

## TỔNG CTCP TÁI BẢO HIỂM QUỐC GIA VIỆT NAM (VNR)

**Giá thị trường**  
VND20.800

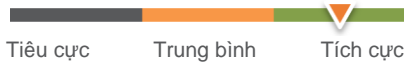
**Giá mục tiêu**  
VND25.500

**Tỷ suất cổ tức**  
5,8%

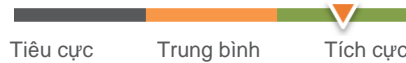
**Khuyến nghị**  
MUA

**Ngành**  
Bảo hiểm

### Triển vọng ngắn hạn



### Triển vọng dài hạn



### Định giá

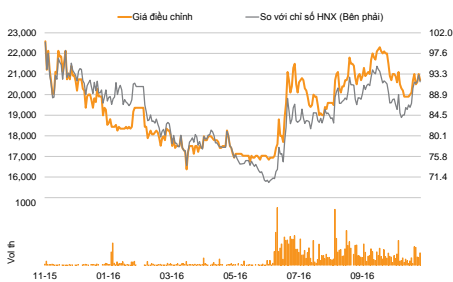


Ngày 21/11/2016

Trần Khánh Hiền

hien.trankhanh@vndirect.com.vn

### Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	22.589
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16.370
KLGDBQ (3thg)	182.508
Thị giá vốn (tỷ VND)	2.700
SL CP đang lưu hành (tr)	131
Free float (%)	18,3%
Beta	0,63

### Cổ đông lớn

Tên cổ đông	% sở hữu
SCIC	40,36
Swiss Re.	25,00
Bảo Việt	9,18
Franklin Templeton	8,94
Bảo Minh	6,43
BIC	0,82

**Là một DNBH có tình hình kinh doanh ổn định và vị thế vững mạnh trên thị trường bảo hiểm, chúng tôi cho rằng VNR đang được giao dịch dưới giá trị hợp lý. Chúng tôi kỳ vọng việc SCIC thoái vốn sẽ là động lực giúp tăng giá cổ phiếu trong thời gian tới.**

**Hưởng lợi từ sự phát triển của BH phi nhân thọ:** thị trường BH phi nhân thọ Việt Nam dự báo sẽ đạt tốc độ tăng trưởng trung bình 15% trong 3 năm tới. VNR cũng được hưởng những lợi thế nhất định vì tái BH là một ngành kinh doanh có điều kiện và hiện chỉ có 2 DN trong nước đang hoạt động.

**Nằm trong danh sách các DN mà SCIC có kế hoạch thoái vốn hoàn toàn trong năm 2017:** vốn điều lệ thấp, áp lực trả cổ tức bằng tiền mặt cao nên quy mô tài chính của VNR vẫn còn ở mức thấp so với chuẩn quốc tế. Chúng tôi cho rằng động thái thoái vốn của SCIC sẽ mở đường cho việc tăng vốn, giảm tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt qua đó nâng cao tỷ lệ giữ lại và tăng LN từ hoạt động kinh doanh BH.

**Hoạt động đầu tư khá hiệu quả và danh mục đầu tư hấp dẫn:** tuy cùng chịu ảnh hưởng lớn từ việc suy giảm lãi suất tiền gửi, song hoạt động đầu tư của VNR đang hiệu quả hơn các DN cùng ngành. Ngoài ra, danh mục mà VNR đang nắm giữ có nhiều khoản đầu tư có giá trị ghi sổ thấp hơn so với giá thị trường, và sẽ phản ánh vào lợi nhuận khi công ty thoái vốn (*tham khảo thông tin tại trang 8*).

**Dự báo KQKD 2016 & 2017:** Chúng tôi cho rằng lãi suất kỳ hạn dài sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp như hiện nay cho đến năm 2017. Vì vậy, năm 2016 được xem là năm khá khó khăn đối với VNR. Tình hình sẽ cải thiện hơn vào năm 2017 khi các biện pháp chuyển đổi danh mục bắt đầu có hiệu quả. Dự báo DT thuần HĐKDBH của VNR đạt 1.057 tỷ đồng (tăng 6,6%) năm 2016 và 1.146 tỷ đồng (tăng 8,4%) năm 2017. LNST lần lượt đạt 241 tỷ đồng (giảm 0,2%) và 246 tỷ đồng (tăng 2,2%). EPS 2016 và 2017 ước đạt 1.823 đồng (giảm 2,7%) và 1.863 đồng (tăng 2,2%).

**Định giá thấp:** Với các chỉ số ROE và ROA cao hơn so với trung bình các công ty tái BH trong khu vực, VNR đang hoạt động hiệu quả hơn song cổ phiếu lại đang được giao dịch với định giá P/B rẻ hơn. Dựa trên giá trị sổ sách được đánh giá lại và P/B mục tiêu ở mức 1,15 lần, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VNR với giá mục tiêu dài hạn trong 1 năm là **25.500 đồng/cp**.

Tổng quan tài chính (VND)	12-14A	12-15A	12-16E	12-17E
Doanh thu phí bảo hiểm thuần (tỷ)	538	587	619	675
EBITDA thuần (tỷ)	399	282	276	285
LN ròng (tỷ)	334	240	239	244
Tăng trưởng LN ròng	12.9%	(28.3%)	(0.2%)	2.2%
LN trên cổ phiếu	2,550	1,828	1,823	1,863
Giá trị sổ sách/cp	26,570	20,242	23,277	26,352
ROAE	25.0%	9.0%	8.4%	7.5%

Nguồn: VNDIRECT

**THỊ TRƯỜNG TÁI BẢO HIỂM VIỆT NAM**

Tái BH là nghiệp vụ mà các công ty BH gốc chuyển giao một phần trách nhiệm cho công ty BH khác trên cơ sở chia sẻ một phần giá trị hợp đồng gốc. Theo qui định của TT86, các công ty BH thường có 2 lựa chọn hoặc tăng vốn để tăng cường hạn mức trách nhiệm giữ lại hoặc tái phần lớn giá trị hợp đồng BH cho các công tái BH trong nước hoặc nước ngoài.

Tái BH giúp các công ty BH gốc có thể ký kết các hợp đồng BH có giá trị lớn hơn rất nhiều so với năng lực của mình, mà vẫn bảo mật được thông tin khách hàng trước các đối thủ cạnh tranh.

**Tương quan với sự phát triển của mảng BH phi nhân thọ**

Thị trường tái BH có sự tương quan chặt chẽ với sự phát triển của mảng phi nhân thọ do tính chất đặc thù thiên về rủi ro nhiều hơn. Các nghiệp vụ có tái BH tại Việt Nam chủ yếu là những sản phẩm có giá trị hợp đồng lớn mà việc bồi thường tổn thất vượt quá khả năng của nhà BH gốc, như: BH tài sản kỹ thuật, BH cháy nổ, BH thân tàu, BH hàng không.

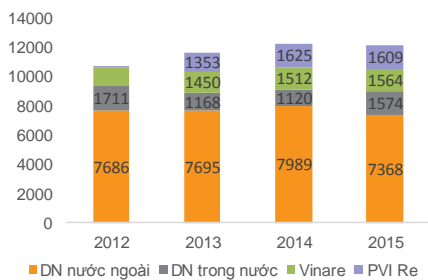
Thị trường tái BH Việt Nam tăng 5% mỗi năm trong giai đoạn 2011 - 2015 nhờ vào sự tăng trưởng mạnh mẽ của BH phi nhân thọ. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng có chậm hơn vì những năm gần đây, BH phi nhân thọ tăng mạnh nhờ các dịch vụ không tái như BH con người, sức khỏe và phương tiện cơ giới.

**Thị trường cạnh tranh hơn sau khi gia nhập WTO**

Giai đoạn trước năm 2008, nhằm hỗ trợ Vinare mới thành lập, Bộ Tài chính đã đưa ra quy chế về tỷ lệ tái BH bắt buộc. Theo đó, các DNBH trong nước phải chuyển tái bảo hiểm theo tỷ lệ tối thiểu 20% các nghiệp vụ có tái trước khi chuyển ra nước ngoài. Tuy nhiên, 1 năm sau khi Việt Nam gia nhập WTO, qui định này đã được dỡ bỏ theo đúng cam kết mở cửa thị trường BH. Có nghĩa là các công ty BH trong nước có thể tự do nhận/tái BH ra thị trường nước ngoài. Tuy nhiên các công ty tái BH nước ngoài thường có mức định phí cao hơn, tỷ lệ chia hoa hồng thấp hơn và thắt chặt các điều khoản hợp đồng hơn so với các công ty trong nước.

Năm 2012, thị trường càng trở nên sôi động hơn khi có sự tham gia của công ty PVI Re, với qui mô vốn điều lệ là 668 tỷ đồng và doanh thu năm 2015 đạt 670 tỷ đồng. Tuy nhiên qui mô vốn và doanh thu của cả VNR và PVI Re hiện nay đều khá nhỏ so với các công ty tái BH khác trong khu vực.

Qui mô thị trường tái BH Việt Nam (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT

**Qui mô các công ty tái BH trong khu vực**

Công ty	Quốc gia	DT phí thuần (triệu USD)	Hệ số kết hợp	Tỷ lệ bồi thường
PT Maskapal Reinsurance	Indonesia	78	95.8%	64.1%
Malaysia Reinsurance	Malaysia	354	93.5%	61.3%
PT Reinsuransi International	Indonesia	278	97.7%	80.7%
Central Reinsurance	Thailand	430	101.4%	68.8%
Singapore Reinsurance	Singapore	91	103.0%	61.5%
PT Tugu Reasuransi	Indonesia	109	94.8%	54.3%
Vinare	Vietnam	50	96.0%	59.7%
PVI Re	Vietnam	34	N/A	N/A
<b>Trung bình</b>			<b>97%</b>	<b>64%</b>

Nguồn: VNDIRECT

Do qui mô nhỏ nên tỷ lệ tái BH trong nước của Việt Nam khá thấp, hơn một nửa dòng vốn bảo hiểm chạy ra các công ty tái BH nước ngoài.

### Triển vọng thị trường tái BH

Thị trường BH phi nhân thọ Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục tốc độ tăng trưởng trung bình 15% trong 3 năm tới, nhờ vào sự phục hồi của chu kỳ kinh tế cũng như sự hoàn thiện dần của khung pháp lý ngành BH. Tỷ lệ thâm nhập BH phi nhân thọ của Việt Nam (bằng tỷ lệ tổng doanh thu phí BH trên tổng GDP) chỉ khoảng 0,83%, cách khá xa so với trung bình 2,7% của các nước ASEAN (Nguồn: Swiss Re, Sigma 3/2016). Vì vậy dư địa tăng trưởng vẫn còn rất lớn đi kèm với nhiều sản phẩm tiềm năng chưa được khai thác.

### Nghị định 73/2016 và những cơ hội cho mảng tái BH trong nước.

Nhằm thắt chặt hơn dòng vốn tái/nhượng tái BH chạy ra nước ngoài, Bộ Tài chính đã ban hành NĐ 73/2016 (ngày 1/7/2016) và Thông tư hướng dẫn, trong đó có 3 điều khoản có ảnh hưởng tích cực đối với các DN tái BH Việt Nam:

- Tăng hạn mức giữ lại từ 5% trước đây lên 10%: *“mức trách nhiệm giữ lại tối đa trên mỗi rủi ro hoặc trên mỗi tổn thất riêng lẻ không quá 10% vốn chủ sở hữu”.*
- Hạn chế tỷ lệ nhượng tái ra nước ngoài: *“Trường hợp doanh nghiệp bảo hiểm, chi nhánh nước ngoài nhượng tái bảo hiểm theo chỉ định của người được bảo hiểm, tỷ lệ tái bảo hiểm chỉ định tối đa là 90% mức trách nhiệm bảo hiểm.”*
- Thắt chặt các qui định tối thiểu cho các công ty tái BH nước ngoài: *“Doanh nghiệp đứng đầu nhận tái bảo hiểm và doanh nghiệp nhận tái bảo hiểm từ 10% tổng mức trách nhiệm của mỗi hợp đồng tái bảo hiểm phải được xếp hạng tối thiểu “BBB” theo Standard & Poor’s hoặc Fitch, “B++” theo A.M.Best, “Baal” theo Moody’s hoặc các kết quả xếp hạng tương đương”*

### LỊCH SỬ HÌNH THÀNH & VỊ THẾ CỦA VINARE

TCT CP Tái Bảo hiểm Quốc gia Việt Nam (VNR) được thành lập từ năm 1994, thực hiện cổ phần hóa vào tháng 11/2004 và chính thức niêm yết trên sàn HNX từ ngày 13/3/2006. Tháng 1/2008, VNR đã lựa chọn đối tác chiến lược là Tập đoàn tái BH Swiss Re – một trong những tập đoàn tái BH số 1 thế giới. Swiss Re đã mua 25% cổ phần sở hữu VNR với tổng giá trị 1.260 tỷ đồng, tương ứng với 75.000 đồng/cổ phiếu, gấp 2,7 lần giá trị sổ sách của VNR tại thời điểm đó.

Ngoài Swiss Re, SCIC đang sở hữu 40,3% vốn cổ phần, có ảnh hưởng rất lớn đối với hoạt động của VNR thông qua việc bổ nhiệm nhân sự lãnh đạo và quyết định các chiến lược đầu tư. Ngoài ra, nhiều công ty BH khác cũng tham gia góp vốn vào VNR như Bảo Việt, Bảo Minh, BH BIC,...

Như đã nói ở trên, trước năm 2008, VNR có lợi thế to lớn nhờ qui định về tỷ lệ tái BH bắt buộc, qua đó công ty nắm khoảng 27% thị phần tái BH vào thời điểm đó. Tuy nhiên sau khi qui định này được dỡ bỏ, các cổ đông sáng lập khác như Bảo Minh, Bảo Việt và BIC tiếp tục duy trì cam kết tái bảo hiểm cho VNR với tỷ lệ tối thiểu 20%

SCIC đang lên kế hoạch sẽ thoái vốn khỏi VNR trong giai đoạn 2016 – 2017.

Theo chủ trương hạn chế sở hữu chéo trong ngành BH, hoạt động thoái vốn của các DNBH dự báo sẽ sôi nổi hơn trong năm sau. Tuy nhiên, theo nhận định của chúng tôi, VNR sẽ đàm phán để giữ lại phần vốn góp tại đa số các DNBH. Ngược lại, các cổ đông như Bảo Việt, Bảo Minh, BIC,... nhiều khả năng sẽ bán bớt phần vốn tại VNR trong năm 2017.

*A.M.Best là tổ chức xếp hạng tín nhiệm chuyên đánh giá các công ty BH, có tầm ảnh hưởng tương tự như Moody trong lĩnh vực ngân hàng.*

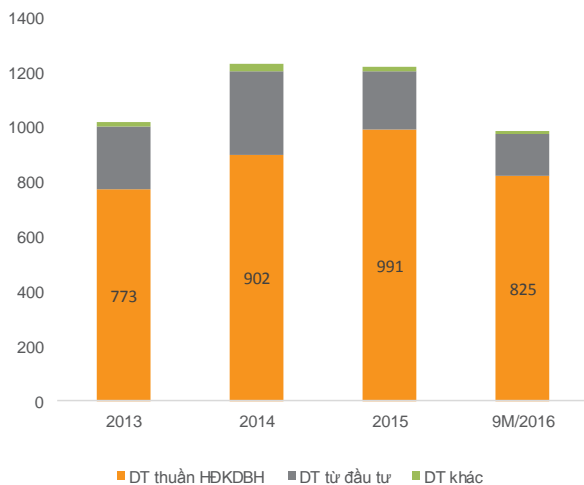
trước khi chuyển nhượng ra nước ngoài. Thị phần của VNR hiện nay rơi vào khoảng 14-15%.

VNR cũng là một trong số ít công ty BH tại VN nộp hồ sơ đăng ký xếp hạng của A.M.Best (các công ty còn lại là Samsung Vina, BIC và PVI Re). Trong báo cáo tháng 8/2015, A.M.Best đã nâng đánh giá năng lực tín dụng (ICR) của VNR từ mức “ổn định (stable)” sang mức “tích cực (positive)” và tiếp tục khẳng định năng lực tài chính (FSR) ở mức B++ (Tốt). Đánh giá này cao hơn một bậc so với PVI Re với ICR “ổn định” và FSR “B+”.

**HOẠT ĐỘNG KINH DOANH**

Cấu trúc hoạt động của VNR khá đơn giản với công ty mẹ và công ty con là Vinare Invest có vốn điều lệ 100 tỷ đồng. Ngoài ra VNR đang sở hữu 25% cổ phần tại công ty BH Samsung Vina (Tập đoàn Samsung Hàn Quốc nắm giữ 75% còn lại). Hoạt động kinh doanh của VNR bao gồm 2 mảng chính: nhận và nhượng tái BH trong và ngoài nước; đầu tư tài chính theo các qui định của Luật Bảo hiểm.

Cơ cấu tổng DT hoạt động (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT

Cơ cấu lợi nhuận (tỷ đồng)



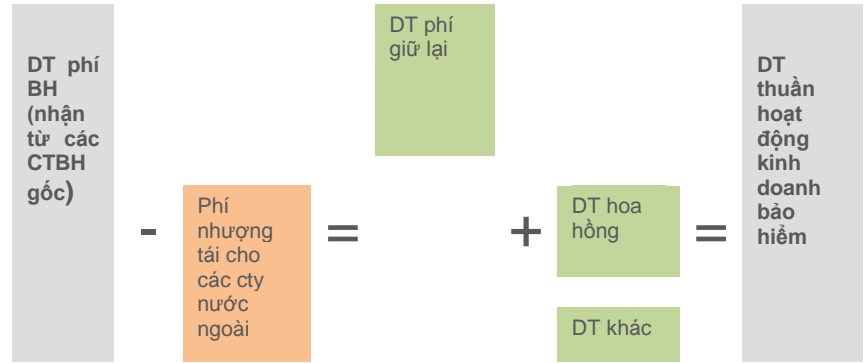
Nguồn: VNDIRECT

Nhìn chung cơ cấu DT khá ổn định với tỷ lệ khoảng 80% đến từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm (HĐKDBH) và 20% còn lại đến từ hoạt động đầu tư. Ngược lại, cơ cấu lợi nhuận có sự biến động đáng kể theo từng năm với vai trò khá lớn của hoạt động đầu tư. Năm 2014, lợi nhuận đầu tư chiếm tỷ trọng đáng kể do công ty ghi nhận lợi nhuận khi bán bớt 25% vốn cổ phần tại BH Samsung Vina. Lợi nhuận khác bao gồm chủ yếu là lợi nhuận được chia từ công ty liên kết Samsung Vina và phần này giảm dần kể từ sau năm 2014.

**Hoạt động kinh doanh tái bảo hiểm**

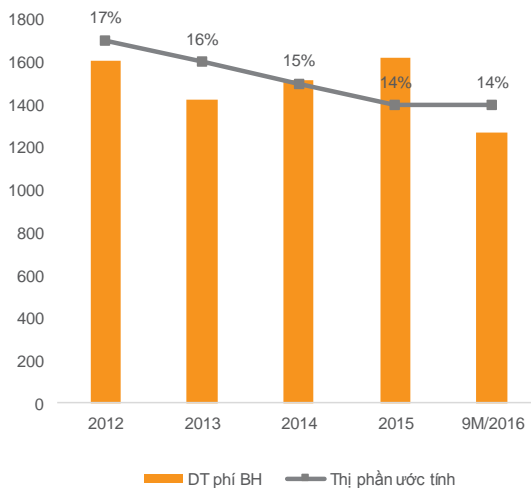
**Doanh thu tăng ổn định nhờ vào sự phát triển của mảng phi nhân thọ**

Sau khi nhận phí tái BH từ các công ty BH gốc trong nước, VNR sẽ nhượng lại một phần phí cho các công ty tái BH nước ngoài (nhượng tái BH) và nhận về doanh thu hoa hồng. Hoạt động tái/nhượng tái của VNR được miêu tả trong mô hình dưới đây:



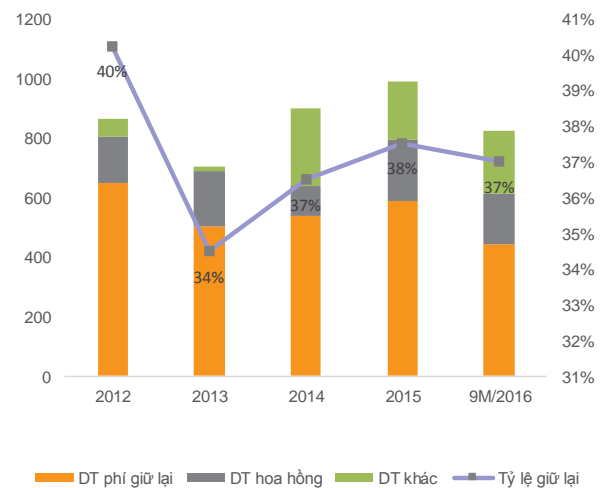
DT phí BH của VNR phụ thuộc phần lớn vào hoạt động của các công ty BH gốc và tăng trưởng khoảng 6% mỗi năm trong giai đoạn 2013 – 2016. Mức tăng này thấp hơn khá nhiều so với tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ khoảng 18% của lĩnh vực BH phi nhân thọ. Nguyên nhân là do những năm gần đây, thị trường chủ yếu tập trung phát triển mạnh các nghiệp vụ không tái như: BH sức khỏe, con người và BH xe cơ giới. Trong 9 tháng đầu năm 2016, VNR cũng chỉ ghi nhận tăng trưởng 2,3% DT phí.

DT phí BH (tỷ đồng) & thị phần



Nguồn: VNDIRECT

Cơ cấu DT H&KDBH (tỷ đồng) & Tỷ lệ giữ lại



Nguồn: VNDIRECT

**Do qui mô vốn còn hạn chế, tỷ lệ giữ lại khá thấp so với các công ty trong khu vực**

Cơ cấu DT thuần của VNR bao gồm phần DT giữ lại và DT hoa hồng nhận từ các công ty tái BH nước ngoài. Khi đánh giá một công ty tái BH thì tỷ lệ giữ lại (bằng DT giữ lại/DT phí nhận tái) cũng đáng được quan tâm. Tỷ lệ phí giữ lại càng cao thể hiện năng lực tài chính và khả năng quản lý rủi ro của doanh nghiệp BH càng lớn. Tỷ lệ phí giữ lại của VNR có sự sụt giảm mạnh từ 40% năm 2012 xuống còn 35% vào năm 2013. Nguyên nhân là do năm 2013, khi ngành vận tải tàu biển có nhiều vụ tổn thất xảy ra về cả hàng hóa lẫn thân tàu, VNR đã chủ động tăng cường đẩy mạnh nhượng tái ra nước ngoài.

Tỷ lệ giữ lại của VNR hiện nay giữ mức 37-38%, cao hơn so với mức 28% của PVI Re. Tỷ lệ giữ lại càng cao thì khả năng cải thiện lợi nhuận hoạt động BH cốt lõi càng lớn. Tuy nhiên so với các công ty

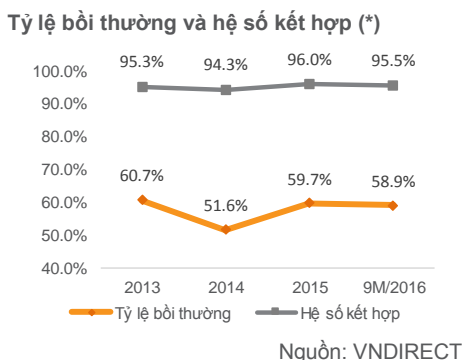
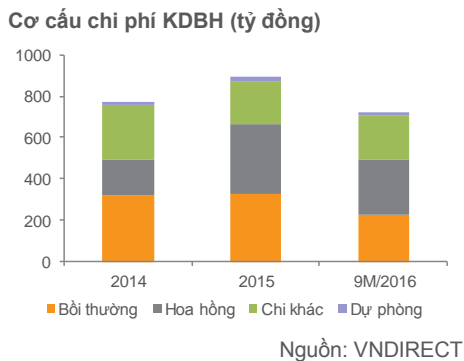
tái BH trong khu vực thì tỷ lệ còn rất thấp, như ở Philippines là 49%, Thái Lan 55%, trong khi Nhật Bản có tỷ lệ giữ lại cao nhất xấp xỉ 91%. (Nguồn: A.M.Best tháng 10/2016). Chúng tôi cho rằng về lâu dài, VNR sẽ tăng tỷ lệ giữ lại bằng cách tăng vốn điều lệ hoặc hạn chế việc chia cổ tức bằng tiền mặt.

**Doanh thu từ hoa hồng tăng do mảng nhượng tái được đẩy mạnh**

Có thể nhận thấy từ năm 2013 đến nay, trong khi DT phí giữ lại có mức tăng chậm thì DT hoa hồng lại tăng mạnh hơn do hoạt động nhượng tái được tăng cường. Năm 2014, DT hoa hồng nhượng tái có sự thay đổi đáng kể do sự thay đổi trong cách hạch toán theo Thông tư 232 của Bộ Tài chính. Theo đó DT hoa hồng nhượng tái phải được ghi nhận tương ứng với thời gian ghi nhận phí nhượng tái, thay vì ghi nhận theo thời gian của hợp đồng BH như trước đây. Năm 2014 là năm đầu tiên áp dụng vì vậy DT hoa hồng nhượng tái có sự sụt giảm cũng tương ứng với sự sụt giảm của chi phí hoa hồng tái BH.

**Chi phí hoạt động kinh doanh BH được kiểm soát tốt thông qua hệ số kết hợp ở mức tương đối**

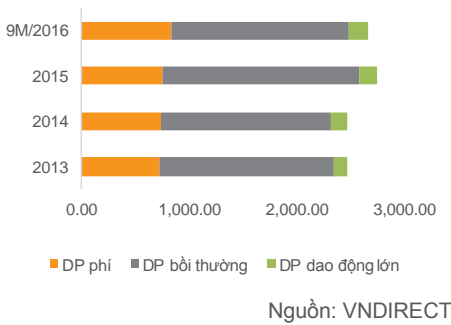
Chi phí HĐKDDBH chủ yếu bao gồm 3 khoản chi lớn là: chi bồi thường, chi hoa hồng và chi khác như giám định, đánh giá rủi ro, truy đòi, khiếu nại... Tỷ trọng của 3 khoản chi này có sự thay đổi đáng kể, tùy thuộc vào tình hình kinh doanh của từng năm. Có nhiều loại hoa hồng tái BH, trong đó có loại hoa hồng theo thang lũy tiến dựa trên mức tăng giảm của tỷ lệ bồi thường. Cho nên, vào cuối kỳ của hợp đồng nếu tỷ lệ bồi thường thấp thì tỷ lệ hoa hồng càng tăng cao và ngược lại. Nhìn chung việc kiểm soát chi phí và quản trị rủi ro của các công ty BH được phản ánh qua 2 chỉ số là: tỷ lệ bồi thường và hệ số kết hợp.



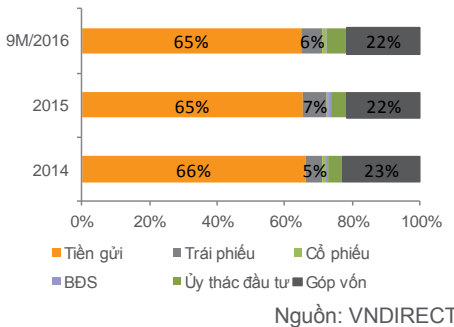
Tỷ lệ bồi thường: với đặc thù tái BH, tỷ lệ bồi thường trung bình những năm gần đây của VNR rơi vào khoảng 59%, cao hơn khá nhiều so với tỷ lệ trung bình khoảng 42% của các công ty BH gốc. Trong đó, BH tài sản và BH thân tàu là những mảng chịu thất thoát lớn nhất.

Hệ số kết hợp là bằng tổng của tỷ lệ bồi thường và tỷ lệ chi phí. Nếu trên 100%, có nghĩa là DNBH hoạt động không hiệu quả trong nghiệp vụ bảo hiểm. Hệ số kết hợp của VNR đang ở mức trung bình, cho phép công ty ghi nhận lãi nghiệp vụ. Từ nay cho đến năm 2020, công ty đang đặt ra mục tiêu giảm hệ số kết hợp xuống xấp xỉ 93%. So với các công ty tái BH trong khu vực, VNR có hệ số kết hợp và tỷ lệ bồi thường ở mức thấp hơn (tham khảo Qui mô các công ty trong khu vực tại trang 2).

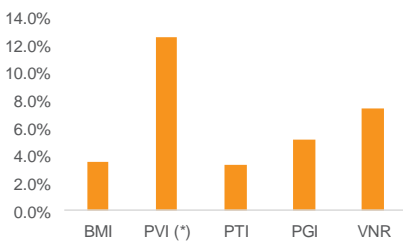
**Dự phòng nghiệp vụ BH (tỷ đồng)**



**Phân bổ danh mục đầu tư**

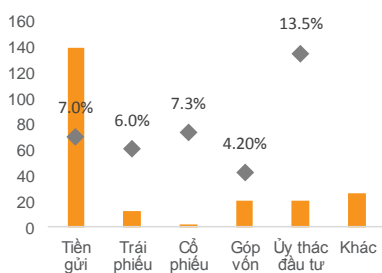


**So sánh tỷ suất đầu tư năm 2015**



(\*) Nếu loại trừ doanh thu thoái vốn khỏi PVI-Sunlife thì tỷ suất đầu tư của PVI đạt khoảng 4,7% năm 2015.

**Cơ cấu DT từ hoạt động đầu tư (tỷ đồng) và tỷ suất sinh lời**



**Dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm**

Tương tự các công ty BH, VNR phải thực hiện dự phòng nghiệp vụ theo Luật KDBH 2012 và Thông tư 125/12 của Bộ Tài Chính. Qui mô quỹ dự phòng nghiệp vụ của VNR hiện nay đạt 2.675 tỷ, chiếm 41% nguồn vốn của doanh nghiệp.

**Hoạt động đầu tư tài chính**

DNBH chủ yếu sử dụng 2 nguồn chính để đầu tư tăng lợi nhuận, gồm: (1) vốn chủ sở hữu và (2) quỹ dự phòng nghiệp vụ trừ đi các khoản chi trả thường xuyên. Cũng theo Nghị định 46/2007/NĐ-CP, các kênh mà các DNBH được phép đầu tư bao gồm:

- TPCP, TPDN được Chính phủ bảo lãnh, tiền gửi: không hạn chế
- Cổ phiếu, TPDN, góp vốn vào các DN khác: tối đa 35% quỹ dự phòng nghiệp vụ
- Bất động sản, cho vay: tối đa 20% quỹ dự phòng nghiệp vụ

Năm 2015, DT từ đầu tư đóng góp 18% tổng DT hoạt động và 72% lợi nhuận của VNR.

**Cơ cấu danh mục đầu tư khác biệt mang lại hiệu quả khá tốt**

Chiến lược đầu tư của VNR khá khác biệt so với các công ty BH gốc khi phần vốn góp vào các công ty BH khác chiếm tỷ trọng rất cao. Nhờ vậy tỷ suất đầu tư của VNR nằm trong nhóm các công ty BH trong nước có hiệu quả đầu tư cao. Tuy nhiên trong bối cảnh lãi suất tiền gửi giảm sút, tỷ suất đầu tư của VNR cũng giảm từ 7,4% năm 2015 xuống còn xấp xỉ 7,1% trong 9 tháng đầu năm nay.

Tiền gửi: chiếm tỷ trọng 65% trong danh mục, khá thấp so với các công ty BH khác PVI (80%), BMI (72%), PGI (83,5%). Nếu không có các khoản lợi nhuận đột biến khác, lãi tiền gửi đóng vai trò rất quan trọng với tỷ lệ xấp xỉ 65% DT từ đầu năm 2015. Tương tự như các DNBH khác đối phó với đà giảm lãi suất, VNR tăng các khoản tiền gửi kỳ hạn dài trên 1 năm và chuyển dịch dần sang trái phiếu cũng như ủy thác đầu tư.

Trái phiếu: hiện tại TP chỉ chiếm 6%, song chủ trương của VNR là sẽ tăng cường mua TP chính quyền địa phương và ngân hàng từ năm 2017. Vì vậy, chúng tôi dự báo qui mô TP sẽ tăng dần lên 8% và 8,5% trong 2 năm tiếp theo. Năm 2015, VNR ghi nhận khoản lãi 12 tỷ đồng từ TP.

Cổ phiếu & BDS: VNR tỏ ra khá thận trọng đối với các loại tài sản rủi ro khi tỷ lệ phân bổ vào 2 mục này lần lượt khoảng 30 tỷ đồng và 14 tỷ đồng, chiếm 1% và 0,5% danh mục. Tuy nhiên, có một điều chúng tôi đang quan tâm là hiện nay VNR đang có một khoản phải thu dài hạn xấp xỉ 58 tỷ đặt cọc mua bất động sản tại 2 dự án Paragon Tower và Tincom Plaza Giải Phóng. Hai khoản đặt cọc này được ghi nhận từ năm 2012, song đến thời điểm này theo khảo sát của chúng tôi thì 2 dự án này đều đang tạm dừng thi công. Thậm chí công ty Thăng Long, chủ đầu tư dự án Tincom Giải Phóng còn đang gặp vấn đề tài chính trong các dự án khác. Hiện tại VNR chưa trích lập dự phòng cho khoản này.

Ủy thác đầu tư: từ năm 2014, VNR chủ trương tăng cường khoản ủy thác đầu tư qua các công ty quản lý quỹ với qui mô hiện tại đạt 148 tỷ đồng, chiếm 6% danh mục. Đây là khoản đạt tỷ suất cao nhất, mang lại cho VNR 20 tỷ đồng năm 2015.

Góp vốn: là mảng khá quan trọng, chiếm 22% danh mục, bao gồm 9 DN khác chủ yếu trong lĩnh vực bảo hiểm và ngân hàng. Đáng chú ý là khoản góp vốn vào NH Tiên Phong, chiếm 58% danh mục góp vốn. TPBank thoát lỗ lũy kế và kinh doanh khởi sắc từ giữa năm 2015. 9 tháng đầu năm 2016, LNST của NH đạt 339 tỷ đồng, giảm 21,3% và mới chỉ đạt được một nửa so với kế hoạch. Từ khi thành lập năm 2008 cho đến nay, TPBank hầu như chưa chia cổ tức.

Tuy nhiên, bên cạnh đó, nhiều khoản đầu tư đang được VNR ghi nhận với giá trị sổ sách thấp hơn nhiều so với giá thị trường.

**Danh mục đầu tư góp vốn & công ty liên kết**

Công ty góp vốn	Tỷ lệ nắm giữ	SL cổ phần	Giá trị sổ sách 30/09/2016	Giá trị ước tính của VNDIRECT	Ghi chú
NH Tiên Phong	5.47%	30,000,000	278	227	ước tính theo giá trị sổ sách
PGI	8.76%	6,237,328	59.3	129	giá thị trường
PTI	4.42%	3,556,224	38.4	109	giá thị trường
ABIC	8.42%	3,200,000	32	48	giá thị trường
BH Hùng Vương	10%	3,000,000	30		
GIC	4.40%	1,760,000	17.6		
KS Sài Gòn -Hạ Long	6%	1,109,980	10.1		
BH Phú Hưng	2.38%	800,000	8		
CTCK Đại Nam	1.68%	269,500	2.7		
			<b>476.1</b>		
<b>Công ty liên kết</b>					
Samsung Vina	25%	12,500,000	195	253	theo giá trị thương vụ VNR thoái vốn năm 2014

Nguồn: VNDIRECT

**Khoản đầu tư tại công ty liên kết BH Samsung Vina**

Từ năm 2003, VNR góp 50% vốn cùng với đối tác là công ty BH Samsung Fire & Marine thành lập công ty BH Samsung Vina (SVI) với vốn điều lệ tại thời điểm hiện nay là 500 tỷ đồng. Nhờ hưởng lợi từ sự mở rộng đầu tư của Tập đoàn Samsung tại Việt Nam, SVI luôn được đánh giá là liên minh BH phi nhân thọ hoạt động có hiệu quả nhất thị trường với tỷ lệ ROE rất cao (19,7% năm 2015). Trước thời điểm năm 2014, hàng năm VNR nhận được khoản lợi nhuận được chia xấp xỉ 30 tỷ đồng. Tuy nhiên sau khi thoái 25% vốn sở hữu cho đối tác Samsung, mức độ ảnh hưởng của VNR đối với các hoạt động của SVI giảm đi đáng kể. Do đó có nhiều khả năng, trong những năm tiếp theo, SVI sẽ không tiếp tục ghi nhận lợi nhuận nhiều như vừa qua nữa (hiện tượng chuyển giá tại một vài DN FDI). Tuy nhiên SVI vẫn tiếp tục cam kết chia khoản lợi nhuận nhất định hàng năm cho VNR.

**DỰ BÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 2016**

9 tháng đầu năm 2016, DT thuần HĐKDBH tăng nhẹ 0,2%, tuy nhiên nhờ tỷ lệ bồi thường và tỷ lệ chi phí cùng giảm nên VNR ghi nhận LN gộp từ hoạt động bảo hiểm tăng 32%. DT hoạt động tài chính giảm 7% so với cùng kỳ năm trước chủ yếu do lãi suất tiền gửi tiếp tục giảm trong nửa đầu năm 2016. Đáng chú ý, hiện tại công ty đang ghi nhận khoản lỗ tỷ giá xấp xỉ 15 tỷ đồng. Tuy nhiên, công ty cũng cho biết khoản lỗ này là tạm thời ghi nhận dựa trên tỷ giá mà Ban lãnh đạo đặt ra vào đầu năm ở mức USD/VND=22.500 đồng. Hiện nay, tỷ



giá đang dao động mức 22.200 đồng. Vì vậy trong Q4/2016, chúng tôi ước tính công ty có khả năng sẽ ghi nhận khoảng 20 tỷ đồng lãi tỷ giá.

Chúng tôi dự báo DT thuần HĐKDBH của VNR đạt 1.057 tỷ đồng (tăng 6,6%) năm 2016 và 1.146 tỷ đồng (tăng 8,4%) năm 2017. LN trước thuế lần lượt đạt 286 tỷ đồng (giảm 1,7%) và 293 tỷ đồng (tăng 2,4%). Các giả định chính trong mô hình dự báo của chúng tôi như sau:

- DT phí BH nhận tái: tăng 7% trong năm 2016 và 10% trong năm 2017.
- Tỷ lệ giữ lại: giữ mức ổn định 37% trong 2 năm tới song tăng lên 37,5% trong năm 2018 nhờ năng lực tài chính được cải thiện.
- Tỷ lệ bồi thường: dao động trong khoảng 59 – 59,5%
- Tỷ suất đầu tư chung: duy trì ở mức 7% trong năm 2016 và 2017; trong đó: tỷ suất tiền gửi giảm nhẹ xuống 6,7% và qui mô tiền gửi giảm xuống còn 65% năm 2016 và 64% năm 2017. Qui mô trái phiếu tăng dần lên 7% và 8%.
- Lợi nhuận nhận được từ SVI giảm dần 10% mỗi năm
- Cổ tức: 12% trong năm 2016 & 2017

### ĐỊNH GIÁ

Để định giá cổ phiếu bảo hiểm, chúng tôi lựa chọn phương pháp so sánh P/B dựa trên giá trị sổ sách được đánh giá lại của doanh nghiệp (adjusted book value). Chúng tôi đã tiến hành đánh giá lại danh mục đầu tư của VNR theo giá thị trường tại thời điểm hiện tại, trong đó đáng chú ý là các khoản đầu tư có giá trị ghi sổ thấp hơn giá thị trường (*tham khảo Danh mục đầu tư góp vốn & công ty liên kết tại trang 7*). Theo đó, giá trị sổ sách điều chỉnh của VNR đạt **22.281 đồng/cp**.

Để xác định P/B mục tiêu, chúng tôi lựa chọn các công ty tái BH có qui mô tương đương để đưa vào bảng so sánh. Với các chỉ số ROE và ROA cao hơn so với trung bình các công ty tái BH trong khu vực, VNR đang hoạt động hiệu quả hơn song cổ phiếu lại được giao dịch với định giá P/B rẻ hơn. Dựa vào bảng so sánh, chúng tôi xác định P/B mục tiêu cho cổ phiếu VNR là 1,15 lần. **Do đó giá trị hợp lý cho mỗi cổ phiếu VNR là 25.623 đồng/cp.**

**Bảng so sánh các DN tái BH trong khu vực**

Tên	Sàn	Vốn hóa			ROE 2015	ROA 2015
		TT (tỷ VNĐ)	P/E	P/B		
MASKAPAI REASURANSI	INDONESIA	3,079	11.6	2.7	25.6%	11.1%
NATIONAL REINSURANCE	PHILIPPINES	820	14.3	0.4	1.8%	0.8%
SINGAPORE REINSURANCE	SINGAPORE	2,966	15.6	0.8	3.9%	1.3%
THAI REINSURANCE	THAILAND	5,919	11.0	1.7	4.9%	1.8%
Taiwan Fire & Marine Insurance	Taiwan	4,805	13.9	0.9	6.5%	2.7%
Adamjee Insurance Co Ltd	Pakistan	3,876	7.6	0.6	8.1%	5.0%
Central Insurance	THAILAND	5,361	11.2	0.8	5.2%	1.9%
CBL Corporation	NZ	8,470	12.6	1.8	6.1%	3.2%
<b>Trung bình ngành</b>			<b>12.22</b>	<b>1.20</b>	<b>7.8%</b>	<b>3.5%</b>
VINARE	HOSE	2,700	11.5	0.9	9.0%	3.7%

## **RỦI RO**

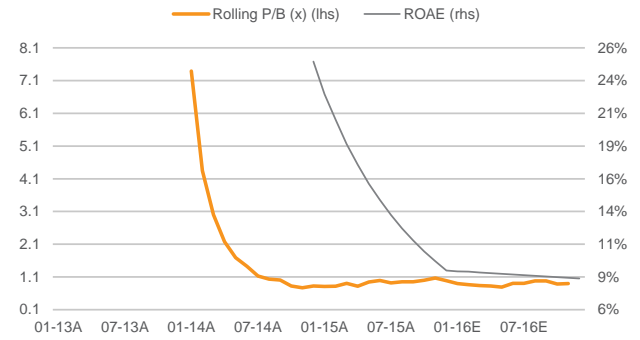
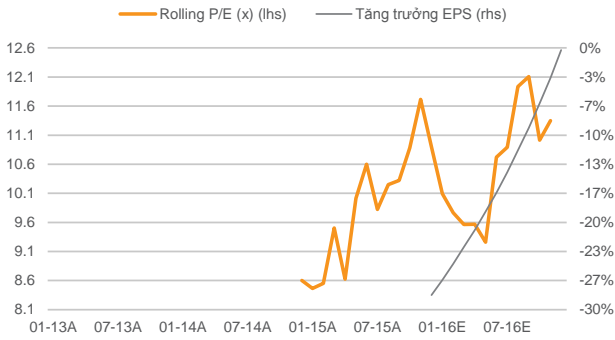
### **Rủi ro lớn từ lãi suất**

Với các khoản đầu tư lên tới hàng ngàn tỷ đồng, tương tự các DNBH phi nhân thọ lẫn nhân thọ, các công ty tái BH cũng phải chịu tác động giảm hiệu quả đầu tư tài chính bởi xu hướng lãi suất tiền gửi giảm tiếp tục diễn ra.

### **Rủi ro hoạt động**

Rủi ro lớn nhất đối với ngành bảo hiểm nói chung, và VNR nói riêng có liên quan đến công tác bồi thường. Với đặc thù mảng tái BH liên quan đến các nghiệp vụ như tài sản kỹ thuật, hàng không, hàng hải,... thì các rủi ro bồi thường giá trị tổn thất lớn đối với VNR còn cao hơn các DNBH gốc. Riêng Vinare thì có thêm rủi ro về thay đổi chính sách liên quan đến nghiệp vụ BH nông nghiệp, BH tàu cá. Hiện tại, Vinare được Chính phủ chỉ định tham gia vào các chương trình bảo hiểm lớn như BH thủy sản và BH nông nghiệp theo Nghị định 67. Vì vậy những rủi ro liên quan tới thiên tai như lũ lụt, hạn hán cũng ảnh hưởng rất lớn đến VNR.

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-15A	12-16E	12-17E
<b>Doanh thu phí bảo hiểm thuần</b>	<b>587</b>	<b>619</b>	<b>675</b>
Hoa hồng TBH và khác	405	438	471
<b>Doanh thu thuần HKKD BH</b>	<b>992</b>	<b>1,057</b>	<b>1,146</b>
<b>Doanh thu hoạt động tài chính</b>	<b>215</b>	<b>201</b>	<b>202</b>
Thu nhập ròng khác	0	0	0
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>1,207</b>	<b>1,258</b>	<b>1,348</b>
Chi bồi thường BH gốc và chi trả đáo hạn	(350)	(365)	(401)
Tăng(giảm) dự phòng dao động lớn	2	0	0
Các chi phí hoạt động khác	(546)	(565)	(602)
<b>Tổng chi phí HKKD BH</b>	<b>(893)</b>	<b>(930)</b>	<b>(1,003)</b>
Chi phí hoạt động tài chính	3	3	3
Lãi (lỗ) trong công ty liên doanh, liên kết	31	25	22
Chi phí quản lý DN	(65)	(80)	(86)
Tổng chi phí HĐ	(924)	(981)	(1,064)
<b>EBITDA thuần</b>	<b>282</b>	<b>276</b>	<b>285</b>
Lợi nhuận khác	8	10	8
<b>LN trước thuế</b>	<b>291</b>	<b>286</b>	<b>293</b>
Thuế	(50)	(46)	(47)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>241</b>	<b>240</b>	<b>246</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(2)	(2)	(2)
<b>LN ròng</b>	<b>240</b>	<b>239</b>	<b>244</b>
Thu nhập trên vốn	240	239	244
Cổ tức phổ thông	(197)	(157)	(157)
<b>LN chưa phân phối</b>	<b>43</b>	<b>82</b>	<b>87</b>

	12-15A	12-16E	12-17E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT phí	9.1%	5.5%	9.0%
Tăng trưởng đầu tư ròng	(28.6%)	(6.6%)	0.7%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	(30.1%)	(1.5%)	2.2%
Tăng trưởng LN ròng	(28.3%)	(0.2%)	2.2%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
LN trên cổ phiếu (VND)	1,828	1,823	1,863
Giá trị sổ sách/cp (VND)	20,242	23,277	26,352
Cổ tức / cp (VND)	1,501	1,200	1,200

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-15A	12-16E	12-17E
Tiền mặt tại NH	215	215	215
Đầu tư ngắn hạn			
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>215</b>	<b>215</b>	<b>215</b>
Tổng đầu tư	2,372	2,270	2,287
<b>Tài sản cố định</b>	<b>25</b>	<b>29</b>	<b>33</b>
Tài sản vô hình	17	19	22
<b>Tổng tài sản khác</b>	<b>3,836</b>	<b>4,188</b>	<b>4,595</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6,465</b>	<b>6,721</b>	<b>7,151</b>
Vay & nợ ngắn hạn	0	0	0
Nợ khách hàng	2	0	0
Phải trả người bán	598	613	635
Thuế phải trả	8	2	1
Phải trả người lao động	14	3	2
Phải trả ngắn hạn khác	3,186	3,051	3,058
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>3,808</b>	<b>3,670</b>	<b>3,697</b>
Vay & nợ dài hạn	4	1	1
Các khoản phải trả khác			
<b>Tổng Nợ dài hạn</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,653</b>	<b>3,051</b>	<b>3,454</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số			
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,653</b>	<b>3,051</b>	<b>3,454</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>6,465</b>	<b>6,721</b>	<b>7,151</b>

**Các chỉ số chính**

	12-15A	12-16E	12-17E
Chỉ số tái bảo hiểm	62%	63%	63%
Chỉ số giữ lại	38%	37%	37%
Chỉ số bồi thường	60%	59%	59%
Chỉ số chi phí	93%	91%	89%
Chỉ số kết hợp	152%	150%	149%
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>			
ROAA	4%	4%	4%
ROAE	9%	8%	8%
Tỷ lệ trả cổ tức	82%	66%	64%

Nguồn: VNDIRECT

## **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.

---

**Nguyễn Mai Phương, CFA – Giám đốc Phân tích**

Email: [phuong.nguyenmai@vndirect.com.vn](mailto:phuong.nguyenmai@vndirect.com.vn)

**Trần Khánh Hiền – Chuyên viên phân tích cao cấp**

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

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

Điện thoại: +84 439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

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