Báo cáo cổ phiếu: BMI

Lãi 6 tháng tăng nhờ một hợp đồng tái bảo hiểm mới, không nhờ nghiệp vụ; giá đã trừ nhiều hơn mức thiệt hại tối đa của khoản 156 tỷ đang treo

Tổng CTCP Bảo Minh (HOSE: BMI) · bảo hiểm phi nhân thọ · BCTC Q2/2026, BCTC 2025 kiểm toán (PwC), BCTN 2025, nghị quyết ĐHĐCĐ 2026, kho AAS · giá 12/10/2026 · **Phát hành bởi AAS Research**

LNTT 6T/2026	PHÍ GỐC 6T/2026	TỶ LỆ KẾT HỢP 6T	HOA HỒNG TÁI CHƯA HƯỞNG	P/B · P/E 4 QUÝ	KHOẢN PHẢI THU TREO
226 tỷ đồng · **+27,8%** y/y	**3.486** tỷ · +14,1% y/y	**94,4%** 6T/25: 96,0% · bồi thường 33,7%	**555** tỷ · đầu năm 149	**0,69x** P/E 7,1x · z P/B −2,1	**156** tỷ · 5,1% VCSH, chưa dự phòng

GÓC NHÌN AAS RESEARCH

TÍCH LŨY TỪNG PHẦN

GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	VÙNG GIÁ HỢP LÝ	LNTT DỰ PHÓNG 2026	LNTT DỰ PHÓNG 2027
13,9 nghìn đ	18,2 nghìn đ (+31%)	16,6–21,8 nghìn đ	371 tỷ đ	352 tỷ đ

Giá giảm 37% từ 10/2025 (gian lận, ý kiến ngoại trừ, diện cảnh báo) xuống P/B 0,69x, thấp hơn cả mức P/B 0,70x nếu xóa sổ toàn bộ 156 tỷ. **Hành động:** tích lũy từng phần ở vùng ≤ 13,9 nghìn đồng, tỷ trọng ban đầu nhỏ; tăng tỷ trọng khi khoản 156 tỷ có kết luận. **Nâng hạng** khi khoản này được thu hồi hoặc đã trích đủ và tỷ lệ kết hợp Q3/2026 ≤ 101%. **Hạ hạng** nếu phát sinh thêm sai phạm, hoặc hợp đồng nhượng tái sức khỏe dừng làm tỷ lệ kết hợp quay về > 100%.

KẾT LUẬN

Bảo Minh kiếm tiền chủ yếu từ lãi tiền gửi trên phí thu trước và vốn chủ; nghiệp vụ bảo hiểm gần hòa vốn. LNTT 6T/2026 +28% đến từ một hợp đồng nhượng tái sức khỏe mới (hoa hồng nhận về lớn), không phải do bồi thường hay chi phí giảm; kết quả gộp trước tái bảo hiểm còn xấu đi.

Dự báo LNTT 2026 ≈ 371 tỷ, 2027 ≈ 352 tỷ (cơ sở). Khoản 156 tỷ chưa dự phòng là rủi ro có trần (5,1% vốn chủ); sau khi trừ hết khoản này, giá trị hợp lý 18,2 nghìn đồng, cao hơn giá 31%.

NGHIỆP VỤ BẢO HIỂM

3.486 tỷ phí gốc

- sức khỏe 41%, cháy nổ 20%, xe 16%
- tỷ lệ kết hợp 94,4% (6T/25 96,0%)
- giữ lại 62% phí (6T/25 78%)

TÁI BẢO HIỂM

nhượng 1.495 tỷ

- sức khỏe 545 tỷ (cùng kỳ 1,3)
- hoa hồng thu 728, ghi nhận 321
- nhánh nhượng tái +150 tỷ LNTT

ĐẦU TƯ, VỐN

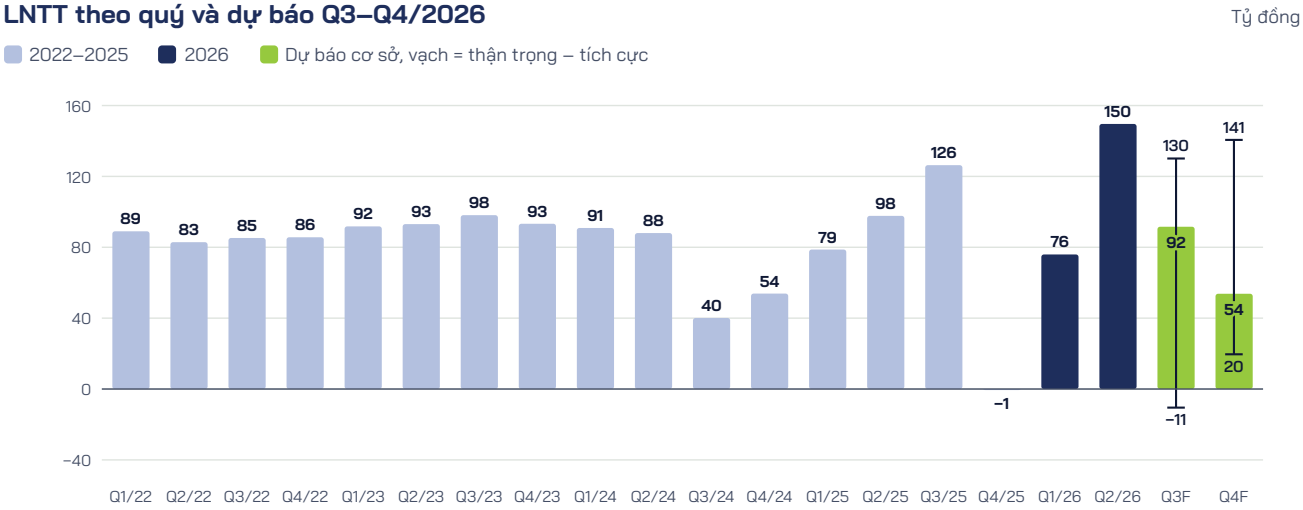
4,7 nghìn tỷ

- LN tài chính 6T 82 tỷ (+21%)
- lợi suất tiền gửi 5,66%
- 156 tỷ phải thu treo, chưa dự phòng

A Tóm tắt luận điểm: lợi nhuận tăng nhờ tái bảo hiểm, giá đã chiết khấu quá mức khoản 156 tỷ

- **Bảo Minh là doanh nghiệp phi nhân thọ thuần, Nhà nước (SCIC) nắm 50,7%, AXA 16,65%:** phí gốc 5,97 nghìn tỷ (2025), sức khỏe 39%, cháy nổ 20%, xe 17%. Nghiệp vụ gần hòa vốn (tỷ lệ kết hợp 98,1% năm 2025); 64% LNTT 2025 đến từ tài chính.
- **LNTT 6T/2026 226 tỷ (+28%) nhờ hợp đồng nhượng tái sức khỏe mới:** nhánh nhượng tái cải thiện +150 tỷ, trong khi kết quả gộp trước nhượng tái xấu đi −55 tỷ (bồi thường cháy nổ nhận tái tăng).
- **Hoa hồng nhượng tái thu 728 tỷ trong 6 tháng (cả năm 2025: 112 tỷ), mới ghi nhận 321 tỷ;** số chưa phân bổ 555 tỷ ghi nhận dần trong các quý tới cùng phí nhượng, nên tỷ lệ chi phí thấp hơn 2025 là cấu trúc mới, không phải tiết giảm chi phí.
- **Khoản phải thu 156 tỷ từ vụ gian lận chưa được trích dự phòng:** PwC ngoại trừ BCTC 2025; bản soát xét 6T/2026 chấp nhận toàn phần nhưng vốn chủ không đổi (3.089 tỷ) ⇒ khoản này vẫn treo. Rủi ro có trần: 5,1% VCSH, ≈ 42% LNTT 2026F.
- **Dự báo cơ sở:** LNTT Q3/2026 ≈ 92 tỷ (Q3 là quý bão), Q4 ≈ 54 tỷ; cả năm ≈ 371 tỷ (+23%, kế hoạch ≥ 340), LNST ≈ 297 tỷ; 2027 ≈ 352 tỷ.
- **TÍCH LŨY TỪNG PHẦN.** P/B 0,69x (z −2,08 so 3 năm), P/E 4 quý 7,1x: giá đã trừ nhiều hơn mức thiệt hại tối đa của khoản 156 tỷ. Giá trị hợp lý 18,2 nghìn đồng (+31%) sau khi trừ toàn bộ khoản này khỏi vốn chủ.

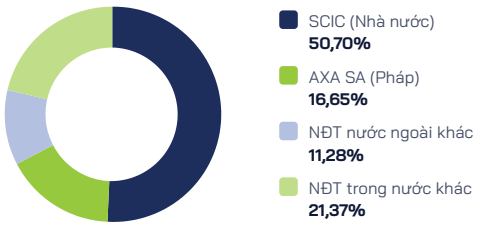
LNTT theo quý và dự báo Q3–Q4/2026



Nguồn: kho AAS (BCTC quý), BCTC Q2/2026; AAS dự báo. Q4/2025 = năm kiểm toán − 9 tháng.

1 Mô hình kinh doanh: thu phí trước, đầu tư tiền phí, trả bồi thường sau; lợi nhuận nằm ở tiền lãi trên phí và vốn

Cơ cấu cổ đông (BCTN 2025, 31/12/2025) % vốn



- **Kiếm tiền từ đâu:** (1) lãi đầu tư trên phí thu trước (DP nghiệp vụ 3,5 nghìn tỷ) và vốn chủ 3,1 nghìn tỷ; (2) nghiệp vụ bảo hiểm gần hòa vốn — tỷ lệ kết hợp 2021–2025 trong khoảng 97–99%.
- **Kênh:** đại lý, môi giới, bancassurance (sức khỏe gắn khoản vay, bảo hiểm tín dụng), nền tảng số; chi phí khai thác ngoài hoa hồng chiếm 58% phí gốc (2025).
- **Khối ngoại nắm 25,9%** (room 50%, kho AAS 12/10/2026), trong đó AXA 16,65%; SCIC 50,7% ⇒ cổ phiếu tự do ít.
- **Phạm vi số liệu:** BCTC tổng hợp (không có công ty con), VAS, mẫu TT232; số 2025 đã bị Kiểm toán Nhà nước điều chỉnh hồi tố trong BCTC 2026.

NGUỒN VỐN 30/6/2026

Dự phòng nghiệp vụ gộp
3,57
DP phí 2.411 · DP bồi thường 999 · dao động lớn 158

Tài sản tái bảo hiểm
1,51
phần nhà nhận tái gánh: DP phí 892, DP BT 623

Hoa hồng tái chưa hưởng
0,56
đầu năm 149 · thu trước, ghi nhận dần

Vốn chủ sở hữu
3,09
SCIC 50,70% · AXA 16,65%

→

KHAI THÁC, QUẢN LÝ RỦI RO

Phí gốc 6T
3.486 tỷ
sức khỏe 1.430 · cháy nổ 688 · xe 541 · tín dụng 340

Nhận tái
468 tỷ
cháy nổ 410 · AXA hỗ trợ kỹ thuật

Nhượng tái
1.495 tỷ
cháy nổ 582 · sức khỏe 545 (mới) · giữ lại 62%

→

ĐẦU TƯ

Tiền gửi có kỳ hạn
3,35
ròng; lợi suất 6T 5,66%/năm

Cổ phiếu, TPDN
0,55
CP giá gốc 394 (DP 88) · TPDN 240

Liên kết, BĐS đầu tư
0,47
Trên BCTC: đầu tư dài hạn, BĐS đầu tư

→

100 ĐỒNG DOANH THU 6T/26

Phí BH thuần	**84,3**
Hoa hồng nhượng tái	**11,1**
DT tài chính	**4,6**
Bồi thường thuần	**28,4**
Hoa hồng gốc	**17,7**
Chi khác KDBH	**41,0**
QLDN, DP dao động	**3,6**
Chi phí tài chính	**1,8**
LNTT	**7,6**

Doanh thu = phí thuần + hoa hồng tái + DT tài chính = 2.982 tỷ. Nghiệp vụ để lại 4,7 đồng; tài chính 2,8 đồng.

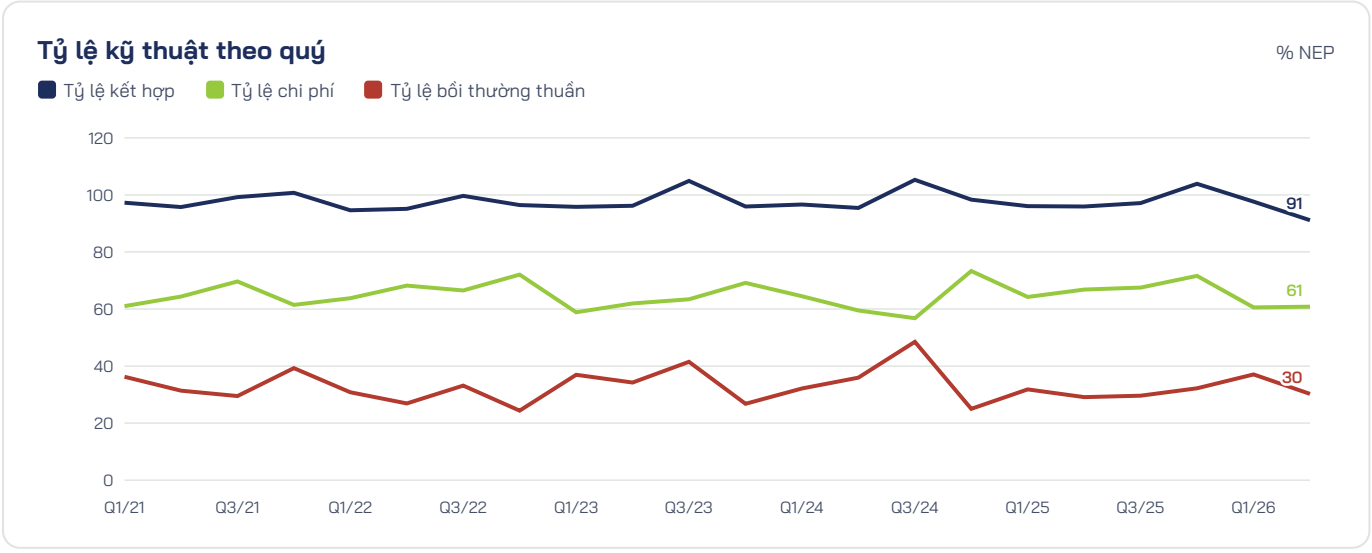
Nguồn: BCTC Q2/2026 (thuyết minh 5, 17, 18, 20–23), BCTN 2025; AAS tổng hợp.

2 Kết quả kinh doanh: phí tăng lại năm 2026, lợi nhuận phụ thuộc tài chính và tái bảo hiểm

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026
Phí bảo hiểm gốc	4.496	5.399	5.560	5.961	5.966	3.055	3.486
Phí nhận tái bảo hiểm	524	582	638	682	805	386	468
Phí nhượng tái bảo hiểm	−1.351	−1.452	−1.639	−1.666	−1.688	−775	−1.495
Phí bảo hiểm thuần (NEP)	3.570	4.278	4.526	4.880	5.059	2.588	2.514
Hoa hồng nhượng tái, DT khác	199	232	195	243	301	102	331
Bồi thường thuần (gồm ΔDP)	−1.227	−1.225	−1.570	−1.727	−1.551	−788	−848
Hoa hồng gốc + chi khác KDBH	−2.311	−2.954	−2.908	−3.216	−3.473	−1.667	−1.749
Kết quả nghiệp vụ (sau QLDN)	61	147	82	54	94	104	140
Lợi nhuận tài chính	238	186	280	210	195	68	82
LNTT	**306**	**343**	**376**	**273**	**302**	**177**	**226**
LNST	255	291	329	238	257	144	181
ROE (%)	11,1	12,2	13,0	8,8	9,0	–	12,0*

Nguồn: kho AAS (BCTC kiểm toán 2021–2025, số chưa gồm điều chỉnh hồi tố của Kiểm toán Nhà nước; 6T soát xét); AAS tính. * 6T năm hóa.

- **LNTT đi ngang 270–380 tỷ trong 2021–2025** dù phí gốc tăng từ 4,5 lên 6,0 nghìn tỷ: tỷ lệ chi phí tăng từ 63,9% lên 67,5%, ăn hết phần tăng quy mô.
- **Năm 2025:** nghiệp vụ lãi 94 tỷ, tài chính 195 tỷ; Q4/2025 LNTT ≈ 0 do bồi thường bão (Bualoi, Matmo, Kalmaegi) và chi phí cuối năm.
- **6T/2026:** LNST 181 tỷ (+26%), đạt 66% kế hoạch LNTT ≥ 340 tỷ của ĐHĐCĐ 2026.



Nguồn: kho AAS; AAS tính.

3 Nghiệp vụ bảo hiểm: tỷ lệ kết hợp quanh 97–98%, cải thiện 6T/2026 đến từ hoa hồng tái, không từ bồi thường

Tỷ lệ trên NEP (%)	2021	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026
Tỷ lệ giữ lại (phí sau nhượng / phí khai thác)	73,1	75,7	73,6	74,9	75,1	77,5	62,2
Tỷ lệ bồi thường thuần	**34,4**	**28,6**	**34,7**	**35,4**	**30,7**	**30,4**	**33,7**
Hoa hồng gốc / NEP	18,9	18,6	18,0	18,8	19,1	18,1	21,0
Chi khác KDBH (khai thác, nhân sự...) / NEP	45,8	50,4	46,2	47,2	49,6	46,4	48,6
(−) Hoa hồng nhượng tái, DT khác / NEP	−5,6	−5,4	−4,3	−5,0	−6,0	−4,0	−13,1
QLDN + DP dao động lớn / NEP	4,8	4,3	3,5	2,6	4,8	5,1	4,3
Tỷ lệ chi phí	**63,9**	**67,9**	**63,5**	**63,5**	**67,5**	**65,6**	**60,7**
Tỷ lệ kết hợp	**98,3**	**96,6**	**98,2**	**98,9**	**98,1**	**96,0**	**94,4**

Nguồn: kho AAS; AAS tính. Cơ sở thuần tái bảo hiểm: NEP = phí gốc + nhận tái − nhượng tái ± ΔDP phí; bồi thường thuần gồm ΔDP bồi thường gốc và nhượng.

Theo nghiệp vụ: sức khỏe tăng phí, bồi thường đã trả thấp và bắt đầu được nhượng 38%

Nghiệp vụ (6T, tỷ đồng)	Phí gốc 6T/26	y/y (%)	Tỷ trọng (%)	BT gốc đã trả / phí (%) 6T/25 → 6T/26	Phí nhượng 6T/25 → 6T/26
Sức khỏe, tai nạn	**1.430**	**+11,3**	**41,0**	**19,6 → 13,8**	**1,3 → 544,7**
Cháy nổ	688	+21,2	19,7	43,9 → 35,7	468,0 → 581,9
Xe cơ giới	541	+9,2	15,5	47,7 → 53,7	0,3 → 0,3
Tín dụng	340	+41,1	9,7	8,1 → 4,6	6,9 → 55,8
Hàng hải (thân tàu)	122	+24,5	3,5	14,7 → 17,3	57,2 → 81,5
Hàng hóa	110	+12,7	3,1	19,1 → 28,1	44,0 → 47,1
Kỹ thuật	92	−12,9	2,6	46,8 → 19,0	83,4 → 63,7
Gián đoạn kinh doanh	83	−11,1	2,4	1,5 → 52,5	58,2 → 62,8
Trách nhiệm, hàng không, khác	80	+11,9	2,3	7,6 → 4,0	55,7 → 57,5
Tổng phí gốc	**3.486**	**+14,1**	**100**	**27,7 → 24,8**	**775,1 → 1.495,3**

Nguồn: BCTC Q2/2026, thuyết minh 20–23. Bồi thường đã trả (chưa gồm dự phòng) chia phí gốc — chỉ để so xu hướng, không phải tỷ lệ bồi thường kế toán.

- **Xe cơ giới xấu đi:** bồi thường đã trả/phí từ 47,7% lên 53,7%; phí tăng 9%.
- **Cháy nổ:** phí gốc +21%, bồi thường gốc đi ngang nhưng bồi thường nhận tái cháy nổ +44% (171,7 → 246,4 tỷ).
- **Gián đoạn kinh doanh:** bồi thường 43,5 tỷ so 1,4 tỷ cùng kỳ — tổn thất đơn lẻ, gắn với cháy nổ.

- **Mùa vụ:** Q3 là quý bão; kết quả nghiệp vụ Q3 thấp nhất trong năm ở 5/12 năm 2014–2025, trong khi LN tài chính Q3 cao nhất nhờ cổ tức.

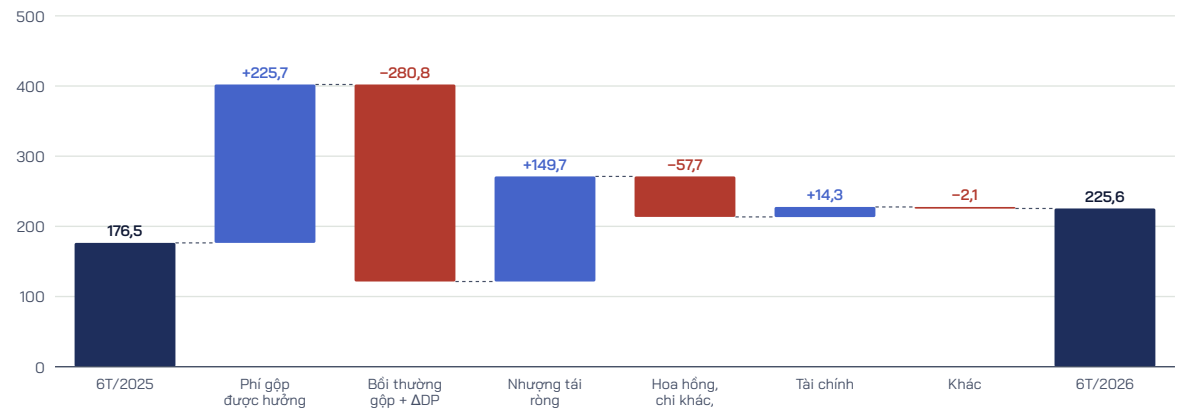
4 Tái bảo hiểm: hợp đồng nhượng sức khỏe mới đem lại toàn bộ phần tăng lợi nhuận 6 tháng

Cầu nối LNTT (tỷ đồng)	6T/2025	6T/2026	Chênh
Phí gộp được hưởng (sau ΔDP phí gốc)	3.383	3.608	+226
Bồi thường gộp + đòi người thứ ba + ΔDP BT gốc	−809	−1.090	−281
Kết quả gộp trước nhượng tái	**2.573**	**2.518**	**−55**
Nhượng tái ròng (phí nhượng − hoa hồng − thu BT nhượng ± ΔDP)	**−671**	**−521**	**+150**
Hoa hồng gốc, chi khác KDBH, QLDN, DP dao động	−1.799	−1.857	−58
Lợi nhuận tài chính	68	82	+14
Khác, BĐS đầu tư	5	3	−2
LNTT	**177**	**226**	**+49**

Nguồn: kho AAS (BCTC 6T soát xét); AAS tính. Nhượng tái ròng = −(phí nhượng − ΔDP phí nhượng) + hoa hồng nhượng tái và DT khác + thu bồi thường nhượng ± ΔDP bồi thường nhượng.

Cầu nối LNTT 6T/2025 → 6T/2026

Tỷ đồng



- **Bằng chứng:** phí nhượng sức khỏe 544,7 tỷ (cùng kỳ 1,3 tỷ) = 38% phí sức khỏe; tổng phí nhượng gần gấp đôi (775 → 1.495 tỷ). Hoa hồng nhượng tái thu trong kỳ 727,7 tỷ (≈ 49% phí nhượng), ghi nhận 321,5 tỷ.
- **Cơ chế:** nhà nhận tái trả hoa hồng để bù chi phí khai thác Bảo Minh đã bỏ ra; hoa hồng ghi nhận theo thời gian hiệu lực của phần phí nhượng, nên phần chưa hưởng 555 tỷ sẽ vào lợi nhuận các quý tới, đi cùng phí nhượng tương ứng.
- **Ảnh hưởng:** nhánh nhượng tái cải thiện +150 tỷ, lớn hơn mức tăng LNTT +49 tỷ; tỷ lệ giữ lại phí giảm còn 62% nên NEP giảm 3% dù phí gốc +14%.
- **Sai khi:** hợp đồng có hoa hồng trượt theo tỷ lệ bồi thường (bồi thường sức khỏe tăng thì hoa hồng giảm) hoặc không được tái tục; BCTC không công bố điều khoản.

Dự phòng, tài sản tái BH (tỷ đồng)	31/12/2024	31/12/2025	30/6/2026
DP phí chưa được hưởng (gộp)	1.943	2.063	2.411
DP bồi thường (gộp)	1.400	1.061	999
DP dao động lớn	123	134	158
Tài sản tái BH: DP phí nhượng	394	490	892
Tài sản tái BH: DP bồi thường nhượng	1.028	658	623
Hoa hồng nhượng tái chưa được hưởng (nợ phải trả)	**137**	**149**	**555**
Chi phí hoa hồng chưa phân bổ (tài sản)	266	276	336

Nguồn: BCTC 2025, BCTC Q2/2026 (thuyết minh 17, 18); kho AAS.

5 Đầu tư: tiền gửi là chính, lãi suất tăng giúp chậm; cổ tức giảm kéo ngược

Danh mục đầu tư (tỷ đồng)	31/12/2025	30/6/2026	Ghi chú
Tiền, tương đương tiền	217	198	
Tiền gửi có kỳ hạn (giá gốc)	3.387	3.531	trong đó 176,1 tỷ đã trích dự phòng 100% từ trước
Trái phiếu doanh nghiệp (dài hạn)	290	240	+ 77,2 tỷ TPDN cũ (Vinashin, Sông Đà Thăng Long) dự phòng 100%
Cổ phiếu kinh doanh (giá gốc)	333	394	dự phòng giảm giá 72,3 → 88,0 tỷ
Góp vốn liên kết, đầu tư dài hạn khác	300	320	liên kết 242 tỷ (giá gốc)
Bất động sản đầu tư (giá trị còn lại)	148	147	cho thuê văn phòng
Tổng (sau dự phòng)	**4.422**	**4.651**	**= 1,51 lần VCSH**

Nguồn: BCTC 2025, BCTC Q2/2026 (thuyết minh 4, 5); kho AAS.

Thu nhập tài chính (tỷ đồng)	2024	2025	6T/2025	6T/2026
Lãi tiền gửi, chứng chỉ tiền gửi	168	166	80	98
Lãi trái phiếu	9	14	7	9
Cổ tức	98	75	15	3
Lãi bán chứng khoán	16	45	9	17
Chênh lệch tỷ giá (gồm lỗ)	−6	−3	0	2
Chi phí nhân sự đầu tư, dự phòng, khác	−78	−105	−44	−47
Lợi nhuận tài chính	**210**	**195**	**68**	**82**
Lợi suất tiền gửi (năm hóa, %)	–	–	–	5,66

Nguồn: BCTC 2025 (thuyết minh 28, 29), BCTC Q2/2026 (thuyết minh 26, 27).

- **Tiền gửi chiếm ~80% danh mục:** lãi tiền gửi 6T +23%; lợi suất 5,66%/năm. Mỗi 1 điểm % lãi suất tiền gửi ≈ +21 tỷ LNTT năm đầu, +35 tỷ khi định lại hết.
- **Cổ tức nhận về giảm từ 15,3 xuống 3,0 tỷ (6T):** danh mục cổ phiếu đã chuyển sang mã niêm yết (giá gốc 379 tỷ), lãi bán chứng khoán 16,7 tỷ bù lại một phần.
- **Tài sản xấu cũ đã dự phòng đủ:** 176 tỷ tiền gửi và 77 tỷ TPDN (Vinashin, Sông Đà Thăng Long) dự phòng 100%; nếu thu hồi được sẽ là khoản hoàn nhập.

6 Chất lượng lợi nhuận: khoản 156 tỷ chưa dự phòng là rủi ro có trần; lợi nhuận 6T có phần từ hoa hồng tái thu trước

Vấn đề	Kết quả tra BCTC gốc	Hệ quả cho phân tích
Khoản 156 tỷ (155,99 tỷ) phải thu khác	BCTC 2025 TM 6(a): tài sản thiếu chờ xử lý từ vụ gian lận của nhân viên trên tài khoản tại một ngân hàng trong nước; PwC ngoại trừ vì không xác định được khả năng thu hồi; số 2024 đã trình bày lại (+29 tỷ phải thu, +29 tỷ phải trả). BCTC Q2/2026: chưa có cơ sở trích dự phòng.	Không trích trong dự báo cơ sở; trừ toàn bộ khỏi vốn chủ khi định giá; dòng riêng −156 tỷ trong bảng dự báo
Bản soát xét 6T/2026	HoSE đưa BMI ra khỏi diện cảnh báo từ 08/09/2026 do ý kiến soát xét chấp nhận toàn phần. Vốn chủ bản soát xét 3.089 tỷ ≈ bản quý 3.087 tỷ; khác biệt chỉ là phân loại lại (lãi dự thu, dự phòng).	Khoản 156 tỷ chưa vào lãi lỗ; AAS chưa có toàn văn báo cáo soát xét
Kiểm toán Nhà nước (CV 58/KTNN-TH, 05/06/2026)	Điều chỉnh hồi tố số liệu 2025: phải thu, thuế GTGT, TNDN, tài sản bảo hiểm, doanh thu, chi phí QLDN.	Kho AAS lưu số kiểm toán ban đầu (LNTT 2025 302 tỷ); chênh lệch nhỏ
Hoa hồng nhượng tái 6T: 321,5 tỷ	Thu 727,7 tỷ, phân bổ 321,5 tỷ, còn 555,1 tỷ chưa hưởng (TM 17).	Lợi nhuận H2 có đệm từ phần phân bổ tiếp; không phải tiền mới

Nguồn: BCTC 2025 kiểm toán (TM 6, 39, giải trình ý kiến ngoại trừ), BCTC Q2/2026 (TM 6, 17, 34), quyết định của HoSE; AAS tổng hợp.

7 Dự báo: LNTT 2026 ≈ 371 tỷ, vượt kế hoạch; Q3 là quý rủi ro bão

LNTT (tỷ đồng)	Q3/2025	Q3/2026F	Q4/2025	Q4/2026F	2025	2026F	2027F
Thận trọng	126	−11	−1	20	302	235	211
Cơ sở	**126**	**92**	**−1**	**54**	**302**	**371**	**352**
Tích cực	126	130	−1	141	302	496	471
LNST (cơ sở)	113	73	0	43	257	297	282
so cùng kỳ LNST (%)		−35		lãi/≈0		+16	−5
Nếu xóa sổ khoản 156 tỷ (Q4/2026)				−102		215	

Nguồn: AAS dự báo. Dòng cuối: kịch bản phải trích toàn bộ khoản 156 tỷ trong Q4/2026, không tính lá chắn thuế.

8 Định giá và giao dịch: P/B 0,69x, thấp nhất 3 năm (z −2,1); tích lũy từng phần

Chọn phương pháp: P/B là thước đo chính (doanh nghiệp bảo hiểm, lợi nhuận dao động theo thiên tai); P/E trên EPS 2027F để đối chiếu. Vốn chủ dùng định giá đã trừ toàn bộ khoản 156 tỷ.

Định giá tại 12/10/2026	Giá trị	Trung vị / bình quân 3 năm	z (3 năm)
Giá (đồng)	13.900		
P/B (VCSH 30/6/2026 sau cổ tức tiền)	0,69x	1,01x / 0,97x	−2,08
P/B trên BVPS cuối 2026F	0,67x		
P/E 4 quý	7,1x	9,2x	−1,61
P/E 2026F	7,0x		
ROE 2026F	9,8%	ROE 2025: 9,0%	
Giá trị theo P/B (bình quân 3 năm × BVPS 2026F sau trừ 156 tỷ)	19.187		
Giá trị theo P/E (trung vị 3 năm × EPS 2027F)	17.225		
Giá trị hợp lý (bình quân hai cách)	**18.206**		**+31%**

Nguồn: kho AAS, giá điều chỉnh; AAS tính. BCTC dùng sau 45 ngày kể từ cuối quý. Số cổ phiếu hiện tại 150,55 triệu (chưa gồm 15 triệu cổ phiếu cổ tức đang phát hành; không đổi vốn chủ).

Nhóm z P/B	Lợi suất 12 tháng sau (TB)	Trung vị	Số phiên
(-9.0, -1.5)	**+56,2%**	**+51,5%**	**55**
(-1.5, -0.5)	+11,7%	+7,1%	951
(-0.5, 0.5)	+15,0%	−2,7%	511
(0.5, 1.5)	+39,9%	+52,0%	652
(1.5, 9.0)	+6,5%	+12,5%	863

Nguồn: AAS backtest 2013–2026.

P/B trên BVPS 2026F sau trừ 156 tỷ	Giá (nghìn đồng)	Hành động
≤ 0,71x (−2 độ lệch chuẩn)	**≤ 13,9**	**Tích lũy từng phần (hiện tại)**
0,71–0,84x	13,9–16,6	Mua thêm khi vụ việc có kết luận
0,84–0,97x	16,6–19,2	Nắm giữ
0,97–1,10x	19,2–21,8	Chốt lời từng phần
> 1,10x	> 21,8	Bán

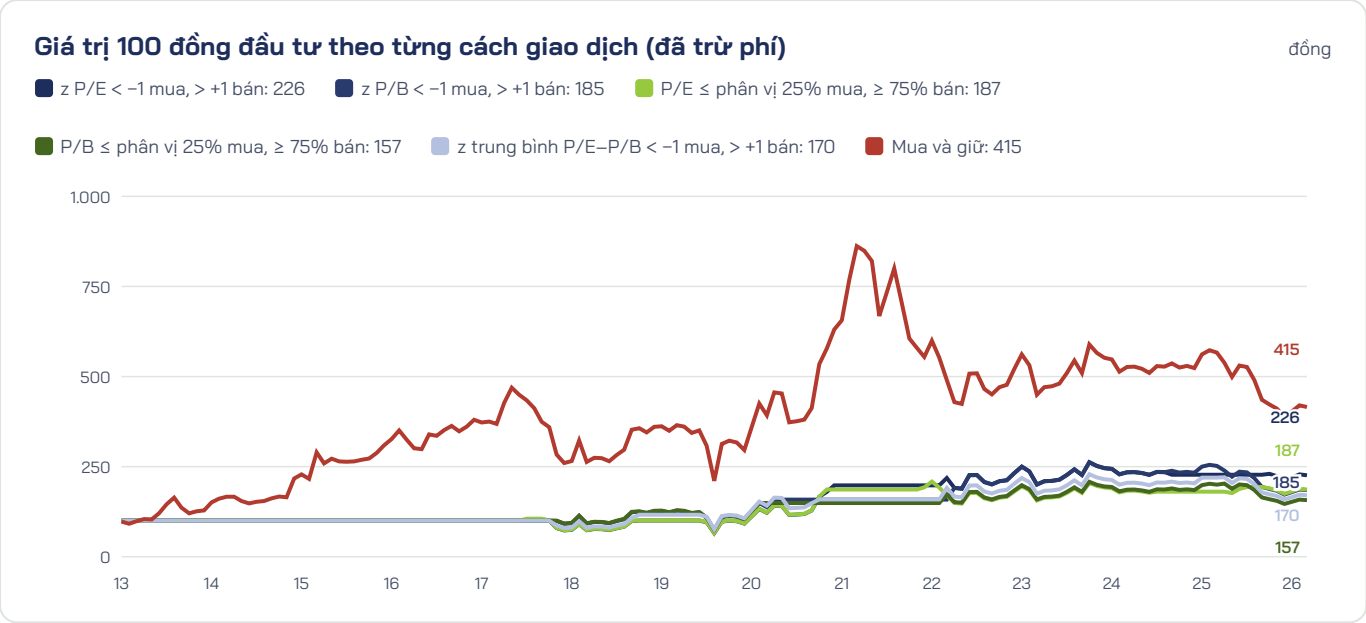
BVPS cuối 2026F = VCSH 30/6/2026 − cổ tức tiền 5% + LNST 6 tháng cuối năm dự báo − 156 tỷ.

Backtest các cách giao dịch theo định giá

z-score là gì: khoảng cách của P/B (hoặc P/E) hôm nay so với bình quân 3 năm gần nhất (750 phiên), đo bằng số độ lệch chuẩn; z −2 nghĩa là rẻ bất thường so với chính lịch sử của mã. **Cách kiểm:** quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố 45 ngày, khớp lệnh phiên sau, phí 0,4% mỗi chiều, từ 2013-08-14 đến 2026-10-12; không nhìn trước tương lai. **Kết quả:** mọi quy tắc định giá đều thua mua và giữ (11,4%/năm) vì nắm giữ chưa tới một nửa thời gian; nhưng lần nào mua ở z thấp cũng lãi khi bán ở z cao (tỷ lệ thắng 60–100%). Khi z P/B ≤ −1,5, lợi suất 12 tháng sau bình quân 56%. **Hạn chế:** chỉ 2–6 lệnh mỗi quy tắc và 55 phiên ở nhóm z ≤ −1,5 ⇒ bằng chứng còn mỏng. **Ý nghĩa hiện tại:** cả năm quy tắc đang ở trạng thái nắm giữ.

Quy tắc (đặt trước)	100 đồng thành	Lợi suất/năm	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Đang giữ
z P/E < −1 mua, > +1 bán	226	6,4%	−40%	4	có
z P/B < −1 mua, > +1 bán	185	4,8%	−47%	2	có
P/E ≤ phân vị 25% mua, ≥ 75% bán	187	4,9%	−48%	6	có
P/B ≤ phân vị 25% mua, ≥ 75% bán	157	3,5%	−47%	3	có
z trung bình P/E–P/B < −1 mua, > +1 bán	170	4,1%	−38%	4	có
Mua và giữ	**415**	**11,4%**	**−64%**	**1**	**có**

Nguồn: AAS backtest. Lợi suất đã gồm cổ tức (giá điều chỉnh).



Nguồn: AAS backtest; giá điều chỉnh gồm cổ tức, phí 0,4% mỗi chiều.

9 Chỉ tiêu theo dõi, điểm mạnh và rủi ro

Chỉ tiêu cần theo dõi các quý tới

Chỉ tiêu	Hiện tại	Ngưỡng và ý nghĩa
Khoản phải thu 156 tỷ (BCTC Q3, Q4)	chưa dự phòng	trích dự phòng ⇒ LNTT giảm tương ứng; thu hồi ⇒ gỡ chiết khấu định giá
Hoa hồng nhượng tái chưa được hưởng	555 tỷ (30/6)	giảm đều theo quý = hợp đồng duy trì; giảm mạnh, không bổ sung ⇒ hợp đồng dừng
Tỷ lệ kết hợp quý	91,1% (Q2/26)	> 103% ở Q3 ⇒ bão, cháy lớn; dự báo cơ sở Q3 101%
Phí gốc tăng trưởng	+14% (6T/26)	< 5% ⇒ hạ NEP 2027
Lợi suất tiền gửi; cổ phiếu cổ tức 10%	5,66%; đang phát hành	+1 đ% lãi suất ⇒ +21 tỷ/năm đầu; 15 triệu cổ phiếu pha loãng EPS 10%, không đổi vốn chủ

Ba điểm mạnh

- **Cổ đông chiến lược AXA:** hỗ trợ kỹ thuật tái bảo hiểm; nhận tái +18% (2025), +21% (6T/2026).
- **Bảng cân đối thanh khoản:** danh mục đầu tư ≈ 4,7 nghìn tỷ, chủ yếu tiền gửi ngân hàng ≤ 12 tháng; cổ phiếu chỉ 394 tỷ giá gốc; các khoản TPDN, tiền gửi xấu từ trước đã dự phòng 100% (253 tỷ).
- **Phí gốc tăng lại 14% (6T/2026)** sau hai năm đi ngang: sức khỏe +11%, cháy nổ +21%, tín dụng +41%, xe +9%.

Ba rủi ro lớn nhất

- **Khoản 156 tỷ và kiểm soát nội bộ:** vụ gian lận của nhân viên trên tài khoản ngân hàng; nếu phải xóa sổ, LNTT giảm 156 tỷ; Kiểm toán Nhà nước đã điều chỉnh hồi tố số liệu 2025 (doanh thu, chi phí, thuế).
- **Phụ thuộc tái bảo hiểm:** tỷ lệ giữ lại giảm từ 78% (6T/25) xuống 62% (6T/26); nếu hợp đồng sức khỏe không tái tục hoặc giảm hoa hồng, lợi ích 6T/26 mất đi; bồi thường cháy nổ nhận tái tăng mạnh.
- **Thiên tai Q3–Q4:** Q3/2024 (bão Yagi) tỷ lệ kết hợp 105%; mỗi 1 điểm % tỷ lệ kết hợp ≈ 50 tỷ LNTT/năm, bằng 14% LNTT 2026F.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH BMI

- **Vào:** tích lũy từng phần ở vùng ≤ 13,9 nghìn đồng, chia 2–3 lần, lần đầu nhỏ (thanh khoản ≈ 60–120 nghìn cổ phiếu/phiên).
- **Tăng tỷ trọng:** khi khoản 156 tỷ có kết luận, hoặc tỷ lệ kết hợp Q3/2026 ≤ 101%.
- **Chốt lời:** từng phần ở 19,2–21,8 nghìn đồng; bán khi > 21,8 nghìn. **Xem lại** nếu có sai phạm mới, kiểm toán 2026 tiếp tục ngoại trừ, hoặc hợp đồng tái sức khỏe dừng.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 13/10/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.