

## Vài nét về doanh nghiệp

MSB là ngân hàng TMCP quy mô trung bình với mô hình kinh doanh năng động, nỗ lực chuyển đổi số và đa dạng hóa tập khách hàng.

### Khuyến nghị

**MUA**

Giá mục tiêu

**18.077**

Tiềm năng tăng giá

23%

### Thông tin cổ phiếu

|                            |                 |
|----------------------------|-----------------|
| Phân ngành                 | Ngân hàng       |
| Thị giá (06/06/2024)       | 14.800          |
| Biến động 1 năm            | 12.200 – 15.900 |
| KLGD bình quân 52T (tr.cp) | 7.814.242       |
| Vốn hóa (Tỷ đồng)          | 29.400          |
| P/E                        | 6,36x           |
| P/B                        | 0,91x           |
| %NN sở hữu                 | 29,6%           |

### Diễn biến giá



|                | 1T | 3T  | 12T |
|----------------|----|-----|-----|
| <b>MSB</b>     | 5% | -5% | 15% |
| <b>VNindex</b> | 4% | 2%  | 16% |

### Tỷ lệ sở hữu

|            |     |
|------------|-----|
| VNPT       | 6%  |
| Nước ngoài | 30% |
| Khác       | 64% |

## Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hạnh Linh

[nhlinh1@vcbs.com.vn](mailto:nhlinh1@vcbs.com.vn) - 024 3935 1533 ext 510

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

## LẤY LẠI ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

### ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi ước tính LNTT năm 2024 của MSB đạt 7.109 tỷ đồng (+21,9% yoy), tương đương EPS đạt 2.844 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 17.993 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cơ hội đầu tư vào cổ phiếu MSB với mức giá mục tiêu là **18.077 đồng/cổ phiếu**.

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Tốc độ tăng trưởng tín dụng cao hơn trung bình ngành:** Chúng tôi kỳ vọng MSB có thể đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng trên 20% cho năm 2024, với động lực đến từ 2 phân khúc chiến lược của MSB là bán lẻ và doanh nghiệp SME.
- Củng cố lợi thế về chi phí vốn:** Nhờ tận dụng thế mạnh hệ sinh thái, MSB thu hút được lượng tiền gửi không kỳ hạn lớn và đều đặn từ khách hàng doanh nghiệp. Tỷ lệ CASA đạt 28,2%, mức cao thứ 4 toàn ngành và dự kiến CASA sẽ tiếp tục đà hồi phục khi lãi suất tiền gửi có kỳ hạn duy trì thấp, giúp NIM của MSB duy trì ở mức 4%.
- Tăng trưởng thu nhập bất thường từ thu hồi nợ xấu:** Trong Q2.2024, MSB đã thu về 2 khoản thu bất thường có giá trị hơn 800 tỷ đồng từ nợ đã được xử lý. Ngân hàng dự kiến năm nay sẽ có thêm những khoản thu nhập bất thường từ việc thu hồi các khoản nợ đã xử lý và dự kiến tổng lượng thu hồi khoảng 1.700 tỷ đồng cho cả năm 2024.

| Đơn vị: Tỷ đồng         | 2020  | 2021   | 2022   | 2023   | 2024F  |
|-------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Thu nhập lãi thuần      | 4,822 | 6,216  | 8,322  | 9,189  | 11,024 |
| Thu ngoài lãi           | 2,360 | 4,372  | 2,372  | 3,100  | 4,276  |
| Tổng thu nhập hoạt động | 7,182 | 10,588 | 10,694 | 12,289 | 15,299 |
| Chi phí hoạt động       | 3,586 | 3,932  | 4,428  | 4,812  | 5,838  |
| Dự phòng rủi ro         | 1,073 | 1,568  | 479    | 1,647  | 2,352  |
| Lợi nhuận trước thuế    | 2,523 | 5,088  | 5,787  | 5,830  | 7,109  |
| NIM                     | 3.4%  | 3.7%   | 4.4%   | 4.1%   | 4.0%   |
| ROE                     | 12.7% | 21.4%  | 19.5%  | 16.0%  | 17.7%  |
| CIR                     | 49.9% | 37.1%  | 41.4%  | 39.2%  | 38.2%  |
| CAR                     | 10.8% | 11.5%  | 12.3%  | 12.8%  | na     |
| Tỷ lệ nợ xấu            | 2.0%  | 1.7%   | 1.7%   | 2.9%   | 2.9%   |
| LLCR                    | 54.1% | 95.4%  | 69.2%  | 55.2%  | 60.2%  |
| CASA                    | 26.7% | 34.1%  | 29.7%  | 25.2%  | 26.9%  |

Nguồn: MSB, VCBS tổng hợp

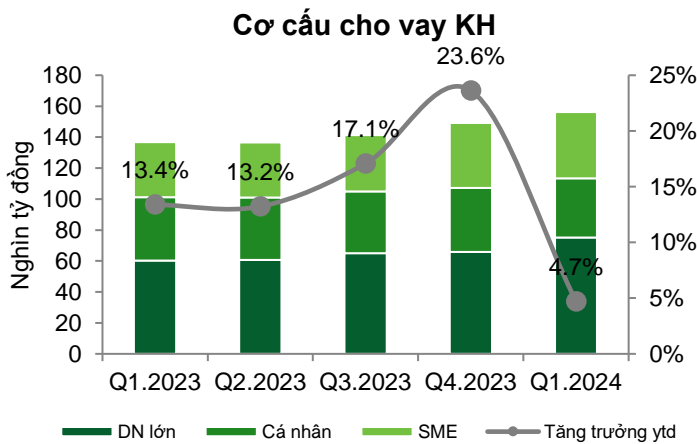
**CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q1.2024**

**Lợi nhuận tăng trưởng tích cực nhờ tăng trưởng tín dụng tốt và thu nhập ngoài lãi mở rộng**

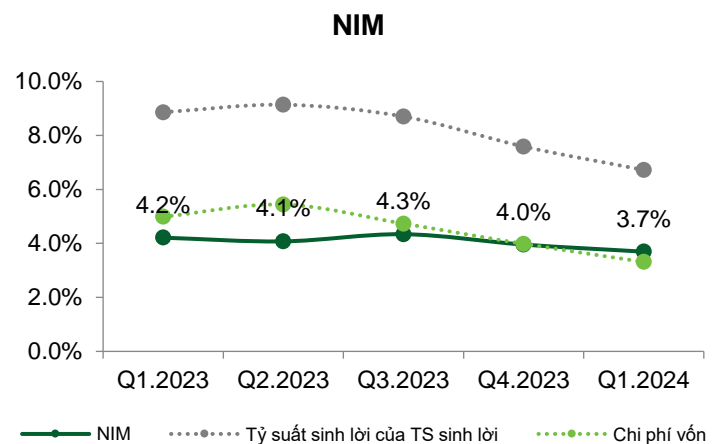
**Cuối Q1.2024, quy mô tín dụng của MSB đạt khoảng 158 nghìn tỷ đồng (+4,7% ytd),** cao hơn mức tăng trưởng 0,26% của toàn hệ thống. Cho vay khách hàng đạt 156 nghìn tỷ đồng (+4,7% ytd) và dư nợ trái phiếu doanh nghiệp không thay đổi so với cuối 2023, đạt 1.525 tỷ đồng. Dư nợ doanh nghiệp lớn tăng 13,9% ytd dẫn dắt tăng trưởng tín dụng, dư nợ SME tăng 2,1% ytd, trong khi dư nợ cho vay khách hàng cá nhân giảm 7,4% ytd. Nhóm ngành Bất động sản và xây dựng chiếm 21,8% tổng dư nợ tín dụng, tăng lên so với mức 17,6% cuối năm 2023.

**Huy động từ tiền gửi và giấy tờ có giá đạt 145 nghìn tỷ đồng (+2,5% ytd).** Tiền gửi không kỳ hạn (CASA) đạt 38,8 nghìn tỷ đồng (+16,6% ytd), tỷ lệ CASA đạt 28,2%, tiếp tục hồi phục từ mức đáy của Q1.2023.

**Hình 1: Cho vay khách hàng**



**Hình 2: NIM**



Nguồn: MSB, VCBS tổng hợp

**MSB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động đạt 3.119 tỷ đồng (+8,7% yoy) và lợi nhuận trước thuế đạt 1.530 tỷ đồng (+0,2% yoy),** bao gồm:

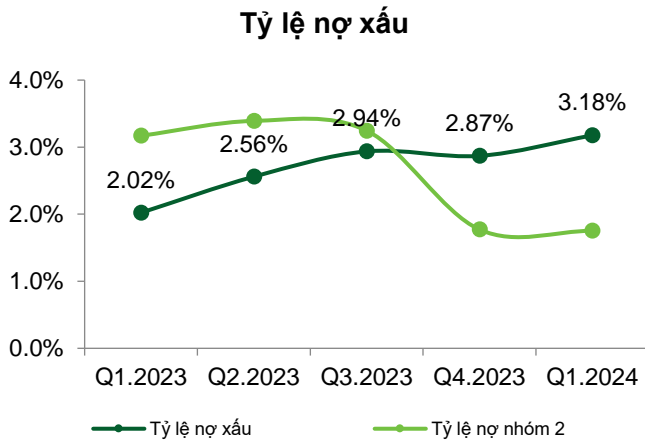
- (1) Thu nhập lãi thuần đạt 2.366 tỷ đồng (+9,6% yoy) nhờ tín dụng tăng trưởng tốt, trong khi đó NIM tiếp tục thu hẹp do do lãi suất cho vay giảm nhanh hơn lãi suất huy động. MSB đã triển khai nhiều gói vay ưu đãi về lãi suất trong Q1, đồng thời hoạt động cho vay nhóm khách hàng cá nhân sụt giảm cũng ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời.
- (2) Thu nhập từ các hoạt động ngoài lãi đạt 753 tỷ đồng (+5,9% yoy), với đóng góp chủ yếu từ hoạt động dịch vụ đạt 300 tỷ đồng (+11,4% yoy), và hoạt động kinh doanh ngoại hối ghi nhận 592 tỷ đồng (+330,6% yoy). Ngược lại thu nhập khác ghi nhận lỗ 155 tỷ đồng (-206,3% yoy) do thu hồi nợ xấu gặp khó khăn và chi phí liên quan đến xử lý các tài sản bảo đảm tàu biển gia tăng.

Chi phí hoạt động đạt 1.048 tỷ đồng (+11,6% yoy) do ngân hàng đang trong giai đoạn tăng cường đầu tư xây dựng số hóa và core-banking. Tỷ lệ CIR của MSB cải thiện giảm xuống 33,6% từ mức 39,2% trong năm 2023.

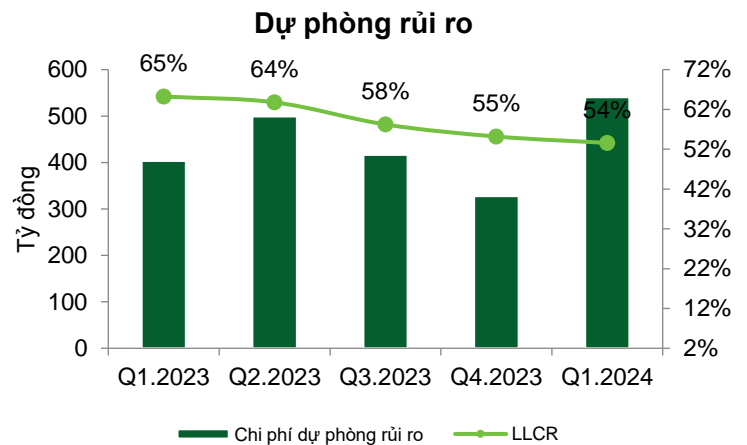
**Tỷ lệ nợ xấu tăng nhanh lên đến 3,18%**, trong đó nợ xấu CIC kéo theo chiếm 0,38%, nợ xấu trước CIC trên 60% đến từ khách hàng cá nhân vay mua nhà và vay qua thẻ tín dụng, còn lại là nợ xấu từ khách hàng doanh nghiệp thuộc các nhóm ngành xây dựng, hàng công nghiệp nhẹ và hàng tiêu dùng. Tỷ lệ nợ nhóm 2 đi ngang đạt 1,75%, giảm đáng kể so với mức 3,25% của Q3.2023 và là dấu hiệu tích cực cho thấy khả năng trả nợ của khách hàng đang hồi phục. Dư nợ tái cơ cấu theo Thông tư 02 khoảng 559 tỷ đồng (chiếm 0,36% dư nợ), dư nợ tái cơ cấu thông thường theo Thông tư 11 khoảng hơn 1.000 tỷ đồng (chiếm 0,7% dư nợ), trong đó có khoảng 900 tỷ đồng là nợ tái cơ cấu cho Vietnam Airline theo chỉ định của Chính phủ.

Chi phí trích lập dự phòng ghi nhận 541 tỷ đồng (+34% yoy), trong đó MSB đã sử dụng 246 tỷ đồng xóa nợ xấu trong kỳ. Tỷ lệ bao nợ xấu LLCR ở mức 54%, giảm nhẹ so với cuối năm 2023.

**Hình 4: Tỷ lệ nợ xấu**



**Hình 5: Dự phòng rủi ro**



Nguồn: MSB, VCBS tổng hợp

## TRIỂN VỌNG

### Tốc độ tăng trưởng tín dụng cao hơn trung bình ngành

Nhờ tham gia vào các dự án hỗ trợ NHNN, hạn chế cho vay bất động sản và mở rộng cho vay các ngành nghề hỗ trợ phục hồi kinh tế, trong các năm gần đây MSB được giao hạn mức tín dụng cao hơn trung bình ngành. Tính đến thời điểm hiện tại MSB đã được cấp mức room tín dụng là 14,2%. Chúng tôi kì vọng MSB có thể đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng 21% cho năm 2024, với động lực phục hồi đến từ 2 phân chiến lược của MSB là bán lẻ và doanh nghiệp SME (hiện chiếm 52% danh mục tín dụng và tốc độ tăng trưởng CAGR 5 năm đạt 31%).

### Củng cố lợi thế về chi phí vốn

Nhờ tận dụng thế mạnh trong mảng khách hàng doanh nghiệp lớn nhằm phát triển hệ sinh thái kinh doanh theo chuỗi, MSB thu hút được lượng tiền gửi không kỳ hạn lớn và đều đặn chủ yếu đến từ khách hàng doanh nghiệp. Tỷ lệ CASA đạt 28,2%, mức cao thứ 4 toàn ngành. Dự kiến CASA sẽ tiếp tục đà hồi phục khi lãi suất tiền gửi có kỳ hạn duy trì thấp, giúp NIM của MSB duy trì ở mức 4%.

**Chất lượng tài sản kỳ vọng cải thiện trong dài hạn**

Qua việc nỗ lực chọn lọc khách hàng (qua tập khách hàng cũ và du nhập tập khách hàng private banking thông qua hợp tác với ngân hàng Kaleido Thụy Sĩ), chất lượng khoản vay của MSB đang dần được cải thiện. Trong năm 2024, MSB đẩy mạnh cho vay các lĩnh vực ít biến động để cải thiện danh mục tín dụng. Tỷ trọng TPDN ở mức thấp chỉ khoảng 1%. Hiện MSB đang trong quá trình hoàn tất xử lý các vấn đề với nợ tái cơ cấu và đã xử lý xong các khoản đảm bảo với Vinashin và Vinalines, tỷ lệ tài sản không sinh lời giảm xuống 5,6% so với mức 8,6% cuối năm 2022. Ngân hàng cho biết sẽ đẩy mạnh hoạt động xử lý nợ tồn đọng đưa ra khỏi bảng cân đối từ quỹ dự phòng, bên cạnh giải pháp thắt chặt cho vay để đưa tỷ lệ NPL về mức dưới 3%.

**Tăng trưởng thu nhập bất thường từ thu hồi nợ xấu và thoái vốn công ty tài chính TNEX Finance**

Trong Q2.2024, MSB đã thu về 2 khoản thu bất thường có giá trị hơn 800 tỷ đồng từ nợ đã được xử lý. Ngân hàng dự kiến năm nay sẽ có thêm những khoản thu nhập bất thường từ việc thu hồi các khoản nợ đã xử lý và dự kiến tổng lượng thu hồi khoảng 1.700 tỷ đồng cho cả năm 2024.

Kế hoạch bán công ty tài chính TNEX Finance: FCCOM đã được đổi tên thành TNEX Finance và MSB đang làm việc với bên tư vấn McKinsey để xây dựng chiến lược phát triển mô hình tín dụng số mới trong 6 tháng - 1 năm tới. Đồng thời, MSB vẫn đề mở kế hoạch hợp tác với các nhà đầu tư muốn tham gia TNEX Finance và hiện đang có ba nhà đầu tư từ Hàn Quốc, Nhật Bản và Đài Loan quan tâm. Với định giá ước tính đạt 1.800 - 2.000 tỷ đồng, TNEX Finance là “của để dành” của MSB trong tương lai, tuy nhiên với tiến độ hiện tại chúng tôi đánh giá khả năng thương vụ này chỉ có thể hoàn thành từ năm 2025.

**RỦI RO ĐẦU TƯ**
**Rủi ro nợ xấu**

Với danh mục tín dụng tập trung vào cho vay doanh nghiệp, lợi nhuận của MSB sẽ chịu tác động tiêu cực khi nợ xấu gia tăng trong trường hợp tình hình vĩ mô không thuận lợi. Việc MSB đang ghi nhận tỷ lệ nợ xấu tương đối cao là yếu tố cần chú ý trong thời gian tới.

**Rủi ro tập trung**

Với trên 30% dư nợ cho vay trong lĩnh vực bất động sản (22% cho vay doanh nghiệp BĐS và xây dựng, 13% cho vay cá nhân mua nhà) và chiến lược xoay quanh hệ sinh thái của một khách hàng lớn có thể khiến cho MSB gặp phải khó khăn về tăng trưởng tín dụng cũng như ảnh hưởng đến chất lượng tài sản của ngân hàng nếu như có xảy ra sự gián đoạn trong hoạt động của khách hàng lớn đó.

**ĐỊNH GIÁ**
**Dự phóng 2024**

**Chúng tôi ước tính LNTT năm 2024 của MSB đạt 7.109 tỷ đồng (+21,9% yoy), tương đương EPS đạt 2.844 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 17.993 đồng/cổ phiếu.**

Một số chỉ tiêu cụ thể như sau:

| Đơn vị: Tỷ đồng         | 2022   | 2023   | Tăng trưởng | 2024F  | Tăng trưởng |
|-------------------------|--------|--------|-------------|--------|-------------|
| Thu nhập lãi thuần      | 8,322  | 9,189  | 10.4%       | 11,024 | 20.0%       |
| Tổng thu nhập hoạt động | 10,694 | 12,289 | 14.9%       | 15,299 | 24.5%       |
| Dự phòng rủi ro         | -479   | -1,647 | 244.1%      | -2,352 | 42.8%       |
| Lợi nhuận trước thuế    | 5,787  | 5,830  | 0.7%        | 7,109  | 21.9%       |
| ROE                     | 19.5%  | 16.0%  |             | 17.7%  |             |

Nguồn: VCBS ước tính

**Kết hợp các phương pháp định giá:** mức giá hợp lý 18.077 đồng/CP

Sử dụng kết hợp 2 phương pháp định giá P/B và thu nhập thặng dư RI với tỷ trọng cân bằng và mức định giá P/B 1x, ước tính giá hợp lý cho cổ phiếu MSB là 18.077 đồng/cổ phiếu:

| <b>Phương pháp</b>     | <b>Giá (đồng/cổ phiếu)</b> | <b>Tỷ trọng</b> |
|------------------------|----------------------------|-----------------|
| So sánh P/B            | <b>18,713</b>              | 50%             |
| Thu nhập thặng dư (RI) | <b>17,441</b>              | 50%             |
| <b>Giá hợp lý</b>      | <b>18,077</b>              |                 |

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

| Khuyến nghị      | Chi tiết  |
|------------------|---|
| <b>MUA</b>       | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới                   |
| <b>TRUNG LẬP</b> | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 12 tháng tới |
| <b>BÁN</b>       | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 12 tháng tới.                   |

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trần Minh Hoàng

Giám đốc phân tích

[tmhoang@vcbs.com.vn](mailto:tmhoang@vcbs.com.vn)

### Mạc Đình Tuấn

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

[mdtuan@vcbs.com.vn](mailto:mdtuan@vcbs.com.vn)

### Nguyễn Hạnh Linh

Chuyên viên Phân tích cao cấp

[nhlinh1@vcbs.com.vn](mailto:nhlinh1@vcbs.com.vn)

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>