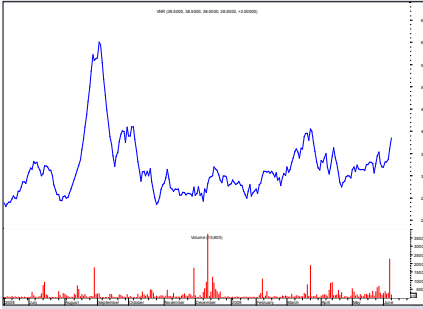


Biểu đồ 1A - Biểu đồ giá

Bảng 1B: Thông tin cổ phiếu

Thông tin cổ phiếu 8/6/2009	
Giá CP (đồng)	38,500
Số lượng niêm yết hiện tại	67,218,440
Số lượng CP đang lưu hành	67,218,440
Giá cao nhất trong 52 tuần	60,600
Giá thấp nhất trong 52 tuần	23,100
Thay đổi giá trong 3 tháng	14.24%
Thay đổi giá trong 6 tháng	49.43%
Thay đổi giá trong 12 tháng	69.33%
Khối lượng giao dịch (cp)	15,800
Giá trị giao dịch (triệu đồng)	608,300
GT vốn hóa t.t (triệu đồng)	2,587,910
Số lượng được phép sở hữu	32,937,036
Số lượng còn được phép mua	10,557,866
% sở hữu nước ngoài	33.29%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%

Nguồn: PVI, HSC

VNR (HOSE): KQKD năm 2008 và dự báo cho năm 2009

Bảng 1 - Báo cáo thu nhập và định giá

Triệu đồng	2005	2006	2007	2008	2009F (*)
Tổng tài sản	877,535	874,726	1,215,274	2,951,926	3,164,543
Tổng dự phòng nghiệp vụ	203,377	235,703	289,502	402,220	476,980
Vốn chủ sở hữu	353,030	410,598	611,739	1,907,307	1,998,736
Tổng thu phí bảo hiểm	827,510	790,764	926,272	1,095,229	959,920
Doanh thu phí	226,835	250,451	330,664	457,479	481,798
Doanh thu thuần KD bảo hiểm	202,156	243,315	306,546	412,094	455,210
Tăng trưởng tổng tài sản	na	0%	39%	143%	7%
Tăng trưởng dự phòng nghiệp vụ	na	16%	23%	39%	19%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	na	16%	49%	212%	5%
Tăng trưởng tổng thu phí bảo hiểm	na	-4%	17%	18%	-12%
Tăng trưởng doanh thu phí	na	10%	32%	38%	5%
Tăng trưởng doanh thu thuần kinh doanh BH	na	20%	26%	34%	10%
Số cổ phiếu lưu hành bình quân	34,300,000	34,300,000	39,788,000	60,724,940	67,218,440
EPS (đồng)	1,244	1,763	1,837	2,627	2,203
EPS điều chỉnh** (đồng)	1,157	1,665	1,758	2,574	2,154
Tăng trưởng EPS	na	44%	6%	46%	-16%
Giá trị sổ sách (đồng)	9,752	11,459	11,805	28,142	29,456
P/E tại mức giá hiện tại				15.0	17.9
P/E tại mức giá cuối năm		28.5	35.7	11.5	0.0
P/B tại mức giá hiện tại				1.4	1.3
P/B tại mức giá cuối năm		4.1	5.3	1.1	0.0
Giá trị vốn hóa thị trường					2,587,910

Nguồn: Báo cáo VNR; (*) HSC ước tính dựa trên kế hoạch của VNR; (**) Sau khi trừ lợi nhuận phân bổ cho quỹ khen thưởng, lợi nhuận; Với VNR, phí bảo hiểm được đề cập là phí tái bảo hiểm

Kết luận đầu tư: Trong năm 2008, VNR hưởng lợi nhờ lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ có tốc độ tăng trưởng cao và lãi suất tiền gửi tăng lên trong hoạt động đầu tư. Lợi nhuận từ hoạt động tài chính, với suất sinh lợi đầu tư bình quân là 12.9% đã bù đắp được khoản lỗ từ hoạt động bảo hiểm. Năm 2009 có thể khó khăn hơn cho hoạt động kinh doanh của VNR khi chúng tôi dự báo rằng phí bảo hiểm sẽ giảm 12% và hoạt động đầu tư có thể khó khăn hơn do lãi suất tiền gửi giảm. Vì vậy, chúng tôi cho rằng phí bảo hiểm và lợi nhuận sẽ giảm so với năm trước và EPS dự báo cho năm 2009 sẽ ở mức 2,154 đồng, giảm 16%. EPS giảm một phần do VNR phát hành cổ phiếu tăng vốn trong năm 2008. Cổ phiếu VNR giao dịch ở mức P/E dự phóng là 18 lần và P/B ở mức 1.3 lần (tính theo giá trị sổ sách tại 31/12/2008). So với cổ phiếu các công ty bảo hiểm khác, cổ phiếu VNR rẻ hơn nhưng chúng tôi vẫn chưa thấy rõ các nhân tố thúc đẩy tăng thu phí bảo hiểm của VNR trong các năm tới.

1. Kết quả kinh doanh năm 2008

Thông tin chung: VNR có mức vốn góp là 672 tỷ đồng, tổng số cổ phiếu lưu hành là 67.2 triệu cổ phiếu và mức vốn hóa thị trường là 2,587.9 tỷ đồng dựa trên mức giá đóng cửa hôm nay là 38,500 đồng. EPS năm 2008 là 2,575 đồng, tăng 46% so với năm 2007 trong khi EPS năm 2009 ước tính là 2,157 đồng, giảm 16% so với năm 2008 do VNR phát hành tăng vốn trong năm 2008. Cổ phiếu đang giao dịch với mức P/E dự phóng cho năm 2009 là 18 lần. Giá trị sổ sách của cổ phiếu là 28,142 đồng vào cuối năm 2008 tương ứng với mức P/B là 1.3 lần. VNR đã trả ứng cổ tức năm 2008 ở mức 18% trên mệnh giá bằng tiền mặt và đề ra kế hoạch cổ tức 18% cho năm 2009.

SCIC sở hữu 40.36% góp vào VNR, các tổng công ty sở hữu 25.25% và Swiss Re sở hữu 25%. Hiện tại VNR là công ty tái bảo hiểm duy nhất tại Việt Nam.

VNR đã đạt mức lợi nhuận trước thuế là 205 tỷ đồng, tăng 147% so với năm trước và 2.5% cao hơn kế hoạch kinh doanh. Kết quả kinh doanh đạt được dựa trên tổng tài sản tăng 126% đạt 2,751 tỷ đồng, dự phòng nghiệp vụ tăng 126% đạt 402 tỷ đồng và thu phí bảo hiểm tăng 18% đạt 1,095 tỷ đồng. VNR tăng trưởng thấp hơn toàn ngành khi mức tăng trưởng phí bảo hiểm gốc của toàn ngành là 31.2% trong năm 2008. VNR đã lỗ trong hoạt động bảo hiểm sau khi VNR đạt lợi nhuận trong 3 năm liên tiếp. Hệ số kết hợp (the combined ratio) đã tăng lên đến 97% từ mức 87.5% trong năm 2007 và đã ảnh hưởng đến lợi nhuận của VNR. Tuy nhiên, thu nhập ròng từ hoạt động tài chính tăng 362% so với năm 2008. Vì vậy, hệ số hoạt động (operating ratio) đã cải thiện đáng kể xuống mức 47%, từ mức 72% trong năm 2007 nhờ thu nhập từ hoạt động tài chính tăng cao.

Hoạt động bảo hiểm: Trong năm 2008, thu phí bảo hiểm gốc tăng 18% đạt 1,095 tỷ đồng và tỷ lệ giữ lại tăng lên 41% từ mức 36% trong năm 2007 nhờ vốn chủ sở hữu tăng lên. VNR đã lỗ trong hoạt động kinh doanh bảo hiểm trong năm 2008 trong khi hoạt động này tạo lợi nhuận trong các năm trước. Theo cơ cấu thu phí, chuyển nhượng tái bảo hiểm từ BMI đóng góp 24% tổng phí bảo hiểm của VNR, Bảo Việt chiếm 22% và PVI chiếm 15% trong khi đó ba công ty này chiếm 68.8% thị phần của thị trường bảo hiểm phi nhân thọ. Sản phẩm bảo hiểm xe cơ giới vào bảo hiểm con người rất ít khi sử dụng dịch vụ tái bảo hiểm, nghiệp vụ tái bảo hiểm đến từ các sản phẩm bảo hiểm phi nhân thọ khác. Tổng thu phí bảo hiểm của các nghiệp vụ (không kể bảo hiểm xe cơ giới và bảo hiểm con người) tăng 36% trong năm 2008. Vì vậy, các công ty bảo hiểm trong nước bắt đầu sử dụng dịch vụ tái bảo hiểm nước ngoài.

Thị trường bảo hiểm nhân thọ trở nên cạnh tranh hơn khi sự gia nhập ngành bảo hiểm trở nên thuận lợi hơn. Các công ty bảo hiểm mới tham gia thị trường sẽ dần dần chia sẻ thị phần của các nhà bảo hiểm hiện tại. Điều này ảnh hưởng đến VNR khi VNR khá phụ thuộc vào các công ty bảo hiểm trong nước để tăng trưởng thu phí bảo hiểm. Tình hình này đã đặt ra một thử thách mới cho VNR trong việc duy trì tăng trưởng phí bảo hiểm khi thị phần của các công ty bảo hiểm trong nước có thể bị giảm đi và các công ty tái bảo hiểm nước ngoài cạnh tranh với VNR trong cung cấp dịch vụ tái bảo hiểm.

Đầu tư tài chính: Hoạt động đầu tư tài chính đem lại nguồn lợi nhuận chính cho VNR. Trong năm 2008, VNR đã hưởng lợi nhờ lãi suất tiền gửi tăng cao. Trái tức và thu nhập lãi tiền gửi đạt 202 tỷ đồng, chiếm 87.9% tổng doanh thu tài chính. VNR khá thận trọng trong đầu tư tài chính và không đầu tư nhiều vào cổ phiếu niêm yết vì vậy VNR không gánh chịu nhiều chi phí trích lập dự phòng trong năm 2008. Tuy nhiên VNR đã đầu tư 316 tỷ đồng vào cổ phiếu (bao gồm cả đầu tư liên doanh liên kết), và có khoảng 53% là đầu tư vào cổ phiếu của các công ty bảo hiểm (kể cả đầu tư liên doanh liên kết và nắm giữ dưới dạng OTC). Những khoản đầu tư này đã giảm hiệu quả hoạt động đầu tư và làm giảm khả năng phân tán rủi ro của VNR. Trong năm 2008, VNR chỉ thu được 15 tỷ đồng cổ tức từ các khoản đầu tư này, với mức sinh lợi bình quân khoản 5%. Trong khi đó, mức sinh lợi bình quân danh mục đầu tư của VNR là 12.9% trong năm 2008.

Trong năm 2008, VNR đã phát hành thành công cổ phiếu cho đối tác chiến lược Swiss Re, một trong các công ty tái bảo hiểm hàng đầu trên thị trường thế giới. Hiện tại VNR có quy mô vốn lớn nhờ vào việc tăng vốn tự có thêm 212% lên mức 1,907 tỷ đồng trong năm 2008 (năm 2007 là 611 tỷ đồng). Nhờ vậy, tổng tài sản tăng thêm 124% đạt mức 2,723 tỷ đồng vào cuối năm 2008. Nhờ vốn chủ sở hữu tăng cao cùng với mức lãi suất tiền gửi tăng trong năm 2008, VNR đã đạt được suất sinh lợi đầu tư cao hơn các công ty bảo hiểm khác.

2. Triển vọng năm 2009

Lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ: Chúng tôi dự báo rằng, ngành bảo hiểm phi nhân thọ sẽ tăng ở mức 12-14% trong năm 2009, giảm so với mức 31.2% trong năm 2008. Bảo hiểm xe cơ giới và bảo hiểm con người là hai nghiệp vụ bảo hiểm đóng góp nhiều đến tăng trưởng phí bảo hiểm. Chúng tôi dự báo rằng sản phẩm bảo hiểm xe cơ giới và sản phẩm bảo hiểm con người có thể tăng 30% trong năm 2009 tuy nhiên hai nghiệp vụ này hầu như không cần tái bảo hiểm. Chúng tôi dự đoán rằng phí bảo hiểm gốc từ các nghiệp vụ bảo hiểm khác bao gồm bảo hiểm hàng không, bảo hiểm hàng hải, bảo hiểm kỹ thuật, bảo hiểm tài sản và bảo hiểm thiệt hại tài sản sẽ giảm 2% xuống còn mức 5,999 tỷ đồng trong năm 2009. Và chúng tôi cho rằng một số công ty bảo hiểm trong nước sẽ tăng tỷ lệ giữ lại. Vì vậy, chúng tôi dự báo rằng VNR sẽ đạt mức thu phí bảo hiểm khoảng 959 tỷ đồng, giảm 12% so với năm trước. Mức phí của VNR tương đương với 16% của tổng phí các nghiệp vụ bảo hiểm tham gia tái bảo hiểm, giảm từ tỷ lệ 17.8% trong năm 2008 khi các công ty bảo hiểm trong nước tăng tỷ lệ giữ lại.

Trong năm 2009, phí chuyển nhượng tái bảo hiểm ra nước ngoài có thể tăng lên. Các công ty tái bảo hiểm nước ngoài có thể tìm kiếm lợi nhuận từ nghiệp vụ bảo hiểm khi hoạt động đầu tư tài chính bị ảnh hưởng nặng do khủng hoảng tài chính. Chúng tôi giả định rằng hoa hồng phí tăng lên 15% và chi phí hoạt động tăng thêm 20% so với năm 2008. Trong khi đó, các chi phí khác sẽ không thay đổi nhiều. Dựa vào các giả định chính trên đây, chúng tôi ước tính rằng hệ số bồi thường và hệ số chi phí sẽ ở mức 42% và 53%. Tổng tỷ lệ bồi thường và tỷ lệ chi phí (a combined ratio) có thể ở mức 95%, cải thiện từ mức 97% trong năm 2007.

Bảng 2 - So sánh các chỉ số định giá giữa VNR và các công ty bảo hiểm khác

Cổ phiếu	Sàn giao dịch	Số cổ phiếu lưu hành bình quân	Giá đóng cửa ngày 08/06/2009	Giá trị vốn hóa thị trường (triệu đồng)	EPS theo ước tính của HSC (VND)	Hệ số P/E	Giá trị sổ sách tại thời điểm 31/12/2008	P/B
Bao Viet Holdings	OTC	573,026,600	34,000	19,482,904	870	39.1	14,292	2.4
PVI	HaSTC	103,550,000	39,300	4,069,515	1,661	23.7	19,939	2.0
BMI	HOSE	75,500,000	31,500	2,378,250	1,290	24.4	27,500	1.1
VNR	HaSTC	67,218,440	38,500	2,587,910	2,154	17.9	28,142	1.4

Nguồn - HSC ước tính

Trong hoạt động đầu tư, chúng tôi giả định rằng cơ cấu danh mục đầu tư sẽ không thay đổi nhiều nhưng VNR có thể giảm một phần tiền mặt tại, tăng tiền gửi kỳ hạn và đầu tư nhiều hơn vào cổ phiếu. Thu nhập lãi và trái tức sẽ chiếm 69% trong tổng thu nhập từ hoạt động đầu tư (kể cả thu nhập từ các khoản đầu tư liên doanh liên kết). Phần còn lại đến từ việc hoàn nhập dự phòng đã trích trong năm 2008, cổ tức từ đầu tư cổ phiếu và lãi từ kinh doanh chứng khoán.

Dựa vào những số liệu trên đây, chúng tôi dự báo VNR có thể lãi 7.6 tỷ đồng trong hoạt động bảo hiểm nhưng hoạt động đầu tư có thể mang lại khoản thu nhập là 188.8 tỷ đồng. Dựa trên những dự phóng này, chúng tôi cho rằng VNR sẽ đạt được lợi nhuận trước thuế là 196 tỷ đồng. Dựa vào những tính toán này, chúng tôi dự báo EPS (được tính trên lợi nhuận đã trích quỹ phúc lợi) sẽ ở mức 2,154 đồng, giảm 16% trong năm 2009. Với mức giá giao dịch ngày hôm nay, cổ phiếu VNR đang giao dịch ở mức P/E dự phóng cho năm 2009 là 18x và P/B là 1.3x tính theo giá trị sổ sách vào cuối năm 2008.

Kết quả kinh doanh quý 1/2009: VNR đã công bố kết quả kinh doanh quý 1/2009. Thu phí bảo hiểm giảm 15%. VNR đã tăng tỷ lệ giữ lại lên 49.4% trong quý 1/2009 từ mức 42% trong năm 2008 (quý 1/2008: 37.6%). Tỷ lệ đền bù ở mức 41.4% và hệ số kết hợp tăng nhẹ lên mức 89.3% so với mức 88.5% trong quý 1/2008. Lợi nhuận trước thuế tăng 82% y/y đạt 57.3 tỷ đồng và phần lớn đến từ hoạt động đầu tư trong quý 1/2009. Kết quả kinh doanh quý 1/2009 chiếm 29% tổng dự phóng lợi nhuận trong năm 2009 của chúng tôi. Chúng tôi tiếp tục giữ nguyên dự báo về lợi nhuận của VNR cho cả năm 2009.

Những rủi ro trong dự phóng (hay định giá)

VNR có thể hưởng lợi nhờ lãi suất tăng lên trong 06 tháng cuối năm 2009. Và VNR có thể hưởng lợi từ giá cổ phiếu tăng lên nếu VNR cơ cấu lại danh mục đầu tư theo hướng phân bổ nhiều hơn cho cổ phiếu niêm yết. Tuy nhiên chúng tôi vẫn thấy rủi ro làm EPS giảm so với dự phóng ban đầu. VNR có thể trải qua một năm tăng trưởng phí bảo hiểm thấp và một số bất ổn có thể sẽ dẫn đến tỷ lệ bồi thường cao hơn ước tính ban đầu.

3. Quản trị, điều hành và tình hình tài chính của VNR

Quản trị và điều hành doanh nghiệp: SCIC sở hữu 40.36% VNR, các tổng công ty nắm giữ 25.25% trong khi đối tác chiến lược nước ngoài Swiss Re nắm giữ 25%. Swiss Re đã bổ nhiệm đại diện của mình tại Hội đồng quản trị của VNR. VNR và Swiss Re đã thực hiện hợp tác trong các lĩnh vực nâng cao khả năng nghiệp vụ bảo hiểm kỹ thuật, bảo hiểm cháy nổ, hoạt động quản trị doanh nghiệp, công nghệ thông tin, đầu tư tài chính... Trong năm 2009, Swiss Re sẽ tiếp tục hỗ trợ VNR trong những lĩnh vực này.

Mức an toàn vốn: VNR có mức vốn cao kể từ khi phát hành thêm cổ phiếu để huy động vốn trong năm 2008. Tổng vốn chủ sở hữu tăng 212% đạt 1,907 tỷ đồng trong năm 2008. Vì vậy hệ số đòn bẩy tính trên doanh thu phí bảo hiểm giảm xuống còn 24% trong năm 2008 (năm 2007: 54%) trong khi hệ số đòn bẩy tài chính ở mức 43% (năm 2007 là 98%). Hệ số biên khả năng thanh toán ở mức 334% trong năm 2008 (theo ước tính của chúng tôi), cao hơn quy định của Bộ tài chính (quy định ở mức 25%). Vì vậy, với mức vốn này, VNR còn nhiều khả năng mở rộng hoạt động bảo hiểm trong các năm đến.

Bảng 3 - Kết quả kinh doanh

<i>ĐVT: Triệu đồng</i>	2005	2006	2007	2008	2009F
PHÍ BẢO HIỂM					
Thu phí tái bảo hiểm	827,510	790,764	926,272	1,095,229	959,920
Nhượng phí tái bảo hiểm	(682,676)	(624,677)	(703,675)	(774,859)	(585,551)
Hoa hồng nhượng tái bảo hiểm	65,586	72,593	100,251	121,483	91,803
Hoàn phí	(2,661)	(7,919)	(13,868)	(7,083)	(7,083)
Các khoản giảm trừ khác	0	0	0	0	0
Thu khác từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm	19,076	19,690	21,683	22,709	22,709
Doanh thu phí	226,835	250,451	330,664	457,479	481,798
Tăng dự phòng phí	(24,679)	(7,136)	(24,118)	(45,385)	(26,587)
Doanh thu thuần từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm	202,156	243,315	306,546	412,094	455,210
BỒI THƯỜNG VÀ DỰ PHÒNG					
Chi phí bồi thường bảo hiểm	0	0	0	0	0
Chi bồi thường nhận tái bảo hiểm	(217,723)	(189,534)	(244,558)	(480,540)	(421,172)
Thu bồi thường từ nhượng tái bảo hiểm	156,227	120,229	162,229	365,950	276,544
Thu đòi người thứ 3 và hàng hóa đã bồi thường	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Chi bồi thường từ quỹ dự phòng dao động lớn	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Bồi thường thuộc trách nhiệm giữ lại	(61,496)	(69,305)	(82,329)	(114,591)	(144,629)
Tăng dự phòng bồi thường	(1,440)	(20,446)	(23,418)	(57,934)	(13,881)
Trích dự phòng dao động lớn trong năm	(4,265)	(4,745)	(6,262)	(9,399)	(34,291)
Rủi ro bồi thường thuộc phần trách nhiệm giữ lại	(67,201)	(94,496)	(112,009)	(181,923)	(192,802)
Những chi phí liên quan đến đền bù tổn thất	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Đền bù và các chi phí liên quan đến tổn thất	(67,201)	(94,496)	(112,009)	(181,923)	(192,802)
CHI PHÍ KHÁC					
Hoa hồng kinh doanh bảo hiểm	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Hoa hồng hoạt động tái bảo hiểm	(89,589)	(95,810)	(132,175)	(181,252)	(182,688)
Những chi phí khác	(19,185)	(17,790)	(12,934)	(26,374)	(30,330)
Tổng chi hoa hồng và những chi phí liên quan khác	(108,773)	(113,600)	(145,109)	(207,625)	(213,018)
Chi phí bán hàng	0	0	0	0	N/A
Chi phí quản lý	(17,112)	(19,651)	(23,293)	(34,043)	(40,851)
Tổng chi phí	(125,885)	(133,250)	(168,402)	(241,668)	(253,869)
LỢI NHUẬN					
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm	9,070	15,570	26,135	(11,498)	8,540
Doanh thu hoạt động tài chính	47,877	47,189	48,406	223,669	188,878
Chi phí hoạt động tài chính	(803)	(77)	(120)	(18,369)	0
Lợi nhuận hoạt động tài chính	47,074	47,112	48,286	205,300	188,878
Lợi nhuận hoạt động khác	10	8,836	9,367	11,292	0
Lợi nhuận kế toán	56,153	71,517	83,788	205,094	197,418
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(13,480)	(11,049)	(10,711)	(45,543)	(49,355)
Lợi nhuận sau thuế	42,673	60,468	73,077	159,551	148,064

Bảng 4 - Bảng cân đối kế toán

VND million	2005	2006	2007	2008	2009F
TÀI SẢN NGẮN HẠN	393,630	519,167	588,564	1,036,270	2,270,302
Tiền và các khoản tương đương tiền	55,900	93,245	99,276	426,026	227,602
Tiền	55,900	32,144	39,048	56,586	58,162
Các khoản tương đương tiền	-	61,101	60,228	369,440	169,440
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	175,534	271,455	221,143	74,439	1,408,051
Đầu tư chứng khoán ngắn hạn			7,809	27,824	55,647
Hợp đồng mua và cam kết bán lại chứng khoán				-	-
Tiền gửi kỳ hạn tại các ngân hàng	175,534	271,455	213,453	50,000	1,337,404
Ủy thác đầu tư ngắn hạn					-
Công trái giáo dục					-
Trái phiếu			0	15,000	15,000
Khác					-
Dự phòng giảm giá đầu tư ngắn hạn	-	-	(120)	(18,385)	-
Các khoản phải thu	162,065	143,739	263,557	535,589	634,462
Phải thu của khách hàng	162,065	143,739	263,963	538,357	637,231
Phải thu hoạt động nhận nhận tái bảo hiểm	na	69,458	134,596	272,973	338,487
Phải thu hoạt động nhượng tái bảo hiểm	na	52,383	102,851	133,440	166,800
Các khoản phải thu khác	na	21,898	26,516	131,944	131,944
Dự phòng các khoản phải thu khó đòi		0	(406)	(2,769)	(2,769)
Hàng tồn kho	26	24	34	31	31
Tài sản ngắn hạn khác	105	10,704	4,555	186	186
Tạm ứng	18	158	87	120	120
Chi phí trả trước	-	10,450	4,417	-	-
Thuế giá trị VAT được khấu trừ	87	97	51	66	66
TÀI SẢN DÀI HẠN	483,905	355,559	626,711	828,251	894,242
Tài sản cố định	59,774	56,634	53,593	50,884	61,061
Tài sản cố định hữu hình	41,229	39,066	37,001	35,268	42,321
- Nguyên giá	51,603	51,780	52,064	52,764	63,317
- Giá trị hao mòn lũy kế	(10,374)	(12,715)	(15,063)	(17,496)	(20,995)
Tài sản cố định vô hình	18,544	17,568	16,592	15,616	18,739
- Nguyên giá	19,520	19,520	19,520	19,520	23,424
- Giá trị hao mòn lũy kế	(976)	(1,952)	(2,928)	(3,904)	(4,685)
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	421,851	296,605	570,568	775,047	830,861
Đầu tư vào công ty liên kết	38,420	38,420	38,420	38,420	94,234
Đầu tư dài hạn khác	383,431	258,185	532,148	736,627	736,627
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	11	55	284	55	55
Các khoản ký quỹ, ký cược dài hạn	2,270	2,265	2,265	2,265	2,265
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	877,535	874,726	1,215,274	1,864,522	3,164,543

Bảng 4 - Bảng cân đối kế toán (tiếp theo)

NGUỒN VỐN					
NỢ PHẢI TRẢ	522,542	461,269	601,393	813,124	1,003,260
Nợ ngắn hạn	319,148	224,799	310,356	408,211	523,586
Phải trả người bán	244,678	204,710	297,365	392,160	507,535
Người mua ứng tiền trước	-	-	-	1,292	1,292
Thuế và các khoản phải nộp nhà nước	10,054	4,788	4,100	8,557	8,557
Phải trả công nhân viên	2,299	2,345	2,514	5,044	5,044
Các khoản phải trả phải nộp khác	62,117	12,956	6,377	1,158	1,158
Dự phòng nghiệp vụ	203,377	235,703	289,502	402,220	476,980
Dự phòng phí	60,585	67,721	91,839	137,224	163,811
Dự phòng bồi thường	77,040	97,485	120,904	178,838	192,719
Dự phòng dao động lớn	65,753	70,498	76,760	86,158	120,449
Nợ khác	16	767	1,535	2,694	2,694
Quỹ dự phòng trợ cấp mất việc	16	40	475	785	785
Nhận ký quỹ, ký cược dài hạn	-	727	946	1,720	1,720
Phải trả dài hạn khác	-	-	114	189	189
VỐN CHỦ SỞ HỮU	354,994	413,458	613,882	1,910,771	2,002,447
Vốn chủ sở hữu, quỹ	353,030	410,598	611,739	1,907,307	1,998,736
Vốn điều lệ	343,000	343,000	504,138	672,184	672,184
Thặng dư vốn	-	-	45,516	1,104,116	1,104,116
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	1,658	3,320			
Quỹ đầu tư phát triển	833	2,013	3,466	6,563	6,563
Quỹ dự phòng tài chính	4,167	10,063	17,330	32,814	32,814
Quỹ dự trữ bắt buộc	2,083	5,032	8,665	16,407	16,407
Lợi nhuận chưa phân phối	1,289	47,171	32,624	75,222	166,651
Nguồn vốn xây dựng cơ bản	-				
Nguồn kinh phí và quỹ khác	1,964	2,859	2,143	3,464	3,711
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	1,964	2,859	2,143	3,464	3,711
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	877,535	874,726	1,215,275	2,723,895	3,005,707

Bảng 5 - Các chỉ số tài chính quan trọng

	2005	2006	2007	2008	2009F (*)
Mức độ an toàn vốn và các hệ số đòn bẩy tài chính					
Hệ số đòn bẩy hoạt động	64%	61%	54%	24%	24%
Hệ số nợ	148%	112%	98%	43%	50%
Hệ số dự phòng kỹ thuật	101%	97%	94%	98%	105%
Biên khả năng thanh toán	na	121%	114%	343%	338%
Hệ số thanh khoản					
Hệ số thanh toán nhanh	73%	162%	103%	383%	303%
Hệ số thanh toán hiện hành	44%	79%	53%	195%	163%
Chất lượng tài sản					
Hệ số tài sản rủi ro/tổng tài sản đầu tư	na	21%	40%	24%	24%
Khoản phải thu từ bên nhận tái bảo hiểm/vốn tự có	na	13%	17%	7%	8%
Giá trị lợi thế thương mại/Vốn tự có	na	na	na	na	na
Khả năng sinh lời					
Tỷ lệ giữ lại	27%	32%	36%	42%	50%
Tỷ lệ bồi thường (1)	33%	39%	37%	44%	42%
Tỷ lệ chi phí (2)	55%	53%	51%	53%	53%
Hệ số kết hợp (1) và (2)	89%	92%	87%	97%	95%
Thu nhập ròng từ hoạt động TC/Doanh thu thuần từ hoạt động bảo hiểm (3)	23%	19%	16%	50%	41%
Hệ số hoạt động (1+2-3)	65%	73%	72%	47%	54%
Lợi nhuận sau thuế/tổng thu phí bảo hiểm	5%	8%	8%	15%	15%
Lợi nhuận thuần từ hoạt động tài chính/tài sản đầu tư	8%	8%	6%	12%	9%
Lợi nhuận ròng/vốn chủ sở hữu bình quân	12%	16%	14%	13%	8%
Lợi nhuận ròng/tổng tài sản bình quân	5%	7%	7%	8%	5%
Chi tiêu tăng trưởng					
Tỷ lệ tăng trưởng của thu phí bảo hiểm gốc	na	-4%	17%	18%	-12%
Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu phí	na	10%	32%	38%	5%
Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu hoạt động bảo hiểm	na	20%	26%	34%	10%
Tăng trưởng tổng tài sản	na	0%	39%	124%	10%
Tăng trưởng vốn tự có	na	16%	49%	212%	5%

Nguồn: Báo cáo VNR; (*) HSC ước tính dựa trên kế hoạch của VNR

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các thông tin trong báo cáo được HSC xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty, HSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

Công ty Cổ phần Chứng Khoán Thành Phố Hồ Chí Minh

Lầu 1,2,3, Tòa nhà Capital Place

6 Thái Văn Lung, Q. 1, TPHCM

Tel: (84 8) 3 823 3299

Fax: (84 8) 3 823 3301

www.hsc.com.vn