

Ngành Ngân hàng

Báo cáo cập nhật

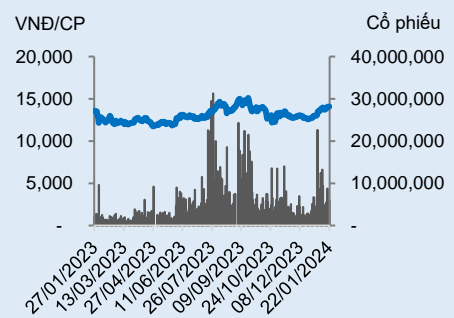
Tháng 01, 2024

Khuyến nghị **OUTPERFORM**Giá mục tiêu (VNĐ/CP) **16.700**Giá hiện tại (22/01/2024) **14.100**Lợi nhuận kỳ vọng **18,4%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	11.750-15.100
Vốn hóa	28.200 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	2.000.000.000
KLGD bình quân 10 ngày	8.136.384
% sở hữu nước ngoài	30%
Room nước ngoài	30%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	1,2

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
MSB	8,5%	11,0%	14,2%	0,4%
VNIndex	4,5%	5,8%	13,5%	-2,3%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

(84 28) 3914.6888 ext. 259

tramtnb@bvsc.com.vn

Ngân hàng TMCP Hàng hải Việt Nam

Mã giao dịch: MSB

Reuters: MSB.HM

Bloomberg: MSB VN Equity

Thay đổi chiến lược tạo tiền đề phát triển bền vững

MSB có lợi thế chi phí vốn thấp khi sở hữu tỷ lệ CASA cao và cơ cấu vay liên ngân hàng cũng ở mức cao trong hệ thống. Lãi suất liên ngân hàng duy trì ở mức thấp tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động kinh doanh ngoại hối và trái phiếu chính phủ cũng như giúp giảm chi phí vốn của ngân hàng. Ngoài ra, chi phí huy động giảm mạnh và tỷ lệ CASA cải thiện khi nền kinh tế phục hồi trở lại cũng là yếu tố hỗ trợ cho chi phí vốn thấp của ngân hàng.

Chiến lược tập trung vào phân khúc khách hàng cá nhân và SMEs dưới sự tư vấn của McKinsey mang đến sự đa dạng hóa trong danh mục cho vay của ngân hàng. Trong kế hoạch tài chính từ năm 2023 – 2027, MSB cũng đặt ra mục tiêu tổng tỷ trọng của khách hàng cá nhân và SMEs không nhỏ hơn 60% tổng dư nợ. Với tầm nhìn trở thành ngân hàng bán lẻ, kỳ vọng MSB có thể mở rộng NIM cũng như thu hút thêm CASA và thu nhập dịch vụ trong tương lai.

Tầm nhìn chuyển đổi số: Từ năm 2018, dưới sự tư vấn của McKinsey và BCG, MSB đã đẩy mạnh đầu tư cho số hóa nhằm bắt kịp với mô hình kinh doanh hiện đại của hệ thống ngân hàng thế giới. Việc chuyển đổi số không những giúp ngân hàng giảm chi phí hoạt động mà còn giúp tăng trải nghiệm người dùng, từ đó đóng góp vào kết quả kinh doanh trong những năm sau.

Tiềm năng của FCCOM: Việt Nam là thị trường màu mỡ cho mảng tài chính tiêu dùng với cơ cấu dân số vàng. Quá trình chuyển đổi số mạnh mẽ đã tạo ra nhiều cơ hội cho thị trường cho vay tiêu dùng nhằm đa dạng hóa sản phẩm, nâng cao trải nghiệm khách hàng, giảm chi phí và tăng khả năng tiếp cận khách hàng. Tận dụng cơ hội này, MSB có thể đẩy mạnh dư nợ tiêu dùng thông qua kết hợp với ngân hàng số TNEX khi nền kinh tế dần hồi phục.

Dự phóng KQKD: BVSC kỳ vọng tổng thu nhập hoạt động (TOI) của MSB năm 2023, 2024 lần lượt đạt 12.822 tỷ đồng (+20,0% YoY) và 14.748 tỷ đồng (+15,0% YoY); LNTT đạt 6.210 tỷ đồng (+7,3% YoY) và 7.740 tỷ đồng (+24,6% YoY).

Định giá: BVSC khuyến nghị OUTPERFORM cho MSB với mức giá mục tiêu là 16.700 đồng/cp, tương đương mức lợi suất 18,4%.

Rủi ro:

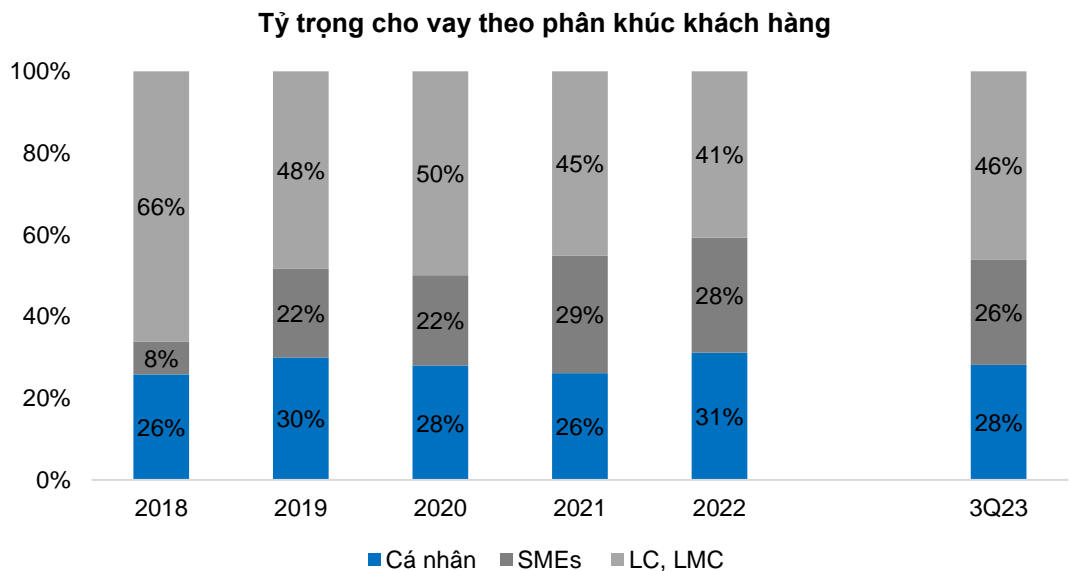
Bối cảnh vĩ mô thế giới vẫn còn nhiều bất định có thể tác động tiêu cực đến thu nhập và khả năng trả nợ của khách hàng.

Mảng kinh doanh trái phiếu Chính phủ (TPCP) có thể không mang lại kết quả tốt như các năm trước khi MSB đã hiện thực hóa lợi nhuận trong năm 2022 và 2023.

Một số điểm nhấn chính trong KQKD năm 2023

Tín dụng tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ trong bối cảnh tăng trưởng toàn ngành yếu, tuy nhiên mức tăng mạnh chủ yếu đến từ KH doanh nghiệp

Cuối Q3.2023, tín dụng tăng 16,3% YTD, trong đó cho vay khách hàng tăng 17,1% YTD và trái phiếu doanh nghiệp giảm 18% YTD. Đáng chú ý, trong khi tỷ trọng khách hàng doanh nghiệp tăng lên thì khu vực khách hàng cá nhân có mức tăng trưởng yếu hẳn đi trước tình hình khó khăn của nền kinh tế, dư nợ FCCOM giảm 57% so với cuối năm 2022. Cụ thể, đến cuối Q3.2023, tăng trưởng khách hàng cá nhân là 6,0%, SME 6,5% và khách hàng doanh nghiệp LC, LMC 32,7% YTD với tỷ trọng lần lượt là 46%, 26% và 28%.

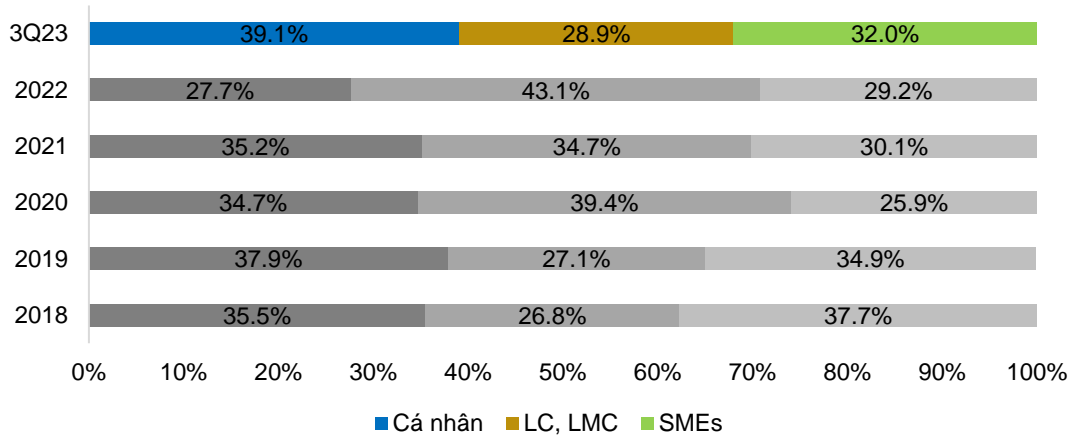


Nguồn: MSB, BVSC tổng hợp

Cơ cấu huy động, CASA

Huy động tăng 7,3% YTD, trong đó: tiền gửi khách hàng tăng 10,7% và GTCG giảm 26,8%. Ngân hàng đã liên tục mua lại các trái phiếu trước hạn trong năm 2023, đặc biệt là trái phiếu phát hành trong năm 2021 và 2022. Thay vào đó, ngân hàng cũng tích cực huy động 4.000 tỷ trái phiếu để thay thế với kỳ hạn 3 năm, lãi suất từ 5,8 – 7,5%.

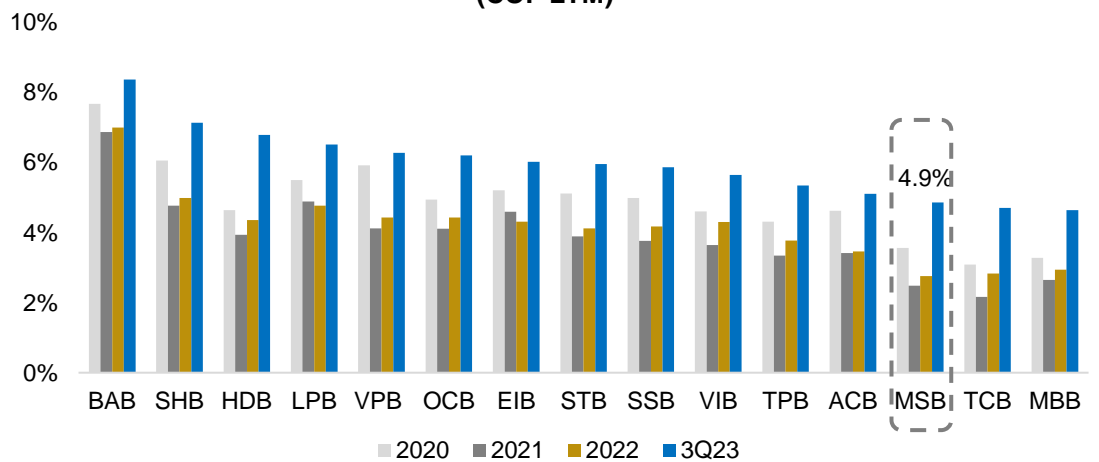
Tỷ lệ CASA tiếp tục hồi phục từ mức 24,2% lên mức 27,6% trong Q3. Tuy nhiên, cơ cấu CASA có sự thay đổi đáng kể khi tỷ trọng khách hàng cá nhân tăng mạnh từ 27,7% thời điểm cuối năm 2022 lên 39,1% ở cuối Q3. Ngược lại, tỷ trọng CASA khách hàng LC, LMC giảm mạnh từ mức 43,1% xuống còn 28,9%, điều mà chúng tôi cho rằng một số doanh nghiệp có liên quan đến MSB đang gặp khó khăn về dòng tiền. Tuy vậy, BVSC kỳ vọng tỷ lệ CASA sẽ tiếp tục cải thiện, và chủ yếu đến từ khu vực cá nhân, SMEs khi nền kinh tế có những dấu hiệu tích cực hơn cũng như lãi suất huy động đã giảm sâu và thanh khoản thị trường đang ở mức dồi dào.



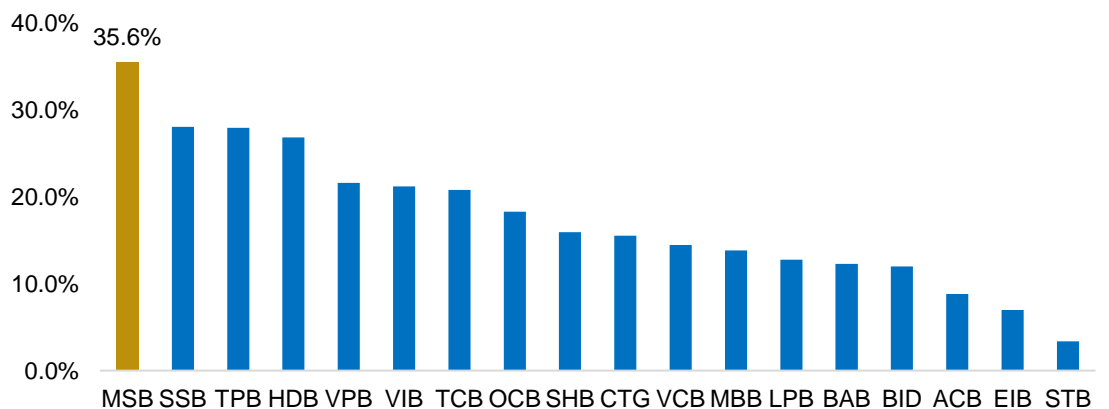
Nguồn: MSB, BVSC tổng hợp.

MSB là một trong những ngân hàng tư nhân có chi phí vốn thấp nhờ lợi thế CASA và tỷ trọng vay liên ngân hàng ở mức cao.

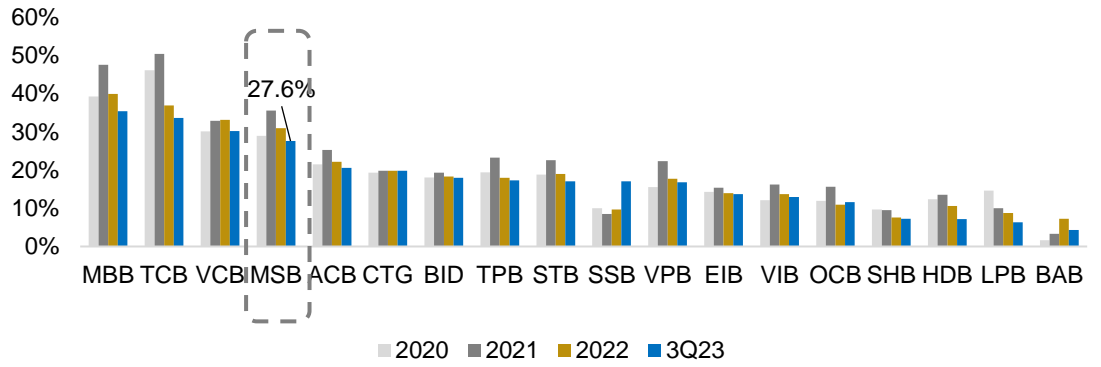
MSB là một trong những ngân hàng tư nhân có chi phí vốn thấp (COF LTM)



**Trung bình 5 năm tỷ lệ vay LNH/tổng nguồn vốn
MSB có tỷ lệ vay LNH lớn nhất trong số các ngân hàng theo dõi**

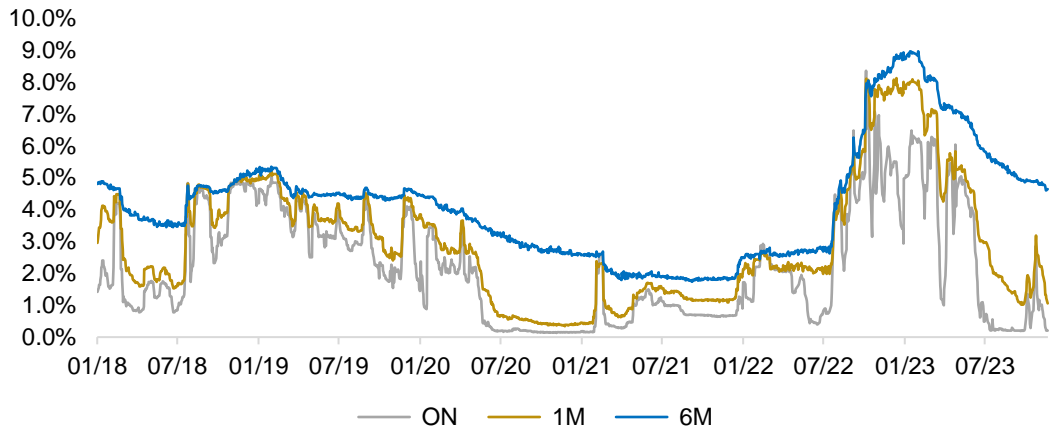


MSB là một trong những ngân hàng có tỷ lệ CASA cao trong hệ thống

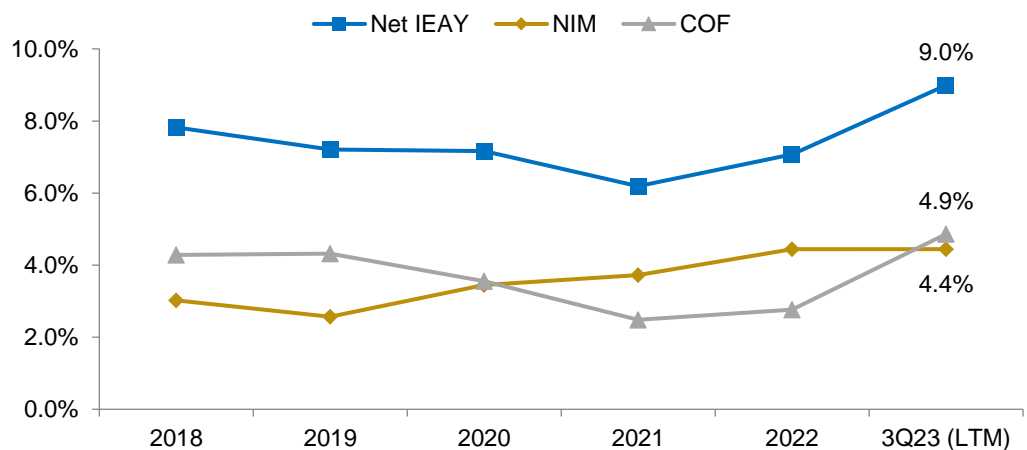


Lãi suất liên ngân hàng duy trì ở mức thấp giúp giảm chi phí vốn của ngân hàng.

Lãi suất MM liên ngân hàng



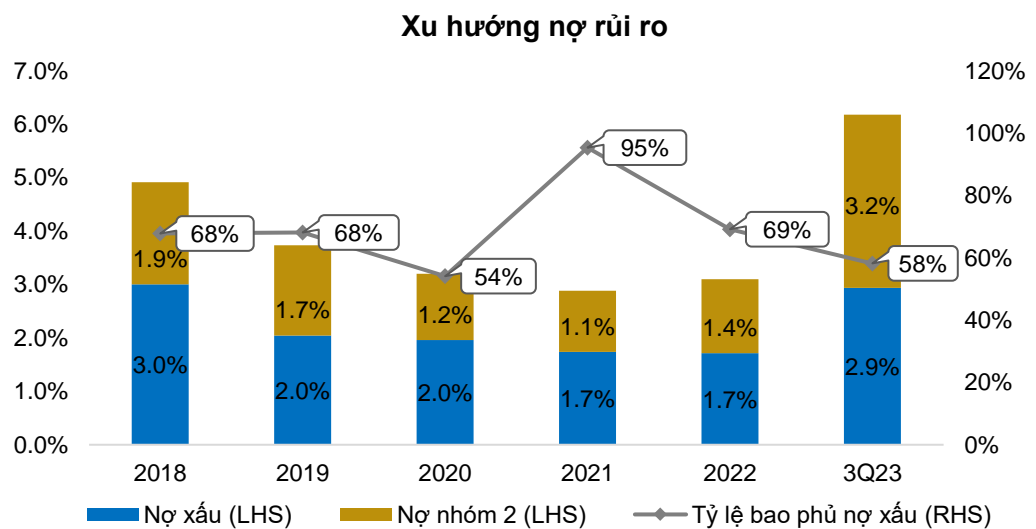
NIM Q3 đã có sự hồi phục sau nhiều quý giảm mạnh



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, BVSC

NIM Q3 tăng 28 bps QoQ, chủ yếu nhờ COF giảm mạnh 71 bps QoQ trong khi IEAY chỉ giảm 44 bps QoQ. Điều này cho thấy các khoản huy động với lãi suất cao đã đáo hạn và phần huy động lãi suất thấp dần phản ánh vào COF. Ngoài ra, tỷ lệ CASA cải thiện và lãi suất liên ngân hàng duy trì ở mức thấp cũng tạo điều kiện giảm chi phí vốn của ngân hàng. BVSC kỳ vọng NIM của MSB sẽ tiếp tục cải thiện theo xu hướng này khi nền kinh tế dần hồi phục, tăng trưởng tín dụng phục hồi trong bối cảnh lãi suất huy động giảm mạnh.

Chất lượng tài sản sụt giảm trong bối cảnh toàn ngành Ngân hàng vẫn còn khó khăn



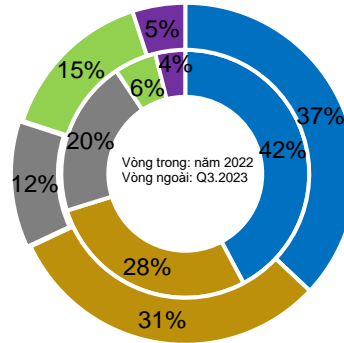
Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, BVSC

Chất lượng tài sản của MSB sụt giảm với tỷ lệ nợ xấu (NPL) tiếp tục tăng qua các quý và gần chạm ngưỡng 3% ở thời điểm cuối Q3 khi nền kinh tế gặp nhiều khó khăn và thị trường bất động sản vẫn chưa có dấu hiệu hồi phục. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của MSB cũng giảm mạnh xuống mức 58%. Tuy nhiên, nợ nhóm 2 đã có sự cải thiện từ mức 3,4% xuống còn 3,25% và tỷ lệ hình thành nợ xấu (NPL formation rate) đạt 0,47%, chậm đi so với quý 2 là 0,53%.

Với kỳ vọng nền kinh tế có những dấu hiệu cải thiện và ấm dần lên, cùng với việc lãi suất giữ ở mức thấp trong thời gian dài sẽ thúc đẩy nhu cầu vay, chúng tôi cho rằng NPL sẽ có sự cải thiện nhẹ về cuối năm 2023 và trong năm 2024 trước khi trở về dưới mức 2% trong năm 2025.

Thu nhập ngoài lãi

Cơ cấu thu nhập dịch vụ của MSB năm 2022 và Q3.2023



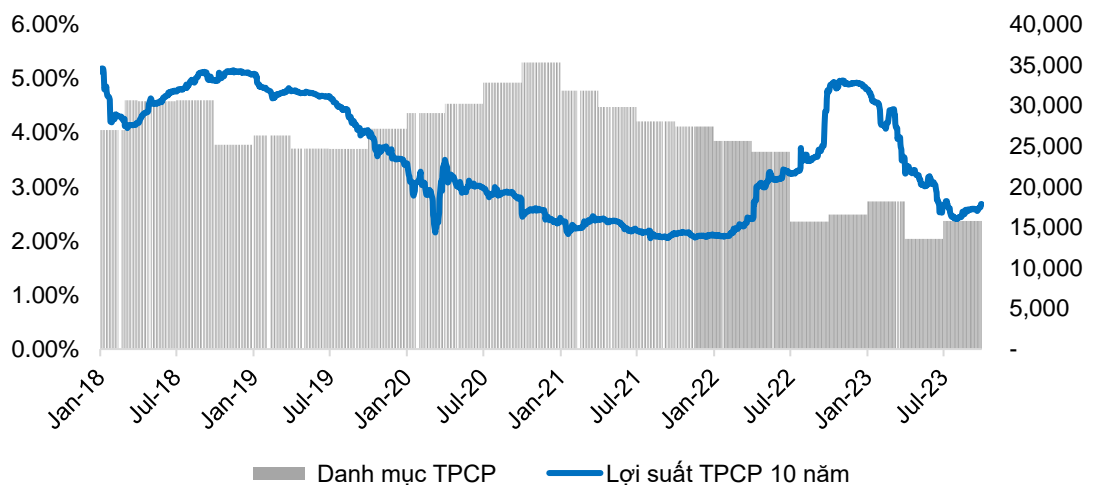
■ Ngoại hối ■ Thanh toán và L/C ■ Banca ■ Khác ■ Thẻ

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, BVSC tổng hợp

Cơ cấu thu nhập dịch vụ có sự thay đổi đáng kể khi tỷ trọng mảng banca giảm 8% trước ảnh hưởng tiêu cực từ các biện pháp kiểm soát chặt chẽ của chính phủ và tình hình khó khăn của nền kinh tế.

Ngoài ra, chúng tôi cho rằng MSB đã chốt lời danh mục TPCP trong năm 2022 nhờ “cửa để dành” từ những năm trước trong bối cảnh những ngân hàng khác có kết quả kinh doanh TPCP không khả quan. Điều này có thể khiến kết quả kinh doanh TPCP của MSB năm 2024 có thể không được tốt như những năm trước.

Danh mục TPCP của MSB qua các năm



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, BVSC

Triển vọng kinh doanh

Một số giả định chính

Chỉ tiêu	2022	2023F	2024F
Tăng trưởng tín dụng	17,8%	19,0%	21,4%
Tăng trưởng huy động	19,6%	9,0%	25,6%
NIM	4,44%	4,45%	4,69%
NPL	1,71%	2,87%	2,48%
CIR	41,4%	36,7%	34,0%

Dự phóng KQKD

(Đvt: tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	Diễn giải
Thu nhập lãi thuần	8.322	9.346	11.571	Tăng trưởng đóng góp chủ yếu nhờ NIM mở rộng và tín dụng trở về mức tăng trưởng cao khi nền kinh tế ấm dần trở lại.
YoY (%)	33,9%	12,3%	23,8%	
Thu nhập ngoài lãi	2.372	3.476	3.177	
YoY (%)	-45,7%	46,5%	-8,6%	
<i>Thu nhập dịch vụ</i>	1.112	1.588	1.575	Năm 2023, chúng tôi cho rằng MSB đã ghi nhận phần phí trả trước còn lại từ Prudential khoảng 300 tỷ đồng. Nếu loại bỏ phần này, thu nhập dịch vụ năm 2024 sẽ tăng trưởng 22,3% nhờ các hoạt động trong nền kinh tế dần hồi phục.
YoY (%)	-61,3%	42,7%	-0,8%	
<i>Kinh doanh ngoại hối</i>	1.000	1.300	900	Kỳ vọng tỷ giá USD/VND ổn định ảnh hưởng đến hoạt động tự doanh ngoại hối.
YoY (%)	161,4%	29,9%	-30,8%	
<i>Kinh doanh chứng khoán</i>	681	238	402	Kỳ vọng lãi suất liên ngân hàng duy trì ở mức thấp hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh TPCP.
YoY (%)	93,7%	-65,1%	68,9%	
TOI	10.694	12.822	14.748	
YoY (%)	1,0%	19,9%	15,0%	
Chi phí hoạt động	(4.428)	(4.702)	(5.018)	Kỳ vọng CIR cải thiện từ 41% năm 2022 xuống còn lần lượt là 36% và 34% năm 2023 và 2024 nhờ việc chuyển đổi số và cải cách hoạt động.
YoY (%)	12,6%	6,2%	6,7%	
LN trước dự phòng	6.266	8.120	9.730	
YoY (%)	-5,9%	29,6%	19,8%	
Chi phí dự phòng	(478,5)	(1.910)	(1.990)	Chi phí dự phòng tăng mạnh bù đắp cho nợ xấu tăng lên đáng kể năm 2023. Kỳ vọng năm 2024 nợ xấu sẽ cải thiện hơn khi nền kinh tế phục hồi.
YoY (%)	-69,5%	299,2%	4,2%	
LN trước thuế	5.787	6.210	7.740	
YoY (%)	13,7%	7,3%	24,6%	
LN ròng	4.616	4.968	6.192	
YoY (%)	14,4%	7,6%	24,6%	

Khuyến nghị và định giá

Mặc dù đối mặt với những khó khăn trong thời điểm hiện tại, chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế dần hồi phục sẽ hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh của ngân hàng và giúp MSB lấy lại được đà tăng trưởng mạnh trong 1-2 năm tới. Vì vậy, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** cho MSB với mức giá mục tiêu **16.700 đồng/cp**, tương đương mức lợi suất **18,4%**.

Chúng tôi sử dụng kết hợp giữa 2 phương pháp thu nhập thặng dư (RI model) và phương pháp so sánh P/B để định giá MSB, với phương pháp RI model chiếm tỷ trọng thấp hơn do ngân hàng vẫn đang trong giai đoạn tăng trưởng mạnh và chưa đến giai đoạn bão hòa.

Phương pháp	Target	BVPS	Giá	Tỷ trọng
RI model			15.805	30%
P/B	0,9x	18.907	17.016	70%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	16.700			

Một số chỉ tiêu chính

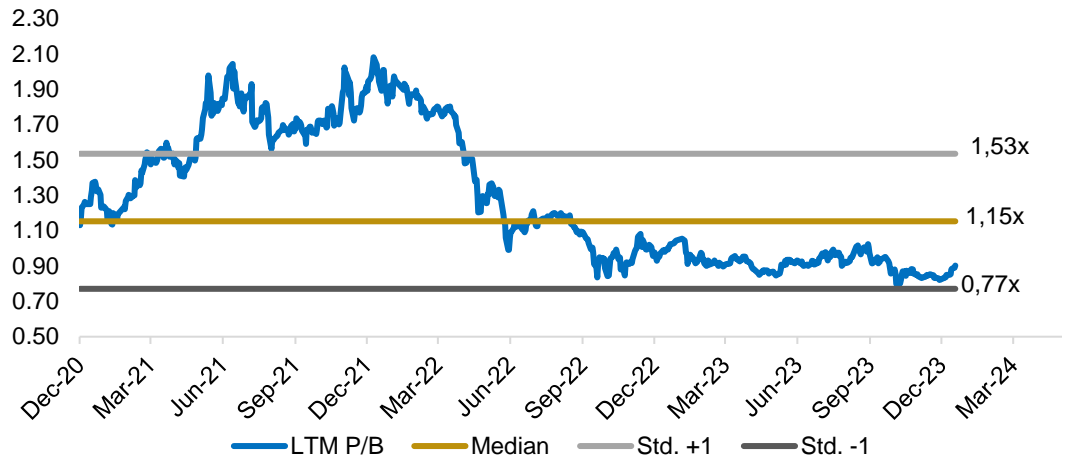
Chỉ tiêu	Ngắn hạn	Dài hạn
Risk-free Rate	3,00%	4,00%
Equity Risk Premium	9,00%	9,00%
Beta	1,3	1,3
Cost of Equity	15,0%	16,5%
Terminal Growth	3,0%	

Tóm tắt định giá phương pháp thu nhập thặng dư (RI model)

(Đvt: tỷ đồng)	2024F	2025F	2026F	Terminal
LNST-CĐTS	6.192	7.830	9.437	9.720
- Chi phí vốn CSH	4.731	5.657	6.829	9.067
Thu nhập thặng dư (RI)	1.461	2.173	2.608	653
Hiện giá RI	1.282	1.658	4.952	4.852
Vốn CSH đầu kỳ	31.622	37.813	45.643	55.079
Chi phí vốn CSH	15,0%	15,0%	15,0%	16,5%
Chi phí vốn	4.731	5.657	6.829	9.067
Giá trị vốn CSH	31.622			
SL cổ phiếu lưu hành	2.000.000.000			
Giá trị (đồng/cp)	19.757			
Tỷ lệ chiết khấu (*)	20%			
Giá trị hợp lý (đồng/cp)	15.805			

(*) Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 20% trên giá trị theo phương pháp RI model do ngân hàng vẫn đang trong giai đoạn tăng trưởng mạnh và chưa đến giai đoạn bão hòa.

P/B lịch sử của MSB giai đoạn 2018-2023



Nguồn: FiinPro; BVSC

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Tổng doanh thu hoạt động	10.588	10.694	12.822	14.748
Chi phí hoạt động	(3.932)	(4.428)	(4.702)	(5.018)
Lợi nhuận trước dự phòng	6.656	6.266	8.120	9.730
Chi phí dự phòng	(1.568)	(479)	(1.910)	(1.990)
LNST sau CĐTS	4.035	4.616	4.968	6.192

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Tiền và tương đương tiền	1.524	1.394	2.162	3.591
Tiền gửi tại NHNN	3.057	3.690	5.725	5.033
Tiền gửi tại các TCTD khác	33.442	39.244	55.901	56.918
Cho vay khách hàng, ròng	99.876	119.213	142.396	173.194
Chứng khoán đầu tư	48.226	31.535	31.250	35.874
Tổng tài sản	203.665	212.776	254.414	291.001
Vay NHNN	1.017	1.015	1.012	1.012
Tiền gửi các TCTD	68.036	50.374	74.331	70.013
Tiền gửi khách hàng	94.616	117.121	129.579	159.023
Vốn chủ sở hữu	22.038	26.654	31.622	37.813
Tổng nợ vay và VCSH	203.665	212.776	254.414	291.001

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2021	2022	2023F	2024F
Tăng trưởng				
Cho vay khách hàng	28,0%	18,8%	19,8%	21,6%
Tiền gửi khách hàng	8,1%	23,8%	10,6%	22,7%
Tổng tài sản (TTS)	15,3%	4,5%	19,6%	14,4%
VCSH	30,6%	20,9%	18,6%	19,6%
Lợi nhuận				
NIM	3,72%	4,44%	4,45%	4,69%
ROAA	2,12%	2,22%	2,13%	2,27%
ROAE	20,74%	18,96%	17,05%	17,84%
Chất lượng tài sản				
NPL	1,74%	1,71%	2,87%	2,48%
Loan loss reserve (LLR)	95%	69%	53%	59%
Thanh khoản				
Cho vay khách hàng/TTS	50%	57%	57%	60%
Cho vay KH/Tiền gửi KH	107%	103%	112%	111%
Trên mỗi cổ phiếu				
EPS (VNĐ/CP)	2.701	2.325	2.484	3.096
BVPS (VNĐ/CP)	14.427	13.423	15.811	18.907

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính, Dầu khí
khanhdl@bvsc.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng
hoalt@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

Bất động sản, Vật liệu xây dựng
thaotp@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng
anhnhm@bvsc.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Bán lẻ, Vật liệu cơ bản
manhtd@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường
hoanh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Xây dựng, Vật liệu xây dựng
hoangnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển, Ngân hàng
tramnhb@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chứng Khoán
phuonglh@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản
minhtnn@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888