

Ngành Bảo Hiểm – ICB 8532
Ngày 27 tháng 1 năm 2016

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP
TỔNG CTCP TÁI BẢO HIỂM QUỐC GIA VIỆT NAM - VINARE**



ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá kỳ vọng	21,800
Giá thị trường (27/1/2016)	20,000
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	1,310
Vốn hóa (tỷ)	30,654
Giá trị sổ sách/cp	20,200
Sở hữu nước ngoài	0.64%
Giá hiện tại (đ/cp)	20,000
KLTB 10 ngày (cp)	4,710
Giá thấp nhất 52T (đ)	18,900
Giá cao nhất 52T (đ)	27,000
+/- 7 ngày qua	+2.6%
+/- 1 tháng qua	+1.7%

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Bảo Hoàng Lê
Email: lenbh@bsc.com.vn
Tel: +84 4 39352722 (108)

VNR – Khuyến nghị MUA

Chúng tôi khuyến nghị **MUA trung và dài hạn** cổ phiếu VNR với giá mục tiêu 1 năm là 21,800 đồng/cp, tăng 9.2% so với mức giá đóng cửa ngày 26/1/2016 dựa trên các phương pháp định giá PB, PE và DDM

Phát triển tốt trong năm 2015. Doanh thu phí bảo hiểm nhận tái đạt khoảng 1,616 tỷ đồng (+6.9% yoy), và LNTT đạt 259 tỷ đồng (-37.8% yoy). Sự giảm mạnh của lợi nhuận là do **(1)** việc thay đổi kế toán hạch toán khiến mức chi phí hoa hồng năm 2014 thấp hơn đáng kể so với 2015 **(2)** lợi nhuận đầu tư đột biến năm 2014 từ việc thoái một phần vốn góp vào bảo hiểm Samsung Vina. Nếu loại trừ các yếu tố bất thường này, trong 9 tháng đầu năm Vinare đạt mức tăng 20% yoy trong lợi nhuận nghiệp vụ bảo hiểm gốc và giảm nhẹ 6% trong lợi nhuận hoạt động đầu tư do mặt bằng lãi suất ở mức thấp.

Triển vọng khả quan cho Vinare trong 2016 và các năm tới:

- Hưởng lợi từ tăng trưởng của ngành bảo hiểm gốc:** Ngành bảo hiểm có nhiều triển vọng đến từ (1) sự tăng trưởng tốt của nền kinh tế (2) các FTAs giúp tăng cao hoạt động xuất nhập khẩu và thu hút FDI (3) các sản phẩm mới như bảo hiểm nông nghiệp, tàu cá, và đặc biệt là bảo hiểm tài sản công. Vinare sẽ hưởng lợi trực tiếp với vị thế là doanh nghiệp duy nhất giao dịch với tất cả 30 doanh nghiệp bảo hiểm gốc trong nước, và là doanh nghiệp tái bảo hiểm đầu tiên tham gia thử nghiệm các sản phẩm mới.
- Chú trọng quản lý rủi ro giúp giảm tỷ lệ bồi thường:** Từ 2013, Vinare chuyển định hướng hoạt động sang phát triển bền vững và chú trọng quản lý rủi ro. Công ty trực tiếp kiểm định rủi ro cùng với các doanh nghiệp bảo hiểm gốc, đồng thời tham gia vào hội đồng quản trị của một số các doanh nghiệp đầu ngành mà công ty đang có vốn góp. Các hoạt động này sẽ giúp kiểm định chặt chẽ hơn đầu vào của doanh nghiệp, qua đó làm giảm tỷ lệ bồi thường trong dài hạn.
- Kỳ vọng mặt bằng lãi suất tăng từ giữa 2016** dưới áp lực của việc Fed tăng lãi suất. Tuy vậy, tỷ suất đầu tư năm 2016 của Vinare dự kiến sẽ giảm nhẹ do các khoản đầu tư dài hạn với lãi suất cao trước đây đã hết hạn.

Dự báo KQKD 2016: Chúng tôi dự báo doanh thu phí bảo hiểm nhận tái 2016 của VNR sẽ đạt 1,833 tỷ đồng (+13.4% yoy). LNST của công ty ước đạt 224.1 tỷ đồng (+7.6% yoy), tương ứng với EPS forward là 1,687 VND/cp. Cổ tức được dự kiến 15% năm 2015 và giảm dần về 12% vào 2019.

Các chỉ tiêu tài chính	2011	2012	2013	2014	9T 2015
Doanh thu nhận tái	1,420	1,608	1,425	1,512	1,338
% tăng trưởng yoy		13%	-11%	6%	14%
Tổng tài sản (tỷ đ)	4,041	4,178	4,536	6,002	6,716.5
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	2,252	2,319	2,431	2,647	2,672.6
Vốn điều lệ (tỷ đ)	1,008	1,008	1,008	1,310	1,310.8
LN sau thuế (tỷ đ)	293	255	298	334	194.7
% yoy		-13%	17%	12%	-27.6%
EPS	2,921	2,537	2,981	2,974	1491
ROE	13.04%	11.01%	12.27%	12.64%	7.29%
ROA	7.27%	6.11%	6.58%	5.57%	2.90%

TỔNG QUAN VINARE

Tên công ty	Tổng CTCP Tái Bảo Hiểm Quốc Gia Việt Nam
Địa chỉ	141 Lê Duẩn, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại	+84 (4) 394 22354
Fax	+84 (4) 394 22351
Website	Vinare.com.vn
Vốn điều lệ	709 tỷ đồng
Lĩnh vực hoạt động	Tái Bảo hiểm Đầu tư tài chính

Lịch sử hình thành

- Công ty Tái bảo hiểm Quốc gia VN được thành lập năm 1994 và chính thức đi vào hoạt động 1/1/1995
- Chuyển đổi sang hình thức công ty cổ phần và Tổng Công Ty cổ phần Tái Bảo Hiểm Quốc gia Việt Nam chính thức đi vào hoạt động từ ngày 01/01/2005 với vốn góp tại thời điểm thành lập là 343 tỷ đồng
- 27/12/2005, Tổng công ty cổ phần tái bảo hiểm Quốc Gia đã thực hiện đăng ký giao dịch cổ phiếu tại Trung tâm Giao dịch Chứng Khoán Hà Nội, với mã chứng khoán VNR
- Công ty đã trải qua 8 lần tăng vốn điều lệ và tại 30/10/2015 vốn điều lệ của công ty là 1,310 tỷ đồng

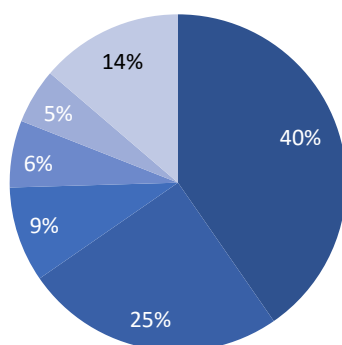
Danh sách công ty con

Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu
Công ty đầu tư Vinare Invest	60%
Công ty liên doanh bảo hiểm Samsung-Vina	25%

Danh sách cổ đông lớn

Tên cổ đông	Số lượng cp nắm giữ	Tỷ lệ
Tổng Công ty Đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước	52.9 triệu	40.36%
Swiss Reinsurance Company	32.8 triệu	25%
Tập Đoàn Bảo Việt	12.0 triệu	9.18%
Tổng CTCP Bảo Minh	6.95 triệu	6.43%
FTIF – Templeton Frontier Market Fund	6.95 triệu	5.3%

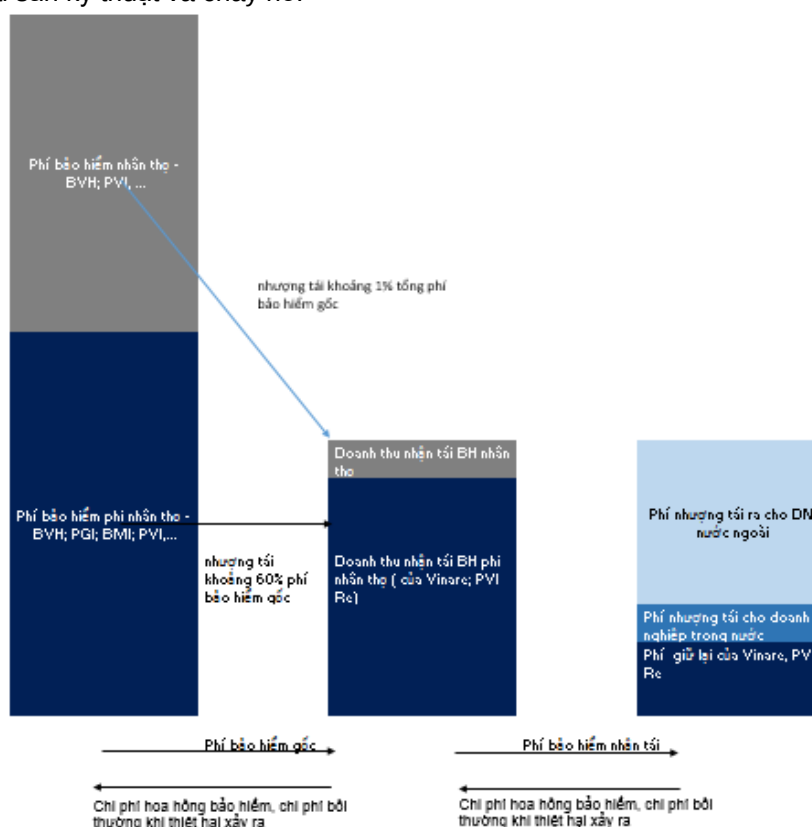
Cơ cấu cổ đông của Vinare khá cô đặc với 5 cổ đông lớn chiếm tới hơn 86% công ty. Cơ cấu cổ đông dự kiến có nhiều thay đổi trong các năm tới do SCIC đang có kế hoạch thoái vốn khỏi Vinare. Ngoài ra, công ty cũng đang có kế hoạch cho đến năm 2020 nâng vốn điều lệ lên 2,000 tỷ đồng.



- Tổng Công ty Đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước
- Swiss Reinsurance Company
- Tập đoàn Bảo Việt
- Tổng CTCP Bảo Minh
- FTIF - Templeton Frontier Markets Fund
- Khác

NGÀNH TÁI BẢO HIỂM VIỆT NAM
A) TỔNG QUAN CHUNG

Mô hình tái bảo hiểm Việt Nam: Là hình thức chia sẻ rủi ro giữa các công ty bảo hiểm, qua đó công ty bảo hiểm nhượng lại một phần giá trị hợp đồng bảo hiểm cho các doanh nghiệp bảo hiểm khác. Doanh nghiệp nhận tái bảo hiểm có thể là công ty chuyên về tái bảo hiểm hoặc một công ty bảo hiểm khác, trong nước hoặc ngoài nước. Tuy nhiên các doanh nghiệp trong nước thường không nhượng tái trực tiếp cho nhau để đảm bảo việc bảo mật thông tin khách hàng, do vậy thường thực hiện tái bảo hiểm thông qua Vinare. Bên cạnh đó, Thông tư 86 quy định cho mỗi hợp đồng bảo hiểm ký kết, mức phí được giữ lại của các doanh nghiệp bảo hiểm không quá 5% vốn điều lệ của công ty bảo hiểm đó. Do vậy, các doanh nghiệp bảo hiểm phải nhượng lại một phần các hợp đồng bảo hiểm có giá trị lớn, chủ yếu thuộc về các mảng sản phẩm thân tàu, tài sản kỹ thuật và cháy nổ.



Nguồn: BSC tổng hợp

Tái bảo hiểm tập trung ở các sản phẩm phi nhân thọ. Tái bảo hiểm có thể áp dụng cho cả bảo hiểm phi nhân thọ và bảo hiểm nhân thọ. Tuy nhiên, bảo hiểm nhân thọ là sản phẩm mang tính đầu tư nhiều hơn chia sẻ rủi ro nên chỉ tái khoảng 1-2% tổng phí bảo hiểm gốc, trong khi mức nhượng tái của mảng bảo hiểm phi nhân thọ là trên 60%. Theo đó, mảng bảo hiểm phi nhân thọ có ảnh hưởng quyết định lên hoạt động tái bảo hiểm, và báo cáo sẽ sử dụng các số liệu của ngành phi nhân thọ làm tham chiếu cho ngành tái bảo hiểm.

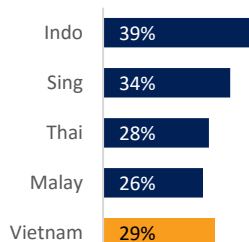
Thị trường bảo hiểm Việt Nam hiện đang có 3 doanh nghiệp chuyên tái bảo hiểm, trong đó có 2 doanh nghiệp tái bảo hiểm trong nước là Tổng công ty cổ phần Tái bảo hiểm quốc gia Việt Nam (Vinare) và Tổng công ty cổ phần Tái bảo hiểm PVI (PVI Re), cùng với một đại diện nước ngoài là Công ty TNHH

Tái bảo hiểm vốn Châu Á. Bên cạnh các doanh nghiệp tái bảo hiểm, các doanh nghiệp bảo hiểm gốc trong nước cũng tham gia tích cực vào hoạt động tái bảo hiểm, đóng góp 9% tổng doanh thu tái bảo hiểm của thị trường.

B) THỰC TRẠNG NGÀNH TÁI BẢO HIỂM

Tổng phí bảo hiểm nhượng tái của thị trường phi nhân thọ tăng trưởng tốt, trung bình 13.3% mỗi năm trong giai đoạn 2010-2014, và đạt 10,521 tỷ đồng trong năm 2014, theo thống kê của Hiệp hội bảo hiểm AVI. Sức tăng trưởng tốt này là nhờ vào sự phát triển mạnh trong phí bảo hiểm gốc của thị trường bảo hiểm phi nhân thọ, với CAGR 2010-2014 = 14%.

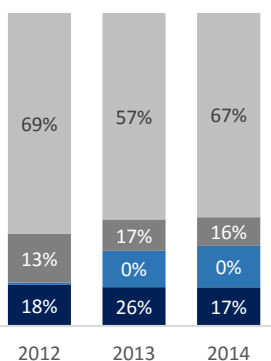
Tỷ lệ nhượng tái ra nước ngoài



Tỷ lệ nhượng tái bảo hiểm giảm nhẹ từ 47% xuống 45% giai đoạn 2012 – T2015. Xu hướng giảm do thị trường bảo hiểm gốc những năm gần đây chủ yếu tập trung tăng trưởng ở mảng bán lẻ, là các sản phẩm ít được nhượng lại. Trong đó, các khu vực nhận tái có sự phân hóa rõ rệt: trong khi tỷ lệ nhượng tái ra nước ngoài giảm từ 34% xuống còn 29% phí bảo hiểm gốc, thì mức tỷ trọng này cho hoạt động nhượng tái trong nước tăng tương đối từ 13% lên 16%. Điều này phản ánh sự củng cố trong khả năng tài chính và khả năng bảo hiểm các doanh nghiệp trong nước qua các lần tăng vốn điều lệ. Tỷ lệ nhượng tái ra nước ngoài của Việt Nam hiện đang thấp hơn so với mức trung bình 32% của khu vực.

Nguồn: AVI, OECD, BSC tổng hợp

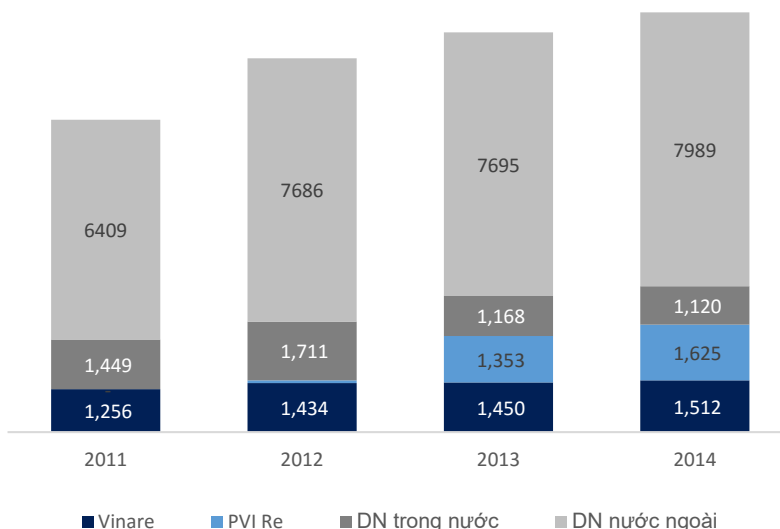
Thị phần tái bảo hiểm



■ DN nước ngoài
■ DN trong nước
■ PVI Re
■ Vinare

Nguồn: AVI, OECD, BSC tổng hợp

Phí tái bảo hiểm (tỷ đồng)



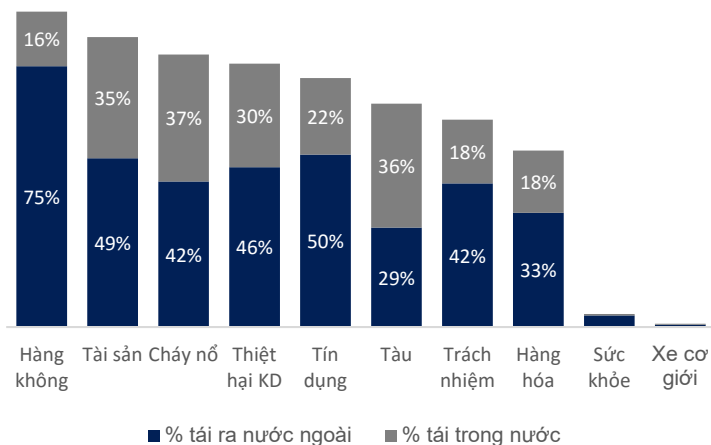
Nguồn: Tổng cục giám sát bảo hiểm, AVI, BSC tổng hợp

Thị phần nhận tái bảo hiểm thay đổi đáng kể từ 2012, khi PVI Re gia nhập thị trường. Xét trên tổng phí tái bảo hiểm toàn thị trường, các doanh nghiệp nước ngoài nắm giữ trung bình 65% thị phần. Thị phần phí nhận tái của Vinare giảm mạnh từ 17% năm 2011 xuống còn 12% năm 2014, dưới ảnh hưởng của việc PVI Re tham gia vào thị trường năm 2012. Sự hỗ trợ của doanh nghiệp chiếm thị phần lớn nhất trong thị trường bảo hiểm phi nhân thọ là PVI đã giúp PVI Re đạt mức tăng trưởng tốt và chiếm mức thị phần 14% trong năm 2014.

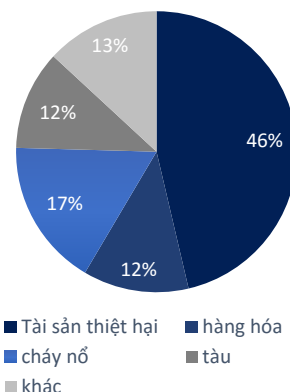
Xét về cơ cấu sản phẩm, 86% tổng thị trường tái bảo hiểm của 6T2015 được đóng góp từ 4 loại sản phẩm, bao gồm (1) tài sản thiệt hại, (2) hàng hóa, (3) cháy nổ, và (4) thân tàu. Cơ cấu sản phẩm trong thị trường

tái bảo hiểm tương đối khác biệt so với thị trường bảo hiểm phi nhân thọ, khi các sản phẩm bảo hiểm trọng yếu là các mảng có giá trị hợp đồng lớn, vượt quá khả năng bảo hiểm của các doanh nghiệp bảo hiểm gốc.

% nhượng tái/ phí BH gốc



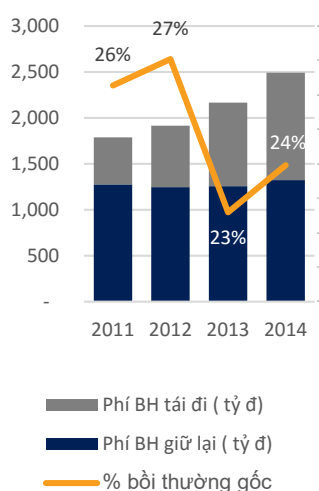
Cơ cấu sản phẩm tái bảo hiểm 6T2015



Nguồn: Tổng cục giám sát bảo hiểm, BSC tổng hợp

a) Bảo hiểm hàng hóa

Bảo hiểm hàng hóa



Nguồn: AVI, BSC tổng hợp

Bảo hiểm hàng hóa là bảo hiểm hàng hóa trong quá trình vận chuyển bằng đường thủy, đường bộ, đường sắt và đường hàng không trên phạm vi toàn thế giới.

Phí tái bảo hiểm đạt mức tăng trưởng 31.6% nhờ vào sự phát triển của phí bảo hiểm gốc và sự tăng nhanh trong tỷ lệ giữ lại. Phí bảo hiểm gốc đạt CAGR 2007-2014 = 19.3%, với mức tăng trưởng trong năm 2014 là 15%. Sức tăng trưởng tốt của nền kinh tế giúp đẩy mạnh hoạt động xuất nhập khẩu và kéo theo nhu cầu cho bảo hiểm hàng hóa. Do bảo hiểm hàng hóa thường được thương lượng cùng với bảo hiểm thân tàu, là phân khúc có rủi ro cao ngoài khả năng của các doanh nghiệp bảo hiểm gốc, nên tỷ lệ tái bảo hiểm của mảng hàng hóa tăng mạnh từ 29% năm 2011 lên tới 47% năm 2014.

Tỷ bồi thường thấp và tương đối ổn định, dao động quanh mức 24-26% nhờ tính chất phân tán rủi ro tốt của mảng bảo hiểm hàng hóa.

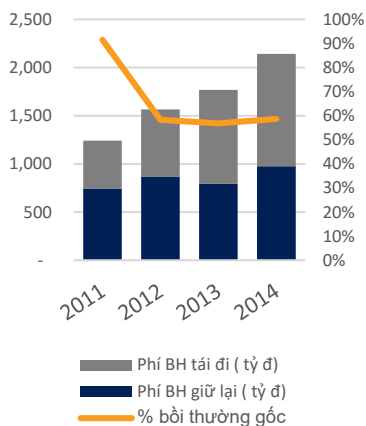
Triển vọng của bảo hiểm hàng hóa là khả quan, do kì vọng xuất nhập khẩu tăng qua các hiệp định thương mại. Các hiệp định thương mại FTA được ký kết trong năm 2015, cùng với TPP sẽ là động lực đáng kể cho hoạt động xuất nhập khẩu, qua đó đẩy mạnh sức tăng trưởng của mảng tái bảo hiểm hàng hóa. Tỷ lệ nhượng tái được dự kiến sẽ vẫn duy trì ở mức cao khi các doanh nghiệp bảo hiểm gốc không giữ lại bảo hiểm thân tàu.

b) Bảo hiểm cháy nổ

Bảo hiểm cháy nổ bảo hiểm các tài sản như nhà cửa, công trình, máy móc và các loại hàng hóa, trước các nguy cơ về cháy nổ, và được quy định bắt buộc bởi bộ tài chính với một số loại hình doanh nghiệp.

Phí tái bảo hiểm cháy nổ có sức tăng trưởng tốt 32.5% CAGR giai đoạn 2011-2014, nhờ vào (1) sức tăng tốt 20% của bảo hiểm gốc nhờ sự gia tăng của nền kinh tế cùng các quy định pháp luật liên quan, và (2) tỷ lệ tái bảo hiểm tăng cao và đạt mức cao nhất 54% vào năm 2014. Do giá trị hợp đồng lớn và tính rủi ro cao, các doanh nghiệp buộc phải nhượng tái phần lớn các hợp đồng bảo hiểm cháy nổ. Trong đó 34% tổng phí bảo hiểm gốc được nhượng tái ra nước ngoài, và 20% được nhượng tái trong nước, đảm bảo mức phân tán rủi ro cần thiết

Bảo hiểm cháy nổ



Nguồn: AVI, BSC tổng hợp

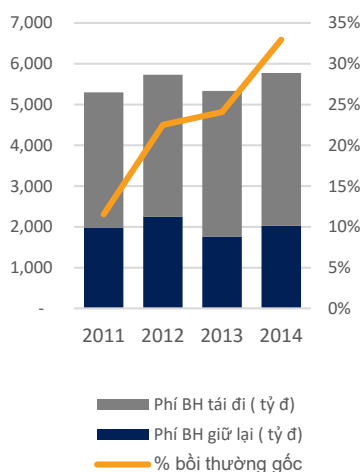
Tỷ lệ bồi thường trong 3 năm gần đây luôn ở mức cao, từ 57% đến 59%, do số lượng công trình tăng cao, nhưng chưa tương ứng với ý thức về cháy nổ của người dân.

Triển vọng của việc tăng trưởng phí bảo hiểm gốc, cũng như phí bảo hiểm nhượng tái là khả quan. Tác động của thông tư liên tịch 214 yêu cầu các chủ đầu tư và chủ căn hộ chung cư mua bảo hiểm cháy nổ cho các chung cư cao tầng, cùng với sự phục hồi của thị trường bất động sản sẽ là động lực đáng kể cho phân khúc này. Mạng bảo hiểm cháy nổ có nhiều rủi ro, với mức thiệt hại liên quan lớn, nên tỷ trọng nhượng tái nhiều khả năng sẽ vẫn ở mức cao trong những năm tới.

c) Bảo hiểm tài sản kỹ thuật

Bảo hiểm tài sản kỹ thuật bảo hiểm các thiệt hại không lường trước liên quan đến công trình xây dựng như lũ lụt, gió bão, động đất, trộm cắp, và các hiện tượng đập phá ngoài kiểm soát của doanh nghiệp.

Bảo hiểm tài sản kỹ thuật



Nguồn: AVI, BSC tổng hợp

Sức tăng trưởng của phí tái bảo hiểm chứng lại với CAGR 2011-2014 = 4.1%, chủ yếu do thị trường phí bảo hiểm gốc chỉ tăng nhẹ 2.9% trong giai đoạn này. Tương tự như bảo hiểm cháy nổ, giá trị hợp đồng lớn vượt quá khả năng kiểm soát rủi ro của các doanh nghiệp bảo hiểm gốc khiến tỷ lệ nhượng tái ở mức cao khoảng 64%.

Tỷ lệ bồi thường của bảo hiểm tài sản thiệt hại có tính bất ngờ cao do phụ thuộc phần nhiều vào các rủi ro thiên tai thời tiết. Trong những năm gần đây, tỷ lệ bồi thường ở phân khúc này là khá thấp, trung bình là 23%. Riêng trong năm 2014, các sự kiện ở Bình Dương, Đồng Nai và Hà Tĩnh đã ảnh hưởng lớn đến phân khúc này, với tổng thiệt hại ước tính lên tới 2,000 tỷ đồng, trong đó khoảng 450 tỷ thiệt hại đã được chi trả trong năm 2014 và hơn 1,500 tỷ thiệt hại phải chi trả trong các năm tới. Sự kiện này khiến nâng tỷ lệ bồi thường lên 33% trong năm 2014. 6 tháng đầu năm 2015, tỷ lệ bồi thường gốc của phân khúc tài sản kỹ thuật tăng cao lên 73%, một phần là do các doanh nghiệp bảo hiểm toàn tất thủ tục và thực hiện bồi thường cho các thiệt hại bạo loạn 2014.

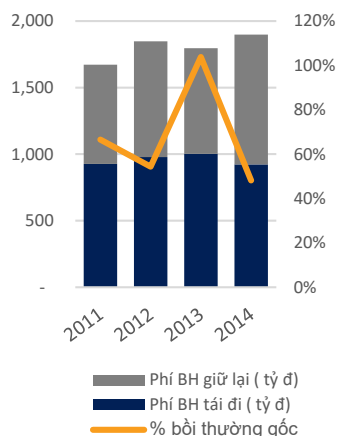
Mạng tài sản thiệt hại có động lực tăng trưởng đến từ nguồn vốn đầu tư FDI vào Việt Nam tăng lên dưới ảnh hưởng của các hiệp định thương mại, cũng như sự ấm lên của thị trường bất động sản sẽ kích thích xây dựng. Tuy nhiên tỷ lệ bồi thường bảo hiểm gốc sẽ tăng mạnh năm 2015 và 2016 khi các doanh nghiệp tiếp tục thực hiện chi trả bồi thường cho các thiệt hại liên quan đến vụ bạo loạn ở Bình Dương, Hà Tĩnh năm 2014. Tỷ lệ nhượng tái được dự đoán tiếp tục duy trì ở mức cao.

d) Bảo hiểm thân tàu

Bảo hiểm thân tàu là bao gồm bảo hiểm: vỏ, máy tàu, trang thiết bị hàng hải, trước tổn thất do va chạm, cháy nổ, mất tích, đắm tàu...etc

Doanh thu phí tái bảo hiểm của bảo hiểm thân tàu có mức giảm -0.4% giai đoạn 2011-2014, do mức phí bảo hiểm gốc chỉ tăng 2.9%/năm trong giai đoạn này. Mức nhượng tái bảo hiểm thân tàu những năm gần đây ở trong

Bảo hiểm thân tàu



Nguồn: AVI, BSC tổng hợp

khoảng 65% - 75%, trong đó, 29% phí bảo hiểm gốc được nhượng tái ra nước ngoài, và 36% tổng mức phí được nhượng cho các doanh nghiệp trong nước.

Tỷ lệ bồi thường có nhiều biến động, trong khoảng 54% - 104%. Tuy nhiên, các doanh nghiệp bảo hiểm nhận về bảo hiểm thân tàu thường thương lượng để được nhận bảo hiểm các hàng hóa vận chuyển trên tàu, là một mảng kinh doanh mang về lợi nhuận tốt giúp gánh đỡ một phần chi phí của mảng thân tàu.

Triển vọng tăng trưởng ổn định. Mảng thân tàu hiện nay đang gặp nhiều khó khăn do tình hình kinh doanh của các chủ tàu đang gặp nhiều bất lợi, nên khó có thể tăng phí bảo hiểm lên tương ứng với mức rủi ro của mảng sản phẩm này. Tuy nhiên, nhu cầu vận chuyển cao với sự đi lên của nền kinh tế sẽ thúc đẩy số lượng tàu lưu hành, qua đó làm tăng phí bảo hiểm mảng thân tàu. Theo đó, chúng tôi cho rằng doanh thu mảng bảo hiểm thân tàu sẽ có mức tăng nhẹ, trong khi tỷ lệ bồi thường sẽ vẫn ở mức cao.

C) TRIỂN VỌNG NGÀNH TÁI BẢO HIỂM

Triển vọng ngành tái bảo hiểm là khả quan:

- Sự phát triển của ngành bảo hiểm phi nhân thọ tạo kéo theo sức tăng trưởng của ngành tái bảo hiểm:** Sự tăng trưởng của nền kinh tế thúc đẩy nhu cầu chung cho các sản phẩm bảo hiểm, qua đó đẩy mạnh sức tăng trưởng trong phí tái bảo hiểm. Theo dự báo của ANZ, GDP Việt Nam đang ở mức cao ổn định vào khoảng 6.5%, là mức cao thứ 2 trên toàn thế giới. Khi kinh tế khởi sắc, đầu tư xây dựng và sản xuất tăng, kéo theo nhu cầu về bảo hiểm tài sản thiệt hại, bảo hiểm hàng hoá, và bảo hiểm cháy nổ.
- Tỷ lệ bồi thường cải thiện trong năm 2016 và các năm sau:** Các thiệt hại thiên tai về bão lũ trong năm 2015 là ít hơn hẳn so với 2014, là yếu tố tích cực hỗ trợ ngành bảo hiểm. Đợt lũ lụt vào tháng 8 ở Quảng Ninh đã không ảnh hưởng nhiều đến các doanh nghiệp trong ngành do các tập đoàn Than có một doanh nghiệp bảo hiểm riêng của họ. Do vậy, chi phí bồi thường năm 2016 chủ yếu cho các thiệt hại của năm 2014. Thêm vào đó, việc các doanh nghiệp đầu ngành chú trọng hơn trong việc phát triển bền vững và quản lý rủi ro, cùng với sự giúp sức của các cổ đông chiến lược nước ngoài trong bộ máy điều hành các doanh nghiệp bảo hiểm gốc sẽ giúp cải thiện tỷ lệ bồi thường trong dài hạn.

Tuy vậy, chúng tôi lưu ý việc tăng vốn điều lệ từ cổ đông chiến lược sẽ nâng cao khả năng giữ lại của các doanh nghiệp trong nước, qua đó giảm mức phí nhượng tái ra trong ngắn hạn.

CÔNG TY CỔ PHẦN TÁI BẢO HIỂM QUỐC GIA - VINARE

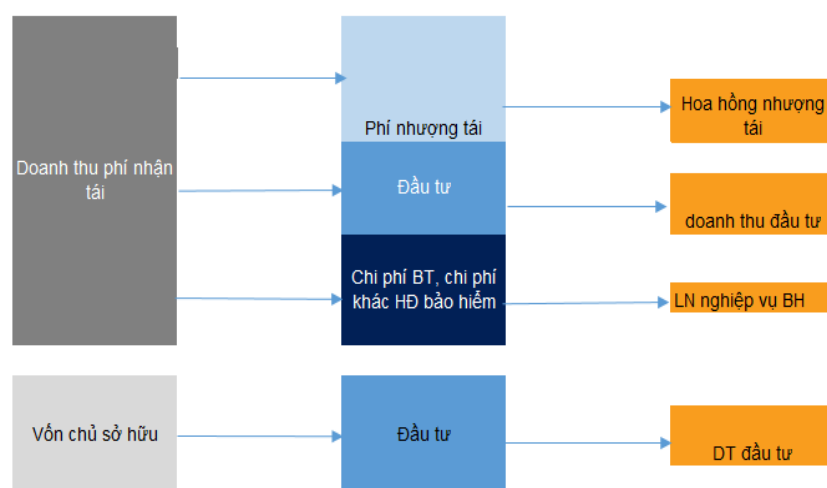
A) VỊ THẾ VINARE

CTCP Tái bảo hiểm quốc gia Vinare là doanh nghiệp tái bảo hiểm đầu tiên của Việt Nam, được thành lập năm 1994. Công ty hiện đã trải qua 6 lần tăng vốn điều lệ, và hiện đang hoạt động với 1,311 tỷ vốn điều lệ, là mức quy mô lớn thứ 3 trong ngành, sau Bảo Việt và PVI.

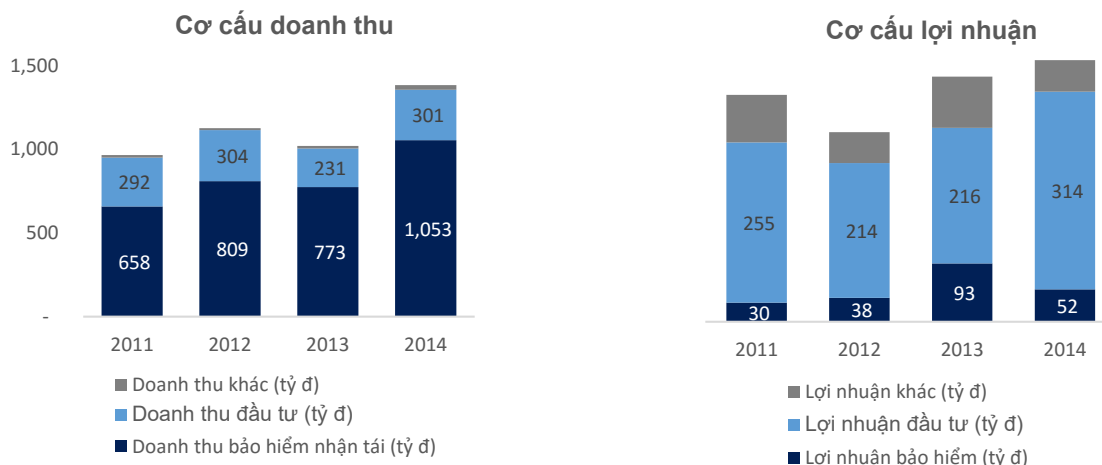
Vị thế đặc biệt của Vinare nhờ lịch sử giao dịch với các doanh nghiệp trong và ngoài nước:

- (1) Vinare là doanh nghiệp bảo hiểm duy nhất trong ngành có giao dịch với tất cả 30 doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ của Việt Nam. Với bề dày hoạt động từ năm 1994, Vinare đã thiết lập mối quan hệ lâu dài với các doanh nghiệp trong ngành, và xây dựng cơ sở dữ liệu làm nền tảng cho việc đánh giá rủi ro các doanh nghiệp và các mảng sản phẩm.
- (2) Vinare là cầu nối giữa các doanh nghiệp bảo hiểm trong nước với nhau và với các doanh nghiệp nước ngoài. Công ty hợp tác với 2 tập đoàn tái bảo hiểm lớn nhất thế giới là Munich Re và Swiss Re, trong đó, Swiss Re là cổ đông chiến lược từ năm 2008 với 25% cổ phần. Swiss Re là tập đoàn tái bảo hiểm đa quốc gia đứng thứ 2 thế giới xét trên quy mô doanh thu phí bảo hiểm. Trên thị trường hiện nay, chỉ mới có top 5 doanh nghiệp đầu ngành đang có sự giúp sức của các doanh nghiệp nước ngoài. 25 doanh nghiệp còn lại phần lớn phụ thuộc vào Vinare để có thể thực hiện nhượng tái ra nước ngoài.

B) HOẠT ĐỘNG KINH DOANH



Hoạt động của Vinare có 2 nguồn thu chính, bao gồm (1) hoạt động tái bảo hiểm; và (2) hoạt động đầu tư. Tương tự như các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ, các mảng hoạt động của Vinare có sự phân hóa rõ rệt trong mức đóng góp vào doanh thu, lợi nhuận. Cụ thể, trung bình giai đoạn 2011-2014, hoạt động tái bảo hiểm mang về 73% tổng doanh thu và 14.3% LNTT. Ngược lại, hoạt động tài chính đóng góp 25.4% doanh thu và 68% LNTT.



Nguồn: BCTC Vinare, BSC tổng hợp

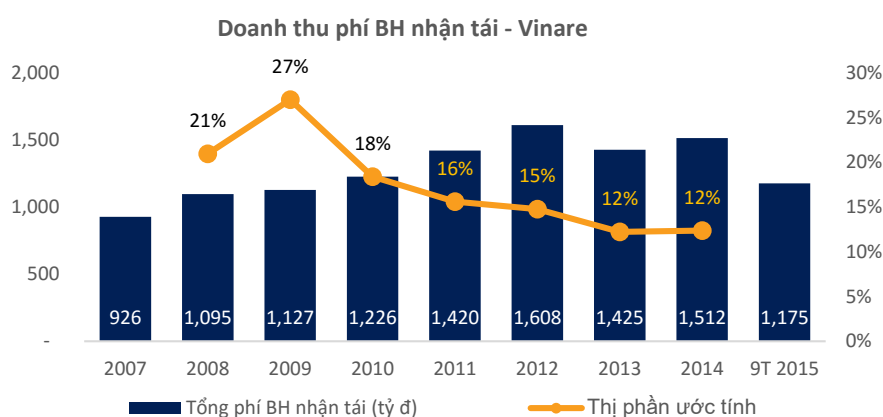
Tăng trưởng trong tổng doanh thu chứng lại đáng kể từ năm 2012. Tổng doanh thu của Vinare suy giảm với mức giảm trung bình -2%/năm trong giai đoạn 2012-2014, thấp hơn nhiều so với mức tăng 11.1% của thị trường bảo hiểm gốc, do (1) Thị trường bảo hiểm gốc tập trung ở các mảng bán lẻ, là các sản phẩm có tỷ lệ nhượng tái thấp, (2) Tính cạnh tranh tăng cao do PVI Re gia nhập thị trường tái bảo hiểm từ 2011, và (3) Các định hướng quản lý rủi ro chặt chẽ hơn từ Vinare.

Phát triển tốt trong 9 tháng đầu năm 2015. Doanh thu phí bảo hiểm nhận tái đạt 1,338 tỷ đồng (+13.8% yoy), và LNST đạt 194 tỷ đồng (-27% yoy). Sự giảm mạnh của lợi nhuận là do (1) việc thay đổi kế toán hạch toán khiến chi phí hoa hồng năm 2014 thấp hơn đáng kể so với 2015 (2) lợi nhuận đầu tư bất thường trong năm 2014 từ việc thoái 25% vốn góp vào bảo hiểm Samsung Vina. Nếu loại trừ các yếu tố bất thường này, Vinare đạt mức tăng 20% trong lợi nhuận nghiệp vụ bảo hiểm gốc và giảm nhẹ 6% trong lợi nhuận hoạt động đầu tư do mặt bằng thấp của lãi suất.

1) Hoạt động tái bảo hiểm

Hoạt động tái bảo hiểm là hoạt động cốt lõi của Vinare, tạo nguồn tiền cho hoạt động đầu tư. Hoạt động tái bảo hiểm bao gồm (a) hoạt động nhận tái bảo hiểm (nhận phí, chi hoa hồng và chi bồi thường khi thiệt hại xảy ra), và (b) hoạt động nhượng tái bảo hiểm (nhượng đi phí tái bảo hiểm và thu về doanh thu hoa hồng nhượng tái)

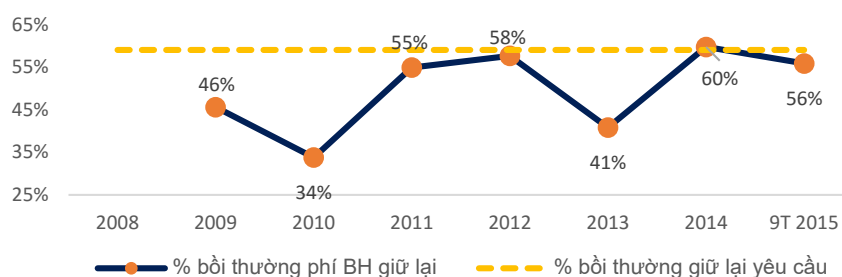
(a) Hoạt động nhận tái bảo hiểm



Nguồn: BCTC Vinare, AVI, BSC tổng hợp

Tổng doanh thu phí nhận tái của Vinare chứng lại những năm gần đây, đạt 1,512 tỷ đồng năm 2014, tương ứng CAGR = -3% giai đoạn 2012-2014, khiến mức thị phần suy giảm mạnh về 12%. Sự suy giảm trong doanh thu và thị phần là do (1) định hướng tăng cường quản lý rủi ro và phát triển bền vững của Vinare (2) Sự gia nhập của PVI Re với sự hỗ trợ của PVI làm tăng tính cạnh tranh trên thị trường, và (3) Sự hợp tác với các doanh nghiệp nước ngoài đã khiến các doanh nghiệp lớn trong ngành tái bảo hiểm trực tiếp ra nước ngoài, thay vì thông qua Vinare như trước đây. Trong 9 tháng đầu năm 2015, Vinare ghi nhận mức tăng trưởng tốt 13.8% yoy và đạt 1,175 tỷ phí bảo hiểm nhận tái.

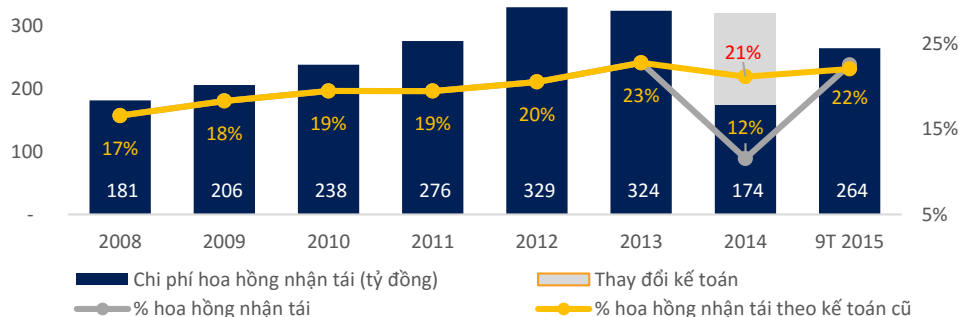
Tỷ lệ bồi thường



Nguồn: BCTC Vinare, BSC tổng hợp

Tỷ lệ bồi thường của Vinare ở trong mức cho phép để ghi nhận lãi nghiệp vụ, nhưng có nhiều biến động. Tỷ lệ bồi thường bảo hiểm giữ lại, là chi phí bồi thường hạch toán của doanh nghiệp trong năm tài chính trên phí bảo hiểm giữ lại có nhiều biến động với mức giao động từ 34% - 60% những năm vừa qua. Sử dụng số liệu của 11 doanh nghiệp tái bảo hiểm toàn cầu, mức bồi thường yêu cầu chung để doanh nghiệp có lãi nghiệp vụ là 59%. Như vậy, tỷ lệ bồi thường bảo hiểm giữ lại của Vinare nhìn chung ở mức tốt. Trong 9T2015, Vinare có tỷ lệ bồi thường thấp, ở mức 56%.

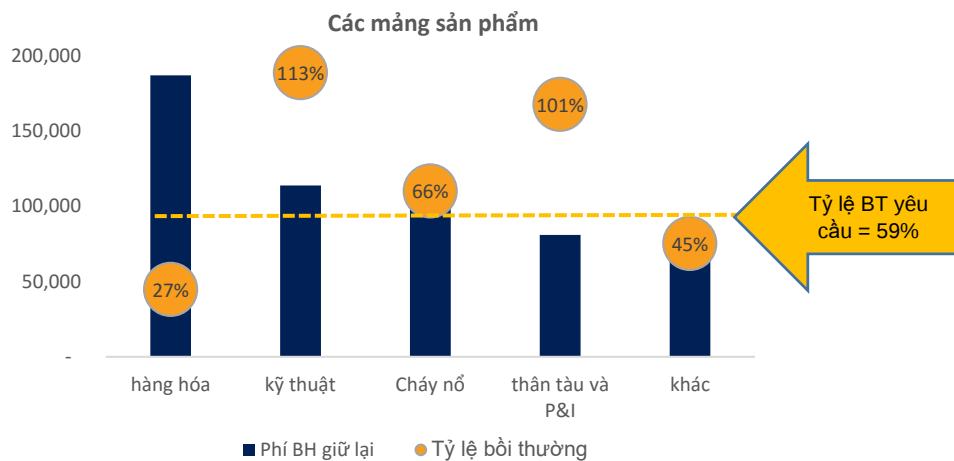
Tỷ lệ hoa hồng nhận tái tăng dần



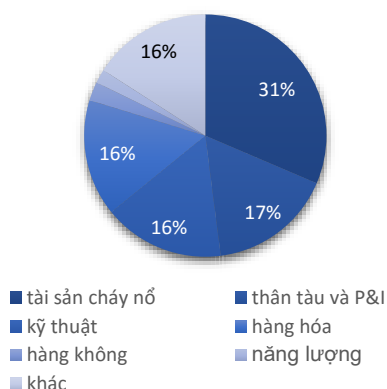
Sự sụt giảm trong chi phí hoa hồng nhận tái trong năm 2014 do thay đổi trong quy định hạch toán kế toán bảo hiểm. Chi phí hoa hồng nhận tái ở mức 174 tỷ đồng năm 2014, giảm 86% yoy. Tuy vậy, sự sụt giảm này là do ảnh hưởng của việc thay đổi quy định hạch toán kế toán theo thông tư 232. Theo đó, chi phí hoa hồng phải được ghi nhận cùng với thời gian ghi nhận của các khoản doanh thu phí nhận tái, thay vì ghi nhận theo thời gian hợp đồng giao kết như trước đây. Điều này giúp chi phí hoa hồng phản ánh được trách nhiệm tương ứng, nhưng trong năm đầu tiên áp dụng là 2014, sẽ khiến chi phí hoa hồng giảm mạnh. Theo quy tắc kế toán cũ, chi phí hoa hồng của Vinare năm 2014 là 319 tỷ đồng, tương ứng với mức tỷ lệ hoa hồng 21%.

Tỷ lệ chi phí hoa hồng tăng dần dưới áp lực cạnh tranh cao. Chi phí hoa hồng chiếm 37% tổng chi phí hoạt động bảo hiểm trong 2014, do vậy ảnh hưởng lớn tới kết quả kinh doanh của Vinare. Tỷ lệ chi phí hoa hồng/doanh thu phí nhận tái của công ty có mức tăng đáng kể từ 17% năm 2008 lên tới mức trung bình 22% giai đoạn 2013-2015, là kết quả của việc gia tăng cạnh tranh với sự tham gia của PVI Re và của các doanh nghiệp nước ngoài. Tỷ lệ chi phí hoa hồng nhận tái của PVI Re ở mức 17.4-18%, thấp hơn đáng kể so với tỷ lệ của Vinare, nhờ vào mối quan hệ với PVI.

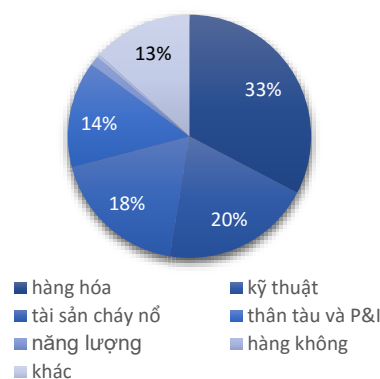
Cơ cấu các sản phẩm nhận tái: 4 mảng sản phẩm chính đóng góp 80% doanh thu bao gồm tài sản kỹ thuật, cháy nổ, thân tàu, và hàng hóa, tương tự như tỷ trọng chung của ngành tái bảo hiểm.



Cơ cấu doanh thu Vinare

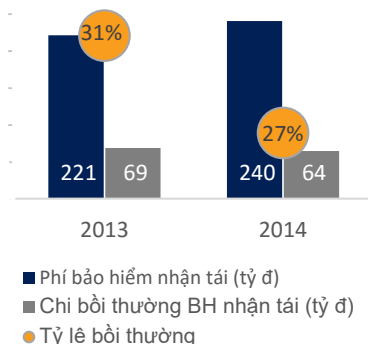


Cơ cấu phí giữ lại Vinare



Nguồn: BCTC Vinare, BSC tổng hợp

Hoạt động bảo hiểm hàng hóa - Vinare

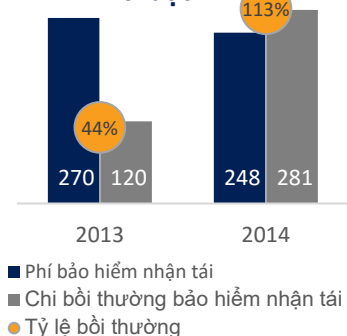


Bảo hiểm hàng hóa:

Mảng hàng hóa là mũi nhọn của công ty, với tỷ lệ giữ lại cao và tỷ lệ bồi thường ổn định.

- Đóng góp 16% doanh thu phí nhận tái và 33% doanh thu phí giữ lại
- Tăng trưởng 8% trong năm 2014
- Tỷ lệ giữ lại trung bình 2013-2014 = 70%
- Tỷ lệ bồi thường đạt 27% cho năm 2013 và 31% năm 2014, thấp hơn nhiều so với mức bồi thường chung của ngành tái bảo hiểm là 59%, do vậy đây là phân khúc đóng góp lớn vào lợi nhuận của Vinare.

Bảo hiểm tài sản kỹ thuật



Bảo hiểm tài sản kỹ thuật

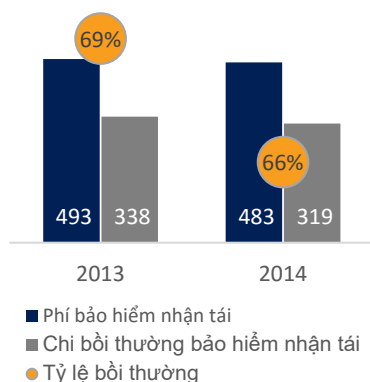
Mảng bảo hiểm tài sản kỹ thuật có tỷ lệ bồi thường tăng mạnh 2014

- Đóng góp 16% phí bảo hiểm nhận tái và 20% phí bảo hiểm giữ lại.
- Tỷ lệ nhượng tái ở mức 53% - 54%.
- Chi phí bồi thường năm 2014 tăng mạnh 135%, dưới ảnh hưởng của sự kiện bạo loạn Bình Dương, Hà Tĩnh và do bồi thường bổ sung từ tổn thất lụt Thái Lan năm 2011. Mức chi phí bồi thường dự kiến sẽ ở mức cao trong ngắn hạn liên quan đến các thiệt hại lớn 2014. Trong dài hạn, mức bồi

Nguồn: BCTC Vinare, BSC tổng hợp

Bảo hiểm cháy nổ

thường trung bình ở mức 40-44%, đưa lại lợi nhuận tốt cho Vinare

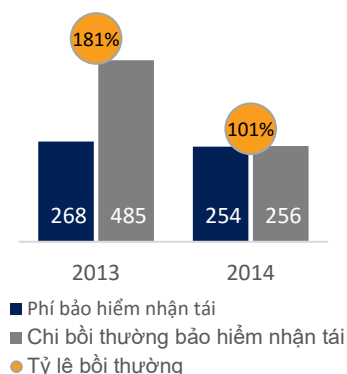


Bảo hiểm cháy nổ

Vinare đã theo đuổi chủ trương quản lý chặt chẽ hơn trong phân khúc bảo hiểm cháy nổ từ năm 2013.

- Đóng góp 31% phí bảo hiểm nhận tái và 18% phí giữ lại
- Công ty định hướng co hẹp nhận tái mảng bảo hiểm cháy nổ, khiến doanh thu giảm 2% trong năm 2014.
- Tỷ lệ nhượng tái cao = 78%
- Tỷ lệ bồi thường giảm từ 69% năm 2013 xuống còn 66% năm 2014, nhưng vẫn cao hơn mức bồi thường chung là 59% và chưa mang lại lợi nhuận của công ty.

Bảo hiểm thân tàu



Bảo hiểm thân tàu

Rủi ro cao và gặp nhiều khó khăn, nhưng gắn liền với bảo hiểm hàng hóa

- Đóng góp 12% trong cơ cấu doanh thu bảo hiểm gốc và 14% cơ cấu phí bảo hiểm giữ lại.
- Tỷ lệ nhượng tái ở mức 68-73% do mức rủi ro cao
- Tỷ lệ bồi thường ở mức 181% cho năm 2013 và 101% cho năm 2014.
- Tuy vậy, mảng thân tàu giúp cho công ty có thể thu về được các hợp đồng hàng hóa vận chuyển trên tàu, là một mảng sản phẩm mang lại lợi nhuận tốt cho công ty.

Nguồn: BCTC Vinare, BSC tổng hợp

Triển vọng hoạt động nhận tái

Hoạt động nhận tái có triển vọng khả quan, do sự kết hợp của sức tăng trưởng tốt trong ngành cùng với các chính sách mới của Vinare:

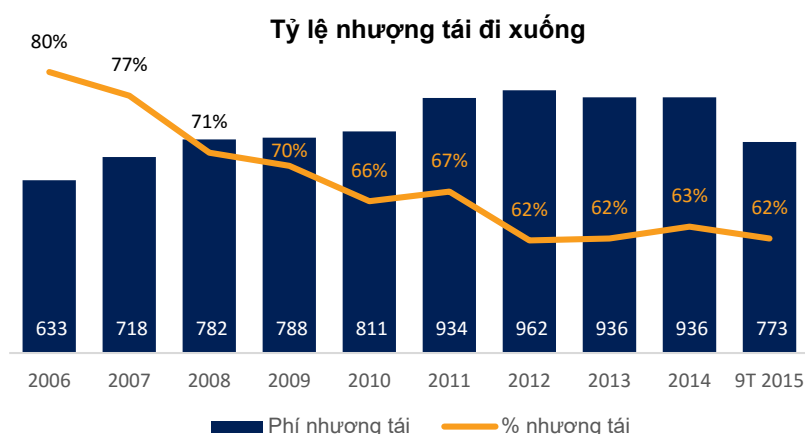
- **Động lực từ tăng trưởng của ngành:**
 - Các yếu tố tích cực của ngành như đã trình bày ở trên
 - Vị thế của Vinare giúp doanh nghiệp hưởng lợi từ việc phát triển các sản phẩm mới, như bảo hiểm nông nghiệp, bảo hiểm ung thư, bảo hiểm tàu cá, và đặc biệt là bảo hiểm tài sản công. Các sản phẩm này còn mới trên thị trường, có giá trị hợp đồng lớn do vậy khả năng được nhượng tái cao, là động lực phát triển tốt cho ngành tái bảo hiểm. Là doanh nghiệp tái bảo hiểm có mối liên hệ chặt chẽ với tất cả các công ty bảo hiểm trong ngành, Vinare đóng vai trò quan trọng trong việc thử nghiệm các sản phẩm. Hiện nay, Vinare là doanh nghiệp duy nhất thực hiện thử nghiệm tái bảo hiểm cho bảo hiểm nông nghiệp. Ngoài ra, các sản phẩm mới giúp đa dạng hóa rủi ro của ngành bảo hiểm nói chung.
- **Chú trọng quản lý rủi ro của Vinare giúp kiểm soát tỷ lệ bồi thường:** Thay đổi định hướng sang quản lý rủi ro chặt chẽ, Vinare đã có những biện pháp để tăng tính kiểm soát các sản phẩm bảo hiểm nhận về. Cụ thể, công ty có thành lập ban kiểm định rủi ro, làm việc trực tiếp với các doanh nghiệp bảo hiểm gốc trước khi ký kết hợp đồng bảo hiểm, qua đó kiểm định quy trình quản lý rủi ro của các hợp đồng ký kết. Thêm vào đó, Vinare tham gia vào hội đồng quản trị hoặc ban kiểm soát của một số các doanh nghiệp đầu ngành mà công ty đang có vốn góp, nhằm kiểm định chặt chẽ hơn các định

hướng hoạt động của các khách hàng chính. Các hoạt động này sẽ giúp doanh nghiệp kiểm soát tốt tỷ lệ bồi thường trong dài hạn.

- **Kế hoạch tăng vốn điều lệ:** Công ty đặt mục tiêu tăng vốn điều lệ lên 2,000 tỷ đồng vào năm 2020, qua đó gia tăng đáng kể khả năng tài chính và khả năng bảo hiểm của công ty trong dài hạn. Tuy vậy, Vinare vẫn chưa có kế hoạch cụ thể cho cách thức và lộ trình tăng vốn.

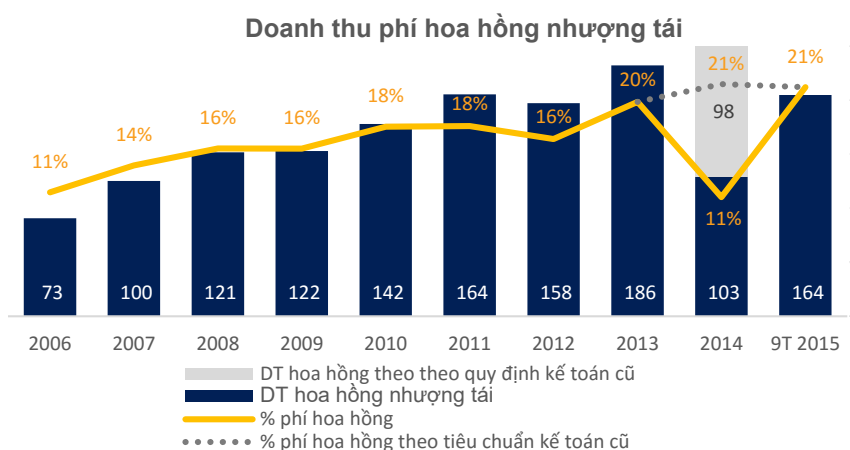
b) Hoạt động nhượng tái

Hoạt động nhượng tái bảo hiểm giúp Vinare phân tán rủi ro và mang lại nguồn thu ổn định. Công ty hiện đang nhượng tái cho các tập đoàn bảo hiểm trong lẫn ngoài nước.



Nguồn: BCTC Vinare, BSC tổng hợp

Tỷ trọng nhượng tái giảm dần. Trong năm 2014, công ty nhượng tái 935.8 tỷ đồng phí bảo hiểm, tương ứng với 62% tổng phí bảo hiểm nhận tái trong năm. Trong giai đoạn 2006-2014, tổng phí nhượng tái có mức tăng trưởng trung bình CAGR= 5.02%, nhưng tỷ lệ nhượng tái giảm mạnh từ mức 80% về còn mức 62%. Những lần tăng vốn điều lệ đã giúp tăng khả năng tài chính và khả năng bảo hiểm của Vinare, giúp cho công ty có thể giữ lại mức bảo hiểm cao hơn



Nguồn: BCTC Vinare, BSC tổng hợp

Doanh thu phí hoa hồng nhượng tái có mức tăng tốt giai đoạn 2012-9T 2015. Tương tự như chi phí hoa hồng nhận tái, doanh thu hoa hồng nhượng tái cũng chịu ảnh hưởng của việc thay đổi quy tắc kế toán năm 2014. Chiếu theo quy tắc kế toán trước đây, doanh thu phí hoa hồng nhượng tái của Vinare

trong 2014 là 201.12 tỷ, tăng trưởng +8.2% yoy. Trong 9 tháng đầu năm 2015, Vinare thu về 164 tỷ đồng doanh thu hoa hồng nhượng tái, +11.6% yoy

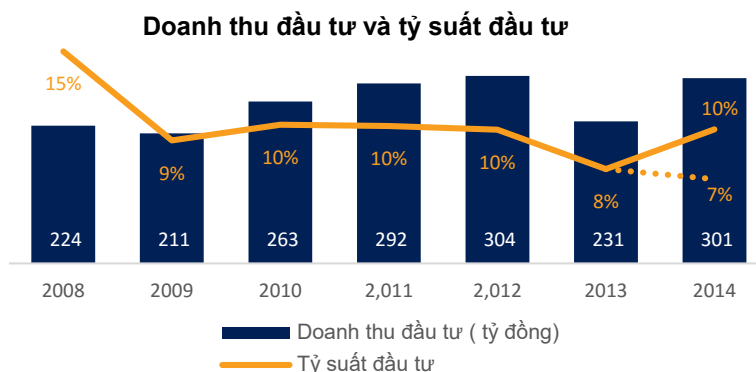
Tỷ lệ hoa hồng nhượng tái tăng dần qua các năm, từ 11% năm 2007 lên tới 21% năm 2014 – 9T2015. Tỷ lệ hoa hồng phản ánh mức rủi ro trong hoạt động nhận tái, tính cạnh tranh của thị trường và mối quan hệ giữa Vinare với các đối tác. Vinare có lợi thế lớn với 20 năm hoạt động trên thị trường và thiết lập các mối quan hệ đối tác với tất cả các doanh nghiệp bảo hiểm trên thị trường, là điều kiện để duy trì tỷ lệ hoa hồng ở mức cao. Ngoài ra, việc tỷ lệ hoa hồng nhượng tái tăng tốt qua các năm cho thấy động quản lý rủi ro hiệu quả hơn của Vinare. So sánh với PVI Re, mức hoa hồng của PVI Re nhận được là 18.5% năm 2013 và 18.9% năm 2014 (đã điều chỉnh thay đổi hạch toán kế toán), thấp hơn đáng kể so với các con số của Vinare.

Triển vọng hoạt động nhượng tái khả quan, theo mức tăng trưởng tốt của hoạt động nhận tái. Bề dày kinh nghiệm và các mối quan hệ được thiết lập với các doanh nghiệp trong và ngoài nước sẽ giúp Vinare duy trì được mức tăng trưởng của hoạt động này. Tỷ lệ hoa hồng nhượng tái được dự đoán tăng nhẹ qua từng năm, và giữ mức biên ổn định với tỷ lệ hoa hồng nhận tái.

2) Hoạt động đầu tư

Các doanh nghiệp bảo hiểm sử dụng nguồn tiền thu về từ hoạt động bảo hiểm, và từ vốn chủ sở hữu để đầu tư sinh lời. Và do lượng tiền thu về hàng năm là rất lớn, hoạt động đầu tư quyết định đến kết quả kinh doanh của Vinare với mức đóng góp khoảng 60 – 70% cơ cấu lợi nhuận.

Chuyển nhượng vốn đầu tư làm doanh thu đầu tư tăng mạnh trong 2014. Trong năm 2014, doanh thu đầu tư của Vinare đạt 300.6 tỷ đồng, tăng trưởng 30% yoy, nhờ vào phần doanh thu đột biến 90.8 tỷ đồng từ việc chuyển nhượng 25% trong tổng số 50% tỷ lệ sở hữu tại Công ty TNHH Bảo Hiểm SamSung Vina. Nếu loại trừ đột biến này, hoạt động đầu tư mang lại 209.9 tỷ đồng trong năm 2014, giảm 9% yoy và tương ứng mức hiệu suất đầu tư 7.0%. Nhìn chung, Vinare có một hệ thống đầu tư khá cẩn trọng, với chú trọng góp vốn với các doanh nghiệp tài chính khác. Hoạt động đầu tư được quyết định bởi tổng giá trị đầu tư, và cơ cấu đầu tư.

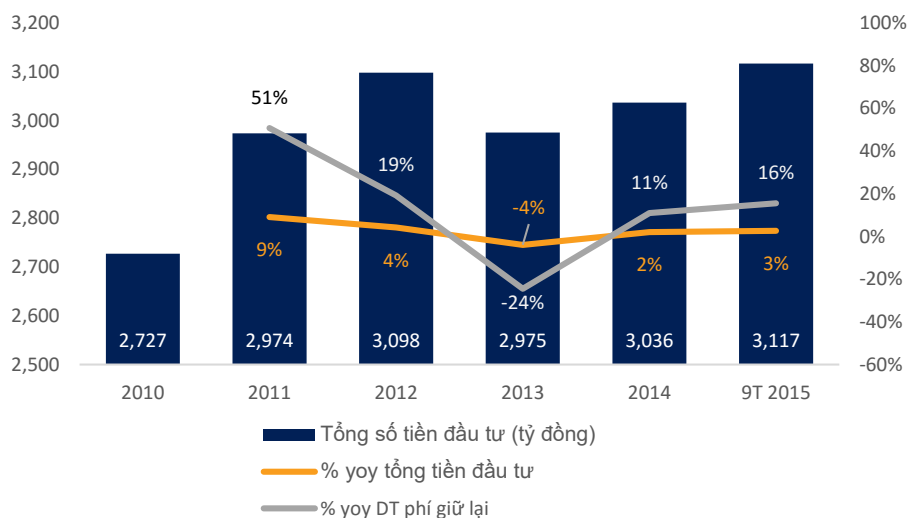


Nguồn: BCTC Vinare, BSC tổng hợp

a) **Tổng giá trị đầu tư**

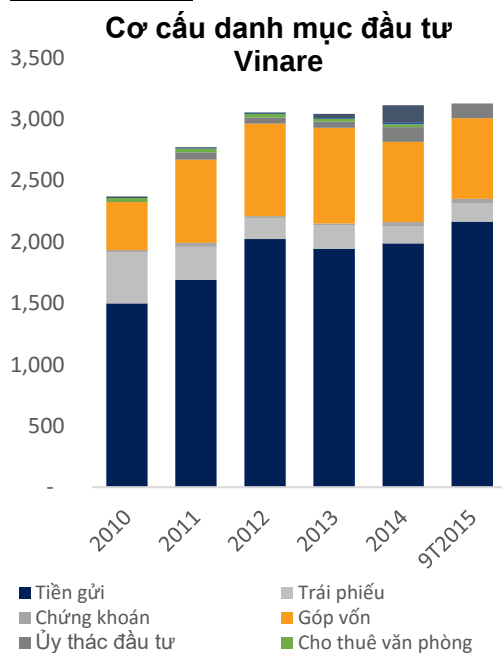
Tổng giá trị đầu tư của Vinare biến động cùng chiều với mức tăng trưởng doanh thu phí giữ lại, với biên độ thấp hơn. Tổng giá trị đầu tư đạt mức tăng 6.5% trong giai đoạn 2010-2012. Trong năm 2013, định hướng phát triển bền vững và quản lý rủi ro chặt chẽ, khiến doanh thu phí giữ lại giảm mạnh -24%, dẫn đến tổng lượng tiền đầu

tư giảm -4%. Con số này tăng nhẹ 2% trong năm 2014 với sự hồi phục trong mức phí bảo hiểm nhận tái. Tại thời điểm cuối Q3/2015, tổng giá trị đầu tư của Vinare đạt 3,117 tỷ đồng, tăng 3% so với khoản tiền đầu tư thời điểm cuối năm 2014.

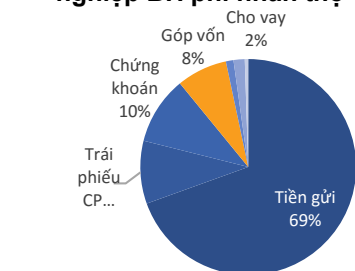


Nguồn: BCTC VNR, BSC tổng hợp

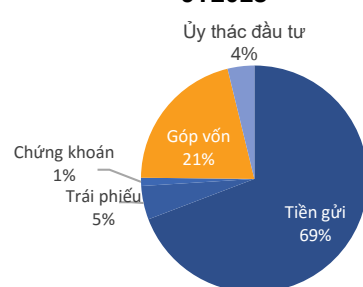
b) Cơ cấu đầu tư



Cơ cấu đầu tư các doanh nghiệp BH phi nhân thọ



Danh mục đầu tư Vinare - 9T2015



Nguồn: BCTN Vinare, BSC tổng hợp

Do đặc thù của ngành bảo hiểm, Vinare có định hướng đầu tư cân trọng nhưng khá linh hoạt phù hợp với hoạt động của công ty. Vinare đầu tư 64% tổng danh mục vào tiền gửi, là mức thấp so với con số 69% của ngành bảo hiểm phi nhân thọ nói chung. Thay vào đó, Vinare khá linh động trong hoạt động đầu tư, thể hiện ở sự dịch chuyển tỷ trọng đầu tư từ trái phiếu sang góp vốn vào doanh nghiệp khác. Trong năm 2014, thương vụ thoái vốn khoản Samsung Vina đã làm giảm mức tỷ trọng này xuống còn 21%, vẫn ở mức cao so với mức chung của ngành. Mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp trong những năm vừa qua khiến trái phiếu trở nên kém hấp dẫn là lý do cho sự dịch chuyển tỷ trọng này.

Cơ cấu đầu tư góp vốn của Vinare tập trung ở các doanh nghiệp bảo hiểm và ngân hàng. Công ty hiện đang góp vốn vào 9 doanh nghiệp, trong đó có 6 doanh nghiệp bảo hiểm, 1 công ty chứng khoán, 1 ngân hàng và 1 khách sạn.

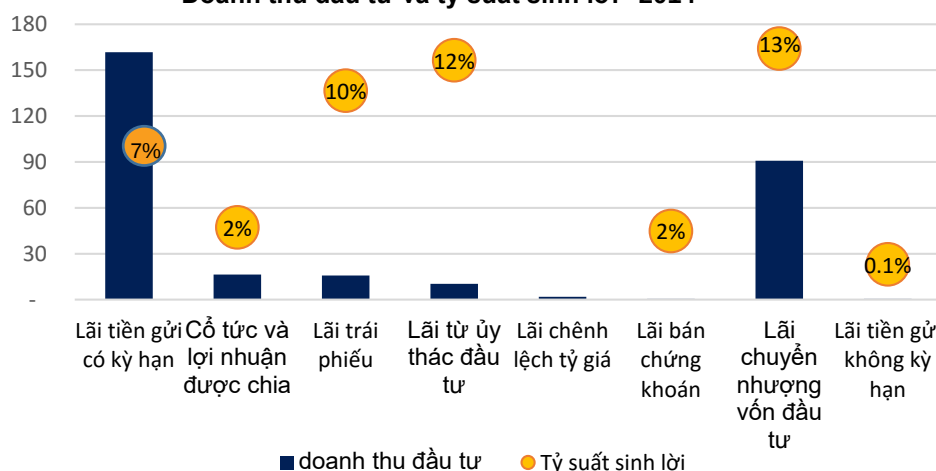
- 58% tổng giá trị góp vốn của Vinare được đầu tư ở ngân hàng Tiên Phong (TPBank), là doanh nghiệp được thành lập năm 2008 bởi FPT, MobiFone và Vinare. Ngân hàng TP Bank đã có kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2014 và 6T2015, thoát khỏi tình trạng lỗ lũy kế vào tháng 6/2015, với mức tăng trưởng LNTT 30.8% yoy.
- Việc tập trung vốn vào các doanh nghiệp bảo hiểm, cũng là những đối tác của Vinare mang lại lợi thế khi công ty có quyền kiểm soát nhất định đến với các hoạt động của các đối tác. Tuy nhiên, việc tập trung đầu tư vào ngành bảo hiểm có thể khiến công ty chịu ảnh hưởng lớn nếu có một sự kiện ảnh hưởng đến ngành bảo hiểm nói chung. Danh sách các doanh nghiệp Vinare đầu tư góp vốn như sau:

Tên doanh nghiệp	% vốn góp	Giá trị vốn góp (tỷ đ)	Giá trị thị trường (tỷ đ) / ghi chú
Tổng CTCP Bảo Hiểm Petrolimex	8.8%	59.3	109.6
Tổng CTCP Bảo hiểm Bưu Điện	7.1%	38.4	138.7
CTCP Bảo hiểm Toàn cầu	4.4%	17.6	Trích lập dự phòng đầu tư đến hết 2014 là 6.5 tỷ đ
CTCP Bảo hiểm Phú Hưng	2.4%	8	
CTCP Bảo hiểm Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn	8.4%	32	38.3
CTCP Bảo hiểm Hùng Vương	10.0%	30	
CTCP Chứng khoán Đại Nam	3.6%	2.7	
Khách sạn Sài Gòn - Hạ Long	6.0%	6	
Ngân hàng Thương mại Cổ phần Tiên Phong	5.5%	278	

Nguồn: BCTN Vinare, BSC tổng hợp

Xét về cơ cấu doanh thu, lãi tiền gửi có kỳ hạn đóng góp trọng yếu, với 65% tổng số tiền được đầu tư vào các khoản tiền gửi. Cũng như các doanh nghiệp bảo hiểm khác, Vinare đang chịu ảnh hưởng khi doanh thu mặt bằng lãi suất đang ở mức thấp. Lợi nhuận từ hoạt động góp vốn mang lại đột biến trong năm 2014 với 91 tỷ đồng, đóng góp 19% tổng lợi nhuận tài chính.

Doanh thu đầu tư và tỷ suất sinh lời - 2014



Nguồn: BCTN Vinare, BSC tổng hợp

Triển vọng cho mảng đầu tư tài chính khả quan hơn từ 2017:

- **Kết quả kinh doanh tích cực của các công ty góp vốn:** Với triển vọng khả quan cho ngành bảo hiểm nói chung, 6/9 doanh nghiệp góp vốn của Vinare dự kiến sẽ có kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2015 và 2016.
- **Nguồn tiền đầu tư được dự báo tăng nhẹ** theo mức tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm giữ lại.
- **Tỷ suất đầu tư của Vinare được dự đoán giảm nhẹ trong năm 2016**, về mức 7.1%, do các khoản đầu tư dài hạn với lãi suất cao trong quá khứ đã hết hạn, và sẽ phải tái đầu tư ở mặt bằng lãi suất thấp. Chúng tôi dự báo lãi suất duy trì ở mức thấp trong quý 4/2015 và sẽ tăng lên trong năm 2016, khi Fed tăng lãi suất gây áp lực lên tỷ giá và lãi suất Việt Nam, qua đó lãi suất đầu tư cũng được cải thiện dần lên 8.4% vào năm 2018.

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

	2012	2013	2014	9T 2015	PVI Re - 2014	TB các DN tái bảo hiểm quốc tế
Cơ cấu tài sản						
% tài sản ngắn hạn	74.9%	74.3%	81.3%	84.6%	98.5%	
% tài sản dài hạn	25.1%	25.7%	18.7%	15.4%	1.5%	
Cơ cấu nguồn vốn						
% nợ ngắn hạn	24.7%	30.6%	14.6%	17.4%	19.5%	
% dự phòng BH	19.0%	15.1%	41.0%	42.7%	60.0%	
% nợ dài hạn	0.4%	0.4%	0.1%	0.1%	0.0%	
% VCSH	55.1%	53.2%	43.9%	39.8%	20.5%	
Khả năng sinh lời						
% LN gộp bảo hiểm	2.5%	6.2%	3.5%	2.6%	2.2%	3%
Hệ số LNTT/DTT	19.4%	24.4%	28.2%	19.0%	7.7%	
ROA	6.1%	6.6%	5.5%		2.6%	
ROE	11.0%	12.4%	12.6%		12.7%	
Khả năng hoạt						
Tỷ lệ bồi thường BH giữ lại	57.6%	40.8%	59.7%	55.9%	55.4%	59%
Hệ số kết hợp(*)	93.5%	83.7%	90.4%	96.2%	97.8%	97%

(*) Hệ số kết hợp được BSC tính toán = (Tổng chi phí kinh doanh bảo hiểm + chi phí quản lý doanh nghiệp)/Doanh thu thuần

Nguồn: Báo cáo tài chính VNR, BSC tổng hợp

Để đánh giá vào sự hiệu quả của việc sử dụng vốn và hiệu quả kinh doanh của Vinare, chúng tôi tập trung phân tích bốn điểm chính sau: **(1)** Cơ cấu Tài sản, **(2)** Khả năng sinh lời, **(3)** Năng lực hoạt động, và **(4)** Khả năng thanh toán.

- a) **Tổng tài sản tăng nhẹ qua các năm, nhưng tăng mạnh vào năm 2014 dưới tác động của thông tư 232 quy định về việc trích lập dự phòng bảo hiểm.** Thông tư 232 của Bộ tài chính yêu cầu tách biệt các khoản dự phòng nghiệp vụ giữa hoạt động bảo hiểm gốc và hoạt động nhượng tái bảo hiểm, khiến Vinare phải ghi nhận thêm vào tổng tài sản và tổng nợ 1,695 tỷ đồng dự phòng nghiệp vụ. Sự ghi nhận này làm giá trị tài sản ngắn hạn tăng mạnh từ 3,393 tỷ (2013)

lên 4,907 tỷ đồng (2014). Lưu ý rằng nếu theo tiêu chuẩn kế toán trước đây, tổng tài sản năm 2014 chỉ tăng 5%, là mức tăng hợp lý so với quá trình tăng tổng tài sản của Vinare.

Vinare có mức tài sản dài hạn cao hơn hẳn so với PVI re, do công ty có giá trị đầu tư dài hạn cao, đặc biệt là ở các khoản đầu tư góp vốn doanh nghiệp. Đây cũng là điểm khác biệt của Vinare đối với các doanh nghiệp bảo hiểm khác.

- b) Cơ cấu nợ của Vinare chủ yếu là các khoản dự phòng bồi thường. chiếm đến hơn 70% tổng nợ của doanh nghiệp.** Vinare thực hiện việc trích dự phòng dao động lớn bằng 3% tổng phí bảo hiểm giữ lại, là mức cao nhất trong quy định của bộ Tài Chính trong Thông Thư 194. Việc trích dự phòng giao động lớn cao mặc dù ảnh hưởng đến lợi nhuận ghi nhận của doanh nghiệp, nhưng giúp nâng cao khả năng tài chính.
- c) Tỷ lệ bồi thường ở và hệ số kết hợp của Vinare hiện đang ở mức trung bình** so với các doanh nghiệp tái bảo hiểm trên thế giới trong năm 2014. Tuy nhiên do các thay đổi kế toán làm giảm mạnh chi phí hoa hồng, hệ số kết hợp của VNR thấp hơn đáng kể, ở mức 90.4% trong năm 2014. Trong 9 tháng 2015, tỷ lệ bồi thường được kiểm soát tốt hơn và về mức 55.4%, trong khi hệ số kết hợp về mức xấp xỉ trung bình, khoảng 96.2%.
- d) Khả năng hoạt động tốt giúp duy trì khả năng sinh lời ở mức cao.** Biên lợi nhuận gộp hoạt động bảo hiểm, đạt mức trung bình 3.4% giai đoạn 2011-9T2015. Trong đó năm 2013 có mức lợi nhuận biên rất cao, lên tới 6.2% nhờ tỷ lệ bồi thường thấp (41%) và việc quản lý chi phí hoạt động ở mức tốt. Nếu loại trừ năm 2013, hoạt động bảo hiểm gốc mang lại khoảng 2.2 - 2.6% doanh thu phí nhận tái, là mức trung bình so với mức 3% chung của ngành tái bảo hiểm trên thế giới.
- e) Biên LNTT của doanh nghiệp đạt mức trung bình 25% doanh thu phí nhận tái giai đoạn 2011-9T2015.** Biên lợi nhuận của doanh nghiệp có nhiều biến động qua các năm, do phụ thuộc vào tỷ lệ bồi thường, các quy chuẩn kế toán, cũng như lợi nhuận bất thường ghi nhận. Biên lợi nhuận năm 2014 đạt mức cao nhất 28% nhờ vào phần đóng góp đáng kể của việc bán 25% vốn góp vào Vina Samsung. Trong 9 tháng đầu 2015, mức biên lợi nhuận trước thuế của công ty giảm về 19%, vẫn cao hơn nhiều so với mức chung của ngành. Biên lợi nhuận của Vinare cao hơn so với ngành do (1) Hiệu quả trong hoạt động đầu tư với cơ chế đầu tư linh hoạt (2) Khả năng ghi nhận tỷ lệ hoa hồng cao (3) Mức bồi thường được kiểm soát tốt

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Tăng trưởng bền vững trong năm 2016. Chúng tôi ước tính doanh thu phí bảo hiểm nhận tái có thể đạt 1,833.4 tỷ đồng (+16% yoy), với tỷ lệ nhượng tái duy trì ở mức trung bình những năm gần đây là 63%. LNTT ước đạt 278.7 tỷ đồng, trong đó lợi nhuận gộp từ hoạt động bảo hiểm ước đạt 29 tỷ, và lợi nhuận tài chính đạt 201.9 tỷ đồng. Tỷ suất đầu tư dự kiến giảm trong năm 2016 về mức 7.1% , do các khoản đầu tư trong quá khứ với lãi suất cao đã hết hạn, và ảnh hưởng của mặt bằng lãi suất thấp sẽ phản ánh lên hoạt động đầu tư.

Giai đoạn 2017-2020: Những yếu tố tích cực về mặt dài hạn bao gồm (1) các yếu tố hỗ trợ từ thị trường như sự hoàn thiện hóa về luật pháp và tác dụng của các văn bản luật lên thị trường bảo hiểm (2) mặt bằng lãi suất dự kiến được cải thiện từ năm 2016 sẽ hỗ trợ phân khúc đầu tư tăng dần lên (3) tăng vốn điều lệ

lên 2,000 tỷ đồng giúp công ty có thể giữ lại mức phí bảo hiểm cao hơn và nâng cao nguồn vốn đầu tư.

Các kết quả kinh doanh được dự báo dựa trên những giả định sau:

Doanh thu bảo hiểm gốc	
BH hàng hóa	Tăng trưởng 18% năm 2016 và đạt mức tăng CAGR giai đoạn 2016 – 2020 là 14%, nhờ vào triển vọng khả quan từ các hiệp định thương mại đẩy mạnh xuất nhập khẩu
BH thân tàu	Tăng 2% vào năm 2016 và tăng dần mức 5% vào 2020, là mức cân bằng để thu hút được bảo hiểm hàng hóa đi kèm, và không chịu quá nhiều rủi ro từ mảng thân tàu
BH tài sản kỹ thuật	Tăng 10% vào 2016 và giảm dần về 7% vào năm 2019, do các hiệp ước thương mại dự kiến thu hút nguồn vốn FDI vào Việt Nam, nâng cao xây dựng cơ sở hạ tầng
BH cháy nổ	Tăng 12% năm 2016 và đạt CAGR 2016-2020= 7%
Khác	Có mức tăng trưởng bền vững khoảng 14-20%, là mức tăng chung của ngành bảo hiểm gốc. Trong dài hạn có tiềm năng lớn với sự ra đời của các sản phẩm mới.
Tỷ lệ bồi thường	
BH hàng hóa	Duy trì xung quanh mức 29-30%
BH thân tàu	Ở mức cao trung bình 141% trong năm 2016, nhưng giảm dần về 90% năm 2019
BH hàng hóa	Duy trì xung quanh mức 29-30%
BH tài sản kỹ thuật	Ở mức cao 60% do trong năm 2016, do tiếp tục chi trả các thiệt hại của các năm trước, và giảm dần về 65% của thị trường
BH cháy nổ	Năm 2016 ở mức 66%, tương đương với mức của 2015 và mức chung của thị trường. Tỷ lệ BT giảm dần về 50% năm 2019
Hoạt động đầu tư	
Lãi suất	Lãi suất tiền gửi ở mức thấp trong khoảng 1.5%- 7%/năm cho năm 2015, tăng nhẹ dần lên đến mức giao động 1.7% - 9% tùy thời hạn gửi
Cơ cấu đầu tư	Tỷ trọng đầu tư vào chứng khoán tăng dần lên mức 9% năm 2019 Tỷ trọng đầu tư vào tiền gửi tăng nhẹ từ lên mức 70% , là mức chung của ngành
Chi phí	
Tỷ lệ hoa hồng	Tăng dần từ mức 20% hiện tại lên 23% vào năm 2019
Chi phí quản lý doanh nghiệp	Duy trì ở mức 14-15% doanh thu thuần
Cổ tức	
Cổ tức	Giảm về mức 12% năm 2018 và 2019

ĐỊNH GIÁ

Quan điểm đầu tư: Chúng tôi khuyến nghị **MUA** trung và dài hạn cổ phiếu **VNR** với giá mục tiêu 1 năm là **21,800 đồng/cp**, tăng **9.2%** so với mức giá đóng cửa ngày **27/1/2016** theo phương pháp định giá **P/B**, **P/E** và phương pháp **DDM** (*dividend discount model*)

Báo cáo sử dụng các chỉ số P/B và P/E của các doanh nghiệp Việt Nam và trong khu vực có hoạt động bảo hiểm phi nhân thọ và tái bảo hiểm. Để đưa về mức rủi ro tương đương khi so sánh giữa các quốc gia với nhau, báo cáo đã discount P/E và P/B tương ứng với mức độ rủi ro của mỗi quốc gia,

được biểu thị bằng Market risk premium lấy từ nguồn: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

1. Phương pháp P/B

BV 2016 của VNR ước tính đạt 24,730 VND. Giá trị BV này đã được điều chỉnh từ các khoản (1) Một số các mã chứng khoán niêm yết trong mục góp vốn đầu tư được điều chỉnh theo giá thị trường ngày 31/12/2015, với tổng giá trị được điều chỉnh tăng là 156.9 tỷ đồng. (2) khoản đầu tư vào công ty liên kết Samsung Vina ở mức 167 tỷ đồng được điều chỉnh theo mức giá thị trường mà Vinare thoái vốn năm 2014 là 215.8 tỷ đồng.

Tên doanh nghiệp	BV	MV	Giá trị điều chỉnh
Tổng CTCP Bảo Hiểm Petrolimex	59.3	109.6	50.3
Tổng CTCP Bảo hiểm Bưu Điện	38.4	138.7	100.3
CTCP Bảo hiểm NH Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn	32	38.3	6.3
Tổng giá trị điều chỉnh			156.9

- P/B lấy bằng 0.92, là giá trị P/B trung bình của các doanh nghiệp trong nước và khu vực, sau khi discount theo MRP.

=> **Giá hợp lý cho mỗi cổ phiếu VNR theo P/B là 22,800 VND**

2. Phương pháp P/E

- EPS 2016 ước tính đạt 1,687 đồng
- P/E = 10.62, là giá trị P/E trung bình của các doanh nghiệp trong nước và khu vực, sau khi discount theo MRP

=> **Giá hợp lý cho mỗi cổ phiếu VNR theo P/E là 18,000 VND**

3. Phương pháp DDM

Rm	12.50%
Rf	6.70%
Beta	0.6
Re	10.2%
g	3.5%

Vinare đã duy trì mức cổ tức cao so với các doanh nghiệp bảo hiểm trong ngành. Công ty hiện đang chi trả cổ tức 15% và dự kiến sẽ giảm dần về mức 12% trong năm 2018. Chúng tôi định giá VNR bằng phương pháp DDM qua 2 giai đoạn

- Mức chi trả cổ tức giảm dần từ 1,500 đồng hiện nay về 1,200 đồng vào năm 2018 và 2019, theo định hướng của Vinare sẽ tích lũy nguồn vốn để phục vụ hoạt động kinh doanh. Mức chi trả cổ tức được ước tính như sau:

2015	2016	2017	2018	2019
1500	1500	1300	1200	1200

- Kể từ 2020, mức cổ tức chi trả được giả định tăng 3.5%/năm, tương ứng với mức tăng bền vững của lợi nhuận sau thuế.

Theo đó, giá trị cổ phiếu dự trên phương pháp DDM cho 1 cổ phiếu VNR là **21,800 VND**

Tổng hợp các phương pháp định giá: Do các doanh nghiệp bảo hiểm có nhiều biến động trong EPS và dòng tiền hoạt động do vậy giá hợp lý

theo phương pháp P/B có độ tin cậy cao hơn các phương pháp còn lại.
Cụ thể:

Phương pháp	Giá hợp lý	Trọng số	Giá mục tiêu
P/B	22,800	60%	21,800
P/E	18,000	20%	
DDM	23,000	20%	

PHỤ LỤC

1. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH GIAI ĐOẠN 2015-2019

(triệu đồng)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh Thu phí bảo hiểm	1,611,247	1,736,988	1,922,451	2,094,198	2,290,843	2,542,252
Phí nhượng tái bảo hiểm	-1,012,567	-1,067,008	-1,180,372	-1,279,205	-1,388,098	-1,534,475
Doanh thu phí bảo hiểm thuần	598,680	669,980	742,079	814,993	902,745	1,007,777
Hoa hồng nhượng tái bảo hiểm và doanh thu khác	528,612	596,521	666,486	735,707	798,159	896,589
Doanh Thu thuần Hoạt động kinh doanh bảo hiểm	1,127,292	1,266,500	1,408,565	1,550,700	1,700,904	1,904,366
Chi bồi thường	-1,102,207	-1,141,691	-1,130,498	-1,137,140	-1,186,266	-1,307,685
Thu bồi thường nhượng tái bảo hiểm	787,777	832,266	832,162	818,691	846,740	920,685
Giảm (Tăng) dự phòng bồi thường bảo hiểm gốc và nhận tái bảo hiểm	-126,283	-238,210	-181,165	-214,896	-226,208	-346,957
Tăng dự phòng bồi thường nhượng tái bảo hiểm	126,038	186,872	115,329	147,591	138,949	248,765
Tổng chi bồi thường bảo hiểm	-1,017,987	-1,148,853	-1,232,519	-1,346,195	-1,477,289	-1,665,491
Tăng giảm dự phòng giao động lớn	-82,292	-88,655	-100,008	-111,650	-122,465	-137,114
Chi phí khác	-684,630	-767,130	-845,265	-935,085	-1,022,383	-1,148,744
Tổng chi phí HDKD bảo hiểm	-1,100,280	-1,237,508	-1,332,527	-1,457,846	-1,599,754	-1,802,606
Lợi nhuận gộp HĐKD bảo hiểm	27,012	28,993	76,038	92,854	101,150	101,760
Lợi nhuận gộp HĐ Tài chính	199,986	201,952	235,039	258,668	248,198	253,809
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	226,998	230,945	311,077	351,522	349,348	355,569
Lợi nhuận khác	12,882	12,882	12,882	12,882	12,882	12,882
Tổng LN trước thuế	259,000	278,723	360,600	402,877	402,627	410,867
EPS/share ('000 VND)	1,567	1,687	2,174	2,430	2,428	2,478

2. DỰ BÁO BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN GIAI ĐOẠN 2015 – 2020

(Triệu đồng)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
TÀI SẢN NGẮN HẠN	4,907,420	5,472,798	6,121,142	6,705,630	7,395,580	8,091,374	9,079,223
Tiền và tương đương tiền	904,588	501,695	641,766	889,317	1,143,719	1,461,944	1,815,224
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	1,135,096	1,911,443	1,997,539	2,056,415	2,146,296	2,184,398	2,246,882
Các khoản phải thu ngắn hạn	1,025,961	1,110,032	1,258,708	1,366,863	1,495,157	1,630,203	1,837,337
Hàng tồn kho	136	54	54	60	60	65	68
Tài sản ngắn hạn khác	145,821	146,218	165,155	178,605	195,025	211,456	237,768
Tai san tai bao hiem	1,695,818	1,803,356	2,057,920	2,214,371	2,415,323	2,603,308	2,941,944
TÀI SẢN DÀI HẠN	1,127,090	1,070,995	1,118,787	1,150,552	1,187,000	1,224,760	1,227,686
Tài sản cố định	47,856	43,318	40,297	38,415	37,389	37,008	37,113
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	981,535	931,394	983,624	1,018,689	1,057,580	1,097,138	1,108,108
Bất động sản đầu tư	16,652	15,235	13,818	12,401	10,983	9,566	8,149
Tài sản dài hạn khác	82,465	82,465	82,465	82,465	82,465	82,465	82,465
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	6,034,510	6,543,794	7,239,929	7,856,182	8,582,580	9,316,134	10,306,909
NỢ PHẢI TRẢ	3,355,474	3,709,951	4,203,830	4,554,077	4,978,357	5,408,679	6,089,696
Nợ ngắn hạn	879,016	1,099,564	1,249,526	1,343,413	1,463,250	1,576,017	1,775,896
Nợ dài hạn	2,476,458	2,610,387	2,954,304	3,210,665	3,515,107	3,832,662	4,313,799
VỐN CHỦ SỞ HỮU	2,679,036	2,833,843	3,036,099	3,302,105	3,604,223	3,907,454	4,217,213
TỔNG NGUỒN VỐN	6,034,510	6,543,794	7,239,929	7,856,182	8,582,580	9,316,134	10,306,909
Giá trị sổ sách ('000 VND)	20,197	21,620	23,163	25,192	27,497	29,811	32,174

(*)Giá trị sổ sách chưa điều chỉnh các khoản đầu tư theo giá thị trường

3. DANH SÁCH CÁC DOANH NGHIỆP TÁI BẢO HIỂM SO SÁNH VỚI VNR

Mã CP		Tỷ lệ chi phí	Tỷ lệ bồi thường	Hệ số kết hợp
SRE SP Equity	SINGAPORE REINSURANCE CORP	28%	60%	87%
KNRE KN Equity	KENYA REINSURANCE CORP LTD	29%	60%	88%
BCRH US Equity	BLUE CAPITAL REINSURANCE HOL	28%	39%	67%
KUWAITRE KK Equity	KUWAIT REINSURANCE CO KSC	36%	74%	110%
PAKRI PA Equity	PAKISTAN REINSURANCE CO	20%	58%	78%
CONTINSU NL	CONTINENTAL REINSURANCE PLC	42%	48%	90%
NRCP PM Equity	NATIONAL REINSURANCE CORP PH	44%	101%	144%
AOREF US Equity	AMERICAN OVERSEAS GROUP LTD	64%	35%	99%
2851 TT Equity	CENTRAL REINSURANCE CO LTD	31%	62%	93%
Swiss Re		29%	55%	84%
Average		35%	59%	94%

4. DANH SÁCH CÁC DOANH NGHIỆP TÁI BẢO HIỂM LÀM THAM CHIẾU CHO ĐỊNH GIÁ P/E; P/B

Ticker	Name	Mkt Cap (VND)	Country	P/B	P/E	MRP to US	MRP to VNM	Discount ed P/E	Discounted P/B
VNR VN Equity	VIETNAM NATIONAL REINSURANCE	2,608,411	VN	1.1	10.0	13%	0%	10.02	1.12
Y US Equity	ALLEGHANY CORP	156,737,850	US	1.0	14.4	6%	-7%	13.47	0.92
WTM US Equity	WHITE MOUNTAINS INSURANCE GP	89,322,920	US	1.1	75.2	6%	-7%	70.13	1.07
FFH CN Equity	FAIRFAX FINANCIAL HLDGS LTD	264,494,255	CA	1.1	25.5	6%	-7%	23.78	1.06
SCR FP Equity	SCOR SE	145,689,958	FR	1.0	9.9	7%	-6%	9.33	0.92
MUV2 GR Equity	MUENCHENER RUECKVER AG-REG REINSURANCE	686,377,471	GE	0.9	9.2	6%	-7%	8.55	0.86
RGA US Equity	GROUP OF AMERICA	117,196,677	US	1.0	9.2	6%	-7%	8.57	0.89
THRE TB Equity	THAI REINSURANCE PUB CO LTD	6,915,430	TH	2.2	4.9	8%	-4%	4.72	2.08
HNR1 GR Equity	HANNOVER RUECK SE	278,675,306	GE	1.4	10.7	6%	-7%	9.98	1.33
TLX GR Equity	TALANX AG CENTRAL	157,006,590	GE	0.8	8.6	6%	-7%	8.06	0.78
2851 TT Equity	REINSURANCE CO LTD	5,362,919	TA	0.9	11.3	7%	-6%	10.62	0.88
BMI VN Equity	BAOMINH INSURANCE CORP	2,067,942	VN	0.8	14.9	13%	0%	14.87	0.75
1508 HK Equity	CHINA REINSURANCE GROUP CO-H	220,810,955	CH		10.3	7%	-6%	9.70	
PVI VN Equity	PVI HOLDINGS	5,495,435	VN	0.7	16.7	13%	0%	16.67	0.68
BVH VN Equity	BAO VIET HOLDINGS	33,343,100	VN	2.6	26.5	13%	0%	26.47	2.56
PTI VN Equity	POST&TELECOM JS INSURANCE CO	1,752,626	VN	0.9	15.2	13%	0%	15.20	0.92

SREN VX									
Equity	SWISS RE AG	742,084,276	SZ	1.0	7.9	6%	-7%	7.33	0.91
PGI VN	PETROLIMEX								
Equity	INSURANCE CORP	1,148,026	VN	1.2	11.7	13%	0%	11.70	1.19
BIC VN	BIDV INSURANCE								
Equity	CORPORATION	1,817,792	VN	2.0	13.4	13%	0%	13.44	1.95
Median	Median	70,813,309		1.0	10.5			10.62	0.92

MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư

Lê Thị Hải Đường

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn

Trưởng Phòng Phân tích

Trần Thăng Long

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được