

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi	25,226	32,354	33,203	40,119	46,514
Chi phí lãi	(13,326)	(21,151)	(18,619)	(22,624)	(26,027)
Thu nhập lãi thuần	11,900	11,203	14,584	17,495	20,487
Lãi thuần HĐ dịch vụ	1,662	3,566	1,344	1,812	2,402
Lãi thuần HĐ KDNH	10.5	435	499	414	480
Lãi/lỗ từ mua bán CK	343	25.0	426	102	132
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	53.9	49.3	35.4	34.9	34.9
Thu nhập khác	201	347	464	542	658
Tổng thu nhập HĐ	14,170	15,625	17,353	20,400	24,194
Chi phí HĐ	(5,307)	(5,760)	(6,399)	(7,247)	(8,406)
LN trước dự phòng	8,863	9,865	10,953	13,153	15,788
Chi phí dự phòng	(3,174)	(2,826)	(3,860)	(5,032)	(6,208)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	5,690	7,039	7,094	8,121	9,580
Chi phí thuế TNDN	(1,179)	(1,467)	(1,429)	(1,624)	(1,916)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	4,510	5,572	5,665	6,497	7,664
EPS (đồng)	1,610	2,012	2,015	2,312	2,727
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,485	2,521	2,558	2,558	2,558
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,485	2,558	2,558	2,558	2,558
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,485	2,558	2,558	2,558	2,558

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	2,984	2,383	2,237	3,851	4,648
Tiền gửi tại NHNN	10,324	14,578	10,992	13,247	15,990
Tiền gửi tại các TCTD khác	31,968	35,528	46,528	58,797	78,195
Chứng khoán kinh doanh	566	580	626	809	1,041
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	230,894	271,994	315,717	366,231	424,828
Tổng dư nợ cho vay	235,767	275,453	319,525	370,649	429,953
Dự phòng rủi ro	(4,873)	(3,458)	(3,809)	(4,418)	(5,125)
Chứng khoán đầu tư	42,007	46,844	44,107	56,955	73,329
CK đầu tư sẵn sàng để bán	42,007	46,844	44,107	56,955	73,329
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	0	0	0	0	0
Dự phòng rủi ro	0	0	0	0.26	0.26
Đầu tư dài hạn	316	349	349	349	349
Tài sản cố định	1,693	1,950	2,053	2,115	2,178
Tài sản khác	6,993	8,656	7,408	8,653	10,034
Tổng tài sản	327,746	382,863	430,016	511,006	610,592
Nợ phải trả	303,691	348,746	390,537	465,614	558,227
Tiền gửi của NHNN	3,077	89.6	76.9	92.7	112
Tiền gửi của các TCTD khác	39,660	50,112	58,154	65,605	76,102
Tổng tiền gửi KH	215,888	237,392	274,792	331,178	399,740
Trái phiếu và CCTG	35,048	47,910	44,734	53,913	65,074
Nợ khác	9,976	13,166	12,781	14,826	17,198
Vốn chủ sở hữu	24,055	34,117	39,479	45,391	52,366
Vốn điều lệ	17,291	25,576	25,576	25,576	25,576
Thặng dư vốn cổ phần	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
Lợi nhuận giữ lại	3,904	4,845	9,176	14,040	19,813
Quỹ & vốn khác của CSH	2,860	3,696	4,727	5,775	6,977
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	327,746	382,863	430,016	511,006	610,592
BVPS (đồng)	9,679	13,340	15,436	17,748	20,474

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	13.3	16.8	12.3	18.8	19.5
Tăng trưởng cho vay KH (%)	12.8	16.8	16.0	16.0	16.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	19.8	9.96	15.8	20.5	20.7
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	15.6	13.7	12.0	20.5	20.7
Tăng trưởng VCSH (%)	43.2	41.8	15.7	15.0	15.4
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	32.0	(5.86)	30.2	20.0	17.1
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	4.25	8.54	11.1	13.2	16.0
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	78.7	11.3	11.0	20.1	20.0
Tăng trưởng LNTT (%)	56.4	23.7	0.77	14.5	18.0
Tăng trưởng LN thuần (%)	57.0	23.5	1.66	14.7	18.0
Chỉ số hiệu quả					
TN thuần/HĐ/Tổng TS BQ (%)	4.59	4.40	4.27	4.34	4.31
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.72)	(1.62)	(1.57)	(1.54)	(1.50)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	97.3	97.6	97.8	98.0	98.0
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.16	1.47	1.59	1.81	2.08
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	3.99	5.16	5.47	6.54	8.04
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	16.0	12.8	12.8	11.2	9.46
P/B (lần)	2.67	1.93	1.67	1.45	1.26
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	31.8	35.7	32.6	31.8	31.7
ROAA (%)	1.46	1.57	1.39	1.38	1.37
ROAE (%)	22.1	19.2	15.4	15.3	15.7
Chi phí huy động BQ (%)	4.77	6.72	5.22	5.46	5.25
Lợi suất góp BQ (%)	8.40	9.33	8.35	8.70	8.46
Lợi suất thuần (%)	3.63	2.60	3.13	3.24	3.22
Tỷ lệ NIM (%)	3.96	3.23	3.67	3.79	3.73
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	11.7	22.8	7.75	8.88	9.93
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	84.0	71.7	84.0	85.8	84.7
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	16.0	28.3	16.0	14.2	15.3
Tỷ lệ CIR (%)	37.5	36.9	36.9	35.5	34.7
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.4	12.2	12.4	11.9	11.3
VCSH/Tổng TS (%)	7.34	8.91	9.18	8.88	8.58
Đòn bẩy vốn (lần)	13.6	11.2	10.9	11.3	11.7
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.45	1.34	1.40	1.40	1.40
Hệ số LLR (%)	142	93.8	85.1	85.1	85.1
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	109	116	116	112	108
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	13.6	14.9	15.4	14.6	14.1
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	71.9	71.9	74.3	72.5	70.4
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	1,129	1,079	1,035	993	953
Số lượng nhân viên	12,203	10,627	10,945	11,273	11,611

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

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ18,200 (từ VNĐ17,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 27.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (31/5/2024)	14,300
Mã Bloomberg	MSB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	12,200-15,900
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	14,270
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	28,600
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,124
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,000
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	600
Slg CP NN được mua (tr.đv)	7.54
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	29.6%
Tỷ lệ freefloat	79.6%
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	5.15	(10.1)	19.2
So với chỉ số	2.22	(10.8)	(0.41)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,732	2,758	(1.0)
2025F	2,780	3,168	(12.2)
2026F	3,188	3,640	(12.4)

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 Thanh Tùng, CFA

Chuyên Viên, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.nguyenthanh@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

Định giá thấp nhưng thiếu động lực tăng giá; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MSB và tăng 5,2% giá mục tiêu lên 18.200đ sau khi chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025. Mặc dù lo ngại về chất lượng tài sản, nhưng định giá hiện tại đủ để bù đắp các rủi ro.
- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2024 dựa trên thông tin mới về thu nhập từ thu hồi nợ ngoại bảng nhưng giảm 12% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 do nâng giả định chi phí tín dụng. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026, theo đó lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 3 năm đạt 11,1%.
- MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,74 lần, thấp hơn 30% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân và là mức định giá hấp dẫn.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q1/2024 và điều chỉnh dự báo

BCTC Q1/2024 của MSB làm gia tăng những lo ngại về chất lượng tài sản. Chúng tôi phải xem xét lại quan điểm, giả định và định giá sau khi nhận thấy tình hình tỷ lệ nợ xấu, lãi dự thu và tỷ trọng cho vay lĩnh vực BĐS đang gia tăng.

Tác động: Giảm 12% dự báo EPS năm 2025 do chi phí tín dụng tăng lên

Theo quan điểm tổng quát của chúng tôi đối với MSB, Ngân hàng sẽ cần một vài năm để làm sạch bảng CĐKT. Lợi nhuận của MSB hiện phụ thuộc vào khả năng kiểm soát nợ xấu mới hình thành và hiệu quả thu hồi nợ xấu.

Dựa trên quan điểm thận trọng hơn đối với chất lượng tài sản của MSB, HSC tăng bình quân 40% dự báo chi phí tín dụng cho năm 2024-2025 để xử lý nợ xấu. Chúng tôi cũng dự báo chi phí tín dụng năm 2026 vẫn sẽ ở mức cao, tăng 24% so với cùng kỳ. Theo đó, HSC giảm 12% dự báo lợi nhuận năm 2025 nhưng gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 đạt 5.444 tỷ đồng (tăng trưởng 17,2%) dựa trên kế hoạch mới về khoản thu nhập từ thu hồi nợ ngoại bảng khoảng 1,8 nghìn tỷ đồng trong năm nay. Lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 11,1%.

Dự báo EPS của chúng tôi thấp hơn so với thị trường nhưng điều này là do chúng tôi là CTCK duy nhất đưa ra khuyến nghị đối với MSB và hiện đang hạ dự báo đối với Ngân hàng này.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 5,2% giá mục tiêu lên 18.200đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận. Mặc dù đã phản ánh cả việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và nâng tỷ lệ chiết khấu, giá trị hợp lý của MSB vẫn cao hơn thị giá hiện tại. Tại giá mục tiêu của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 28,2% và P/B dự phóng năm 2024 là 1 lần, thấp hơn khoảng 18% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,74 lần, thấp hơn 30% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân và thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, mức định giá đủ hấp dẫn để bù đắp những rủi ro hiện hữu.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	8,322	9,189	9,966 ▼	12,861	15,078
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	6,266	7,447	9,420	10,073 ▼	11,835
LN thuần (tỷ đồng)	4,616	4,644	5,444	5,560 ▼	6,375
EPS (đồng)	2,325	2,339	2,732	2,780 ▼	3,188
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	13,423	15,761	18,277	21,057	24,245
P/E (lần)	6.15	6.11	5.24	5.14	4.49
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.07	0.91	0.78	0.68	0.59
Tăng trưởng EPS (%)	14.4	0.61	16.8	1.78	14.7
ROAE (%)	19.0	16.0	16.0	14.1	14.1

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

Giá đủ rẻ để bù đắp rủi ro về chất lượng tài sản

Chất lượng tài sản của MSB là lo ngại hàng đầu của chúng tôi do tỷ lệ nợ xấu và lãi dự thu đang tăng lên. Tăng trưởng tín dụng Q1/2024 cũng tập trung chủ yếu vào lĩnh vực rủi ro hơn là BĐS. Đây là những nguyên nhân chính dẫn đến việc chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng giá cổ phiếu đang thấp hơn giá trị do tại giá trị hợp lý của chúng tôi (sau khi phản ánh các rủi ro), tiềm năng tăng giá vẫn là 26,4%.

Điều chỉnh giả định chính

Các giả định chính và quan điểm của chúng tôi như sau:

- **Tăng trưởng bảng CĐKT:** HSC giữ nguyên giả định tăng trưởng tín dụng đạt 18% do chúng tôi tin rằng Ngân hàng có thể đạt tăng trưởng tín dụng cao hơn so với ngành (dự báo đạt 14%). Tuy nhiên, chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng tiền gửi để giảm dần tỷ lệ LDR điều chỉnh về 85% trong dài hạn.
- **Tỷ lệ NIM:** HSC hạ dự báo tỷ lệ NIM sau khi hạ giả định tỷ lệ LDR và nâng dự báo tỷ lệ nợ xấu. Lãi suất liên ngân hàng tăng mạnh gần đây cũng tác động tiêu cực tới tỷ lệ NIM năm 2024.
- **Tỷ lệ nợ xấu & chi phí tín dụng:** HSC nâng dự báo chi phí tín dụng để xóa dần nợ xấu. Chúng tôi kỳ vọng Ngân hàng sẽ cần một vài năm ghi nhận chi phí tín dụng cao để làm sạch bảng CĐKT.

Bảng 103: Các giả định chủ chốt, MSB

Những điều chỉnh chính bao gồm hạ giả định tỷ lệ NIM & tăng giả định chi phí tín dụng

	2023	Dự báo cũ		Dự báo mới		
		2024F	2025F	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng tín dụng	22.3%	18.0%	18.1%	18.0%	18.0%	18.0%
Tăng trưởng tiền gửi	13.00%	18.3%	18.3%	20.5%	24.1%	24.3%
Tỷ lệ NIM	4.10%	4.30%	4.24%	3.75%	4.18%	4.07%
Tỷ lệ nợ xấu	2.87%	2.42%	1.80%	2.90%	2.70%	2.40%
Chi phí tín dụng	1.20%	1.52%	1.39%	1.58%	1.62%	1.70%
Nợ xấu mới hình thành	2.42%	1.24%	1.00%	2.00%	1.80%	1.80%

Nguồn: HSC

Bảng 104: Cơ cấu tỷ lệ NIM giả định, MSB

Lợi suất gộp được dự báo sẽ giảm nhanh hơn nhưng hồi phục chậm hơn so với chi phí huy động

	2023	Dự báo cũ		Dự báo mới		
		2024F	2025F	2024F	2025F	2026F
Lợi suất gộp	8.46%	7.85%	7.55%	6.86%	7.42%	7.53%
Điều chỉnh				-99.3 điểm cơ bản	-13.0 điểm cơ bản	8.9 điểm cơ bản
Chi phí huy động	4.79%	3.93%	3.66%	3.45%	3.61%	3.85%
Điều chỉnh				-48.1 điểm cơ bản	-5.1 điểm cơ bản	22.2 điểm cơ bản
Tỷ lệ NIM	4.10%	4.30%	4.24%	3.75%	4.18%	4.07%
Điều chỉnh				-55.0 điểm cơ bản	-6.3 điểm cơ bản	-9.4 điểm cơ bản

Nguồn: HSC

Tuy nhiên, HSC vẫn dự báo lợi nhuận năm 2024 tăng trưởng 17,2% đạt 5.444 tỷ đồng nhờ thu nhập từ thu hồi nợ ngoại bảng kỳ vọng tăng mạnh (tăng 1.700 tỷ đồng). Điều này là nhờ công tác thu hồi nợ xấu ngoại bảng có tiến triển tích cực, theo chia sẻ của ngân hàng. MSB đã thu hồi được 800 tỷ đồng nợ ngoại bảng vào tháng 4/2024 và dự kiến sẽ thu hồi thêm 1.000 tỷ đồng vào tháng 6 hoặc tháng 7. Chúng tôi cũng kỳ vọng mảng kinh doanh ngoại hối và mua bán trái phiếu sẽ đạt kết quả khả quan trong năm 2024 nhờ điều kiện vĩ mô thuận lợi (lãi suất trái phiếu thấp, nhu cầu ngoại hối cao và biến động mạnh). Trong năm 2025, HSC tin rằng lợi nhuận của những mảng kinh doanh này sẽ trở lại mức bình thường.

Bảng 105: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, MSB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm nâng giả định thu nhập ngoài lãi cho năm 2024 & nâng giả định trích lập dự phòng bình quân cho năm 2024-2025

Tỷ đồng	2023	Old forecasts		New forecasts		
		2024F	2025F	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	9,189	10,871	12,389	9,966	12,861	15,078
Tăng trưởng		18.3%	14.0%	8.5%	29.0%	17.2%
Điều chỉnh				-8.3%	3.8%	
Tổng thu nhập ngoài lãi	3,070	2,928	3,454	4,602	3,219	3,846
Tăng trưởng		-4.6%	18.0%	49.9%	-30.0%	19.4%
Điều chỉnh				57.2%	-6.8%	
Tổng thu nhập HĐ	12,259	13,799	15,843	14,568	16,081	18,924
Tăng trưởng		12.6%	14.8%	18.8%	10.4%	17.7%
Điều chỉnh				5.6%	1.5%	
Chi phí HĐ	-4,812	-4,864	-5,420	-5,148	-6,008	-7,089
Tăng trưởng		1.1%	11.4%	7.0%	16.7%	18.0%
Điều chỉnh				5.8%	10.8%	
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	7,447	8,935	10,423	9,420	10,073	11,835
Tăng trưởng		20.0%	16.7%	26.5%	6.9%	17.5%
Điều chỉnh				5.4%	-3.4%	
Chi phí dự phòng	-1,617	-2,353	-2,546	-2,578	-3,123	-3,866
Tăng trưởng		45.6%	8.2%	59.4%	21.2%	23.8%
Điều chỉnh				9.5%	22.6%	
LNTT	5,830	6,582	7,877	6,842	6,950	7,969
Tăng trưởng		12.9%	19.7%	17.4%	1.6%	14.7%
Điều chỉnh				4.0%	-11.8%	
Lợi nhuận thuần	4,644	5,265	6,302	5,444	5,560	6,375
Tăng trưởng		13.4%	19.7%	17.2%	2.1%	14.7%
Điều chỉnh				3.4%	-11.8%	

Nguồn: HSC

Bảng 106: Chi tiết dự báo thu nhập ngoài lãi, MSB

HSC dự báo thu nhập (trong khoản thu nhập khác) sẽ phục hồi cao hơn & lãi thuần HĐKD ngoại hối tăng trong năm 2024

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ		Dự báo mới		
		2024F	2025F	2024F	2025F	2026F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	1,597	1,316	1,557	1,251	1,651	1,948
Tăng trưởng		-17.6%	18.3%	-21.7%	32.0%	18.0%
Điều chỉnh				-4.9%	6.1%	
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	1,072	900	1,035	1,162	775	915
Tăng trưởng		-16.1%	15.0%	8.4%	-33.3%	18.0%
Điều chỉnh				29.1%	-25.1%	
Lãi thuần mua bán trái phiếu	499	295	333	554	361	449
Tăng trưởng		-41.0%	13.0%	11.0%	-34.8%	24.2%
Điều chỉnh				88.0%	8.4%	
Thu nhập vốn CSH	2	-	-	2	2	2
Tăng trưởng		-100.0%	-	5.0%	-	-
Điều chỉnh				-	-	
Thu nhập khác	-100	417	530	1,633	430	532
Tăng trưởng		N/a	27.1%	N/a	-73.6%	23.7%
Điều chỉnh				291.6%	-18.8%	
Tổng thu nhập ngoài lãi	3,070	2,928	3,454	4,602	3,219	3,846
Tăng trưởng		-4.6%	18.0%	49.9%	-30.0%	19.4%
Điều chỉnh				57.2%	-6.8%	

Nguồn: HSC

Tại sao chúng tôi điều chỉnh giả định?

Lợi nhuận của MSB đã chứng lại kể từ năm 2023 với mức tăng trưởng chỉ là 0,6% trong năm 2023 sau đó giảm 1,9% trong Q1/2024. Nguyên nhân chính làm giảm lợi nhuận là chi phí tín dụng, tăng gần 240% trong năm 2023 và tiếp tục tăng 34% trong Q1/2024.

Lo ngại lớn nhất của chúng tôi đối với MSB là chất lượng tài sản do tỷ lệ nợ xấu tiếp tục tăng lên hàng quý, hiện ở mức 3,2%. Chúng tôi cũng nhận thấy tín hiệu tiêu cực khác là lãi dự thu tăng lên, từ đó cho thấy Ngân hàng đang gặp khó khăn trong việc thu tiền từ một số khách hàng. Đây là nguyên nhân chính khiến chúng tôi phải nâng dự báo chi phí tín dụng. HSC cũng kỳ vọng MSB sẽ tập trung vào việc thu hồi nợ xấu (bao gồm nợ trên và ngoại bảng CĐKT) trong những quý tới, việc này hiện rất quan trọng đối với khả năng sinh lời của ngân hàng (đó là kiểm soát nợ xấu).

Bảng 107: Tóm tắt lợi nhuận, MSB

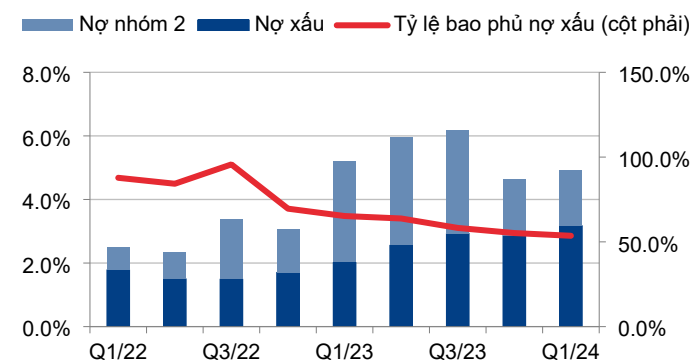
Tăng trưởng lợi nhuận thuần chững lại do gánh nặng chi phí tín dụng

Tỷ đồng	2022	2023	Tăng trưởng	Q1/2023	Q1/2024	% so với cùng kỳ
Thu nhập lãi thuần	8,322	9,189	10.4%	2,158	2,365	9.6%
Thu nhập ngoài lãi	2,372	3,070	29.5%	711	753	5.9%
Thu nhập HĐ dịch vụ	1,112	1,597	43.6%	270	300	11.3%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	1,000	1,072	7.2%	137	592	330.8%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	681	499	-26.7%	158	16	-89.9%
Thu nhập khác	-423	-100	-76.5%	146	-155	-205.9%
Cổ tức	1	2	85.3%	-	-	-
Tổng thu nhập HĐ	10,694	12,259	14.6%	2,869	3,118	8.7%
Chi phí HĐ	-4,428	-4,812	8.7%	-939	-1,048	11.6%
Lợi nhuận trước dự phòng	6,266	7,447	18.8%	1,930	2,070	7.3%
Chi phí trích lập dự phòng	-479	-1,617	237.9%	-403	-540	33.9%
LNTT	5,787	5,830	0.7%	1,526	1,530	0.2%
Lợi nhuận thuần	4,616	4,644	0.6%	1,218	1,194	-1.9%

Nguồn: MSB, HSC

Biểu đồ 108: Tỷ lệ nợ xấu & tỷ lệ bao phủ nợ xấu, MSB

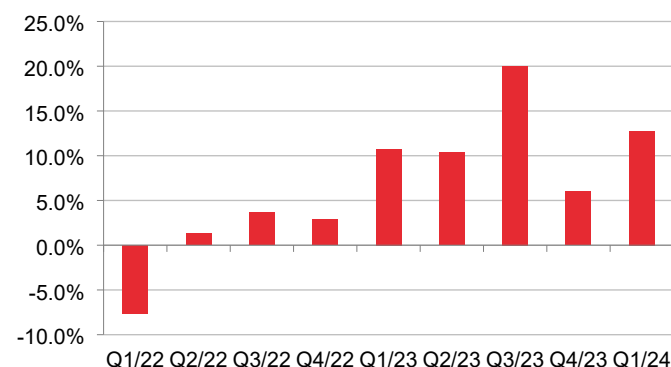
Tỷ lệ nợ xấu trên 3% gây ra lo ngại về chất lượng tài sản



Nguồn: MSB, HSC

Biểu đồ 109: Tỷ lệ dự thu trong thu nhập lãi, MSB

Tỷ lệ lãi dự thu tăng là một tín hiệu tiêu cực khác



Nguồn: MSB, HSC

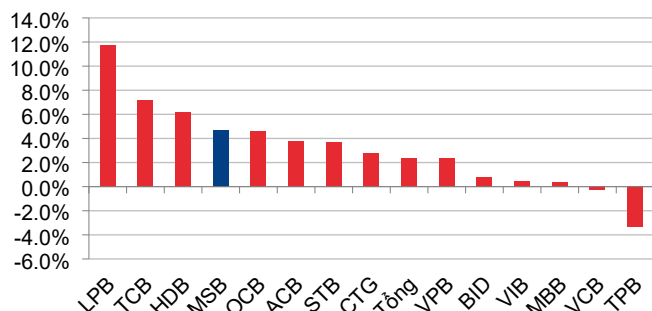
Tăng trưởng tín dụng kể từ đầu năm của MSB đạt kết quả ấn tượng trong Q1/2024 so với ngành nhưng tất cả tăng trưởng đều đến từ ngành BĐS, ngành có mức độ rủi ro cao hơn theo quan điểm của chúng tôi. Tỷ lệ NIM tiếp tục xu hướng giảm do tỷ lệ nợ xấu cao. HSC tin rằng MSB có thể gặp khó khăn trong việc cải thiện tỷ lệ NIM trong Q2/2024 do vị thế đi vay ròng và lãi suất liên ngân hàng tăng mạnh. Tỷ lệ NIM được dự báo hồi phục nhẹ từ Q3/2024 do chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tín dụng tăng lên (cho phép các NHTM nói chung nâng lãi suất) và lãi suất liên ngân hàng hạ nhiệt.

Đối với lãi thuần HĐ dịch vụ, tăng trưởng ấn tượng trong năm 2023 đến từ phí bancassurance trả trước (ước tính khoảng 400 tỷ đồng). Nếu không bao gồm khoản lãi không thường xuyên này, lãi thuần HĐ dịch vụ tăng trưởng không đáng kể do thị trường bancassurance đang phải đối mặt với nhiều thách thức.

Lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối tăng mạnh 331% trong Q1/2024 nhờ nhu cầu đối với USD gia tăng. HSC tin rằng lợi nhuận mảng kinh doanh ngoại hối sẽ giảm xuống do nhu cầu mua USD hạ nhiệt khi gần tới thời điểm Fed cắt giảm lãi suất.

Biểu đồ 110: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm trong Q1/2024, các NHTM HSC khuyến nghị

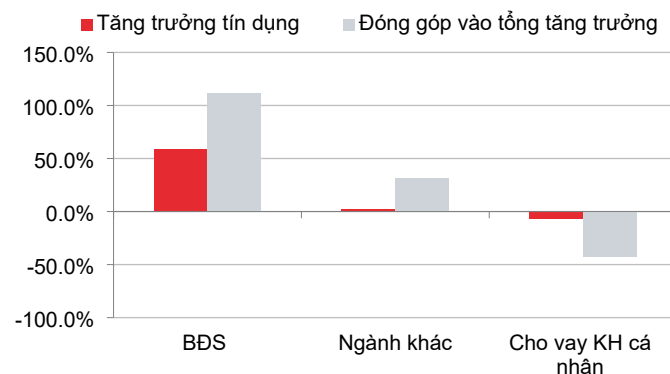
MSB đạt mức tăng trưởng cao nhất trong Q1/2024...



Nguồn: MSB, HSC

Biểu đồ 111: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm theo mảng, MSB

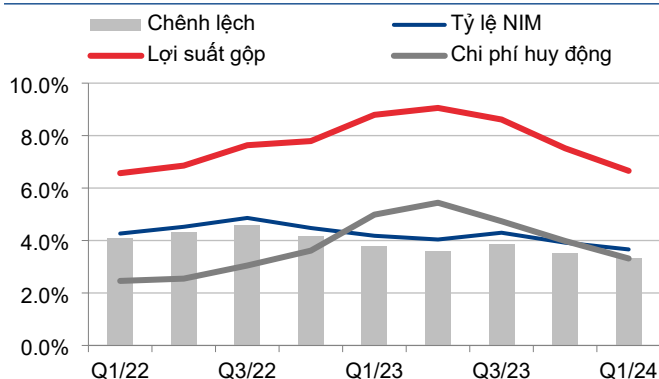
...nhưng phần lớn tới từ mảng BDS



Nguồn: MSB, HSC

Biểu đồ 112: Cơ cấu tỷ lệ NIM, MSB

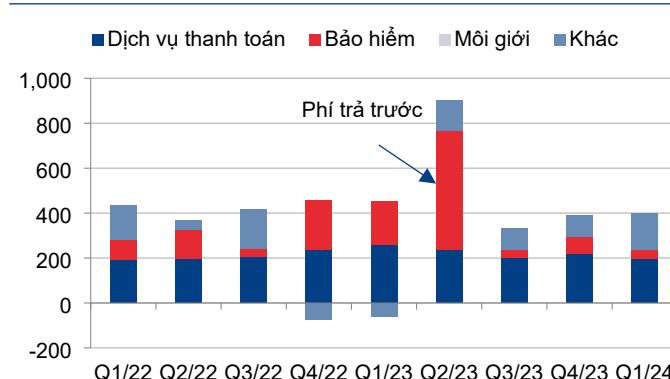
Tỷ lệ NIM vẫn có xu hướng giảm



Nguồn: MSB, HSC

Biểu đồ 113: Cơ cấu lãi thuần HĐ dịch vụ, MSB

Phí Bancas vẫn chưa hồi phục



Nguồn: MSB, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 5,2% giá mục tiêu lên 18.200đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận. Mặc dù có những lo ngại về chất lượng tài sản, MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,74 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 30% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân – chúng tôi cho rằng mức định giá hiện đủ hấp dẫn để bù đắp các rủi ro.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MSB và tăng 5,2% giá mục tiêu lên 18.200đ sau khi chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 28,2% và P/B dự phóng năm 2024 là 1 lần, thấp hơn khoảng 18% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Chúng tôi áp dụng phương pháp thu nhập thặng dư với giả định chi phí vốn CSH là 17%, tương đương giả định trước đó. Chi phí vốn CSH được tính toán dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh 10% (bao gồm 8,5% phần bù rủi ro thị trường, 1,5% phần bù rủi ro đặc thù). Chúng tôi bổ sung phần bù rủi ro đặc thù do những rủi ro tiềm ẩn của một ngân hàng quy mô trung bình và rủi ro về chất lượng tài sản. Mặc dù đã điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và nâng tỷ lệ chiết khấu, giá trị hợp lý của MSB vẫn cao hơn thị giá hiện tại.

Bảng 114: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, MSB

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	5,444	5,560	6,375	7,339	8,807	10,355	12,197	14,395	16,693	18,051
Chi phí vốn CSH	-5,321	-6,214	-7,160	-8,243	-9,491	-10,988	-12,748	-14,822	-16,937	-18,051
Lợi nhuận thặng dư	123	-654	-784	-904	-684	-634	-551	-427	-244	0
Giá trị dài hạn										0
Hệ số chiết khấu đến cuối 2024	100.0%	85.5%	73.1%	62.5%	53.4%	45.6%	39.0%	33.3%	28.5%	24.3%
Giá trị hiện tại đến cuối 2024	123	-559	-573	-565	-365	-289	-215	-142	-70	0
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ năm 2025	-2,778									
Giá trị sổ sách cuối năm 2024	36,555									
Giá trị vốn CSH cuối năm 2024	33,777									
Giá trị vốn CSH giữa năm 2025	39,519									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	2,000									
Giá mục tiêu giữa năm 2025	18,200									

Nguồn: HSC

Bảng 115: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, MSB

Giá mục tiêu 18.200đ dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4%, phần bù rủi ro vốn CSH là 10% & beta là 1,3

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh	9.0%	20,400	19,900	19,400	18,900	18,500
	9.5%	19,700	19,300	18,800	18,400	17,900
	10.0%	19,100	18,700	18,200	17,800	17,400
	10.5%	18,500	18,100	17,700	17,300	16,900
	11.0%	18,000	17,600	17,200	16,800	16,400

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,74 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 30% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. HSC tin rằng những lo ngại quá mức của thị trường về rủi ro của Ngân hàng đem lại cơ hội tốt để Mua vào cổ phiếu. Tuy nhiên, chúng tôi chưa nhận thấy động lực rõ ràng để cổ phiếu được định giá lại và hiện chỉ phụ thuộc vào việc đánh giá lại thị trường và ngành ngân hàng, nếu có.

Biểu đồ 116: P/B trượt dự phóng 1 năm, MSB

MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,74 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 117: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, MSB

...thấp hơn 0.9 độ lệch chuẩn so với giá trị P/B bình quân



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi	13,252	18,951	18,221	22,846	27,904
Chi phí lãi	(4,930)	(9,763)	(8,255)	(9,984)	(12,826)
Thu nhập lãi thuần	8,322	9,189	9,966	12,861	15,078
Lãi thuần HĐ dịch vụ	1,112	1,597	1,251	1,651	1,948
Lãi thuần HĐ KDNH	1,000	1,072	1,162	775	915
Lãi/lỗ từ mua bán CK	681	499	554	361	449
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.88	1.63	1.71	1.71	1.71
Thu nhập khác	(423)	(99.5)	1,633	430	532
Tổng thu nhập HĐ	10,694	12,259	14,568	16,081	18,924
Chi phí HĐ	(4,428)	(4,812)	(5,148)	(6,008)	(7,089)
LN trước dự phòng	6,266	7,447	9,420	10,073	11,835
Chi phí dự phòng	(479)	(1,617)	(2,578)	(3,123)	(3,866)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	5,787	5,830	6,842	6,950	7,969
Chi phí thuế TNDN	(1,171)	(1,186)	(1,398)	(1,390)	(1,594)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	4,616	4,644	5,444	5,560	6,375
EPS (đồng)	2,325	2,339	2,732	2,780	3,188
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,986	1,986	1,993	2,000	2,000
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,986	1,986	2,000	2,000	2,000
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,986	1,986	2,000	2,000	2,000

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	1,394	940	1,511	2,083	2,590
Tiền gửi tại NHNN	3,690	4,589	4,784	5,936	7,381
Tiền gửi tại các TCTD khác	39,244	61,150	55,636	71,198	87,017
Chứng khoán kinh doanh	21.7	0	0	0	0
Các công cụ tài chính phái sinh	446	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	119,213	146,783	173,505	205,070	242,463
Tổng dư nợ cho vay	120,644	149,145	176,266	208,269	246,032
Dự phòng rủi ro	(1,431)	(2,363)	(2,761)	(3,199)	(3,569)
Chứng khoán đầu tư	31,535	37,880	41,791	51,484	63,651
CK đầu tư sẵn sàng để bán	31,554	37,897	41,815	51,510	63,681
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	0	0	0	0	0
Dự phòng rủi ro	(19.3)	(17.1)	(23.5)	(26.2)	(29.8)
Đầu tư dài hạn	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Tài sản cố định	383	403	400	412	425
Tài sản khác	16,841	15,252	17,256	16,749	20,023
Tổng tài sản	212,776	267,006	294,894	352,941	423,559
Nợ phải trả	186,122	235,708	258,340	310,826	375,069
Tiền gửi của NHNN	1,015	1,013	1,053	1,306	1,624
Tiền gửi của các TCTD khác	50,374	85,554	81,784	92,309	103,974
Tổng tiền gửi KH	117,121	132,350	159,479	197,855	246,032
Trái phiếu và CCTG	11,600	8,991	8,394	10,413	12,949
Nợ khác	6,013	7,537	7,289	8,602	10,150
Vốn chủ sở hữu	26,654	31,298	36,555	42,115	48,490
Vốn điều lệ	19,858	20,000	26,000	26,000	26,000
Thặng dư vốn cổ phần	33.5	33.5	33.0	33.0	33.0
Lợi nhuận giữ lại	4,866	8,674	7,421	12,165	17,706
Quỹ & vốn khác của CSH	1,897	2,591	3,101	3,917	4,751
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	212,776	267,006	294,894	352,941	423,559
BVPS (đồng)	13,423	15,761	18,277	21,057	24,245

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	4.47	25.5	10.4	19.7	20.0
Tăng trưởng cho vay KH (%)	18.8	23.6	18.2	18.2	18.1
Tăng trưởng huy động KH (%)	23.8	13.0	20.5	24.1	24.3
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	19.6	9.81	18.8	24.1	24.3
Tăng trưởng VCSH (%)	20.9	17.4	16.8	15.2	15.1
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	33.9	10.4	8.47	29.0	17.2
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	12.6	8.68	6.98	16.7	18.0
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	(5.87)	18.8	26.5	6.94	17.5
Tăng trưởng LNTT (%)	13.7	0.74	17.4	1.58	14.7
Tăng trưởng LN thuần (%)	14.4	0.61	17.2	2.14	14.7
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	5.14	5.11	5.19	4.96	4.87
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(2.13)	(2.01)	(1.83)	(1.85)	(1.83)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	91.6	93.4	94.6	95.0	95.4
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.70	1.94	2.28	2.50	2.91
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	17.6	17.7	20.7	21.1	24.2
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	6.15	6.11	5.24	5.14	4.49
P/B (lần)	1.07	0.91	0.78	0.68	0.59
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	43.2	37.9	37.4	34.6	33.7
ROAA (%)	2.22	1.94	1.94	1.72	1.64
ROAE (%)	19.0	16.0	16.0	14.1	14.1
Chi phí huy động BQ (%)	2.76	4.79	3.45	3.61	3.85
Lợi suất góp BQ (%)	6.95	8.46	6.86	7.42	7.53
Lợi suất thuần (%)	4.18	3.68	3.41	3.81	3.68
Tỷ lệ NIM (%)	4.36	4.10	3.75	4.18	4.07
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	10.4	13.0	8.59	10.3	10.3
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	77.8	75.0	68.4	80.0	79.7
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	22.2	25.0	31.6	20.0	20.3
Tỷ lệ CIR (%)	41.4	39.3	35.3	37.4	37.5
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.3	12.8	13.6	14.5	14.0
VCSH/Tổng TS (%)	12.5	11.7	12.4	11.9	11.4
Đòn bẩy vốn (lần)	7.98	8.53	8.07	8.38	8.73
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.71	2.87	2.90	2.70	2.40
Hệ số LLR (%)	69.2	55.2	54.0	56.9	60.4
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	103	113	111	105	100
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	28.1	37.7	32.8	30.7	28.6
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	56.7	55.9	59.8	59.0	58.1
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	263	263	263	263	263
Số lượng nhân viên	6,308	6,317	6,380	6,443	6,507

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

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ27,900 (giữ nguyên)

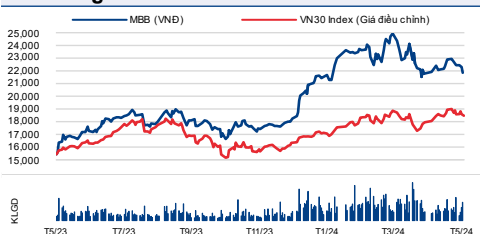
Tiềm năng tăng/giảm: 28.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (31/5/2024) 21,750

Mã Bloomberg	MBB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	15,602-24,949
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	22,190
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	114,994
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,518
Slg CP lưu hành (tr.đv)	5,287
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,269
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	24.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	24.0%
Tỷ lệ freefloat	65.8%
Cổ đông lớn	luy , người liên quan (19.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(0.09)	(7.95)	40.9
So với chỉ số	(2.87)	(8.69)	17.8
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2024F	3,950	4,344	(9.1)
2025F	4,412	5,171	(14.7)
2026F	5,347	6,193	(13.7)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

MBB là một ngân hàng có nguồn gốc từ quân đội và hiện sở hữu quy mô tài sản và tín dụng lớn nhất trong nhóm NH tư nhân. MBB hướng đến phát triển mô hình ngân hàng đa năng hàng đầu tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thanh Tùng, CFA

Chuyên Viên , Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.nguyenthanh@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

Định giá hấp dẫn, duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MBB với giá mục tiêu là 27.900đ (tiềm năng tăng giá 28,3%) do chúng tôi tin rằng Ngân hàng có đủ khả năng và điều kiện để vượt qua khó khăn ngắn hạn.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026, tương đương lợi nhuận thuần tăng trưởng 8,2% trong năm 2024 và tăng trưởng trung bình 3 năm đạt 14%. Rủi ro tỷ lệ nợ xấu và chi phí tín dụng tăng lên đã được đưa vào mô hình dự báo của chúng tôi.
- MBB đang giao dịch với P/B dự phóng là 0,95 lần, thấp hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,04 lần và thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,1 lần. Giá cổ phiếu MBB có vẻ đang dưới giá trị.

Sự kiện: Diễn biến giá cổ phiếu kém tích cực trong 1 tháng qua

Giá cổ phiếu MBB đi ngang trong 1 tháng qua, kém tích cực hơn so với chỉ số VNIndex và bình quân ngành, do nhà đầu tư vẫn lo ngại về chất lượng tài sản của Ngân hàng. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng MBB có đủ năng lực và điều kiện để vượt qua những khó khăn ngắn hạn này.

Tác động: Duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, tương đương tăng trưởng 8,2% trong năm 2024 và tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 14%. Dự báo của chúng tôi đã tính tới rủi ro chi phí tín dụng tăng lên trong 3 năm tới để xử lý tỷ lệ nợ xấu. Cơ cấu cổ đông minh bạch (không liên quan tới các tập đoàn BDS) và nền tảng kinh doanh vững chắc (thương hiệu, tệp khách hàng...) là những yếu tố giảm thiểu rủi ro.

Lưu ý rằng dự báo EPS giai đoạn 2024-2026 của chúng tôi thấp hơn bình quân khoảng 12,5% dự báo của thị trường một phần do chúng tôi loại trừ khoản trích quỹ khen thưởng phúc lợi từ lợi nhuận thuần (khoảng 7%-7,5% lợi nhuận hợp nhất) và một phần do giả định chi phí tín dụng cao hơn.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MBB với giá mục tiêu là 27.900đ, tương đương tiềm năng tăng giá 28,3% và P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, tương đương so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Nếu bao gồm lợi suất cổ tức kỳ vọng cho năm 2025 là 2,7%, tổng lợi nhuận kỳ vọng sẽ là 31%.

Sau diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VNIndex và bình quân ngành trong 1 tháng qua, MBB đang giao dịch với P/B dự phóng là 0,95 lần, thấp hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,04 lần và thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,1 lần. HSC tin rằng việc giá cổ phiếu điều chỉnh đã phản ánh những thông tin tiêu cực và từ đó đem lại định giá hấp dẫn.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	36.0	38.7	42.4 ▼	57.9	69.3
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	30.8	32.4	37.8 ▼	46.8	56.4
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	17.5	20.7	22.4	25.3 ▼	30.7
EPS (đồng)	3,114	3,683	3,950 ▼	4,412 ▼	5,347
DPS (đồng)	0	436	504	576 ▲	661
BVPS (đồng)	14,619	17,851	21,278	25,041 ▼	29,726
P/E (lần)	6.98	5.91	5.51	4.93	4.07
Lợi suất cổ tức (%)	0	2.01	2.32	2.65	3.04
P/B (lần)	1.49	1.22	1.02	0.87	0.73
Tăng trưởng EPS (%)	34.0	18.3	7.24	11.7	21.2
ROAE (%)	25.8	24.5	21.8	20.6	21.1

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

Giá cổ phiếu điều chỉnh đem lại định giá hấp dẫn

HSC duy trì các giả định/dự báo và khuyến nghị Mua vào đối với MBB. Mặc dù tỷ lệ nợ xấu tăng lên gần đây cùng những lo ngại về chất lượng tài sản, HSC tin rằng cơ cấu cổ đông minh bạch (không liên quan tới các tập đoàn BĐS) và nền tảng kinh doanh vững chắc (thương hiệu, tệp khách hàng...) của Ngân hàng là những yếu tố tích cực có thể giảm thiểu những rủi ro tiềm ẩn. Chúng tôi cũng đã tính đến rủi ro về chất lượng tài sản suy yếu thông qua giả định tỷ lệ nợ xấu mới hình thành và chi phí tín dụng.

Những giả định và dự báo chính như sau

HSC giữ nguyên quan điểm và dự báo như trong Báo cáo cập nhật gần nhất ([Thông tin tiêu cực đã phản ánh, duy trì khuyến nghị Mua vào](#), 16/5/2024). Các giả định chính và quan điểm của chúng tôi như sau:

- **Tăng trưởng bằng CĐKT:** HSC dự báo tăng trưởng tín dụng hợp nhất hàng năm đạt khoảng 20% trong giai đoạn 2024-2026 do chúng tôi tin rằng MBB sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt hơn các NHTM khác (dự báo tăng trưởng đạt 14%) dựa trên lịch sử tăng trưởng cao hơn bình quân ngành và việc tham gia vào thương vụ tái cấu trúc 'ngân hàng 0 đồng'. Tiền gửi dự báo sẽ tăng trưởng nhanh hơn tín dụng để giảm dần tỷ lệ LDR từ 88,3% tại thời điểm cuối năm 2023 xuống 85% trong 5 năm tới.
- **Tỷ lệ NIM:** HSC dự báo tỷ lệ NIM sẽ sụt giảm trong năm 2024 do mức nền cao năm ngoái và việc kiểm soát chi phí huy động không tốt như kỳ vọng trong 12 tháng qua. Trong lâu dài, MBB có thể sẽ tham gia vào các cuộc cạnh tranh lãi suất với 4 NHTM lớn có vốn nhà nước ở mảng khách hàng doanh nghiệp lớn để duy trì tăng trưởng cao khi quy mô ngân hàng đã khá lớn.
- **Chi phí tín dụng:** HSC dự báo tỷ lệ nợ xấu mới hình thành sẽ duy trì ở mức cao trong 3 năm tới do những lo ngại của chúng tôi về rủi ro chất lượng tài sản. Theo đó, chúng tôi cho rằng chi phí tín dụng sẽ vẫn cao trong giai đoạn 2024-2026 do tỷ lệ nợ xấu mới hình thành ở mức cao và để giảm dần tỷ lệ NPL về mức bình thường.

Bảng 118: Các giả định chủ chốt, MBB

	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng tín dụng	28.1%	20.0%	19.6%	19.7%
Tăng trưởng tiền gửi	27.94%	20.3%	26.9%	21.9%
Tỷ lệ NIM	4.79%	4.29%	4.88%	4.76%
Tỷ lệ nợ xấu	1.60%	1.70%	1.60%	1.40%
Chi phí tín dụng	1.13%	1.36%	1.77%	1.74%
Nợ xấu mới hình thành	2.47%	1.96%	2.00%	1.80%

Nguồn: HSC

Bảng 119: Dự báo lợi nhuận, MBB

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	38,684	42,382	57,903	69,276
Tăng trưởng		9.6%	36.6%	19.6%
Tổng thu nhập ngoài lãi	8,622	11,276	11,061	13,633
Tăng trưởng		30.8%	(1.9%)	23.3%
Tổng thu nhập HĐ	47,306	53,658	68,964	82,909
Tăng trưởng		13.4%	28.5%	20.2%
Chi phí HĐ	-14,913	-15,820	-22,131	-26,480
Tăng trưởng		6.1%	39.9%	19.6%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	32,393	37,839	46,833	56,429
Tăng trưởng		16.8%	23.8%	20.5%
Chi phí dự phòng	-6,087	-9,234	-14,549	-17,246
Tăng trưởng		51.7%	57.6%	18.5%
LNTT	26,306	28,605	32,283	39,183
Tăng trưởng		8.7%	12.9%	21.4%
Lợi nhuận thuần	20,677	22,379	25,259	30,656
Tăng trưởng		8.2%	12.9%	21.4%

Nguồn: HSC

- **Thu nhập ngoài lãi:** HSC dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ sẽ hồi phục nhẹ trong năm 2024 trong khi lãi mua bán trái phiếu có thể tăng mạnh nhờ môi trường lãi suất thuận lợi. Lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối được dự báo sẽ là động lực tăng trưởng tốt trong 3 năm tới do MBB có thể tập trung hơn vào phân khúc khách hàng doanh nghiệp lớn. Thu nhập từ thu hồi nợ xấu (bao gồm trong thu nhập khác) được dự báo tăng mạnh vào năm 2026 sau khi nền kinh tế và thị trường BĐS tích cực hơn.

Bảng 120: Dự báo chi tiết thu nhập ngoài lãi, MBB

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	4,085	4,360	5,150	6,162
Tăng trưởng		6.7%	18.1%	19.6%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	1,210	1,532	1,803	2,157
Tăng trưởng		26.6%	17.7%	19.6%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	842	2,798	1,575	1,989
Tăng trưởng		232.3%	(43.7%)	26.3%
Thu nhập vốn CSH	57	58	59	59
Tăng trưởng		1.8%	1.9%	—
Thu nhập khác	2,428	2,529	2,474	3,266
Tăng trưởng		4.1%	(2.2%)	32.0%
Tổng thu nhập ngoài lãi	8,622	11,276	11,061	13,633
Tăng trưởng		30.8%	(1.9%)	23.3%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu là 27.900đ (tiềm năng tăng giá 28,3%). Dự báo và định giá của chúng tôi đã bao gồm rủi ro tiềm ẩn của MBB thông qua việc nâng dự báo chi phí tín dụng và nâng phần bù rủi ro vốn CSH. MBB đang giao dịch với P/B dự phóng là 0,95 lần, thấp hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,04 lần và thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,1 lần. Giá cổ phiếu MBB có vẻ đang dưới giá trị.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu 27.900đ đối với MBB, tương đương tiềm năng tăng giá 28,3% và P/B dự phóng năm 2024 là 1,2 lần, tương đương so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. HSC tin rằng MBB có tình hình tài chính tốt nhất trong số những NHTM có tỷ trọng cho vay lớn đối với ngành BĐS và TPDN. Ngoài ra, cơ cấu cổ đông minh bạch (không liên quan tới các tập đoàn BĐS) và nền tảng kinh doanh vững chắc (thương hiệu, tệp khách hàng...) của Ngân hàng là những yếu tố tích cực có thể giảm thiểu những rủi ro tiềm ẩn.

HSC áp dụng phương pháp thu nhập thẳng dự với giả định chi phí vốn CSH là 17,3%. Chi phí vốn CSH được tính toán dựa trên phần bù rủi ro vốn CSH 9,5%, cao hơn 1% so với giả định chung áp dụng cho các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị. Phần bù rủi ro cao hơn để chiết khấu cho danh mục cho vay rủi ro hơn (tỷ trọng TPDN và cho vay ngành BĐS cao).

Bảng 121: Định giá theo phương pháp thu nhập thẳng dự, MBB

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	20,700	23,364	28,357	33,539	41,172	46,079	51,795	57,240	60,755	62,577
Chi phí vốn CSH	-16,044	-19,462	-22,976	-27,275	-32,380	-38,700	-46,672	-55,632	-59,048	-60,820
Lợi nhuận thẳng dự	4,657	3,902	5,381	6,264	8,792	7,379	5,124	1,608	1,707	1,758
Giá trị dài hạn										12,661
Hệ số chiết khấu đến cuối 2024	100%	85.3%	72.7%	62.0%	52.8%	45.0%	38.4%	32.7%	27.9%	23.8%
Giá trị hiện tại đến cuối 2024	4,657	3,327	3,912	3,882	4,645	3,324	1,968	526	476	3,431
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thẳng dự từ năm 2025	25,491									
Giá trị sổ sách cuối năm 2024	112,141									
Giá trị vốn CSH cuối năm 2024	137,632									
Giá trị vốn CSH giữa năm 2025	147,507									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	5,287									
Giá mục tiêu giữa năm 2025	27,900									

Nguồn: HSC

Bảng 122: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, MBB

Giá mục tiêu 27.900đ dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH là 9,5% (bao gồm phần bù rủi ro thị trường là 8,5% & phần bù rủi ro cụ thể là 1%)

Đồng	Lãi suất phi rủi ro					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh	8.5%	37,200	34,900	32,800	31,000	29,200
	9.0%	34,100	32,100	30,200	28,600	27,000
	9.5%	31,300	29,500	27,900	26,400	25,000
	10.0%	28,900	27,300	25,800	24,500	23,200
	10.5%	26,700	25,300	24,000	22,700	21,600

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VNIndex và bình quân ngành trong 1 tháng qua, MBB đang giao dịch với P/B dự phóng là 0,95 lần, thấp hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,04 lần và thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,1 lần. HSC tin rằng việc giá cổ phiếu điều chỉnh đã phản ánh những thông tin tiêu cực và từ đó đem lại định giá hấp dẫn.

Biểu đồ 123: P/B trượt dự phóng 1 năm, MBB

MBB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,95 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 124: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/B bình quân, MBB

...thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 1 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi	52.5	69.1	70.5	93.3	115
Chi phí lãi	(16.5)	(30.5)	(28.1)	(35.4)	(45.7)
Thu nhập lãi thuần	36.0	38.7	42.4	57.9	69.3
Lãi thuần HĐ dịch vụ	4.14	4.09	4.36	5.15	6.16
Lãi thuần HĐ KDNH	1.70	1.21	1.53	1.80	2.16
Lãi/lỗ từ mua bán CK	1.46	0.84	2.80	1.58	1.99
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.13	0.06	0.06	0.06	0.06
Thu nhập khác	2.14	2.43	2.53	2.47	3.27
Tổng thu nhập HĐ	45.6	47.3	53.7	69.0	82.9
Chi phí HĐ	(14.8)	(14.9)	(15.8)	(22.1)	(26.5)
LN trước dự phòng	30.8	32.4	37.8	46.8	56.4
Chi phí dự phòng	(8.05)	(6.09)	(9.23)	(14.5)	(17.2)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	22.7	26.3	28.6	32.3	39.2
Chi phí thuế TNDN	(4.57)	(5.25)	(5.73)	(6.46)	(7.84)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.67)	(0.38)	(0.49)	(0.57)	(0.69)
Lợi nhuận thuần	17.5	20.7	22.4	25.3	30.7
EPS (đồng)	3,114	3,683	3,950	4,412	5,347
DPS (đồng)	0	436	504	576	661
Sig CP bình quân (triệu đv)	5,195	5,195	5,241	5,295	5,304
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	5,195	5,195	5,287	5,304	5,304
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	5,195	5,195	5,287	5,304	5,304

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	3.74	3.68	4.04	5.09	6.21
Tiền gửi tại NHNN	39.7	66.3	23.9	43.3	52.8
Tiền gửi tại các TCTD khác	32.9	46.3	81.9	113	148
Chứng khoán kinh doanh	4.11	44.3	37.5	14.5	17.2
Các công cụ tài chính phái sinh	0.07	0.14	0	0	0
Số dư cho vay thuần	450	601	732	884	1,066
Tổng dư nợ cho vay	462	613	743	897	1,080
Dự phòng rủi ro	(12.0)	(11.5)	(11.6)	(12.8)	(14.5)
Chứng khoán đầu tư	160	148	170	248	294
CK đầu tư sẵn sàng để bán	155	143	165	239	284
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	5.48	5.39	6.25	9.20	10.9
Dự phòng rủi ro	(0.40)	(0.48)	(0.41)	(0.45)	(0.48)
Đầu tư dài hạn	0.63	0.62	0.59	0.59	0.59
Tài sản cố định	5.31	5.09	5.33	5.49	5.65
Tài sản khác	32.9	29.2	32.1	38.1	46.0
Tổng tài sản	729	945	1,087	1,351	1,637
Nợ phải trả	649	848	970	1,214	1,473
Tiền gửi của NHNN	0.03	0.01	3.90	3.90	3.90
Tiền gửi của các TCTD khác	65.1	99.8	100	122	145
Tổng tiền gửi KH	444	568	683	866	1,056
Trái phiếu và CCTG	96.6	126	125	153	186
Nợ khác	41.6	51.6	54.7	65.5	78.3
Vốn chủ sở hữu	75.9	92.7	112	133	158
Vốn điều lệ	45.3	52.1	61.0	70.1	80.7
Thặng dư vốn cổ phần	0.87	0.87	1.30	1.30	1.30
Lợi nhuận giữ lại	19.1	25.6	32.9	40.7	51.3
Quỹ & vốn khác của CSH	10.7	14.2	17.3	20.6	24.4
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.66	3.97	4.47	5.04	5.73
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	729	945	1,087	1,351	1,637
BVPS (đồng)	14,619	17,851	21,278	25,041	29,726

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	20.0	29.7	15.1	24.3	21.1
Tăng trưởng cho vay KH (%)	27.0	32.8	21.3	20.6	20.5
Tăng trưởng huy động KH (%)	15.3	27.9	20.3	26.9	21.9
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	19.6	28.5	16.4	26.1	21.9
Tăng trưởng VCSH (%)	27.5	22.1	21.3	18.1	18.7
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	37.5	7.39	9.56	36.6	19.6
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	19.7	0.66	6.08	39.9	19.6
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	25.3	5.25	16.8	23.8	20.5
Tăng trưởng LNTT (%)	37.5	15.7	8.74	12.9	21.4
Tăng trưởng LN thuần (%)	37.7	18.3	8.23	12.9	21.4
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	6.83	5.65	5.28	5.66	5.55
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(2.22)	(1.78)	(1.56)	(1.81)	(1.77)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	95.3	96.6	97.2	97.3	97.3
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.83	2.90	3.24	4.10	4.86
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	58.5	69.2	74.8	84.5	103
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	6.98	5.91	5.51	4.93	4.07
P/B (lần)	1.49	1.22	1.02	0.87	0.73
Lợi suất cổ tức (%)	0	2.01	2.32	2.65	3.04
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	38.3	43.7	41.7	36.6	37.0
ROAA (%)	2.62	2.47	2.20	2.07	2.05
ROAE (%)	25.8	24.5	21.8	20.6	21.1
Chi phí huy động BQ (%)	2.95	4.35	3.30	3.44	3.61
Lợi suất góp BQ (%)	8.25	8.56	7.14	7.86	7.91
Lợi suất thuần (%)	5.30	4.20	3.84	4.42	4.30
Tỷ lệ NIM (%)	5.66	4.79	4.29	4.88	4.76
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	9.07	8.64	8.13	7.47	7.43
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	79.0	81.8	79.0	84.0	83.6
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	21.0	18.2	21.0	16.0	16.4
Tỷ lệ CIR (%)	32.5	31.5	29.5	32.1	31.9
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	11.8	12.8	13.1	12.4
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	11.5	10.8	11.1	10.6	10.4
VCSH/Tổng TS (%)	10.4	9.81	10.3	9.83	9.63
Đòn bẩy vốn (lần)	9.59	10.2	9.66	10.2	10.4
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.09	1.60	1.70	1.60	1.40
Hệ số LLR (%)	238	118	91.4	89.2	96.0
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	104	108	109	104	102
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	10.8	12.6	11.0	10.7	10.5
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	63.4	64.9	68.4	66.3	66.0
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	299	299	299	299	299
Số lượng nhân viên	16,136	16,324	16,568	16,816	17,068

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

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ17,100 (từ VNĐ15,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 15.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (31/5/2024)	14,750
Mã Bloomberg	OCB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	12,001-15,900
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	14,630
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	30,309
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,191
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,055
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	452
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0.10
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	22.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	22.0%
Tỷ lệ freefloat	74.2%
Cổ đông lớn	NH Aozora (15.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	8.06	(2.64)	30.5
So với chỉ số	5.05	(3.42)	9.08
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,168	2,254	(3.8)
2025F	2,445	2,615	(6.5)
2026F	2,885	3,083	(6.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

OCB là một NH quy mô vừa phải tập trung vào phân khúc SME và bán lẻ. Chiến lược phát triển thận trọng giúp ngân hàng duy trì tỷ lệ CAR cao và ROE tầm trung.

Chuyên viên phân tích

Phạm Liên Hà, CFA

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

Lê Khánh Tùng

Chuyên Viên, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.lkhanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4844

Triển vọng vừa phải; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC tăng 8% giá mục tiêu đối lên 17.100đ sau khi chuyển thời điểm định giá và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với OCB.
- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026, tương đương lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 21,4% (từ mức nền thấp năm 2023) và hệ số ROE bình quân là 14,2%. Tổng thu nhập hoạt động cải thiện là động lực tăng trưởng của Ngân hàng.
- OCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,84 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 20% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,06 lần. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 16% và P/B dự phóng năm 2024 là 1,06 lần.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q1/2024 và triển vọng năm 2024

OCB đã công bố KQKD Q1/2024 với LNTT tăng 23% so với cùng kỳ đạt 1.214 tỷ đồng nhờ tổng thu nhập hoạt động tăng trưởng tốt (tăng 9% so với cùng kỳ đạt 2.287 tỷ đồng) và chi phí dự phòng giảm xuống (giảm 40% so với cùng kỳ xuống 204 tỷ đồng).

Chất lượng tài sản của OCB bắt đầu cải thiện với tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 3,88% tại thời điểm cuối Q1/2024 từ 4,68% tại thời điểm cuối Q4/2023, khoản nợ đang được giải quyết cũng giảm xuống 1% từ 2%.

Kết quả này đạt 22% dự báo cả năm 2024 và chúng tôi tin rằng OCB sẽ hoàn thành dự báo cả năm của chúng tôi nhờ nhu cầu tín dụng hồi phục và chất lượng tài sản tiếp tục cải thiện.

Tác động: Duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC duy trì dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026, tương đương lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 21,4% (từ mức nền thấp năm 2023) và hệ số ROE bình quân là 14,2%. Động lực tăng trưởng là nhờ tổng thu nhập hoạt động cải thiện từ mức nền thấp năm 2023.

Dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026 của chúng tôi thấp hơn khoảng 5% so với bình quân dự báo của thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu OCB đã tăng 8% trong 1 tháng qua, sát mức tăng của bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 7%. OCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,84 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ khi niêm yết ở mức 1,03 lần và thấp hơn 20% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,04 lần.

Theo chúng tôi, mức chiết khấu sâu có thể được giải thích do hệ số ROE của OCB thấp và tỷ trọng cho vay ngành BĐS lớn. Thời gian tới, để được nâng định giá, OCB sẽ cần tiếp tục nâng cao chất lượng tài sản và hiệu quả HĐKD cốt lõi.

Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng mục tiêu năm 2024 là 1,06 lần, thấp hơn 16% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,28 lần.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	6.95	6.77	8.62	9.94	11.6
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	5.46	5.77	7.89	8.99	10.3
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	3.51	3.30	4.45	5.02	5.93
EPS (đồng)	1,708	1,608	2,168	2,445	2,885
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	12,299	14,313	16,133	18,578	21,463
P/E (lần)	8.64	9.18	6.80	6.03	5.11
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.20	1.03	0.91	0.79	0.69
Tăng trưởng EPS (%)	(20.3)	(5.88)	34.8	12.8	18.0
ROAE (%)	14.9	12.1	14.2	14.1	14.4

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

Triển vọng vừa phải + định giá rẻ = khuyến nghị Tăng tỷ trọng

HSC duy trì dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026, tương đương lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 21,4% (từ mức nền thấp năm 2023) và hệ số ROE bình quân là 14,2%. OCB sẽ cần thời gian để theo kịp hiệu quả HĐKD cốt lõi & chất lượng tài sản với các NHTM tư nhân khác. Mặt khác, dựa trên định giá rẻ, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với OCB với tiềm năng tăng giá 16%.

Duy trì dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026

HSC duy trì dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026. Những khoản mục chính bao gồm:

- **Tăng trưởng tín dụng:** HSC dự báo tăng trưởng tín dụng giai đoạn 2024-2026 đạt 16%/năm.
- **Tỷ lệ NIM:** HSC ước tính tỷ lệ NIM lần lượt là 3,68%, 3,73% và 3,82% trong năm 2024, 2025 và 2026.

Với cơ sở khách hàng gửi tiền có phần khiêm tốn, OCB thường đưa ra lãi suất tiền gửi cao hơn so với các NHTM tư nhân khác để thu hút tiền gửi. Bên cạnh đó, Ngân hàng này cũng có cơ sở khách hàng cá nhân vừa phải (chiếm 37% tổng dư nợ cho vay tại thời điểm cuối năm 2023, so với 45% toàn ngành). Do đó, HSC vẫn lo ngại về khả năng tỷ lệ NIM của OCB có thể nhanh chóng phục hồi trong năm 2024.

- **Thu nhập ngoài lãi:** HSC dự báo thu nhập ngoài lãi tăng trưởng lần lượt 38%, 10% và 3% trong giai đoạn 2024-2026. Trong đó, chúng tôi dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ tăng trưởng 16%/năm.

Đối với lãi mua bán trái phiếu, HSC dự báo khoản lãi năng tăng trưởng 60% trong năm 2024 sau đó giảm lần lượt 10% và 20% so với cùng kỳ trong năm 2025 và 2026. Đà tăng mạnh của lãi mua bán trái phiếu có thể trở lại trong năm 2024-2025 do lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm trong những quý vừa qua đã giảm xuống 2,4%-2,8% từ 4-3,5% trong năm 2022-2023.

- **Tỷ lệ nợ xấu:** dự báo lần lượt là 2,6%, 2,2% và 1,8% trong năm 2024, 2025 và 2026. Chất lượng tài sản khiêm tốn của OCB, mặc dù tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 3,88% tại thời điểm cuối Q1/2024 từ 4,68% tại thời điểm cuối năm 2023 nhưng vẫn ở mức cao, sẽ cần thời gian để hồi phục hoàn toàn.
- **Chi phí tín dụng:** HSC dự báo chi phí tín dụng lần lượt là 1,49%, 1,51% và giảm nhẹ xuống 1,38% trong năm 2024, 2025 và 2026. Chúng tôi cho rằng chi phí tín dụng vẫn sẽ ở mức cao trong thời gian tới do chi phí dự phòng cao trong năm 2023 và tỷ lệ nợ xấu vẫn cao (một phần do tỷ trọng cho vay ngành BĐS cao hơn bình quân ngành).

Nhìn chung, theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 21,4% từ mức nền thấp năm 2023, mức không ấn tượng so với ngành. Từ đó, hệ số ROE bình quân giai đoạn 2024-2026 ước tính khoảng 14,2% (so với 18-19% của ngành). OCB sẽ cần thời gian để cải thiện HĐKD cốt lõi/cơ sở khách hàng trong khi đóng góp mảng kinh doanh nguồn vốn không thể giữ vững ở mức cao như trước đó.

Bảng 125: Các giả định chủ chốt, OCB

HSC dự báo tăng trưởng tín dụng & tăng trưởng tiền gửi sẽ vững chắc & tỷ lệ NIM được ước tính sẽ tăng 6 điểm cơ bản/năm

	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng cho vay	16.0%	16.0%	16.0%
Tăng trưởng tiền gửi	16.0%	16.0%	16.0%
Tỷ lệ NIM	3.69%	3.73%	3.82%
Tỷ lệ nợ xấu	2.60%	2.20%	1.80%
Chi phí tín dụng	1.49%	1.51%	1.38%
Nợ xấu mới hình thành	1.43%	1.21%	1.10%

Nguồn: OCB, HSC dự báo

Bảng 126: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, OCB

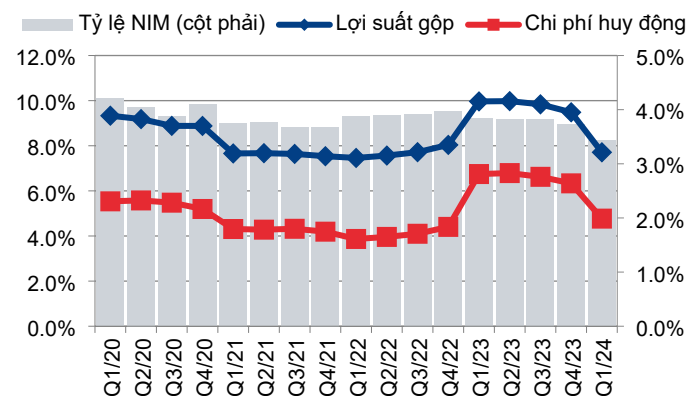
HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2026 là 21% nhờ doanh thu tốt hơn

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	8,623	9,940	11,599
Tăng trưởng	27.5%	15.3%	16.7%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	1,011	1,191	1,387
Tăng trưởng	14.6%	17.9%	16.4%
Thu nhập ngoài lãi	2,798	3,069	3,165
Tăng trưởng	28.8%	9.7%	3.1%
Tổng thu nhập HĐ	11,422	13,008	14,764
Tăng trưởng	27.8%	13.9%	13.5%
Chi phí HĐ	(3,534)	(3,993)	(4,470)
Tăng trưởng	11.4%	13.0%	11.9%
Chi phí dự phòng	(2,320)	(2,730)	(2,889)
Tăng trưởng	42.6%	17.6%	5.8%
LNTT	5,568	6,285	7,404
Tăng trưởng	34.5%	12.9%	17.8%
Lợi nhuận thuần	4,454	5,028	5,924
Tăng trưởng	34.8%	12.9%	17.8%

Nguồn: OCB, HSC dự báo

Biểu đồ 127: Tỷ lệ NIM hàng quý, OCB

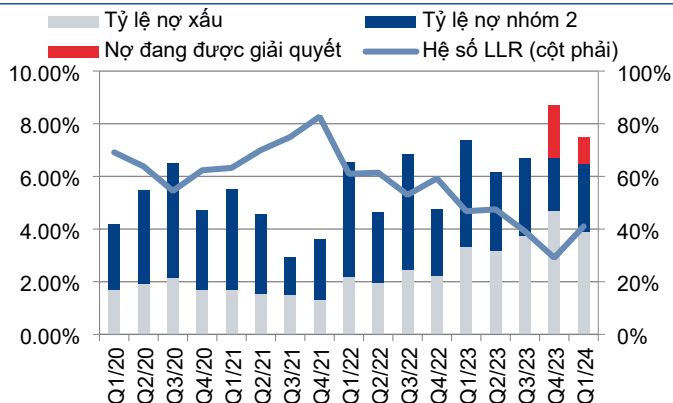
Tỷ lệ NIM được điều chỉnh giảm xuống 3,43% từ mức 3,74% trong Q4/2023



Nguồn: OCB; HSC

Biểu đồ 128: Chỉ số chất lượng tài sản, OCB

Nợ xấu và các khoản nợ đang được giải quyết đều giảm trong Q1/2024



Nguồn: OCB; HSC

Bảng 129: Tỷ trọng cho vay lĩnh vực phát triển BĐS (2023), các NHTM HSC khuyến nghị

Tỷ trọng cho vay lĩnh vực BĐS của OCB cao hơn so với bình quân ngành

Các doanh nghiệp BĐS	TPDN (ước tính)	Tỷ trọng cho vay các DN BĐS
ACB	1.2%	0.0%
BID	2.0%	0.3%
CTG	4.5%	0.2%
HDB	16.5%	2.0%
LPB	7.2%	0.0%
MBB	6.7%	1.8%
MSB	8.7%	0.7%
OCB	9.0%	1.5%
STB	1.2%	0.0%
TCB	31.5%	5.3%
TPB	6.7%	2.3%
VCB	3.3%	0.0%
VIB	0.6%	0.2%
VPB	19.1%	3.9%
Bình quân	7.0%	1.0%

Nguồn: OCB; HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 8% giá mục tiêu đối với OCB lên 17.100đ (tiềm năng tăng giá 16%) sau khi điều chỉnh thời điểm định giá và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. OCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,84 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ khi niêm yết và thấp hơn 20% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. OCB sẽ cần nâng cao chất lượng tài sản và hiệu quả HĐKD cốt lõi để được định giá lại.

Tăng giá mục tiêu sau khi điều chỉnh giá định định giá

HSC tăng 8% giá mục tiêu lên 17.100đ sau khi chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025 từ cuối năm 2024. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với OCB với tiềm năng tăng giá 16%.

Bảng 130: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, OCB

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	4,479	4,994	5,859	6,291
- Chi phí vốn CSH	4,706	5,308	6,107	6,291
Lợi nhuận thặng dư	(226)	(314)	(248)	-
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư	-	-	-	-
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.15	1.33	1.54	1.54
Giá trị hiện tại	(197)	(236)	(161)	-
Giá mục tiêu 12 tháng	15,867	18,394		
Giá mục tiêu		17,130		

Nguồn: OCB, HSC dự báo

Bảng 131: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giá định lãi suất phi rủi ro & phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh, OCB

Đồng	Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh	Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh	8.0%	18,953	18,195	17,490	16,832	16,217
	9.0%	18,768	18,012	17,310	16,654	16,042
	10.0%	18,584	17,831	17,130	16,477	15,866
	11.0%	18,401	17,650	16,952	16,301	15,692
	12.0%	18,218	17,469	16,774	16,125	15,518

Nguồn: OCB, HSC dự báo

Biểu đồ 132: P/B trượt dự phóng 1 năm, OCB

P/B của OCB đã hồi phục từ mức đáy 0,6 lần về 0,84 lần



Nguồn: OCB, HSC dự báo

Biểu đồ 133: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, OCB

Cổ phiếu của OCB vẫn đang giao dịch thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với giá trị P/B bình quân



Nguồn: OCB, HSC dự báo

Bối cảnh định giá

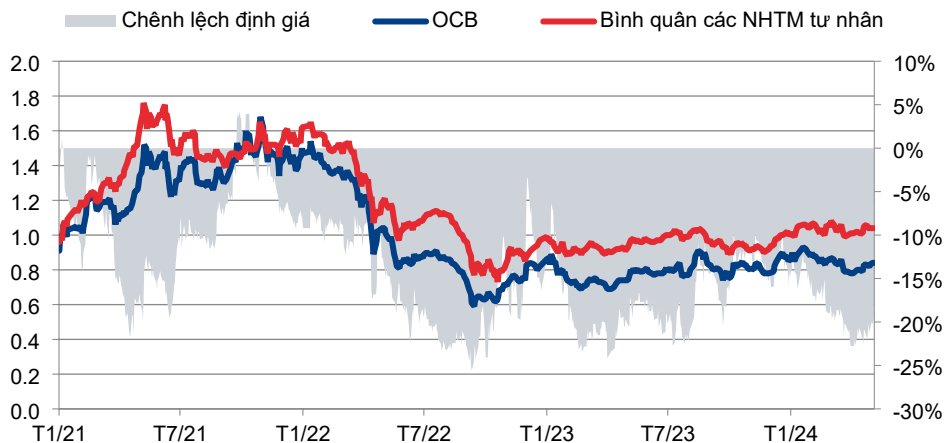
Giá cổ phiếu OCB đã tăng 8% trong 1 tháng qua, sát mức tăng của bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 7%. OCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,84 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ khi niêm yết ở mức 1,03 lần và thấp hơn 20% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,04 lần (Biểu đồ 132-133).

Theo chúng tôi, mức chiết khấu sâu có thể được giải thích bởi hệ số ROE của OCB thấp và tỷ trọng cho vay ngành BĐS lớn. Thời gian tới, để được nâng định giá, OCB sẽ cần tiếp tục nâng cao chất lượng tài sản và hiệu quả HĐKD cốt lõi.

Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng mục tiêu năm 2024 là 1,06 lần, thấp hơn 16% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,28 lần.

Biểu đồ 134: P/B trượt dự phóng 1 năm quá khứ của OCB so với bình quân các NHTM tư nhân

OCB đang giao dịch với chiết khấu 15-20% so với các NHTM tư nhân khác



Nguồn: OCB, HSC dự báo

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi	14.1	18.1	19.4	22.5	25.9
Chi phí lãi	(7.12)	(11.4)	(10.8)	(12.6)	(14.3)
Thu nhập lãi thuần	6.95	6.77	8.62	9.94	11.6
Lãi thuần HĐ dịch vụ	1.01	0.88	1.01	1.19	1.39
Lãi thuần HĐ KDNH	0.15	0.39	0.45	0.54	0.64
Lãi/lỗ từ mua bán CK	(0.22)	0.65	1.04	0.93	0.75
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0	0	0	0	0
Thu nhập khác	0.64	0.25	0.30	0.30	0.30
Tổng thu nhập HĐ	8.53	8.94	11.4	12.9	14.7
Chi phí HĐ	(3.08)	(3.17)	(3.53)	(3.91)	(4.38)
LN trước dự phòng	5.46	5.77	7.89	8.99	10.3
Chi phí dự phòng	(1.07)	(1.63)	(2.32)	(2.71)	(2.89)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	4.39	4.14	5.57	6.28	7.41
Chi phí thuế TNDN	(0.88)	(0.84)	(1.11)	(1.26)	(1.48)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	3.51	3.30	4.45	5.02	5.93
EPS (đồng)	1,708	1,608	2,168	2,445	2,885
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,055	2,055	2,055	2,055	2,055
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,055	2,055	2,055	2,055	2,055
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,055	2,055	2,055	2,055	2,055

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	0.79	0.78	1.39	2.08	2.92
Tiền gửi tại NHNN	3.23	6.97	6.43	7.63	9.04
Tiền gửi tại các TCTD khác	20.6	33.9	37.3	41.0	45.1
Chứng khoán kinh doanh	0.14	0	0	0	0
Các công cụ tài chính phái sinh	0.36	0.04	0.04	0.04	0.04
Số dư cho vay thuần	118	143	165	192	223
Tổng dư nợ cho vay	120	145	168	195	226
Dự phòng rủi ro	(1.58)	(2.01)	(2.75)	(3.05)	(3.24)
Chứng khoán đầu tư	37.3	40.3	44.7	48.5	52.6
CK đầu tư sẵn sàng để bán	37.4	40.3	44.8	48.5	52.6
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	0	0	0	0	0
Dự phòng rủi ro	(0.03)	(0.04)	(0.01)	(0.01)	(0.01)
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Tài sản cố định	0.58	0.55	0.60	0.64	0.69
Tài sản khác	12.7	14.1	15.2	16.4	17.7
Tổng tài sản	194	239	271	308	351
Nợ phải trả	169	210	238	270	307
Tiền gửi của NHNN	2.59	0.09	0.09	0.09	0.09
Tiền gửi của các TCTD khác	22.6	31.0	32.9	34.2	35.6
Tổng tiền gửi KH	102	126	146	169	197
Trái phiếu và CCTG	32.0	37.8	43.5	50.0	57.5
Nợ khác	9.26	15.2	15.2	16.0	16.8
Vốn chủ sở hữu	25.3	29.4	33.1	38.2	44.1
Vốn điều lệ	13.7	20.5	20.5	20.5	20.5
Thặng dư vốn cổ phần	1.70	0.05	0.05	0.05	0.05
Lợi nhuận giữ lại	7.08	6.09	9.28	13.6	18.6
Quỹ & vốn khác của CSH	2.79	2.72	3.26	3.99	4.85
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	194	239	271	308	351
BVPS (đồng)	12,299	14,313	16,133	18,578	21,463

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	5.15	23.4	13.1	13.7	13.9
Tăng trưởng cho vay KH (%)	17.4	20.9	15.9	15.9	16.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	3.44	23.2	16.0	16.0	16.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	10.5	22.0	15.8	15.8	15.8
Tăng trưởng VCSH (%)	15.9	16.4	12.7	15.2	15.5
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	22.2	(2.62)	27.5	15.3	16.7
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	28.0	3.08	11.4	10.8	11.9
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	(16.3)	5.68	36.8	14.0	14.6
Tăng trưởng LNTT (%)	(20.5)	(5.69)	34.5	12.8	18.0
Tăng trưởng LN thuần (%)	(20.3)	(5.88)	34.8	12.8	18.0
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	4.51	4.12	4.48	4.46	4.46
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.63)	(1.46)	(1.38)	(1.35)	(1.33)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	91.0	91.4	91.7	92.1	92.1
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.34	1.34	1.63	1.75	1.90
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	24.4	22.2	28.9	31.6	36.1
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	8.64	9.18	6.80	6.03	5.11
P/B (lần)	1.20	1.03	0.91	0.79	0.69
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	41.1	37.0	39.0	38.9	40.4
ROAA (%)	1.85	1.52	1.75	1.74	1.80
ROAE (%)	14.9	12.1	14.2	14.1	14.4
Chi phí huy động BQ (%)	4.55	6.41	5.15	5.28	5.28
Lợi suất góp BQ (%)	8.17	9.15	8.28	8.44	8.55
Lợi suất thuần (%)	3.62	2.74	3.13	3.17	3.28
Tỷ lệ NIM (%)	4.04	3.42	3.69	3.73	3.82
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	11.9	9.87	8.85	9.23	9.45
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	81.4	75.7	75.5	77.0	79.0
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	18.6	24.3	24.5	23.0	21.0
Tỷ lệ CIR (%)	36.1	35.5	30.9	30.3	29.8
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	11.3	11.3	11.3	11.3	11.3
VCSH/Tổng TS (%)	13.0	12.3	12.2	12.4	12.6
Đòn bẩy vốn (lần)	7.68	8.14	8.17	8.07	7.95
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	2.23	4.75	2.59	2.19	1.80
Hệ số LLR (%)	59.2	29.1	63.1	71.4	79.8
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	117	115	115	115	115
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	14.4	15.9	14.8	13.5	12.3
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	61.8	60.5	62.0	63.2	64.4
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	144	149	154	159	164
Số lượng nhân viên	6,355	6,673	7,006	7,356	7,724

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

Mua vào (giữ nguyên)

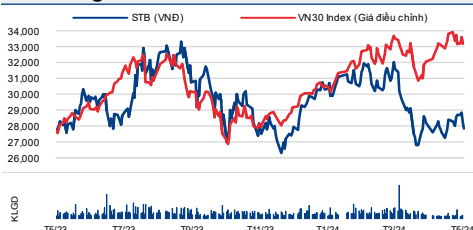
Giá mục tiêu: VNĐ37,200 (từ VNĐ37,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 33.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (30/5/2024)	27,850
Mã Bloomberg	STB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	26,300-33,300
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	28,413
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	52,503
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,062
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,885
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	566
Slg CP NN được mua (tr.đv)	128
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	23.2%
Tỷ lệ freefloat	41.9%
Cổ đông lớn	g Dương Công Minh (3.32%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(1.24)	(11.7)	0.54
So với chỉ số	(4.24)	(12.7)	(15.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	4,595	5,246	(12.4)
2025F	6,443	7,709	(16.4)
2026F	8,384	9,173	(8.6)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

STB là một trong những ngân hàng tư nhân có tổng tài sản lớn nhất. Ngân hàng tập trung vào cho vay mua nhà, ô tô, kinh doanh hộ gia đình và các doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Chuyên viên phân tích

Lê Khánh Tùng

Chuyên Viên, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.lkhanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4844

Phạm Liên Hà, CFA

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

Duy trì khuyến nghị Mua vào nhờ triển vọng mạnh mẽ trong năm 2025-2026

- HSC giảm nhẹ giá mục tiêu đối với STB xuống 37.200đ (tiềm năng tăng giá 34%) do tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận lớn hơn một chút so với tác động từ việc chuyển thời điểm định giá – nhưng vẫn duy trì khuyến nghị Mua vào nhờ triển vọng vững chắc.
- HSC giảm bình quân 13% dự báo lợi nhuận năm 2024-2025 sau khi hạ dự báo tỷ lệ NIM và lãi thuần HĐ dịch vụ. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần vẫn tăng trưởng trung bình 3 năm mạnh mẽ ở mức 29%. Những rủi ro liên quan tới BAV hiện có thể kiểm soát được.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 3 tháng qua, STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,88 lần, thấp hơn 13% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,01 lần. Tại giá mục tiêu, P/B dự phóng năm 2024 là 1,28 lần, tương đương bình quân ngành.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q1/2024 & thông tin tại ĐHCĐ năm 2024

Mặc dù LNTT Q1/2024 (2,6 nghìn tỷ đồng) vẫn tích cực nhưng chỉ bằng 19% dự báo cả năm của HSC do tỷ lệ NIM khiêm tốn và lãi thuần HĐ dịch vụ kém tích cực. Tỷ lệ nợ xấu ở mức cao là 2,28% và tài sản tồn đọng vẫn chiếm 1,6% tổng tài sản tại thời điểm cuối Q1/2024.

STB đã chia sẻ kế hoạch LNTT khiêm tốn cho năm 2024 (tăng trưởng 10% đạt 10,6 nghìn tỷ đồng) – mức hợp lý do Ngân hàng sẽ sử dụng nguồn lực để hỗ trợ khách hàng và xử lý tài sản tồn đọng. Do đó, năm 2024 sẽ là bước cuối cùng trước khi STB hoàn thành hoạt động tái cấu trúc vào năm 2025.

Tác động: Giảm bình quân 13% dự báo năm 2024-2025

HSC giảm bình quân 13% dự báo lợi nhuận năm 2024-2025 sau khi hạ dự báo tỷ lệ NIM và lãi thuần HĐ dịch vụ trong khi chi phí tín dụng vẫn ở mức cao. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm 29,4% và hệ số ROE bình quân khoảng 20%. Dự báo EPS của HSC thấp hơn so với dự báo của thị trường do chúng tôi tính đến ảnh hưởng của việc trích quỹ khen thưởng, phúc lợi trong EPS; nếu không bao gồm khoản mục này, dự báo của chúng tôi thấp hơn 7% so với thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu STB đã giảm 12% trong 3 tháng qua, so với mức tăng bình quân 2% của nhóm NHTM tư nhân. Từ đó, STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,88 lần, thấp hơn 15% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,04 lần và thấp hơn 28% so với NHTM tương đồng nhất là ACB (1,22 lần). STB hiện có định giá thấp hơn so với ngành so với định giá cao hơn vào đầu năm 2024, điều này phản ánh tâm lý kém tích cực của thị trường về các khoản vay của STB với BAV và kế hoạch lợi nhuận năm 2024 thận trọng của Ngân hàng.

Sau năm 2024, HSC nhận thấy triển vọng tươi sáng đối với STB. Năm 2025, năm quan trọng đối với STB, dự kiến sẽ tổ chức cuộc đấu giá 32,5% cổ phần để tuyên bố hoàn thành đề án tái cấu trúc. Cuộc đấu giá sẽ tạo động lực đáng kể cho thị trường với giá khởi điểm tối thiểu là 34.000đ/cp (nếu không cao hơn), cao hơn 25% thị giá hiện tại của STB. Ngoài ra, tăng trưởng lợi nhuận có vẻ tích cực sau quá trình tái cơ cấu dự kiến.

Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2024 là 1,28 lần, tương đương so với bình quân nhóm NHTM tư nhân (thấp hơn 21% so với ACB ở mức 1,61 lần). HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với STB.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	17,147	22,072	25,003	29,271	33,949
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	15,177	13,283	16,546 ▼	20,399 ▼	24,912
LN thuần (tỷ đồng)	5,041	7,719	9,314 ▼	12,786 ▼	16,637
EPS (đồng)	2,674	4,094	4,941 ▼	6,782 ▼	8,825
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	20,489	24,259	28,987	35,430 ▼	42,931
P/E (lần)	10.4	6.80	5.64	4.11	3.16
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.36	1.15	0.96	0.79	0.65
Tăng trưởng EPS (%)	44.6	53.1	20.7	37.3	30.1
ROAE (%)	13.8	18.3	18.6	21.1	22.5

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

Tốc độ tái cấu trúc chậm lại do những khó khăn vĩ mô

Dựa trên KQKD Q1/2024 và kế hoạch thận trọng của STB cho năm 2024, HSC giảm bình quân 13% dự báo lợi nhuận năm 2024-2025 sau khi hạ dự báo tỷ lệ NIM và lãi thuần HĐ dịch vụ trong khi chi phí tín dụng vẫn ở mức cao. Dựa trên giả định, phiên đầu giá 32,5% cổ phần sẽ cần nhiều thời gian để tiến hành, chúng tôi lùi thời điểm hoàn thành tái cấu trúc sang giữa năm 2025 từ cuối năm 2024 trước đó. Về mặt tích cực, tốc độ CAGR lợi nhuận vẫn tích cực đạt 29,4% và hệ số ROE bình quân khoảng 20% trong giai đoạn 2024-2026. Rủi ro đối với các khoản cho BAV vay có vẻ kiểm soát được từ đó giúp hạn chế rủi ro giảm của STB.

Phân tích KQKD Q1/2024 và kế hoạch kinh doanh

KQKD Q1/2024: Vững chắc nhưng chưa đạt kỳ vọng

KQKD Q1/2024 khá vững chắc với LNTT tăng 11% so với cùng kỳ đạt 2.654 tỷ đồng nhờ chi phí dự phòng giảm (giảm 32% so với cùng kỳ xuống 677 tỷ đồng) trong khi tổng thu nhập hoạt động tăng 1% so với cùng kỳ. Kết quả này bằng 19% dự báo cả năm và thấp hơn một chút so với dự báo Q1.

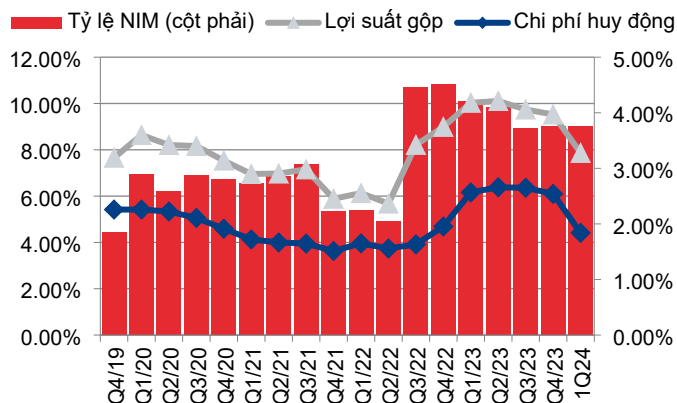
Tỷ lệ NIM của STB gần như đi ngang ở mức 3,75% trong khi lợi suất gộp và chi phí huy động cùng giảm 166 điểm cơ bản so với quý trước, sau xu hướng giảm của lãi suất trong nước. Điều này tiếp tục giải thích bởi việc STB hạ lãi suất cho vay để hỗ trợ khách hàng trong bối cảnh vĩ mô khó khăn. Trong dài hạn, STB vẫn tự tin có thể đưa tỷ lệ NIM trở lại mức 4%.

Chất lượng tài sản giữ vững, tỷ lệ nợ xấu đi ngang so với quý trước ở mức 2,28% trong khi tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm nhẹ xuống 0,85%

Tài sản tồn đọng tại thời điểm cuối Q1/2024 còn hơn 11 nghìn tỷ đồng, tương đương 1,63% tổng tài sản. Quy mô này không có tác động đáng kể đến STB nhưng Ngân hàng vẫn cần thêm vài quý nữa để xử lý hoàn toàn.

Biểu đồ 135: Tỷ lệ NIM theo quý, STB

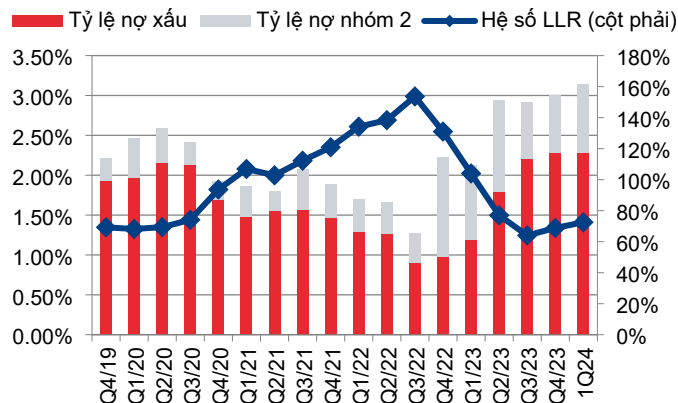
Tỷ lệ NIM đi ngang so với quý trước ở mức 3,75%...



Nguồn: STB, HSC

Biểu đồ 136: Chỉ số chất lượng tài sản, STB

Tỷ lệ nợ xấu bắt đầu giảm trong Q4/2023 từ mức nền cao trong Q3/2023



Nguồn: STB, HSC

Bảng 137: Tiến độ xử lý tài sản tồn đọng, STB

Tỷ đồng	Q1/2023	Q2/2023	Q3/2023	Q4/2023	Q1/2024
Trái phiếu VAMC ròng	5,799	4,410	3,887	1,830	1,401
Lãi dự thu	0	0	0	0	0
Các khoản phải thu	10,190	10,091	10,096	9,232	9,902
Quy mô tài sản tồn đọng	15,990	14,501	13,983	11,062	11,303
% tổng tài sản	2.68%	2.33%	2.15%	1.64%	1.63%

Nguồn: STB, HSC

Kế hoạch năm 2024 thận trọng

STB đặt kế hoạch tài chính cho năm 2024 như sau:

- LNTT: 10.600 tỷ đồng, tăng trưởng 10% và thấp hơn 20% so với dự báo của chúng tôi.
- Dư nợ tín dụng: 535,8 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 11%.
- Tổng vốn huy động (bao gồm trái phiếu & vốn vay liên ngân hàng): 636,6 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 10%.
- Tỷ lệ nợ xấu dưới 2% (năm 2023: 2,28%).

Tại ĐHCĐ, STB đã chia sẻ những nguyên nhân chính dẫn đến kế hoạch khiêm tốn bao gồm (1) Ngân hàng cần nguồn lực để hoàn thành việc xử lý tài sản tồn đọng, có thể phản ánh vào chi phí dự phòng (STB kỳ vọng chi phí dự phòng cho năm 2024 là 4,3 nghìn tỷ đồng (tăng 16% so với cùng kỳ) và (2) là một NHTM, STB phải hỗ trợ tài chính cho nhiều đối tượng trong nền kinh tế và từ đó làm gia tăng sức ép lên tỷ lệ NIM. Với thông điệp của Ngân hàng tại ĐHCĐ, HSC hiện cho rằng chương trình tái cấu trúc khó có thể hoàn thành trong năm 2024.

STB đã đề cập giá trị cho BAV vay tính đến tháng 4/2024 là hơn 3,5 nghìn tỷ đồng (tăng 500 tỷ đồng so với trước đó), tương đương 0,73% tổng dư nợ cho vay. HSC vẫn tin rằng STB có thể kiểm soát khoản vay này dựa trên giả định STB sẽ không cho BAV vay thêm. Chúng tôi cho rằng khoản vay này sẽ không trở thành nợ xấu và không cần phải trích lập thêm dự phòng trong giai đoạn 2024-2026.

Kế hoạch xử lý tài sản tồn đọng còn lại

Đối với 32,5% cổ phần của ông Trần Bê (do VAMC/NHNN quản lý), STB đang xin chấp thuận của NHNN và Chính phủ để làm thủ tục bán đấu giá số cổ phần này. Tính đến nay, thông tin chi tiết về thủ tục đấu giá vẫn chưa được công bố; tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thương vụ sẽ được thực hiện vào năm 2025.

Đối với KCN Phong Phú, tài sản đảm bảo cho khoản nợ tồn đọng dài hạn của STB, Ngân hàng cho biết đã bán đấu giá thành công tài sản này. Bên mua đã thanh toán 20% số tiền trị giá 7,9 nghìn tỷ đồng, phần còn lại sẽ được thanh toán trong 2 năm tiếp theo với giá trị 40%/năm. Do đó, KCN Phong Phú không còn là mối quan tâm của chúng tôi, như đã đề cập trong những báo cáo trước đó.

Nhìn chung, HSC cho rằng STB đặt kế hoạch lợi nhuận khiêm tốn chủ yếu do bối cảnh vĩ mô vẫn kém tích cực, cản trở khả năng cải thiện nền tảng cơ bản của STB và cũng do thương vụ đấu giá cổ phiếu không thu hút được nhiều sự quan tâm từ nhà đầu tư (do mức giá khởi điểm cao hiện tại). Tuy nhiên, chúng tôi vẫn nhận thấy tiềm năng tăng ở STB dựa trên quá khứ thường vượt kế hoạch tăng trưởng, từ đó có khả năng Ngân hàng sẽ tiếp tục vượt kế hoạch tăng trưởng trong năm 2024.

Bảng 138: Tăng trưởng lợi nhuận kế hoạch & kết quả thực hiện, STB

STB đã vượt lợi nhuận kế hoạch từ năm 2019

	2019	2020	2021	2022	2023
LNTT kế hoạch (tỷ đồng)	2,650	2,573 (*)	4,000	5,280	9,500
Tăng trưởng	18%	-20%	20%	20%	50%
LNTT thực hiện (tỷ đồng)	3,216	3,339	4,400	6,339	9,595
Tăng trưởng (%)	43%	4%	32%	44%	51%
Thực tế/kế hoạch	21%	30%	10%	20%	2%

Nguồn: STB, HSC

Giảm bình quân 13% dự báo năm 2024-2025 do tổng thu nhập hoạt động sụt giảm

HSC điều chỉnh dự báo năm 2024-2025 như sau:

- Giữ nguyên dự báo tăng trưởng tín dụng cho năm 2024-2025 đạt lần lượt 14% và 13%.
- Hạ dự báo tỷ lệ NIM xuống lần lượt 3,78% (từ 3,92%), 3,91% (từ 4,04%) cho năm 2024 và 2025 và năm 2026 là 4,01%. Tỷ lệ NIM hồi phục (về mức 4%) chậm hơn

so với kỳ vọng do gói hỗ trợ tín dụng của STB để đẩy mạnh nhu cầu tín dụng, như đã được Ngân hàng đề cập tại ĐHCĐ.

- HSC nâng dự báo tỷ lệ nợ xấu lên lần lượt 1,9% (từ 1,6%), 1,6% (từ 1,4%) cho năm 2024 và 2025 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026 là 1,3%. Do danh mục cho vay đa dạng (482 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2023, lớn thứ 8 trong ngành ngân hàng), tốc độ phục hồi chất lượng tài sản của STB sẽ giảm tốc do điều kiện kinh tế/tín dụng yếu.

Bên cạnh đó, HSC lùi giả định thời điểm hoàn thành xử lý tài sản tồn đọng sang giữa năm 2025 từ cuối năm 2024 trước đó.

- Chi phí tín dụng ước tính lần lượt là 0,95%, 0,75% và 0,62% trong năm 2024, 2025 và 2026. Nâng dự báo tỷ lệ nợ xấu và lùi thời điểm hoàn thành xử lý tài sản tồn đọng là nguyên nhân chính làm chi phí dự phòng vẫn cao, từ đó làm giảm tăng trưởng lợi nhuận thuần của Ngân hàng, như đã đề cập ở ĐHCĐ.

HSC tin rằng STB sẽ không còn trích lập dự phòng từ các tài sản tồn đọng từ năm 2026, từ đó giúp chi phí tín dụng giảm xuống mức bình thường 0,6-0,7%.

Nhìn chung, việc hạ dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm hoàn thành tái cơ cấu không làm thay đổi quan điểm của chúng tôi đối với triển vọng của STB. Lợi nhuận thuần giai đoạn 2023-2026 dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 29,4%, hệ số ROE sẽ đạt bình quân 20% trong giai đoạn 2024-2026, tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Các giả định chính và dự báo lợi nhuận của chúng tôi như sau.

Bảng 139: Các giả định chủ chốt, STB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định tỷ lệ NIM, tăng giả định nợ xấu & tiến độ xử lý tài sản tồn đọng muộn hơn dự kiến

	2023	Dự báo cũ		Dự báo mới		
		2024	2025	2024	2025	2026
Tăng trưởng cho vay	10.1%	14.0%	13.0%	14.0%	13.0%	13.0%
Tăng trưởng tiền gửi	12.3%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	13.0%
Tỷ lệ NIM	3.77%	3.92%	4.07%	3.78%	3.91%	4.01%
Tỷ lệ nợ xấu	2.28%	1.60%	1.40%	1.90%	1.60%	1.30%
Chi phí tín dụng	0.80%	0.94%	0.63%	0.95%	0.75%	0.62%
Nợ xấu mới hình thành	1.46%	0.32%	0.48%	0.15%	0.47%	0.43%
Tài sản tồn đọng	1.48%	0.00%	0.00%	0.28%	0.00%	0.00%

Nguồn: STB, HSC dự báo