

TẬP ĐOÀN BẢO VIỆT (BVH) – CẬP NHẬT

Giá thị trường VND49.400	Giá mục tiêu VND65.000	Tỷ suất cổ tức 6,1%	Khuyến nghị Khả quan	Ngành Tài chính
------------------------------------	----------------------------------	-------------------------------	--------------------------------	---------------------------

Ngày 17/02/2023

Triển vọng ngắn hạn:	Tích cực
Triển vọng dài hạn:	Tích cực
Định giá:	Tích cực

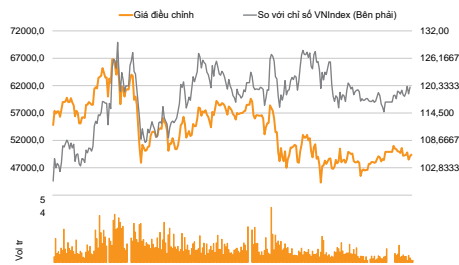
Consensus*: Mua:5 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 4%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm dự phóng EPS năm 2023-24 lần lượt 18%/19%
- Giảm giá mục tiêu 14%

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	62,650
Thấp nhất 52 tuần (VND)	41,550
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	28,734
Thị giá vốn (tỷ VND)	36,448
Free float (%)	
P/E trượt (x)	23,8
P/B hiện tại (x)	1,8

Cơ cấu sở hữu

Bộ tài chính	65,0%
Sumitomo Life	22,1%
SCIC	3,0%
Cổ đông khác	9,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Vũ Thế Quân

quan.vuthe@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Triển vọng 2023 vẫn rất tích cực

- Lợi nhuận ròng Q4/22 giảm 37% svck, khiến lợi nhuận cả năm 2022 giảm 19% svck, hoàn thành 93% dự phóng của VND.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng mạnh trong 2023-24 nhờ lợi suất đầu tư tốt hơn và áp lực dự phòng giảm.
- Định giá hấp dẫn; khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 65.000đ/cp.

KQKD 2022: Thấp hơn kỳ vọng do dự phòng cao hơn dự kiến

BVH ghi nhận phí bảo hiểm (BH) gốc và lợi nhuận (LN) ròng của cổ đông tập đoàn trong Q4/22 là 11,2 nghìn tỷ đồng (+2% svck) và 342 tỷ đồng (-37% svck). LN ròng giảm chủ yếu do lỗ từ HĐKD BH tăng 28% svck, được bù đắp một phần bởi LN từ HĐ tài chính tăng 8%. Khoản lỗ tăng phần lớn đến từ mảng BH nhân thọ (NT). So với dự phóng của VND, HĐKD BH tốt hơn dự kiến, nhờ mảng phi nhân thọ (PNT), trong khi LN từ HĐ tài chính giảm do chi phí dự phòng cao hơn dự kiến. Cả năm 2022, phí BH gốc và LN ròng đạt 43,0 nghìn tỷ đồng (+9% svck) và 1.530 tỷ đồng (-19% svck), hoàn thành lần lượt 99%/93% dự phóng.

Mảng BH phi nhân thọ năm 2022: biên lợi nhuận tốt hơn dự kiến

Phí BH gốc mảng PNT năm 2022 tăng 9% svck lên 9,8 nghìn tỷ đồng, thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng của ngành là 17,0%, đồng nghĩa với việc thị phần giảm. Tuy nhiên, tỷ lệ kết hợp của BVH đã giảm 2,3 điểm % svck xuống còn 101,6% trong năm 2022 dẫn cho áp lực bồi thường tăng cao sau khi Việt Nam kết thúc giãn cách xã hội – một kết quả đáng nể trong bối cảnh hầu hết các DN BH khác ghi nhận tỷ lệ kết hợp tăng. Nhìn chung, LN ròng mảng BH PNT đạt 246 tỷ đồng, tăng 18% svck và chiếm 15% tổng LN của BVH.

Mảng BH nhân thọ 2022: Tăng trưởng phí thấp hơn trung bình ngành

Phí BH gốc tăng 9% svck lên 33,2 nghìn tỷ đồng trong 2022 so với mức tăng 16% của ngành, cho thấy thị phần giảm. Tỷ lệ dự phòng (tăng dự phòng trên phí BH gốc) là 64,6%, giảm 2 điểm % svck và sát với dự phóng. Biên LN HĐKD BH đạt -17,7%, giảm 80 điểm cơ bản svck, chủ yếu do chi phí bồi thường & đáo hạn tăng mạnh (+24% svck) trong khi tỷ lệ dự phòng giảm và tỷ lệ chi phí hoa hồng & bán hàng về mức 12,3% (-1,3 điểm % svck). Nhìn chung, LN ròng mảng BH NT đạt 975 tỷ đồng, tăng 11% svck và chiếm 61% LN của BVH.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 65.000đ/cp

Chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng 2023 của BVH với việc: 1) lợi suất đầu tư được cải thiện nhờ lãi suất cao hơn và 2) lợi suất TPCP cao sẽ giúp giảm bớt áp lực dự phòng. Điều chỉnh dự phóng LN ròng 2023-24 giảm 18%/19% xuống 2.235 tỷ đồng/2.801 tỷ đồng, so với 2.728 tỷ đồng/3.476 tỷ đồng trước đó. Dựa theo dự phóng mới, LN ròng vẫn sẽ tăng trưởng mạnh 46%/25% từ mức nền thấp trong 2022. Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 65.000 đ/cp, dựa trên P/B 2023 thấp hơn ở mức 2,2 lần so với 2,5 lần trước đó.

Chỉ số tài chính	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Phí BH gốc - nhân thọ	25.452	28.038	30.558	33.202	35.855	38.684
Phí BH gốc - phi nhân thọ	10.297	9.689	8.946	9.760	10.207	10.853
Phí BH thuần - phi nhân thọ	7.316	5.444	5.364	6.817	7.000	7.439
LN từ hoạt động tài chính	5.687	7.654	7.852	8.081	11.363	13.810
LNST của chủ sở hữu tập đoàn	1.188	1.598	1.897	1.530	2.235	2.801
svck	5,6%	34,4%	18,7%	-19,3%	46,0%	25,3%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu	1.626	2.097	2.555	2.062	3.011	3.773
Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu	25.688	26.961	28.527	27.479	29.640	31.913
ROAE	7,3%	8,1%	9,0%	7,1%	10,4%	12,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

TRIỂN VỌNG 2023 VẪN RẤT TÍCH CỰC

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích BVH do:

- **Triển vọng tăng trưởng của thị trường BH NT và PNT ở Việt Nam vẫn hết sức hấp dẫn.** Cả hai thị trường đều tăng trưởng hai con số trong năm qua và dự tính sẽ tiếp tục tăng trưởng dương trong năm 2023 nhưng với tốc độ chậm hơn trong bối cảnh vĩ mô nhiều thách thức. BVH tiếp tục giữ vị thế top đầu ở cả hai thị trường, qua đó, sẽ nắm bắt tốt tiềm năng tăng trưởng to lớn của ngành BH Việt Nam.
- **Nền lãi suất cao hơn sẽ giúp BVH thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận và cải thiện ROE trong 2 năm tới.** Lãi suất tiền gửi 12 tháng ở các ngân hàng quốc doanh và ngân hàng tư nhân phần lớn không thay đổi kể từ đầu năm nay, nhưng đã tăng mạnh so với đầu năm 2022, với mức tăng lần lượt là 190/280 điểm cơ bản. Do hầu hết các đợt tăng lãi suất tiền gửi diễn ra vào cuối năm 2022, chúng tôi cho rằng BVH sẽ chỉ hưởng lợi từ việc lãi suất tiền gửi tăng cao một cách đầy đủ nhất vào năm 2023.

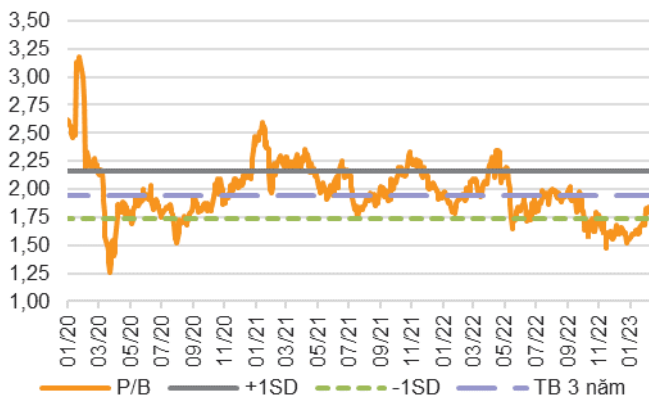
Lợi suất trái phiếu Chính phủ (TPCP) kỳ hạn 10 năm trên thị trường sơ cấp hiện nay là khoảng 4,20%, giảm 45 điểm cơ bản so với đầu năm nhưng vẫn tăng mạnh 210 điểm cơ bản so với đầu năm 2022. Lợi suất TPCP cao hơn sẽ giúp giảm bớt gánh nặng dự phòng toán học của BVH ở mảng BH nhân thọ trong năm nay.

- **Định giá vẫn ở mức hấp dẫn với tiềm năng ROE được cải thiện.** BVH đang giao dịch ở mức P/B hiện tại là 1,8 lần, thấp hơn mức trung bình 3 năm là 2,0 lần.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 65.000đ/cp

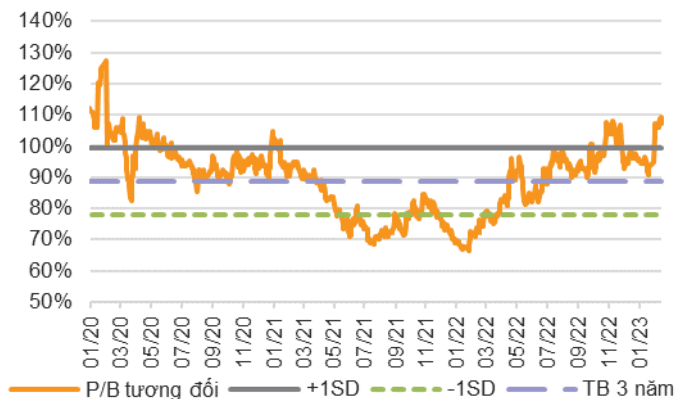
Giá mục tiêu mới của chúng tôi dựa trên P/B mục tiêu là 2,2 lần giá trị sổ sách năm 2023 (so với 2,5 lần trước đó). Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu chủ yếu để phản ánh việc dự phóng lợi nhuận và tăng trưởng phí BH được điều chỉnh thấp hơn và tâm lý đầu tư không được tốt trên thị trường chứng khoán.

Hình 1: BVH đang giao dịch ở mức P/B hấp dẫn khi so sánh với trung bình quá khứ (Đơn vị: lần)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FiinPro
Ghi chú: Dữ liệu mới nhất ngày 14/02/2023

Hình 2: Trên phương diện P/B tương đối so với VN-INDEX, BVH đang giao dịch trên mức trung bình 3 năm là 89% do BVH giảm ít hơn thị trường trong thời gian gần đây



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FiinPro
Ghi chú: Dữ liệu mới nhất ngày 14/02/2023

Hình 3: Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	Tăng trưởng	Tỷ suất	P/E (lần)		P/B (lần)		ROE (%)		ROA (%)	
		Nội tệ	Nội tệ					tr USD	EPS 3 năm (%)	cổ tức (%)	2023	2024	2023	2024	2023
Tập đoàn Bảo Việt	BVH VN	49.100	65.000	Khả quan	1.562	10,5	6,1	16,2	14,3	1,64	1,53	10,4	10,7	1,00	1,00
Hồng Kông															
China Life Insurance Co Ltd of China Ltd	2628 HK	14,0	N/A	N/A	118.376	137,9	5,6	8,6	6,4	0,67	0,62	7,6	10,2	0,72	0,87
Ping An Insurance Group Co of China Ltd	2318 HK	58,3	N/A	N/A	131.258	2,4	4,9	8,5	6,4	1,02	0,92	12,2	15,2	0,98	1,19
AIA Group Ltd	1299 HK	86,3	N/A	N/A	125.549	51,6	1,8	42,0	17,0	2,59	2,30	6,5	13,9	0,69	2,17
Manulife Financial Corp	945 HK	152,2	N/A	N/A	36.167	15,1	5,2	8,6	8,0	0,97	0,98	11,9	12,0	0,77	0,75
People's Insurance Co Group of China Ltd/The	1339 HK	2,6	N/A	N/A	29.346	21,9	6,8	3,9	3,6	0,42	0,39	11,2	11,2	1,71	1,67
Prudential PLC	2378 HK	124,6	N/A	N/A	43.270	N/A	1,1	18,3	13,6	2,51	2,12	12,7	16,5	1,02	1,56
China Pacific Insurance Group Co Ltd	2601 HK	22,1	N/A	N/A	35.426	15,3	5,3	7,6	6,5	0,80	0,73	10,5	12,1	1,20	1,30
New China Life Insurance Co Ltd	1336 HK	20,5	N/A	N/A	12.029	28,8	8,5	6,5	4,1	0,49	0,45	7,6	10,6	0,66	0,88
China Taiping Insurance Holdings Co Ltd	966 HK	10,0	N/A	N/A	4.474	7,4	4,7	6,7	4,5	0,39	0,36	6,1	8,3	0,41	0,46
Hồng Kông - Trung bình						35,0	4,9	12,3	7,8	1,10	0,99	9,6	12,2	0,91	1,20
Hồng Kông - Trung vị						18,6	5,2	8,5	6,4	0,80	0,73	10,5	12,0	0,77	1,19
Thái Lan															
Bangkok Life Assurance PCL	BLA TB	30,0	N/A	N/A	1.488	7,9	3,0	15,4	11,9	1,01	0,94	7,6	9,0	1,08	1,36
Thai Life Insurance PCL	TLI TB	14,0	N/A	N/A	4.663	N/A	N/A	16,9	15,4	1,60	1,47	9,8	10,1	1,75	1,87
Thái Lan - Trung bình						7,9	3,0	16,1	13,7	1,30	1,21	8,7	9,5	1,41	1,62
Đài Loan															
Cathay Financial Holding Co Ltd	2882 TT	43,6	N/A	N/A	20.853	42,0	8,0	11,5	7,5	1,21	0,93	6,6	13,7	0,41	2,33
Fubon Financial Holding Co Ltd	2881 TT	60,1	N/A	N/A	24.379	16	5,6	7,7	7,2	0,93	0,80	14,5	12,8	0,92	0,99
Đài Loan - Trung bình						29,0	6,8	9,6	7,3	1,07	0,87	10,6	13,3	0,67	1,66
Hàn Quốc															
Samsung Life Insurance Co Ltd	032830 KS	67.100	N/A	N/A	10.283	14,2	4,5	8,8	8,4	0,5	0,4	5,7	5,6	0,3	0,4
Hanwha Life Insurance Co Ltd	088350 KS	2.535	N/A	N/A	1.691	507,0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tongyang Life Insurance Co Ltd	082640 KS	4.525	N/A	N/A	564	87,5	N/A	5,3	4,4	0,4	0,4	6,0	8,9	0,4	0,4
Mirae Asset Life Insurance Co Ltd	085620 KS	2.890	N/A	N/A	399	(5,4)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Hàn Quốc - Trung bình						150,8	4,5	7,1	6,4	0,44	0,41	5,8	7,2	0,35	0,43
Hàn Quốc - Trung vị						50,9	4,5	7,1	6,4	0,44	0,41	5,8	7,2	0,35	0,43
Ấn Độ															
HDFC Life Insurance Co Ltd	HDFCLIFE IN	512	N/A	N/A	13.248	0,8	0,3	64,1	54,3	6,08	5,56	10,0	11,0	0,71	0,77
SBI Life Insurance Co Ltd	SBILIFE IN	1.162	N/A	N/A	14.022	4,3	0,2	69,4	57,7	8,85	7,58	11,8	13,3	0,59	0,64
ICICI Prudential Life Insurance Co Ltd	IPRU IN	436	N/A	N/A	7.544	(12,5)	0,1	69,3	57,5	6,27	5,72	9,6	10,8	0,37	0,42
Ấn Độ - Trung bình						(2,4)	0,2	67,6	56,5	7,07	6,29	10,5	11,7	0,56	0,61
Ấn Độ - Trung vị						0,8	0,2	69,3	57,5	6,27	5,72	10,0	11,0	0,59	0,64

Ghi chú: Dữ liệu giá cổ phiếu tại ngày 14/02/2022. Các dự phóng đều dựa theo Bloomberg consensus.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG (Dữ liệu ngày 14/02/2022)

2022: Kém hơn dự phóng của chúng tôi do dự phòng cao hơn dự kiến

Hình 4: Kết quả kinh doanh Q4/22 – 2022 (tỷ đồng)

BVH (tỷ đồng)	Q4/21	Q4/22	Svck	2021	2022	Svck	Dự báo VND năm 2022	So với VND Nhận xét	
Hợp nhất:									
Phí BH gốc	10.764	11.261	4,6%	40.000	42.743	6,9%	43.141	-0,9%	Nhìn chung phù hợp với dự báo của chúng tôi
Phí BH thuần	9.261	10.488	13,2%	35.892	39.984	11,4%	40.231	-0,6%	
Lợi nhuận từ HĐKD BH	(1.352)	(1.729)	27,9%	(5.587)	(6.186)	10,7%	(6.294)	-1,7%	Tốt hơn dự báo chủ yếu nhờ tỷ lệ kết hợp ở mảng phi nhân thọ thấp hơn dự báo
Lợi nhuận HĐ tài chính	1.980	2.141	8,1%	7.852	8.081	2,9%	8.299	-2,6%	Thấp hơn dự báo do chi phí dự phòng cao hơn dự kiến
Lợi nhuận sau thuế của chủ sở hữu tập đoàn	539	342	-36,7%	1.897	1.530	-19,3%	1.639	-6,6%	
Khoản đầu tư tài chính	149.391	184.026	23,2%	149.391	184.026	23,2%	177.513	3,7%	
Lợi suất đầu tư tài chính	5,6%	4,8%	-0,8đ%	6,2%	5,3%	0,0đ%	0,0%	5,3đ%	
ROE	9,0%	7,1%	-1,9đ%	9,0%	7,1%	-1,9đ%	7,6%	-0,5đ%	
Nhân thọ:									
Phí BH gốc	8.485	8.745	3,1%	30.548	33.183	8,6%	33.592	-1,2%	Thấp hơn dự báo
Tỷ lệ dự phòng nghiệp vụ	65,0%	65,2%	0,2đ%	66,6%	64,6%	-2,0đ%	64,4%	0,2đ%	
Lợi nhuận trước thuế	279	296	6,1%	1.085	1.202	10,7%			
Phi nhân thọ:									
Phí BH gốc	2.504	2.495	-0,4%	8.946	9.760	9,1%	9.772	-0,1%	
Phí BH thuần	781	1.746	123,7%	5.364	6.817	27,1%	6.656	2,4%	Cao hơn dự báo nhờ tỷ lệ giữ lại cao hơn
Lợi nhuận trước thuế	94	93	-1,9%	253	308	21,8%			
Tỷ lệ bồi thường	42,3%	52,6%	10,4đ%	42,8%	54,7%	11,9đ%	57,7%	-3,0đ%	
Tỷ lệ chi phí	60,2%	48,6%	-11,6đ%	61,2%	47,0%	-14,3đ%	47,3%	-0,4đ%	
Tỷ lệ kết hợp	102,4%	101,2%	-1,2đ%	104,0%	101,6%	-2,3đ%	105,0%	-3,4đ%	

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

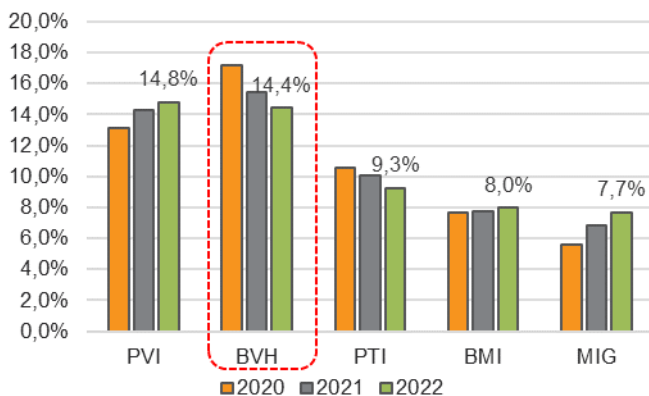
Triển vọng bảo hiểm PNT: Trọng tâm nằm ở biên lợi nhuận từ HĐKD BH

KQKD năm 2022 tốt hơn dự kiến ở góc độ biên lợi nhuận

Tăng trưởng phí BH gốc mảng PNT của BVH bật mạnh từ mức giảm 7,7% trong 2021 lên mức tăng 9,1% trong 2022 khi nền kinh tế Việt Nam đã phục hồi mạnh mẽ sau giãn cách xã hội với mức tăng trưởng GDP 8,0%. Tuy nhiên, tăng trưởng phí của BVH tiếp tục thấp hơn so với ngành ở mức 17,0%. Do đó, thị phần của Bảo Việt giảm 1,0 điểm % svck xuống còn 14,4%, khiến DN đánh mất vị trí số 1 vào tay PVI (14,8% thị phần trong 2022) sau 5 năm ở ngôi đầu đầu.

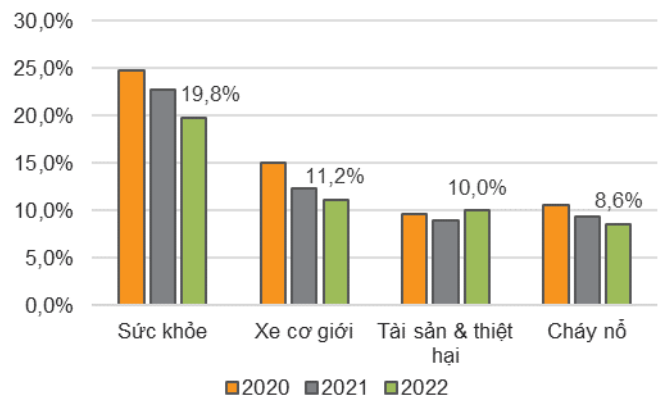
Dựa trên dữ liệu mới nhất từ Hiệp hội Bảo hiểm Việt Nam (HHBH), BVH chủ yếu đánh mất thị phần ở mảng BH Sức khỏe và Xe cơ giới, giống như những năm gần đây, trong khi thị phần của Bảo Việt ở các mảng BH thương mại hầu như không thay đổi. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng thị phần suy giảm đến từ việc BVH chuyển trọng tâm sang cải thiện khả năng sinh lời hơn là giành thị phần, một sự đánh đổi mà chúng tôi cho rằng không hẳn là xấu.

Hình 5: BVH tiếp tục mất thị phần ở thị trường Phi nhân thọ (dựa theo phí BH gốc)



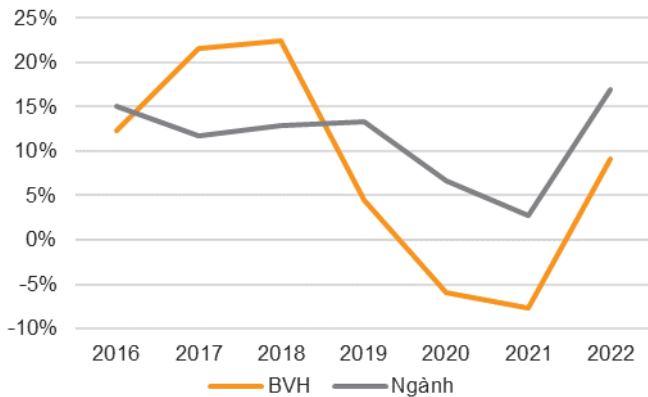
NGUỒN: VNDIRECT Research, HHBH, Báo cáo công ty

Hình 6: BVH chủ yếu mất thị phần ở mảng Sức khỏe và Xe cơ giới, 2 mảng có tính cạnh tranh cao



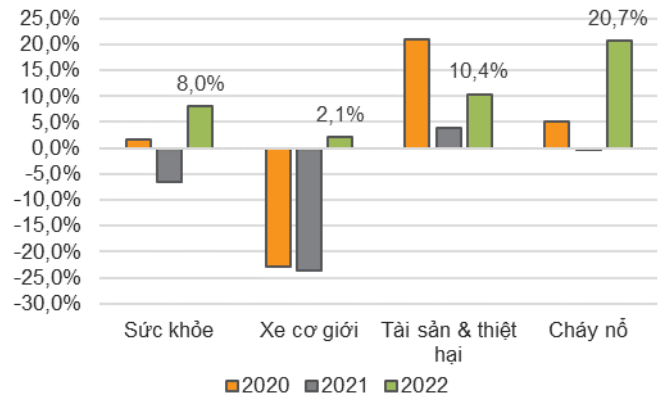
NGUỒN: VNDIRECT Research, HHBH, Báo cáo công ty

Hình 7: Tăng trưởng phí của ngành / BVH bật tăng mạnh trong năm 2022 sau giai đoạn khó khăn 2020-21 do ảnh hưởng của COVID



NGUỒN: VNDIRECT Research, HHHB, Báo cáo công ty

Hình 8: BVH ghi nhận tăng trưởng phí dương ở hầu hết các sản phẩm PNT lớn trên thị trường

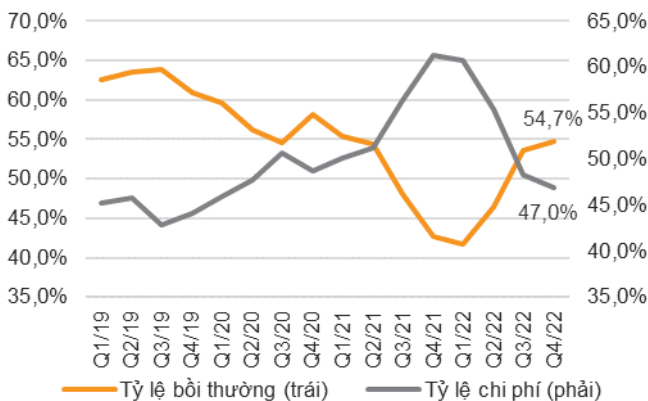


NGUỒN: VNDIRECT Research, HHHB, Báo cáo công ty

Việc chuyển hướng của BVH đã mang lại kết quả tích cực khi tỷ lệ kết hợp đã giảm 2,4 điểm % từ 104,0% trong năm 2021 xuống 101,6% trong năm 2022. Cụ thể, Bảo Việt đã thành công trong việc giảm tỷ lệ chi phí 14,3% svck khi tỷ lệ bồi thường đã tăng đột biến 11,9% svck do áp lực bồi thường cao hơn đến từ việc các hoạt động kinh tế và xã hội đã bình thường hóa trở lại sau giãn cách. Việc BVH cải thiện được biên lợi nhuận từ HĐKD BH còn đáng nói hơn khi tỷ lệ kết hợp của tổng 9 DN BH niêm yết còn lại đã tăng 6,1 điểm % trong năm 2022.

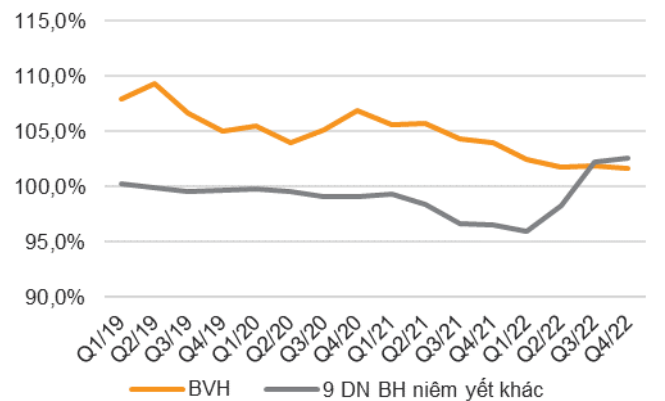
Biên lợi nhuận từ HĐKD BH được cải thiện giúp mảng PNT của BVH ghi nhận 246 tỷ đồng LN ròng trong 2022, +17,7% svck và chiếm 15% tổng LN của BVH. Như đã đề cập ở các báo cáo trước, chúng tôi kỳ vọng BVH sẽ tiếp tục cải thiện tỷ lệ kết hợp (và qua đó là khả năng sinh lời) thông qua việc thắt chặt chính sách bán hàng và cắt giảm các phân khúc rủi ro với biên lợi nhuận thấp trong danh mục của mình, đặc biệt là trong 2 mảng Sức khỏe và Xe cơ giới.

Hình 9: Nhờ việc thắt chặt chi phí, BVH đã cải thiện được biên LN khi tỷ lệ bồi thường tăng mạnh trong năm 2022 (dữ liệu trượt 12 tháng)



NGUỒN: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 10: Trên phương diện tỷ lệ kết hợp (trượt 12 tháng), BVH đã đạt được kết quả tốt hơn các DN BH niêm yết khác trong năm 2022



NGUỒN: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Triển vọng và dự phóng năm 2023-24 cho mảng PNT

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng phí BH của ngành PNT sẽ hạ nhiệt từ mức nền cao trong năm 2022 xuống còn 10-11% trong 2 năm tới khi nền kinh tế Việt Nam đang phải đối mặt với nhiều thách thức. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu đối với một số sản phẩm BH công nghiệp, thương mại như Tài sản & thiệt hại và Cháy nổ sẽ tiếp tục ổn định nhờ việc Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công và dòng vốn FDI vẫn tích cực.

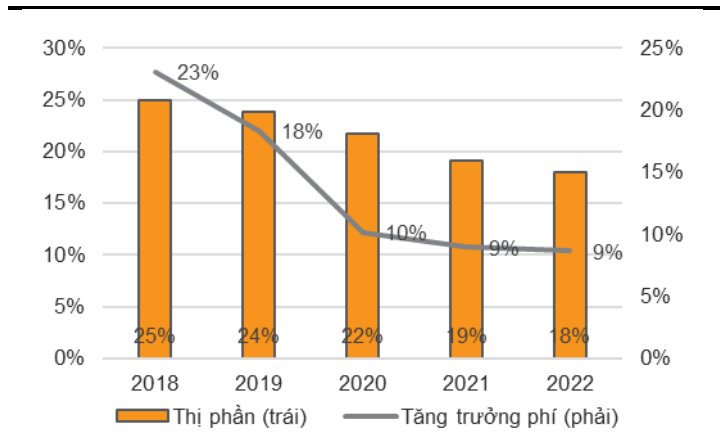
Đối với BVH, chúng tôi điều chỉnh dự phóng tăng trưởng phí bảo hiểm PNT cho giai đoạn 2023-24 xuống còn 4,6%/6,3% từ 6,9%/6,6%, nhằm phản ánh quan điểm của chúng tôi rằng BVH sẽ tiếp tục nhượng lại thị phần trong các dòng BH cá nhân để đổi lấy lợi nhuận. Về biên lợi nhuận, chúng tôi hạ dự phóng tỷ lệ kết hợp cho giai đoạn 2023-24 từ 104,7%/104,2% lần lượt xuống mức 102,8%/102,5%.

Triển vọng bảo hiểm NT: lạc quan hơn với biên lợi nhuận

Tăng trưởng phí BH tiếp tục chậm lại trong năm 2022 nhưng khả năng sinh lời sẽ được cải thiện trong năm nay nhờ áp lực dự phòng giảm bớt

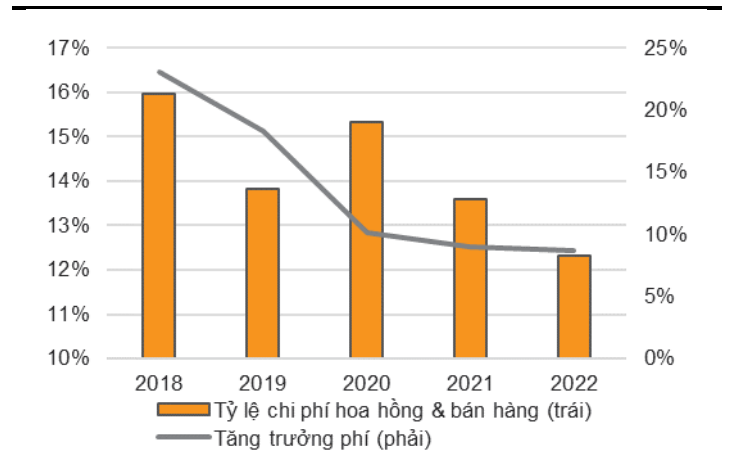
Ở mảng BH NT, BVH ghi nhận mức tăng trưởng phí BH gốc là 8,7%, thấp hơn mức tăng trưởng của ngành là 15,8%. Do đó, thị phần của BVH đã giảm 1,2 điểm % trong 2022 xuống còn 18,0%, tiếp tục xu hướng giảm kể từ năm 2016. Điều này không thực sự ngạc nhiên khi việc BVH vẫn thiếu một đối tác banca lớn và sản phẩm liên kết đơn vị đã tiếp tục cản trở khả năng cạnh tranh của DN với các đối thủ đến từ nước ngoài. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý BVH vẫn đứng vững trong top 3 DN BH lớn nhất tính theo phí BH gốc.

Hình 11: Thị phần của BVH tiếp tục trượt dốc trong năm 2022



NGUỒN: VNDIRECT Research, HHBH, Báo cáo công ty

Hình 12: Chi phí hoa hồng & bán hàng được kiểm soát tốt (tính trên % của phí BH gốc)



NGUỒN: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

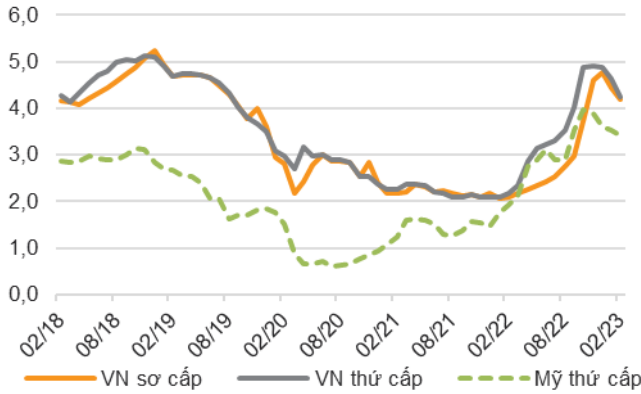
Về khả năng sinh lời, biên LN từ HĐKD BH giảm 80 điểm cơ bản xuống -17,7% trong 2022. Chi phí bồi thường & đáo hạn tăng mạnh 24,2% svck và hơn 400 điểm cơ bản tính theo % phí bảo hiểm, và do đó, là lực cản chính đối với biên LN. Trong khi đó, tỷ lệ dự phòng nghiệp vụ giảm 200 điểm cơ bản svck xuống 64,6%. Một điểm tích cực là các kênh phân phối cốt lõi của BVH vẫn đang được khai thác hiệu quả với việc chi phí hoa hồng và bán hàng trên % phí BH gốc giảm 130 điểm cơ bản svck trong 2022. Nhìn chung, LN thuần của mảng NT đạt 975 tỷ đồng, tăng 11,4% svck và chiếm 61% lợi nhuận của BVH.

Sang 2023, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm lạc quan rằng lợi suất TPCP cao hơn ở thị trường sơ cấp sẽ giúp BVH giảm bớt gánh nặng dự phòng toán học. Lưu ý lãi suất chiết khấu kỹ thuật cho dự phòng toán học được tính dựa trên 80% lãi suất bình quân TPCP có kỳ hạn từ 10 năm trở lên được phát hành trong 24 tháng cho đến ngày báo cáo. Lợi suất TPCP cao hơn dẫn đến lãi suất chiết khấu kỹ thuật cao hơn và dự phòng toán học thấp hơn. Do công thức trung bình 24 tháng, thay đổi lãi suất chiết khấu sẽ có độ trễ so với lợi suất TPCP. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng lãi suất chiết khấu sẽ bắt đầu tăng rõ rệt hơn trong năm nay do lợi suất TP chỉ bắt đầu tăng đột biến trong nửa cuối năm 2022.

Hiện tại lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm trên thị trường sơ cấp vào khoảng 4,20%, giảm 45 điểm cơ bản so với đầu năm nhưng vẫn tăng đáng kể ở mức 210 điểm cơ bản so với đầu năm 2022. Với kỳ vọng FED không nới lỏng chính sách tiền

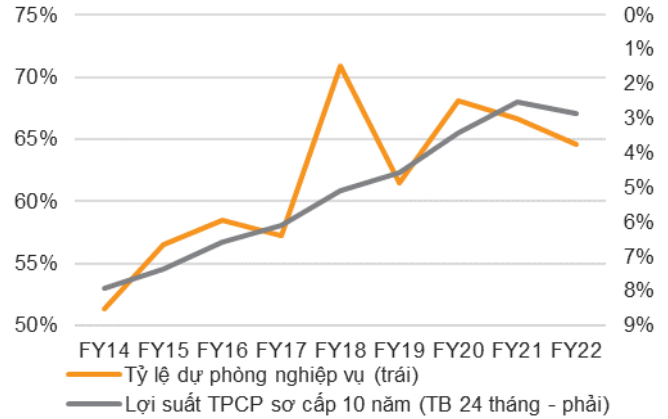
tệ cho đến năm 2024 và NHNN duy trì lãi suất điều hành trong năm nay, chúng tôi kỳ vọng lợi suất TPCP sẽ tiếp tục ở mức nền cao trong 2023. Cụ thể, chúng tôi dự phóng lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm sẽ kết thúc năm ở khoảng 4,0%.

Hình 13: Lợi suất TPCP 10 năm của Việt Nam đã tăng mạnh trong nửa cuối năm 2022 cùng với lợi suất TPCP Mỹ (đơn vị: %)



NGUỒN: VNDIRECT Research, Bloomberg, HNX

Hình 14: Tỷ lệ dự phòng nghiệp vụ của BVH có mối tương quan nghịch với lợi suất TPCP 10 năm trên TT sơ cấp



NGUỒN: VNDIRECT Research, VBMA, Báo cáo công ty

Triển vọng và dự phóng giai đoạn 2023-24 cho mảng nhân thọ

Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng phí BH của ngành trong giai đoạn 2023-24 sẽ ở khoảng 13-15% do thu nhập khả dụng của người tiêu dùng bị ảnh hưởng tiêu cực bởi tình hình kinh tế khó khăn. Tuy nhiên, lãi suất tiền gửi tăng có thể khiến một số sản phẩm như BH liên kết chung hấp dẫn hơn. Đối với BVH, do doanh thu năm 2022 thấp hơn dự kiến, chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng phí trong giai đoạn 2023-24 xuống 8,0%/7,9% từ mức 9,7%/9,4% trước đó.

Đối với các chi phí trực tiếp HĐKD BH, chúng tôi tăng dự phóng chi phí dự phòng toán học và đặc biệt là chi phí bồi thường & chi trả đáo hạn do kết quả Q4/22 cao hơn dự tính. Chúng tôi giảm tỷ lệ chi phí hoa hồng & bán hàng trên phí BH gốc xuống 12,6%/12,9% từ 14,4%/15,4%. Nhìn chung, chúng tôi hiện dự phóng biên lợi nhuận HĐKD của mảng BH NT sẽ giảm từ mức -17,7% trong năm 2022 xuống còn -22,3%/-24,8% trong giai đoạn 2023-24. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng tăng trưởng LN sẽ khả quan trong giai đoạn 2023-24 nhờ lợi suất đầu tư được cải thiện đáng kể.

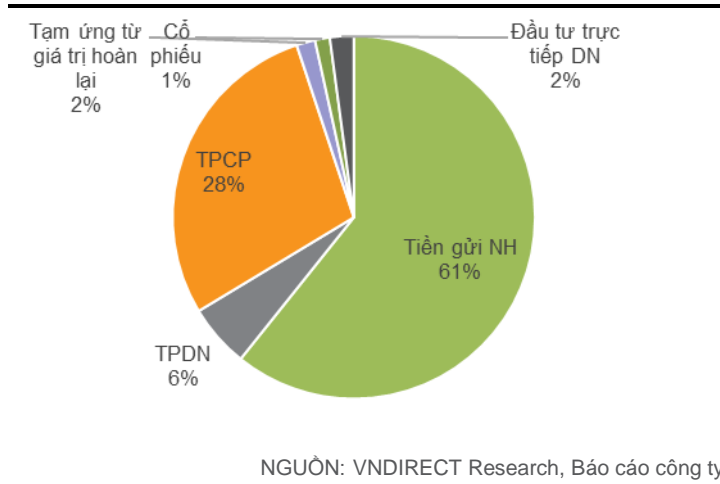
Hiệu quả đầu tư sẽ được cải thiện đáng kể trong năm 2023

Lợi suất đầu tư của BVH giảm ~90 điểm cơ bản svck từ 6,2% trong 2021 xuống 5,3% trong 2022 do những yếu tố sau: 1) lợi suất tiền gửi ngân hàng và trái phiếu giảm, 2) lãi ròng từ kinh doanh chứng khoán giảm (187 tỷ đồng trong năm 2022 so với 474 tỷ đồng trong 2021) và 3) chi phí dự phòng tăng (342 tỷ đồng dự phòng trong 2022 so với 13 tỷ đồng hoàn nhập dự phòng trong năm 2021) do thị trường chứng khoán (TTCK) suy thoái và rủi ro vỡ nợ gia tăng trên thị trường TPDN. Chúng tôi lưu ý rằng lãi suất tiền gửi chỉ tăng mạnh vào Q4/22 và không tác động nhiều đến lợi suất đầu tư của cả năm 2022.

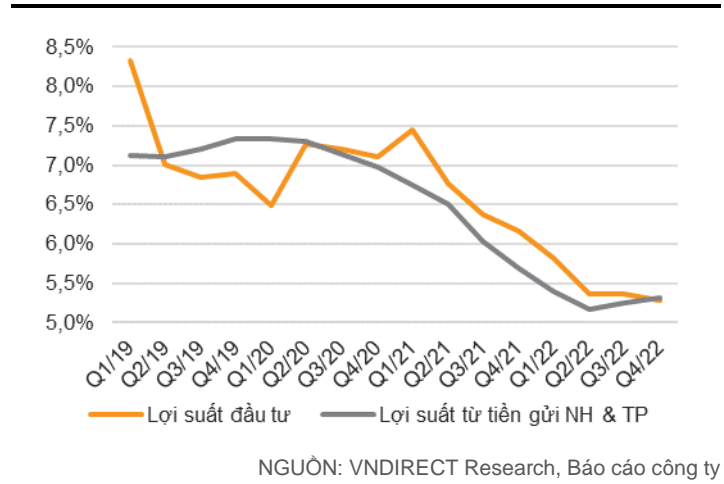
Như chúng tôi đã nhấn mạnh trong báo cáo chiến lược, năm 2023 sẽ là một năm thuận lợi đối với các DN BH bao gồm cả BVH ở khía cạnh đầu tư. Cụ thể, Bảo Việt sẽ được hưởng trọn vẹn một năm đầu tư với lãi suất tiền gửi cao. Lưu ý rằng phần lớn danh mục đầu tư của BVH nằm ở tiền gửi ngân hàng và TPDN có lãi suất thả nổi. Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng quốc doanh và ngân hàng tư nhân phần lớn không thay đổi so với đầu năm nay nhưng đã tăng đáng kể so với đầu năm 2022, lần lượt là +190/+280 điểm cơ bản. Hiện tại, chúng tôi dự báo lãi suất tiền gửi có thể giảm 30 điểm cơ bản trong năm nay do áp lực tỷ giá giảm và nhu cầu cho vay yếu đi, nhưng sẽ vẫn cao hơn nhiều so với năm 2022.

Về mảng cổ phiếu, TTCK dường như đã tìm được nền mới vững chắc hơn và đã thu hút rất mạnh dòng vốn ngoại trong những tháng gần đây. Trong kịch bản cơ sở của VNDIRECT, chúng tôi dự báo chỉ số VN-INDEX sẽ phục hồi về mức 1.300-1.350 trong năm nay. TTCK vững mạnh sẽ BVH giúp cải thiện lãi ròng kinh doanh chứng khoán và hoàn nhập lại chi phí dự phòng trong năm 2022.

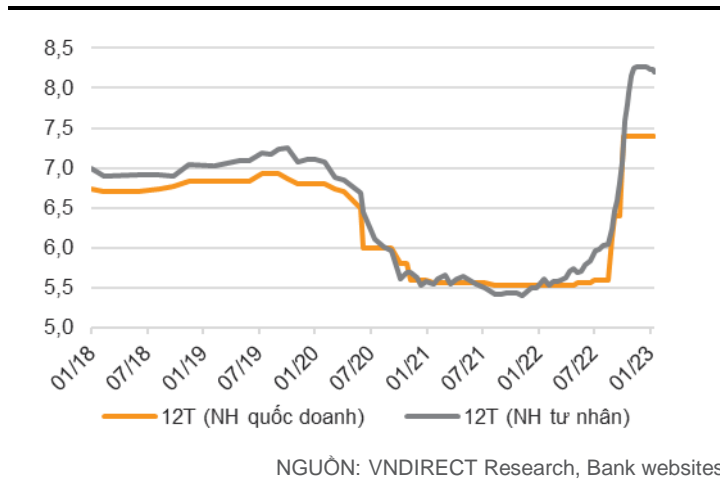
Hình 15: Tiền gửi ngân hàng và trái phiếu chiếm khoảng 95% danh mục đầu tư của BVH (dữ liệu cuối năm 2022)



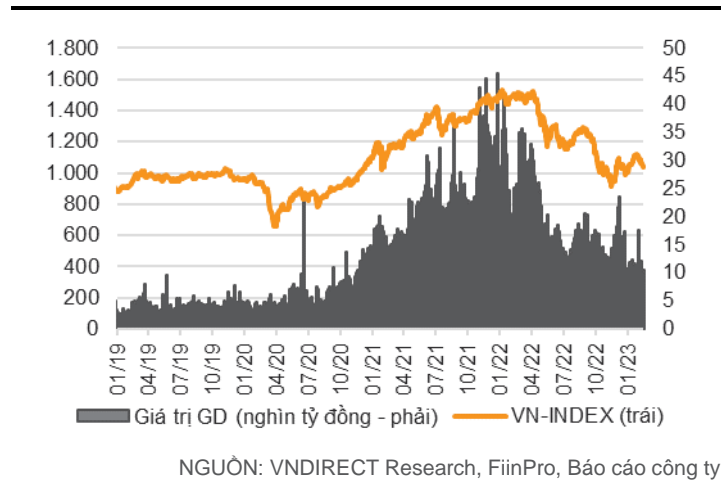
Hình 16: Lợi suất đầu tư của BVH đã giảm mạnh trong năm 2022 do lợi suất tiền gửi ngân hàng & trái phiếu giảm cũng như TTCK gặp nhiều khó khăn



Hình 17: Lãi suất huy động tiền gửi đã tăng mạnh cuối năm 2022 sau khi NHNN tăng lãi suất điều hành 200 điểm cơ bản (đơn vị: %)



Hình 18: VN-INDEX giảm mạnh hơn 30% trong năm 2022 nhưng đã khởi đầu năm 2023 tốt với nhịp tăng mạnh trong tháng 1



Thay đổi dự phóng giai đoạn 2023-24

Về hoạt động BH, chúng tôi điều chỉnh dự phóng lỗ từ HĐKD trong giai đoạn 2023-24 tăng 8,5%/5,5% lên (8.621 tỷ đồng)/(10.309 tỷ đồng), chủ yếu là do giả định lỗ cao hơn ở mảng NT, bù đắp một phần bởi giả định lỗ thấp hơn ở mảng PNT.

Về hoạt động đầu tư, chúng tôi tăng dự phóng số dư đầu tư cuối năm trong giai đoạn 2023-24 khoảng 3% do kết quả cao hơn dự kiến vào cuối Q4/22. Chúng tôi hạ dự phóng lợi suất đầu tư một chút, khoảng 10-20 điểm cơ bản. Do đó, dự phóng LN từ hoạt động tài chính của chúng tôi cho giai đoạn 2023-24 gần như không thay đổi lần lượt ở mức 11,4 nghìn tỷ đồng/13,8 nghìn tỷ đồng.

Nhìn chung, chúng tôi giảm dự phóng LN ròng 2023-24 lần lượt 18,1%/19,4% từ 2.728 tỷ đồng/3.476 tỷ đồng trước đó xuống 2.235 tỷ đồng/2.801 tỷ đồng, chủ yếu do giả định lỗ HĐKD BH cao hơn ở mảng BH NT. Tuy nhiên, dự phóng mới của chúng tôi tiếp tục cho thấy BVH sẽ tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong giai đoạn 2023-24, lần lượt ở mức 46,0%/25,3%.

Hình 19: Thay đổi dự phóng giai đoạn 2023-24 (tỷ đồng)

BVH (tỷ đồng)	Dự báo cũ		Dự báo mới		Thay đổi		Nhận xét
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	
Hợp nhất							
Phí BH gốc	47.305	51.450	46.061	49.537	-2,6%	-3,7%	Chủ yếu do giảm tăng trưởng phí ở mảng nhân thọ
Phí BH thuần	43.777	47.763	42.839	46.107	-2,1%	-3,5%	
Chi phí trực tiếp HDKD BH	40.659	44.942	47.148	51.753	16,0%	15,2%	Chủ yếu do dự phóng thận trọng hơn ở mảng nhân thọ
Chi phí quản lý doanh nghiệp	4.604	5.109	4.392	4.744	-4,6%	-7,2%	Giảm dự phóng do BVH đã quản lý chi phí tốt hơn dự kiến ở trong năm 2022
Lợi nhuận từ HDKD BH	(7.945)	(9.768)	(8.621)	(10.309)	8,5%	5,5%	
Lợi nhuận HĐ tài chính	11.284	14.087	11.363	13.810	0,7%	-2,0%	
Lợi nhuận sau thuế của chủ sở hữu tập đoàn	2.728	3.476	2.235	2.801	-18,1%	-19,4%	
Khoản đầu tư tài chính	201.890	229.665	208.081	235.311	3,1%	2,5%	Tăng dự phóng do kết quả năm 2022 cao hơn dự kiến
Lợi suất đầu tư tài chính	6,5%	7,0%	6,4%	6,8%	-0,1đ%	-0,2đ%	
Nhân thọ							
Phí BH gốc	36.863	40.315	35.855	38.684	-2,7%	-4,0%	Giảm dự phóng do tăng trưởng doanh thu năm 2022 thấp hơn dự kiến
Tăng dự phòng nghiệp vụ	23.588	25.991	23.527	25.692	-0,3%	-1,2%	
Tỷ lệ dự phòng nghiệp vụ	64,0%	64,5%	65,6%	66,4%	1,6đ%	1,9đ%	Chúng tôi dự báo thận trọng hơn do chi phí năm 2023 đã cao hơn dự kiến
Chi phí bồi thường và chi trả đáo hạn	12.396	13.961	13.055	14.667	5,3%	5,1%	
Phi nhân thọ							
Phí BH gốc	10.441	11.136	10.207	10.853	-2,2%	-2,5%	
Phí BH thuần	6.930	7.464	7.000	7.439	1,0%	-0,3%	
Tỷ lệ giữ lại	66%	67%	69%	69%	2,2đ%	1,5đ%	
Tỷ lệ bồi thường	55,2%	55,0%	55,1%	55,0%	-0,1đ%	0,1đ%	
Tỷ lệ chi phí	49,5%	49,2%	47,7%	47,5%	-1,8đ%	-1,7đ%	Giảm dự phóng để phản ánh việc chi phí quản lý doanh nghiệp thấp hơn dự kiến trong năm 2022
Tỷ lệ kết hợp	104,7%	104,2%	102,8%	102,5%	-1,9đ%	-1,7đ%	

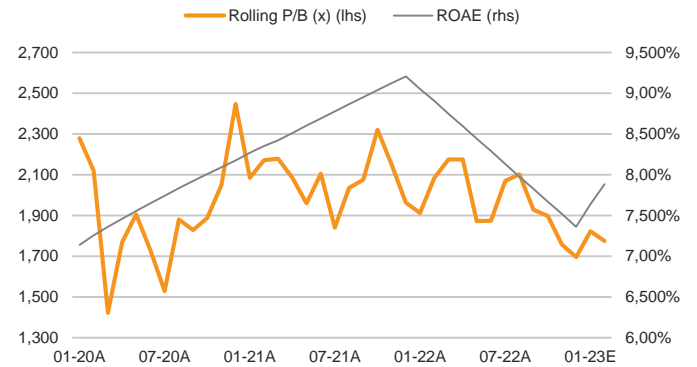
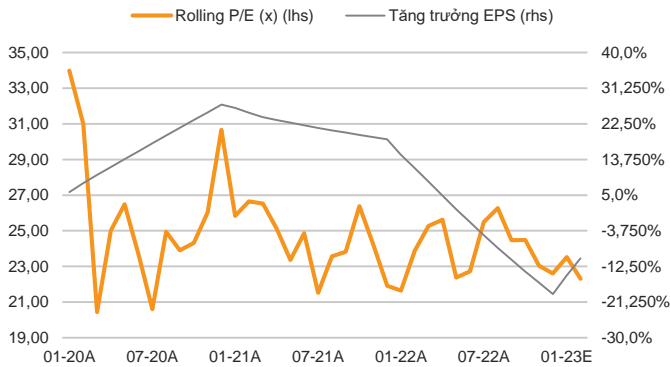
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 20: Các chỉ tiêu tài chính quan trọng

Chỉ số tài chính (tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	Tăng trưởng 2024 kép 5 năm	
Hợp nhất							
Phí bảo hiểm	35.815	38.205	39.997	42.740	46.061	49.537	6,7%
svck	16,0%	6,7%	4,7%	6,9%	7,8%	7,5%	
Phí bảo hiểm thuần	32.730	33.444	35.892	39.984	42.839	46.107	7,1%
svck	15,5%	2,2%	7,3%	11,4%	7,1%	7,6%	
Khoản đầu tư tài chính	108.761	125.592	149.391	184.026	208.081	235.311	16,7%
svck	12,8%	15,5%	18,9%	23,2%	13,1%	13,1%	
Lợi suất đầu tư tài chính	6,9%	7,1%	6,2%	5,3%	6,5%	6,9%	
svck	-328bps	22bps	-95bps	-88bps	124bps	38bps	
Lợi nhuận hoạt động tài chính	5.687	7.654	7.852	8.081	11.363	13.810	19,4%
svck	-22,5%	34,6%	2,6%	2,9%	40,6%	21,5%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	3.517	3.757	3.998	3.993	4.392	4.744	35,2%
svck	1,8%	6,8%	6,4%	-0,1%	10,0%	8,0%	
Lợi nhuận sau thuế của chủ sở hữu tập đoàn	1.188	1.598	1.897	1.530	2.235	2.801	18,7%
svck	5,6%	34,4%	18,7%	-19,3%	46,0%	25,3%	
ROE	7,3%	8,1%	9,0%	7,1%	10,4%	12,0%	
svck	-38bps	78bps	97bps	-194bps	334bps	159bps	
Nhân thọ:							
Phí bảo hiểm gốc	25.452	28.038	30.558	33.202	35.855	38.684	8,7%
svck	18,3%	10,2%	9,0%	8,7%	8,0%	7,9%	
Tăng dự phòng nghiệp vụ	15.642	19.096	20.354	21.441	23.527	25.692	10,4%
svck	2,7%	22,1%	6,6%	5,3%	9,7%	9,2%	
Tỷ lệ dự phòng nghiệp vụ	61,5%	68,1%	66,6%	64,6%	65,6%	66,4%	
svck	-934bps	665bps	-150bps	-203bps	104bps	80bps	
Chi phí bồi thường và chi trả đáo hạn thuần	7.457	7.490	8.832	10.968	13.055	14.667	14,5%
svck	24,2%	0,4%	17,9%	24,2%	19,0%	12,3%	
Tỷ lệ chi bồi thường và chi trả đáo hạn thuần	29,3%	26,7%	28,9%	33,0%	36,4%	37,9%	
svck	138bps	-258bps	219bps	413bps	338bps	150bps	
Tỷ lệ chi phí hoa hồng & bán hàng	13,8%	15,3%	13,6%	12,3%	12,6%	12,9%	
svck	-214bps	148bps	-172bps	-127bps	28bps	25bps	
Phi nhân thọ:							
Phí bảo hiểm gốc	10.297	9.689	8.946	9.760	10.207	10.853	1,1%
svck	4,5%	-5,9%	-7,7%	9,1%	4,6%	6,3%	
Phí bảo hiểm thuần	7.316	5.444	5.364	6.817	7.000	7.439	0,3%
svck	6,7%	-25,6%	-1,5%	27,1%	2,7%	6,3%	
Tỷ lệ bồi thường	60,9%	58,2%	42,8%	54,7%	55,1%	55,0%	
svck	-26bps	-275bps	-1544bps	1192bps	39bps	-5bps	
Tỷ lệ chi phí	44,1%	48,7%	61,2%	47,0%	47,7%	47,5%	
svck	-172bps	465bps	1252bps	-1427bps	78bps	-24bps	
Tỷ lệ kết hợp	105,0%	106,9%	104,0%	101,6%	102,8%	102,5%	
svck	-198bps	191bps	-292bps	-234bps	117bps	-30bps	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty. Ghi chú: bps = điểm cơ bản

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu phí bảo hiểm thuần	40.699	43.544	46.858
Hoa hồng TBH và khác	0	0	0
Doanh thu thuần HKĐK BH	40.699	43.544	46.858
Doanh thu hoạt động tài chính	8.081	11.363	13.810
Thu nhập ròng khác	15	80	80
Tổng lợi nhuận hoạt động	48.794	54.987	60.748
Chi bồi thường BH gốc và chi trả đáo hạn	(14.577)	(16.840)	(18.686)
Tăng(giảm) dự phòng dao động lớn	(3.993)	(4.392)	(4.744)
Các chi phí hoạt động khác	(6.789)	(7.416)	(8.052)
Tổng chi phí HKĐK BH	(25.359)	(28.648)	(31.482)
Chi phí hoạt động tài chính			
Lãi (lỗ) trong công ty liên doanh, liên kết			
Chi phí quản lý DN	(21.541)	(23.597)	(25.766)
Tổng chi phí HĐ	(46.900)	(52.246)	(57.248)
EBITDA thuần	1.895	2.742	3.500
Lợi nhuận khác	94	96	96
LN trước thuế	1.988	2.838	3.596
Thuế	(385)	(483)	(615)
Lợi nhuận sau thuế	1.604	2.355	2.981
Lợi ích cổ đông thiểu số	(73)	(120)	(180)
LN ròng	1.530	2.235	2.801
Thu nhập trên vốn	1.530	2.235	2.801
Cổ tức phổ thông	(631)	(1.113)	(1.485)
LN giữ lại	899	1.122	1.316

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền mặt tại NH	2.206	4.051	4.459
Đầu tư ngắn hạn	99.782	112.826	127.590
Tổng tài sản ngắn hạn	101.989	116.876	132.049
Tổng đầu tư	84.244	95.256	107.721
Tài sản cố định	1.416	1.337	1.259
Tài sản vô hình	904	904	904
Tổng tài sản khác	13.058	13.876	14.922
Tổng tài sản	201.610	228.250	256.855
Vay & nợ ngắn hạn	26.675	27.193	27.193
Nợ khách hàng	19	18	20
Phải trả người bán	2.489	2.338	2.517
Thuế phải trả	162	153	164
Phải trả người lao động	1.458	1.370	1.475
Phải trả ngắn hạn khác	1.755	1.649	1.775
Tổng nợ ngắn hạn	32.558	32.721	33.143
Vay & nợ dài hạn	91	250	250
Các khoản phải trả khác	147.670	172.264	198.579
Tổng Nợ dài hạn	147.761	172.514	198.829
Vốn chủ sở hữu	20.398	22.002	23.690
Lợi ích cổ đông thiểu số	893	1.013	1.193
Tổng vốn chủ sở hữu	21.291	23.015	24.882
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	201.610	228.250	256.855

	12-22A	12-23E	12-24E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT phí	10,5%	7,0%	7,6%
Tăng trưởng đầu tư ròng	2,9%	40,6%	21,5%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	(16,3%)	42,7%	26,7%
Tăng trưởng LN ròng	(19,3%)	46,0%	25,3%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	2.062	3.011	3.773
BVPS (VND)	27.479	29.640	31.913
Cổ tức / cp (VND)	850	1.500	2.000

Các chỉ số chính

	12-22A	12-23E	12-24E
Chỉ số tái bảo hiểm	6,4%	7,0%	6,9%
Chỉ số giữ lại	95,2%	94,5%	94,6%
Chỉ số bồi thường	35,8%	38,7%	39,9%
Chỉ số chi phí	26,5%	27,1%	27,3%
Chỉ số kết hợp	62,3%	65,8%	67,2%
Chỉ số lợi nhuận			
ROAA	0,8%	1,0%	1,2%
ROAE	7,4%	10,5%	12,3%
Tỷ lệ trả cổ tức	41,2%	49,8%	53,0%

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>