Báo cáo cổ phiếu: BVH

Lãi tăng nhờ hoàn nhập một khoản dự phòng gắn với lãi suất, không nhờ kinh doanh bảo hiểm; lãi suất cao hơn chỉ giúp lợi nhuận chậm, sau 2–3 năm

Tập đoàn Bảo Việt (HOSE: BVH) · tập đoàn bảo hiểm: nhân thọ, phi nhân thọ, quản lý quỹ, chứng khoán · BCTC hợp nhất 6T/2026 (EY soát xét), BCTC 2025 kiểm toán, BCTC riêng Bảo Việt Nhân thọ, BCTN 2025, tài liệu ĐHĐCĐ 2026, kho AAS · giá 12/10/2026 · **Phát hành bởi AAS Research**

LNTT 6T/2026	HOÀN NHẬP DP LÃI CAM KẾT	LÃI TC RÒNG 6T	BỒI THƯỜNG THUẦN PNT	P/B · P/E 4 QUÝ	LNTT 2026F
2.289 tỷ đồng · **+34,5%** y/y	**2.377** tỷ · 6T/25: 602	**6.196** repo + lãi vay 1.654 tỷ	**46,7%** gộp 38,3% · nhượng 35%	**2,20x** P/E 16,9x · trừ hoàn nhập 32x	**4,63** nghìn tỷ · 2027F 3,9

GÓC NHÌN AAS RESEARCH

GIẢM TỶ TRỌNG

GIÁ · GIÁ TRỊ HỢP LÝ	CHÊNH LỆCH	VÙNG ±1 ĐỘ LỆCH CHUẨN	Z P/B · Z P/E
76,0 · 63,3	−17%	52,8–73,8	+1,74 · −0,36

Giá đã tăng 34% từ cuối 2025 trong khi lợi nhuận tăng nhờ một khoản hoàn nhập có giới hạn. **Hành động:** giảm tỷ trọng trên 73,8 nghìn đồng; mua lại trong vùng 52,8–63,3 nghìn đồng. **Nâng hạng** khi BVH công bố tham số DP lãi cam kết cho thấy khoản này về 0 ở lợi suất hiện tại và lãi tài chính ròng tăng ≥ 15% mà không cần repo mới. **Hạ tiếp** nếu Q4/2026 phải trích lại DP lãi cam kết hoặc tỷ lệ hủy vượt 7,5%/năm.

KẾT LUẬN

BVH kiếm tiền chủ yếu từ chênh lệch đầu tư trên dự phòng nghiệp vụ, vốn chủ và tiền vay repo; mảng bảo hiểm thuần lỗ sau dự phòng và chi phí. LNTT 6T/2026 +35% chủ yếu do hoàn nhập DP lãi cam kết; lãi suất cao hơn làm thu nhập đầu tư tăng chậm (22% danh mục định lại trong năm đầu) trong khi chi phí repo và phần chia cho chủ hợp đồng tăng nhanh.

Dự báo LNTT 2026 ≈ 4,63 nghìn tỷ, 2027 ≈ 3,9 nghìn tỷ (cơ sở). P/B 2,20x hàm ý ROE bền vững ≈ 20%, cao hơn ROE đạt được (12% năm 2025). Giá trị hợp lý 63,3 nghìn đồng.

NHÂN THỌ (BVNT)

LNTT 6T 1.812 tỷ

- phí gốc 16.119 tỷ (−3,3%)
- hủy HĐ 6,8%/năm
- biên KNTT 107% (2025)

PHI NHÂN THỌ (BHBV)

phí gốc 6.283 tỷ

- +18,2% y/y, tài sản +45,8%
- bồi thường thuần 46,7%
- tỷ lệ kết hợp 98,5% (6T/26)

ĐẦU TƯ, LÃI SUẤT

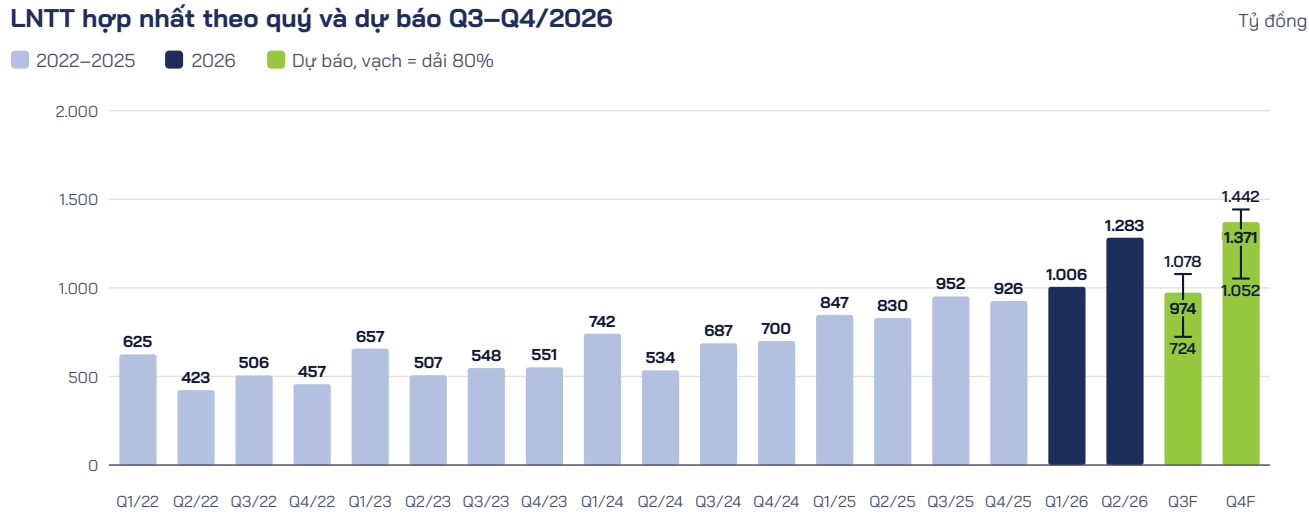
299 nghìn tỷ

- +1 đ% lãi suất: năm 1 +2, năm 3 +627 tỷ
- DP lãi cam kết còn 14,2 nghìn tỷ
- repo 69 nghìn tỷ

A Tóm tắt luận điểm: lợi nhuận tăng nhờ hoàn nhập dự phòng, không nhờ bảo hiểm; giá đã phản ánh nhiều hơn mức lợi nhuận bền vững

- **Tập đoàn bảo hiểm lớn nhất sàn, lợi nhuận đến từ đầu tư:** nhân thọ chiếm 74% phí gốc, phi nhân thọ 26%. Kết quả kinh doanh bảo hiểm thuần (sau dự phòng và chi phí) âm; LNTT dương nhờ lãi tài chính ròng 6.196 tỷ trong 6T/2026 trên danh mục 299 nghìn tỷ.
- **Danh mục được tài trợ bởi dự phòng nghiệp vụ (208 nghìn tỷ), vốn chủ (26,7 nghìn tỷ) và repo TPCP (69 nghìn tỷ).** Lợi suất tăng thêm trên phần dự phòng liên kết chung, có chia lãi phần lớn thuộc về chủ hợp đồng; phần trên vốn chủ, dự phòng không chia lãi và phi nhân thọ thuộc cổ đông.
- **Lãi suất tăng không làm lãi tăng ngay:** +1 điểm % lãi suất ⇒ LNTT năm 1 ≈ +2 tỷ vì repo định lại nhanh hơn tài sản; năm 3 ≈ +627 tỷ khi 73% danh mục đã định lại (chưa gồm DP lãi cam kết).
- **Tăng trưởng 6T/2026 (+35% LNTT) đến từ hoàn nhập DP lãi cam kết 2.377 tỷ** (cùng kỳ 602). Trừ khoản này, LNTT 6T/2026 là −87 tỷ so với 1.100 tỷ cùng kỳ.
- **DP lãi cam kết được trích 17.257 tỷ từ Q3/2021 đến Q3/2024, nay còn 14.168 tỷ.** Biến động không bám chặt lãi suất thị trường; BVH không công bố lãi suất cam kết và tham số ⇒ không dự báo được, chỉ chặn được biên.
- **Phi nhân thọ:** tỷ lệ bồi thường gộp giảm 42,7% → 38,3% nhưng tỷ lệ bồi thường thuần gần như đứng yên (46,5% → 46,7%): phần cải thiện chủ yếu nhường cho nhà nhận tái. Tỷ lệ kết hợp 98,6–98,5% ổn định 2024–6T/2026: nghiệp vụ chỉ lãi mỏng (~1,5% phí thuần), lợi nhuận chủ yếu từ đầu tư.
- **Nhân thọ:** phí gốc −3,3% (6T/2026), liên kết chung −3,6%; chi giá trị hoàn lại +23,5%, tỷ lệ hủy lên 6,8%/năm khi lãi tiền gửi 12 tháng tăng lên 5,9%. Biên khả năng thanh toán BVNT chỉ 107% (2025).
- **Lợi nhuận tăng một phần vì trích dự phòng ít đi khi phí đi ngang:** tỷ lệ trích DP nghiệp vụ/phí của BVH giảm từ 51% (2022) xuống 34% (2025); ở 12 mã bảo hiểm, năm phí giảm tỷ lệ này thấp hơn 6,3 điểm % và biên gộp cải thiện hoàn toàn nhờ dự phòng, bồi thường và chi phí thực tế xấu đi.
- **Dự báo cơ sở:** LNTT Q3/2026 ≈ 974 tỷ, Q4 ≈ 1.371 tỷ, cả năm ≈ 4.634 tỷ (+30%); 2027 ≈ 3.903 tỷ (−16%) khi không còn hoàn nhập.
- **GIẢM TỶ TRỌNG.** P/B 2,20x, z +1,74 so 3 năm; P/E 4 quý 16,9x nhưng 32x nếu trừ hoàn nhập. Giá trị hợp lý 63,3 nghìn đồng (−17%). Lịch sử: khi z P/B > +1,5, lợi suất 12 tháng sau bình quân −6,4%.

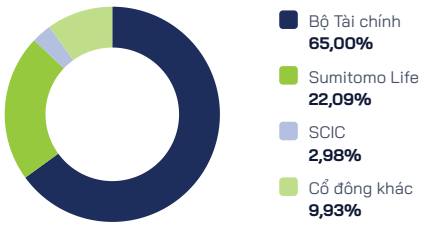
LNTT hợp nhất theo quý và dự báo Q3–Q4/2026



Nguồn: kho AAS (BCTC hợp nhất quý), BCTC 6T/2026 soát xét; AAS dự báo. Q3F, Q4F: quý 3, 4/2026 dự báo; dải 80% từ sai số dự báo 2021Q1–2026Q2.

1 Mô hình kinh doanh: thu phí trước, đầu tư tiền phí, trả quyền lợi sau; lợi nhuận nằm ở chênh lệch đầu tư chứ không ở nghiệp vụ

Cơ cấu cổ đông (BCTN 2025) — % vốn



- **Kiếm tiền từ đâu:** (1) chênh lệch giữa lợi suất đầu tư và lãi phải ghi có cho chủ hợp đồng nhân thọ; (2) đầu tư tiền phí phi nhân thọ thu trước; (3) phí quản lý (BVF, BVSC). Nghiệp vụ phi nhân thọ gần hòa vốn (tỷ lệ kết hợp ~98,5%).
- **Tập trung:** liên kết chung chiếm 83% phí gốc nhân thọ; kênh đại lý là chính, BVH không công bố tỷ trọng bancassurance.
- **Khối ngoại nắm 27,1%** (room 49%), trong đó Sumitomo Life 22,09%; Nhà nước 67,98% (Bộ Tài chính + SCIC) ⇒ free float thấp.
- **Phạm vi số liệu:** hợp nhất, VAS; từ 2026 áp dụng TT99/2025, TT43/2026 (số so sánh trình bày lại, LNTT không đổi); dự phòng theo TT232, TT199.

NGUỒN VỐN 30/6/2026

Dự phòng nhân thọ
198
liên kết chung ~140 nghìn tỷ (giá trị tài khoản) · DP lãi cam kết 14,2

Dự phòng phi nhân thọ
9,7
sau tái BH 6,0 nghìn tỷ

Repo TPCP + vay
73
NH Bảo Việt 40,2 · MSB 19,8 · LPBank 9,2

Vốn chủ sở hữu
26,7
Bộ Tài chính 65% · Sumitomo Life 22,09%

→

KHAI THÁC, QUẢN LÝ RỦI RO

Bảo Việt Nhân thọ (100%)
16.119 tỷ phí 6T
LKC 84% · 156.000 tư vấn viên · thị phần 22,5%

Bảo hiểm Bảo Việt (100%)
6.283 tỷ phí 6T
tài sản 52% · con người 42% · nhượng tái 35%

BVF, BVSC (59,92%)
quản lý, môi giới
BVF quản lý 220 nghìn tỷ ủy thác của BVNT

→

ĐẦU TƯ

Tiền gửi có kỳ hạn
167
đến 8,9%/năm; 30,9 nghìn tỷ tại NH Bảo Việt (12/2025)

Trái phiếu
118
TPCP 72,8 (14–30 năm) · TPDN 45,7

Cổ phiếu, quỹ, góp vốn
8,7
NH Bảo Việt 49,52% (vốn chủ sở hữu)

→

100 ĐỒNG DOANH THU 6T/26

Phí BH thuần	64,7
DT tài chính	27,3
Chi bồi thường, đáo hạn, hủy	35,9
Trích DP nghiệp vụ (ròng)	18,0
Hoa hồng, chi khác BH	7,9
Bán hàng, QLDN	16,9
Chi phí tài chính	7,3
LNTT	7,4

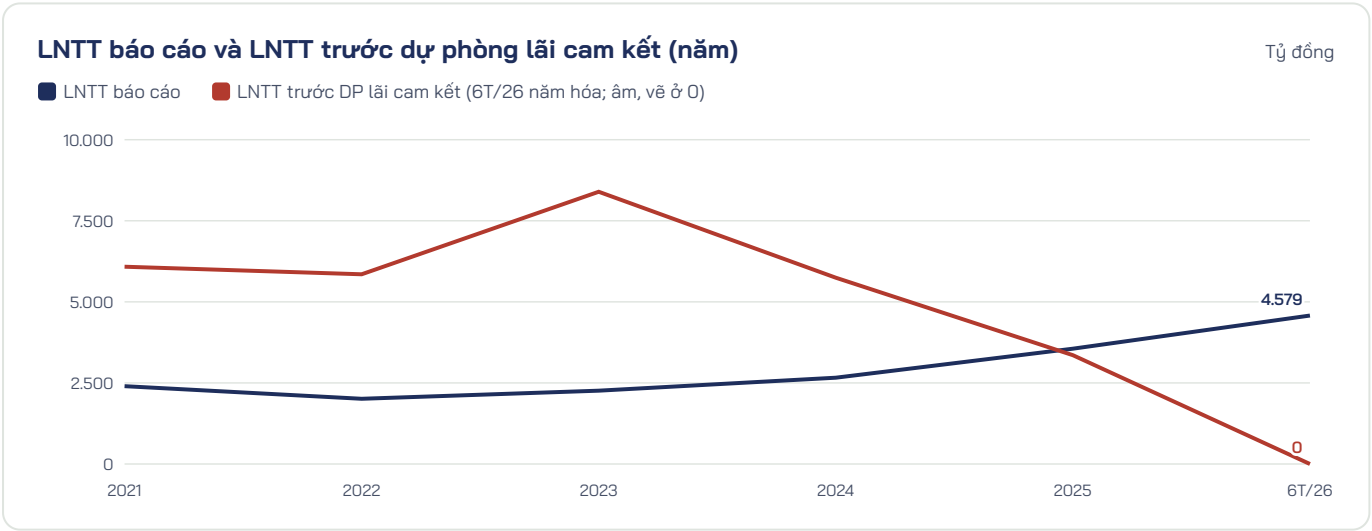
Doanh thu = phí thuần + hoa hồng tái + DT tài chính = 30.986 tỷ. Nếu không có DT tài chính, phần còn lại không đủ trả bồi thường, dự phòng và chi phí.

Nguồn: BCTC hợp nhất 6T/2026, BCTC riêng BVNT 6T/2026, BCTN 2025; AAS tổng hợp.

2 Kết quả kinh doanh: LNTT báo cáo tăng đều, LNTT trước dự phòng lãi cam kết giảm mạnh từ 2023

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026
Doanh thu phí bảo hiểm	40.000	42.651	42.667	42.670	43.728	22.041	22.110
Doanh thu tài chính	8.912	9.922	13.543	12.689	14.040	6.559	8.462
Chi phí tài chính (gồm repo)	−1.060	−1.840	−2.827	−2.116	−2.919	−1.263	−2.266
Chi phí quản lý doanh nghiệp	−3.996	−4.020	−4.955	−5.725	−7.213	−3.780	−4.148
Trích (−)/hoàn nhập (+) DP lãi cam kết	−3.688	−3.838	−6.134	−3.082	197	602	2.377
LNTT báo cáo	**2.398**	**2.010**	**2.263**	**2.663**	**3.554**	**1.702**	**2.289**
LNTT trước DP lãi cam kết	**6.086**	**5.848**	**8.397**	**5.745**	**3.357**	**1.100**	**−87**
LNST cổ đông mẹ	1.912	1.551	1.805	2.110	2.837	1.348	1.832
ROE cổ đông mẹ (%)	–	7,5	8,7	9,6	12,1	–	14,6*
DP nghiệp vụ cuối kỳ	125.260	147.381	167.824	186.574	201.682	194.155	207.705

Nguồn: BCTC hợp nhất 2025 kiểm toán (BCTN 2025 tr.384–437), BCTC hợp nhất 6T/2026 soát xét; AAS tính. * 6T năm hóa.



- **Doanh thu phí đi ngang** 42,7–43,7 nghìn tỷ trong 2022–2025; tăng trưởng LNTT đến từ tài chính (DT tài chính +42% 2022→2025) và từ việc trích dự phòng ít đi.
- **Chi phí QLDN tăng nhanh:** 5.725 → 7.213 tỷ năm 2025 (+26%), 6T/2026 +9,7%.
- **LNTT trước DP lãi cam kết** là phép thử: khoản dự phòng này có nội dung kinh tế (bù chênh lệch lãi cam kết), nên đường đỏ không phải 'lợi nhuận lõi'. Nhưng nó cho thấy lợi nhuận báo cáo phụ thuộc vào một ước tính kế toán đã chạy ngược chiều nhiều nghìn tỷ.

3 Lãi suất tăng thì lãi BVH tăng ở đâu, mất ở đâu: tăng chậm qua tái đầu tư, mất nhanh qua repo và phần chia cho chủ hợp đồng

3.1 Tám kênh lãi suất tác động lên lợi nhuận và vốn

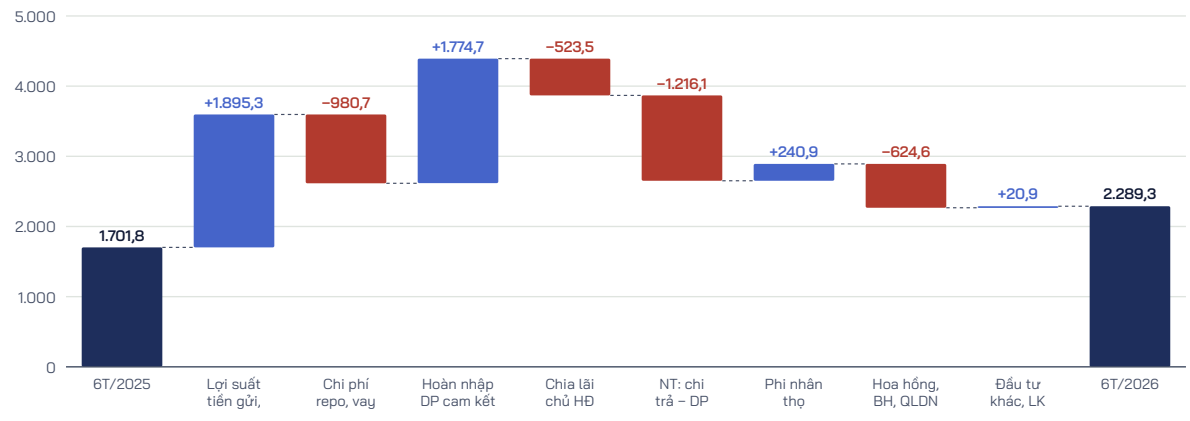
Kênh lãi suất	Chiều khi lãi suất tăng	Độ lớn ước tính / bằng chứng	Tốc độ
1. Tái đầu tư tiền gửi, trái phiếu	+	+1 đ% ⇒ +648 tỷ thu nhập TC năm 1 (≈22% danh mục định lại), ≈ +2.193 tỷ năm 3	Chậm: 22% năm 1, 73% sau 3 năm
2. Chi phí repo TPCP (69 nghìn tỷ, kỳ hạn < 12 tháng)	–	+1 đ% ⇒ −546 tỷ năm 1; chi phí repo 6T đã tăng 981 tỷ	Nhanh
3. Phần chia cho chủ hợp đồng (liên kết chung, có chia lãi)	–	DP chia lãi + trả lãi chủ HĐ 6T tăng 524 tỷ; lãi suất công bố 2026 dự kiến 4,5% (LKC), 5,25% (truyền thống)	Theo năm (công bố)
4. DP lãi cam kết đầu tư tối thiểu	+ (hoàn nhập)	6T/2026 hoàn nhập 2.377 tỷ; số dư còn 14.168 tỷ; quan hệ với lãi suất thị trường yếu	Đánh giá lại Q2, Q4; khó dự báo
5. Hủy hợp đồng (chi giá trị hoàn lại)	– (dòng tiền ra)	Tỷ lệ hoàn lại/DP toán học 6,4% (2025) → 6,8%/năm (6T/2026)	Vài quý
6. Cổ phiếu, quỹ (giá gốc 4,3 nghìn tỷ)	–	Giá thị trường cổ phiếu niêm yết 7,05 nghìn tỷ so giá gốc 3,85 (31/12/2025): còn đệm lãi chưa ghi; −10% giá ⇒ −101 tỷ	Ngay
7. Lãi suất chiết khấu dự phòng (BVNT)	+ (nếu áp dụng)	+0,25 đ% ⇒ trách nhiệm BH −338 tỷ (BCTC BVNT 2025); lãi suất kỹ thuật được BTC duyệt theo sản phẩm, không tự đổi theo thị trường	Không tự động
8. Định giá cổ phiếu (P/B)	–	Chi phí vốn cổ phần tăng; P/B hiện 2,20x hàm ý ROE bền vững ≈ 20% (COE 13%, g 7%)	Ngay

Nguồn: BCTC hợp nhất 6T/2026, BCTN 2025, BCTC BVNT 2025 (TM 34.1.3), lãi suất công bố BVNT; AAS tính.

3.2 Cầu nối LNTT 6T/2026: các kênh gắn với lãi suất +2.166 tỷ, phần còn lại −1.579 tỷ

Cầu nối LNTT 6T/2025 → 6T/2026

Tỷ đồng



Nguồn: BCTC hợp nhất 6T/2026 soát xét (KQKD, TM 26–31); AAS phân nhóm. "NT: chi trả – DP toán học" gồm phí nhân thọ giảm, chi hoàn lại/đáo hạn tăng, trích DP toán học giảm.

BẰNG CHỨNG
Lãi tiền gửi +1.463 tỷ, lãi trái phiếu +432 tỷ; chi phí repo + lãi vay +981 tỷ; hoàn nhập DP lãi cam kết tăng 1.775 tỷ.

CƠ CHẾ
Danh mục lớn hơn (một phần nhờ repo) và lãi tiền gửi mới cao hơn; repo kỳ hạn ngắn định lại ngay; DP lãi cam kết giảm khi kết quả đầu tư dự kiến vượt lãi cam kết.

ẢNH HƯỞNG LN, VỐN
Riêng 4 kênh lãi suất +2.166 tỷ; nhưng nhân thọ (hủy, phí giảm), phi nhân thọ và chi phí trừ 1.579 tỷ ⇒ ΔLNTT +588 tỷ.

SAI KHI
Lãi suất giảm lại (DP lãi cam kết trích lại) hoặc repo bị thu hẹp làm danh mục co lại.

3.3 Nguồn vốn đầu tư: ai hưởng phần lợi suất tăng thêm

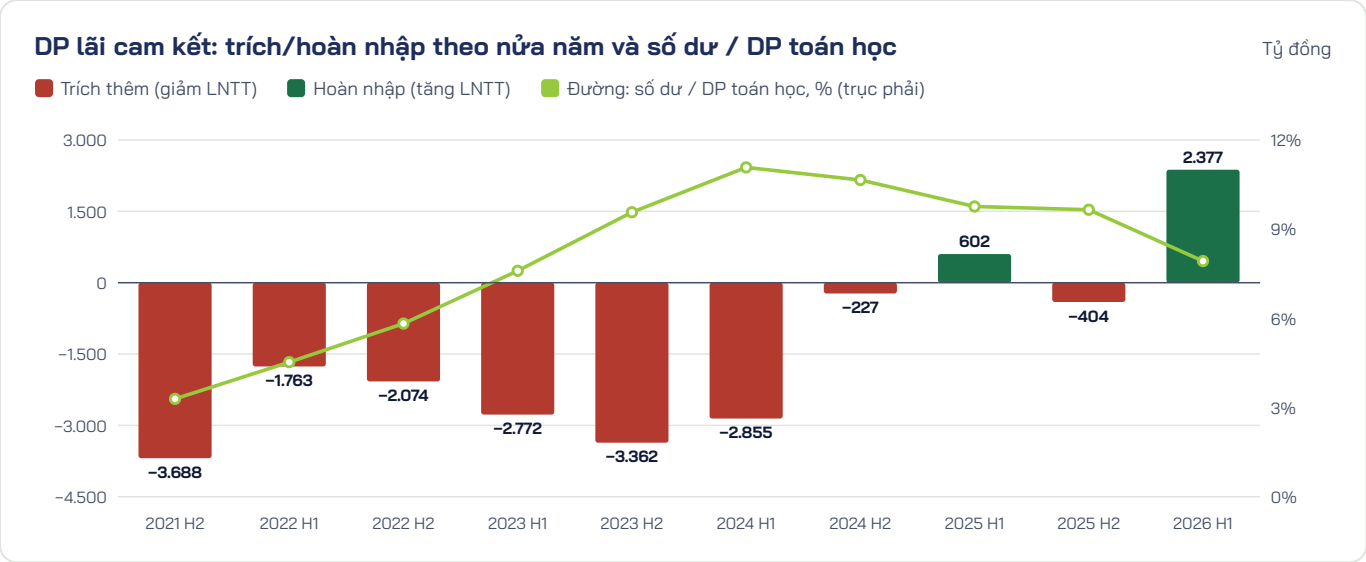
Danh mục đầu tư 299 nghìn tỷ được tài trợ bằng ba nguồn: **dự phòng nghiệp vụ** (tiền của chủ hợp đồng, BVH quản lý), **vốn chủ** và **repo TPCP**. Lợi suất tăng thêm chỉ vào lợi nhuận cổ đông ở phần không phải ghi có lại cho khách hàng.

Nguồn tài trợ danh mục (30/6/2026)	Số dư (tỷ đồng)	Phần lợi suất tăng thêm chuyển cho chủ HĐ (năm 1 / năm 3)	Δ LNTT năm 1	Δ LNTT năm 3
Dự phòng NT – liên kết chung (giá trị tài khoản)	144.643	30% / 70%	+220	+319
Dự phòng NT – truyền thống có chia lãi	25.363	30% / 70%	+38	+56
Dự phòng NT – không chia lãi, hưu trí, khác	28.020	0% / 0%	+61	+206
Dự phòng phi nhân thọ (sau tái BH)	6.003	0% / 0%	+13	+44
Vốn chủ sở hữu	26.724	0% / 0%	+58	+196
Repo TPCP + vay ngắn hạn	72.785	tính ròng: tài sản – chi phí repo	–388	–194
Tổng (chưa gồm DP lãi cam kết)	**303.538**		**+2**	**+627**

Nguồn: BCTC hợp nhất 6T/2026; cơ cấu trách nhiệm BVNT 31/12/2025 (TM 34.1.3); bảng đáo hạn TM rủi ro thanh khoản; AAS tính. Tỷ lệ chuyển cho chủ HĐ là giả định minh họa (BVH không công bố).

- **Tốc độ định lại:** tiền gửi ≤ 1 năm và trái phiếu sắp đáo hạn chỉ 22% danh mục ⇒ năm đầu lợi suất bình quân nhích chậm; TPCP 14–30 năm giữ đến đáo hạn gần như cố định.
- **Repo:** kỳ hạn dưới 12 tháng, quay vòng ~6 tháng ⇒ lãi suất tăng làm chi phí tăng gần như ngay, khoản chênh lệch tiền gửi – repo bị thu hẹp.
- **Chủ hợp đồng:** lãi suất công bố liên kết chung dựa trên kết quả đầu tư thực tế của quỹ; năm 2026 dự kiến 4,5% (2025: 4,0–5,3%), truyền thống có chia lãi 5,25% (2025: 7,0%).

3.4 Dự phòng lãi cam kết: khoản dao động lớn nhất trong lợi nhuận, không bám chặt lãi suất thị trường



Nguồn: kho AAS (bảng cân đối quỹ), BCTC hợp nhất; AAS tính. Khoản này xuất hiện từ Q3/2021.

BẰNG CHỨNG
Trích 3.688 tỷ (2021), 3.838 (2022), 6.134 (2023), 3.082 (2024); hoàn nhập 197 (2025), 2.377 (6T/2026). Số dư 14.168 tỷ = 53% VCSH.

CƠ CHẾ
"Trích khi kết quả đầu tư từ nguồn phí thấp hơn lãi suất cam kết, tính trên mức chênh lệch" (TM 4.19). Lợi suất TPCP 10 năm 2021–2024 chỉ 2–3%; lên 4,2–4,5% năm 2026.

ẢNH HƯỞNG LN, VỐN
Mỗi 1 nghìn tỷ trích/hoàn nhập ≈ 28% LNTT 2025. Ước tính thô: +1 đ% TPCP 10 năm ⇒ hoàn nhập ≈ 3.430 tỷ/năm, độ tin cậy thấp.

SAI KHI
BVH công bố tham số khác giả định; hoặc lợi suất giảm lại dưới ~4,3% (ngưỡng mô hình) ⇒ trích lại.

- **Bằng chứng không ủng hộ quan hệ đơn giản với lãi suất:** năm 2022 lợi suất 10 năm tăng 2,2% → 4,8% mà BVH vẫn trích thêm 3,8 nghìn tỷ; so với lãi huy động và lợi suất danh mục của chính BVH, quan hệ lại cùng chiều: thu nhập đầu tư cao thì trích nhiều.
- **Q1 và Q3 thường không đổi** (Q1/2026 = 0): khoản này đánh giá lại vào Q2, Q4 ⇒ Q4/2026 là quý rủi ro/cơ hội lớn nhất.
- **Kết luận:** không dự báo được bằng thông tin công bố; AAS dùng kịch bản (cơ sở +350 tỷ Q4, thận trọng −1.000, tích cực +1.500) và chặn trên bằng số dư 14,2 nghìn tỷ.

3.5 Repo và Ngân hàng Bảo Việt: chênh lệch vay ngắn – gửi dài đang hẹp lại

- **Quy mô:** repo TPCP 32,1 → 53,2 → 69,2 nghìn tỷ (12/2024 → 6/2026), toàn bộ thuộc BVNT; 58% với Ngân hàng Bảo Việt (liên kết 49,52%), còn lại MSB, LPBank. Chi phí repo 6T/2026 1.545 tỷ ⇒ ≈ 5,0%/năm trên số dư bình quân.
- **Chênh lệch:** lãi tiền gửi bình quân 6T/2026 ≈ 6,2%/năm so chi phí repo ≈ 5,0% ⇒ chênh ~1,2 đ% (2025 ~1,6 đ%). Lãi suất tăng làm chênh lệch hẹp lại trước khi tiền gửi đáo hạn được định lại.
- **Giao dịch với bên liên quan:** năm 2025 BVNT trả Ngân hàng Bảo Việt 1.179 tỷ chi phí repo (số dư bình quân ≈ 27,6 nghìn tỷ ⇒ ~4,3%) và nhận 838 tỷ lãi tiền gửi (số dư bình quân ≈ 22,7 nghìn tỷ ⇒ ~3,7%). Chưa đủ dữ liệu để biết vì sao lãi tiền gửi thấp hơn chi phí repo với cùng đối tác.

4 Nhân thọ: phí giảm, hủy hợp đồng tăng; lợi nhuận BVNT tăng nhờ dự phòng chứ không nhờ khai thác

Nhân thọ (tỷ đồng)	2024	2025	6T/2025	6T/2026
Phí bảo hiểm gốc	32.160	32.642	16.662	16.119
trong đó liên kết chung	26.364	27.229	13.998	13.496
Doanh thu khai thác mới	4.055 (kênh đại lý)	4.405 (+14%)	≈ 3.030*	2.305
Thị phần khai thác mới (%)	16,5	20,3	23,2	21,4
Chi giá trị hoàn lại (hủy HĐ)	9.182	10.534	4.818	5.948
Tỷ lệ hoàn lại / DP toán học bình quân (%/năm)	**6,1**	**6,4**	**6,0**	**6,8**
Chi trả đáo hạn	2.980	3.473	1.577	1.968
DP toán học cuối kỳ	157.149	171.409	165.293	178.666
LNTT Bảo Việt Nhân thọ (BCTC riêng)	1.851	2.669	1.204	1.812
Biên khả năng thanh toán / tối thiểu (%)	104	107	–	không công bố

(*) Khai thác mới 6T/2025 BVH không công bố; AAS ước tính = thị phần 23,2% × doanh thu khai thác mới toàn thị trường 13.048 tỷ. Nguồn: BCTC hợp nhất (TM 26.1, 28.1), BCTC riêng BVNT 6T/2026 và 2025, BCTN 2024–2025; khai thác mới, thị phần 6T: số liệu tổng hợp thị trường (6T/2025 theo Cục Quản lý, giám sát bảo hiểm; 6T/2026 tổng hợp từ các doanh nghiệp), chưa có trong tài liệu của BVH; AAS tính. 2024 BVH chỉ công bố khai thác mới kênh đại lý; 2025 không ghi rõ phạm vi kênh.

- **Cơ cấu:** liên kết chung 83% phí gốc 2025, hỗn hợp truyền thống 12%, khác 4%. Liên kết chung có lãi suất cam kết tối thiểu ⇒ nguồn của DP lãi cam kết.
- **Hủy hợp đồng:** chi giá trị hoàn lại 10.534 tỷ năm 2025 (+14,7%), 6T/2026 +23,5%; tỷ lệ trên DP toán học lên 6,8%/năm, trùng giai đoạn lãi tiền gửi 12 tháng tăng 4,7% → 5,9% trong khi liên kết chung công bố 4,5%.
- **Khai thác mới:** 4.405 tỷ năm 2025 (+14%, 13,5% phí gốc, thị phần 20,3%); 6T/2026 đạt 2.305 tỷ, vẫn dẫn đầu nhưng thị phần 21,4% so với 23,2% cùng kỳ, trong khi toàn thị trường giảm 17%. Phí gốc 6T/2026 −3,3% ⇒ phí tái tục giảm, hợp đồng cũ rời đi nhanh hơn hợp đồng mới vào.
- **Chưa đủ dữ liệu:** APE, VNB, biên VNB, tỷ lệ duy trì năm 2, năng suất và chi phí theo kênh, phần lợi ích cổ đông/chủ hợp đồng trong quỹ chia lãi. Không dùng EV/VNB để định giá (BVH không công bố).

5 Phi nhân thọ: tăng phí 18% nhưng cải thiện bồi thường đi về nhà nhận tái; tỷ lệ kết hợp đứng yên ~98,5%, lãi chủ yếu nhờ đầu tư

Phi nhân thọ (tỷ đồng, thuần tái BH)	2024	2025	6T/2025	6T/2026
Phí bảo hiểm gốc	10.432	11.074	5.316	6.283
Tỷ lệ nhượng tái (% phí gốc + nhận tái)	32,9	33,2	33,7	35,0
Phí được hưởng thuần (NEP)	6.978	7.512	3.595	3.991
Bồi thường phát sinh thuần	3.434	3.708	1.672	1.862

Phi nhân thọ (tỷ đồng, thuần tái BH)	2024	2025	6T/2025	6T/2026
Tỷ lệ bồi thường gộp (BT gốc / phí gốc, %)	44,6	43,6	42,7	38,3
Tỷ lệ bồi thường thuần (%)	**49,2**	**49,4**	**46,5**	**46,7**
Hoa hồng thuần (sau hoa hồng nhượng tái) / NEP (%)	5,3	6,2	4,6	4,6
Chi khác KDBH (giám định, đại lý, phân bổ) / NEP (%)	22,4	22,4	22,5	22,9
Chi phí quản lý doanh nghiệp / NEP (%)	19,7	19,8	22,9	22,1
Tỷ lệ chi phí (%)	**47,3**	**48,4**	**50,0**	**49,7**
DP dao động lớn, đảm bảo cân đối / NEP (%)	2,1	0,9	2,0	2,2
Tỷ lệ kết hợp (%)	**98,6**	**98,6**	**98,5**	**98,5**
Kết quả nghiệp vụ thuần (tỷ đồng)	100	105	56	60

Nguồn: BCTC hợp nhất (TM 24, 26–28), BCTN 2025; AAS tính. Quy ước: NEP = phí gốc + nhận tái − nhượng tái − tăng DP phí gốc + tăng DP phí nhượng; bồi thường phát sinh thuần = BT gốc + BT nhận tái − thu BT nhượng + tăng DP bồi thường gốc − tăng DP bồi thường nhượng. 2024, 6T/2025 dùng tăng DP hợp nhất (phần nhân thọ rất nhỏ). Chi phí phi nhân thọ = hợp nhất (hoa hồng, hoa hồng nhượng tái, chi khác KDBH) hoặc phân khúc Bảo hiểm (QLDN, TM 37) trừ BCTC riêng Bảo Việt Nhân thọ; kiểm: hoa hồng 2025 = 1.291,6 tỷ (TM 8), 6T/2026 = 667,2 tỷ (TM 8 phân bổ vào chi phí). DP đảm bảo cân đối phi nhân thọ = tổng − 1% LNTT BVNT. Chi phí bán hàng toàn bộ thuộc nhân thọ.

- **Hai mẫu số khác nhau:** tỷ lệ bồi thường và chi phí ở đây cùng dùng NEP; tỷ lệ bồi thường gộp (BT gốc / phí gốc) chỉ để so xu hướng, không cộng với tỷ lệ chi phí.
- **Tăng trưởng 6T/2026:** tài sản +45,8%, con người +9,2%, trách nhiệm −41,6%. Mảng tài sản tăng mạnh nhưng nhượng tái 54% phí ⇒ giữ lại ít, hoa hồng tái tăng.
- **Gộp và thuần:** bồi thường gộp/phí gốc giảm 42,7% → 38,3%, nhưng thu bồi thường nhượng tái đứng yên (640 so 655 tỷ) và DP bồi thường nhượng giảm ⇒ tỷ lệ bồi thường thuần 46,7%, như cùng kỳ.
- **Năm hiện tại và năm trước:** DP bồi thường gộp giảm 189 tỷ trong 6T/2026 (hoàn nhập), một phần cải thiện là thay đổi ước tính chứ không phải tổn thất năm nay thấp. BVH không công bố bảng phát triển bồi thường ⇒ không đánh giá được lịch sử trích thiếu/thừa.
- **Sự kiện lớn:** bồi thường bão lũ 2025 ≈ 180 tỷ (BCTN 2025); DP dao động lớn 208 tỷ (30/6/2026). Mùa bão Q3–Q4 là rủi ro cho dự báo phi nhân thọ.
- **Cải thiện có bền vững không:** không đủ bằng chứng. Phí tăng nhanh ở mảng nhượng tái nhiều, tỷ lệ bồi thường thuần không giảm, tỷ lệ chi phí gần như không đổi (50,0% → 49,7%), tỷ lệ kết hợp đứng yên 98,5%: phí tăng 18% nhưng kết quả nghiệp vụ chỉ +5 tỷ. Tăng trưởng tạo giá trị chỉ khi đi kèm giảm bồi thường thuần; hiện mảng con người (sức khỏe) có bồi thường gộp cao nhất (53% năm 2025).

6 Danh mục đầu tư: an toàn và thanh khoản, nhưng tăng quy mô bằng repo ngắn hạn

Danh mục đầu tư hợp nhất (tỷ đồng)	31/12/2024	31/12/2025	30/6/2026	Lãi suất trong thuyết minh
Tiền gửi có kỳ hạn	125.010	146.575	166.709	ngắn hạn đến 8,9%; dài hạn đến 8,6%
Trái phiếu Chính phủ	68.996	71.272	72.783	kỳ hạn 14–30 năm
Trái phiếu doanh nghiệp (gồm ngân hàng)	27.316	37.424	45.703	kỳ hạn 3–10 năm, đến 10%
Tạm ứng từ giá trị hoàn lại	4.129	4.206	4.916	theo hợp đồng
Cổ phiếu, chứng chỉ quỹ (giá gốc)	3.579	3.917	4.255	thị giá CP niêm yết 7.050 (12/2025)
Liên doanh, liên kết + góp vốn	4.164	4.426	4.417	NH Bảo Việt 49,52%
Repo TPCP phải trả (nguồn vốn vay)	**32.124**	**53.229**	**69.185**	**không công bố lãi suất**

Nguồn: BCTC hợp nhất (TM 14), BCTN 2025 tr.118, 404–405, 433; AAS tính.

- **Thu nhập thường xuyên chiếm gần hết:** lãi tiền gửi + trái phiếu 7.794 tỷ trong 8.462 tỷ DT tài chính 6T/2026 (92%); lãi bán chứng khoán ròng chỉ 57 tỷ; cổ tức 95 tỷ.
- **Chênh lệch kỳ hạn:** nghĩa vụ hợp đồng nhân thọ chủ yếu > 5 năm (167 nghìn tỷ), tài sản ≤ 1 năm 144 nghìn tỷ ⇒ BVH hưởng lợi khi lãi suất tăng kéo dài (tái đầu tư) và chịu thiệt khi lãi suất giảm (lãi cam kết dài hạn).
- **Rủi ro tín dụng:** TPDN ngắn hạn 853 tỷ đã dự phòng 100%; DP đầu tư NGĐH 1.214 tỷ; tập trung tiền gửi tại Ngân hàng Bảo Việt.

7 Dự phòng nghiệp vụ và an toàn vốn: dự phòng tăng chậm lại, biên khả năng thanh toán nhân thọ mỏng

Dự phòng nghiệp vụ (tỷ đồng)	31/12/2024	31/12/2025	30/6/2026	Ghi chú
DP toán học (nhân thọ)	157.149	171.409	178.666	liên kết chung 140 nghìn tỷ = giá trị tài khoản
DP lãi cam kết đầu tư tối thiểu	**16.742**	**16.544**	**14.168**	**trích khi kết quả đầu tư < lãi suất cam kết**
DP chia lãi	3.521	3.974	4.604	lãi, bảo tức tích lũy chưa trả
DP đảm bảo cân đối	412	519	588	1% LNTT/năm (NT); 2% phí giữ lại (sức khỏe)
DP phí chưa được hưởng (gộp)	5.452	5.840	6.453	25% hàng hóa; 1/8 còn lại
DP bồi thường (gộp, gồm IBNR)	3.112	3.224	3.018	IBNR = 3% phí, không tách số
DP dao động lớn	187	173	208	2% phí giữ lại
Tổng	**186.574**	**201.682**	**207.705**	

Nguồn: BCTC hợp nhất (TM 24, TM 4.19), BCTN 2025 tr.394–396, 411, 425; AAS tổng hợp.

- **Không kết luận dự phòng đầy đủ** chỉ từ tỷ lệ tổng hợp: thuyết minh không nêu lãi suất kỹ thuật, không có bảng phát triển bồi thường, IBNR theo công thức 3% phí.
- **Biên khả năng thanh toán / tối thiểu:** Bảo hiểm Bảo Việt 141% (2025), Bảo Việt Nhân thọ 107%. VCSH kế toán BVNT 12,5 nghìn tỷ (6/2026) cao hơn nhiều biên tối thiểu 9,3 nghìn tỷ ⇒ vốn khả dụng thấp hơn vốn kế toán (trừ tài sản không được tính).
- **Nhu cầu vốn:** lộ trình vốn dựa trên rủi ro theo Luật KDBH 2022; BVNT tăng trưởng nhanh hoặc lãi suất giảm (trích lại DP lãi cam kết) sẽ cần bổ sung vốn từ công ty mẹ.

8 Chất lượng lợi nhuận: bỏ hoàn nhập dự phòng lãi cam kết, LNTT 6T/2026 âm 88 tỷ

Lợi nhuận kế toán của BVH chịu chi phối bởi hai loại dự phòng: DP lãi cam kết đầu tư tối thiểu (đánh giá lại theo lợi suất, không theo hoạt động kinh doanh) và DP nghiệp vụ trích theo quy mô phí. Bảng dưới tách khoản thứ nhất; khoản thứ hai được phân tích ngay sau đó.

Tỷ đồng	2025	6T/2025	6T/2026	4 quý gần nhất
LNTT báo cáo	3.554	1.702	2.289	4.142
(−) Hoàn nhập / (+) trích DP lãi cam kết	−197	−602	−2.377	−1.972
(−) Lãi bán chứng khoán ròng, hoàn nhập DP đầu tư	−126	−52	12	–
LNTT chuẩn hóa (không có khoản DP lãi cam kết)	**3.232**	**1.048**	**−75**	**2.170**

Nguồn: BCTC hợp nhất; AAS tính. Không loại DP toán học, chia lãi: đó là chi phí thường xuyên của nghiệp vụ nhân thọ.

Dự phòng nghiệp vụ trích theo quy mô phí: phí đi ngang thì trích ít đi, lợi nhuận tăng

- **BVH:** phí khai thác đi ngang 2023–2024 (−0,6%, −0,1%); tỷ lệ trích DP nghiệp vụ/phí giảm từ 51% (2022) xuống 47%, 43% và 34% (2025), cùng giai đoạn LNTT tăng từ 2.010 lên 3.554 tỷ. 6T/2026 phí nhân thọ −3,3%, trích DP toán học thấp hơn cùng kỳ 887 tỷ.
- **Toàn ngành (12 mã, 2013–2025):** năm phí khai thác giảm, biên gộp bảo hiểm cao hơn 0,7 đ%, trong đó trích dự phòng ít đi đóng góp +4,8 đ%, còn bồi thường, hoa hồng, chi phí xấu đi −4,0 đ%. Phần cải thiện đến từ dự phòng, không từ hiệu quả khai thác.
- **Cách AAS đọc lợi nhuận BVH:** khi phí giảm mà lãi tăng, trừ phần giảm trích dự phòng trước khi đánh giá hiệu quả; chỉ coi là cải thiện thật khi tỷ lệ bồi thường thuần và tỷ lệ chi phí cùng giảm (mục 4). Phí tăng trở lại sẽ kéo tỷ lệ trích dự phòng lên, nên mức LNTT 2025 không phải nền bền vững.

9 Dự báo: 2026 tăng nhờ phần đã hoàn nhập; 2027 giảm nếu không có hoàn nhập mới

LNTT (tỷ đồng)	Q3/2025	Q3/2026F	Q4/2025	Q4/2026F	2025	2026F	2027F
Thận trọng	952	96	926	−847	3.554	1.538	−277
Cơ sở	**952**	**974**	**926**	**1.371**	**3.554**	**4.634**	**3.903**
Tích cực	952	1.373	926	3.382	3.554	7.045	8.765
Dải 80% (cơ sở)		724–1.078		1.052–1.442			
LNST cổ đông mẹ (cơ sở)	759	779	741	1.097	2.837	3.708	3.123
so cùng kỳ (%)		+2		+48		+30	−16

Nguồn: AAS dự báo. Cơ sở = trộn mô hình 3 khối (lãi tài chính ròng; DP lãi cam kết; kết quả bảo hiểm và chi phí) với mô hình thống kê trên LNTT quý.

Độ nhạy LNTT

Biến số (năm 2026–2027)	Thay đổi	Tác động LNTT/năm (tỷ đồng)	Ghi chú
Tỷ lệ bồi thường thuần phi nhân thọ	+1 điểm %	−80	NEP ≈ 7.981 tỷ/năm
Tỷ lệ chi phí phi nhân thọ	+1 điểm %	−80	cùng mẫu số NEP
Lợi suất danh mục đầu tư thực hiện	±0,5 điểm %	±1.480 trước chia; ±900 sau chia	chủ HĐ LKC, có chia lãi hưởng ~70% phần tăng thêm (giả định); DMĐT ≈ 296 nghìn tỷ
Lãi suất thị trường (cả đường cong)	+1 điểm %	năm 1 +2; năm 3 +627	gồm repo, tốc độ định lại; chưa gồm DP lãi cam kết
Lợi suất TPCP 10 năm → DP lãi cam kết	+1 điểm %	≈ +3.430 (chỉ tham khảo)	độ tin cậy thấp; tối đa = số dư 14.168
Tăng trưởng phí phi nhân thọ	−5 điểm %	−168	mất biên đóng góp ~42% NEP (sau bồi thường, hoa hồng, chi biến đổi)
Tăng trưởng phí nhân thọ	−5 điểm %	≈ 0 đến +50 ngắn hạn	phí LKC chủ yếu vào DP toán học; ít khai thác mới thì giảm chi hoa hồng năm đầu, nhưng mất lợi nhuận tương lai
Tổn thất lớn 1.000 tỷ (gộp)	giữ lại 10% / 30% / 50%	−100 / −300 / −500	trước khi dùng DP dao động lớn 208 tỷ (30/6/2026)

Nguồn: AAS tính từ BCTC hợp nhất 6T/2026. Với tăng trưởng phí, đã trừ bồi thường, hoa hồng và chi phí biến đổi đi kèm, không coi toàn bộ phí là lợi nhuận.

- **Ba biến số quyết định sai số dự báo:** (1) DP lãi cam kết Q4 (±1–1,5 nghìn tỷ); (2) kết quả bảo hiểm nhân thọ trước DP lãi cam kết (hủy hợp đồng, trích DP toán học, chia lãi: ±500 tỷ/quý); (3) chênh lệch lợi suất danh mục − chi phí repo (±150 tỷ/quý).

10 Định giá và giao dịch: P/B 2,20x, cao hơn +1,5 độ lệch chuẩn 3 năm; giảm tỷ trọng, chờ vùng 52,8–63,3 nghìn đồng

Chọn phương pháp: P/B là thước đo chính vì lợi nhuận 4 quý chứa khoản hoàn nhập không lặp lại; P/E chỉ để đối chiếu trên lợi nhuận chuẩn hóa. Không dùng EV/VNB (BVH không công bố giá trị nội tại, giá trị hợp đồng mới). Định giá từng phần (SOTP) không khả thi vì không có BCTC riêng Bảo hiểm Bảo Việt.

Định giá tại 12/10/2026	Giá trị	Trung vị / bình quân 3 năm	z (3 năm)
Giá (đồng)	76.000		
P/B (VCSH mẹ 30/6/2026)	2,20x	1,65x / 1,71x	+1,74
P/B trên BVPS cuối 2026F	2,05x		
P/E 4 quý (báo cáo)	16,9x	17,4x	−0,36
P/E 4 quý trừ DP lãi cam kết (sau thuế)	32,2x		
ROE bền vững hàm ý trong giá	20%	ROE 2025: 12,1%	
Giá trị hợp lý (P/B bình quân 3 năm × BVPS 2026F)	**63.318**	**52,8–73,8 nghìn (±1 độ lệch chuẩn)**	**−17%**

Nguồn: kho AAS, giá điều chỉnh; AAS tính. BCTC dùng sau 45 ngày kể từ cuối quý. ROE hàm ý = g + P/B × (COE − g), COE 13%, g 7% (giả định).

Nhóm z P/B	Lợi suất 12 tháng sau (TB)	Trung vị	Số phiên
(-9.0, -1.5]	+17,8%	+14,3%	352
(-1.5, -0.5]	+8,9%	+1,2%	1.115
(-0.5, 0.5]	+12,2%	+4,2%	858
(0.5, 1.5]	+11,6%	+15,0%	460
(1.5, 9.0]	**−6,4%**	**−6,4%**	**399**

Nguồn: AAS backtest 2014–2026.

P/B trên BVPS 2026F	Giá (nghìn đồng)	Hành động
≤ 1,42x (−1 độ lệch chuẩn)	≤ 52,8	Mua
1,42–1,71x	52,8–63,3	Tích lũy
1,71–1,99x	63,3–73,8	Nắm giữ
1,99–2,27x	**73,8–84,3**	**Giảm tỷ trọng (hiện tại)**
> 2,27x	> 84,3	Bán, rủi ro cao

BVPS cuối 2026F = VCSH mẹ 30/6/2026 + LNST mẹ 6 tháng cuối năm dự báo.

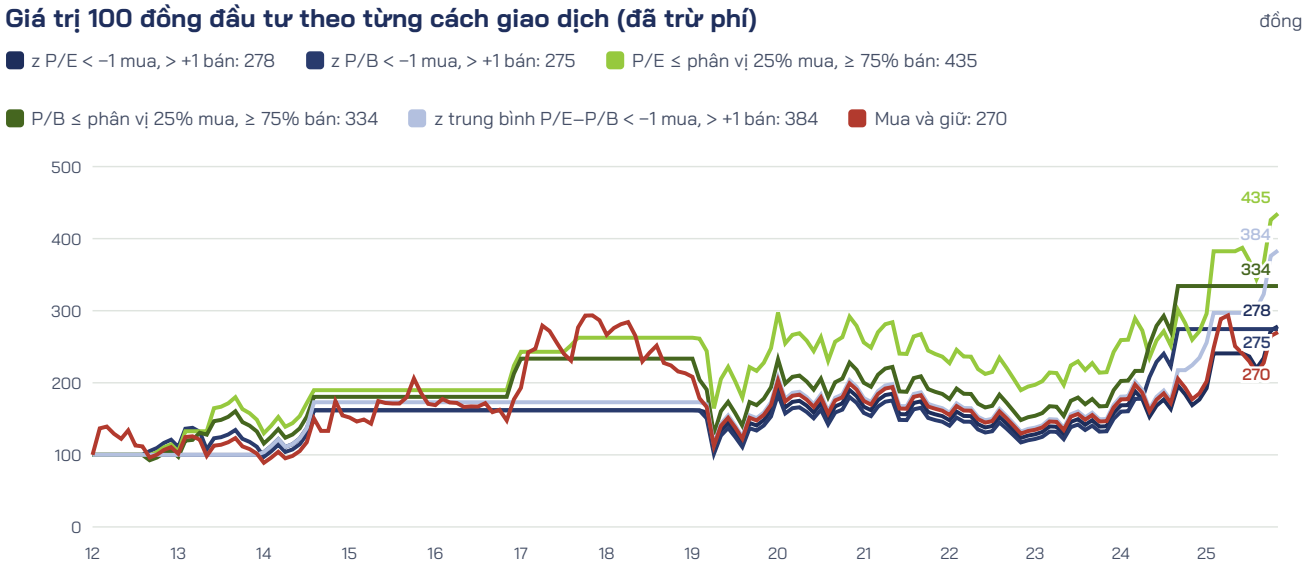
Backtest các cách giao dịch theo định giá

Cách kiểm: z-score = (P/B hiện tại − bình quân 750 phiên) ÷ độ lệch chuẩn 750 phiên. Quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố 45 ngày, khớp lệnh phiên sau, phí 0,4% mỗi chiều, từ 2012-12-28 đến 2026-10-12. **Hạn chế:** mỗi quy tắc chỉ 3–6 lệnh; P/E bị méo khi lợi nhuận chứa hoàn nhập dự phòng.

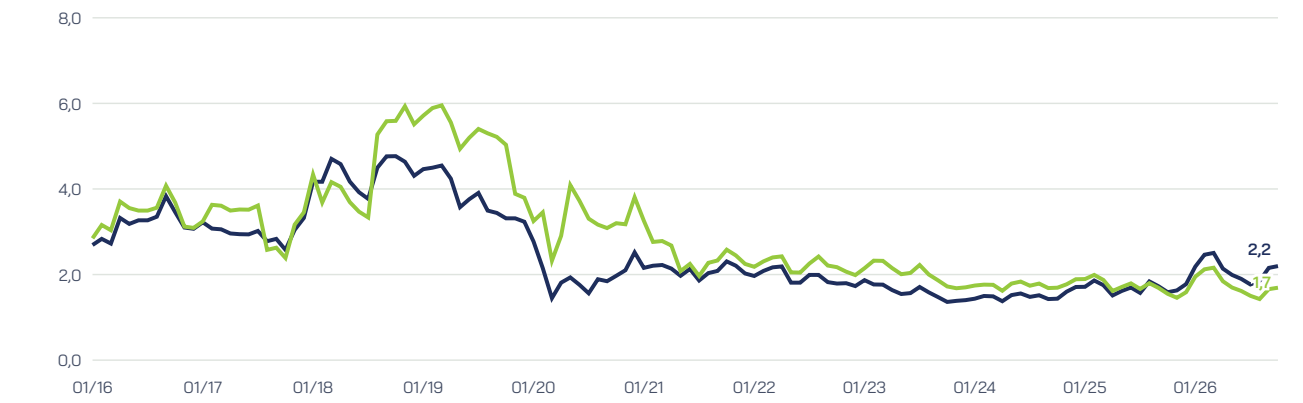
Quy tắc (đặt trước)	100 đồng thành	Lợi suất/năm	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Đang giữ
z P/E < −1 mua, > +1 bán	278	7,7%	−46%	3	có
z P/B < −1 mua, > +1 bán	275	7,6%	−46%	3	không
P/E ≤ phân vị 25% mua, ≥ 75% bán	435	11,2%	−48%	6	có
P/B ≤ phân vị 25% mua, ≥ 75% bán	334	9,1%	−52%	5	không
z trung bình P/E–P/B < −1 mua, > +1 bán	384	10,2%	−46%	4	có
Mua và giữ	**270**	**7,5%**	**−69%**	**1**	**có**

Nguồn: AAS backtest.

Giá trị 100 đồng đầu tư theo từng cách giao dịch (đã trừ phí)



P/B và P/E 4 quý (÷10) theo tháng



Nguồn: kho AAS; AAS tính.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH BVH

- **Hiện tại 76,0 nghìn đồng, P/B 2,20x (z +1,74):** quy tắc z P/B đã cho tín hiệu bán; nhóm z > +1,5 lịch sử cho lợi suất 12 tháng sau bình quân −6,4%.
- **Giảm tỷ trọng** trong vùng 73,8–84,3 nghìn đồng; **tích lũy lại** từng phần ở 52,8–63,3 nghìn đồng (P/B 1,42–1,71x), thời gian nắm giữ 12–24 tháng.
- **Chất xúc tác tăng giá ngoài định giá:** kế hoạch giảm sở hữu Nhà nước, Sumitomo Life tăng sở hữu; AAS không định lượng được xác suất và thời điểm.
- **Mốc theo dõi:** BCTC Q3/2026 (cuối 10/2026) và Q4/2026 (đánh giá lại DP lãi cam kết), lãi suất công bố liên kết chung 2027, biên khả năng thanh toán BVNT.

11 Điểm mạnh, rủi ro, vấn đề chưa kết luận và chỉ tiêu theo dõi

Ba điểm mạnh

- **Quy mô và thị phần:** nhân thọ thị phần 22,5% (2025), khai thác mới +14%; phi nhân thọ 12,6% (thứ 2); hơn 156.000 tư vấn viên.
- **Danh mục an toàn, thanh khoản:** 55% tiền gửi, 40% trái phiếu (TPCP 73 nghìn tỷ); cổ phiếu chỉ 1,4% và còn lãi chưa ghi nhận ~3,2 nghìn tỷ (thị giá 7,05 so giá gốc 3,85 nghìn tỷ, 12/2025).
- **Đệm dự phòng lãi cam kết 14,2 nghìn tỷ** (53% VCSH): nếu lãi suất giữ ở mức cao, phần hoàn nhập tiếp có thể đỡ lợi nhuận, vốn và biên khả năng thanh toán.

Ba rủi ro lớn nhất

- **Lợi nhuận phụ thuộc một khoản dự phòng không công bố tham số:** nếu lãi suất giảm lại, BVH có thể phải trích lại (2021–2024 đã trích 17,3 nghìn tỷ). Mỗi 1 nghìn tỷ trích thêm ≈ 28% LNTT 2025.
- **Repo TPCP 69 nghìn tỷ, 58% với Ngân hàng Bảo Việt (liên kết 49,52%):** chi phí định lại nhanh; BVNT đồng thời gửi 30,9 nghìn tỷ tại chính ngân hàng này (12/2025). Năm 2025 chi phí repo trả Ngân hàng Bảo Việt 1.179 tỷ, lãi tiền gửi nhận về 838 tỷ.
- **Hủy hợp đồng tăng và vốn mỏng:** chi hoàn lại +23,5% trong 6T/2026; biên khả năng thanh toán BVNT 107% (2025), lộ trình vốn dựa trên rủi ro theo Luật KDBH 2022 có thể buộc giữ lại vốn, hạn chế cổ tức (cổ tức 2025 giảm còn 8,09%).

Vấn đề chưa thể kết luận từ dữ liệu hiện có

- Lãi suất cam kết tối thiểu theo từng sản phẩm liên kết chung, hưu trí và công thức DP lãi cam kết (lãi suất tham chiếu, kỳ dự phóng): chưa đủ dữ liệu, nên không dự báo được khoản lớn nhất trong lợi nhuận.
- Có chuyển một phần DP lãi cam kết hoàn nhập sang DP toán học (ghi có giá trị tài khoản) hay không: Q2/2026 DP toán học + chia lãi trích tăng ~1,4 nghìn tỷ so Q1 đúng quý hoàn nhập 2.377 tỷ.
- Tỷ lệ kết hợp phi nhân thọ theo từng nghiệp vụ (xe cơ giới, sức khỏe, tài sản): chưa có BCTC riêng Bảo hiểm Bảo Việt; tỷ lệ chung ~98,5% là AAS tính bằng hợp nhất trừ Bảo Việt Nhân thọ, có thể lệch do giao dịch nội bộ.
- Tỷ lệ duy trì hợp đồng năm 2, cơ cấu kênh (đại lý/bancassurance), biên lợi nhuận hợp đồng mới (VNB), giá trị nội tại (EV): BVH không công bố ⇒ không dùng được EV/VNB để định giá.
- Lãi suất repo, mục đích sử dụng tiền repo, điều kiện tiền gửi tại Ngân hàng Bảo Việt; IBNR tách số; bảng phát triển bồi thường (không công bố ⇒ không đánh giá được lịch sử trích thiếu/thừa).

- Biên khả năng thanh toán 30/6/2026 (không công bố giữa niên độ); kế hoạch LNTT hợp nhất 2026 (chỉ có kế hoạch công ty mẹ: LNST 1.320 tỷ).

Chỉ tiêu cần theo dõi các quý tới

Chỉ tiêu	Hiện tại	Ngưỡng và ý nghĩa
Số dư DP lãi cam kết (Q3: thường không đổi; Q4 đánh giá lại)	14.168 tỷ	giảm tiếp ⇒ lợi nhuận Q4 cao hơn cơ sở; tăng ⇒ hạ dự báo
Chi phí repo + lãi vay / quý	≈ 850 tỷ (Q2/26)	> 1.000 tỷ/quý ⇒ chênh lệch repo âm dần
Lợi suất DMĐT (DT tài chính / NGĐH bình quân)	6,24% (Q2/26)	< 6,0% ⇒ kênh tái đầu tư không bù được repo
Chi giá trị hoàn lại / DP toán học	6,8%/năm	> 7,5% ⇒ áp lực thanh khoản, giảm phí tái tục
Phí gốc nhân thọ, khai thác mới	−3,3% (6T/26)	phí âm hai quý liền ⇒ quy mô DP chững, lãi đầu tư tăng chậm
Tỷ lệ bồi thường thuần phi nhân thọ	46,7% (6T/26)	> 50% ⇒ phi nhân thọ lỗ sâu hơn; bão lũ Q3–Q4
DP chia lãi, lãi suất công bố 2027 (12/2026)	4,5% LKC dự kiến 2026	tăng công bố ⇒ chuyển nhiều hơn cho chủ hợp đồng
Biên khả năng thanh toán BVNT (BCTN 2026)	107% (2025)	< 105% ⇒ cần tăng vốn, giảm cổ tức

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 12/10/2026, 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.