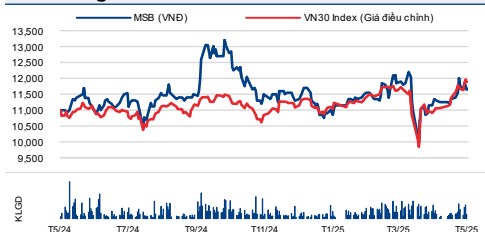


Mua vào (giữ nguyên)
Giá mục tiêu: VNĐ14,900 (từ VNĐ15,300)
Tiềm năng tăng/giảm: 28.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/5/2025)	11,600
Mã Bloomberg	MSB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,000-13,200
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	11,720
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	30,160
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,162
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,600
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	780
Slg CP NN được mua (tr.đv)	64.0
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	2.20	0.43	5.46
So với chỉ số	(5.51)	(3.53)	(2.37)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,199	1,929	14.0
2026F	2,109	2,124	(0.7)
2027F	2,354	2,349	0.2

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 khiêm tốn; định giá rẻ nhưng thiếu động lực tăng giá

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 3% giá mục tiêu xuống 14.900đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận, nâng giả định phần bù rủi ro vốn CSH và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026.
- Chúng tôi giảm bình quân 6% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027 do tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo tỷ lệ NIM lớn hơn tác động tích cực từ việc hạ dự báo chi phí dự phòng. Chúng tôi dự báo LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 3,5% (13,7% nếu điều chỉnh cho các khoản mục không thường xuyên trong năm 2024) trong 3 năm tới, từ đó cho thấy lợi nhuận HĐKD cốt lõi hồi phục vừa phải. Hệ số ROE cốt lõi nhiều khả năng sẽ cải thiện nhẹ.
- MSB đang có định giá vẫn hấp dẫn với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,68 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 34% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, nhưng cổ phiếu không có nhiều động lực tăng giá trong ngắn hạn.

Sự kiện: Phân tích Q1/2025 và triển vọng

MSB công bố LNTT Q1/2025 đạt 1,6 nghìn tỷ đồng, tăng 6,6% so với cùng kỳ và cao hơn một chút so với dự báo của chúng tôi, nhờ chi phí dự phòng giảm xuống và tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ. Tác động tiêu cực do tỷ lệ NIM giảm nhẹ đã được bù đắp nhờ tín dụng tăng trưởng vững chắc. Tỷ lệ nợ xấu tiếp tục xu hướng giảm, giảm nhẹ xuống 2,6% từ mức đỉnh vào Q1/2024. BLĐ chia sẻ đã đạt được nhiều tiến triển trong kế hoạch thu hồi nợ xấu, cụ thể trong Q1/2025 đã thu hồi được 600 tỷ đồng, nhưng chúng tôi cho rằng chỉ một phần giá trị thu hồi được (không phải toàn bộ) được hạch toán vào lợi nhuận.

Tác động: Giảm bình quân 6% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027

Sau khi phân tích KQKD Q1/2025 cùng các xu hướng gần đây, HSC giảm bình quân 6% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027 do hạ dự báo tỷ lệ NIM dẫn tới tổng thu nhập HĐ giảm, dù được bù đắp một phần nhờ tăng dự báo tăng trưởng tín dụng. Với triển vọng tổng thu nhập HĐ kém tích cực hơn, chúng tôi cho rằng Ngân hàng có thể sẽ thắt chặt chi phí trích lập dự phòng và chấp nhận tỷ lệ nợ xấu cao hơn. Bên cạnh đó trong dự báo năm 2025 của chúng tôi, MSB sẽ ghi nhận thu nhập từ thu hồi nợ xấu 1,2 nghìn tỷ đồng.

HSC hiện dự báo LNTT sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 3,5% trong 3 năm tới (13,7% nếu không bao gồm các khoản mục không thường xuyên trong năm 2024), từ đó cho thấy lợi nhuận HĐKD cốt lõi phục hồi ở mức độ vừa phải. Hệ số ROE cốt lõi được dự báo sẽ cải thiện nhẹ so với năm 2024 nhưng vẫn ở mức thấp.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giảm 3% giá mục tiêu xuống 14.900đ sau khi (1) giảm bình quân 6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, (2) chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 từ năm 2025 và (3) nâng giả định phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh lên 10% (từ 9% trước đó) - bao gồm phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và phần bù đặc thù 1,25%. Chúng tôi tin rằng khả năng sinh lời cốt lõi của MSB sẽ ổn định trong giai đoạn 2025-2027 và có sự cải thiện so với năm 2024, trong khi rủi ro chất lượng tài sản sẽ giảm bớt nhờ sự hồi phục của ngành BĐS.

MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,68 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân quá khứ ở mức 0,94 lần và thấp hơn 34% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,03 lần. Chúng tôi thích cổ phiếu MSB ở định giá hấp dẫn nhưng chúng tôi cho rằng cổ phiếu thiếu chất xúc tác được định giá lại trong thời gian tới.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 26/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	9,189	10,243	10,959	13,025	15,565
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	12,259	14,218	15,484 ▼	17,066 ▼	20,094 ▼
LN thuần (tỷ đồng)	4,644	5,520	5,716 ▼	5,484 ▼	6,120 ▼
EPS (đồng)	1,793	2,123	2,199 ▼	2,109 ▼	2,354 ▼
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	12,038	14,161	16,335	18,444	20,798
P/E (lần)	6.47	5.46	5.28	5.50	4.93
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	0.96	0.82	0.71	0.63	0.56
Tăng trưởng EPS (%)	0.25	18.4	3.56	(4.06)	11.6
ROAE (%)	16.0	16.2	14.4	12.1	12.0

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

Triển vọng vừa phải; khuyến nghị Mua vào trên cơ sở định giá

Sau khi phân tích KQKD Q1/2025 và xu hướng gần đây, HSC giảm bình quân 6% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027 do tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo tỷ lệ NIM lớn hơn tác động từ việc hạ dự báo chi phí dự phòng. Sức ép lên chất lượng tài sản vẫn hiện hữu nhưng đã hạ nhiệt so với mức đỉnh và được kỳ vọng sẽ tiếp tục cải thiện cùng sự phục hồi của thị trường BĐS. Theo dự báo mới, HSC dự báo LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 3,5% trong 3 năm tới (13,7% nếu loại ra các khoản mục không thường xuyên trong năm 2024), từ đó cho thấy lợi nhuận HĐKD cốt lõi phục hồi ở mức độ vừa phải. Hệ số ROE cốt lõi cũng được dự báo sẽ cải thiện nhẹ so với năm 2024 nhưng vẫn tương đối khiêm tốn.

Phân tích KQKD Q1/2025: Tổng thu nhập hoạt động thấp nhưng chi phí dự phòng giảm hỗ trợ LNTT

LNTT Q1/2025 đạt 1,6 nghìn tỷ đồng, tăng nhẹ 6,6% và cao hơn một chút so với dự báo của chúng tôi, nhờ chi phí dự phòng giảm và tín dụng tăng trưởng mạnh. Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ bù đắp cho sự sụt giảm nhẹ của tỷ lệ NIM mặc dù tỷ lệ NIM cốt lõi được củng cố nhờ thu nhập từ thu hồi nợ xấu. Tỷ lệ nợ xấu ổn định nhưng lãi dự thu tăng lên gây ra những lo ngại về chất lượng tài sản. Cụ thể như sau:

Tín dụng tăng trưởng mạnh 8,9% trong Q1/2025 nhờ phân khúc khách hàng doanh nghiệp lớn (tăng 23,7%). Cơ cấu theo ngành, các động lực tăng trưởng chính bao gồm ngành dịch vụ tài chính (tăng 69,3%; chiếm 5% tổng dư nợ cho vay) và ngành FMCG (tăng 12,9%; chiếm 11,7% tổng dư nợ cho vay). BLĐ chia sẻ rằng, tăng trưởng tín dụng tính đến giữa tháng 5 đạt khoảng 13%, gần chạm ngưỡng hạn mức được NHNN giao.

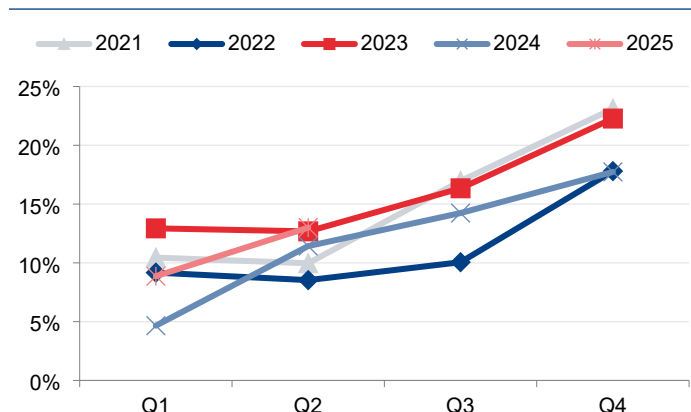
Tỷ lệ NIM đạt 3,27%. Tỷ lệ NIM cốt lõi giảm nhẹ (giảm 11 điểm cơ bản so với quý trước và giảm 38 điểm cơ bản so với cùng kỳ), giảm nhẹ hơn so với các NHTM trong phạm vi phân tích (giảm 32 điểm cơ bản so với quý trước và giảm 44 điểm cơ bản so với cùng kỳ), từ đó cho thấy NIM được giữ tương đối tốt trong bối cảnh lãi suất liên ngân hàng vẫn ở mức cao và MSB là một trong những Ngân hàng bị chịu ảnh hưởng tiêu cực nhất. Cụ thể, trong khi chi phí huy động tăng 13 điểm cơ bản, lợi suất gộp cốt lõi đi ngang so với quý trước, nhờ tích cực thu hồi nợ xấu, đóng góp khoảng 100 tỷ đồng vào thu nhập lãi trong Q1/2025.

Tiếp tục về tiến độ thực hiện kế hoạch thu hồi nợ xấu trong năm 2025 (Thông tin chi tiết trong phần dự báo lợi nhuận bên dưới), 600 tỷ đồng đã được thu hồi trong Q1/2025 - chúng tôi cho rằng không phải toàn bộ giá trị thu hồi được hạch toán vào trong lợi nhuận. Trong Q1/2025, hoạt động thu hồi nợ xấu ước tính đã đóng góp khoảng 100 tỷ đồng vào thu nhập lãi và đóng góp 67 tỷ đồng vào thu nhập từ thu hồi nợ xấu.

Chất lượng tài sản ổn định. Tỷ lệ nợ xấu giảm từ 2,7% xuống 2,6% do tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ bù đắp cho nợ xấu mới hình thành tăng nhẹ lên 1,5% (so với mức đỉnh 2,5% trong Q3/2023). Nợ xấu vẫn ở mức cao so với ngành và tập trung ở phân khúc bán lẻ (chiếm 61% tổng nợ xấu; tỷ lệ nợ xấu 6,3%), chủ yếu là cho vay mua nhà. Tại phân khúc khách hàng doanh nghiệp, nợ xấu ngành xây dựng vẫn chịu sức ép với tỷ lệ nợ xấu 3,8%.

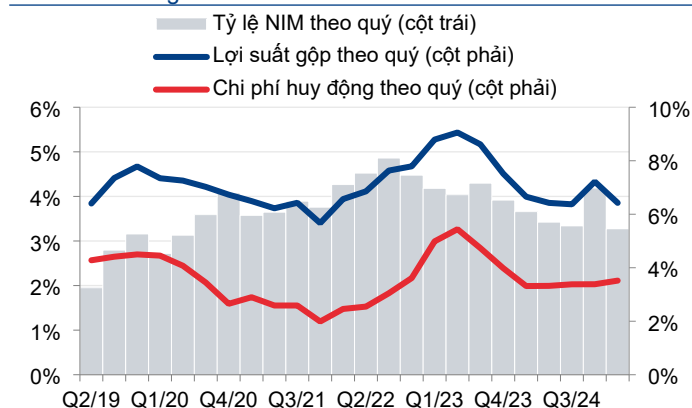
Chi phí dự phòng được kiểm soát, nhìn chung sát với xu hướng ngành; chi phí tín dụng vẫn đi ngang so với quý trước mặc dù nợ xấu mới hình thành tăng. Các khoản vay tái cấu trúc giảm xuống (tương đương khoảng 1% tổng dư nợ cho vay) và có rủi ro thấp. Tuy nhiên, lãi dự thu & tỷ lệ nợ nhóm 1 tăng lên là một dấu hiệu tiêu cực, từ đó có thể gây ra rủi ro cho chất lượng tài sản của Ngân hàng.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm, MSB
Tăng trưởng tín dụng của MSB thường cao trong Q1 & Q4



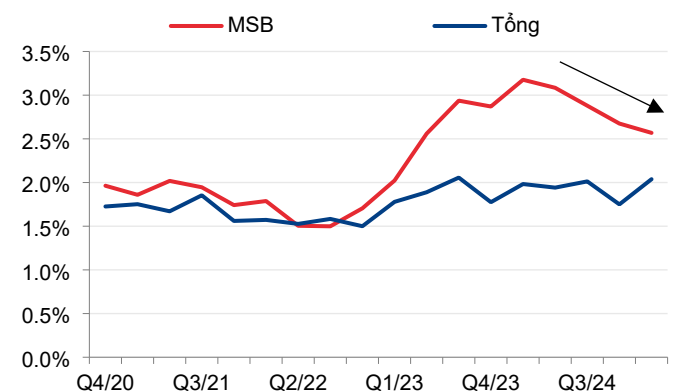
Ghi chú: Dữ liệu Q2/25 là tăng trưởng tín dụng tính đến ngày 13/5/2025
Nguồn: MSB, HSC

Biểu đồ 2: Cơ cấu tỷ lệ NIM theo quý, MSB
So với quý trước, tỷ lệ NIM giảm 91 điểm cơ bản trong khi tỷ lệ NIM cốt lõi chỉ giảm 11 điểm cơ bản



Nguồn: MSB, HSC

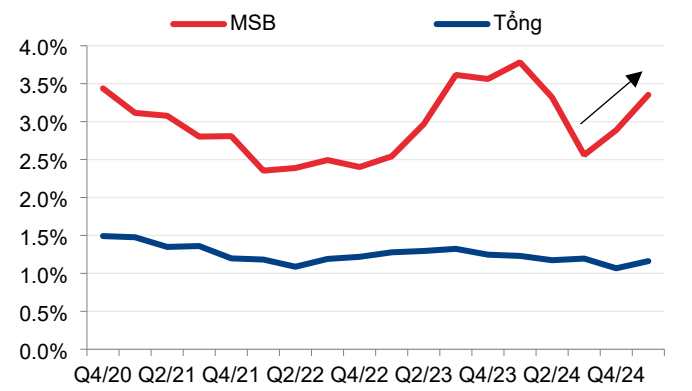
Biểu đồ 3: Tỷ lệ nợ xấu (bao gồm VAMC), MSB & các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC
Tỷ lệ nợ xấu giảm so với mức đỉnh trong Q1/2024...



Nguồn: MSB, HSC

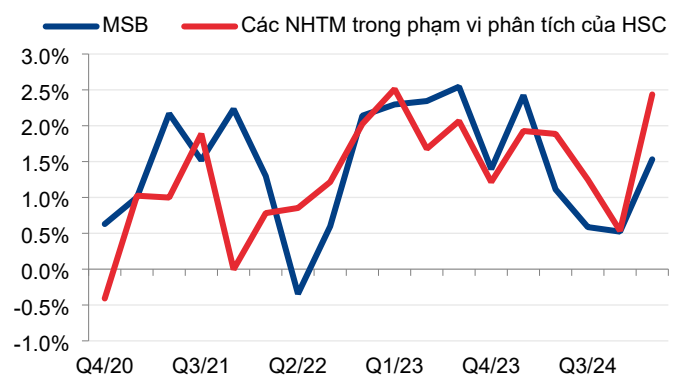
Biểu đồ 4: Lãi dự thu/nợ nhóm 1, MSB & các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

... nhưng tỷ lệ lãi dự thu/nợ nhóm 1 có xu hướng tăng, phản ánh rủi ro tiềm ẩn về chất lượng tài sản



Nguồn: MSB, HSC

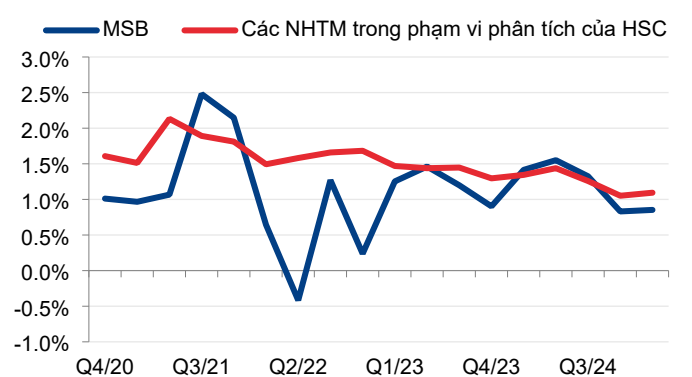
Biểu đồ 5: Nợ xấu mới hình thành, MSB & các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC
Nợ xấu mới hình thành tăng nhẹ...



Nguồn: MSB, HSC

Biểu đồ 6: Chi phí tín dụng, & các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

...nhưng chi phí tín dụng ở mức vừa phải, cùng xu hướng với các NHTM khác trong phạm vi phân tích của chúng tôi



Nguồn: MSB, HSC

Giảm bình quân 6% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027

Sau khi phân tích KQKD Q1/2025 và các xu hướng gần đây, HSC giảm bình quân 6% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027 dựa trên kỳ vọng về triển vọng kém tích cực hơn, chủ yếu do tỷ lệ NIM giảm xuống. Do đó, tổng thu nhập HĐ chịu ảnh hưởng tiêu cực (mặc dù được bù đắp một phần nhờ tín dụng tăng trưởng mạnh hơn). Do đó Ngân hàng khả năng sẽ thắt chặt chi phí trích lập dự phòng và chấp nhận tỷ lệ nợ xấu cao hơn.

Cho năm 2025, Ngân hàng đặt kế hoạch thu nhập từ thu hồi nợ xấu đầy tham vọng đạt 1,9 nghìn tỷ đồng, bao gồm cả gốc và lãi từ nợ xấu nội và ngoại bảng – trong đó 1,3 nghìn tỷ đồng đến từ phân khúc bán lẻ và 600 tỷ đồng đến từ phân khúc khách hàng doanh nghiệp. Nếu được ghi nhận, đây sẽ là động lực chính để MSB hoàn thành kế hoạch lợi nhuận của BLĐ. HSC dự báo Ngân hàng sẽ ghi nhận 1,2 nghìn tỷ đồng thu nhập từ thu hồi nợ xấu trong năm 2025 dựa trên tiến độ Q1/2025 và khả năng MSB sẽ không hạch toán được toàn bộ khoản 1,9 nghìn tỷ đồng vào báo cáo KQKD - chúng tôi kỳ vọng Ngân hàng sẽ chỉ ghi nhận một phần qua các khoản mục: thu nhập từ thu hồi nợ xấu, thu nhập lãi hoặc hoàn nhập dự phòng (chỉ phần đã được trích lập dự phòng không phải toàn bộ nợ gốc).

Nhìn chung, theo dự báo, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 3,5% trong 3 năm tới, tốc độ tăng trưởng tương đối khiêm tốn do lợi nhuận năm 2024 bao gồm khoảng 1,7 nghìn tỷ đồng thu nhập không thường xuyên. Nếu loại ra các khoản mục không thường xuyên, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 13,7% trong 3 năm tới, tốc độ phục hồi vừa phải. Chúng tôi tin rằng khả năng sinh lời của HĐKD cốt lõi sẽ ổn định và cải thiện nhẹ so với năm 2024.

Bảng 7: Các giả định chủ chốt, MSB

Những điều chỉnh chính bao gồm nâng giả định tăng trưởng tín dụng và hạ giả định tỷ lệ NIM. Chúng tôi cũng điều chỉnh giảm giả định chi phí tín dụng do tổng thu nhập HĐ kém tích cực, và do đó Ngân hàng chấp nhận tỷ lệ nợ xấu cao hơn

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tín dụng	17.7%	18.0%	18.0%	18.0%	20.0%	20.0%	18.0%
Tăng trưởng tiền gửi	16.8%	23.1%	17.6%	18.1%	23.9%	19.6%	18.1%
Tỷ lệ NIM	3.65% (*)	3.44%	3.58%	3.67%	3.28%	3.38%	3.48%
Tỷ lệ nợ xấu	2.67%	2.40%	2.30%	2.00%	2.55%	2.45%	2.20%
Chi phí tín dụng	1.28%	1.18%	1.27%	1.38%	1.05%	1.16%	1.27%
Nợ xấu mới hình thành	1.24%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.35%

Ghi chú (*): Tỷ lệ NIM cốt lõi năm 2024 là 3,46%, không bao gồm khoản thu nhập ~600 tỷ đồng từ thu hồi nợ xấu
 Nguồn: MSB, HSC ước tính

Bảng 8: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, MSB

HSC giảm bình quân 6% dự báo LNTT cho giai đoạn 2025-2027 sau khi hạ giả định tỷ lệ NIM và chi phí HĐ tăng nhẹ về số tuyệt đối (do tương quan với giả định quy mô tín dụng tăng trưởng mạnh hơn). Chi phí dự phòng được kiểm soát bù đắp áp lực gia tăng lên tổng thu nhập HĐ

	2024	2025F	Dự báo cũ		Dự báo mới		
			2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	10,243	11,485	13,586	16,025	10,959	13,025	15,565
Tăng trưởng	11.5%	12.1%	18.3%	18.0%	7.0%	18.9%	19.5%
Điều chỉnh					-4.6%	-4.1%	-2.9%
Tổng thu nhập ngoài lãi	3,975	4,668	4,089	4,487	4,525	4,041	4,529
Tăng trưởng	29.5%	17.4%	-12.4%	9.7%	13.8%	-10.7%	12.1%
Điều chỉnh					-3.1%	-1.2%	1.0%
Tổng thu nhập HĐ	14,218	16,153	17,674	20,512	15,484	17,066	20,094
Tăng trưởng	16.0%	13.6%	9.4%	16.1%	8.9%	10.2%	17.7%
Điều chỉnh					-4.1%	-3.4%	-2.0%
Chi phí HĐ	-5,230	-6,237	-7,375	-8,702	-6,247	-7,493	-8,910
Tăng trưởng	8.7%	19.2%	18.2%	18.0%	19.4%	20.0%	18.9%
Điều chỉnh					0.2%	1.6%	2.4%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	8,988	9,916	10,300	11,810	9,238	9,573	11,184
Tăng trưởng	20.7%	10.3%	3.9%	14.7%	2.8%	3.6%	16.8%
Điều chỉnh					-6.8%	-7.1%	-5.3%
Chi phí dự phòng	-2,084	-2,300	-2,918	-3,728	-2,043	-2,718	-3,534
Tăng trưởng	28.9%	10.4%	26.8%	27.8%	-1.9%	33.0%	30.1%
Điều chỉnh					-11.2%	-6.9%	-5.2%
LNTT	6,904	7,616	7,382	8,081	7,194	6,855	7,650
Tăng trưởng	18.4%	10.3%	-3.1%	9.5%	4.2%	-4.7%	11.6%
Điều chỉnh					-5.5%	-7.1%	-5.3%
Lợi nhuận thuần	5,520	6,093	5,905	6,465	5,716	5,484	6,120
Tăng trưởng	18.9%	10.4%	-3.1%	9.5%	3.6%	-4.1%	11.6%
Điều chỉnh					-6.2%	-7.1%	-5.3%

Nguồn: MSB, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm MSB 3% giá mục tiêu xuống 14.900đ và duy trì khuyến nghị Mua vào. MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,68 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân quá khứ ở mức 0,94 lần và thấp hơn 34% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,03 lần. MSB hiện có định giá hấp dẫn nhưng thiếu động lực tăng giá trong ngắn hạn.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 3% giá mục tiêu xuống 14.900đ sau khi (1) giảm bình quân 6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, (2) chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025) và (3) nâng giá định phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh lên 10% (từ 9%) – trong đó, giá định phần bù rủi ro vốn CSH là 8,75% (tăng từ 7,5%) và phần bù rủi ro đặc thù là 1,25%.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 28%.

Bảng 9: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
Lợi nhuận thuần	5,716	5,484	6,120	7,115	8,975	10,619	12,603	15,004	17,575	19,143
Chi phí vốn CSH	-6,259	-7,220	-8,152	-9,193	-10,402	-11,928	-13,733	-15,876	-18,071	-19,143
Lợi nhuận thặng dư	-543	-1,736	-2,033	-2,078	-1,427	-1,309	-1,131	-871	-496	0
Giá trị dài hạn										0
Hệ số chiết khấu đến cuối 2025	100.0%	85.5%	73.1%	62.4%	53.4%	45.6%	39.0%	33.3%	28.5%	24.3%
Giá trị hiện tại đến cuối 2025	-543	-1,484	-1,485	-1,297	-762	-597	-441	-290	-141	0
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ 2026	-6,497									
Giá trị sổ sách cuối 2025	42,471									
Giá trị vốn CSH cuối năm 2025	35,974									
Giá trị vốn CSH giữa năm 2026	39,032									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	2,600									
Giá mục tiêu giữa năm 2026	14,900									

Nguồn: HSC

Bảng 10: 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	9.0%	16,600	16,200	15,900	15,500	15,100
	9.5%	16,100	15,800	15,400	15,000	14,700
	10.0%	15,600	15,300	14,900	14,600	14,300
	10.5%	15,200	14,800	14,500	14,200	13,900
	11.0%	14,700	14,400	14,100	13,800	13,400

Nguồn: HSC

Biểu đồ 11: P/B trượt dự phóng 1 năm, MSB

MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,68 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 12: Độ lệch chuẩn với giá trị bình quân, MSB

...thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 0,94 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu đi ngang kể từ đầu năm, MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,68 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn (28%) so với bình quân 4 năm ở mức 0,94 lần và thấp hơn 34% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,03 lần.

Nguyên nhân của chiết khấu định giá lớn có thể đến từ rủi ro về chất lượng tài sản và triển vọng hệ số ROE khiêm tốn của Ngân hàng (hệ số ROE bình quân 3 năm giai đoạn 2025-2027 đạt 12,8%, thấp hơn đáng kể so với hệ số ROE bình quân 3 năm của nhóm NHTM tư nhân ở mức 18%). Nhìn chung, các chỉ số chính của MSB, bao gồm tỷ lệ NIM điều chỉnh rủi ro, chất lượng tài sản & hiệu quả hoạt động, đều thấp hơn bình quân các NHTM tư nhân trong thời gian tới. HSC tin rằng lợi nhuận mảng ngân hàng cốt lõi của MSB sẽ ổn định trong giai đoạn 2025-2027 và cải thiện so với năm 2024 trong khi rủi ro về chất lượng tài sản liên quan ngành BĐS sẽ hạ nhiệt nhờ thị trường BĐS hồi phục - nhiều khả năng sẽ rõ ràng hơn trong năm 2026.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu MSB vì định giá hấp dẫn nhưng chúng tôi cho rằng cổ phiếu này thiếu động lực tăng giá trong ngắn hạn.

Biểu đồ 13: Chênh lệch định giá so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, MSB

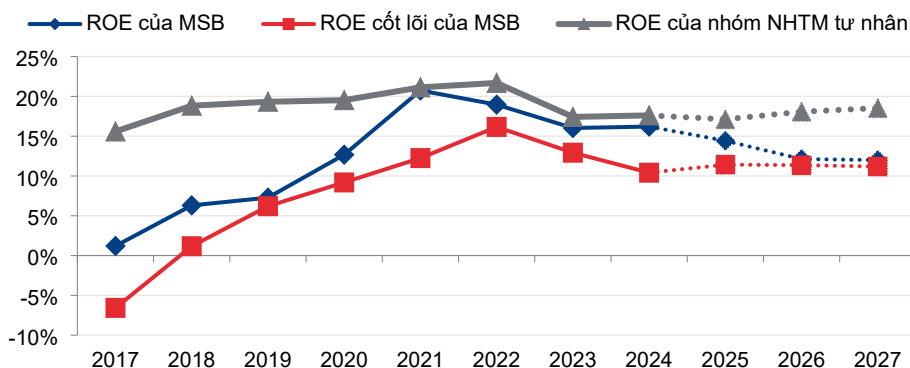
MSB đang giao dịch với chiết khấu định giá 34% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân



Nguồn: HSC

Biểu đồ 14: Hệ số ROE & ROE cốt lõi, MSB & các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

ROE của MSB dự kiến sẽ thấp hơn so với nhóm NHTM tư nhân. Mặc dù hệ số ROE khả năng có xu hướng giảm do chúng tôi giả định không có các khoản thu nhập không thường xuyên trong năm 2026-2027, ROE cốt lõi (phản ánh hiệu quả sinh lời từ hoạt động kinh doanh cốt lõi) nhiều khả năng sẽ ổn định trong giai đoạn 2025-2027



Nguồn: MSB, HSC

Bảng 15: Phân tích DuPont, MSB

Lợi nhuận và hệ số ROE năm 2025 dự kiến sẽ được hỗ trợ từ khoản thu nhập đáng kể từ thu hồi nợ xấu, tương tự năm 2024

% 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%	3.2%	3.3%	3.3%
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%	0.4%	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 huy động	-1.0%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.8%	-0.2%	-0.7%	-0.7%	-0.6%	-0.7%	-0.8%
Thuế	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.6%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.3%	-0.3%
ROA	0.2%	0.7%	0.7%	1.2%	2.1%	2.2%	1.9%	1.9%	1.7%	1.4%	1.3%
Tỷ lệ đòn bẩy	7.5	9.1	10.3	10.5	9.8	8.6	8.3	8.6	8.7	8.9	9.1
ROE	1.2%	6.3%	7.3%	12.7%	20.7%	19.0%	16.0%	16.2%	14.4%	12.1%	12.0%

Nguồn: MSB, 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	21,574	25,891	31,269
Chi phí lãi	(9,763)	(8,438)	(10,615)	(12,865)	(15,704)
Thu nhập lãi thuần	9,189	10,243	10,959	13,025	15,565
Lãi thuần HĐ dịch vụ	1,597	1,354	1,700	1,932	2,297
Lãi thuần HĐ KDNH	1,072	1,056	1,222	1,405	1,392
Lãi/lỗ từ mua bán CK	499	273	188	347	412
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	1.63	0	0	0	0
Thu nhập khác	(99.5)	1,292	1,416	357	428
Tổng thu nhập HĐ	12,259	14,218	15,484	17,066	20,094
Chi phí HĐ	(4,812)	(5,230)	(6,247)	(7,493)	(8,910)
LN trước dự phòng	7,447	8,988	9,238	9,573	11,184
Chi phí dự phòng	(1,617)	(2,084)	(2,043)	(2,718)	(3,534)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	5,830	6,904	7,194	6,855	7,650
Chi phí thuế TNDN	(1,186)	(1,384)	(1,478)	(1,371)	(1,530)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	4,644	5,520	5,716	5,484	6,120
EPS (đồng)	1,793	2,123	2,199	2,109	2,354
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	1,703	2,037	2,405
Tiền gửi tại NHNN	4,589	5,495	3,832	4,584	5,412
Tiền gửi tại các TCTD khác	61,150	60,936	71,851	67,959	77,467
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	173,467	208,798	250,811	296,320
Tổng dư nợ cho vay	149,145	176,493	212,098	254,672	300,652
Dự phòng rủi ro	(2,363)	(3,026)	(3,300)	(3,860)	(4,332)
Chứng khoán đầu tư	37,880	65,570	70,988	84,763	99,937
CK đầu tư sẵn sàng để bán	37,897	65,605	71,022	84,816	99,989
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	0	0	0	0	0
Dự phòng rủi ro	(17.1)	(34.9)	(33.7)	(52.7)	(52.7)
Đầu tư dài hạn	10.0	12.0	12.0	12.0	12.0
Tài sản cố định	403	433	429	407	387
Tài sản khác	15,252	13,032	14,325	17,858	21,077
Tổng tài sản	267,006	320,148	371,937	428,432	503,016
Nợ phải trả	235,708	283,331	329,466	380,476	448,941
Tiền gửi của NHNN	1,013	9,204	2,890	2,309	2,722
Tiền gửi của các TCTD khác	85,554	92,189	106,436	114,951	135,642
Tổng tiền gửi KH	132,350	154,612	191,584	229,205	270,587
Trái phiếu và CCTG	8,991	21,211	21,287	25,467	30,065
Nợ khác	7,537	5,384	6,386	7,663	9,043
Vốn chủ sở hữu	31,298	36,817	42,471	47,955	54,075
Vốn điều lệ	20,000	26,000	31,200	31,200	31,200
Thặng dư vốn cổ phần	33.5	33.0	33.5	33.5	33.5
Lợi nhuận giữ lại	8,674	7,495	7,315	11,942	17,239
Quỹ & vốn khác của CSH	2,591	3,289	3,923	4,780	5,603
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	267,006	320,148	371,937	428,432	503,016
BVPS (đồng)	12,038	14,161	16,335	18,444	20,798

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	16.2	15.2	17.4
Tăng trưởng cho vay KH (%)	23.6	18.3	20.2	20.1	18.1
Tăng trưởng huy động KH (%)	13.0	16.8	23.9	19.6	18.1
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	9.81	24.4	21.1	19.6	18.1
Tăng trưởng VCSH (%)	17.4	17.6	15.4	12.9	12.8
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	10.4	11.5	6.99	18.9	19.5
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	8.68	8.68	19.4	20.0	18.9
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	18.8	20.7	2.78	3.63	16.8
Tăng trưởng LNTT (%)	0.74	18.4	4.20	(4.71)	11.6
Tăng trưởng LN thuần (%)	0.61	18.9	3.56	(4.06)	11.6
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	5.11	4.84	4.47	4.26	4.31
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	95.6	96.4	96.3	96.1
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.94	2.13	2.30	2.51	2.92
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	17.7	21.2	22.0	21.1	23.5
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	6.47	5.46	5.28	5.50	4.93
P/B (lần)	0.96	0.82	0.71	0.63	0.56
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	37.9	38.8	36.9	32.1	30.5
ROAA (%)	1.94	1.88	1.65	1.37	1.31
ROAE (%)	16.0	16.2	14.4	12.1	12.0
Chi phí huy động BQ (%)	4.79	3.34	3.54	3.71	3.87
Lợi suất góp BQ (%)	8.46	6.66	6.47	6.72	6.98
Lợi suất thuần (%)	3.68	3.32	2.92	3.01	3.11
Tỷ lệ NIM (%)	4.10	3.65	3.28	3.38	3.48
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	13.0	9.52	11.0	11.3	11.4
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	75.0	72.0	70.8	76.3	77.5
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	12.0	18.4	18.2	12.4	11.1
Tỷ lệ CIR (%)	39.3	36.8	40.3	43.9	44.3
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.8	12.6	12.7	12.5	12.1
VCSH/Tổng TS (%)	11.7	11.5	11.4	11.2	10.8
Đòn bẩy vốn (lần)	8.53	8.70	8.76	8.93	9.30
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	2.87	2.67	2.55	2.45	2.20
Hệ số LLR (%)	55.2	64.1	61.0	61.9	65.5
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	113	114	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	55.1	57.0	59.4	59.8
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