

## THEO DÕI

Mã: VNR | Sàn HNX

Ngành Bảo hiểm

Thời gian: Dài hạn (≥1 năm)

Giá hợp lý: 25,100 đồng



### CHỈ TIÊU CHÍNH

Giá tại ngày báo cáo (vnd)	24,000
Số CP lưu hành (cp)	131,075,937
KLGD BQ 10 phiên (cp)	432
Vốn hóa (tỷ vnd)	3,211
Doanh thu 2016 (tỷ vnd)	1,655
Beta	0.48
EPS 4 quý (vnd)	1,907
P/E	12.8x
P/B	1.2x
Sở hữu nhà nước	40.3%
Sở hữu nước ngoài	29.7%
Cổ tức tiền mặt	12%

Chuyên Viên Phân Tích

**VÕ THẾ VINH**

[vinhvt@ivs.com.vn](mailto:vinhvt@ivs.com.vn)



### ĐIỂM NHẤN

- Tổng CTCP Tái bảo hiểm Quốc gia Việt Nam Vinare – mã VNR sàn HNX là DN (tái) bảo hiểm có hoạt động kinh doanh ổn định, ưu tiên kiểm soát rủi ro với vị thế vững mạnh trong ngành.
- VNR mới được tổ chức A.M. Best (tổ chức xếp hạng uy tín trong ngành bảo hiểm) nâng xếp hạng tín dụng dài hạn lên bbb+.
- Trong danh sách 100 DN sẽ được thoái vốn trong 2017 của SCIC không có tên VNR, tuy nhiên việc này sẽ sớm được thực hiện, khi đó tỷ lệ tích lũy vốn của VNR sẽ được cải thiện do không còn sức ép trả cổ tức tiền mặt cao.
- VNR đặt mục tiêu lợi nhuận trước thuế đạt 278 tỷ đồng (chưa tính chênh lệch tỷ giá), tăng 4.5% yoy, chia cổ tức 12% trong 2017. Kế hoạch lợi nhuận này tương ứng doanh thu phí 2017 đạt 1,770 tỷ đồng (+ 6.9%), phần phí giữ lại đạt 590 tỷ đồng (+5.2%).
- Bảo hiểm tài sản công, rủi ro thiên tai, nông nghiệp và tàu cá là các lĩnh vực sẽ được bổ sung nguồn lực để phát triển trong năm.

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Các yếu tố tạo sức hút cho cổ phiếu:

- Hưởng lợi từ sự tăng trưởng chung của ngành bảo hiểm gốc, đặc biệt là lĩnh vực phi nhân thọ.
- Danh mục đầu tư hiệu quả với tỷ trọng lớn của phần vốn góp tại các doanh nghiệp khác (chủ yếu trong ngành bảo hiểm) khi so sánh với các công ty bảo hiểm khác chủ yếu chỉ dựa vào tiền gửi.
- Duy trì chính sách cổ tức cao so với DNNY khác trong ngành.
- SCIC thoái vốn trong tương lai sẽ giúp doanh nghiệp cải thiện hiệu quả hoạt động với sự tham gia của cổ đông chiến lược Swiss Re.
- Xu hướng tăng của lãi suất sẽ tác động tích cực lên phần tiền gửi, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong danh mục đầu tư.

Rủi ro đầu tư:

- Tỷ lệ bồi thường có xu hướng tăng lên khi sản phẩm bảo hiểm thâm nhập tốt hơn (tỷ lệ sử dụng bảo hiểm sẽ tăng lên).
- Cạnh tranh ngành càng cao không chỉ với PVI re (trong nước) mà còn trong khu vực với tỷ lệ tái BH ra nước ngoài cao.
- Cổ phiếu thường không có thanh khoản trên thị trường do vậy chỉ phù hợp với chiến lược mua và nắm giữ (buy & hold) dài hạn.

### KHUYẾN NGHỊ

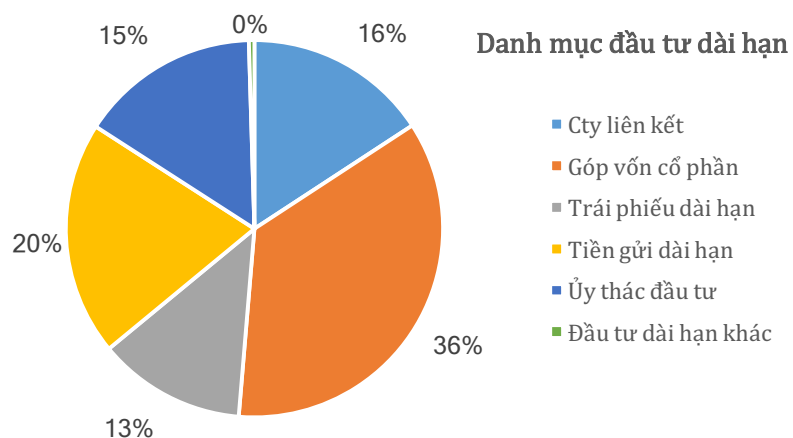
- Định giá tương đối theo P/B (bookvalue điều chỉnh theo giá trị kỳ vọng của các tài sản đầu tư khi thoái vốn) với P/B so sánh = 1.2 cho thấy giá hợp lý của VNR ở vào khoảng 25,110 đồng.
- Xét vận động giá dài hạn, hiện cổ phiếu đang theo xu hướng tăng hình thành từ khoảng giữa năm 2016. Chúng tôi khuyến nghị theo dõi và mua vào đối với hoạt động đầu tư dài hạn khi giá cổ phiếu điều chỉnh về vùng 22,000 đồng.

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TÁI BẢO HIỂM

- Trong 2016, doanh thu phí nhìn chung tăng nhẹ (+ 2.4% yoy) trong khi doanh thu phí giữ lại giảm 8.4% yoy, cả 2 chỉ tiêu này đều không đạt kế hoạch kinh doanh VNR đề ra (lần lượt đạt 95.7% và 83.9% kế hoạch).
- Về thị trường, dù nhìn chung bảo hiểm phi nhân thọ tiếp tục tăng trưởng 14.6% trong 2016 tuy nhiên phần lớn lại tập trung vào các nghiệp vụ bán lẻ trong khi phân khúc bảo hiểm cháy nổ, hàng hóa, tài sản kỹ thuật và thân tàu mới là các sản phẩm phải thực hiện tái chủ yếu.
- Cạnh tranh trên thị trường tái bảo hiểm sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao do bên cạnh PVI Re là đơn vị cạnh tranh trực tiếp trong nước, hiện tỷ lệ nhượng tái ra nước ngoài cũng có xu hướng tăng. Nguyên nhân bắt nguồn từ việc thị trường thế giới năm qua cũng chứng kiến sự dư thừa năng lực bảo hiểm, từ đó làm cho mặt bằng thu phí hạ xuống.
- Điểm tích cực là Tỷ lệ kết hợp của VNR trong giai đoạn 2012- 2016 luôn duy trì ở mức trung bình 89% (doanh nghiệp bảo hiểm hoạt động có hiệu quả khi tỷ lệ này dưới 100%).
- Tỷ lệ bồi thường của doanh nghiệp khá cao (khoảng 57%-60%), vốn là đặc thù của doanh nghiệp tái bảo hiểm. Rủi ro lớn nằm tại mảng tái bảo hiểm thân tàu và tàu cá (triển khai theo định hướng hỗ trợ của chính phủ) khi đây là nghiệp vụ có tỷ lệ bồi thường biến động mạnh. (từ trên 50% đến 100%)
- Mặt khác, việc tăng trưởng chậm chịu ảnh hưởng không nhỏ từ định hướng ưu tiên quản trị rủi ro của VNR. Đây là một trong những điểm cộng đáng lưu ý khi xem xét VNR. Vào 3/5/2017, A.M. Best (tổ chức xếp hạng DN bảo hiểm uy tín) đã thực hiện nâng xếp hạng tín dụng dài hạn của tổ chức phát hành (long-term iCR) từ bbb lên bbb+ cho VNR, tiếp tục giữ năng lực tài chính (FSR) của Vinare ở mức tốt B++.
- Nhìn chung IVS đánh giá triển vọng phát triển trong dài hạn của doanh nghiệp là khả quan với việc SCIC thoái vốn và sự hỗ trợ từ cổ đông chiến lược Swiss Re. Kế hoạch kinh doanh 2017 cũng được đặt khá thận trọng, nằm trong khả năng của VNR.

## DANH MỤC ĐẦU TƯ

- VNR có danh mục điều tư khá hiệu quả với tỷ trọng lớn là các khoản đầu tư vào công ty liên kết và góp vốn cổ phần. Hoạt động đầu tư của VNR chủ yếu hướng vào các doanh nghiệp trong ngành bảo hiểm, TPBank là ngân hàng duy nhất với tỷ trọng lớn trong danh mục của VNR. Khi so với giá trị giao dịch trên sàn (đối với các chứng khoán niêm yết) và giá hợp lý đối với các khoản đầu tư khác, chúng tôi cho rằng VNR sẽ có thể ghi nhận các khoản lãi đầu tư thì thực hiện thoái vốn.



## GÓC NHÌN KỸ THUẬT

Tái bảo hiểm quốc gia VN, W, HNX

Open 13.2 High 13.5 Low 12.3 Close 13.5

Volume (true, 20) 17K n/a

BB (20, 2) n/a n/a n/a



### ĐIỂM NHẤN

- Cổ phiếu thường xuyên không có thanh khoản do vậy không phù hợp để theo dõi và trading. IVS cũng lưu ý chỉ báo kỹ thuật cũng sẽ có độ trễ hoặc sai lệch do lượng giao dịch thấp.
- Xét trong dài hạn khi nhìn vào đồ thị tuần, cổ phiếu đang theo xu hướng tăng điểm hình thành từ giữa 2016.
- Hệ thống chỉ báo kỹ thuật đang cho thấy dấu hiệu đảo chiều mở ra khả năng một đợt điều chỉnh trong ngắn hạn với việc:
  - (1) Chỉ báo MACD thất lại trong khi giá cổ phiếu đang tăng
  - (2) RSI duy trì ở vùng 60 chỉ báo trung tính;
  - (3) Aroon up khoảng 100, Aroon down khoảng 0 ủng hộ xu hướng tăng điểm;
  - (4) Chỉ báo DMI và ADX chưa cho dấu hiệu rõ ràng

### NHẬN ĐỊNH

- Dù thanh khoản rất thấp khiến cho phân tích kỹ thuật đối với VNR là khá khó khăn, chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn cổ phiếu có khả năng điều chỉnh khi đà tăng đang giảm dần, ngưỡng hỗ trợ cho đợt điều chỉnh tới đây sẽ nằm tại 22,000. Trong dài hạn, cổ phiếu sau điều chỉnh sẽ tiếp tục xu hướng tăng điểm đã hình thành từ 2016.

Báo cáo này được cung cấp bởi Công ty chứng khoán đầu tư Việt Nam - IVS. Nội dung báo cáo này chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy, nhưng IVS không đảm bảo tính chính xác của các thông tin và không chịu trách nhiệm đối với các quyết định mua bán do tham khảo thông tin này.