Báo cáo cổ phiếu: MIG

Phí tăng 35% nhờ kênh số và hệ sinh thái MB; lợi nhuận đi sau doanh thu vì chi phí ghi ngay, phí ghi nhận dần — định giá thấp nhất 3 năm

Tổng CTCP Bảo hiểm Quân đội — MIC (HOSE: MIG) · bảo hiểm phi nhân thọ · BCTC soát xét 6T/2026 và hai bản đính chính BCTC Q2/2026, BCTC 2025 kiểm toán, BCTN 2025, kho AAS · giá 12/10/2026 · **Phát hành bởi AAS Research**

LNTT 6T/2026	PHÍ GỐC 6T/2026	TỶ LỆ KẾT HỢP 6T/2026	DP PHÍ TĂNG TRONG 6T	P/B HIỆN TẠI	MB SỞ HỮU
245 tỷ đồng · **+5,9%** so cùng kỳ	**3.577** tỷ đồng · +34,7% so cùng kỳ	**94,7%** 6T/2025: 93,7%	**407** tỷ đồng · cùng kỳ 37 tỷ	**1,30x** z 3 năm −1,4 · P/E 4 quý 10,0x	**67,68%** đang tìm cổ đông chiến lược

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
15,9 nghìn đ	**20,7** nghìn đ (+30%)	**17,7–21,5** nghìn đ	**453** tỷ đ	**479** tỷ đ

Giá 15,9 nghìn đồng tương ứng P/B 1,22x trên BVPS cuối 2026F, thấp hơn bình quân 3 năm 1,50x khoảng 1,4 độ lệch chuẩn. **Hành động:** tích lũy từng phần ở vùng 15,8–17,7 nghìn đồng, chia 2–3 lần; dưới 15,8 nghìn mua mạnh hơn. **Nâng hạng** khi tỷ lệ bồi thường thuần các quý tới giữ dưới 25% trong lúc DP phí ghi nhận dần, hoặc có cổ đông chiến lược. **Hạ hạng** nếu tỷ lệ kết hợp Q3–Q4/2026 vượt 103% hoặc chi phí khai thác vượt 50% phí gốc.

KẾT LUẬN

MIC bán bảo hiểm qua MB và kênh số; nghiệp vụ gần hòa vốn, lợi nhuận chủ yếu là lãi trên tiền phí và vốn chủ. Năm 2026 phí tăng nhanh (con người, trách nhiệm, kỹ thuật) nhưng chi phí khai thác được hạch toán ngay trong khi phí được ghi nhận theo thời hạn hợp đồng, nên LNTT 6T chỉ +6%. Phần DP phí thuần tăng thêm 267 tỷ sẽ ghi nhận dần trong các quý tới.

Dự báo LNTT 2026 ≈ 453 tỷ (thấp hơn kế hoạch 550 tỷ), 2027 ≈ 479 tỷ. Giá trị hợp lý 20,7 nghìn đồng, cao hơn giá 30%; rủi ro chính là chất lượng nghiệp vụ mới chưa đủ thời gian kiểm chứng.

NGHIỆP VỤ BẢO HIỂM

3.577 tỷ phí gốc 6T

- con người 34%, xe 22%, tài sản 17%
- tỷ lệ kết hợp 94,7% (6T/25 93,7%)
- bồi thường gộp đi ngang, phí +35%

KÊNH, CHI PHÍ

46,1% phí gốc

- kênh số Q1 ≈ 442 tỷ (+128%)
- dịch vụ mua ngoài 371 → 732 tỷ
- phí trả MB Shinsei 409 → 163 tỷ

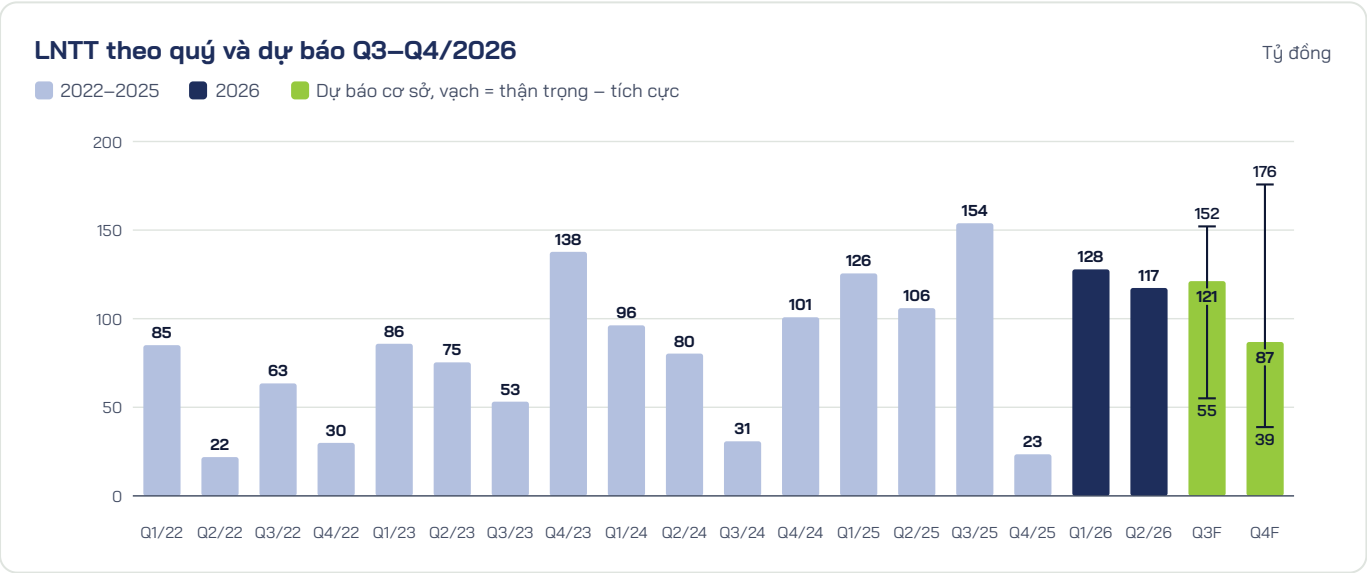
ĐẦU TƯ, VỐN

6,3 nghìn tỷ

- LN tài chính 6T 161 tỷ (+8%)
- lợi suất tiền gửi 6,1%/năm
- ủy thác MB Capital 1.410 tỷ

A Tóm tắt luận điểm: tăng trưởng thật về phí, lợi nhuận kế toán đi sau; giá đang rẻ so với chính lịch sử

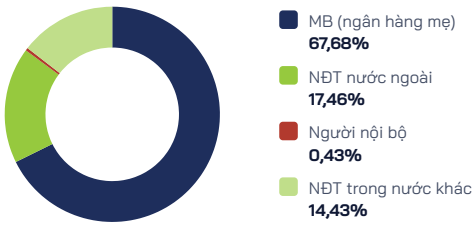
- **MIC là công ty bảo hiểm phi nhân thọ của MB (67,68%):** phí gốc 5,4 nghìn tỷ (2025), xe cơ giới 32%, con người 30%, tài sản 15%. Nghiệp vụ gần hòa vốn (tỷ lệ kết hợp 98,6% năm 2025); 91% LNTT 2025 đến từ tài chính.
- **6T/2026 phí gốc +35% nhưng LNTT chỉ +6% (245 tỷ):** con người +66%, trách nhiệm ×2,9, kỹ thuật ×2; xe cơ giới −17%. Chi phí khai thác ghi ngay (46% phí gốc, không đổi), còn phí ghi nhận dần — DP phí chưa hưởng tăng 407 tỷ so 37 tỷ cùng kỳ.
- **Bồi thường gộp đứng yên (787 tỷ) trên phí +35%:** bồi thường đã trả/phí gốc giảm từ 30% xuống 22%; một phần vì hợp đồng mới chưa phát sinh tổn thất — cần thêm 2–3 quý để kết luận chất lượng nghiệp vụ mới.
- **Kênh số là động lực và cũng là chi phí:** doanh thu kênh số Q1/2026 ≈ 442 tỷ (+128%, 28,5% doanh thu); chi phí dịch vụ mua ngoài 6T gần gấp đôi (371 → 732 tỷ), bù lại phí trả MB Shinsei giảm 409 → 163 tỷ.
- **Dự báo cơ sở:** LNTT Q3/2026 ≈ 121 tỷ, Q4 ≈ 87 tỷ; cả năm ≈ 453 tỷ (+11%), thấp hơn kế hoạch 550 tỷ; LNST ≈ 361 tỷ; 2027 ≈ 479 tỷ.
- **TÍCH LŨY TỪNG PHẦN.** P/B 1,30x (z −1,40 so 3 năm), P/E 4 quý 10,0x; giá trị hợp lý 20,7 nghìn đồng (+30%). Chất xúc tác: tìm cổ đông chiến lược (luật mới yêu cầu ≥ 2 cổ đông tổ chức sở hữu ≥ 10% mới được tăng vốn).



Nguồn: kho AAS (BCTC quý), BCTC soát xét 6T/2026; AAS dự báo. Q4 = năm kiểm toán − 9 tháng.

1 Mô hình kinh doanh: bảo hiểm phi nhân thọ bán qua hệ sinh thái MB; lợi nhuận nằm ở tiền lãi trên phí và vốn

Cơ cấu cổ đông — % vốn



- **Kiếm tiền từ đâu:** (1) lãi đầu tư trên phí thu trước (DP nghiệp vụ 5,5 nghìn tỷ) và vốn chủ 2,8 nghìn tỷ; (2) nghiệp vụ gần hòa vốn — tỷ lệ kết hợp 2021–2025 trong khoảng 98–100%.
- **Kênh:** bancassurance MB, tài chính tiêu dùng MB Shinsei (bảo hiểm gắn khoản vay), ngân hàng số MBV, nền tảng số (Q1/2026 chiếm 28,5% doanh thu), đại lý và 47 công ty thành viên (đã đóng 23 đơn vị đầu 2026).
- **Tái bảo hiểm nhiều:** nhượng 45% phí gốc (6T/26); xe cơ giới nhượng 65%, kỹ thuật 76% — hoa hồng nhượng tái 1.344 tỷ (2025) bù chi phí khai thác.
- **Cổ đông:** MB 67,68%; khối ngoại 17,5% (kho AAS 12/10/2026); từ 01/01/2026 doanh nghiệp bảo hiểm chỉ được tăng vốn khi có ≥ 2 cổ đông tổ chức sở hữu ≥ 10% ⇒ MIC đang tìm cổ đông chiến lược.

NGUỒN VỐN 30/6/2026

Dự phòng nghiệp vụ gộp
5,50
DP phí 3.751 · DP bồi thường 1.573 · cân đối 172

Tài sản tái bảo hiểm
2,79
phần nhà nhận tái gánh: DP phí 1.910, DP BT 878

Doanh thu chưa thực hiện
0,79
dài hạn · đầu năm 761

Vốn chủ sở hữu
2,80
MB 67,68% · 211,5 triệu cổ phiếu

→

KHAI THÁC, QUẢN LÝ RỦI RO

Phí gốc 6T
3.577 tỷ
con người 1.202 · xe 777 · tài sản 592 · trách nhiệm 299 · kỹ thuật 265

Kênh
MB, MB Shinsei, số
Trên BCTC: chi phí khác KDBH 1.648 tỷ (46% phí gốc)

Nhượng tái
1.621 tỷ
xe 508 · con người 417 · tài sản 280 · kỹ thuật 202

→

ĐẦU TƯ

Tiền gửi có kỳ hạn
4,59
3,4 nghìn tỷ tại MB, MB Shinsei, MBV

Ủy thác MB Capital
1,41
giá gốc; cổ phiếu, trái phiếu, CCTG

Tiền, khác
0,42
Trên BCTC: tiền, đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn

→

100 ĐỒNG DOANH THU 6T/26

Phí BH thuần	67,0
Hoa hồng nhượng tái	26,6
DT tài chính	6,5
Bồi thường thuần	12,6
Hoa hồng gốc	9,8
Chi khác KDBH	55,3
QLDN, DP dao động	12,3
Chi phí tài chính, khác	0,3
LNTT	9,7

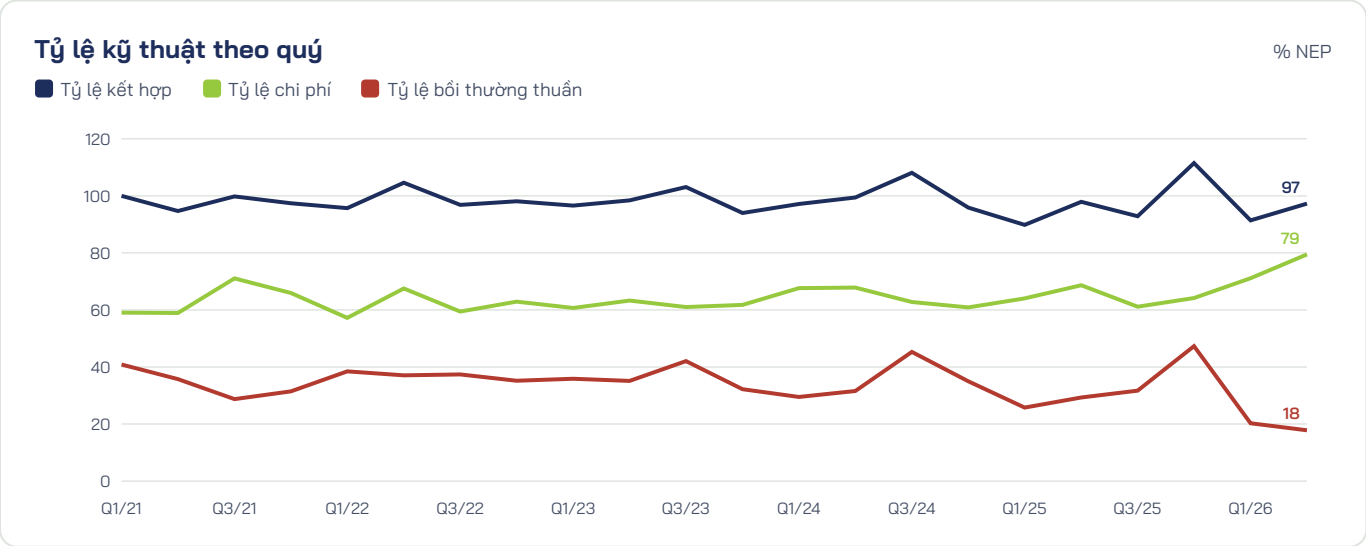
Doanh thu = phí thuần + hoa hồng tái + DT tài chính = 2.532 tỷ. Nghiệp vụ để lại 3,5 đồng; tài chính 6,3 đồng.

Nguồn: BCTC soát xét 6T/2026 (thuyết minh 31–35, 42), BCTN 2025; kho AAS; AAS tổng hợp.

2 Kết quả kinh doanh: LNTT tăng đều 2023–2025, nhưng gần như toàn bộ đến từ tài chính

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026
Phí bảo hiểm gốc	3.932	5.204	4.678	5.017	5.414	2.632	3.518
Phí nhận tái bảo hiểm	38	229	42	46	99	45	65
Phí nhượng tái bảo hiểm	−1.724	−2.681	−2.325	−2.458	−2.726	−1.300	−1.621
Phí bảo hiểm thuần (NEP)	2.150	2.694	2.320	2.327	2.724	1.305	1.695
Hoa hồng nhượng tái, DT khác	505	1.080	1.274	1.314	1.344	668	673
Bồi thường thuần (gồm ΔDP)	−738	−991	−834	−824	−930	−358	−320
Hoa hồng gốc + chi khác KDBH	−1.399	−2.175	−2.173	−2.357	−2.501	−1.242	−1.648
Kết quả nghiệp vụ (sau QLDN)	48	37	55	2	39	82	90
Lợi nhuận tài chính	230	161	294	307	371	149	161
LNTT	**281**	**200**	**352**	**308**	**409**	**231**	**245**
LNST	224	159	281	239	325	184	194
ROE (%)	13,6	8,8	14,1	11,3	13,7	–	14,3*

Nguồn: kho AAS (BCTC kiểm toán 2021–2025, 6T soát xét); AAS tính. * 6T năm hóa.



Nguồn: kho AAS; AAS tính.

- **LNTT 200–410 tỷ trong 2021–2025** trong khi phí gốc tăng từ 3,9 lên 5,4 nghìn tỷ; kết quả nghiệp vụ chỉ 2–55 tỷ/năm, phần còn lại là lợi nhuận tài chính.
- **Năm 2024 có khoản một lần:** Q4/2024 hoàn nhập dự phòng dao động lớn ≈ 105 tỷ (số dư 229 → 124 tỷ) khi chuyển sang dự phòng đảm bảo cân đối theo luật mới; không có khoản này, LNTT 2024 ≈ 203 tỷ.
- **Q4/2025 LNTT 23,5 tỷ:** doanh thu thuần +9,1% nhưng chi phí +24,7% (giải trình của công ty), cùng trích DP bồi thường gốc 325 tỷ mùa bão lũ.

- **6T/2026:** LNST 194 tỷ (+5%), đạt 45% kế hoạch LNTT 550 tỷ.

3 Nghiệp vụ: cơ cấu dịch chuyển khỏi xe cơ giới sang con người; bồi thường thấp nhưng chưa đủ thời gian kiểm chứng

Tỷ lệ trên NEP (%)	2021	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026
Tỷ lệ giữ lại (phí sau nhượng / phí khai thác)	56,6	50,7	50,7	51,5	50,6	51,4	54,8
Tỷ lệ bồi thường thuần	**34,3**	**36,8**	**35,9**	**35,4**	**34,1**	**27,5**	**18,9**
Hoa hồng gốc / NEP	12,5	15,0	18,2	16,4	14,5	15,8	14,6
Chi khác KDBH (dịch vụ, nhân sự, đại lý...) / NEP	52,5	65,8	75,5	85,0	77,2	79,4	82,6
(−) Hoa hồng nhượng tái, DT khác / NEP	−23,5	−40,1	−54,9	−56,5	−49,3	−51,2	−39,7
QLDN + DP dao động lớn / NEP	21,9	21,1	23,0	19,7	22,0	22,3	18,3
Tỷ lệ chi phí	**63,4**	**61,8**	**61,7**	**64,5**	**64,4**	**66,2**	**75,8**
Tỷ lệ kết hợp	**97,8**	**98,6**	**97,6**	**99,9**	**98,6**	**93,7**	**94,7**

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: con người, trách nhiệm, kỹ thuật tăng mạnh; xe cơ giới thu hẹp

Nghiệp vụ (6T, tỷ đồng)	Phí gốc 6T/26	y/y (%)	Tỷ trọng (%)	BT gốc đã trả / phí (%) 6T/25 → 6T/26	Tỷ lệ nhượng (%) 6T/25 → 6T/26
Con người (sức khỏe, tai nạn)	**1.202**	**+66,1**	**33,6**	**20,5 → 11,1**	**41 → 35**
Xe cơ giới	777	−17,3	21,7	46,5 → 56,7	61 → 65
Tài sản	592	+42,4	16,5	22,7 → 16,6	50 → 47
Trách nhiệm	299	+189,6	8,4	2,2 → 0,6	16 → 4
Kỹ thuật	265	+98,2	7,4	20,2 → 4,9	59 → 76
Tàu thuyền	237	+9,3	6,6	16,3 → 33,1	42 → 64
Hàng hóa	124	+63,8	3,5	39,0 → 12,7	29 → 14
Hàng không, hỗn hợp, năng lượng	80	+73,1	2,2	28,0 → 7,6	37 → 40
Tổng phí gốc	**3.577**	**+34,7**	**100**	**29,6 → 22,0**	**49 → 45**

Nguồn: BCTC soát xét 6T/2026, thuyết minh 31–33. 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 −17%:** phí 940 → 777 tỷ, bồi thường đã trả giữ 440 tỷ ⇒ bồi thường/phí 47% → 57%; công ty đang thu hẹp nghiệp vụ lỗ nhiều nhất.

- **Con người +66%:** phí 724 → 1.202 tỷ, bồi thường đã trả giảm 148 → 133 tỷ (11% phí). Tăng trưởng gắn kênh số và hệ sinh thái MB; hợp đồng mới chưa đủ một năm nên tỷ lệ này sẽ tăng.
- **Trách nhiệm ×2,9 và kỹ thuật ×2:** trách nhiệm giữ lại 96% phí, bồi thường gần 0; kỹ thuật nhượng 76%. BCTC không công bố sản phẩm cụ thể.
- **Mùa vụ:** kết quả nghiệp vụ Q3 thấp nhất trong năm ở 4/10 năm 2016–2025 (bão); Q4 thường có trích dự phòng bồi thường cuối năm.

4 Vì sao lợi nhuận đi sau doanh thu: chi phí khai thác ghi ngay, phí ghi nhận dần

Phí viết so với phí ghi nhận (6T, tỷ đồng)	6T/2025	6T/2026	y/y (%)
Phí bảo hiểm gốc + nhận tái (viết)	2.677	3.583	+33,8
Tăng DP phí chưa được hưởng gộp (hoãn ghi nhận)	−37	−407	
Phí gộp được hưởng	**2.641**	**3.176**	**+20,3**
Chi phí khác KDBH (ghi ngay khi khai thác)	−1.242	−1.648	+32,7
Chi phí khác KDBH / phí gốc (%)	**46,8**	**46,1**	
DP phí thuần tăng thêm (gộp − phần nhượng)	72	267	

Nguồn: BCTC soát xét 6T/2026 (thuyết minh 31, 32, 34); kho AAS; AAS tính.

Chi phí khác KDBH (tỷ đồng)	2024	2025	6T/2025	6T/2026
Chi phí dịch vụ mua ngoài	539	663	371	732
Chi phí hoa hồng	381	396	206	248
Chi phí nhân viên	301	448	223	240
Chi quản lý đại lý	238	233	107	147
Chi phí khác	872	735	325	275
Đánh giá rủi ro, dề phòng tổn thất, công cụ	28	24	11	6
Tổng	**2.357**	**2.501**	**1.242**	**1.648**
Tổng / phí bảo hiểm gốc (%)	**47,0**	**46,2**	**46,8**	**46,1**
Dịch vụ mua ngoài / phí gốc (%)	10,7	12,3	14,0	20,5
Phí hỗ trợ, dịch vụ + hoa hồng trả MB Shinsei	–	–	409,2	163,1

Nguồn: BCTN 2025 (thuyết minh 28 BCTC 2025), BCTC soát xét 6T/2026 (thuyết minh 34, 42); AAS tính.

- **Tỷ lệ chi phí trên phí gốc không đổi (46,8% → 46,1%):** chi phí không tăng nhanh hơn phí; cái khác là mẫu số — phí viết +34%, phí được hưởng chỉ +20% vì DP phí chưa hưởng tăng 407 tỷ.
- **Phần lợi nhuận "để dành":** DP phí thuần (sau phần nhượng) tăng 267 tỷ, cùng kỳ 72 tỷ. Nếu bồi thường giữ ~25–30% phí, phần này đem lại 60–100 tỷ lợi nhuận nghiệp vụ trong 12 tháng tới — đã phản ánh một phần trong NEP Q3–Q4 dự

báo.

- **Chi phí dịch chuyển giữa các kênh:** dịch vụ mua ngoài +361 tỷ (kênh số, đối tác), trong khi chi phí hỗ trợ và hoa hồng trả MB Shinsei giảm 246 tỷ và "chi phí khác" giảm 50 tỷ.

Cầu nối LNTT 6T/2025 → 6T/2026

Cầu nối LNTT (tỷ đồng)	6T/2025	6T/2026	Chênh
Phí gộp được hưởng (sau ΔDP phí gốc)	2.641	3.176	+535
Bồi thường gộp + đòi người thứ ba + ΔDP BT gốc	−648	−680	−32
Kết quả gộp trước nhượng tái	**1.993**	**2.496**	**+503**
Nhượng tái ròng (phí nhượng − hoa hồng − thu BT nhượng ± ΔDP)	−378	−449	−70
Hoa hồng gốc, chi khác KDBH, QLDN, DP dao động	**−1.532**	**−1.958**	**−426**
Lợi nhuận tài chính	149	161	+11
Khác	−0	−5	−5
LNTT	**231**	**245**	**+14**

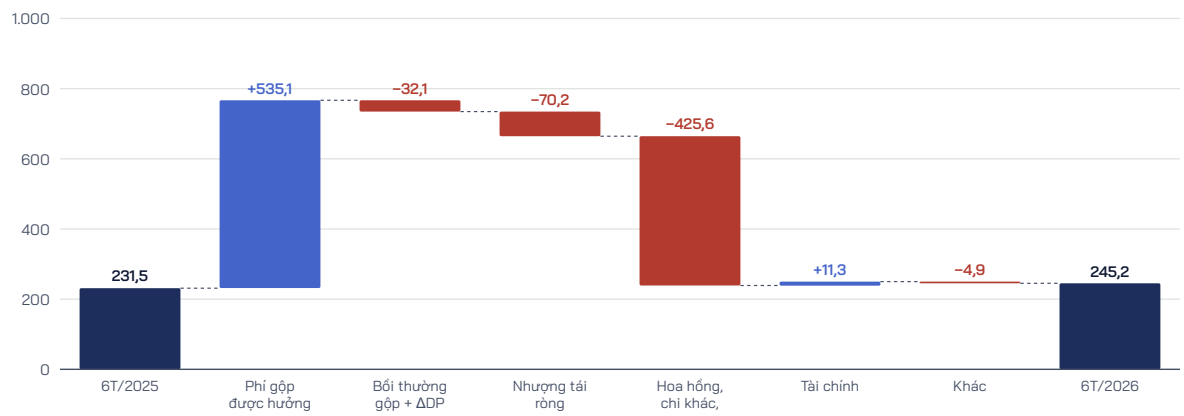
Nguồn: kho AAS (BCTC 6T soát xét); AAS tính. Nhượng tái ròng = −(phí nhượng − ΔDP phí nhượng) + hoa hồng nhượng tái và DT khác + thu bồi thường nhượng ± ΔDP bồi thường nhượng.

Dự phòng, tài sản tái BH (tỷ đồng)	31/12/2024	31/12/2025	30/6/2026
DP phí chưa được hưởng (gộp)	**3.259**	**3.344**	**3.751**
DP bồi thường (gộp)	1.479	1.680	1.573
DP dao động lớn / đảm bảo cân đối	124	152	172
Tài sản tái BH: DP phí nhượng	1.749	1.770	1.910
Tài sản tái BH: DP bồi thường nhượng	940	927	878
Doanh thu chưa thực hiện (dài hạn)	–	761	795
Chi phí hoa hồng chưa phân bổ (tài sản)	354	429	449

Nguồn: kho AAS; BCTC soát xét 6T/2026 (thuyết minh 29).

Cầu nối LNTT 6T/2025 → 6T/2026

Tỷ đồng



5 Đầu tư: tiền gửi trong nhóm MB là chính; ủy thác MB Capital làm thu nhập dao động

Danh mục đầu tư (tỷ đồng)	31/12/2025	30/6/2026	Ghi chú
Tiền, tương đương tiền	227	416	tiền gửi không kỳ hạn tại MB 379 tỷ
Tiền gửi có kỳ hạn ≤ 12 tháng (giá gốc)	3.893	4.590	lãi suất 4,1–7,8%/năm (31/12/2025)
Ủy thác đầu tư tại MB Capital (giá gốc)	1.200	1.410	cổ phiếu niêm yết, trái phiếu niêm yết và chưa niêm yết, chứng chỉ tiền gửi; không công bố giá trị hợp lý
Lãi dự thu – lãi tiền gửi nhận trước	–	−78	đính chính BCTC Q2 lần 2: 156 tỷ lãi nhận trước trình bày giảm trừ đầu tư
Tổng (tiền + đầu tư tài chính)	**5.320**	**6.338**	**= 2,26 lần VCSH**
trong đó gửi tại MB, MB Shinsei, MBV	–	3.445	+ ủy thác MB Capital ⇒ 77% danh mục trong hệ sinh thái MB

Nguồn: BCTN 2025 (thuyết minh 4, 5), BCTC soát xét 6T/2026 (thuyết minh 42), công văn đính chính BCTC Q2/2026 lần 2 (10/08/2026); kho AAS.

Thu nhập tài chính (tỷ đồng)	2024	2025	6T/2025	6T/2026
Lãi tiền gửi	188	206	95	140
Thu từ ủy thác đầu tư (MB Capital)	100	176	59	22
Lãi trái phiếu	15	–	–	–
Lãi chênh lệch tỷ giá	2	2	1	2
Chi phí tài chính (ròng hoàn nhập dự phòng)	2	−12	−6	−3
Lợi nhuận tài chính	**307**	**371**	**149**	**161**
Lợi suất ủy thác (năm hóa, % giá gốc)	9,7	15,7	–	3,4
Lợi suất tiền gửi (năm hóa, %)	–	–	–	6,15

Nguồn: BCTN 2025 (thuyết minh 29, 30), BCTC soát xét 6T/2026 (thuyết minh 35, 36). Lợi suất ủy thác tính trên giá gốc bình quân.

- **Lãi tiền gửi 6T +47%:** số dư tiền gửi tăng (3,9 → 4,6 nghìn tỷ) và lãi suất định lại; lợi suất ≈ 6,1%/năm. Mỗi 1 điểm % lãi suất ≈ +30 tỷ LNTT năm đầu.
- **Ủy thác MB Capital là phần biến động:** thu nhập 176 tỷ năm 2025 (≈ 16% giá gốc, nhờ cổ phiếu) nhưng chỉ 22 tỷ trong 6T/2026. Danh mục ghi theo giá gốc, BCTC không công bố giá trị hợp lý.
- **Tập trung:** ≈ 77% tiền và đầu tư nằm trong nhóm MB (tiền gửi MB 2,0 nghìn tỷ, MB Shinsei 930 tỷ, MBV 517 tỷ, ủy thác 1.410 tỷ).

6 Chất lượng lợi nhuận và công bố: không có khoản treo lớn, nhưng nhiều điểm cần theo dõi

Vấn đề	Kết quả tra BCTC gốc	Hệ quả cho phân tích
Phải thu bảo hiểm tăng từ 314 lên 871 tỷ (1/1/2026)	Áp dụng TT99 từ 01/01/2026: "ứng trước bồi thường theo hợp đồng nhượng tái" (557 tỷ) chuyển từ trả trước sang phải thu nhận/nhượng tái (TM 11, 46).	Phân loại lại, không phải phát sinh mới; không ảnh hưởng lãi lỗ
BCTC Q2/2026 đính chính hai lần	Lần 1 (21/07): phải thu khác 38,2 → 39,0 tỷ. Lần 2 (10/08): 156 tỷ lãi tiền gửi nhận trước chuyển từ "doanh thu chưa thực hiện" sang giảm trừ đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn; tổng tài sản −156 tỷ.	Không đổi lãi lỗ, vốn chủ; kho AAS đã dùng số đính chính
Hoàn nhập DP dao động lớn Q4/2024	Số dư 229 → 124 tỷ, KQKD ghi +104,9 tỷ.	Loại khỏi chuỗi lợi nhuận lõi trước khi dự báo và tính P/E lõi
Ủy thác MB Capital 1.410 tỷ	Giá gốc; danh mục gồm cổ phiếu niêm yết, trái phiếu niêm yết và chưa niêm yết; không có giá trị hợp lý (TM 5 BCTC 2025).	Không cộng/trừ vào vốn chủ; ghi là rủi ro chưa đo được ở mức danh mục (22% danh mục)
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn 795 tỷ	Phát sinh 216 tỷ, phân bổ 182 tỷ trong 6T/2026 (TM 29).	Nguồn ghi nhận dần; bản chất chưa công bố

Nguồn: BCTC soát xét 6T/2026, công văn đính chính 21/07 và 10/08/2026, BCTN 2025; AAS tổng hợp.

7 Dự báo: LNTT 2026 ≈ 453 tỷ, thấp hơn kế hoạch; 2027 hưởng phần phí đã trích dự phòng

LNTT (tỷ đồng)	Q3/2025	Q3/2026F	Q4/2025	Q4/2026F	2025	2026F	2027F
Thận trọng	154	55	23	39	409	339	339
Cơ sở	**154**	**121**	**23**	**87**	**409**	**453**	**479**
Tích cực	154	152	23	176	409	573	599
LNST (cơ sở)	123	97	17	69	325	361	383
so cùng kỳ LNTT (%)		−21		+270		+11	+6
Kế hoạch ĐHĐCĐ 2026						550	

Nguồn: AAS dự báo; kế hoạch theo nghị quyết ĐHĐCĐ 2026.

8 Định giá và giao dịch: P/B 1,30x, z −1,4 so 3 năm; tích lũy từng phần

Chọn phương pháp: P/B là thước đo chính (lợi nhuận bảo hiểm dao động theo thiên tai và nhịp trích dự phòng); P/E trên EPS 2027F để đối chiếu vì 2026 bị nén bởi DP phí. **Đối chiếu ROE:** P/B bình quân 3 năm 1,50x hàm ý ROE ≈ 17% (chi phí vốn 13%, tăng trưởng 5%), cao hơn ROE 2026F 13,4% (P/B tương ứng ≈ 1,05x) — thị trường trả thêm cho tăng trưởng phí và vị thế trong nhóm MB; nếu ROE không lên, mức P/B bình quân là trần.

Định giá tại 12/10/2026	Giá trị	Trung vị / bình quân 3 năm	z (3 năm)
Giá (đồng)	15.900		
P/B (VCSH 30/6/2026 sau cổ tức tiền)	1,30x	1,48x / 1,50x	−1,40
P/B trên BVPS cuối 2026F	1,22x		
P/E 4 quý	10,0x	12,1x	−1,20
P/E 2026F	9,3x		
ROE 2026F	13,4%	ROE 2025: 13,7%	
Giá trị theo P/B (bình quân 3 năm × BVPS 2026F)	19.585		
Giá trị theo P/E (trung vị 3 năm × EPS 2027F)	21.887		
Giá trị hợp lý (bình quân hai cách)	**20.736**		**+30%**

Nguồn: kho AAS, giá điều chỉnh; AAS tính. BCTC dùng sau 45 ngày kể từ cuối quý. Số cổ phiếu 211,5 triệu.

Nhóm z P/B	Lợi suất 12 tháng sau (TB)	Trung vị	Số phiên
(-9.0, -1.5]	+77,3%	+102,2%	12
(-1.5, -0.5]	**+48,9%**	**+20,1%**	**566**
(-0.5, 0.5]	+17,1%	+9,5%	658
(0.5, 1.5]	+10,6%	−13,0%	298
(1.5, 9.0]	−5,3%	−18,9%	320

Nguồn: AAS backtest 2018–2026.

P/B trên BVPS 2026F	Giá (nghìn đồng)	Hành động
≤ 1,21x (−2 độ lệch chuẩn)	≤ 15,8	Mua mạnh hơn (rẻ bất thường)
1,21–1,36x	**15,8–17,7**	**Tích lũy từng phần (hiện tại)**
1,36–1,50x	17,7–19,6	Nắm giữ
1,50–1,65x	19,6–21,5	Chốt lời từng phần
> 1,65x	> 21,5	Bán

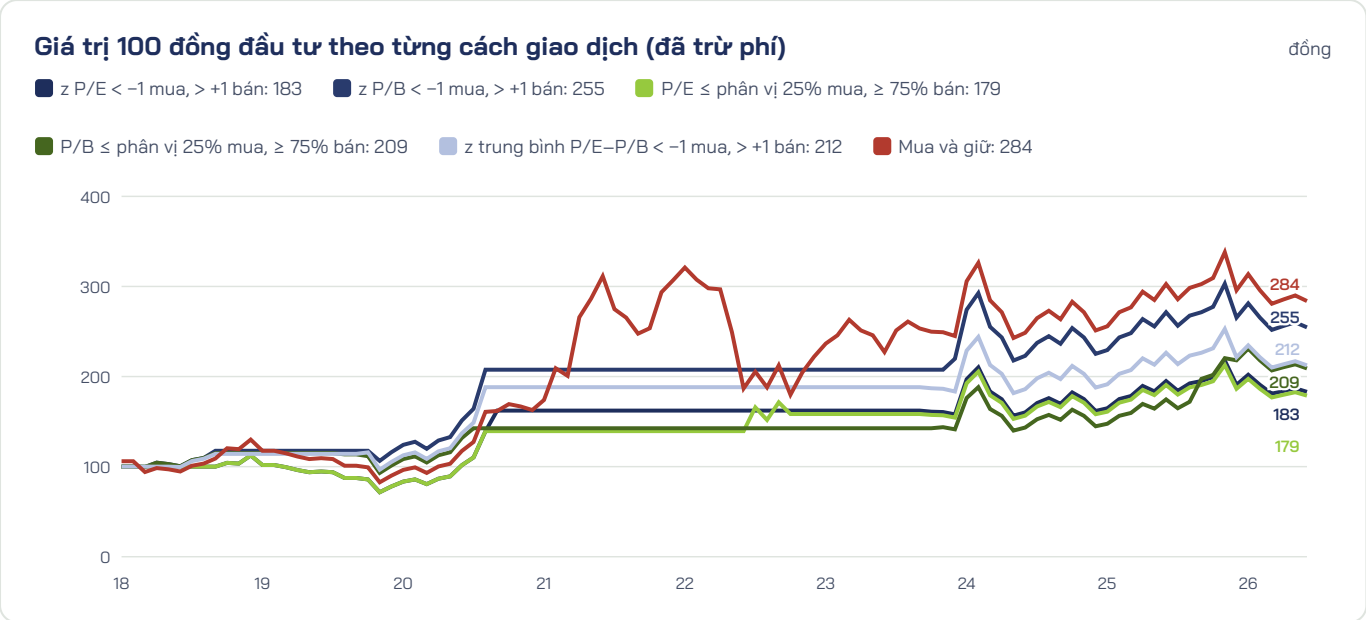
BVPS cuối 2026F = VCSH 30/6/2026 − cổ tức tiền 10% (25/08/2026) + LNST 6 tháng cuối năm dự báo.

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 2018-05-03 đến 2026-10-12; không nhìn trước tương lai. **Kết quả:** mọi quy tắc định giá đều thua mua và giữ (13,2%/năm) vì chỉ nắm giữ khoảng một nửa thời gian, nhưng sụt giảm tối đa nhẹ hơn (−35% so −56%) và mọi lệnh đã đóng đều lãi. Khi z P/B trong khoảng −1,5 đến −0,5, lợi suất 12 tháng sau bình quân 49% (trung vị 20%), so với 17% ở vùng trung tính. **Hạn chế:** chỉ 2–5 lệnh mỗi quy tắc; nhóm z ≤ −1,5 mới có 12 phiên ⇒ bằng chứng còn mỏng. **Ý nghĩa hiện tại:** cả năm quy tắc đang ở trạng thái nắm giữ (đã có tín hiệu mua).

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	183	7,4%	−38%	2	có
z P/B < −1 mua, > +1 bán	255	11,7%	−35%	3	có
P/E ≤ phân vị 25% mua, ≥ 75% bán	179	7,1%	−38%	3	có
P/B ≤ phân vị 25% mua, ≥ 75% bán	209	9,1%	−35%	5	có
z trung bình P/E–P/B < −1 mua, > +1 bán	212	9,3%	−35%	3	có
Mua và giữ	**284**	**13,2%**	**−56%**	**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
Tỷ lệ bồi thường thuần quý	17,8% (Q2/26)	> 30% ⇒ nghiệp vụ mới bắt đầu phát sinh tổn thất; giữ < 25% ⇒ biên cải thiện thật
DP phí chưa được hưởng (gộp)	3.751 tỷ (30/6)	còn tăng nhanh ⇒ lợi nhuận kế toán tiếp tục trễ; chững lại ⇒ NEP bắt kịp phí
Chi phí khác KDBH / phí gốc	46,1% (6T/26)	> 50% ⇒ kênh số đắt lên; < 44% ⇒ hiệu quả quy mô
Thu nhập ủy thác MB Capital	21,9 tỷ (6T/26)	theo VN-Index; năm 2025: 176 tỷ
Cổ đông chiến lược	đang tìm	có đối tác ≥ 10% ⇒ mở đường tăng vốn, chất xúc tác định giá

Ba điểm mạnh

- **Hệ sinh thái MB:** khách hàng ngân hàng, tài chính tiêu dùng (MB Shinsei), ngân hàng số; MB nắm 67,68% và là đầu mối phân phối.
- **Bảng cân đối thanh khoản, ít rủi ro tín dụng:** 6,3 nghìn tỷ tiền và đầu tư, 72% là tiền gửi ≤ 12 tháng; không có TPDN trực tiếp.
- **Tăng trưởng phí cao:** phí gốc 6T +35%; DP phí thuần tăng 267 tỷ là lợi nhuận "để dành" cho các quý tới nếu bồi thường giữ ở mức hiện nay.

Ba rủi ro lớn nhất

- **Chất lượng nghiệp vụ mới chưa được kiểm chứng:** con người, trách nhiệm tăng mạnh qua kênh số; bồi thường thấp có thể do độ trễ phát sinh. Mỗi 1 điểm % tỷ lệ kết hợp ≈ 36 tỷ LNTT/năm.
- **Tập trung vào nhóm MB:** 77% tiền và đầu tư gửi hoặc ủy thác trong nhóm MB; ủy thác 1.410 tỷ không công bố giá trị hợp lý, có trái phiếu chưa niêm yết.
- **Thiên tai và chất lượng công bố:** Q4/2025 tỷ lệ kết hợp 111,5% (bão lũ miền Trung); BCTC Q2/2026 phải đính chính hai lần (phải thu khác, 156 tỷ lãi nhận trước).

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH MIG

- **Vào:** tích lũy từng phần ở vùng 15,8–17,7 nghìn đồng, chia 2–3 lần; dưới 15,8 nghìn tăng tốc độ mua (thanh khoản ≈ 100–180 nghìn cổ phiếu/phiên).
- **Tăng tỷ trọng:** khi BCTC Q3/2026 cho thấy tỷ lệ bồi thường thuần giữ dưới 25% và NEP tăng mạnh nhờ DP phí ghi nhận dần, hoặc có thông tin cổ đông chiến lược.
- **Chốt lời:** từng phần ở 19,6–21,5 nghìn đồng; bán khi > 21,5 nghìn. **Xem lại** nếu tỷ lệ kết hợp Q3–Q4 vượt 103%, chi phí khai thác vượt 50% phí gốc, hoặc thu nhập ủy thác lỗ.

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.