

Mua vào (giữ nguyên)

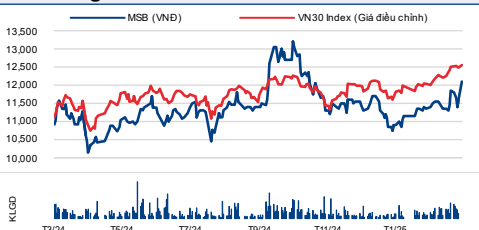
Giá mục tiêu: VNĐ15,300 (từ VNĐ14,900)

Tiềm năng tăng/giảm: 26.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/3/2025)	12,100
Mã Bloomberg	MSB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,153-13,200
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	11,700
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	31,460
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,232
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,600
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	780
Slg CP NN được mua (tr.đv)	64.7
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	27.5%
Tỷ lệ freefloat	74.1%
Cổ đông lớn	VNPT (6.05%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	6.14	5.68	7.01
So với chỉ số	1.51	0.58	(3.61)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2025F	2,343	1,929	21.5
2026F	2,271	2,124	7.0
2027F	2,487	2,349	5.8

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

Nguyễn Bảo Ngọc

Chuyên Viên, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
 ngoc.nguyenbao@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4869

Phạm Liên Hà, CFA

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

Triển vọng cải thiện cùng định giá hấp dẫn

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 3% giá mục tiêu lên 15.300đ sau KQKD cả năm 2024 vượt dự báo cùng việc chất lượng tài sản cải thiện nhẹ với xu hướng ổn định.
- Mặc dù vẫn còn thách thức đối với tỷ lệ NIM và chất lượng tài sản, áp lực dự kiến sẽ giảm. Thu nhập từ thu hồi nợ xấu, đặc biệt là trong năm 2025, được kỳ vọng là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng. Ngoài ra, Ngân hàng đã xử lý xong các tài sản tồn đọng lớn, do vậy sẽ không phát sinh thêm những khoản lỗ liên quan trong tương lai.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua, MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,71 lần, thấp hơn 36% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,12 lần – chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hấp dẫn.

Sự kiện: Phân tích KQKD năm 2024 và triển vọng

Trong năm 2024, lợi nhuận của MSB tăng trưởng vừa phải, và Ngân hàng vẫn tiếp tục gặp một số vấn đề về chất lượng tài sản - nhưng đã có cải thiện nhẹ. Theo đó, LNTT tăng trưởng 18% đạt 6,9 nghìn tỷ đồng, trong đó tác động tiêu cực do tỷ lệ NIM sụt giảm mạnh và chi phí tín dụng cao đã được bù đắp bởi tác động tích cực từ thu nhập không thường xuyên (ghi nhận ở thu nhập từ thu hồi nợ xấu và thu nhập lãi) và quản lý chi phí hoạt động hiệu quả hơn. Chất lượng tài sản cho thấy dấu hiệu ổn định nhưng nợ xấu & chi phí tín dụng vẫn ở mức cao.

Tác động: Tăng bình quân 11% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

HSC tăng bình quân 11% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, tương đương tăng trưởng lần lượt 10% và -3%. Cùng với dự báo lần đầu cho năm 2027 (tăng trưởng 9%), lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 5% trong 3 năm tới.

HSC cho rằng những thách thức đối với tỷ lệ NIM & chất lượng tài sản vẫn sẽ hiện hữu, từ đó làm tăng chi phí tín dụng của MSB – nhưng mức độ rủi ro đã giảm xuống so với dự báo trước đó. Trong khi đó, thu nhập từ thu hồi nợ xấu nhiều khả năng sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng, đặc biệt là trong năm 2025 với kỳ vọng của BLĐ về một khoản nhập không thường xuyên lớn tiếp theo (chúng tôi đã bao gồm vào dự báo). Ngoài ra, Ngân hàng dự kiến sẽ không còn ghi nhận lỗ liên quan đến khoản tài sản đảm bảo tồn đọng (tàu) sau khi đã xử lý xong trong năm ngoái.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua, MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,71 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân quá khứ ở mức 0,95 lần và thấp hơn 36% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,12 lần.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào. Mặc dù MSB sẽ tiếp tục phải đối mặt với những thách thức về chất lượng tài sản và chi phí tín dụng cao nhưng tình hình đã không còn nghiêm trọng như dự báo ban đầu của chúng tôi. Thời gian tới, nhờ thị trường BĐS bắt đầu hồi phục, sức ép đối với dư nợ liên quan tới BĐS và cho vay mua nhà được kỳ vọng sẽ hạ nhiệt, từ đó giúp giảm thiểu rủi ro cho Ngân hàng. Định giá rẻ vẫn là yếu tố chính làm MSB hấp dẫn, ngoài ra, việc rủi ro giảm xuống cũng là yếu tố hỗ trợ quan trọng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 18/3.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	9,189	10,242	11,485	13,586	16,025
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	7,447	8,987	9,916 ▲	10,300	11,810
LN thuần (tỷ đồng)	4,644	5,518	6,093 ▲	5,905 ▲	6,465
EPS (đồng)	1,793	2,122	2,343 ▲	2,271 ▲	2,487
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	12,038	14,161	16,504	18,775	21,262
P/E (lần)	6.75	5.70	5.16	5.33	4.87
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.01	0.85	0.73	0.64	0.57
Tăng trưởng EPS (%)	0.25	18.4	10.4	(3.08)	9.48
ROAE (%)	16.0	16.2	15.3	12.9	12.4

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

Cổ phiếu bị định giá thấp, trong khi rủi ro đang giảm xuống

KQKD năm 2024 của MSB có diễn biến trái chiều với LNTT tăng trưởng vừa phải nhưng chất lượng tài sản vẫn gặp nhiều sức ép. Đối mặt với NIM co hẹp và chi phí tín dụng cao, lợi nhuận đã được hỗ trợ nhờ thu nhập từ thu hồi nợ xấu & thu nhập lãi không thường xuyên đáng kể. Chất lượng tài sản cho thấy dấu hiệu ổn định dần mặc dù nợ xấu và chi phí tín dụng vẫn ở mức cao. Thời gian tới, tỷ lệ NIM nhiều khả năng sẽ tiếp tục chịu sức ép, nhưng áp lực làm sạch bảng cân đối được kỳ vọng sẽ giảm so với dự báo trước đó của chúng tôi nhờ chất lượng tài sản có dấu hiệu cải thiện. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng bình quân 11% trong năm 2025-2026. Cùng dự báo lần đầu cho năm 2027, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 5% trong 3 năm tới. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 26% so với giá mục tiêu mới (điều chỉnh tăng 3%).

Nhìn lại năm 2024

KQKD năm 2024 của MSB có diễn biến trái chiều với LNTT tăng trưởng 18% đạt 6,9 nghìn tỷ đồng, nhờ tín dụng tăng trưởng mạnh cùng khoản thu nhập từ thu hồi nợ xấu & thu nhập lãi không thường xuyên đáng kể và hiệu quả hoạt động cải thiện (với hệ số CIR & tỷ lệ chi phí hoạt động/dư nợ tín dụng bình quân cải thiện) bù đắp sự sụt giảm của tỷ lệ NIM và chi phí tín dụng cao. Chi phí tín dụng ở mức cao nhưng thấp hơn so với dự báo của chúng tôi nhờ nợ xấu mới hình thành có xu hướng giảm. Chất lượng tài sản nhìn chung được cải thiện và Ngân hàng hiện đã xử lý xong các vấn đề về tài sản đảm bảo tồn đọng (tàu) (ghi nhận lỗ 500 tỷ đồng trong năm 2024 và dự kiến sẽ không còn phải ghi nhận lỗ lớn trong tương lai).

Bảng 1: Tóm tắt KQKD Q4/24 & cả năm 2024, MSB

Tăng trưởng tín dụng và thu nhập từ thu hồi nợ xấu (cả không thường xuyên và định kỳ) đã thúc đẩy tăng trưởng tổng thu nhập HĐ, trong khi việc quản lý chi phí HĐ củng cố lợi nhuận. Chi phí dự phòng dù ở mức cao nhưng thấp hơn dự kiến, giúp lợi nhuận vượt 10% dự báo của chúng tôi

	Q4/23	Q4/24	% so với cùng kỳ	2023	2024	Tăng trưởng	2024F của HSC	% dự báo của HSC
Thu nhập lãi thuần	2,383	3,139	31.7%	9,189	10,242	11.5%	9,500	108%
Thu nhập ngoài lãi	339	1,114	228.1%	3,100	3,974	28.2%	4,512	88%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	281	313	11.3%	1,597	1,353	-15.3%	1,408	96%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	41	210	410.5%	1,072	1,056	-1.5%	1,087	97%
Lãi thuần HĐ mua bán trái phiếu	281	120	-57.3%	499	273	-45.4%	216	126%
Thu nhập khác	-265	471	N/m	-70	1,292	N/m	1,799	72%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	2	0	-100.0%	2	0	-100.0%	2	0%
Tổng thu nhập HĐ	2,722	4,253	56.2%	12,289	14,217	15.7%	14,011	101%
Chi phí HĐ	-1,787	-1,891	5.8%	-4,812	-5,230	8.7%	-5,220	100%
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng	935	2,362	152.7%	7,477	8,987	20.2%	8,791	102%
Chi phí dự phòng	-328	-361	10.0%	-1,647	-2,084	26.5%	-2,498	83%
LNTT	607	2,001	229.8%	5,830	6,903	18.4%	6,293	110%
Lợi nhuận thuần	484	1,616	234.1%	4,644	5,518	18.8%	5,015	110%

Nguồn: MSB, HSC

Những điểm nhấn từ tổng thu nhập hoạt động bao gồm tăng trưởng tín dụng & thu nhập từ thu hồi nợ xấu

Thu nhập lãi thuần tăng trưởng 11,5% nhờ tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ bù đắp sự sụt giảm của tỷ lệ NIM, cùng sự hỗ trợ từ khoản thu nhập lãi không thường xuyên. Cụ thể như sau:

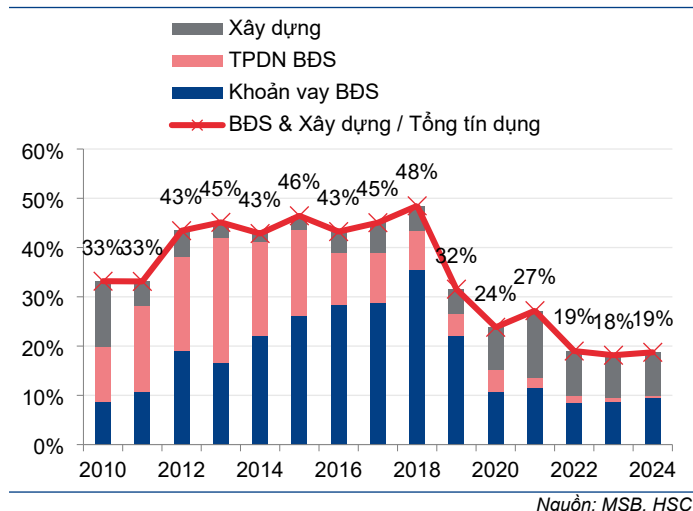
- Tín dụng tăng trưởng mạnh 18,9%. Theo phân khúc, động lực tăng trưởng đến từ cho vay khách hàng doanh nghiệp (tăng trưởng 20%). Theo ngành, đóng góp chính bao gồm ngành vật liệu xây dựng, viễn thông, FMCG và BĐS. Tỷ trọng cho vay BĐS là 18,7%, đi ngang so với cùng kỳ nhưng có xu hướng giảm trong dài hạn và tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân trong năm 2024.
- Tỷ lệ NIM thu hẹp mặc dù được hỗ trợ từ khoản thu nhập không thường xuyên. Tỷ lệ NIM năm 2024 đạt 3,64%, giảm 46 điểm cơ bản so với cùng kỳ, chủ yếu do lợi suất gộp giảm mạnh (giảm 188 điểm cơ bản) hơn so với chi phí huy động (giảm

144 điểm cơ bản). Trong Q4/2024, MSB ghi nhận 600 tỷ đồng khoản thu nhập thu hồi lãi từ trái phiếu chậm thanh toán, từ đó giúp nâng cao tỷ lệ NIM Q4/2024 và cả năm. Nếu không bao gồm khoản thu nhập này, tỷ lệ NIM cốt lõi cả năm 2024 là 3,46% (giảm 66 điểm cơ bản so với cùng kỳ). So với ngành, nếu bao gồm khoản lãi không thường xuyên, MSB vẫn thuộc nhóm có tỷ lệ NIM sụt giảm mạnh nhất so với cùng kỳ trong ngành (Biểu đồ 5) do nợ xấu lớn, cạnh tranh gay gắt giữa các NHTM và lãi suất liên ngân hàng cao.

Lưu ý rằng thu nhập ngoài lãi được hỗ trợ đáng kể từ khoản lãi không thường xuyên. Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng 28,2% nhờ thu nhập từ thu hồi nợ xấu tăng trưởng 691,7% và lãi thuần HĐ dịch vụ cốt lõi tăng trưởng 13,1%, trong khi các khoản thu nhập khác sụt giảm. Hoạt động thu hồi nợ xấu ghi nhận 1,1 nghìn tỷ đồng thu nhập không thường xuyên, bao gồm ước tính khoảng 300 tỷ đồng thu được từ bán nợ xấu ngoại bảng trong Q4/2024.

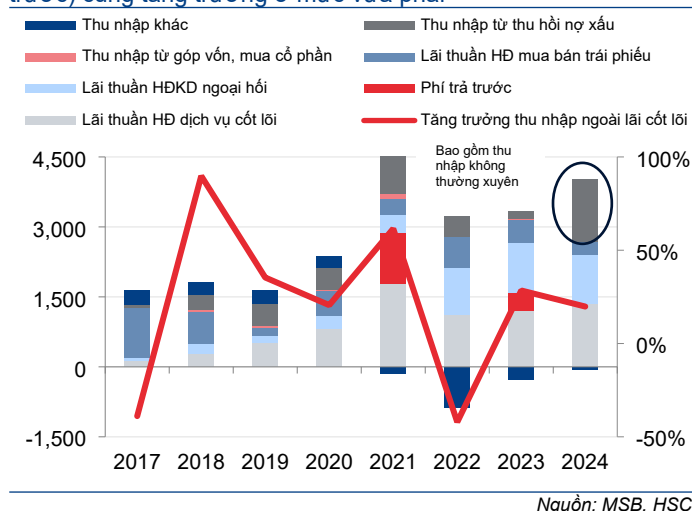
Biểu đồ 2: Tín dụng liên quan đến lĩnh vực BĐS, MSB

Rủi ro tập trung đã giảm trong những năm gần đây



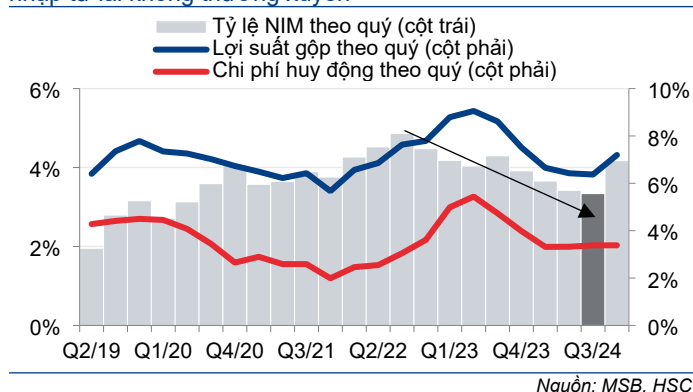
Biểu đồ 3: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng), MSB

Khoản thu nhập không thường xuyên từ thu hồi nợ xấu là động lực chính trong khi lãi thuần HĐ dịch vụ cốt lõi (loại trừ phí trả trước) cũng tăng trưởng ở mức vừa phải



Biểu đồ 4: Phân tích tỷ lệ NIM, MSB

Tỷ lệ NIM trong Q4/2024 tăng so với quý trước nhờ khoản thu nhập từ lãi không thường xuyên



Bảng 5: So sánh tỷ lệ NIM từ đầu năm, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Tuy nhiên, tỷ lệ NIM cả năm lại giảm

	NIM 2024	Thay đổi	Lợi suất gộp	Thay đổi	Chi phí huy động	Thay đổi
HDB	5.7%	42bps	10.7%	-180bps	4.8%	-212bps
VPB	6.1%	40bps	9.9%	-146bps	4.5%	-197bps
LPB	3.6%	29bps	7.9%	-157bps	4.8%	-195bps
TCB	4.4%	21bps	7.5%	-114bps	3.3%	-145bps
OCB	3.6%	17bps	7.4%	-165bps	4.4%	-204bps
CTG	3.0%	1bps	5.9%	-148bps	3.1%	-153bps
TPB	3.8%	-10bps	7.6%	-154bps	3.9%	-141bps
STB	3.6%	-12bps	7.4%	-210bps	4.1%	-212bps
Tổng	3.5%	-12bps	6.8%	-155bps	3.5%	-149bps
VCB	3.0%	-18bps	5.1%	-137bps	2.3%	-120bps
BID	2.4%	-30bps	5.8%	-162bps	3.5%	-137bps
ACB	3.7%	-30bps	6.7%	-162bps	3.4%	-149bps
MSB	3.7%	-48bps	6.7%	-180bps	3.3%	-142bps
MBB	4.2%	-77bps	7.1%	-174bps	3.3%	-118bps
VIB	3.7%	-108bps	7.4%	-247bps	4.0%	-147bps

Nguồn: MSB, HSC

Chất lượng tài sản cải thiện nhẹ

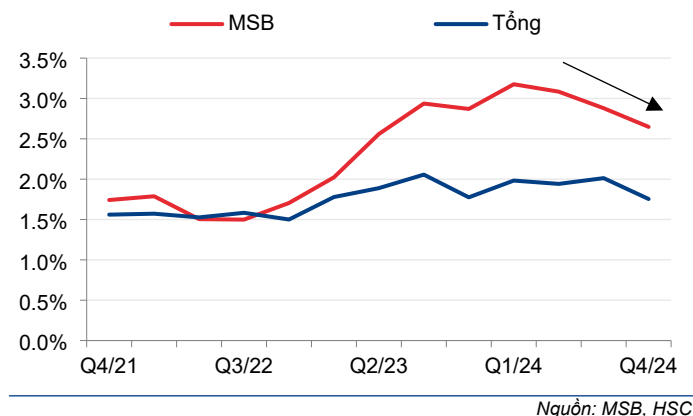
Nhìn chung, áp lực chất lượng tài sản đã hạ nhiệt nhưng nợ xấu và lãi dự thu vẫn ở mức cao so với ngành. Tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 2,6% từ mức đỉnh 3,2% trong Q1/2024 và 2,9% tại thời điểm cuối năm 2023. Tỷ lệ nợ xấu giảm xuống nhờ nợ xấu mới hình thành giảm, cùng với việc MSB đẩy mạnh xóa nợ (Biểu đồ 7).

Ngoài ra, Ngân hàng vẫn phải đối mặt với một số rủi ro liên quan đến các khoản nợ tái cấu trúc (1,2% tổng dư nợ) và tỷ lệ lãi dự thu/nợ nhóm 1 ở mức 2,9% - cao so với

ngành. Đối với các khoản nợ tái cấu trúc, Ngân hàng chia sẻ rằng 141 tỷ đồng (0,1% tổng dư nợ) đã chuyển thành nợ xấu, điều này có thể gây sức ép nhẹ lên chất lượng tài sản trong những quý sắp tới.

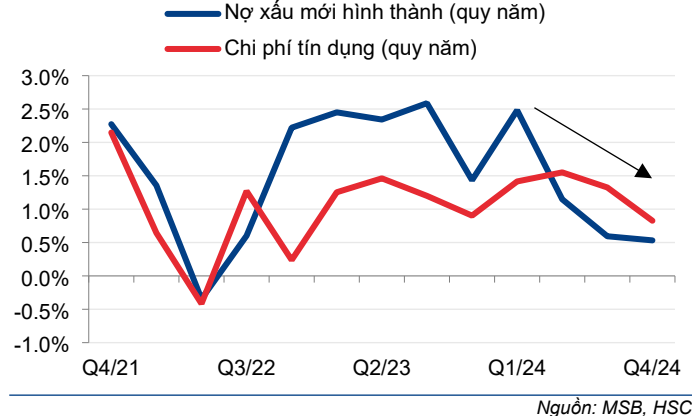
Biểu đồ 6: Tỷ lệ nợ xấu (bao gồm VAMC), MSB và các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Tỷ lệ nợ xấu đã giảm so với năm 2023 và duy trì xu hướng giảm ổn định trong năm 2024



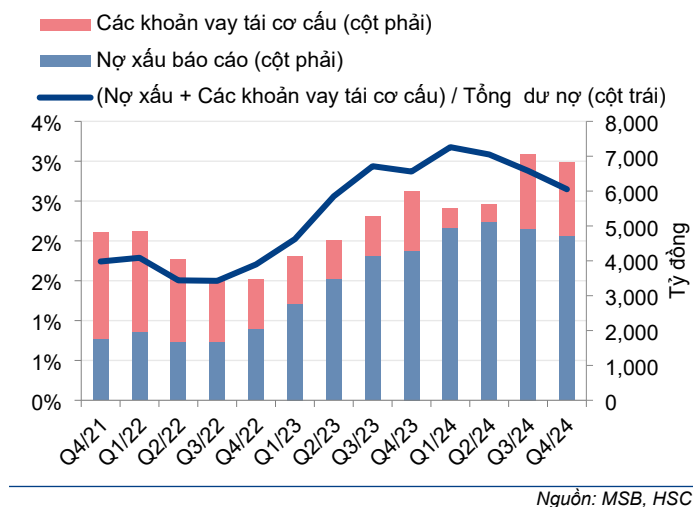
Biểu đồ 7: Tỷ lệ nợ quá hạn, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Nợ xấu mới hình thành đã cải thiện, giúp giảm áp lực lên chi phí tín dụng



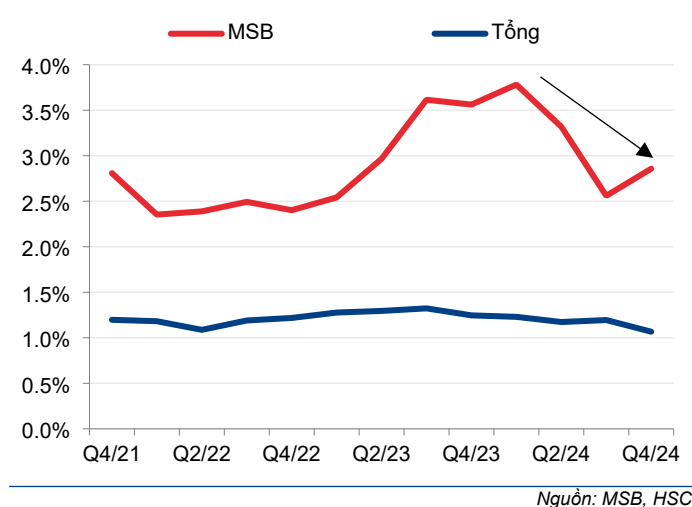
Biểu đồ 8: Nợ xấu báo cáo & các khoản vay tái cơ cấu, MSB

Trong Q4/24, 7% các khoản vay tái cơ cấu, tương đương 0,1% tổng dư nợ, đã chuyển thành nợ xấu, đồng nghĩa chất lượng tài sản sẽ chỉ chịu áp lực nhẹ



Biểu đồ 9: Lãi dự thu/nợ nhóm 1, MSB và nhóm các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Tỷ lệ lãi dự thu/nợ nhóm 1 đã giảm từ mức đỉnh gần đây nhưng vẫn ở mức cao



Dự báo lợi nhuận: Tăng bình quân 11% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

Theo dự báo mới – tăng bình quân 11% dự báo lợi nhuận – lợi nhuận sẽ tăng trưởng lần lượt 10% và -3% trong năm 2025-2026. Mặc dù chúng tôi dự báo tỷ lệ NIM sẽ tiếp tục gặp áp lực, lợi nhuận thuần của MSB sẽ được hỗ trợ nhờ chi phí tín dụng thấp hơn, cùng với khoản thu nhập từ thu hồi nợ xấu không thường xuyên dựa trên kỳ vọng của BLĐ trong năm 2025. Một số thông tin chi tiết như sau:

- Tỷ lệ NIM thu hẹp: Tỷ lệ NIM nhiều khả năng sẽ thu hẹp do định hướng duy trì lãi suất thấp nhằm hỗ trợ nền kinh tế cùng việc chi phí huy động có xu hướng tăng, bao gồm lãi suất liên ngân hàng cao. Tỷ lệ NIM nhiều khả năng cần nhiều thời gian hơn để hồi phục và đi ngang trong năm 2025 so với tỷ lệ NIM cốt lõi năm 2024, sau đó tăng dần trong những năm tiếp theo.
- Chất lượng tài sản cải thiện và chi phí dự phòng thấp hơn: HSC hạ dự báo tỷ lệ nợ xấu, nợ xấu mới hình thành và chi phí tín dụng dựa trên quan điểm tích cực hơn

về triển vọng chất lượng tài sản. Sau sự cải thiện trong năm 2024, HSC tin rằng sức ép nợ xấu đã hạ nhiệt từ đỉnh.

- Thu nhập từ thu hồi nợ xấu tăng lên trong năm 2025: Chúng tôi bao gồm khoản thu nhập từ thu hồi nợ xấu không thường xuyên 1 nghìn tỷ đồng, giả định thận trọng so với ước tính của BLĐ (từ 1-2 nghìn tỷ đồng).

Bảng 10: Các giả định quan trọng, MSB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định tỷ lệ NIM và kỳ vọng chất lượng tài sản sẽ cải thiện, thể hiện qua việc hạ các giả định tỷ lệ nợ xấu, nợ xấu mới hình thành & chi phí tín dụng

	2024	2024F	Dự báo cũ		Dự báo mới		
			2025F	2026F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tín dụng	18.9%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
Tăng trưởng tiền gửi	16.8%	20.9%	18.5%	24.3%	23.1%	17.6%	18.1%
Tỷ lệ NIM	3.64%	3.46%	3.59%	3.68%	3.44%	3.58%	3.67%
Tỷ lệ nợ xấu	2.65%	2.90%	2.85%	2.60%	2.40%	2.30%	2.00%
Chi phí tín dụng	1.27%	1.54%	1.51%	1.72%	1.18%	1.27%	1.38%
Nợ xấu mới hình thành	1.24%	1.90%	1.80%	1.80%	1.40%	1.40%	1.40%

Nguồn: MSB, HSC

Bảng 11: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, MSB

HSC điều chỉnh tăng giả định thu nhập từ thu hồi nợ xấu và giảm giả định chi phí dự phòng, điều này được kỳ vọng sẽ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2025

	2024	2024F	Dự báo cũ		Dự báo mới		
			2025F	2026F	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	10,242	9,500	11,364	13,582	11,485	13,586	16,025
Tăng trưởng	11.5%	3.4%	19.6%	19.5%	12.1%	18.3%	18.0%
Điều chỉnh	7.8%				1.1%	0.0%	
Tổng thu nhập ngoài lãi	3,974	4,511	3,818	4,311	4,668	4,089	4,487
Tăng trưởng	29.4%	46.9%	-15.4%	12.9%	17.5%	-12.4%	9.7%
Điều chỉnh	-11.9%				22.3%	-5.1%	
Tổng thu nhập HĐ	14,217	14,011	15,183	17,893	16,153	17,674	20,512
Tăng trưởng	16.0%	14.3%	8.4%	17.9%	13.6%	9.4%	16.1%
Điều chỉnh	1.5%				6.4%	-1.2%	
Chi phí HĐ	-5,230	-5,220	-6,008	-7,089	-6,237	-7,375	-8,702
Tăng trưởng	8.7%	8.5%	15.1%	18.0%	19.2%	18.2%	18.0%
Điều chỉnh	0.2%				3.8%	4.0%	
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	8,987	8,791	9,175	10,804	9,916	10,300	11,810
Tăng trưởng	20.7%	18.1%	4.4%	17.8%	10.3%	3.9%	14.7%
Điều chỉnh	2.2%				8.1%	-4.7%	
Chi phí dự phòng	-2,084	-2,498	-2,905	-3,902	-2,300	-2,918	-3,728
Tăng trưởng	28.9%	54.5%	16.3%	34.3%	10.4%	26.8%	27.8%
Điều chỉnh	-16.6%				-20.8%	-25.2%	
LNTT	6,903	6,293	6,270	6,902	7,616	7,382	8,081
Tăng trưởng	18.4%	7.9%	-0.4%	10.1%	10.3%	-3.1%	9.5%
Điều chỉnh	9.7%				21.5%	7.0%	
Lợi nhuận thuần	5,518	5,015	5,016	5,521	6,093	5,905	6,465
Tăng trưởng	18.8%	8.0%	0.0%	10.1%	10.4%	-3.1%	9.5%
Điều chỉnh	10.0%				21.5%	7.0%	

Nguồn: MSB, HSC

Bảng 12: Phân tích Dupont, MSB

Tỷ lệ NIM giảm & chi phí tín dụng tăng sẽ gây áp lực lên hiệu quả sinh lời của Ngân hàng

% tài sản bình quân	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	1.6%	2.3%	2.1%	2.9%	3.3%	4.0%	3.8%	3.5%	3.3%	3.4%	3.5%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	1.5%	0.5%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Thu nhập từ giao dịch tài chính	1.1%	0.7%	0.2%	0.5%	0.4%	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
Thu nhập khác	0.4%	0.5%	0.6%	0.4%	0.4%	-0.2%	0.0%	0.4%	0.4%	0.1%	0.1%
Chi phí HĐ	-2.0%	-2.3%	-1.7%	-2.1%	-2.1%	-2.1%	-2.0%	-1.8%	-1.8%	-1.9%	-1.9%
Chi phí tín dụng	-1.0%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.8%	-0.2%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.8%
Thuế suất	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.6%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
ROA	0.2%	0.7%	0.7%	1.2%	2.1%	2.2%	1.9%	1.9%	1.8%	1.5%	1.4%
Tỷ lệ đòn bẩy	7.5	9.1	10.3	10.5	9.8	8.6	8.3	8.6	8.7	8.6	8.8
ROE	1.2%	6.3%	7.3%	12.7%	20.7%	19.0%	16.0%	16.2%	15.3%	12.9%	12.4%

Nguồn: MSB, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 3% giá mục tiêu cho MSB lên 15.300đ và duy trì khuyến nghị Mua vào. Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua, MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,71 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân quá khứ ở mức 0,95 lần và thấp hơn 36% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,12 lần – mức định giá hấp dẫn.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 3% giá mục tiêu lên 15.300đ chủ yếu sau khi tăng bình quân 11% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp định giá thu nhập thặng dư để xác định giá mục tiêu. Chúng tôi vẫn giữ nguyên những giả định chính, bao gồm chi phí vốn CSH ở mức 15,7%, dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh 9% (bao gồm giả định phần bù rủi ro vốn CSH chung 7,5% và 1,5% phần bù rủi ro vốn CSH phụ trội) và beta là 1,3. Phần bù rủi ro vốn CSH phụ trội phản ánh rủi ro tiềm ẩn của một ngân hàng quy mô trung bình và rủi ro về chất lượng tài sản.

Bảng 13: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, MSB

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
Lợi nhuận thuần	6,093	5,905	6,465	7,180	9,520	11,037	12,805	14,869	16,295	17,365
Chi phí vốn CSH	-5,780	-6,737	-7,664	-8,679	-9,806	-11,301	-13,034	-15,044	-16,391	-17,365
Lợi nhuận thặng dư	312	-832	-1,199	-1,499	-286	-264	-228	-176	-96	0
Giá trị dài hạn										0
Hệ số chiết khấu đến cuối 2025	100.0%	86.4%	74.7%	64.6%	55.8%	48.2%	41.7%	36.0%	31.1%	26.9%
Giá trị hiện tại đến cuối 2025	312	-719	-896	-968	-160	-127	-95	-63	-30	0
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ 2026	-3,058									
Giá trị sổ sách cuối 2025	42,910									
Giá trị của vốn CSH cuối 2025	39,853									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	2,600									
Giá mục tiêu cuối 2025	15,300									

Nguồn: HSC

Bảng 14: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, MSB

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.0%	17,200	16,800	16,400	15,900	15,500
	8.5%	16,700	16,200	15,800	15,400	15,000
	9.0%	16,100	15,700	15,300	14,900	14,500
	9.5%	15,600	15,200	14,800	14,400	14,000
	10.0%	15,000	14,700	14,300	13,900	13,600

Nguồn: HSC

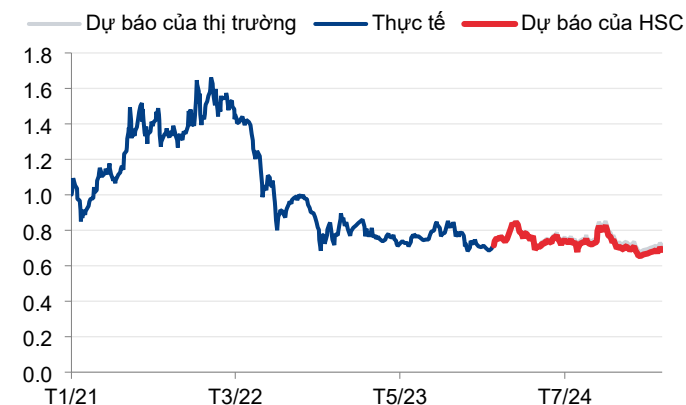
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua, MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,71 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân quá khứ ở mức 0,95 lần và thấp hơn 36% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,12 lần.

Ngân hàng sẽ tiếp tục phải đối mặt với những thách thức về chất lượng tài sản và chi phí tín dụng cao, nhưng mức độ rủi ro không còn cao như dự báo ban đầu của chúng tôi. Thời gian tới, nhờ thị trường BĐS bắt đầu hồi phục, sức ép đối với dư nợ liên quan tới BĐS và cho vay mua nhà được kỳ vọng sẽ hạ nhiệt, từ đó giúp giảm thiểu rủi ro cho Ngân hàng.

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

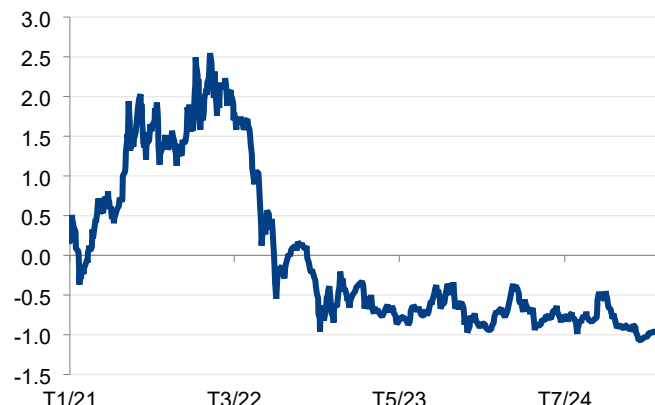
MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,71 lần...



Nguồn: HSC

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

...thấp hơn 0,85 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 0,95 lần



Nguồn: HSC

Biểu đồ 17: Chênh lệch định giá với bình quân nhóm NHTM tư nhân

MSB có chiết khấu 36% so với định giá bình quân của nhóm NHTM tư nhân là 1,12 lần



Nguồn: HSC

Bảng 18: So sánh các ngân hàng

Ngân hàng	Thị giá Đồng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu Đồng	Tiềm năng tăng/giảm %	P/B (lần)		P/E (lần)		ROE (%)			Tăng trưởng EPS (%)		PB tại giá mục tiêu (lần)
					2025F	2026F	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2025F	2026F	
ACB	26,200	Mua vào	34,700	32.4%	1.21	1.03	6.5	5.5	21.1%	20.0%	20.4%	10.8%	18.9%	1.60
BID	40,350	Tăng tỷ trọng	45,700	13.3%	1.70	1.43	11.4	10.0	16.5%	16.1%	15.5%	15.0%	13.9%	1.93
CTG	42,600	Mua vào	45,300	6.3%	1.35	1.13	8.9	7.2	14.7%	16.3%	17.2%	29.4%	24.7%	1.43
HDB	23,400	Mua vào	27,083	15.7%	1.19	0.98	5.9	5.1	22.6%	22.1%	21.0%	19.6%	15.8%	1.37
LPB	34,700	Bán ra	17,637	-49.2%	2.12	1.80	14.8	12.0	20.3%	15.4%	16.2%	-9.4%	23.2%	1.08
MBB	24,300	Mua vào	28,348	16.7%	1.15	0.99	6.9	6.1	20.0%	17.9%	17.3%	4.8%	12.4%	1.34
MSB	12,100	Mua vào	15,300	26.4%	0.73	0.64	5.2	5.3	16.2%	15.3%	12.9%	10.4%	-3.1%	0.93
OCB	11,450	Mua vào	13,500	17.9%	0.80	0.71	7.4	6.4	10.5%	11.4%	11.7%	20.8%	15.2%	0.94
STB	38,850	Tăng tỷ trọng	45,000	15.8%	1.11	0.92	6.9	5.3	18.3%	17.6%	19.0%	15.3%	30.0%	1.29
TCB	27,450	Mua vào	31,100	13.3%	1.15	0.99	7.2	6.0	16.4%	17.0%	17.6%	17.9%	19.4%	1.30
TPB	16,350	Tăng tỷ trọng	19,000	16.2%	1.01	0.87	6.1	5.0	15.4%	17.5%	18.7%	19.4%	22.5%	1.17
VCB	67,300	Mua vào	75,518	12.2%	2.21	1.93	15.4	13.8	17.9%	16.1%	15.0%	12.3%	12.1%	2.48
VIB	20,500	Tăng tỷ trọng	22,100	7.8%	1.24	1.05	6.9	5.5	17.5%	19.2%	20.6%	24.2%	25.5%	1.34
VPB	20,200	Mua vào	23,000	13.9%	1.04	0.94	8.5	6.8	11.3%	12.7%	14.6%	20.6%	25.1%	1.18
Bình quân ngành				11.3%	1.29	1.10	8.4	7.1	17.1%	16.8%	17.0%	15.1%	18.3%	1.38
Bình quân nhóm NHTM có vốn Nhà nước				10.6%	1.75	1.50	11.9	10.3	16.4%	16.2%	15.9%	18.9%	16.9%	1.95
Bình quân nhóm NHTM tư nhân				11.5%	1.16	0.99	7.5	6.3	17.2%	16.9%	17.3%	14.0%	18.6%	1.23

Ghi chú: Dựa trên giá đóng cửa ngày 17/3.
Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi	18,951	18,681	22,118	26,246	31,357
Chi phí lãi	(9,763)	(8,439)	(10,633)	(12,661)	(15,331)
Thu nhập lãi thuần	9,189	10,242	11,485	13,586	16,025
Lãi thuần HĐ dịch vụ	1,597	1,353	1,651	1,901	2,244
Lãi thuần HĐ KDNH	1,072	1,056	1,252	1,383	1,360
Lãi/lỗ từ mua bán CK	499	273	363	372	427
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	1.63	0	0	0	0
Thu nhập khác	(99.5)	1,292	1,402	433	457
Tổng thu nhập HĐ	12,259	14,217	16,153	17,674	20,512
Chi phí HĐ	(4,812)	(5,230)	(6,237)	(7,375)	(8,702)
LN trước dự phòng	7,447	8,987	9,916	10,300	11,810
Chi phí dự phòng	(1,617)	(2,084)	(2,300)	(2,918)	(3,728)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	5,830	6,903	7,616	7,382	8,081
Chi phí thuế TNDN	(1,186)	(1,384)	(1,523)	(1,476)	(1,616)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	4,644	5,518	6,093	5,905	6,465
EPS (đồng)	1,793	2,122	2,343	2,271	2,487
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,591	2,600	2,600	2,600	2,600
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,600	2,600	2,600	2,600	2,600
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,600	2,600	2,600	2,600	2,600

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	940	1,203	1,691	1,989	2,348
Tiền gửi tại NHNN	4,589	5,495	3,806	4,475	5,283
Tiền gửi tại các TCTD khác	61,150	60,965	63,781	60,632	69,000
Chứng khoán kinh doanh	0	0	0	0	0
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	146,783	175,239	207,349	244,795	289,302
Tổng dư nợ cho vay	149,145	178,278	210,530	248,587	293,495
Dự phòng rủi ro	(2,363)	(3,039)	(3,181)	(3,793)	(4,193)
Chứng khoán đầu tư	37,880	65,569	79,099	87,880	103,598
CK đầu tư sẵn sàng để bán	37,897	65,604	79,129	87,906	103,623
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	0	0	0	0	0
Dự phòng rủi ro	(17.1)	(35.0)	(29.9)	(25.8)	(25.8)
Đầu tư dài hạn	10.0	12.0	12.0	12.0	12.0
Tài sản cố định	403	433	433	411	391
Tài sản khác	15,252	11,261	13,812	19,932	23,525
Tổng tài sản	267,006	320,177	369,983	420,125	493,458
Nợ phải trả	235,708	283,359	327,073	371,309	438,177
Tiền gửi của NHNN	1,013	9,204	2,855	2,238	2,642
Tiền gửi của các TCTD khác	85,554	92,219	105,715	112,269	132,478
Tổng tiền gửi KH	132,350	154,612	190,287	223,729	264,146
Trái phiếu và CCTG	8,991	21,211	21,143	24,859	29,350
Nợ khác	7,537	5,384	6,343	7,485	8,832
Vốn chủ sở hữu	31,298	36,817	42,910	48,815	55,281
Vốn điều lệ	20,000	26,000	26,000	26,000	26,000
Thặng dư vốn cổ phần	33.5	33.0	33.0	33.0	33.0
Lợi nhuận giữ lại	8,674	7,495	12,892	17,883	23,462
Quỹ & vốn khác của CSH	2,591	3,289	3,986	4,900	5,785
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	267,006	320,177	369,983	420,125	493,458
BVPS (đồng)	12,038	14,161	16,504	18,775	21,262

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	25.5	19.9	15.6	13.6	17.5
Tăng trưởng cho vay KH (%)	23.6	19.5	18.1	18.1	18.1
Tăng trưởng huy động KH (%)	13.0	16.8	23.1	17.6	18.1
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	9.81	24.4	20.3	17.6	18.1
Tăng trưởng VCSH (%)	17.4	17.6	16.5	13.8	13.2
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	10.4	11.5	12.1	18.3	18.0
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	8.68	8.68	19.2	18.2	18.0
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	18.8	20.7	10.3	3.87	14.7
Tăng trưởng LNTT (%)	0.74	18.4	10.3	(3.08)	9.48
Tăng trưởng LN thuần (%)	0.61	18.8	10.4	(3.08)	9.48
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	5.11	4.84	4.68	4.47	4.49
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(2.01)	(1.78)	(1.81)	(1.87)	(1.91)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	93.4	95.9	96.7	96.0	95.6
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.94	2.13	2.40	2.59	2.98
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	17.7	21.2	23.4	22.7	24.9
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	6.75	5.70	5.16	5.33	4.87
P/B (lần)	1.01	0.85	0.73	0.64	0.57
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	37.9	38.8	37.7	33.4	31.5
ROAA (%)	1.94	1.88	1.77	1.49	1.42
ROAE (%)	16.0	16.2	15.3	12.9	12.4
Chi phí huy động BQ (%)	4.79	3.34	3.56	3.71	3.87
Lợi suất góp BQ (%)	8.46	6.63	6.63	6.92	7.18
Lợi suất thuần (%)	3.68	3.29	3.07	3.21	3.31
Tỷ lệ NIM (%)	4.10	3.64	3.44	3.58	3.67
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	13.0	9.52	10.2	10.8	10.9
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	75.0	72.0	71.1	76.9	78.1
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	25.0	28.0	28.9	23.1	21.9
Tỷ lệ CIR (%)	39.3	36.8	38.6	41.7	42.4
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.8	13.6	12.8	12.8	12.4
VCSH/Tổng TS (%)	11.7	11.5	11.6	11.6	11.2
Đòn bẩy vốn (lần)	8.53	8.70	8.62	8.61	8.93
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	2.87	2.65	2.40	2.30	2.00
Hệ số LLR (%)	55.2	64.4	63.0	66.3	71.4
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	113	115	111	111	111
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	37.7	34.4	33.3	31.1	31.1
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	55.9	55.7	56.9	59.2	59.5
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	263	260	260	260	260
Số lượng nhân viên	6,317	6,678	6,744	6,811	6,879

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