

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Giá mục tiêu: VNĐ14,100 (từ VNĐ15,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 14.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (10/4/2023)	12,350
Mã Bloomberg	MSB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,350-19,499
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	12,450
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	24,700
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,053
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,000
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	458
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	22.9%
Tỷ lệ freefloat	64.0%
Cổ đông lớn	VNPT (6.09%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	0.41	(5.00)	(37.4)
So với chỉ số	(2.54)	(6.62)	(11.6)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2023F	2,437	2,539	(4.0)
2024F	2,583	2,811	(8.1)
2025F	3,089	3,250	(5.0)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Ngân hàng TMCP Hàng Hải Việt Nam là ngân hàng tư nhân quy mô vừa và nhỏ tại Việt Nam, tập trung vào mảng bất động sản và cho vay mua nhà

Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn bình quân nhưng định giá vẫn rẻ

- HSC giảm 9% giá mục tiêu xuống 14.100đ (tiềm năng tăng giá 14,2%) và hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) sau khi sử dụng giả định định giá thận trọng hơn.
- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2023-2024, lần lượt tăng trưởng 5,6% và 6%. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần 3 năm tăng trưởng với tốc độ CAGR 10%, thấp hơn nhiều mức bình quân các NHTM HSC khuyến nghị.
- Hiện MSB có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,75 lần; thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi niêm yết và chiết khấu 20% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân (1,12 lần). Hiện định giá của MSB vẫn rẻ mặc dù triển vọng tăng trưởng kém.

Sự kiện: Phân tích triển vọng năm 2023-2024

LNTT Q4/2022 của MSB gần như đi ngang so với cùng kỳ, đạt 962 tỷ đồng với thu nhập ngoài lãi giảm (giảm 54% so với cùng kỳ) được bù đắp nhờ chi phí dự phòng thấp hơn dự báo (giảm 87% so với cùng kỳ). QKQD Q4/2022 gây thất vọng một chút vì thu nhập ngoài lãi có vẻ đã đánh mất đà tăng trưởng.

Nói chung, LNTT năm 2022 đạt 5.787 tỷ đồng, tăng trưởng 14% và chỉ hoàn thành 85% kế hoạch của Ngân hàng. Tuy nhiên, nếu loại bỏ thu nhập không thường xuyên từ phí bancassurance trả trước (ước tính là 1.100 tỷ đồng) trong năm 2021, thì LNTT của MSB tăng trưởng mạnh mẽ hơn, ở mức 45%.

Tác động: Nói chung giữ nguyên dự báo

HSC gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2023-2024 với lợi nhuận lần lượt tăng trưởng 5,6% và 6%. Kết quả đạt được nhờ HĐKD cốt lõi cải thiện, bù đắp cho chi phí dự phòng dự báo tăng vì chất lượng tài sản chịu áp lực giảm.

Nói chung, theo dự báo mới nhất – gồm dự báo lần đầu cho năm 2025 (tăng trưởng 20%) và thấp hơn một chút so với bình quân dự báo của thị trường – lợi nhuận 3 năm tăng trưởng với tốc độ CAGR 10%, thấp hơn bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 15,5%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu có diễn biến kém khả quan trong 1/3 tháng qua, hiện MSB có P/E trượt dự phóng 1 năm là 0,75 lần; thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi niêm yết và chiết khấu 20% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Với các giả định định giá thận trọng hơn, HSC hạ khuyến nghị đối với MSB xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 9% giá mục tiêu xuống còn 14.100đ (tiềm năng tăng giá 14,2%). Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2023 là 0,9 lần; thấp hơn 20% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân hiện ở mức 1,15 lần.

Hiện định giá của MSB vẫn rẻ và phù hợp với khuyến nghị Tăng tỷ trọng mặc dù triển vọng tăng trưởng lợi nhuận kém hơn bình quân nhóm NHTM tư nhân. Và lưu ý rằng HSC chưa đưa khả năng sáp nhập với PGBank vào mô hình vì thiếu thông tin nhưng tin rằng sự kiện này sẽ tích cực đối với MSB.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 11/4.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	6,216	8,322	8,518 ▲	9,629	11,021
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	6,656	6,266	7,409	8,603	10,057
LN thuần (tỷ đồng)	4,035	4,616	4,875	5,167 ▼	6,178
EPS (đồng)	2,032	3,001	2,437	2,583 ▼	3,089
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	11,098	13,327	15,764	18,348	21,437
P/E (lần)	6.08	4.12	5.07	4.78	4.00
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.11	0.93	0.78	0.67	0.58
Tăng trưởng EPS (%)	101	47.7	(18.8)	5.99	19.6
ROAE (%)	20.7	19.0	16.8	15.1	15.5

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Chuyên viên phân tích

Lê Anh Tùng, CFA

Chuyên viên, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.leanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4876

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Định giá vẫn rẻ mặc dù triển vọng tăng trưởng ngắn hạn kém

Định giá của MSB vẫn rẻ với P/B trượt dự phóng 1 năm thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và chiết khấu sâu so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Vì vậy, cổ phiếu MSB phù hợp với khuyến nghị Tăng tỷ trọng mặc dù triển vọng tăng trưởng ngắn hạn kém. HSC gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2023-2024 với HĐKD cốt lõi cải thiện sẽ bù đắp cho chi phí dự phòng dự báo tăng vì chất lượng tài sản chịu áp lực giảm. Nói chung, theo dự báo mới nhất, gồm dự báo lần đầu cho năm 2025 (tăng trưởng 20%), lợi nhuận 3 năm tăng trưởng với tốc độ CAGR 10%, thấp hơn bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 15,5%. Theo đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với MSB xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào).

Điều chỉnh các giả định chủ chốt

Dựa trên KQKD năm 2022 và những diễn biến gần đây trên thị trường, HSC điều chỉnh các giả định chủ chốt sau:

- **Tăng trưởng tín dụng:** Duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng 15% (thấp hơn mức 18% trong năm 2022) vì chúng tôi cho rằng nhu cầu tín dụng sẽ chững lại, đặc biệt ở ngành BĐS. Ngoài ra, HSC dự báo tăng trưởng huy động đạt 10%, bằng với kế hoạch của Ngân hàng. Theo đó, hệ số LDR dự báo tăng nhưng vẫn thấp, ở mức 69%, thấp hơn mức tối đa theo quy định là 85%.
- **Tỷ lệ NIM:** Sau khi gặp áp lực giảm trong Q4/2022, tỷ lệ NIM dự báo giảm 25 điểm cơ bản trong năm 2023 vì chi phí huy động tăng. HSC thấy rằng MSB gần đây đã tham gia vào cuộc đua huy động với lãi suất tiền gửi được áp dụng ở mức khá cao. Tuy nhiên, lợi nhuận gộp của MSB chỉ tăng nhẹ vì nhiều khả năng Ngân hàng sẽ hỗ trợ các khách hàng là đối tác chiến lược của mình trong thời kỳ khó khăn.
- **Thu nhập ngoài lãi:** mảng bancassurance dự báo sẽ trầm lắng hơn sau khi cơ quan quản lý ban hành các quy định chặt chẽ hơn lĩnh vực này. Tuy nhiên, lãi thuần HĐ dịch vụ dự báo vẫn tăng trưởng 39%, chủ yếu nhờ ghi nhận 400 tỷ đồng phí bancassurance trả trước (tổng phí bancassurance trả trước là khoảng 1.500 tỷ đồng, trong đó 1.100 tỷ đồng đã được ghi nhận trong năm 2021). Nếu không tính khoản phí trả trước không thường xuyên này, lãi thuần HĐ dịch vụ dự báo chỉ tăng trưởng 3%.
- **Lãi mua bán trái phiếu:** Tỷ trọng đóng góp của lãi mua bán trái phiếu của MSB dự báo sẽ vẫn cao trong năm 2023 với tỷ trọng đóng góp năm 2022 thuộc nhóm cao nhất trong số các NHTM HSC khuyến nghị. Giả định này được củng cố với diễn biến giảm gần đây của lợi suất trái phiếu. Chúng tôi thấy rằng MSB đã tham gia tích cực vào thị trường TPCP và thị trường ngoại hối trong các năm qua.
- **Thu nhập khác:** Dự báo thu nhập khác của MSB nhiều khả năng tiếp tục chịu ảnh hưởng tiêu cực vì ghi nhận lỗ từ bán tài sản đảm bảo liên quan đến các khoản nợ quá khứ với Vinashin (chưa đại chúng) và Vinalines (chưa đại chúng). MSB vẫn còn 10 con tàu cần thanh lý (hiện chưa có thông tin về giá trị sổ sách của những con tàu này) và điều kiện thị trường để thanh lý tàu hiện không thuận lợi (giá trị thanh lý dự kiến thấp hơn giá trị sổ sách).

Bảng 1: Các giả định mới và cũ, MSB

	2022	Dự báo cũ		Dự báo mới		
		2023F	2024F	2023F	2024F	2025F
Tăng trưởng tín dụng	17.8%	13.0%	18.0%	15.0%	18.0%	18.0%
Tăng trưởng tiền gửi	23.8%	12.4%	18.4%	12.0%	9.2%	18.0%
Tỷ lệ NIM	4.4%	4.0%	4.0%	4.2%	4.1%	4.3%
Tỷ lệ nợ xấu	1.7%	1.8%	2.0%	1.9%	2.1%	1.9%
Chi phí tín dụng	0.4%	1.0%	1.1%	1.0%	1.4%	1.3%
Nợ xấu mới hình thành	0.9%	1.3%	1.4%	1.3%	1.5%	1.2%
Hệ số CIR	41.4%	32.0%	31.9%	37.3%	34.5%	34.2%

Nguồn: MSB, HSC

Bảng 2: Tóm tắt những thay đổi trong dự báo lợi nhuận, MSB

(tỷ đồng)	2022	Dự báo cũ		Dự báo mới		
		2023F	2024F	2023F	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần	8,322	7,958	9,214	8,518	9,629	11,021
Tăng trưởng		(4.4%)	15.8%	2.4%	13.0%	14.5%
Điều chỉnh				7.0%	4.5%	
Tổng thu nhập ngoài lãi	2,372	3,214	3,377	3,291	3,498	4,267
Tăng trưởng		35.5%	5.1%	38.8%	6.3%	22.0%
Điều chỉnh				2.4%	3.6%	
Tổng thu nhập HĐ	10,694	10,562	11,171	11,809	13,127	15,287
Tăng trưởng		(1.2%)	5.8%	10.4%	11.2%	16.5%
Điều chỉnh				11.8%	17.5%	
Chi phí HĐ	(4,428)	(3,700)	(3,756)	(4,400)	(4,523)	(5,230)
Tăng/giảm		(16.4%)	1.5%	(0.6%)	2.8%	15.6%
Điều chỉnh				18.9%	20.4%	
LN trước dự phòng	6,266	6,862	7,596	7,409	8,603	10,057
Tăng trưởng		9.5%	10.7%	18.3%	16.1%	16.9%
Điều chỉnh				8.0%	13.3%	
Chi phí dự phòng	(479)	(758)	(1,228)	(1,298)	(2,126)	(2,334)
Tăng/giảm		58.4%	62.0%	171.3%	63.8%	9.8%
Điều chỉnh				71.3%	73.1%	
LNTT	5,787	6,103	6,367	6,111	6,477	7,723
Tăng trưởng		5.5%	4.3%	5.6%	6.0%	19.2%
Điều chỉnh				0.1%	1.7%	
Lợi nhuận thuần	4,616	4,839	5,049	4,875	5,167	6,178
Tăng trưởng		4.8%	4.3%	5.6%	6.0%	19.6%
Điều chỉnh				0.7%	2.3%	

Nguồn: MSB, HSC

- **Nợ xấu và trích lập dự phòng:** Chất lượng tài sản của MSB sẽ chịu áp lực lớn hơn vì ngành BĐS bước vào pha xuống của chu kỳ cộng với tăng trưởng kinh tế giảm tốc trong năm 2023. Ngoài ra, do trích lập dự phòng thấp trong năm 2022, HSC dự báo chi phí tín dụng năm nay sẽ tăng lên 1% (từ 0,43% trong năm 2022). Theo đó, hệ số LLR dự báo giảm còn 56%, thấp hơn so với bình quân dự báo cho nhóm NHTM tư nhân.

Tóm lại, chúng tôi dự báo LNTT năm 2023 đạt 6.100 tỷ đồng (tăng trưởng 5,6%), thấp hơn 3% so với kế hoạch của Ngân hàng là 6.300 tỷ đồng (tăng trưởng 9%).

Khả năng sáp nhập với PGBank

MSB gần đây đã có bước đi chiến lược khi lấy ý kiến cổ đông về việc áp nhập một NHTM khác với ý định mở rộng quy mô, tương tự như trường hợp sáp nhập NHTMCP Phát triển Mê Kông (MDB) vào năm 2015. Mặc dù có một số ngân hàng nhỏ được xem là mục tiêu tiềm năng, ngân hàng tiềm năng nhất theo tin đồn trên thị trường là PGBank (PGB; không khuyến nghị).

Tin đồn sáp nhập với PGBank không bất ngờ vì: (1) MSB và PGBank là 2 ngân hàng liên kết của TNG Holdings (theo website của TNG); và (2) nhiều thành viên ban lãnh đạo PGBank có mối quan hệ mật thiết với MSB. Ngoài ra, HSC tin rằng động thái thoái vốn gần đây của PLX (Mua vào, giá mục tiêu 45.200đ) khỏi PGBank – PLX đã bán 120 triệu cổ phiếu PGB, tương đương 40% số lượng cổ phiếu lưu hành – ít có khả năng ảnh hưởng đáng kể đến khả năng MSB sáp nhập PGBank trong tương lai.

Dưới đây là những đặc điểm chính của PGBank và một số đánh giá về khả năng sáp nhập:

- **Tổng tài sản:** PGB là một NHTM nhỏ với vốn điều lệ 3.000 tỷ đồng và tổng tài sản 48.991 tỷ đồng, tương đương 23% tổng tài sản của MSB tại thời điểm cuối năm 2022. Trong trường hợp sáp nhập, vị thế của MSB trong ngành ngân hàng vẫn giữ nguyên nhưng Ngân hàng sẽ thu hẹp được khoảng cách với các NHTM có quy mô tương đồng nhất, gồm LPB (về tổng tài sản) và TPB (về tổng tín dụng). Ngoài ra, HSC đánh giá động thái của MSB là tích cực đối với kế hoạch tái cơ cấu ngành ngân hàng của NHNN, và do vậy sẽ được giao hạn mức tín dụng cao hơn so với các NHTM khác. Suy luận này có thêm cơ sở khi hạn mức tín dụng được giao ban

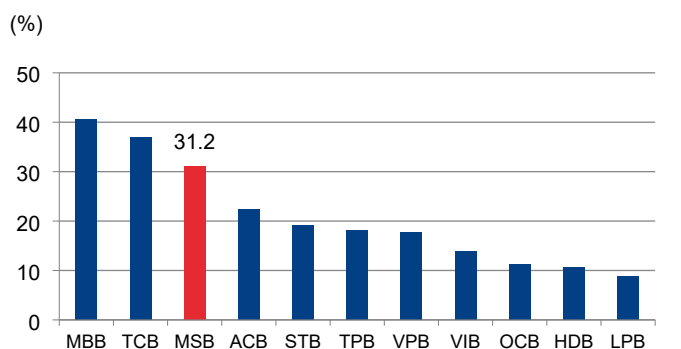
đầu của MSB cho năm 2023 là 13,5% trong khi hầu hết các NHTM khác được giao hạn mức dưới 10%.

- Tiền gửi: PGB có tệp khách hàng hấp dẫn với tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn 17,9% tại thời điểm cuối năm 2022, nghĩa là cao hơn đáng kể so với các NHTM có cùng quy mô (khoảng 9,5%) nhờ có mối quan hệ đối tác chiến lược với Petrolimex. Ngoài ra, hệ số LDR điều chỉnh cũng đang thấp, ở mức 68%, thấp hơn nhiều mức tối đa theo quy định là 85%. HSC cho rằng việc MSB sáp nhập với PGB sẽ không làm ảnh hưởng đến mối quan hệ với Petrolimex và tệp khách hàng gửi tiền, từ đó giúp cải thiện tiền gửi và tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn của MSB.
- Sức khỏe tài chính: PGB có sức khỏe tài chính tương đối lành mạnh ở vị thế của một NHTM quy mô nhỏ, thể hiện qua (1) hệ số CAR 11,5%; cao hơn mức tối thiểu theo quy định là 8%; (2) tỷ lệ nợ/vốn CSH là 9,7 lần, thấp nhất trong số các NHTM tương đồng; và (3) tỷ lệ nợ xấu ở mức vừa phải, là 2,56%; tương đương mức bình quân các NHTM có quy mô tương đồng (gồm VBB: 3,65%, BVV: 3,34%, ABB: 2,88%, SGB: 2,12%, NAB: 1,35% và BAB: 0,53%).
- Tuy nhiên, PGB có 951 tỷ đồng trái phiếu VAMC, trong đó 223 tỷ đồng đã được trích lập dự phòng. Chúng tôi tin rằng việc sáp nhập với PGB có thể làm tăng nợ xấu của MSB nhưng nợ xấu tăng thêm là không quá lớn và trong tầm kiểm soát.

Nói chung, dựa trên phân tích nhanh của HSC, việc sáp nhập với PGB sẽ có lợi cho MSB. Tuy nhiên, chúng tôi chưa đưa tác động từ khả năng sáp nhập vào mô hình định giá MSB vì hiện chưa có thông tin về giá sáp nhập, phương thức sáp nhập cũng như thời gian thực hiện.

Biểu đồ 3: Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn 2022, MSB và nhóm NHTM tư nhân

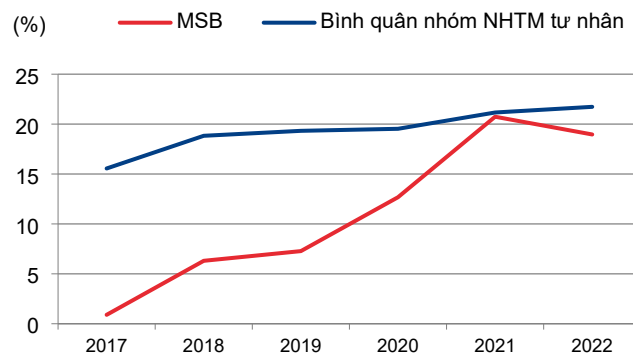
Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn của MSB cao góp phần khiến chi phí huy động ở mức tương đối thấp



Nguồn: MSB, HSC

Biểu đồ 4: ROAE, MSB so với bình quân nhóm NHTM tư nhân

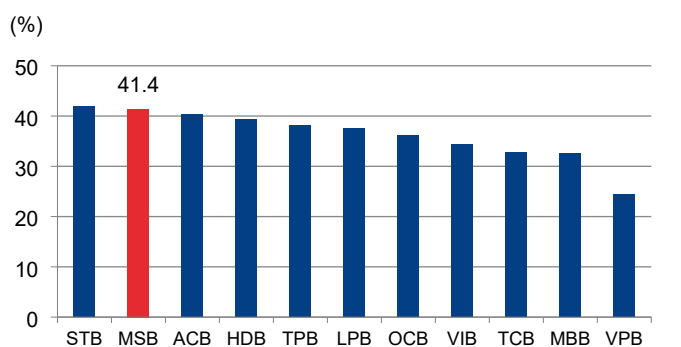
Tỷ lệ ROAE của MBS giảm xuống mức thấp hơn các NHTM tư nhân trong năm 2022



Nguồn: MSB, HSC

Biểu đồ 5: Hệ số CIR năm 2022, MSB và nhóm NHTM tư nhân

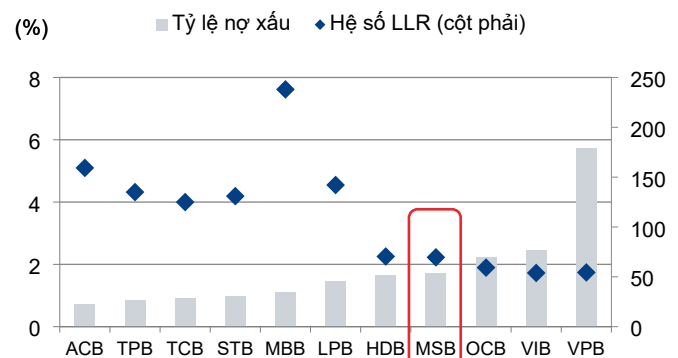
MSB có hệ số CIR thuộc top cao nhất, nhờ chú trọng đầu tư vào ngân hàng số



Nguồn: MSB, HSC

Biểu đồ 6: Tỷ lệ nợ xấu và hệ số LLR năm 2022, MSB và nhóm NHTM tư nhân

MBS có tỷ lệ nợ xấu ở mức TB và hệ số LLR thấp hơn bình quân nhóm NHTM tư nhân



Nguồn: MSB, HSC

Định giá và khuyến nghị

MSB hiện có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,75 lần; thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi niêm yết là 1,12 lần và chiết khấu 20% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. HSC hạ khuyến nghị đối với MSB xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) sau khi giảm 9% giá mục tiêu xuống 14.100đ (tiềm năng tăng giá 14,2%) sau khi sử dụng giả định định giá thận trọng hơn. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2023 của MSB là 0,9 lần, chiết khấu 20% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,15 lần vì Ngân hàng đã đánh mất đà tăng trưởng.

Kết luận và phương pháp định giá

Dựa trên KQKD năm 2022 và những diễn biến gần đây trên thị trường, HSC điều chỉnh các giả định chủ chốt sau:

- Nâng 0,7% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2023 và nâng 2,3% cho năm 2024.
- Giảm giả định hệ số ROE giai đoạn tăng trưởng cao xuống 19% (từ 23% trước đây) vì khả năng sinh lời của MSB đang giảm trong giai đoạn hiện tại sau giai đoạn siêu tăng trưởng trước đó.

Kết quả định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư được trình bày tóm tắt trong Bảng 7 và phân tích độ nhạy đối với các giả định đầu vào chính được trình bày trong Bảng 8.

Bảng 7: Định giá thu nhập thặng dư, MSB

(tỷ đồng)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	Terminal year
LNST	4,875	5,167	6,178	7,098	7,420	7,643
- Chi phí vốn CSH	4,664	5,518	6,422	7,222	8,116	8,360
Lợi nhuận thặng dư	210	(351)	(244)	(124)	(696)	(717)
Giá trị dài hạn của LN thặng dư					(4,942)	
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.00	1.18	1.38	1.62	1.91	
Giá trị hiện tại	210	(299)	(176)	(76)	(2,957)	
Giá mục tiêu 12 tháng (đồng)	14,115					

Nguồn: HSC

Bảng 8: Phân tích độ nhạy, MSB

		Lãi suất phi rủi ro				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
	1.0%	15,651	14,952	14,294	13,673	13,086
	2.0%	15,619	14,892	14,210	13,569	12,965
	3.0%	15,581	14,823	14,115	13,452	12,829
	4.0%	15,538	14,744	14,006	13,317	12,674
	5.0%	15,487	14,651	13,878	13,162	12,496

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu diễn biến kém khả quan trong 1/3 tháng qua, MSB hiện có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,75 lần; thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi niêm yết là 1,12 lần (Biểu đồ 9-10) và chiết khấu 20% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Định giá của MSB vẫn rẻ và chiết khấu định giá của Ngân hàng với nhóm NHTM tư nhân một phần là vì nền tảng căn bản kém hơn (lợi nhuận thuần 3 năm của MSB tăng trưởng với tốc độ CAGR 10% trong khi bình quân nhóm NHTM tư nhân tăng trưởng 15,5%). Ngoài ra, MSB còn chịu rủi ro từ thị trường BDS và TPDN vì tỷ trọng tín dụng dành cho lĩnh vực BDS và TPDN lần lượt là 8,6% và 2%. Tuy nhiên, một điểm sáng ở đây là dấu hiệu tích cực từ xu hướng giảm xuống của lợi suất trái phiếu, từ đó có thể giúp MSB ghi nhận thêm lãi mua bán trái phiếu trong năm nay và đóng góp vào lợi nhuận chung.

Tại giá mục tiêu mới, MSB có P/B dự phóng năm 2023 là 0,9 lần; chiết khấu 20% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân hiện ở mức 1,15 lần.

Biểu đồ 9: P/B trượt dự phóng 1 năm, MSB

MSB hiện có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,75 lần ...



Nguồn: MSB, HSC

Biểu đồ 10: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/B bình quân, MSB ... thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi niêm yết là 1,12 lần

Nguồn: MSB, HSC

Bảng 11: So sánh các NHTM trong hệ thống

NH	Thị giá Đồng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu Đồng	P/B (lần)			ROE (%)			Tăng trưởng EPS (%)		PB tại giá mục tiêu (lần)	
				2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
ACB	24,900	Mua vào	32,300	1.44	1.13	0.91	26.5	24.2	21.6	17.4	11.9	1.47	1.18
BID	46,000	Giảm tỷ trọng	41,700	2.38	1.88	1.66	18.1	18.4	19.6	27.8	14.7	1.71	1.50
CTG	29,550	Mua vào	33,000	1.38	1.23	1.08	17.1	17.8	18.5	17.2	19.4	1.37	1.21
HDB	19,650	Mua vào	23,900	1.28	1.06	0.89	22.9	22.0	21.5	17.3	20.6	1.29	1.08
LPB	15,050	Giảm tỷ trọng	14,400	1.08	0.91	0.78	22.1	19.3	17.4	7.2	7.1	0.87	0.74
MBB	18,500	Mua vào	22,200	1.10	0.90	0.75	21.9	21.0	20.8	5.5	17.0	1.09	0.90
MSB	12,500	Tăng tỷ trọng	14,100	0.94	0.79	0.67	19.0	17.3	16.4	4.3	10.0	0.91	0.77
OCB	16,400	Tăng tỷ trọng	17,100	0.89	0.77	0.67	14.9	14.5	14.7	11.5	17.3	0.80	0.69
STB	25,650	Mua vào	30,500	1.25	1.04	0.83	13.8	22.3	25.3	60.9	46.2	1.24	0.99
TCB	29,600	Mua vào	36,500	0.93	0.78	0.64	19.7	17.2	16.4	5.1	14.7	0.96	0.79
TPB	23,100	Tăng tỷ trọng	25,800	1.13	1.03	0.87	21.0	21.7	21.4	13.2	18.6	1.15	0.97
VCB	91,200	Nắm giữ	95,000	3.13	2.62	1.99	24.2	23.7	21.3	20.5	12.4	2.73	2.08
VIB	21,000	Mua vào	26,400	1.36	1.13	0.93	29.7	27.5	27.4	16.7	20.5	1.42	1.17
VPB	20,900	Mua vào	24,000	1.45	1.14	1.00	20.8	12.0	12.9	(28.8)	37.5	1.31	1.15
Bình quân ngành				1.45	1.20	1.00	20.8	19.9	19.7	14.0	19.1	1.31	1.09
Bình quân các NHTM có vốn nhà nước				2.30	1.91	1.58	20.4	19.6	19.5	21.9	15.5	1.94	1.60
Bình quân các NHTM tư nhân				1.19	0.97	0.83	20.9	19.9	19.6	11.8	20.1	1.15	0.95

Ghi chú: Dữ liệu giá tại ngày 7/4/2023
Nguồn: MSB, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Thu nhập lãi	10,339	13,252	14,521	16,058	17,826
Chi phí lãi	(4,122)	(4,930)	(6,003)	(6,429)	(6,805)
Thu nhập lãi thuần	6,216	8,322	8,518	9,629	11,021
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2,873	1,112	1,548	1,274	1,587
Lãi thuần HĐ KDNH	383	1,000	1,151	920	1,197
Lãi/lỗ từ mua bán CK	352	681	891	802	882
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	102	0.88	1.06	1.06	1.06
Thu nhập khác	663	(423)	(300)	500	600
Tổng thu nhập HĐ	10,588	10,694	11,809	13,127	15,287
Chi phí HĐ	(3,932)	(4,428)	(4,400)	(4,523)	(5,230)
LN trước dự phòng	6,656	6,266	7,409	8,603	10,057
Chi phí dự phòng	(1,568)	(479)	(1,298)	(2,126)	(2,334)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	5,088	5,787	6,111	6,477	7,723
Chi phí thuế TNDN	(1,054)	(1,171)	(1,237)	(1,311)	(1,545)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	4,035	4,616	4,875	5,167	6,178
EPS (đồng)	2,032	3,001	2,437	2,583	3,089
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,986	1,538	2,000	2,000	2,000
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,986	2,000	2,000	2,000	2,000
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,986	2,000	2,000	2,000	2,000

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	1,524	1,394	1,560	1,704	1,859
Tiền gửi tại NHNN	3,057	3,690	3,934	3,724	4,225
Tiền gửi tại các TCTD khác	33,442	39,244	42,426	50,812	64,094
Chứng khoán kinh doanh	23.5	21.7	31.5	25.8	35.5
Các công cụ tài chính phái sinh	0	446	446	446	446
Số dư cho vay thuần	99,876	119,213	137,536	162,748	192,199
Tổng dư nợ cho vay	101,563	120,644	139,014	164,705	194,352
Dự phòng rủi ro	(1,687)	(1,431)	(1,478)	(1,957)	(2,153)
Chứng khoán đầu tư	48,226	31,535	34,098	40,102	46,476
CK đầu tư sẵn sàng để bán	48,257	31,554	34,117	40,122	46,495
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	0	0	0	0	0
Dự phòng rủi ro	(31.4)	(19.3)	(19.3)	(19.3)	(19.3)
Đầu tư dài hạn	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Tài sản cố định	312	383	371	353	318
Tài sản khác	17,196	17,459	16,411	16,083	15,600
Tổng tài sản	203,665	213,394	236,825	276,008	325,262
Nợ phải trả	181,628	186,740	205,297	239,313	282,389
Tiền gửi của NHNN	1,017	1,015	1,169	1,385	1,634
Tiền gửi của các TCTD khác	68,036	50,374	55,606	74,117	87,459
Tổng tiền gửi KH	94,616	117,121	131,145	143,222	169,002
Trái phiếu và CCTG	13,043	11,600	11,816	14,000	16,520
Nợ khác	4,839	6,631	5,561	6,588	7,774
Vốn chủ sở hữu	22,038	26,654	31,529	36,695	42,874
Vốn điều lệ	15,275	19,858	19,858	19,858	19,858
Thặng dư vốn cổ phần	492	33.5	33.5	33.5	33.5
Lợi nhuận giữ lại	4,993	4,866	9,087	13,561	18,911
Quỹ & vốn khác của CSH	1,278	1,897	2,550	3,243	4,072
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	203,665	213,394	236,825	276,008	325,262
BVPS (đồng)	11,098	13,327	15,764	18,348	21,437

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	15.3	4.78	11.0	16.5	17.8
Tăng trưởng cho vay KH (%)	28.0	18.8	15.2	18.5	18.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	8.12	23.8	12.0	9.21	18.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	8.50	19.6	11.1	9.98	18.0
Tăng trưởng VCSH (%)	30.6	20.9	18.3	16.4	16.8
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	28.9	33.9	2.36	13.0	14.5
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	9.65	12.6	(0.64)	2.81	15.6
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	85.1	(5.87)	18.3	16.1	16.9
Tăng trưởng LNTT (%)	102	13.7	5.60	5.99	19.2
Tăng trưởng LN thuần (%)	101	14.4	5.60	5.99	19.6

Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	5.57	5.13	5.25	5.12	5.08
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(2.07)	(2.12)	(1.95)	(1.76)	(1.74)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	88.0	89.8	90.4	91.9	85.5
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.11	1.74	1.86	2.17	2.39
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	15.3	17.5	18.5	19.6	23.3

Chỉ số định giá					
P/E (lần)	6.08	4.12	5.07	4.78	4.00
P/B (lần)	1.11	0.93	0.78	0.67	0.58
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	38.1	43.2	41.3	39.4	40.4
ROAA (%)	2.12	2.21	2.17	2.01	2.06
ROAE (%)	20.7	19.0	16.8	15.1	15.5
Chi phí huy động BQ (%)	2.48	2.76	3.16	2.97	2.68
Lợi suất góp BQ (%)	6.18	7.07	7.14	6.82	6.93
Lợi suất thuần (%)	3.69	4.31	3.97	3.84	4.25
Tỷ lệ NIM (%)	3.71	4.44	4.19	4.09	4.29
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	27.1	10.4	13.1	9.71	10.4
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	58.7	77.8	72.1	73.4	72.1
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	41.3	22.2	27.9	26.6	27.9
Tỷ lệ CIR (%)	37.1	41.4	37.3	34.5	34.2
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-

Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	11.5	12.5	12.3	12.4	12.4
VCSH/Tổng TS (%)	10.8	12.5	13.3	13.3	13.2
Đòn bẩy vốn (lần)	9.24	8.01	7.51	7.52	7.59

Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.74	1.70	1.90	2.10	1.90
Hệ số LLR (%)	95.4	69.6	56.0	56.6	58.3

Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	107	103	106	115	115
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	38.7	28.1	28.0	32.0	32.0
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	49.9	56.5	58.7	59.7	59.8

Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	264	264	264	264	265
Số lượng nhân viên	5,023	6,156	6,353	6,036	6,391

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. 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 có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. 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 tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

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 có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. 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.

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. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính 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.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn