

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

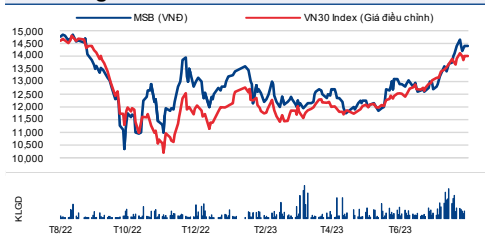
Giá mục tiêu: VNĐ16,300 (từ VNĐ14,100)

Tiềm năng tăng/giảm: 13.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/8/2023)	14,400
Mã Bloomberg	MSB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,350-14,846
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	14,333
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	28,800
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,209
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	13.4	17.6	(0.42)
So với chỉ số	6.06	1.03	2.80
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2023F	2,547	2,388	6.7
2024F	2,753	2,593	6.2
2025F	3,289	3,053	7.7

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

Chuyên viên phân tích

Vũ Thế Quân

Chuyên viên, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
 quan.vthe@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4883

Phạm Liên Hà, CFA

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

Giá vẫn thấp hơn giá trị

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với MSB và nâng 15,6% giá mục tiêu lên 16.300đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận, giảm giả định lãi suất phi rủi ro xuống 4% (từ 5% trước đây) và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2024.
- Chúng tôi nâng bình quân 3% dự báo lợi nhuận năm 2023-2025 sau khi nâng giả định thu nhập lãi thuần. Theo dự báo mới, lợi nhuận 3 năm tăng trưởng với tốc độ CAGR 10,9% (so với 18,8% bình quân nhóm NHTM tư nhân).
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 18% trong 3 tháng qua, hiện MSB có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,81 lần; thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và chiết khấu 17% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Sự kiện: Đánh giá lại triển vọng

MSB đã công bố LNTT 6 tháng đầu năm 2023 tăng 6,4% so với cùng kỳ. Kế hoạch tăng trưởng cả năm là 8,9%. HSC ước tính lợi nhuận 6 tháng đầu năm 2023 bao gồm 250 tỷ đồng phí bancassurance trả trước. Nếu loại bỏ khoản thu nhập không thường xuyên này, LNTT 6 tháng đầu năm 2023 sẽ giảm 1,1% so với cùng kỳ. So với dự báo trước đây của chúng tôi, tín dụng và thu nhập ngoài lãi đạt kết quả tốt hơn trong khi chất lượng tài sản và chi phí dự phòng đạt kết quả kém hơn.

HSC tin rằng MSB có thể đạt được kế hoạch đề ra cho cả năm nhờ triển vọng ngành ngân hàng đã cải thiện nhiều từ lần cập nhật gần nhất của chúng tôi. Lãi suất tiền gửi đã giảm đáng kể kể từ cuối tháng 3/đầu tháng 4, từ đó tạo ra môi trường thuận lợi hơn cho HĐKD cốt lõi của các NHTM: 1) nhu cầu tín dụng tăng nhờ lãi suất cho vay giảm, 2) tỷ lệ NIM cải thiện nhờ chi phí huy động giảm và 3) chất lượng tài sản được nâng cao nhờ áp lực lãi suất đối với khách hàng giảm.

Tác động: Nâng dự báo cho năm 2023-2025, lợi nhuận 3 năm tăng trưởng với tốc độ CAGR 10,9%

HSC nâng 4,5% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2023, nâng 1,7% cho năm 2024 và nâng 1,8% cho năm 2025. Chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận chủ yếu vì nâng giả định thu nhập lãi thuần. Nói chung, theo dự báo mới – cao hơn 7% so với bình quân thị trường – lợi nhuận thuần 3 năm tăng trưởng với tốc độ CAGR 10,9%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 18% trong 3 tháng qua, hiện MSB có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,81 lần – thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi niêm yết và chiết khấu 17% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Sau khi nâng dự báo lợi nhuận, hạ giả định lãi suất phi rủi ro trong mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2024, HSC nâng giá mục tiêu lên 16.300đ, tương đương tiềm năng tăng giá 15,6% và P/B dự phóng năm 2023 là 1,03 lần. Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. Tiềm năng vượt dự báo lợi nhuận và giá mục tiêu của chúng tôi nằm ở: bán thành công công ty tài chính tiêu dùng FCCOM và chất lượng tài sản tốt hơn dự báo.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 15/8.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	6,216	8,322	8,984 ▲	10,203 ▲	11,664 ▲
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	6,656	6,266	8,088 ▲	8,864	10,405
LN thuần (tỷ đồng)	4,035	4,616	5,095	5,506 ▲	6,579 ▲
EPS (đồng)	2,032	2,325	2,547	2,753 ▲	3,289 ▲
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	11,357	13,423	15,911	18,517	21,662
P/E (lần)	7.09	6.19	5.65	5.23	4.38
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.27	1.07	0.91	0.78	0.66
Tăng trưởng EPS (%)	90.1	14.4	9.58	8.07	19.5
ROAE (%)	20.7	19.0	17.4	16.0	16.4

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

Tăng trưởng tín dụng cao hơn kỳ vọng nhưng chất lượng tài sản kém hơn dự báo

Với KQKD tích cực 6 tháng đầu năm 2023, HSC cho rằng MSB sẽ đạt kế hoạch LNTT tăng trưởng 8,9% cho năm 2023 nhờ triển vọng ngành ngân hàng cải thiện trên cơ sở mặt bằng lãi suất giảm. HSC nâng bình quân 3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2023-2025. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần 3 năm tăng trưởng với tốc độ CAGR 10,9% (so với mức 18,8% bình quân nhóm NHTM tư nhân). Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Nâng dự báo lợi nhuận sau khi nâng giả định thu nhập lãi thuần

Sau khi đánh giá (1) KQKD 6 tháng đầu năm 2023, (2) diễn biến lãi suất và (3) phát biểu của ban lãnh đạo tại hội nghị về KQKD Q2/2023 tổ chức gần đây, HSC nâng 4,5% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2023, nâng 1,7% cho năm 2024 và nâng 1,8% cho năm 2025. Những điều chỉnh chính trong giả định của chúng tôi bao gồm:

- **Nâng giả định tăng trưởng tín dụng** cho năm 2023 lên 17,8% từ 15% trong dự báo trước đây trong khi duy trì giả định tăng trưởng tín dụng cho năm 2024-2025 ở mức khoảng 18%. MSB đã sử dụng hết hạn mức tăng trưởng tín dụng được giao ban đầu là 13,5% trong 6 tháng đầu năm 2023 và mới được NHNN giao hạn mức mới là 17,8% vào đầu tháng 7. Trong hội nghị về KQKD Q2/2023 tổ chức gần đây, ban lãnh đạo cho biết tại thời điểm cuối tháng 7, tín dụng đã tăng 15,8% so với đầu năm và nhiều khả năng sẽ sử dụng hết hạn mức mới được giao trong Q3/2023.

Cho vay khách hàng tăng mạnh trong 6 tháng đầu năm 2023 chủ yếu nhờ cho vay doanh nghiệp lớn/doanh nghiệp quy mô trung bình-lớn (tăng 27,9% so với đầu năm và đóng góp 45,3% vào tổng cho vay khách hàng). Trong khi đó, cho vay KHCN/DNNVV tăng trưởng thấp hơn, lần lượt tăng 7,6%/4,7% so với so với đầu năm và đóng góp 29,1%/25,6% vào tổng dư nợ cho vay.

Trong cơ cấu cho vay KHCN, hai sản phẩm cho vay chính là cho vay mua nhà và cho vay tiêu dùng tăng trưởng tích cực, lần lượt tăng 7,1%/8,3% so với đầu năm và đóng góp 16,2%/4,7% vào tổng dư nợ cho vay. Trong cơ cấu cho vay khách hàng doanh nghiệp lớn, tăng trưởng chủ yếu đến từ cho vay lĩnh vực hàng tiêu dùng nhanh, nguyên vật liệu và xây dựng (lần lượt tăng 58,9%/56%/23,2% so với đầu năm và đóng góp 12,5%/5,1%/9,4% vào dư nợ cho vay).

- **Chỉnh nhẹ giả định tỷ lệ NIM** cho năm 2023-2025 sang 4,15%/4,20%/4,15%; thấp hơn 4 điểm cơ bản/cao hơn 11 điểm cơ bản/thấp hơn 14 điểm cơ bản so với dự báo trước đây. Giống như nhiều NHTM khác, tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn của MSB đã tăng trong Q2/2023 (tăng 1,6 điểm phần trăm so với quý trước) sau khi giảm đáng kể 15,6 điểm phần trăm trong giai đoạn Q4/2022-Q1/2023. Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn ổn định ở mặt bằng cao hơn sẽ hỗ trợ tỷ lệ NIM trong những quý tới.

Tiền gửi huy động ở lãi suất cao trong Q4/2022 sẽ bắt đầu đáo hạn vào nửa cuối năm và được thay thế bằng nguồn tiền gửi lãi suất thấp hơn. Hệ số LDR của MSB tại thời điểm cuối Q2/2023 là 68,3%. Vì đã sử dụng gần hết hạn mức tín dụng được giao trong 6 tháng đầu năm 2023 nên MSB không nhiều có áp lực huy động vốn.

Điều quan trọng là lãi suất tiền gửi của MSB đã giảm đáng kể trong những tháng gần đây với lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng hiện ở mức 5,6%; thấp nhất trong số 18 NHTM HSC theo dõi. Nhờ lãi suất tiền gửi giảm mạnh, nên chúng tôi tin rằng chi phí huy động và tỷ lệ NIM của Ngân hàng sẽ ổn định hay có thể còn cải thiện một chút trong nửa cuối năm 2023.

MSB thấy rằng tỷ lệ NIM thực hiện trong 6 tháng đầu năm 2023 cao hơn kế hoạch nội bộ của Ngân hàng và thu nhập lãi thuần tháng 7 tăng 10% so với tháng 6.

- **Hạ 13,1%/7,6%/18,3% giả định lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối** cho năm 2023-2025 xuống còn 1.000/850/978 tỷ đồng. Mặc dù thận trọng hơn trong giả định của mình, HSC đánh giá cao kết quả kinh doanh mảng này vì đây là nguồn đóng góp quan trọng vào tổng thu nhập HĐ và lợi nhuận của MSB. Chẳng hạn, lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối 12 tháng gần nhất của MSB đạt 904 tỷ đồng, lần lượt

đóng góp 7,6%/15,1% vào tổng thu nhập HĐ/LNTT của Ngân hàng, thuộc nhóm cao nhất trong số các NHTM chúng tôi khuyến nghị.

Lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối tháng 7 của MSB tiếp tục ở mức cao, đạt 226 tỷ đồng, theo đó lũy kế 7 tháng đầu năm 2023 cao hơn 55 tỷ đồng so với 7 tháng đầu năm 2022. Ban lãnh đạo kỳ vọng Ngân hàng có thể đạt ngang hoặc vượt KQKD năm 2022 trong năm nay (HSC thiên về khả năng ngang với KQKD năm 2022).

- **Giảm 63-64% giá định lãi mua bán trái phiếu** năm 2023-2025 xuống còn 324/291/329 tỷ đồng vì kết quả thực hiện 6 tháng đầu năm 2023 tương đối kém (chỉ đạt 223 tỷ đồng, giảm 66% so với cùng kỳ) mặc dù số dư TPCP đã giảm 25% so với quý trước xuống mức thấp của nhiều năm là 13,6 nghìn tỷ đồng. HSC cho rằng lợi suất TPCP sẽ ít có khả năng tiếp tục giảm mạnh từ mặt bằng hiện tại, từ đó hạn chế khả năng ghi nhận lợi nhuận từ hoạt động mua bán trái phiếu.
- **Giá định thu nhập khác** năm 2023 đạt 467 tỷ đồng so với dự báo thận trọng trước đây là lỗ khác 300 tỷ đồng. MSB đã ghi nhận lỗ khác trong năm 2022 do bán tài sản đảm bảo liên quan đến các khoản nợ tồn đọng từ trước.

Quá trình xử lý tài sản đảm bảo tồn đọng sẽ tiếp tục diễn ra vì số dư tài sản gán nợ vẫn giữ nguyên so với đầu năm ở mức 2,16 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q2/2023 (1,79 nghìn tỷ đồng tàu biển và khoảng 375 tỷ đồng hàng hóa). MSB đã phải ghi nhận lỗ khi bán các tài sản đảm bảo này nhưng đổi lại sẽ gia tăng tài sản sinh lãi. Hiện HSC chưa thể ước tính được các khoản lỗ/thời gian ghi nhận lỗ nếu có khi bán các tài sản trên, nên không đưa vào mô hình dự báo. Thay vào đó, giả định thu nhập khác chủ yếu gồm thu nhập từ thu hồi nợ xấu ở mức 408 tỷ đồng (bằng 0,3% dư nợ cho vay bình quân).

- **Nâng 32% giá định chi phí dự phòng** cho năm 2023 vì tỷ lệ nợ nhóm 2 và tỷ lệ nợ xấu cao hơn 80-100 điểm cơ bản so với dự báo trong 6 tháng đầu năm 2023, nhưng giảm 3-4% giá định cho năm 2024-2025.

Tuy nhiên, chúng tôi thấy đã có những diễn biến tích cực ở tình hình tài chính của 2 khách hàng doanh nghiệp gặp khó khăn của MSB là NVL (Bán ra, giá mục tiêu 7.600đ) và HBC (không khuyến nghị). Tại thời điểm cuối Q2/2023, tín dụng của MSB dành cho NVL và HBC lần lượt là 1.550/608 tỷ đồng, bằng 1,1%/0,4% tổng tín dụng. Các khoản vay này hiện được MSB phân loại vào nợ nhóm 2.

HSC trình bày các thay đổi dự báo và giả định chủ chốt cho năm 2023-2025 trong Bảng 1-2. Trong khi đó, Bảng, Biểu đồ 3-12 trình bày các số liệu chính khác làm cơ sở cho quan điểm của HSC về MSB.

Bảng 1: Các giả định chính, MSB

Điều chỉnh các giả định chính gồm nâng giả định tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ nợ xấu giai đoạn 2023-2025, cũng như nâng giả định chi phí tín dụng năm 2023

	2022A	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
Tăng trưởng tín dụng	17.80%	15.0%	18.0%	18.0%	17.8%	18.0%	18.1%
Tăng trưởng tiền gửi	23.78%	12.0%	9.2%	18.0%	11.6%	18.3%	18.3%
Tỷ lệ NIM	4.49%	4.19%	4.09%	4.29%	4.15%	4.20%	4.15%
Tỷ lệ nợ xấu	1.70%	1.90%	2.10%	1.90%	2.79%	2.40%	1.93%
Chi phí tín dụng	0.45%	1.00%	1.40%	1.30%	1.27%	1.32%	1.23%
Nợ xấu mới hình thành	0.93%	1.32%	1.50%	1.22%	2.07%	1.24%	1.00%

Nguồn: HSC, HSC

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

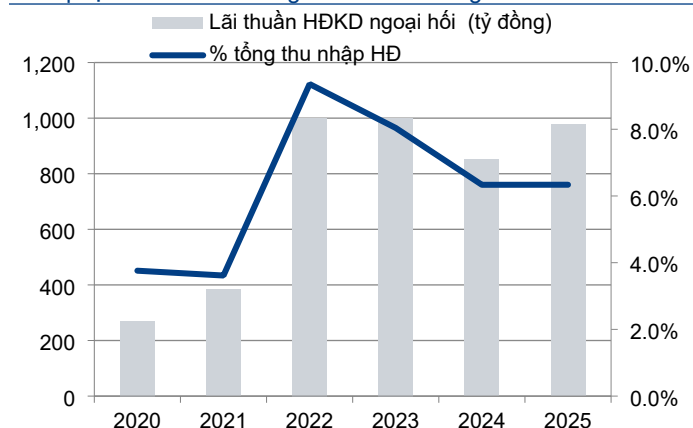
Nâng bình quân 2,7% lợi nhuận thuần giai đoạn 2023-2025, CAGR 3 năm là 10,9%

(tỷ đồng)	2022A	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần	8,322	8,518	9,629	11,021	8,984	10,203	11,664
Tăng trưởng		2.4%	13.0%	14.5%	8.0%	13.6%	14.3%
Điều chỉnh					5.5%	6.0%	5.8%
Tổng thu nhập ngoài lãi	2,372	3,291	3,498	4,267	3,458	3,215	3,761
Tăng trưởng		38.8%	6.3%	22.0%	45.8%	(7.0%)	17.0%
Điều chỉnh					5.1%	(8.1%)	(11.8%)
Tổng thu nhập HĐ	10,694	11,809	13,127	15,287	12,442	13,418	15,425
Tăng trưởng		10.4%	11.2%	16.5%	16.3%	7.8%	15.0%
Điều chỉnh					5.4%	2.2%	0.9%
Chi phí HĐ	(4,428)	(4,400)	(4,523)	(5,230)	(4,354)	(4,804)	(5,308)
Tăng/giảm		(0.6%)	2.8%	15.6%	(1.7%)	10.3%	10.5%
Điều chỉnh					(1.0%)	6.2%	1.5%
LN trước dự phòng	6,266	7,409	8,603	10,057	8,088	8,614	10,118
Tăng trưởng		18.3%	16.1%	16.9%	29.1%	6.5%	17.5%
Điều chỉnh					9.2%	0.1%	0.6%
Chi phí dự phòng	(479)	(1,298)	(2,126)	(2,334)	(1,715)	(2,044)	(2,254)
Tăng/giảm		171.3%	63.8%	9.8%	258.5%	19.1%	10.3%
Điều chỉnh					32.1%	(3.9%)	(3.4%)
LNTT	5,787	6,111	6,477	7,723	6,373	6,570	7,864
Tăng trưởng		5.6%	6.0%	19.2%	10.1%	3.1%	19.7%
Điều chỉnh					4.3%	1.4%	1.8%
Lợi nhuận thuần	4,616	4,875	5,167	6,178	5,095	5,256	6,291
Tăng trưởng		5.6%	6.0%	19.6%	10.4%	3.2%	19.7%
Điều chỉnh					4.5%	1.7%	1.8%

Nguồn: HSC, HSC

Biểu đồ 3: Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối (tỷ đồng), MSB

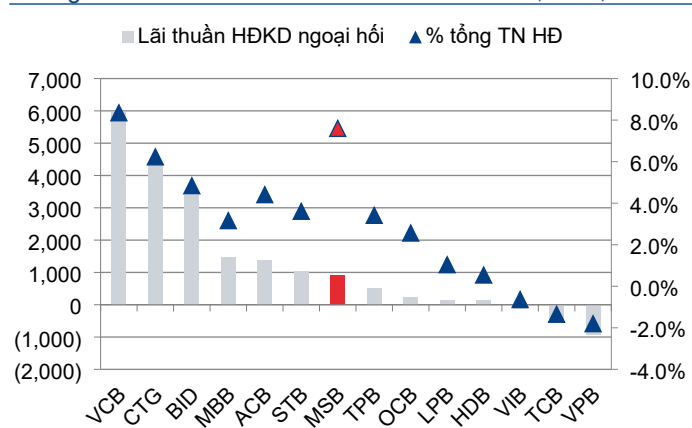
Chúng tôi kỳ vọng Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối sẽ tiếp tục ở mức cao trong 2023 trước khi giảm năm 2024-2025



Nguồn: HSC, HSC

Biểu đồ 4: Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối trong 12 tháng qua (tỷ đồng), MSB và các NHTM khác

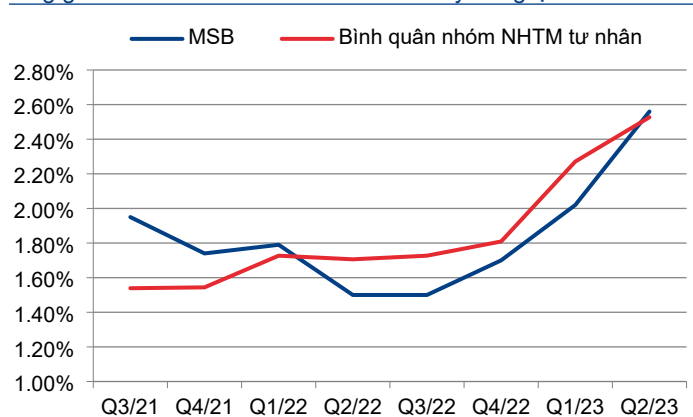
Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối của MSB tương đương với các NHTM tư nhân lớn khác như MBB, ACB, và STB



Nguồn: HSC, HSC

Biểu đồ 5: Tỷ lệ nợ xấu, MSB và các NHTM tư nhân HSC khuyến nghị

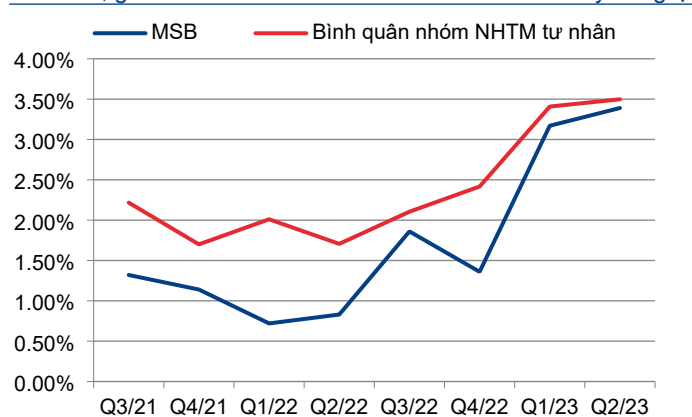
MSB có tỷ lệ nợ xấu trong Q2/2023 cao hơn so với quý trước, và tăng gần với các NHTM tư nhân HSC khuyến nghị



Ghi chú: 10 NHTM tư nhân HSC khuyến nghị – ACB, HDB, LPB, MBB, MSB, STB, TCB, TPB, VIB, và VPB.
Nguồn: HSC, HSC

Biểu đồ 6: Tỷ lệ nợ nhóm 2, MSB và các NHTM tư nhân HSC khuyến nghị

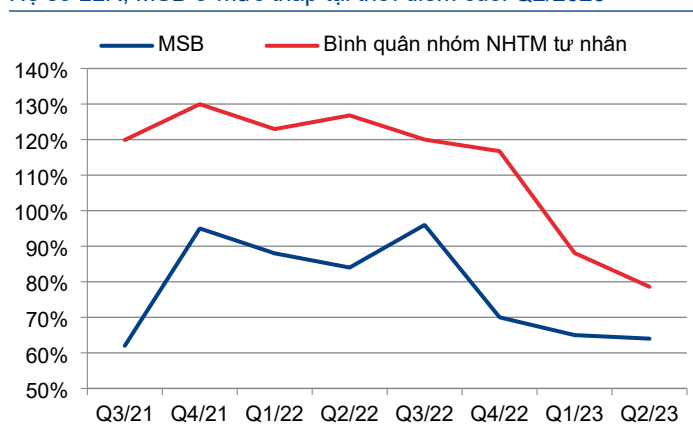
Tỷ lệ nợ nhóm 2 của MSB tiếp tục có xu hướng tăng trong Q2/2023, gần như sát với các NHTM tư nhân HSC khuyến nghị



Nguồn: HSC, HSC

Biểu đồ 7: Hệ số LLR, MSB và các NHTM tư nhân HSC khuyến nghị

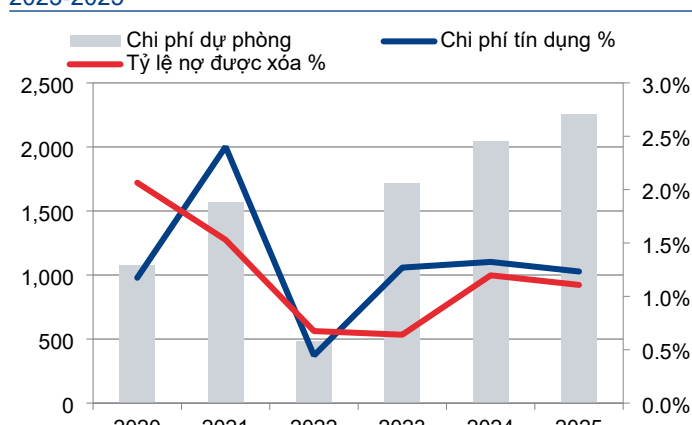
Hệ số LLR, MSB ở mức thấp tại thời điểm cuối Q2/2023



Nguồn: HSC, HSC

Biểu đồ 8: Chi phí tín dụng và tỷ lệ nợ được xóa, MSB

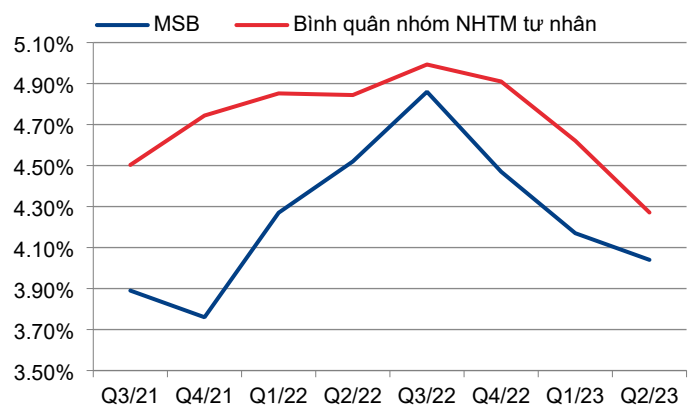
Chúng tôi kỳ vọng chi phí dự phòng cao hơn đáng kể trong năm 2023-2025



Nguồn: HSC, HSC

Biểu đồ 9: Tỷ lệ NIM theo quý, MSB và các NHTM tư nhân HSC khuyến nghị

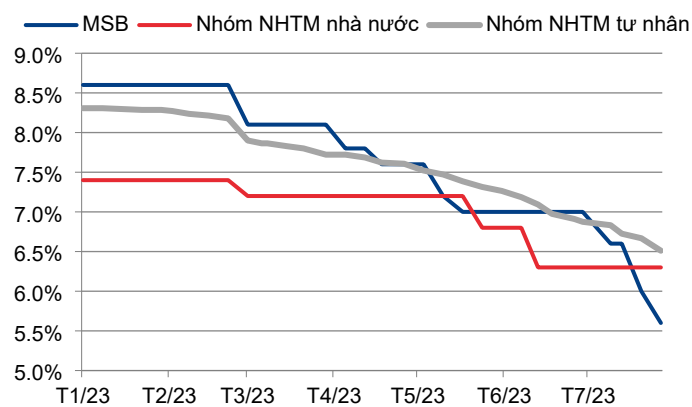
Tỷ lệ NIM của MSB tiếp tục giảm trong Q2/2023 như các NHTM tư nhân khác



Nguồn: HSC, HSC

Biểu đồ 10: Tiền gửi kỳ hạn 12 tháng, MSB và các NHTM tư nhân HSC khuyến nghị

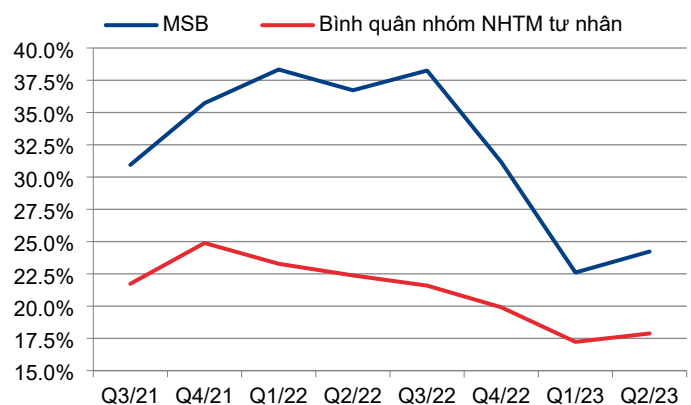
Tỷ lệ NIM của MSB sẽ được cải thiện trong nửa cuối năm nhờ lãi suất huy động giảm so với đầu năm



Nguồn: Bank websites, HSC

Biểu đồ 11: Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn, MSB và các NHTM tư nhân HSC khuyến nghị

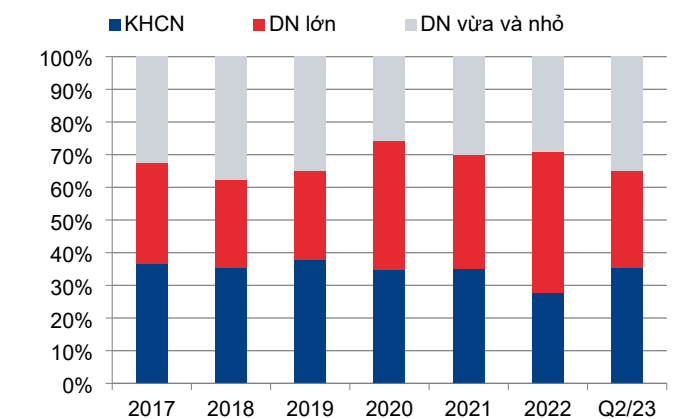
Tỷ lệ CASA của MSB phục hồi nhẹ trong Q2/2023 và duy trì ở mức cao hơn đáng kể so với bình quân nhóm NHTM tư nhân



Nguồn: HSC, HSC

Biểu đồ 12: Cơ cấu tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn theo mảng khách hàng

Dưới 40% tiền gửi không kỳ hạn của MSB đến từ khách hàng cá nhân trong khi phần lớn đến từ khách hàng doanh nghiệp



Nguồn: HSC, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với MSB và nâng 15,6% giá mục tiêu lên 16.300đ (tiềm năng tăng giá 15,6%) sau khi nâng dự báo lợi nhuận, giảm giá định lãi suất phi rủi ro trong mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư xuống 4% từ 5% trước đây và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2024. Sau khi giá tăng gần đây, hiện MSB có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,81 lần; thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi niêm yết và chiết khấu 17% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC nâng 15,6% giá mục tiêu lên 16.300đ (tiềm năng tăng giá 15,6%) sau khi điều chỉnh các giả định định giá sau:

- Lần lượt nâng 4,5%/1,7%/1,8% dự báo lợi nhuận cho năm 2023-2025.
- Giảm giá định lãi suất phi rủi ro trong mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư xuống 4% từ 5% trước đây.
- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2024.

Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2023 là 1,03 lần và hệ số ROE bình quân 3 năm là 16,1% (so với 19,8% bình quân nhóm NHTM tư nhân) và tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm của lợi nhuận là 10,9% (so với 18,8% bình quân nhóm NHTM tư nhân).

Kết quả định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư của HSC được trình bày trong Bảng 11. Đồng thời, chúng tôi trình bày phân tích độ nhạy đối với các giả định định giá đầu vào chính trong Bảng 12.

Bảng 13: Định giá thu nhập thặng dư, MSB

(tỷ đồng) nếu không có ghi chú khác	2023	2024	2025	Terminal year
LNST	5.095	5.256	6.291	6.103
- Chi phí vốn CSH	4.505	5.370	6.259	6.446
Lợi nhuận thặng dư	590	(114)	33	(343)
Giá trị dài hạn của LN thặng dư			(2.470)	
Chi phí vốn CSH tích lũy	1,00	1,17	1,37	
Giá trị hiện tại	590	(98)	(1.783)	
Giá mục tiêu 12 tháng (đồng)	16.300			

Nguồn: HSC

Bảng 14: Phân tích độ nhạy, MSB

Tốc độ tăng trưởng dài hạn		Lãi suất phi rủi ro				
		3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
	8,0%	18.800	18.000	17.200	16.600	15.900
	9,0%	18.300	17.500	16.800	16.100	15.500
	10,0%	17.800	17.000	16.300	15.700	15.000
	11,0%	17.300	16.600	15.900	15.200	14.600
	12,0%	16.900	16.100	15.400	14.800	14.200

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

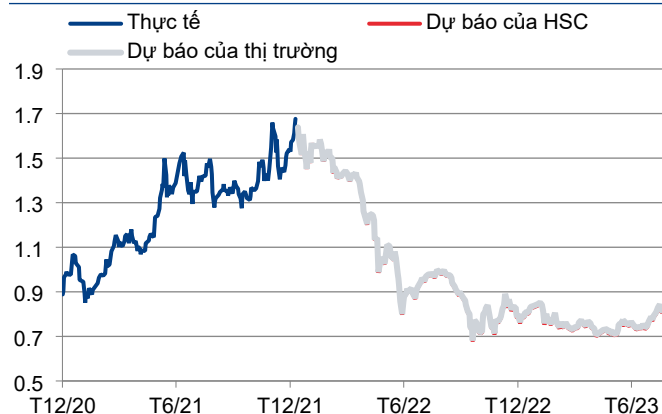
Triển vọng ngắn hạn của ngành đã tích cực hơn, thể hiện ở sự tăng giá mạnh của cổ phiếu ngân hàng trong những tháng gần đây, trong đó có MSB. Hiện MSB có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,81 lần; thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi niêm yết (Biểu đồ 15-16) và chiết khấu 17% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Mặc dù đánh giá cổ phiếu MSB vẫn bị định giá thấp, HSC thấy rằng chiết khấu định giá của Ngân hàng đối với bình quân nhóm NHTM tư nhân một phần là vì tỷ trọng tín dụng dành cho lĩnh vực BĐS (đang trong xu hướng suy thoái) của MSB cao. Và một lý do khác nữa là lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối và lãi mua bán trái phiếu (đóng góp đáng kể vào lợi nhuận của MSB trong những quý gần đây) khó dự báo.

Tuy nhiên, MSB có lợi thế chi phí huy động thấp với tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn cao (cao thứ 3 trong số các NHTM HSC khuyến nghị), tạo điều kiện để Ngân hàng duy trì được tốc độ tăng trưởng tín dụng cao trong trung hạn.

Biểu đồ 15: P/B trượt dự phóng 1 năm, MSB

Hiện MSB có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,81 lần ...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 16: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/B bình quân, MSB

...thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân 1,07 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 17: So sánh các NHTM trong hệ thống (dữ liệu ngày 08/15/23)

NH	Thị giá Đồng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu Đồng	P/B (lần)			ROE (%)			Tăng trưởng EPS (%)		PB tại giá mục tiêu (lần)	
				2022	2023	2024	2022	2023	2024	2023	2024	2023	2024
ACB	22.850	Mua vào	28.087	1,52	1,24	1,01	26,5	24,8	22,7	17,7	12,3	1,52	1,24
BID	47.000	Nắm giữ	46.300	2,43	1,93	1,69	18,1	18,4	19,6	26,8	24,8	1,90	1,67
CTG	32.400	Mua vào	36.500	1,45	1,27	1,10	16,7	16,5	16,7	12,6	17,4	1,43	1,24
HDB	17.050	Mua vào	21.391	1,27	1,12	0,97	22,9	22,0	21,5	13,5	18,9	1,40	1,21
LPB	18.900	Nắm giữ	17.000	1,36	1,13	0,97	22,1	18,8	15,0	(2,7)	8,6	1,01	0,87
MBB	18.950	Mua vào	23.652	1,30	1,05	0,86	21,9	21,0	20,8	14,5	15,4	1,31	1,07
MSB	14.100	Tăng tỷ trọng	16.300	1,06	0,89	0,76	18,9	17,4	15,2	4,5	8,1	1,03	0,88
OCB	19.550	Tăng tỷ trọng	20.200	1,06	0,90	0,78	15,1	16,1	14,8	24,1	7,7	0,93	0,80
STB	31.500	Tăng tỷ trọng	31.100	1,54	1,27	1,01	13,8	22,3	25,3	60,9	55,2	1,26	1,00
TCB	34.050	Mua vào	40.000	1,07	0,91	0,76	19,7	15,6	15,7	(5,4)	19,5	1,07	0,89
TPB	19.000	Tăng tỷ trọng	19.600	1,30	1,20	1,01	21,5	19,8	21,3	6,1	22,5	1,24	1,04
VCB	88.900	Tăng tỷ trọng	97.375	3,60	3,02	2,26	24,2	23,7	21,3	19,9	13,8	3,31	2,47
VIB	20.600	Tăng tỷ trọng	23.400	1,60	1,33	1,09	29,7	27,5	27,4	15,1	22,7	1,51	1,24
VPB	22.000	Mua vào	24.000	1,53	1,20	1,06	20,8	12,0	12,9	(28,8)	37,5	1,31	1,15
Bình quân ngành				1,62	1,35	1,12	20,8	19,7	19,3	12,8	20,3	1,44	1,20
Bình quân các NHTM có vốn nhà nước				2,49	2,07	1,68	20,4	19,3	19,0	19,8	18,7	2,21	1,79
Bình quân các NHTM tư nhân				1,35	1,11	0,95	21,0	19,7	19,2	10,9	20,8	1,24	1,04

Nguồn: 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	19,197	19,391	21,660
Chi phí lãi	(4,122)	(4,930)	(10,213)	(9,187)	(9,996)
Thu nhập lãi thuần	6,216	8,322	8,984	10,203	11,664
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2,873	1,112	1,667	1,707	2,013
Lãi thuần HĐ KDNH	383	1,000	1,000	850	978
Lãi/lỗ từ mua bán CK	352	681	324	291	329
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	102	0.88	0	0	0
Thu nhập khác	663	(423)	467	617	729
Tổng thu nhập HĐ	10,588	10,694	12,442	13,668	15,713
Chi phí HĐ	(3,932)	(4,428)	(4,354)	(4,804)	(5,308)
LN trước dự phòng	6,656	6,266	8,088	8,864	10,405
Chi phí dự phòng	(1,568)	(479)	(1,715)	(2,044)	(2,254)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	5,088	5,787	6,373	6,820	8,152
Chi phí thuế TNDN	(1,054)	(1,171)	(1,278)	(1,314)	(1,573)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	4,035	4,616	5,095	5,506	6,579
EPS (đồng)	2,032	2,325	2,547	2,753	3,289
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,986	1,986	2,000	2,000	2,000
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,940	1,986	1,997	2,000	2,000
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,940	1,986	1,997	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	1,187	1,374	1,592
Tiền gửi tại NHNN	3,057	3,690	4,575	5,412	6,401
Tiền gửi tại các TCTD khác	33,442	39,244	52,029	57,068	62,564
Chứng khoán kinh doanh	23.5	21.7	22.1	25.0	28.2
Các công cụ tài chính phái sinh	0	446	0	0	0
Số dư cho vay thuần	99,876	119,213	140,662	166,614	197,313
Tổng dư nợ cho vay	101,563	120,644	142,940	169,086	200,014
Dự phòng rủi ro	(1,687)	(1,431)	(2,277)	(2,472)	(2,701)
Chứng khoán đầu tư	48,226	31,535	26,911	30,410	34,364
CK đầu tư sẵn sàng để bán	48,257	31,554	26,934	30,436	34,393
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	0	0	0	0	0
Dự phòng rủi ro	(31.4)	(19.3)	(22.9)	(25.9)	(29.3)
Đầu tư dài hạn	10.0	10.0	10.3	12.0	13.8
Tài sản cố định	312	383	358	415	480
Tài sản khác	17,196	17,459	18,937	21,921	25,396
Tổng tài sản	203,665	213,394	244,691	283,250	328,152
Nợ phải trả	181,628	186,740	212,914	246,216	284,828
Tiền gửi của NHNN	1,017	1,015	1,013	1,013	1,013
Tiền gửi của các TCTD khác	68,036	50,374	66,315	73,200	80,799
Tổng tiền gửi KH	94,616	117,121	130,709	154,617	182,899
Trái phiếu và CCTG	13,043	11,600	8,516	10,352	12,582
Nợ khác	4,839	6,631	6,283	6,957	7,457
Vốn chủ sở hữu	22,038	26,654	31,777	37,034	43,325
Vốn điều lệ	15,275	19,858	20,000	20,000	20,000
Thặng dư vốn cổ phần	492	33.5	33.5	33.5	33.5
Lợi nhuận giữ lại	4,993	4,866	9,125	14,381	20,672
Quỹ & vốn khác của CSH	1,278	1,897	2,619	2,619	2,619
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	203,665	213,394	244,691	283,250	328,152
BVPS (đồng)	11,357	13,423	15,911	18,517	21,662

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	14.7	15.8	15.9
Tăng trưởng cho vay KH (%)	28.0	18.8	18.5	18.3	18.3
Tăng trưởng huy động KH (%)	8.12	23.8	11.6	18.3	18.3
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	8.50	19.6	8.16	18.5	18.5
Tăng trưởng VCSH (%)	30.6	20.9	19.2	16.5	17.0
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	28.9	33.9	7.96	13.6	14.3
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	9.65	12.6	(1.67)	10.3	10.5
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	85.1	(5.87)	29.1	9.59	17.4
Tăng trưởng LNTT (%)	102	13.7	10.1	7.02	19.5
Tăng trưởng LN thuần (%)	101	14.4	10.4	8.07	19.5

Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	5.57	5.13	5.43	5.18	5.14
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(2.07)	(2.12)	(1.90)	(1.82)	(1.74)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	89.3	91.6	92.1	92.5	92.5
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.04	1.69	1.79	1.79	1.87
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	15.3	17.6	19.2	20.6	24.5

Chỉ số định giá					
P/E (lần)	7.09	6.19	5.65	5.23	4.38
P/B (lần)	1.27	1.07	0.91	0.78	0.66
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	40.9	40.3	41.9
ROAA (%)	2.12	2.21	2.22	2.09	2.15
ROAE (%)	20.7	19.0	17.4	16.0	16.4
Chi phí huy động BQ (%)	2.48	2.76	5.28	4.12	3.87
Lợi suất góp BQ (%)	6.09	6.94	9.10	7.94	7.66
Lợi suất thuần (%)	3.60	4.18	3.81	3.82	3.79
Tỷ lệ NIM (%)	3.66	4.36	4.26	4.18	4.13
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	27.1	10.4	13.4	12.5	12.8
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	58.7	77.8	72.2	74.7	74.2
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	41.3	22.2	27.8	25.3	25.8
Tỷ lệ CIR (%)	37.1	41.4	35.0	35.1	33.8
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-

Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	11.5	12.3	11.6	11.4	11.3
VCSH/Tổng TS (%)	10.8	12.5	13.0	13.1	13.2
Đòn bẩy vốn (lần)	9.24	8.01	7.70	7.65	7.57

Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.74	1.70	2.79	2.40	1.93
Hệ số LLR (%)	95.4	69.6	57.1	60.9	70.0

Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	107	103	109	109	109
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	38.7	28.1	32.3	30.7	29.2
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	49.9	56.5	58.4	59.7	61.0

Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	263	263	265	267	269
Số lượng nhân viên	5,190	6,317	6,949	7,644	8,408

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