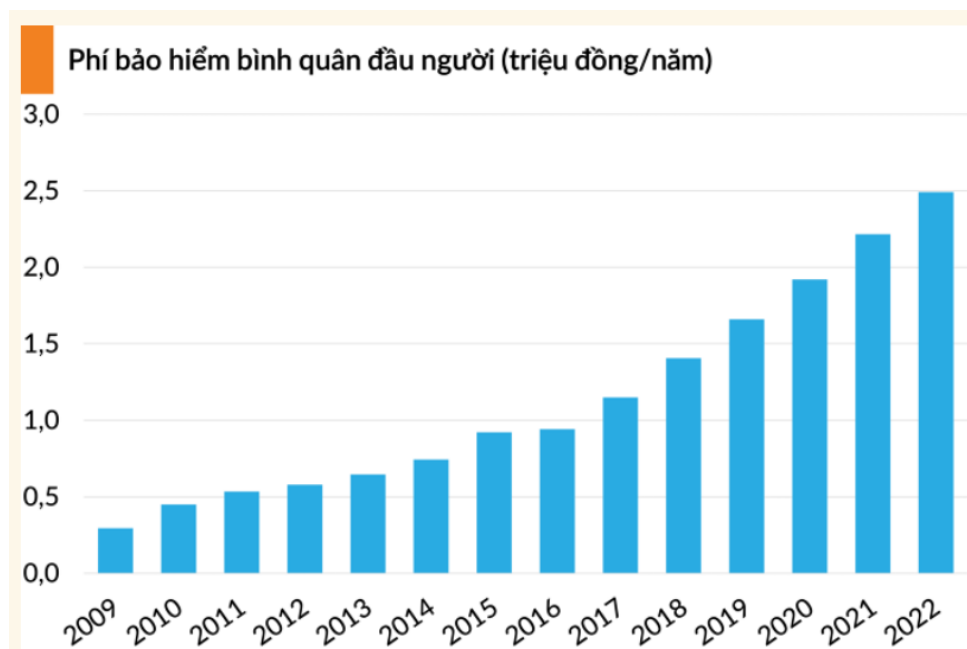
Tỷ lệ doanh thu phí bảo hiểm trên GDP của Việt Nam so với thế giới



2.2 Phí bảo hiểm bình quân đầu người vẫn trên đà tăng

Trung bình vào năm 2022, một người Việt Nam chỉ chi ra khoảng 2,5 triệu đồng cho bảo hiểm mỗi năm. So với năm 2017, phí bảo hiểm bình quân đầu người đã tăng hơn hai lần.

Với cơ cấu nhân khẩu học đang trong thời kỳ hoàng kim, có thể dự báo rằng phí bảo hiểm bình quân đầu người tại nước ta sẽ tiếp tục tăng trưởng trong tương lai, khi một bộ phận ngày càng lớn dân số già đi, dẫn đến mức phí cao hơn.



2.3 Thông tư mới của Bộ Tài chính cho phép cung cấp bảo hiểm trên không gian mạng

Bộ Tài chính mới đây đã ban hành Thông tư 67/2023/TT-BTC hướng dẫn một số điều của Luật Kinh doanh bảo hiểm, Nghị định số 46/2023/NĐ-CP, với những quy định về việc bán bảo hiểm trực tuyến.

Cụ thể, doanh nghiệp bảo hiểm được phép thực hiện toàn bộ quy trình cung cấp dịch vụ, sản phẩm bảo hiểm trên môi trường mạng đối với một hoặc một số sản phẩm bảo hiểm sau: bảo hiểm vi mô, bảo hiểm sức khỏe, bảo hiểm tử kỳ có thời hạn trên 1 năm và các sản phẩm bảo hiểm khác có thời hạn từ 1 năm trở xuống mà theo

quy trình của doanh nghiệp không yêu cầu thẩm định, đánh giá rủi ro trực tiếp trước khi giao kết hợp đồng; bảo hiểm sức khỏe, bảo hiểm tử kỳ có thời hạn từ 1 năm trở xuống, bảo hiểm xe cơ giới, bảo hiểm cho các chuyến đi, du lịch...

Các hình thức cung cấp dịch vụ, sản phẩm bảo hiểm trên môi trường mạng cũng được quy định rõ ràng sẽ là cơ sở quan trọng để các công ty bảo hiểm đẩy mạnh việc triển khai bán sản phẩm này.

3. Một số doanh nghiệp - Luận điểm đầu từ - Định giá

3.1 Tập đoàn Bảo Việt -(Mã cổ phiếu: BVH)

Tổng phí bảo hiểm nhân thọ ghi nhận mức giảm so với cùng kỳ lần đầu tiên trong năm 2023.

- Sự Giảm của Phí Bảo Hiểm Nhân Thọ: Theo Tổng cục Thống kê, phí bảo hiểm nhân thọ toàn hệ thống đã giảm 10,7% so với cùng kỳ năm trước trong 9 tháng đầu năm 2023.
- Thị Phần Phi Nhân Thọ của BVH: BVH duy trì tốt thị phần bảo hiểm phi nhân thọ trong 9 tháng đầu năm 2023, một phần nhờ vào tính mùa vụ của doanh thu phí bảo hiểm trong quý 3/2023.
- Tác Động Hạn Chế đối với BVH trong Bảo Hiểm Nhân Thọ: BVH ghi nhận mức giảm 2,2% trong phí bảo hiểm nhân thọ so với cùng kỳ năm trước, ít hơn so với mức giảm chung của ngành, một phần do đóng góp từ doanh thu bancassurance Phân phối bảo hiểm qua ngân hàng khá thấp.

Tăng trưởng dự kiến phục hồi chậm trong năm 2024

- Dự Báo Thu Nhập Ròng Năm 2023: Dự báo thu nhập ròng giảm 1.0% do sự giảm trong tổng doanh thu phí bảo hiểm và tăng trong thu nhập tài chính ròng.
- Vị Thế Của BVH: BVH duy trì vị thế hàng đầu trong lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ. Trong 9 tháng đầu năm 2023, BVH có thị phần cao nhất về phí bảo hiểm nhân thọ và đứng thứ hai về phí bảo hiểm phi nhân thọ.

- Tổng Phí Bảo Hiểm Nhân Thọ và Phi Nhân Thọ: Có sự giảm 10.7% YoY trong phí bảo hiểm nhân thọ toàn hệ thống, trong khi phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng 2.6% YoY trong 9 tháng đầu năm 2023.
- Yếu Tố Hỗ Trợ và Rủi Ro: Hỗ trợ từ chi phí bồi thường thấp hơn dự kiến và thu nhập tài chính tăng. Rủi ro đến từ tăng trưởng phí bảo hiểm thấp hơn dự kiến.

Kỳ vọng biên lợi nhuận từ HĐKD bảo hiểm sẽ cải thiện so với cùng kỳ vào năm 2024.

- Giảm Chi Phí Bồi Thường/Phí Bảo Hiểm Thuần vào Năm 2024: Dự kiến chi phí bồi thường/phí bảo hiểm thuần sẽ giảm xuống 40,6% trong năm 2024, so với mức đỉnh 10 năm là 44,6% vào năm 2023.
- Nguyên Nhân Giảm Chi Phí: Sự giảm này chủ yếu do kỳ vọng chi phí bồi thường thấp hơn cho các hợp đồng chấm dứt trước hạn.
- Tăng Chi Phí Dự Phòng Toán Học vào Năm 2024: Dự kiến chi phí dự phòng toán học sẽ tăng so với cùng kỳ, dựa trên giả định về sự phục hồi của doanh thu phí bảo hiểm mới và áp lực giảm lãi suất chiết khấu kỹ thuật do lãi suất trái phiếu Chính phủ thấp trong hầu hết năm 2023.
- Kỳ Vọng Tăng Trưởng và Giảm Lỗ: Kỳ vọng rằng sự cải thiện trong mức tăng trưởng của phí bảo hiểm và chi phí bồi thường sẽ giúp giảm lỗ từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm 9,6% so với cùng kỳ năm trước.

Lãi suất giảm dự kiến gây áp lực thu nhập tài chính vào năm 2024.

Ngân hàng thương mại giảm lãi suất huy động từ quý 2/2023, và kết hợp với phí bảo hiểm yếu trong năm 2023, dự kiến sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng thu nhập tài chính ròng vào năm 2024, với dự báo giảm 6,2% so với năm 2023.

Bảng báo cáo tài chính.

Báo cáo QQLN (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu (DT) phí bảo hiểm gộp	42.962	42.754	46.023	50.040	Tiến và tương đương tiến	2.206	8.329	8.424	10.161
Nhân thọ	33.202	32.488	34.797	37.656	Đầu tư ngắn hạn	102.407	110.171	116.945	131.386
Phi nhân thọ	9.760	10.266	11.226	12.384	Đầu tư dài hạn	81.619	97.653	106.494	115.398
DT phí nhận tái bảo hiểm	149	157	165	173	Các khoản phải thu	9.119	7.408	7.238	7.839
DT phí bảo hiểm gộp ghi nhận	43.112	42.911	46.188	50.213	Tài sản cố định	2.320	2.552	2.807	3.369
DT phí nhượng tái bảo hiểm	(3.241)	(3.414)	(3.733)	(4.143)	Tài sản khác	3.939	4.651	5.435	6.315
DT phí bảo hiểm ròng ghi nhận	39.871	39.497	42.455	46.071	Tổng tài sản	201.610	230.765	247.343	274.467
Dự phòng DT phí bảo hiểm gộp chưa thu tăng/giảm	113	(88)	(89)	(88)	Dự phòng bồi thường	2.717	3.148	3.577	4.039
DT phí bảo hiểm thuần	39.984	39.409	42.366	45.983	Dự phòng phí	5.010	5.440	5.901	6.404
DT phí bảo hiểm khác	714	753	823	912	Dự phòng toán học	129.251	145.900	163.559	183.128
Tổng chi phí bồi thường	(36.118)	(37.288)	(38.541)	(41.947)	Dự phòng bảo hiểm khác	10.403	12.863	15.941	18.744
trong đó: - Chi phí dự phòng toán học	(17.185)	(16.650)	(17.659)	(19.569)	Nợ ngắn hạn	981	1.276	1.276	1.276
Chi phí khác hoạt động kinh doanh bảo hiểm	(6.789)	(6.790)	(7.433)	(8.072)	Nợ ngắn hạn khác	31.577	39.193	32.672	34.739
Chi phí quản lý	(3.993)	(4.424)	(4.755)	(5.160)	Nợ dài hạn	91	110	131	158
Thu nhập từ HĐKD	(6.201)	(8.340)	(7.540)	(8.285)	Nợ dài hạn khác	284	282	296	376
Thu nhập từ đầu tư	9.923	13.283	12.386	13.288	Tổng nợ phải trả	180.314	208.211	223.354	248.864
Chi phí tài chính	(1.842)	(2.803)	(2.558)	(2.511)	Vốn CSH	20.398	21.571	22.914	24.426
Thu nhập từ công ty liên kết	68	82	86	90	Lợi ích CBTS	893	983	1.075	1.177
Thu nhập khác	41	31	32	28	Tổng nợ phải trả & vốn CSH	201.605	230.765	247.343	274.467
Lợi nhuận trước thuế	1.988	2.254	2.406	2.611	Số CP lưu hành cuối năm (tr)	742	742	742	742
Thuế TNDN	385	436	466	505	BVPS (VND)	27.479	29.059	30.868	32.904
LNST	1.604	1.818	1.940	2.106	Tỷ lệ biến khả năng thanh toán (ước tính)				
Lợi ích CBTS	(73)	(90)	(92)	(102)	Mãng bảo hiểm nhân thọ	107%	130%	127%	125%
LNST sau lợi ích CBTS	1.530	1.728	1.848	2.004	Mãng bảo hiểm phi nhân thọ	122%	124%	123%	119%
EPS (VND)	1.999	2.257	2.414	2.618					
DPS (VND)	954	900	900	900					
DPS/EPS (%)	48%	40%	37%	34%					

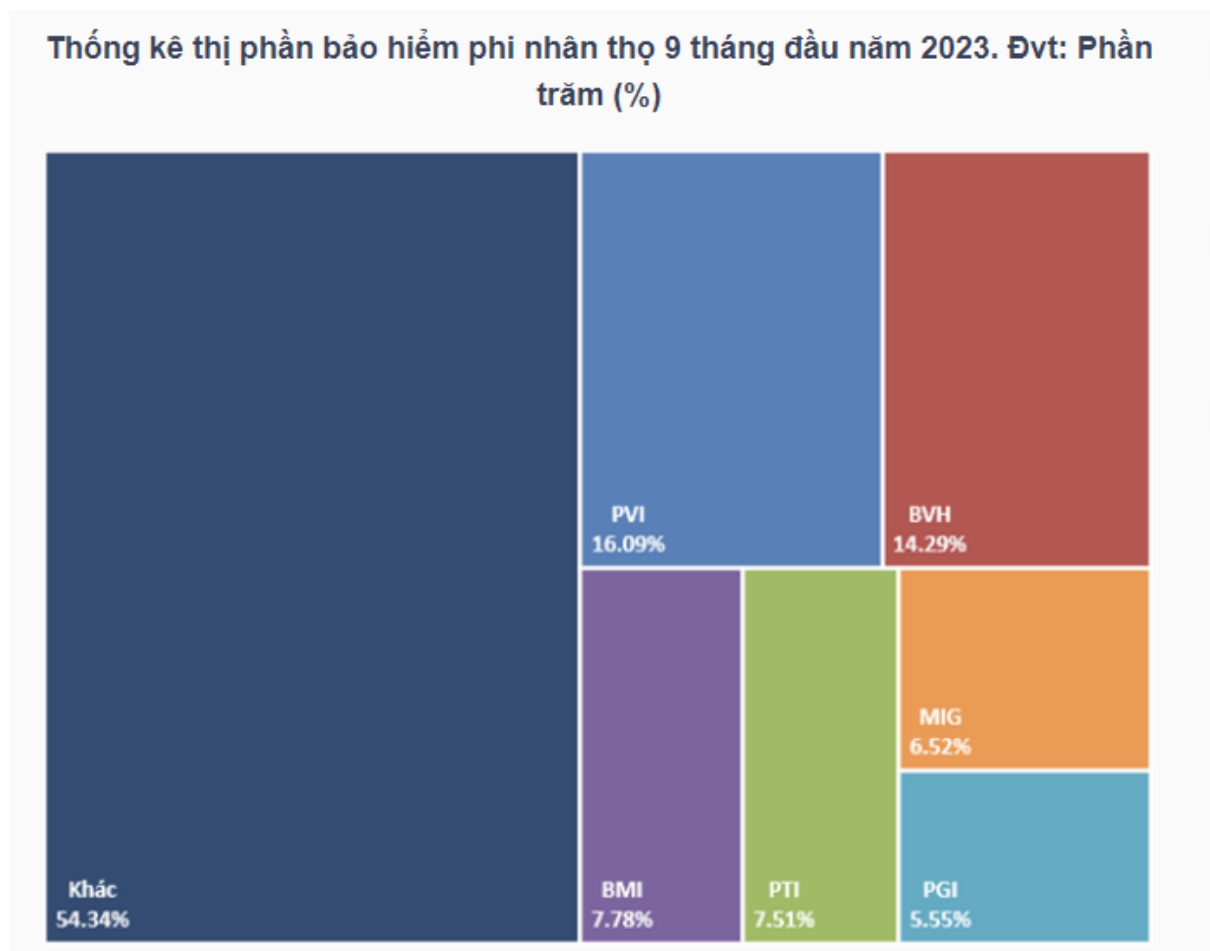
Định giá (BVH)

Giá đóng cửa (29/12/2023)	39.500
Giá mục tiêu	44.950
Lợi nhuận kỳ vọng	12,7%
P/B ngành	1,45
P/B (24F,x)	1,3x

3.2 PVI

PVI tiếp tục dẫn đầu mảng bảo hiểm phi nhân thọ

- Với việc các doanh nghiệp đầu ngành đã chiếm phần lớn trên tổng thị phần trên toàn thị trường, bảo hiểm vẫn luôn là ngành có độ tập trung rất cao. Đáng chú ý hơn là trong bối cảnh cạnh tranh đó, PVI đã vươn lên vị trí dẫn đầu và cách đối thủ xếp sau gần 2%. Con số này là rất ấn tượng khi năm 2021 Tập đoàn Bảo Việt (HOSE: BVH) vẫn còn là doanh nghiệp dẫn đầu mảng bảo hiểm phi nhân thọ với việc chiếm đến hơn 15% thị phần.



Trở thành doanh nghiệp nội địa đầu tiên được nâng xếp hạng năng lực tài chính lên A-.

Với sự công nhận của quốc tế về uy tín và thương hiệu, PVI sẽ có lợi thế rất lớn so với các doanh nghiệp trong ngành để cải thiện hiệu quả hoạt động kinh

doanh do: (1) gia tăng doanh thu nhờ thâm nhập vào thị trường quốc tế, mở rộng tập khách hàng; (2) giảm chi phí bồi thường do có quyền được lựa chọn khách hàng và rủi ro tốt hơn để cung cấp dịch vụ; và (3) giảm chi phí hoạt động do tiết giảm chi phí hoa hồng.

STT	DNBH	Xếp hạng Năng lực tài chính	Thời điểm update	Diễn giải mức xếp hạng	
1	PVI	A-	23/02/2023	A++, A+	Ưu việt
2	BMI	B++	12/2022	A, A-	Xuất sắc
3	PGI	B++	11/2022	B++, B+	Tốt
4	PTI	B++	01/2023	B, B-	Khá
5	BIC	B++	12/2022	C++, C+	Cận biên
				C, C-	Yếu
				D	Kém

- Về kết quả kinh doanh, doanh thu thuần quý 3 đạt 1.773 tỷ đồng, tăng 12% so với cùng kỳ. Tuy vậy tỷ lệ tăng chi phí vốn cao hơn, đến 15,8% dẫn tới lợi nhuận gộp còn 276 tỷ đồng, giảm 5,2% so với cùng kỳ. Lợi nhuận sau thuế đạt 304 tỷ đồng, tăng 10,2% so với quý 3 năm ngoái.

	Q3/2023	Q3/2022	Tăng/giảm	Lũy kế 9T/2023	Lũy kế 9T/2022	Tăng/giảm
Doanh thu thuần	1.773	1.584	12,0%	5.023	4.647	8,1%
Giá vốn	1.497	1.293	15,8%	4.227	3.850	9,8%
Lợi nhuận gộp	276	291	-5,2%	796	797	-0,2%
Doanh thu tài chính	346	268	29,3%	1.007	669	50,6%
Chi phí tài chính	98	71	37,4%	257	150	71,6%
Lãi/lỗ từ liên doanh liên kết	-	-	0,0%	-	-	0,0%
Chi phí bán hàng	-	-	0,0%	-	-	0,0%
Chi phí QL doanh nghiệp	169	168	0,8%	503	475	5,8%
Lợi nhuận khác	1	2	0,0%	6	7	-7,7%
Lợi nhuận trước thuế	356	322	10,5%	1.049	847	23,8%
Lợi nhuận sau thuế	304	276	10,2%	898	704	27,7%

- Lũy kế 9 tháng đầu năm 2023 doanh thu thuần đạt 5.023 tỷ đồng, tăng 8,1% so với cùng kỳ. Trừ chi phí vốn, lãi gộp đạt 796 tỷ đồng. Doanh thu tài chính trong kỳ đạt 1.000 tỷ đồng. Kết quả, PVI lãi trước thuế 1.049 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế đạt 898 tỷ đồng, tăng 27,7% so với cùng kỳ năm 2022. PVI nhìn từ 1.000 tỷ đồng doanh thu tài chính: Báo cáo ghi nhận tính riêng quý 3 doanh thu tài chính đạt 346 tỷ đồng, tăng 29,3% so với cùng kỳ, tổng doanh thu tài chính 9 tháng đầu năm đạt 1.007 tỷ đồng, gấp rưỡi cùng kỳ. Doanh thu tài chính của PVI đến từ lãi tiền gửi, lãi đầu tư trái phiếu, kinh doanh cổ

phiếu...Tính đến hết quý 3/2023 PVI còn hơn 1.000 tỷ đồng tiền và tương đương tiền, giảm hơn 423 tỷ đồng so với thời điểm đầu năm. Đây chủ yếu là tiền gửi thanh toán (407 tỷ đồng) và tiền gửi ngân hàng (585 tỷ đồng). Tổng giá trị các khoản đầu tư tài chính của PVI lên đến 13.370 tỷ đồng, tăng 2.500 tỷ đồng so với thời điểm đầu năm. Trong đó chứng khoán kinh doanh 600 tỷ đồng là các cổ phiếu, trái phiếu đang giữ. Ngoài ra, các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn có hơn 6.400 tỷ đồng tiền gửi ngắn hạn, hơn 1.363 tỷ đồng trái phiếu và 93 tỷ đồng chứng chỉ tiền gửi. Các khoản đầu tư tài chính dài hạn có hơn 3.365 tỷ đồng tiền gửi kỳ hạn, 1.476 tỷ đồng trái phiếu, 70 tỷ đồng chứng chỉ tiền gửi và 64 tỷ đồng đầu tư vào đơn vị khác. Như vậy tổng giá trị trái phiếu PVI đang nắm giữ 2.840 tỷ đồng.

- PVI nhìn từ chi phí tài chính 257 tỷ đồng: Chi phí tài chính 9 tháng đầu năm lên 257 tỷ đồng, tăng 71% so với cùng kỳ. Chi phí tài chính của PVI đến từ lãi vay, lỗ chênh lệch tỷ giá và chi phí khác.
- Nợ phải trả đến hết quý 3 lên đến 20.407 tỷ đồng, tăng 11,75 so với đầu năm, trong đó vay nợ thuê tài chính ngắn hạn 729 tỷ đồng và vay nợ thuê tài chính dài hạn.

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	Cơ sở dự phóng
Doanh thu thuần	5911	4776	4997	6495	7014,6	7716,06	- Doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng trong 2024.
Lợi nhuận gộp	750	919	1054	1055	1073	1180	- Tỷ lệ thâm nhập ngành bảo hiểm đang thấp hơn so với các quốc gia khác.
LNST	702	849	871	873	1033,36	1136,7	- Thông tư mới của Bộ Tài chính cho phép cung cấp bảo hiểm trên không gian mạng.
EPS	2,851	3,572	3,681	3,560	4,416	4,858	
Tăng trưởng EPS		25,3%	3,1%	-3,3%	24,0%	10,0%	
Nợ vay/VCSH	0,18	0	2,86	0,37			





















- Định giá PVI

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Trung bình
Phương pháp P/B	45.729	0,5	22.865
Phương pháp P/E	70.048	0,5	35.024
Kết quả định giá			57.890
Giá 29/12/2023			44.800
Tăng trưởng lợi nhuận			29,22%

3.3 Tổng Công ty Cổ phần Bảo Minh - BMI

(1) Công ty ưu tiên đầu tư và phát triển ứng dụng công nghệ thông tin phần mềm quản lý. Sở hữu mạng lưới hoạt động phủ kín, luôn sẵn sàng cung cấp các dịch vụ bảo hiểm tốt nhất cho mọi nhu cầu bảo hiểm của xã hội.

(2) Kết quả hoạt động kinh doanh tăng trưởng ổn định do phân bổ nhiều mảng kinh doanh trong đó có bất động sản và chứng khoán. Lợi nhuận sau thuế luôn duy trì ở mức tăng trong nhiều năm liên tiếp.

Kết quả kinh doanh - BMI		Q3/2022	Q4/2022	Q1/2023	Q2/2023	Q3/2023
Doanh thu thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm	 	1,173	1,254	1,125	1,191	1,157
Tổng chi trực tiếp hoạt động kinh doanh bảo hiểm	 	1,134	1,167	1,045	1,099	1,166
Lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh bảo hiểm	 	38	87	80	93	-10
Lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm						
Lợi nhuận hoạt động tài chính	 	80	34	45	47	149
Lợi nhuận hoạt động khác	 	0	-1	0	0	2
Phần lợi nhuận/lỗ từ công ty liên kết liên doanh						
Tổng lợi nhuận kế toán	 	85	86	92	96	98
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	 	84	69	73	76	106
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông Công ty mẹ	 	84	69	73	76	106
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	 	675	534	574	645	846

Lợi nhuận sau thuế Q3/2023 tỷ đồng, tăng 53% so với cùng kỳ năm 2022. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2023 đạt 255 tỷ đồng, tăng 13,8% so với cùng kỳ.

(3) Lợi nhuận từ việc chi trả cổ tức lớn. Theo Mirae Asset, lợi suất cổ tức dự phóng cho năm 2023 của BMI đạt 6,8%. Trong khi tiền gửi kỳ hạn 1 năm ở một số ngân hàng đang là 5%/1 năm

STT	Mã CK	Tên	Sàn	Lợi suất cổ tức 2023(F)	LNST 6T2023 (tỷ VND)	Vốn điều lệ (Q2/2023)	% LN chia cổ tức	LNST 2023 (F) (tỷ VND)	Cổ tức 2023 (F) (tỷ VND)	Tỷ lệ cổ t 2023/ MG	Giá đóng cửa ngày 06/10	GTKL TB 6 tháng (Tỷ VND)
1	CNG	CNG Việt Nam	HOSE	7,4%	37	270	81%	74	59.641.128.816	22,1%	29.950	1
2	NT2	Điện lực Nhơn Trạch 2	HOSE	9,8%	378	2.879	90%	756	680.519.519.820	23,6%	24.200	29
3	BMI	Bảo hiểm Bảo Minh	HOSE	6,8%	148	1.096	66%	296	195.255.434.217	17,8%	26.000	9
4	QTP	Nhiệt điện Quảng Ninh	UPCOM	6,8%	392	4.500	60%	785	470.715.712.454	10,5%	15.500	5
5	ILB	ICD Tân Cảng Long Bình	HOSE	6,9%	49	245	53%	99	52.416.647.151	21,4%	31.150	4
6	PHR	Cao su Phước Hòa	HOSE	7,5%	350	1.355	71%	699	496.427.345.623	36,6%	48.550	52
7	PPH	Phong Phú Corp.	UPCOM	13,0%	209	747	61%	419	255.429.534.602	34,2%	26.300	1
8	DHC	Đồng Hải Bến Tre	HOSE	8,3%	178	805	83%	356	295.768.324.148	36,7%	44.200	7
9	VEA	Máy động lực và Máy NN	UPCOM	11,5%	3.148	13.288	90%	6.297	5.667.143.024.779	42,6%	37.100	5
10	QNS	Đường Quảng Ngãi	UPCOM	8,6%	1.029	3.569	72%	2.058	1.481.441.154.572	41,5%	48.300	6
11	PVI	Bảo hiểm PVI	HNX	8,7%	565	2.342	81%	1.131	916.003.827.965	39,1%	44.700	1
12	BMP	Nhựa Bình Minh	HOSE	14,3%	575	819	90%	1.151	1.035.636.605.703	126,5%	88.600	4

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	Cơ sở dự phóng
Doanh thu thuần	3430	3792	3769	4510	4629	5092	- Doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ dự kiến sẽ
Lợi nhuận gộp	207	156	194	286	213	239	tiếp tục tăng trưởng trong 2024.
LNST	181	195	255	291	335	355	- Tỷ lệ thâm nhập ngành bảo hiểm đang thấp hơn so
EPS	1985	2137	2616	2653	2792	2950	với các quốc gia khác.
Tăng trưởng EPS	11.7%	7.7%	22.4%	1.4%	5.2%	5.7%	- Thông tư mới của Bộ Tài chính cho phép cung cấp
Ng/VCSH	1.5	1.8	2.2	1.9	1.8	1.7	bảo hiểm trên không gian mạng.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Trung bình
Phương pháp P/B	28,000	0.5	14,000
Phương pháp P/E	41,300	0.5	20,650
Kết quả định giá			34,650
Giá 29/12/2023			21,350
Tăng trưởng lợi nhuận			62.30%