

BÁO CÁO NGẮN- TỔNG CÔNG TY TÁI BẢO HIỂM QUỐC GIA VIỆT NAM (VNR-HNX)

Báo cáo ngắn 29/06/2016

Khuyến nghị	Mua
Giá mục tiêu (VND)	27.000
Tiềm năng tăng giá	50%
Cổ tức (VND)	15%
Lợi suất cổ tức	5,5%

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



Thông tin cổ phiếu, ngày 29/06/2016

Giá hiện tại (VND)	17.700
Số lượng CP niêm yết	131.075.937
Vốn điều lệ (tỷ VND)	1310 tỷ
Vốn hóa TT(tỷ VND)	2480 tỷ
Khoảng giá 52 tuần (VND)	16.100-19.600
% sở hữu nước ngoài	33.95%
% giới hạn sở hữu NN	49%

Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2013	2014	2015
EPS (vnd)	2981	2987	1851
BVPS (vnd)	24117	20197	20242
Cổ tức (vnd)	1000	1500	1500
ROA (%)	6.85	6.32	3.9
ROE (%)	12.65	13.19	9.15

Hoạt động chính

Tổng công ty Tái bảo hiểm Việt nam (VNR) là doanh nghiệp số 1 trong lĩnh vực tái bảo hiểm tại Việt nam. Công ty có sức khỏe tài chính tốt nhất trong hệ thống các công ty bảo hiểm tại Việt Nam, là một trong những doanh nghiệp đầu tiên được tổ chức xếp hạng tín nhiệm A.M. Best đánh giá tại thị trường bảo hiểm Việt Nam.

Nguồn: MBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG KINH DOANH LẠC QUAN– ĐỊNH GIÁ HẤP DẪN

Tổng Công ty Tái Bảo Hiểm Quốc Gia (VNR) là công ty hoạt động trong nhiều năm trong lĩnh vực tái bảo hiểm, là một lĩnh vực kinh doanh có điều kiện và mức độ cạnh tranh thấp hơn nhiều so với bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ.

Với định giá cổ phiếu hấp dẫn và các nhân tố tăng trưởng từ việc bán phần vốn của SCIC tại VNR, thanh khoản cổ phiếu cải thiện, nền tảng tăng trưởng mạnh mẽ của ngành bảo hiểm trong những năm gần đây cũng như việc hoạt động đầu tư của VNR sẽ được cải thiện với xu hướng tăng trở lại của lãi suất vào nửa cuối năm 2016, chúng tôi khuyến MUA đối với cổ phiếu VNR cho mục đích đầu tư trung hạn.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị Mua đối với cổ phiếu của Tổng Công ty Tái bảo hiểm quốc gia với mức định giá hợp lý là 27.000 đ/ cổ phiếu (tăng giá 50%) dựa trên các yếu tố sau:

- Công ty có vị thế vững mạnh trên thị trường tái bảo hiểm là một lĩnh vực kinh doanh phức tạp, có điều kiện.
- Tăng trưởng mạnh mẽ của ngành bảo hiểm những năm qua mở ra cơ hội tăng trưởng cho VNR trong lĩnh vực tái bảo hiểm.
- Định giá hấp dẫn, chênh lệch giữa thị giá và giá trị cổ phiếu có khả năng sớm thu hẹp sau các động thái thoái vốn trong tương lai của SCIC và thanh khoản cải thiện. Tỷ lệ trả cổ tức hấp dẫn.

Công ty có vị thế vững mạnh trên thị trường tái bảo hiểm là một lĩnh vực kinh doanh phức tạp, có điều kiện

VNR là công ty tái bảo hiểm đầu tiên được thành lập từ năm 1994, công ty có các cổ đông chiến lược chính là các công ty bảo hiểm tham gia với cam kết nhượng lại dịch vụ cho VNR như Tổng công ty Bảo Việt, Tổng công ty Bảo Minh, Tổng công ty bảo hiểm ngân hàng Đầu Tư Phát triển Việt nam và nhiều công ty bảo hiểm khác. Từ năm 2008, VNR có thêm đối tác là Swiss Re. Việc có những đối tác chiến lược là các công ty bảo hiểm trong nước và Swiss Re tạo điều kiện cho VNR vừa đảm bảo nguồn đầu vào cho sản phẩm tái bảo hiểm từ trong và ngoài nước, vừa có thể nâng cao năng lực cạnh tranh từ việc học tập kinh nghiệm, mô hình quản lý, định giá bảo hiểm của tập đoàn tài chính nước ngoài. Điều này giúp cho VNR có mô hình hoạt động có tính cạnh tranh bền vững trong ngành bảo hiểm còn non trẻ và đang trong thời kỳ phát triển với tốc độ cao.

Trong báo cáo cập nhật ngày 22/4/2016, A.M. Best khẳng định năng lực tài chính (FRS) mức B++ (Tốt) và năng lực tín dụng của tổ chức phát hành (ICR) mức "bbb" của Tổng công ty cổ phần Tái bảo hiểm quốc gia Việt Nam (VINARE). Triển vọng của năng lực tài chính vẫn ổn định và năng lực của tổ chức phát hành vẫn tích cực. Đây làm mức định giá cao hơn một bậc so với đối thủ cạnh tranh trong nước hiện nay của VNR là PVIRE (định giá năng lực tài chính B+ và năng lực tín dụng bbb-).

Tăng trưởng của ngành bảo hiểm những năm qua mở ra cơ hội tăng trưởng cho VNR trong lĩnh vực tái bảo hiểm. Mặt bằng lãi suất được cải thiện mở rộng khả năng cải thiện hoạt động đầu tư

Tổng doanh thu phí bảo hiểm năm 2015 tăng 25% trong đó bảo hiểm phi nhân thọ tăng 17%, bảo hiểm nhân thọ tăng gần 30%. Thực hiện lộ trình tái cơ cấu ngành bảo hiểm, các doanh nghiệp bảo hiểm đa số hoạt động ổn định, nâng cao khả năng vốn và khả năng thanh toán.

Trong bối cảnh đó, VNR đạt tăng trưởng doanh thu tái bảo hiểm là 7%, phí giữ lại là 10% trong năm 2015. Việc các công ty bảo hiểm hoạt động tốt hơn cũng giúp VNR giảm bớt các khoản dự phòng tài chính, phải thu khó đòi qua đó giúp cải thiện hoạt động của công ty. Trong năm 2016, VNR tiếp tục đặt mục tiêu tăng trưởng phí tái bảo hiểm là 7% và phí giữ lại là 9%. Tuy vậy, **mục tiêu tăng trưởng trong giai đoạn 2016-2020 được đặt ra là tăng trưởng phí bảo hiểm 12% năm, phí giữ lại 16%/năm cho thấy VNR đang có định hướng tăng trưởng mạnh mẽ hơn trong 4 năm tới** thay vì chính sách an toàn trong thời gian trước.

Hiện nay, phí tái bảo hiểm giữ lại trong nước chỉ là khoảng 35%-40%, còn lại 60% các doanh nghiệp bảo hiểm tái đầu tư ra nước ngoài với lý do sức mạnh tài chính của VNR

còn ở mức thấp. Do đó, VNR có một thị trường còn nhiều tiềm năng tăng trưởng khi sức mạnh tài chính được cải thiện qua các năm.

Một nhân tố tích cực khác đóng góp vào tăng trưởng của VNR là việc lãi suất đã chạm đáy do CPI đang trong xu hướng đi lên. Mặc dù VNR được phép đầu tư đến 20% dự phòng (2800 tỷ ở cuối Q1/2016) nhưng tỷ lệ đầu tư cổ phiếu của VNR vẫn ở mức tương đối thấp (tuy vẫn cao hơn phần lớn các công ty bảo hiểm khác do có hoạt động góp vốn vào các công ty bảo hiểm) và thu nhập đầu tư phụ thuộc vào mặt bằng lãi suất. Trong nhiều năm, CPI ở mức thấp khiến cho mặt bằng lãi suất tiền gửi và lãi suất trái phiếu liên tục bị kéo xuống và hoạt động đầu tư của VNR bị ảnh hưởng nhất định. Tuy nhiên, với sự đi lên của CPI và lạm phát trong năm 2016 (với kỳ vọng lạm phát ở mức 4%-5%), lãi suất khả năng sẽ đi lên kể từ nửa sau năm 2016 và điều này sẽ đóng góp tích cực vào hoạt động đầu tư của VNR.

So với các công ty bảo hiểm khác, VNR có cơ cấu đầu tư vào cổ phiếu cao hơn chủ yếu do công ty có khoản đầu tư vào các công ty bảo hiểm, tài chính khác là 472 tỷ (trong đó có lớn nhất là khoản đầu tư tài chính dài hạn vào ngân hàng Tiên Phong 278 tỷ, chiếm 5,41% vốn điều lệ của ngân hàng Tiên Phong. Cơ cấu đầu tư này để thắt chặt mối quan hệ giữa VNR và các công ty bảo hiểm trong việc tái bảo hiểm và được ghi nhận ở mệnh giá. Với những khoản giá thị trường thấp hơn mệnh giá như khoản đầu tư và ngân hàng Tiên Phong, công ty cũng đã chủ động trích lập dự phòng.

▪ Định giá hấp dẫn, khoảng cách giữa thị giá và giá trị công ty có khả năng thu hẹp khi SCIC thoái vốn

Cổ đông SCIC hiện nắm giữ hơn 40% cổ phiếu của VNR với số lượng cổ phiếu tương ứng là 52 triệu cổ phiếu. VNR nằm trong danh sách 10 công ty lớn sẽ được Nhà Nước thoái vốn công bố cuối năm 2015. Mặc dù trong danh sách SCIC sẽ thoái vốn trong năm 2016 hiện chưa có tên VNR, chúng tôi cho rằng việc thoái vốn trên sẽ tiếp tục được diễn ra sau khi có ý kiến từ các cấp cao hơn.

Vấn đề chủ yếu với VNR trong quá khứ là thanh khoản thấp do phần lớn cổ phiếu do nhà đầu tư tổ chức nắm giữ. Tuy nhiên, gần đây chúng tôi nhận thấy thanh khoản đã được cải thiện với các đồng thái giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài. Vấn đề chính của VNR trong thời gian qua là không có giao dịch cổ phiếu cho nên chúng tôi cho rằng nếu SCIC thoái bớt vốn tại VNR thì cổ đông nước ngoài hoàn toàn có khả năng sẽ gia tăng mua cổ phiếu do hiện room nước ngoài với VNR vẫn còn 19 triệu cổ phiếu ~ 14,5% cổ phiếu đang lưu hành.

Với dòng tiền mặt lớn và lợi nhuận ổn định, VNR trả cổ tức với tỷ lệ 15%/năm. Ở mức giá hiện tại, tỷ suất cổ tức/thị giá là 8,3%, cao hơn lãi suất tiền gửi dài hạn. Nhà đầu tư cần chú ý là VNR đã trả hết cổ tức năm 2015 đợt một 5% vào tháng 3/2016 và đợt 2 ~ 10% vào tháng 6/2016.

▪ Định giá cổ phiếu

VNR hiện đang được giao dịch vùng giá 17.700 - 18.000 đ/ cổ phiếu, tương đương mức P/B là 0.9 lần và P/E là 10 lần dựa trên giá trị sổ sách là 20.240 đ/ cổ phiếu và EPS pha loãng là 1851 đ/ cổ phiếu (2015). Với định giá của các công ty bảo hiểm tương đương ở mức P/B là 1.385 lần và giá trị sổ sách tại thời điểm quý I/2016 của VNR là 20.400 đ/ cổ phiếu, chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý **trong trung hạn** của VNR là 27.000 đ/ cổ phiếu.

▪ Rủi ro đối với doanh nghiệp.

— Rủi ro về cạnh tranh

Thị trường tái bảo hiểm có mức cạnh tranh thấp so với thị trường bảo hiểm gốc khi hiện chỉ có 2 doanh nghiệp đang hoạt động. Tuy vậy, hiện nay PVI Re mặc dù có xếp hạng tín nhiệm thấp hơn VNR nhưng đang vươn lên mạnh mẽ. Chúng tôi đánh giá thị trường tái bảo hiểm của Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng khi nhiều khoản tái bảo hiểm vẫn phải tái bảo hiểm sang các công ty ở nước ngoài. Bên cạnh đó, VNR có một bề dày hoạt động và đội ngũ kinh nghiệm lâu năm trong ngành bảo hiểm nên công ty ở một vị thế khá vững chắc trong ngành tái bảo hiểm. Tuy vậy, công ty cần có những thay đổi để tăng cường sức mạnh cạnh tranh đạt được mục tiêu tăng trưởng cho tới năm 2020.

— Rủi ro về hoạt động

Với vốn điều lệ vẫn còn ở mức thấp, sức ép trả cổ tức cao khiến cho sức mạnh tài chính của VNR ở mức tương đối thấp so với chuẩn quốc tế, điều này ảnh hưởng tới tốc độ tăng trưởng cũng như khả năng chi trả bảo hiểm của VNR.

1. Tổng quan doanh nghiệp:

Tổng công ty tái bảo hiểm Việt Nam (VNR) là doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực tái bảo hiểm với vốn điều lệ hơn 1300 tỷ, xếp hạng tín nhiệm B++ theo định giá tín nhiệm của A.M. Best. Công ty có mô hình hoạt động đơn giản, ngoài công ty mẹ công ty có công ty con là VNR invest với vốn điều lệ 93.9 tỷ (VNR nắm 63,8% vốn điều lệ) và công ty liên kết là công ty bảo hiểm Sam Sung – Vina (VNR nắm 25% vốn điều lệ). Samsung Vina là một công ty bảo hiểm hoạt động hiệu quả, hiện có thị phần đứng trong top 5 các doanh nghiệp bảo hiểm (số liệu 2014) với doanh thu bảo hiểm gốc đạt trên 1100 tỷ đ.

■ Vị thế của VNR so với các doanh nghiệp cùng ngành

VNR đứng ở vị trí số 1 trong số các doanh nghiệp tái bảo hiểm tại Việt Nam nhờ bề dày hoạt động lâu năm, chiến lược đầu tư an toàn và sự hỗ trợ mạnh của các cổ đông chiến lược. Công ty xây dựng chiến lược tăng trưởng an toàn với việc công ty có tỷ lệ giữ lại tái bảo hiểm thấp, chiến lược đầu tư của công ty cũng được đánh giá cao về độ hiệu quả cũng như an toàn. Mức cạnh tranh trong ngành là khá thấp khi ngoài VNR chỉ có một công ty khác là PVI RE được thành lập từ 2011, tuy nhiên PVIRe có mức định giá tín nhiệm thấp hơn VNR. Bên cạnh đó, VNR phải cạnh tranh với các công ty tái bảo hiểm nước ngoài, tuy vậy, với lợi thế là công ty Việt Nam và mối quan hệ chặt chẽ với công ty bảo hiểm gốc, VNR có lợi thế cạnh tranh mạnh trong thị trường tái bảo hiểm tại Việt Nam.

■ Kết quả kinh doanh quý I/2016

Trong quý I/2016, VNR đạt 293 tỷ từ doanh thu bảo hiểm (tăng 1,4% so với cùng kỳ), chi phí cho hoạt động kinh doanh bảo hiểm đạt 263 tỷ (giảm 6,1%), tuy nhiên, chi phí quản lý doanh nghiệp tăng mạnh từ 4 tỷ lên 17,9 tỷ nên lợi nhuận TT đạt 60 tỷ, giảm 10% so với cùng kỳ năm trước.

Doanh thu bảo hiểm của công ty tăng khả quan 10% tuy nhiên công ty vẫn tăng cường tái bảo hiểm sang các công ty khác với phí nhượng tái bảo hiểm đạt 160 tỷ, tăng 12% so với cùng kỳ. Lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm đạt 29,8 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức 8 tỷ đồng cùng kỳ năm trước. Điều này do doanh thu thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm chỉ tăng nhẹ so với cùng kỳ năm trước (293 tỷ so với 189 tỷ) nhưng chi phí hoạt động kinh doanh bảo hiểm giảm mạnh (263 tỷ so với 280 tỷ năm ngoái). Khác với đa số các công ty bảo hiểm khác chịu lỗ từ hoạt động kinh doanh chính, VNR đạt lãi khả quan và bền vững nhờ các hoạt động kinh doanh nhận tái bảo hiểm và nhượng tái bảo hiểm hợp lý.

Tuy vậy, do mặt bằng lãi suất thấp và sự sụt giảm trong tiền gửi ngân hàng kỳ hạn dưới 1 năm và không có các khoản hoàn nhập, hoạt động tài chính chỉ đạt lợi nhuận gộp 41 tỷ đồng, giảm 23% so với mức 53 tỷ của cùng kỳ năm trước. Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng khá mạnh từ mức 4 tỷ (Q1/2015) lên 17.8 tỷ (Q1/2016) và đây là lý do chính khiến cho VNR đạt lãi trên cổ phiếu là 374 đ cho quý I/2016, giảm nhẹ so với cùng kỳ năm trước (414 đ/cổ phiếu). Tuy vậy, mức ghi nhận chi phí tài chính cho quý I/2015 là rất thấp nên chúng tôi cho rằng không có sự tăng đột biến trong chi phí quản lý doanh nghiệp quý I/2016.

Trong cơ cấu cân đối tài chính Q1/2016, các khoản tiền đầu tư của công ty đa số vẫn là tiền gửi ngân hàng kỳ hạn ngắn (1.555 tỷ), lượng cổ phiếu ngắn hạn chỉ chiếm 38 tỷ (trên 1.616 tỷ đầu tư ngắn hạn). Trong các khoản đầu tư dài hạn ~ 1.240 tỷ thì tỷ lệ khá cân bằng giữa đầu tư dài hạn ~ 472 tỷ vào các công ty bảo hiểm khác, trái phiếu + tiền gửi dài hạn 429 tỷ, còn lại là ủy thác đầu tư 148 tỷ vào các công ty quản lý quỹ.

Trích lập dự phòng tái bảo hiểm

Đối với dự phòng nhận tái bảo hiểm, việc trích lập dự phòng được thực hiện tính bằng 25% phí giữ lại đối với bảo hiểm vận chuyển hàng hóa (đường biển, đường sông, đường sắt, đường không) và 50% với các loại hình khác. Đối với các tổn thất đã thông báo, công ty dự phòng dựa trên ước tính về số tiền bồi thường, dự phòng đối với các tổn thất đã phát sinh nhưng chưa được thông báo là 5% phí bảo hiểm giữ lại của tất cả các loại hình nghiệp vụ. Dự phòng dao động lớn được trích lập bằng phương pháp thống kê với tỷ lệ 3% phí giữ lại của tất cả các nghiệp vụ cho đến khi bằng 100% phí bảo hiểm giữ lại hàng năm).

Do bản chất công ty có nghiệp vụ nhận tái bảo hiểm và nghiệp vụ nhượng tái bảo hiểm sang các công ty tái bảo hiểm khác để san xẻ rủi ro, công ty hiện đang có quỹ dự phòng bồi thường nhận tái bảo hiểm 2800 tỷ đồng thời có khoản tài sản dự phòng tái bảo hiểm 2000 tỷ. Do sức khỏe tài chính của công ty tuy ở mức tốt nhất Việt Nam nhưng còn thấp so với quốc tế, công ty nhượng tái bảo hiểm khá nhiều, do đó, khi công ty tiếp tục nâng cao năng lực tài chính và có thể giảm nhượng tái bảo hiểm, hiệu quả kinh doanh sẽ được

cải thiện mạnh.

Cho năm 2015, công ty tăng dự phòng bảo hiểm gốc 265 tỷ so với mức 84 tỷ của năm 2014, điều này giải thích cho việc hiệu quả kinh doanh 2015 suy giảm mặc dù doanh thu phí bảo hiểm tăng 6% trong đó tập trung mạnh vào quý 1/2015 (273 tỷ). Mức trích lập dự phòng cho quý 1/2016 đã trở về mức bình thường là 38 tỷ.

Đóng góp vào lợi nhuận	Q1/2016	Q1/2015	2015	2014
LNG hoạt động bảo hiểm	30	8.4	98	127
%	38.46%	11.76%	27.64%	25.88%
LNG hoạt động tài chính	41	53	217	314
%	52.56%	74.23%	61.21%	63.98%
LN từ công ty liên kết	4	8	31	33
%	5.13%	11.20%	8.74%	6.72%
Lợi nhuận khác	3	2	8.5	16.8
%	3.85%	2.80%	2.40%	3.42%
Tổng nguồn lợi nhuận	78	71.4	354.5	490.8

2. Luận điểm đầu tư

Công ty có vị thế vững mạnh trên thị trường tái bảo hiểm là một lĩnh vực kinh doanh phức tạp, có điều kiện.

Trong nhóm các công ty bảo hiểm, VNR (bên cạnh PVI) và Samsung – Vina (công ty liên kết thuộc VNR) thuộc nhóm những công ty đầu tiên được tổ chức quốc tế A.M. Best đánh giá xếp hạng tín nhiệm. Điều này cho thấy lợi thế cạnh tranh bền vững về sức mạnh tài chính cũng như năng lực phát hành của VNR. Khi đánh giá các công ty bảo hiểm, A.M.Best dựa vào 3 tiêu chí chính là: chất lượng bảng cân đối, tính sinh lời và hồ sơ quản trị Doanh nghiệp của nhà bảo hiểm. Trong báo cáo cập nhật ngày 22/4/2016, A.M. Best khẳng định năng lực tài chính (FRS) mức B++ (Tốt) và năng lực tín dụng của tổ chức phát hành (ICR) mức "bbb" của Tổng công ty cổ phần Tái bảo hiểm quốc gia Việt Nam (VINARE). Triển vọng của năng lực tài chính vẫn ổn định và năng lực của tổ chức phát hành vẫn tích cực. Đây làm mức định giá cao hơn một bậc so với đối thủ cạnh tranh trong nước hiện nay của VNR là PVIRE (định giá năng lực tài chính B+ và năng lực tín dụng bbb-). VNR cũng là một trong những doanh nghiệp hiếm hoi có lãi từ hoạt động nghiệp vụ chính. Bên cạnh điểm trừ về rủi ro quốc gia, điểm trừ còn lại của VNR chỉ là quy mô vốn chủ sở hữu còn nhỏ so với công ty tái bảo hiểm khác trong khu vực.

Tăng trưởng của ngành bảo hiểm những năm qua mở ra cơ hội tăng trưởng cho VNR trong lĩnh vực tái bảo hiểm. Mặt bằng lãi suất được cải thiện mở rộng khả năng cải thiện hoạt động đầu tư

Ngành bảo hiểm vẫn trong giai đoạn tăng trưởng mạnh

Tổng doanh thu phí bảo hiểm năm 2015 tăng 25% trong đó bảo hiểm phi nhân thọ tăng 17%, bảo hiểm nhân thọ tăng gần 30%. Đây là tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ, nối tiếp đà tăng trưởng doanh thu trung bình CAGR ~ 15%/năm trong những năm qua của ngành bảo hiểm cho dù nền kinh tế còn nhiều bất ổn. Điều này là do tỷ lệ thâm nhập của ngành bảo hiểm còn thấp, phí bảo hiểm /GDP chỉ vào khoảng 1,5% so với mức thâm nhập 14% - 16% GDP của thị trường khác trong khu vực (Thái Lan, Malaysia). Định hướng của chính phủ sẽ nâng tỷ trọng phí bảo hiểm/GDP lên 3%- 4% vào năm 2020. Điều này lý giải cho làn sóng đầu tư mạnh vào các cổ phiếu bảo hiểm trong 2 năm qua của nhà đầu tư nước ngoài đối với các doanh nghiệp bảo hiểm khi ngành bảo hiểm sẽ được hưởng lợi kép từ 1) sự gia tăng thâm nhập ngành 2) sự tăng trưởng kinh tế đặc biệt là hoạt động sản xuất, xuất nhập khẩu.

Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng của ngành bảo hiểm trong thời gian tới. Thứ nhất, chính sách tích cực khuyến khích đầu tư vào nông nghiệp nông thôn góp phần làm tăng nhu cầu bảo hiểm đối với lĩnh vực này. Bản thân VNR hiện đang thực hiện chương trình bảo hiểm nông nghiệp theo sự chỉ đạo của Chính phủ. Thứ hai, những định hướng trong tháo gỡ khó khăn về thuế Doanh nghiệp như đề xuất giảm thuế suất thu nhập Doanh nghiệp cho Doanh nghiệp nhỏ và vừa, giảm 50% thuế thu nhập cá nhân cho người lao động trong lĩnh vực công nghệ thông tin, công nghệ cao, công nghệ ứng dụng trong sản xuất nông nghiệp... giúp tăng thêm nhu cầu và khả năng tài chính để tham gia bảo hiểm. Thứ ba, việc xây dựng cơ chế tạo điều kiện, hỗ trợ, khuyến khích hộ kinh doanh cá thể chuyển đổi và đăng ký hoạt động theo Luật Doanh nghiệp làm tăng số

lượng Doanh nghiệp tư nhân và khuyến khích khu vực này tham gia bảo hiểm.

VNR còn nhiều tiềm năng tăng trưởng từ việc gia tăng phí bảo hiểm giữ lại trong nước

Trong bối cảnh đó, VNR đạt tăng trưởng doanh thu tái bảo hiểm là 7%, phí giữ lại là 10% trong năm 2015. Việc các công ty bảo hiểm hoạt động tốt hơn cũng giúp VNR giảm bớt các khoản dự phòng tài chính, phải thu khó đòi qua đó giúp cải thiện hoạt động của công ty. Trong năm 2016, VNR tiếp tục đặt mục tiêu tăng trưởng phí tái bảo hiểm là 7% và phí giữ lại là 9%. Tuy vậy, mục tiêu tăng trưởng trong giai đoạn 2016-2020 được đặt ra là tăng trưởng phí bảo hiểm 12% năm, phí giữ lại 16%/năm cho thấy VNR đang có định hướng tăng trưởng mạnh mẽ hơn trong 4 năm tới thay vì chính sách an toàn trong thời gian trước.

Hiện nay, phí tái bảo hiểm giữ lại trong nước chỉ là khoảng 35%-40%, còn lại 60% các doanh nghiệp bảo hiểm tái đầu tư ra nước ngoài với lý do sức mạnh tài chính của VNR còn ở mức thấp. Do đó, VNR có một thị trường còn nhiều tiềm năng tăng trưởng khi sức mạnh tài chính được cải thiện qua các năm.

Mặt bằng lãi suất cao hơn từ nửa cuối năm 2016 sẽ giúp cải thiện hiệu quả hoạt động đầu tư

Một nhân tố tích cực khác đóng góp vào tăng trưởng của VNR là việc lãi suất đã chạm đáy do CPI đang trong xu hướng đi lên. Mặc dù VNR được phép đầu tư đến 20% dự phòng (2800 tỷ ở cuối Q1/2016) nhưng tỷ lệ đầu tư cổ phiếu của VNR vẫn ở mức thấp và thu nhập đầu tư phụ thuộc vào mặt bằng lãi suất. Trong nhiều năm, CPI ở mức thấp khiến cho mặt bằng lãi suất tiền gửi và lãi suất trái phiếu liên tục bị kéo xuống và hoạt động đầu tư của VNR bị ảnh hưởng nhất định. Tuy nhiên, với sự đi lên của CPI và lạm phát trong năm 2016 (với kỳ vọng lạm phát ở mức 4% - 5%), lãi suất khả năng sẽ đi lên kể từ nửa sau năm 2016 và điều này sẽ đóng góp tích cực vào hoạt động đầu tư của VNR.

So với các công ty bảo hiểm khác, VNR có cơ cấu đầu tư vào cổ phiếu cao hơn chủ yếu do công ty có khoản đầu tư vào các công ty bảo hiểm, tài chính khác là 472 tỷ (trong đó có lớn nhất là khoản đầu tư tài chính dài hạn vào ngân hàng Tiên Phong 278 tỷ, chiếm 5,41% vốn điều lệ của ngân hàng Tiên Phong. Cơ cấu đầu tư này để thắt chặt mối quan hệ giữa VNR và các công ty bảo hiểm trong việc tái bảo hiểm và được ghi nhận ở mệnh giá hoặc giá thị trường sau khi trích dự phòng.

■ Định giá hấp dẫn, khoảng cách giữa thị giá và giá trị công ty có khả năng thu hẹp khi SCIC thoái vốn

Cổ đông SCIC hiện nắm giữ hơn 40% cổ phiếu của VNR với số lượng cổ phiếu tương ứng là 52 triệu cổ phiếu. VNR nằm trong danh sách 10 công ty lớn sẽ được Nhà Nước thoái vốn công bố cuối năm 2015. Mặc dù trong danh sách SCIC sẽ thoái vốn trong năm 2016 hiện chưa có tên VNR, chúng tôi cho rằng việc thoái vốn trên sẽ tiếp tục được diễn ra sau khi có ý kiến từ các cấp cao hơn. VNR hiện có giá trị sổ sách là ~ 20.240 đ/ cổ phiếu (2015) và EPS pha loãng là 1830 đ/ cổ phiếu, chưa kể hiện VNR còn đang nắm giữ quỹ dự phòng tái bảo hiểm là 2800 tỷ. Ở mức giá 18.000 đ/ cổ phiếu hiện tại, VNR đang giao dịch thấp hơn cả giá trị sổ sách. Theo chúng tôi, nguyên nhân chính dẫn tới điều này chủ yếu là do giao dịch của VNR trong quá khứ ở mức thấp, việc mua vào cổ phiếu là khó khăn nên công ty có một mức chiết khấu thanh khoản khá sâu so với các công ty bảo hiểm khác.

■ Thanh khoản được cải thiện với động thái mua bán của cổ đông nước ngoài.

Chúng tôi cho rằng nếu SCIC thoái vốn thì riêng điều này có thể giúp cho VNR giao dịch ở mức hợp lý so với các cổ phiếu khác trong ngành. Hiện tại cổ đông nước ngoài chỉ sở hữu khoảng ~ 33,5% cổ phần VNR do họ không mua được thêm từ thị trường giao dịch niêm yết. Với việc SCIC thoái vốn, hoàn toàn có khả năng cổ đông nước ngoài sẽ gia tăng mua cổ phiếu do hiện room nước ngoài với VNR vẫn còn 19 triệu cổ phiếu ~ 14,5% cổ phiếu đang lưu hành và định giá VNR ở mức rất hấp dẫn so với vị trí của công ty trong ngành cũng như sức mạnh tài chính vào diện tốt nhất trong các công ty bảo hiểm nói riêng và hệ thống các tổ chức tài chính nói chung tại Việt Nam.

■ Định giá cổ phiếu

VNR hiện đang được giao dịch ở mức giá 18.000 đ/ cổ phiếu, tương đương mức P/ B là 0.87 lần và P/E là 10 lần. Mức P/B trung bình của các công ty đang kinh doanh trong ngành bảo hiểm tại Việt nam 1.385, mức P/B của các doanh nghiệp tái bảo hiểm trong khu vực là 1.11, trên cơ sở đó, định giá phù hợp theo phương pháp so sánh cho VNR là **22.600 đ/ cổ phiếu – 28.000 đ/ cổ phiếu**. Chúng tôi cho rằng với tiềm năng tăng trưởng mạnh của các doanh nghiệp bảo hiểm Việt Nam cũng như sự chú ý của dòng vốn nước

ngoài đối với ngành này (các doanh nghiệp bảo hiểm cỡ vừa như PTI, PGI, BIC đều đang giao dịch ở mức P/B là 1.4x so với mức 1.18 của các doanh nghiệp khác trong khu vực, VNR xứng đáng định giá ở mức cao của biên định giá trên và chúng tôi cho rằng VNR **trong trung hạn** có thể đạt tới cận trên của vùng định giá là 27.000 đ/ cổ phiếu (sau khi đã trừ 1000 đ/ cổ tức chưa chiết khấu vào giá trị sổ sách Q1/2016 (*Mua: tăng trưởng 50%*)).

Để đạt được định giá trên chúng tôi cho rằng VNR cần cải thiện tỷ lệ hệ số kết hợp của mình thông qua việc 1) tăng phí bảo hiểm giữ lại thay vì tiếp tục nhượng tái bảo hiểm 2) quản lý chi phí hoạt động bảo hiểm đặc biệt là tỷ lệ hoa hồng. Hiện nay, sức ép cạnh tranh của một thị trường tăng trưởng khiến cho các công ty bảo hiểm cạnh tranh với nhau bằng hoa hồng và điều này gây sức ép ngược lại với VNR là nhà tái bảo hiểm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng trong tương lai sức ép trên sẽ giảm xuống giúp cải thiện lợi nhuận gộp cho toàn ngành bảo hiểm.

So sánh định giá VNR với các doanh nghiệp trong ngành bảo hiểm

Công ty	Tỷ lệ hệ số kết hợp	P/B
BVH		3.06
PVI	93.59%	0.85
PTI	73.27%	1.22
PGI	83.57%	1.45
BIC		1.4
BMI	160.49%	0.92
ABI	52.77%	1.28
VNR	90%	0.9
Trung bình		1.385

Nguồn: Bloomberg, MBS

Tỷ lệ hệ số kết hợp được ước sử dụng để đánh giá hiệu quả hoạt động kinh doanh bảo hiểm và được tính bằng cách lấy chi phí trực tiếp phát sinh cộng với số tiền bồi thường chia cho tổng doanh thu thuần HĐKDBH. Các doanh nghiệp có tỷ lệ này càng thấp thì càng hiệu quả.

So sánh định giá VNR với các doanh nghiệp tái bảo hiểm trong khu vực

Định giá	Vốn hóa	P/B
VNR	2.48	0.9
Central Insurance	5.3	0.8
Thai Reinsurance	6.41	1.8
CBL Corp	8.44	2.8
Greenlight Cap. Re	15.69	0.8
Trung bình		1.1

Nguồn: Bloomberg

■ Rủi ro đối với doanh nghiệp.

Rủi ro về cạnh tranh

Thị trường tái bảo hiểm có mức cạnh tranh thấp so với thị trường bảo hiểm gốc khi hiện chỉ có 2 doanh nghiệp đang hoạt động. Chúng tôi đánh giá thị trường tái bảo hiểm của Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng khi nhiều khoản tái bảo hiểm vẫn phải tái bảo hiểm sang các công ty ở nước ngoài. Bên cạnh đó, VNR có một bề dày hoạt động và đội ngũ kinh nghiệm lâu năm trong ngành bảo hiểm nên công ty ở một vị thế khá vững chắc trong ngành tái bảo hiểm. Trong tương lai, việc nới lỏng thị trường bảo hiểm theo các quy định của WTO hay các hiệp định thương mại khác có thể sẽ khiến cho áp lực cạnh tranh trong ngành cao hơn mức hiện tại khi VNR vẫn có vị trí dẫn đầu trong thị trường tái bảo hiểm trong nước.

Do sức ép cạnh tranh nên VNR phải tăng cường mức chi hoa hồng bảo hiểm, trong năm 2015, mức chi hoa hồng là 332 tỷ so với mức 174 tỷ năm 2014 (tăng 90%) trong khi doanh thu chỉ tăng 6% và hoa hồng nhượng tái bảo hiểm mà VNR được hưởng là 404 tỷ, tăng 11%, điều này cũng là lý do khiến cho hiệu quả hoạt động suy giảm và giá cổ phiếu

độ tăng của doanh thu bảo hiểm, hoa hồng chi bảo hiểm (chi phí của VNR) và hoa hồng nhượng tái bảo hiểm là tương đương nhau.

Rủi ro về hoạt động

Với vốn điều lệ vẫn còn ở mức thấp, sức ép trả cổ tức cao khiến cho lượng vốn của VNR ở mức thấp so với chuẩn quốc tế, điều này ảnh hưởng tới tốc độ tăng trưởng cũng như khả năng chi trả bảo hiểm của VNR. Chúng tôi cho rằng với những động thái thoái vốn cho các cổ đông khác của SCIC, VNR sẽ có thể tăng cường vốn chủ sở hữu qua đó giảm rủi ro hoạt động này.

VNR hiện nay cũng đang thí điểm triển khai mảng bảo hiểm nông nghiệp theo định hướng của chính phủ. Mặc dù đây là một mảng nhiều tiềm năng với sự gia tăng mạnh mẽ của hoạt động sản xuất nông nghiệp giá trị cao gần đây, đây có thể cũng sẽ là một yếu tố rủi ro ảnh hưởng tới hoạt động của VNR trong tương lai.

TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2013	2014	2015	Chỉ tiêu	2013	2014	2015
Tài sản ngắn hạn	3392.78	4907.42	5278.55	Thu phí bảo hiểm	0	0	0
Tiền và tương đương tiền	773.39	297.59	215.49	Thu phí nhận tái bảo hiểm	1450.05	1512.46	1617.14
Các khoản ĐTTC ngắn hạn	1152.03	1742.10	1974.74	Các khoản giảm trừ doanh thu	949.95	935.77	977.48
Các khoản phải thu	1466.84	1026.37	988.25	Tăng do dự phòng phí chưa được hưởng	68.27	0.00	0.00
Hàng tồn kho	0.54	0.14	0.21	Thu hoa hồng nhượng tái bảo hiểm	185.84	103.27	206.69
Tài sản ngắn hạn khác	0.46	145.41	159.20	Thu nhập khác HDKD bảo hiểm	19.05	412.07	198.22
Tài sản dài hạn	1175.40	1127.09	1186.76	DTT từ HDKD bảo hiểm	808.81	773.27	1053.24
Tài sản cố định	4.95	34.53	2.53	Các khoản giảm trừ chi phí	756.10	0.00	0.00
Bất động sản đầu tư	0.00	15.24	13.82	Chi khác hoạt động kinh doanh bảo hiểm	351.00	588.23	545.51
Các khoản ĐTTC dài hạn	1033.16	981.53	1050.94	Chi khác hoạt động bảo hiểm gốc	0.00	588.23	545.51
Tài sản dài hạn khác	70.69	6.05	61.35	Chi phí quản lý doanh nghiệp	82.55	75.52	65.40
Tổng tài sản	4568.18	6034.51	6465.31	CPQLDN liên quan trực tiếp đến bảo hiểm	82.55	75.52	65.40
Thay đổi		32.10%	7.14%	Lợi nhuận thuần H ĐKD bảo hiểm	92.75	51.55	33.11
Nợ phải trả	2105.04	3355.47	3812.07	Doanh thu hoạt động tài chính	230.67	300.70	214.82
Nợ ngắn hạn	1398.49	3352.13	3808.25	Chi phí tài chính	14.97	13.72	3.13
Nợ dài hạn	17.27	3.35	3.82	Lợi nhuận hoạt động tài chính	215.69	314.42	217.95
Dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm	689.29	0.00	0.00	Thu nhập khác	7.76	28.09	15.48
Vốn chủ sở hữu	2431.13	2679.04	2653.23	Chi phí hoạt động khác	5.68	11.21	7.03
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0.00	0.00	0.00	Lợi nhuận hoạt động khác	13.43	16.88	8.45
Lợi ích cổ đông thiểu số	32.01	0.00	0.00	LN từ đầu tư vào Cty liên kết, liên doanh	72.63	33.23	31.27
Nguồn vốn	4568.18	6034.51	6465.31	Tổng lợi nhuận trước thuế	367.64	416.09	290.78
Thay đổi		32.10%	7.14%	Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp trong năm	69.31	81.54	49.71
				Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	298.33	334.55	241.08
				Lợi ích của cổ đông thiểu số	2.20	0.26	1.51
				Lợi nhuận sau thuế của chủ sở hữu, tập đoàn	300.54	334.81	242.59
				Lãi cơ bản trên mỗi cổ phiếu	2981	2974	1801

Liên hệ:

Trung tâm nghiên cứu:

Nguyễn Việt Đức

Duc.nguyenviet@mbs.com.vn

Trần Hoàng Sơn

Son.tranhoang@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.