

Tổng Công ty cổ phần Bảo hiểm Quân đội – MIG

Trung lập

Kết quả kinh doanh Q1/23 nhìn chung sát với dự phóng

Giá mục tiêu (12 tháng)
VND20,500

Tài chính | CẬP NHẬT

Consensus*: Mua:0 Giữ:0 Bán:0

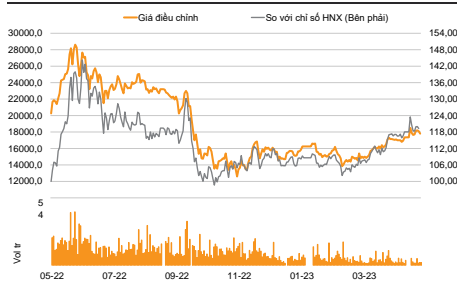
Giá mục tiêu / Consensus: N/A

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng dự phóng lợi nhuận 2023 thêm 6%
- Tăng giá mục tiêu thêm 5%

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND19.500
Giá thị trường	VND17.800
Cao nhất 52 tuần (VND)	28.610
Thấp nhất 52 tuần (VND)	12.600
GTGDQBQ 3 tháng (tr VND)	7.119
Thị giá vốn (tỷ VND)	2.977
Free float	31,6%
Tỷ suất cổ tức	0%
P/E trượt (x)	18,6
P/B hiện tại (x)	1,5

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

Ngân hàng Quân đội	68,4%
Quý PYN Elite Fund	6,1%
Khác	25,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Vũ Thế Quân

quan.vuthe@vndirect.com.vn

- Lợi nhuận (LN) Q1/23 tăng nhẹ 1,0% svck đạt 69 tỷ đồng và hoàn thành 28% dự phóng cả năm trước đó của chúng tôi.
- KQKD Q1/23 củng cố kỳ vọng MIG sẽ tăng trưởng LN mạnh mẽ trong năm nay, chủ yếu nhờ hiệu quả đầu tư được cải thiện.
- Đưa khuyến nghị về Trung lập khi thị giá đã gần giá mục tiêu.

Tóm tắt Q1/23: Hiệu quả đầu tư cao nhưng tăng trưởng phí giảm tốc

Trong Q1/23, MIG ghi nhận phí bảo hiểm (BH) gốc, phí BH thuần và LN ròng lần lượt là 1.217 tỷ đồng (-2,4% svck), 608 tỷ đồng (-0,4% svck) và 69 tỷ đồng (+1,0% svck). Lợi nhuận từ HĐ tài chính tăng 12,6% svck lên 65 tỷ đồng, bù đắp cho việc LN từ HĐKD BH giảm 5 tỷ đồng svck. Hiệu quả đầu tư cao là điểm sáng trong quý khi lợi suất đầu tư được cải thiện lên mức 7,0% (+500 điểm cơ bản sv quý trước và +10 điểm cơ bản svck), chủ yếu nhờ lãi suất tiền gửi cao hơn ở mức 7,5% (+200 điểm cơ bản svck và +50 điểm cơ bản sv quý trước) theo ước tính của chúng tôi.

Tăng trưởng phí BH giảm tốc do hoạt động kinh tế suy yếu

Phí BH gốc của MIG đã giảm 2,4% svck xuống còn 1.217 tỷ đồng trong Q1/23, thấp hơn tăng trưởng của ngành là +2,6% svck. Hoạt động kinh tế suy yếu với tăng trưởng GDP chỉ đạt 3,3% trong Q1/23 so với 8,0% trong 2022 đã khiến tăng trưởng phí của ngành giảm tốc theo. MIG tăng trưởng chậm hơn so với các doanh nghiệp (DN) cùng ngành do cơ cấu sản phẩm thiên về các dòng BH cá nhân (sức khỏe & xe cơ giới), vốn chịu ảnh hưởng nặng nề hơn các dòng BH thương mại khi người tiêu dùng “thắt chặt hầu bao”. MIG ghi nhận tăng trưởng phí BH gốc lần lượt là -24,9%/+6,9%/+15,9% svck cho các mảng sức khỏe, xe cơ giới và thương mại. Nhìn chung, tăng trưởng phí thấp hơn kỳ vọng của VND, đặc biệt ở mảng sức khỏe.

Tỷ lệ kết hợp tăng svck từ nền thấp trong Q1/22

Tỷ lệ kết hợp của MIG đã tăng ~90 điểm cơ bản svck lên 96,5% từ mức nền thấp Q1/22 do tác động của COVID. Kết quả này tốt hơn so với các DN niêm yết khác (ngoại trừ PTI) với tỷ lệ kết hợp tăng 310 điểm cơ bản svck. Tỷ lệ bồi thường của MIG giảm 260 điểm cơ bản svck xuống 36,9% do tỷ lệ bồi thường (sau tái BH) tăng đột biến (+11,8% svck) được bù đắp bởi việc dự phòng giảm 32 tỷ đồng. Trong khi đó, tỷ lệ chi phí tăng 345 điểm cơ bản svck lên 59,7% do chi phí khác HĐKD BH tăng mạnh. Nhìn chung, tỷ lệ kết hợp Q1/23 sát với ước tính của chúng tôi.

Đưa khuyến nghị về Trung lập khi thị giá đã gần giá mục tiêu

Cổ phiếu MIG đã tăng 8,5% kể từ báo cáo lần đầu của chúng tôi vào 06/04/23, vượt trội so với VN-INDEX giảm 0,5%. Mặc dù chúng tôi vẫn tin tưởng vào câu chuyện tăng trưởng dài hạn của MIG, định giá hiện tại của cổ phiếu chưa thực sự hấp dẫn so với một số cơ hội khác. Đối với các nhà đầu tư đang tìm kiếm cơ hội ở lĩnh vực BH, chúng tôi khuyến nghị BVH với triển vọng tăng trưởng LN tích cực nhưng chưa được thị trường phản ánh – xem cập nhật mới nhất của VND về BVH tại [đây](#). Quay trở lại MIG, chúng tôi nâng dự phóng LN 2023 thêm 6,0% lên 257 tỷ đồng để phản ánh lợi suất đầu tư cao hơn, trong khi vẫn giữ nguyên dự phóng 2024 là 263 tỷ đồng. Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên VND20.500 nhưng đưa khuyến nghị về Trung lập. Tiềm năng tăng giá bao gồm (i) tỷ lệ kết hợp tốt hơn dự kiến và (ii) khả năng phát hành/bán vốn cho nhà đầu tư chiến lược. Rủi ro giảm giá bao gồm (i) tổn thất mang tính thăm họa và (ii) chi phí dự phòng cao hơn dự kiến cho các khoản đầu tư.

Chỉ số tài chính (tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Phí BH gốc	2.507	3.157	3.932	5.204	5.548	6.515
Phí BH thuần	1.638	2.057	2.150	2.694	2.918	3.725
Tỷ lệ kết hợp	98,7%	98,9%	97,8%	98,6%	99,7%	99,5%
LN từ hoạt động tài chính	155	216	230	161	311	308
LNST của chủ sở hữu tập đoàn	142	194	224	159	257	263
Lãi cơ bản trên mỗi cổ phiếu	994	1.179	1.361	970	1.560	1.598
svck		18,6%	15,4%	-28,7%	60,9%	2,4%
Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu	8.998	9.335	10.628	11.508	12.568	13.666
ROAE	10,5%	13,1%	13,5%	8,6%	12,8%	12,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Kết quả kinh doanh Q1/23 nhìn chung sát với dự phóng

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi vẫn đánh giá cao câu chuyện tăng trưởng dài hạn của MIG nhưng định giá hiện tại không còn hấp dẫn so với một số cơ hội khác.

- **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 5 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.
- **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 trái phiếu doanh nghiệp (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 LN từ HĐ tài chính của MIG sẽ tăng 93% svck trong năm nay, giúp LN ròng tăng 61% svck và ROE cải thiện đáng kể lên 12,8% từ mức 8,6% trong 2022.

- **Định giá hiện tại là hợp lý.** MIG đang giao dịch ở mức P/B hiện tại là 1,5 lần, gần với mức trung bình 3 năm là 1,6 lần. Tuy nhiên, dựa trên P/B tương đối so với VN-INDEX, MIG đang giao dịch ở mức 93%, cao hơn nhiều so với mức trung bình 3 năm là 72%. Việc này cho thấy MIG không còn rẻ khi so với thị trường nói chung.

Nâng giá mục tiêu lên 20.500đ/cp nhưng đưa khuyến nghị về Trung lập

Giá mục tiêu mới của chúng tôi được dựa trên P/B mục tiêu là 1,6 lần trên giá trị sổ sách năm 2023 (so với 1,5 lần trước đó). Chúng tôi nâng giá mục tiêu để phản ánh dự phóng LN/ROE cao hơn. Tiềm năng tăng giá bao gồm (i) tỷ lệ kết hợp tốt hơn kỳ vọng và (ii) khả năng phát hành/bán vốn phiếu cho nhà đầu tư chiến lược. 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 gần với mức trung bình 3 năm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FiiPro

Lưu ý: Dữ liệu mới nhất tính đến ngày 12/05/2023

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 + 1 độ lệch chuẩn



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FiiPro

Lưu ý: Dữ liệu mới nhất tính đến ngày 12/05/2023

Hình 3: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Tăng trưởng	P/E (lần)		P/B (lần)		ROE (%)		ROA (%)		
		Nội tệ	tr.USD			Vốn hóa	EPS 3 năm	Trượt 12T	2023	Hiện tại	2023	Trượt 12T	2023	Trượt 12T
Tập đoàn Bảo Việt	BVH	45.600	60.000	Khả quan	1.443	10,7	21,0	14,3	1,62	1,53	7,5	10,9	0,82	1,08
Bảo hiểm Quân đội	MIG	17.800	20.500	Trung lập	125	5,7	18,6	11,4	1,49	1,42	8,5	12,8	1,91	2,85
Công ty cổ phần PVI	PVI	49.600	N/A	N/A	495	10,1	13,7	N/A	1,48	N/A	10,8	N/A	3,27	N/A
Bảo hiểm Bảo Minh	BMI	22.900	N/A	N/A	107	13,2	9,6	N/A	1,01	N/A	11,2	N/A	3,94	N/A
Bảo hiểm Bưu điện	PTI	30.000	N/A	N/A	103	N/A	N/A	N/A	1,33	N/A	(17,2)	N/A	(4,06)	N/A
Bảo hiểm Petrolimex	PGI	26.300	N/A	N/A	124	22,5	15,5	N/A	1,68	N/A	10,5	N/A	2,76	N/A
Bảo hiểm BIDV	BIC	28.300	N/A	N/A	142	10,0	10,5	N/A	1,25	N/A	12,0	N/A	4,66	N/A
Bảo hiểm Hàng không	AIC	9.800	N/A	N/A	42	N/A	47,1	N/A	0,91	N/A	2,0	N/A	0,57	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	13.800	N/A	N/A	35	30,4	9,9	N/A	1,11	N/A	11,4	N/A	3,65	N/A
<i>Trung bình</i>						<i>11,3</i>	<i>17,3</i>		<i>1,30</i>		<i>6,9</i>		<i>2,40</i>	
<i>Trung vị</i>						<i>10,4</i>	<i>13,7</i>		<i>1,29</i>		<i>10,6</i>		<i>3,02</i>	

Ghi chú: Dữ liệu giá cổ phiếu tại ngày 15/05/2023. 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 doanh nghiệp

Tóm tắt Q1/23: Hiệu suất đầu tư được cải thiện đáng kể

Hình 4: Tóm tắt KQKD Q1/23

MIG (tỷ đồng)	Q1/23	Q1/22	Svck	Q4/22	Sv quý trước	Dự báo cũ của VND năm 2023	% dự báo VND Nhận xét
Phí BH gốc	1.217	1.247	-2,4%	1.543	-21,1%	6.094	20% Thấp hơn dự kiến chủ yếu do tăng trưởng giảm tốc mạnh ở các mảng BH cá nhân
Phí BH thuần	608	610	-0,4%	914	-33,5%	3.268	19%
Lợi nhuận / (lỗ) từ HĐKD BH	21	26	-20,0%	17	20,4%	12	173%
LN từ HĐ tài chính	65	58	12,6%	12	456,3%	290	22% Kết quả Q1/23 sát với dự phóng của chúng tôi
LNST	69	68	1,0%	25	178,0%	242	28%
Khoản đầu tư tài chính	3.877	3.441	12,7%	3.611	7,4%	3.941	
Lợi suất đầu tư	7,0%	6,9%	0,1đ%	2,0%	5,0đ%	8,0%	Tăng mạnh so với quý trước nhờ lợi suất đầu tư tiền gửi và trái phiếu được cải thiện
Lợi suất đầu tư tiền gửi	7,5%	5,5%	2,0đ%	7,0%	0,5đ%	7,1%	
Lợi suất từ ủy thác đầu tư	3,1%	3,8%	-0,7đ%	0,2%	2,9đ%	8,1%	
Lợi suất đầu tư trái phiếu	12,8%	11,2%	1,6đ%	10,0%	2,7đ%	11,3%	
ROE (trượt 12 tháng)	8,5%	14,8%	-6,3đ%	8,6%	-0,1đ%	11,8%	
Tỷ lệ giữ lại	50,5%	46,7%	3,7đ%	56,5%	-6,0đ%	50,0%	
Tỷ lệ bồi thường (sau tái BH)	40,9%	29,1%	11,8đ%	23,8%	17,1đ%	38,7%	Tăng mạnh svck chủ yếu do mảng BH xe cơ giới
Tỷ lệ bồi thường (bao gồm thay đổi dự phóng)	36,9%	39,5%	-2,6đ%	36,0%	0,8đ%	39,7%	Thấp hơn dự phóng chủ yếu nhờ dự phóng được điều chỉnh giảm
Tỷ lệ chi phí	59,7%	56,2%	3,5đ%	62,1%	-2,4đ%	59,9%	Cao hơn dự báo chủ yếu do chi phí khác HĐKD BH tăng mạnh
Tỷ lệ kết hợp	96,5%	95,7%	0,8đ%	98,1%	-1,6đ%	99,6%	Kết quả Q1/23 sát với dự phóng của chúng tôi

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo doanh nghiệp

Triển vọng HĐKD BH: tăng trưởng phí yếu hơn nhưng biên LN ổn định

Tăng trưởng phí BH gốc của MIG thấp hơn trung bình ngành trong Q1/23

Phí BH gốc của MIG đã giảm 2,4% svck về 1.217 tỷ đồng trong Q1/23, thấp hơn tăng trưởng trung bình của ngành ở mức +2,6% svck. Việc tăng trưởng phí BH giảm tốc không gây bất ngờ, do tăng trưởng phí của ngành BH PNT luôn gắn liền với tăng trưởng kinh tế. Trong Q1/23, Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng GDP yếu, chỉ đạt 3,3% svck, giảm đáng kể so với mức 8,0% trong 2022.

MIG tăng trưởng chậm hơn so với ngành do cơ cấu sản phẩm của MIG thiên nhiều hơn về các dòng BH cá nhân, vốn chịu ảnh hưởng nặng nề hơn các dòng BH thương mại khi người tiêu dùng "thắt chặt hầu bao". Đối với năm 2022, 36% và 33% tổng doanh thu phí BH gốc của MIG đến từ BH sức khỏe và BH xe cơ giới, trong khi BH thương mại chỉ chiếm 31%.

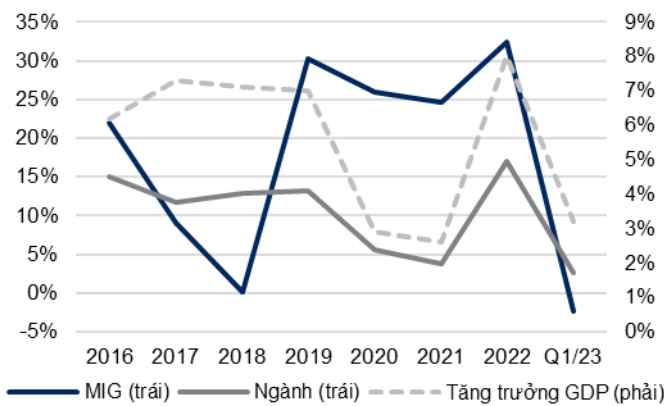
Trong mảng BH sức khỏe & tai nạn con người, MIG ghi nhận phí BH gốc giảm 24,8% svck (so với mức +95,5% trong 2022). Tăng trưởng tín dụng yếu có thể đã ảnh hưởng xấu đến tăng trưởng của MIG khi sản phẩm BH tai nạn con người

dành cho khách hàng vay vốn là một trong những sản phẩm trọng yếu của MIG. Tại ĐHCĐ gần đây, ban lãnh đạo cho biết trong 2022 phí BH từ sản phẩm này là khoảng 1,3 nghìn tỷ đồng, chiếm ~70% mảng BH sức khỏe.

Trong khi đó, ở mảng BH xe cơ giới, MIG đạt mức tăng trưởng 6,9% svck, không thực sự cao nếu xét đến mức nền thấp trong Q1/22 và mức tăng trưởng 15,1% trong 2022. Dựa trên dữ liệu từ Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA), doanh số xe trong Q1/23 đã giảm 29% svck (so với mức +29% svck trong 2022), góp phần làm giảm nhu cầu BH ô tô.

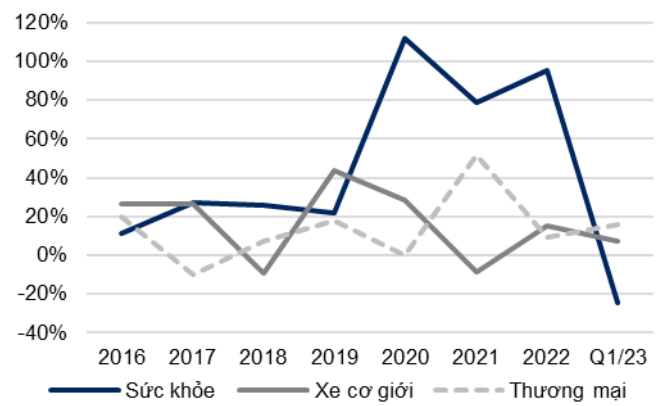
Mảng BH thương mại của MIG có kết quả tốt hơn so với các mảng khác với mức tăng trưởng phí BH gốc là 15,9% svck (so với +9,2% trong 2022). Việc chính phủ tiếp tục thúc đẩy đầu tư cơ sở hạ tầng trong năm nay có thể đã hỗ trợ các dòng BH thương mại tăng trưởng tốt hơn ví dụ như tài sản & thiết hại.

Hình 5: Tăng trưởng phí BH gốc của MIG kém hơn so với ngành trong Q1/23



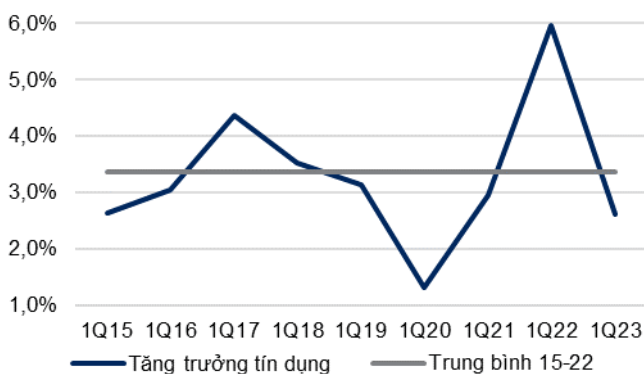
NGUỒN: VNDIRECT Research, Hiệp hội Bảo hiểm Việt Nam (HHBH), Tổng cục Thống kê (TCTK), Báo cáo doanh nghiệp

Hình 6: Tăng trưởng phí BH gốc của MIG theo sản phẩm – mảng sức khỏe đặc biệt yếu



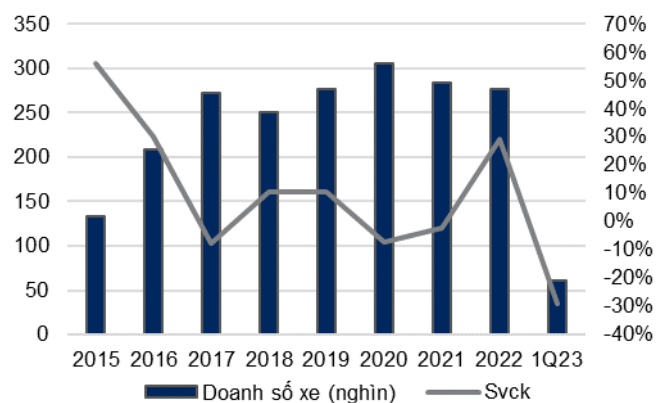
NGUỒN: VNDIRECT Research, HHHB, Báo cáo doanh nghiệp

Hình 7: Tăng trưởng tín dụng trong Q1/23 yếu so với mức trung bình trong quá khứ



NGUỒN: VNDIRECT Research, HHHB, Báo cáo doanh nghiệp

Hình 8: Doanh số bán ô tô sụt giảm trong Q1/23, ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu bảo hiểm xe cơ giới



NGUỒN: VNDIRECT Research, Báo cáo doanh nghiệp

Biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh BH vẫn ổn định

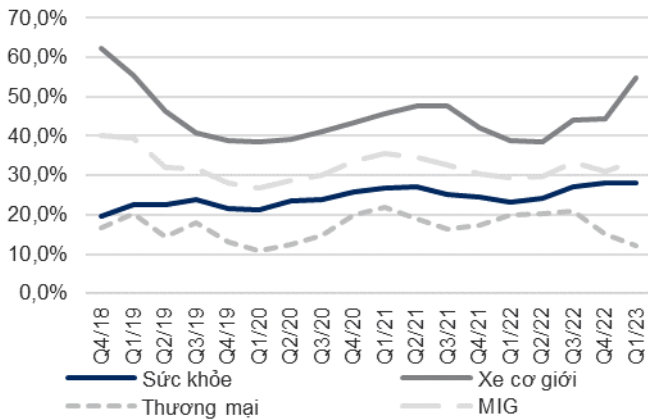
Về khả năng sinh lời, tỷ lệ kết hợp của MIG đã tăng 85 điểm cơ bản svck lên 96,5% trong Q1/23 từ mức nền thấp trong Q1/22 do tác động của COVID. Kết quả này tốt hơn so với các DN niêm yết khác (không tính PTI) với tỷ lệ kết hợp tăng 310 điểm cơ bản svck. Tỷ lệ bồi thường của MIG giảm 260 điểm cơ bản svck xuống 36,9%, tốt hơn với các DN niêm yết khác có tỷ lệ bồi thường tăng

370 điểm cơ bản svck. Trong khi đó, tỷ lệ chi phí của MIG tăng 345 điểm cơ bản svck so với mức giảm 60 điểm cơ bản của các DN niêm yết khác.

Nếu phân tích kỹ, chúng tôi cho rằng xu hướng bồi thường của MIG không thực sự tốt như kết quả tỷ lệ bồi thường thể hiện. Cụ thể, tỷ lệ bồi thường (sau tái BH) đã tăng vọt 11,8đ% svck lên 40,9%, nhưng dự phòng giảm 32 tỷ đồng đã giúp bù đắp và dẫn đến tỷ lệ bồi thường (sau thay đổi dự phòng) thấp hơn. Tính theo sản phẩm, tỷ lệ bồi thường (sau tái BH) ở mảng BH xe cơ giới tăng 45,7đ% svck lên 77,9%, dẫn đến tỷ lệ bồi thường toàn DN tăng mạnh. Xu hướng bồi thường diễn biến tốt hơn ở các mảng BH sức khỏe (+1,2đ% svck) và BH thương mại (-12,9đ% svck). Tỷ lệ bồi thường tăng đột biến ở mảng xe cơ giới là đáng quan ngại nhưng không hẳn là bất ngờ với mức nền thấp trong Q1/22 do COVID. Lạm phát và mức độ cạnh tranh cao có thể cũng đã góp phần dẫn đến tỷ lệ bồi thường tăng mạnh ở mảng này.

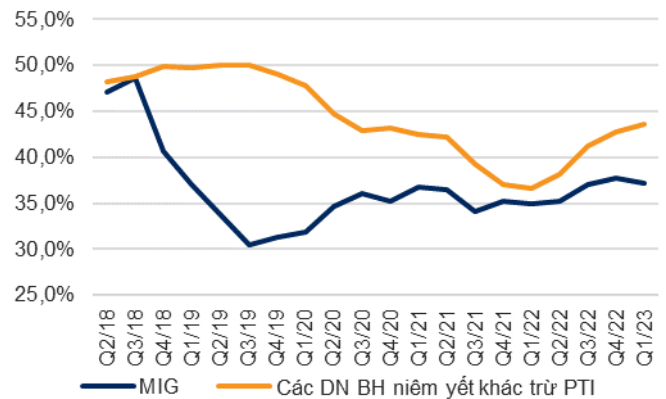
Tỷ lệ chi phí của MIG tăng khá đáng kể svck thêm 345 điểm cơ bản lên 59,7% trong Q1/23 với nguyên nhân chính là chi phí khác HĐKD BH tăng 32,4% svck. Tính theo % phí BH gốc, nhóm chi phí này tăng 10,2đ% svck lên 39,0%. Trong nhóm này, chi phí bằng tiền khác, bao gồm chi phí tiếp thị, gặp gỡ khách hàng, đi công tác, v.v., là chi phí lớn nhất và tăng mạnh 35% svck lên 347 tỷ đồng. Chi phí khai thác khách hàng tiếp tục tăng cao cho thấy thị trường BH PNT, đặc biệt là các dòng BH cá nhân, vẫn rất cạnh tranh về mặt giá cả.

Hình 9: Tỷ lệ bồi thường (sau tái BH) ở mảng BH xe cơ giới tăng mạnh trong Q1/23 (dữ liệu trượt 12 tháng)



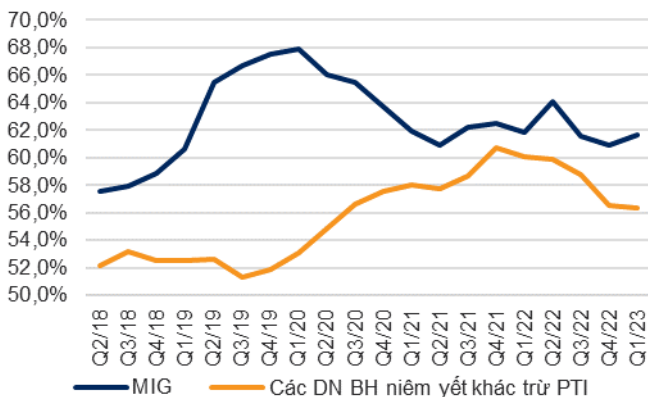
NGUỒN: VNDIRECT Research, HHHB, Báo cáo doanh nghiệp

Hình 10: Tỷ lệ bồi thường của MIG giảm nhẹ trong Q1/23 so với các DN BH niêm yết khác tăng đáng kể do mức nền thấp trong Q1/22 (dữ liệu trượt 12 tháng)



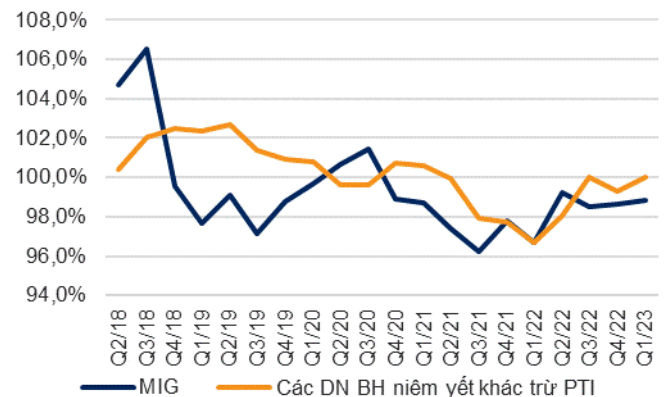
NGUỒN: VNDIRECT Research, HHHB, Báo cáo doanh nghiệp

Hình 11: Tỷ lệ chi phí của MIG tăng trong Q1/23 so với các DN BH niêm yết khác giảm nhẹ (dữ liệu trượt 12 tháng)



NGUỒN: VNDIRECT Research, HHHB, Báo cáo doanh nghiệp

Hình 12: Tỷ lệ kết hợp của MIG tăng nhẹ trong Q1/23 so với các DN BH niêm yết khác tăng khá đáng kể do tỷ lệ bồi thường tăng mạnh (dữ liệu trượt 12 tháng)



NGUỒN: VNDIRECT Research, Báo cáo doanh nghiệp

Triển vọng và dự phóng hoạt động kinh doanh BH trong 2023-24

Chúng tôi kì vọng tăng trưởng của ngành sẽ dần được cải thiện trong phần còn lại của năm khi các chính sách hỗ trợ mà Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã triển khai trong những tháng gần đây nhằm kích thích nền kinh bắt đầu phát huy tác dụng. Chúng tôi cũng kì vọng dòng BH công nghiệp & thương mại như BH tài sản & thiết hại sẽ tăng trưởng tốt hơn so với các dòng BH cá nhân, do BH công nghiệp & thương mại sẽ được hưởng lợi từ việc Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công và dòng vốn FDI vẫn bền vững.

Đối với MIG, chúng tôi hạ dự phóng tăng trưởng phí BH gốc trong 2023 từ 17,1% xuống 6,6%, chủ yếu để phản ánh tăng trưởng kém khả quan ở mảng BH sức khỏe do KQ Q1/23 thấp và triển vọng tăng trưởng kinh tế/tín dụng kém tích cực (đặc biệt là tín dụng bán lẻ). Chúng tôi duy trì dự phóng tăng trưởng phí trong 2024 là 17,4%. Về khả năng sinh lời, chúng tôi giữ nguyên dự phóng tỷ lệ kết hợp cho 2023-24 lần lượt là 99,7%/99,5% sau khi xét đến KQ Q1/23 khá sát với dự phóng của chúng tôi.

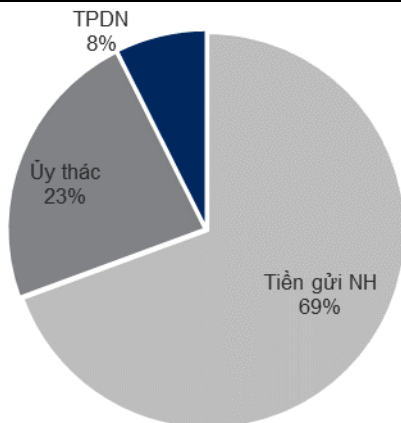
Lợi suất đầu tư tiền gửi và TPDN được cải thiện cùng với thị trường chứng khoán phục hồi sẽ thúc đẩy LN từ HĐ tài chính tăng trưởng mạnh mẽ

Trong Q1/23, lợi suất đầu tư của MIG được cải thiện lên 7,0% (+10 điểm cơ bản svck và +500 điểm cơ bản sv quý trước) nhờ lợi suất tiền gửi tăng lên mức 7,5% (+200 điểm cơ bản svck và +50 điểm cơ bản sv quý trước) và lợi suất TPDN tăng lên mức 12,8% (+160 điểm cơ bản svck và +270 điểm cơ bản sv quý trước). Theo ước tính của chúng tôi, lợi suất từ uỷ thác đầu tư vẫn ở mức thấp 3,1%. Số dư đầu tư bình quân tăng 12,9% svck và 6,4% sv quý trước. Nhìn chung, LN từ HĐ tài chính tăng lên 65 tỷ đồng (+12,6% svck và gấp gần 6 lần sv quý trước).

2023 sẽ là một năm hết sức thuận lợi đối với các DN BH bao gồm MIG ở khía cạnh đầu tư khi toàn ngành sẽ được hưởng trọn vẹn một năm đầu tư với lãi suất tiền gửi cao. Phần lớn danh mục của MIG là tiền gửi ngân hàng và TPDN. Lãi suất tiền gửi 12 tháng ở các ngân hàng quốc doanh và tư nhân lần lượt giảm 20/80 điểm cơ bản kể từ đầu năm nay, nhưng vẫn cao hơn đáng kể 170/200 điểm cơ bản so với đầu năm 2022. Chúng tôi kỳ vọng mặt bằng lãi suất tiền gửi có thể giảm nhẹ trong phần còn lại của 2023 và sang cả 2024 khi áp lực tỷ giá giảm bớt và cầu tín dụng còn yếu, nhưng vẫn sẽ cao hơn nhiều so với 2020-22.

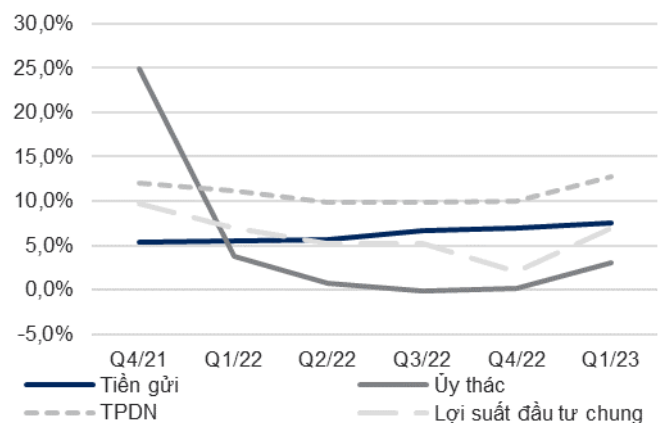
Về mảng cổ phiếu, TTCK đã tìm được mức nền vững chắc và có khả năng sẽ phục hồi tốt nhờ các chính sách hỗ trợ nền kinh tế của Chính phủ và NHNN. Trong kịch bản cơ sở của VND, chúng tôi dự báo chỉ số VN-Index sẽ phục hồi về mức 1.300-1.350 trong năm này. MIG đặc biệt sẽ được hưởng lợi rất nhiều từ TTCK hồi phục khi MIG năng động hơn nhiều các DN BH khác trong việc đầu tư vào cổ phiếu thông qua uỷ thác đầu tư do MBCapital quản lý.

Hình 13: Tiền gửi ngân hàng và TPDN chiếm 77% số dư đầu tư của MIG (số liệu Q1/23)



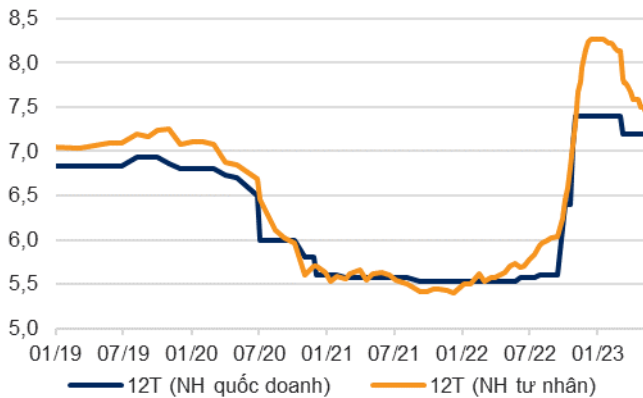
NGUỒN: VNDIRECT Research, Báo cáo doanh nghiệp

Hình 14: Lợi suất đầu tư của MIG được cải thiện trong Q1/23, chủ yếu nhờ lợi suất tiền gửi & TPDN cao hơn



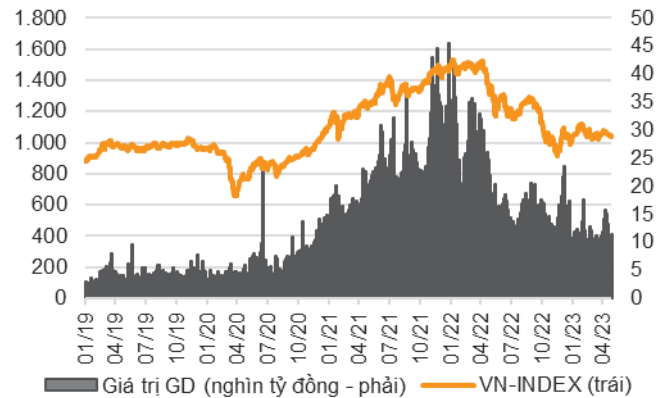
NGUỒN: VNDIRECT Research, Báo cáo doanh nghiệp

Figure 15: Lãi suất tiền gửi ngân hàng tăng mạnh vào cuối năm 2022 và hiện vẫn cao hơn mức trước COVID (Đơn vị: %)



NGUỒN: VNDIRECT Research, Websites các ngân hàng

Figure 16: VN-INDEX dường như đã tìm được mức nền vững chắc hơn sau 4 tháng đầu năm 2023



NGUỒN: VNDIRECT Research, FiinPro

Thay đổi dự phóng giai đoạn 2023-24

Về hoạt động đầu tư, chúng tôi tăng dự phóng số dư đầu tư cuối năm trong giai đoạn 2023-24 lần lượt lên 2,5%/1,7% do kết quả cuối Q1/23 cao hơn kỳ vọng. Chúng tôi giữ nguyên dự phóng lợi suất đầu tư 2023 ở mức 8,0% nhưng hạ dự phóng trong 2024 xuống còn 7,4% (-50bps) với giả định lãi suất tiền gửi ở mức thấp hơn. Dự phóng LN từ HĐ tài chính 2023 tăng 7,1% lên 311 tỷ đồng trong khi dự phóng 2024 gần như không đổi ở mức 308 tỷ đồng.

Tựu lại, chúng tôi điều chỉnh LN ròng 2023 tăng thêm 6,0% lên 257 tỷ đồng và giữ nguyên dự phóng 2024 là 263 tỷ đồng. Với dự phóng mới, tăng trưởng LN của MIG sẽ đạt trung bình 28% trong giai đoạn 2023-24.

Chúng tôi đưa vào mô hình cổ tức bằng tiền mặt 500đ/cp cho năm nay (được thông qua tại ĐHCĐ gần đây). Tuy nhiên, chúng tôi chưa đưa vào mô hình kế hoạch phát hành vốn khoảng 285 tỷ của MIG. Dựa theo dự phóng của chúng tôi, MIG sẽ đạt ROE ở khoảng 13-32% trong giai đoạn 2023-25 (+8,6% sv 2022).

Hình 17: Thay đổi dự phóng giai đoạn 2023-24

MIG (tỷ đồng)	Dự báo cũ		Dự báo mới		Thay đổi		Nhận xét	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024		
Phí BH gốc	6.094	7.155	5.548	6.515	-9,0%	-8,9%	Chúng tôi giảm dự phóng tăng trưởng phí để phản ánh KQ Q1/23 thấp hơn dự kiến (chủ yếu ở mảng BH cá nhân - sức khỏe & xe cơ giới) và triển vọng kinh tế kém tích cực nói chung	
Phí BH thuần	3.268	4.006	2.918	3.725	-10,7%	-7,0%		
Lợi nhuận / (lỗ) từ HĐKD BH	12	19	10	20	-19,7%	8,0%		
LN từ HĐ tài chính	290	309	311	308	7,1%	-0,2%		Chủ yếu do số dư đầu tư cao hơn
LNST	242	262	257	263	6,0%	0,3%		
Tỷ lệ giữ lại	50%	53%	52%	57%	2,1đ%	3,6đ%		
Tỷ lệ bồi thường (bao gồm thay đổi dự phóng)	39,7%	39,7%	39,8%	40,4%	0,0đ%	0,7đ%		
Tỷ lệ chi phí	59,9%	59,8%	59,9%	59,1%	0,0đ%	-0,7đ%		
Tỷ lệ kết hợp	99,6%	99,5%	99,7%	99,5%	0,0đ%	-0,1đ%	Không đổi với KQ Q1/23 sát với dự phóng	
Khoản đầu tư tài chính	3.941	4.228	4.040	4.300	2,5%	1,7%	Do số dư cuối Q1/23 cao hơn dự kiến	
Lợi suất đầu tư tiền gửi	7,1%	6,9%	8,0%	6,7%	0,9đ%	-0,3đ%	KQ Q1/23 tốt hơn dự kiến	
Lợi suất từ ủy thác đầu tư	8,1%	8,0%	6,6%	8,0%	-1,5đ%	0,0đ%	Thấp hơn dự kiến do TTCK đi ngang	
Lợi suất đầu tư trái phiếu	11,3%	11,0%	12,5%	12,0%	1,3đ%	1,0đ%	KQ Q1/23 tốt hơn dự kiến	
Lợi suất đầu tư	8,0%	7,9%	8,0%	7,4%	0,0đ%	-0,5đ%	Điều chỉnh giảm dự phóng lợi suất đầu tư 2024 do giả định lãi suất tiền gửi thấp hơn	
ROE	11,8%	11,4%	12,8%	12,1%	0,9đ%	0,7đ%		

NGUỒN: VNDIRECT Research, Báo cáo doanh nghiệp

Hình 18: 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 kép 5 năm
Phí BH gốc	2.923	3.400	4.789	5.548	6.555	7.515	20,8%
svck	30,1%	16,3%	40,9%	15,8%	18,2%	14,6%	
Phí BH thuần	2.057	2.150	2.694	2.918	3.725	4.632	17,6%
svck	25,6%	4,5%	25,3%	8,3%	27,7%	24,3%	
LN từ hoạt động kinh doanh BH	23	48	37	10	20	30	5,6%
svck	11,9%	110,0%	-22,9%	-73,7%	109,0%	48,2%	
LN từ hoạt động đầu tư tài chính	216	230	161	311	308	313	7,7%
svck	40,0%	6,4%	-30,2%	93,4%	-0,9%	1,8%	
Lợi nhuận sau thuế của chủ sở hữu tập đoàn	194	224	159	257	263	275	7,2%
svck	36,8%	15,4%	-28,7%	60,9%	2,4%	4,7%	
Khoản đầu tư tài chính	3.158	3.420	3.611	4.040	4.300	4.586	7,7%
svck	12,5%	8,3%	5,6%	11,9%	6,4%	6,6%	
Vốn chủ sở hữu	1.535	1.748	1.892	2.067	2.247	2.440	9,7%
svck	3,7%	13,9%	8,3%	9,2%	8,7%	8,6%	
Lãi cơ bản trên mỗi cổ phiếu	1.179	1.361	970	1.560	1.598	1.672	7,2%
svck	18,6%	15,4%	-28,7%	60,9%	2,4%	4,7%	
Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu	9.335	10.628	11.508	12.568	13.666	14.838	9,7%
svck	3,7%	13,9%	8,3%	9,2%	8,7%	8,6%	

NGUỒN: VNDIRECT Research, Báo cáo doanh nghiệp

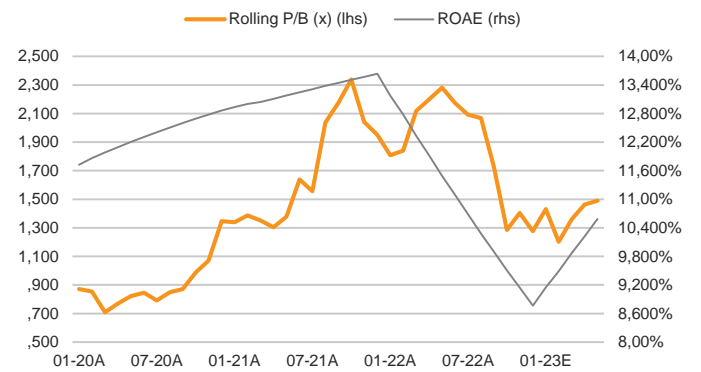
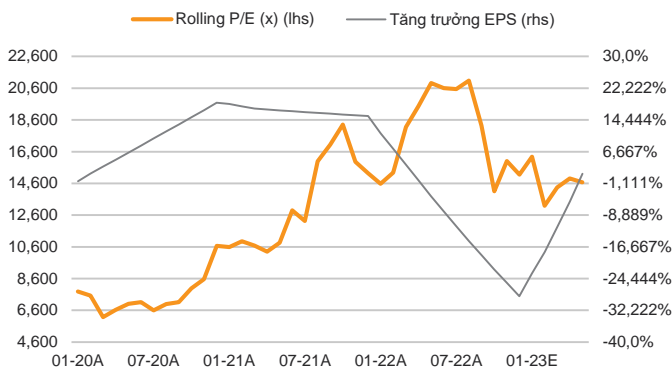
Hình 19: Các chỉ số tài chính quan trọng trong 2023-25

Chỉ số tài chính	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Tăng trưởng kép 5 năm
Tỷ lệ giữ lại	67%	56%	48%	52%	57%	61%	
svck	-485bps	-1040bps	-768bps	369bps	440bps	487bps	
Tỷ lệ bồi thường	35.2%	35.3%	37.7%	39.8%	40.4%	40.3%	
svck	394bps	7bps	246bps	204bps	61bps	-9bps	
Tỷ lệ chi phí	63.7%	62.5%	60.9%	59.9%	59.1%	59.1%	
svck	-381bps	-119bps	-160bps	-100bps	-82bps	-1bps	
Tỷ lệ kết hợp	98.9%	97.8%	98.6%	99.7%	99.5%	99.3%	
svck	14bps	-112bps	86bps	104bps	-21bps	-11bps	
Lợi suất đầu tư tài chính	7.7%	7.6%	4.8%	8.0%	7.4%	7.0%	
svck	90bps	-11bps	-271bps	318bps	-65bps	-33bps	
ROA	3.67%	3.66%	1.99%	2.85%	2.56%	2.33%	
svck	63bps	-1bps	-167bps	86bps	-29bps	-23bps	
ROE	13.1%	13.5%	8.6%	12.8%	12.1%	11.7%	
svck	259bps	36bps	-487bps	412bps	-70bps	-39bps	
Tỷ lệ biên khả năng thanh toán	172%	134%	190%	194%	166%	145%	

bsp: điểm cơ bản

NGUỒN: VNDIRECT Research, Báo cáo doanh nghiệp

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu phí bảo hiểm thuần	3.773	4.125	5.018
Hoa hồng TBH và khác			
Doanh thu thuần HKKD BH	3.773	4.125	5.018
Doanh thu hoạt động tài chính	161	311	308
Thu nhập ròng khác	2	0	0
Tổng lợi nhuận hoạt động	3.936	4.436	5.326
Chi bồi thường BH gốc và chi trả đáo hạn	(1.019)	(1.162)	(1.507)
Tăng/giảm dự phòng dao động lớn	(542)	(583)	(735)
Các chi phí hoạt động khác	(2.175)	(2.370)	(2.757)
Tổng chi phí HKKD BH	(3.736)	(4.115)	(4.998)
Chi phí hoạt động tài chính			
Lãi (lỗ) trong công ty liên doanh, liên kết			
Chi phí quản lý DN			
Tổng chi phí HĐ	(3.736)	(4.115)	(4.998)
EBITDA thuần	200	321	328
Lợi nhuận khác			
LN trước thuế	200	321	328
Thuế	(41)	(64)	(66)
Lợi nhuận sau thuế	159	257	263
Lợi ích cổ đông thiểu số			
LN ròng	159	257	263
Thu nhập trên vốn	159	257	263
Cổ tức phổ thông			
LN giữ lại	159	257	263

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền mặt tại NH	92	15	20
Đầu tư ngắn hạn	2.632	2.952	3.142
Tổng tài sản ngắn hạn	2.724	2.967	3.163
Tổng đầu tư	979	1.088	1.158
Tài sản cố định	398	403	401
Tài sản vô hình	27	27	27
Tổng tài sản khác	4.417	4.716	6.011
Tổng tài sản	8.545	9.200	10.759
Vay & nợ ngắn hạn	0	0	0
Nợ khách hàng	24	20	21
Phải trả người bán	459	626	671
Thuế phải trả	46	27	29
Phải trả người lao động	94	72	77
Phải trả ngắn hạn khác	1.849	1.863	1.995
Tổng nợ ngắn hạn	2.471	2.609	2.794
Vay & nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả khác	4.182	4.524	5.718
Tổng Nợ dài hạn	4.182	4.524	5.718
Vốn chủ sở hữu	1.892	2.067	2.247
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	1.892	2.067	2.247
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	8.545	9.200	10.759

	12-22A	12-23E	12-24E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT phí	42,1%	9,3%	21,7%
Tăng trưởng đầu tư ròng	(30,2%)	93,4%	(0,9%)
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	(28,7%)	60,3%	2,3%
Tăng trưởng LN ròng	(28,7%)	60,9%	2,4%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	970	1.560	1.598
BVPS (VND)	11.508	12.568	13.666
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0

Các chỉ số chính

	12-22A	12-23E	12-24E
Chỉ số tái bảo hiểm	43,8%	47,4%	43,2%
Chỉ số giữ lại	78,8%	74,3%	76,6%
Chỉ số bồi thường	27,0%	28,2%	30,0%
Chỉ số chi phí	72,0%	71,6%	69,6%
Chỉ số kết hợp	99,0%	99,8%	99,6%
Chỉ số lợi nhuận			
ROAA	2,1%	2,9%	2,6%
ROAE	8,8%	13,0%	12,2%
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>