

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

14.822

Tiềm năng tăng giá

31%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Ngân hàng
Thị giá (23/12/2024)	11.350
Biến động 1 năm	9.673 – 13.200
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	7.814.242
Vốn hóa (Tỷ đồng)	29.380
P/E	5,22x
P/B	0,83x
%NN sở hữu	27,6%

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
MSB	0%	-2%	17%
VNindex	3%	-1%	14%

Tỷ lệ sở hữu

VNPT	6%
Nước ngoài	28%
Khác	66%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hạnh Linh

nhlinh1@vcbs.com.vn - 024 3935 1533 ext 510

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

Bloomberg: VCBS <GO>

TIỀM NĂNG MỞ RỘNG TÍN DỤNG VÀ NIM HỒI PHỤC

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi ước tính LNTT năm 2024 và 2025 của MSB đạt lần lượt 6.805 tỷ đồng (+16,7% yoy) và 8.181 tỷ đồng (+20,2% yoy), tương đương EPS đạt 2.517 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 16.649 đồng/cổ phiếu trong năm 2025.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cơ hội đầu tư vào cổ phiếu MSB với mức giá mục tiêu là **14.822 đồng/cổ phiếu**.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Nhu cầu tín dụng ở mức tốt:** Chúng tôi kì vọng MSB có thể đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng 20% cho năm 2024 và 21% năm 2025.
- **NIM có cơ hội mở rộng từ 2025:** Các động lực mở rộng NIM của MSB bao gồm: (1) Kỳ vọng tỷ giá hạ nhiệt sẽ kéo giảm lãi suất trên thị trường 2, (2) Tỷ lệ CASA cải thiện, (3) Cho vay tăng trưởng tốt, đẩy mạnh tín dụng bán lẻ, (4) Nâng cao chất lượng danh mục giảm các trường hợp thoái lãi.
- **Chất lượng tài sản kỳ vọng cải thiện:** Hầu hết nợ xấu ở các phân khúc đều đã được phản ánh, cùng với việc đẩy mạnh trích lập dự phòng, dự kiến tỷ lệ nợ xấu năm 2024 của MSB giảm về mức 2,6% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu được nâng lên 70%.
- **Tăng trưởng thu nhập bất thường từ thu hồi nợ xấu:** MSB đang xúc tiến quá trình thu hồi khoản nợ xấu 1.000 tỷ đồng và kỳ vọng sẽ hoàn thành 1 phần trong Q4.2024 và phần còn lại trong 2025 nhờ chứng từ pháp lý tốt, cùng với việc nền kinh tế và thị trường BĐS ấm dần lên giúp quá trình xử lý tài sản dễ dàng hơn.

Đơn vị: Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần	6,216	8,322	9,189	9,699	12,048
Thu ngoài lãi	4,372	2,372	3,100	4,396	4,476
Tổng thu nhập hoạt động	10,588	10,694	12,289	14,094	16,523
Chi phí hoạt động	3,932	4,428	4,812	5,237	5,975
Dự phòng rủi ro	1,568	479	1,647	2,052	2,368
Lợi nhuận trước thuế	5,088	5,787	5,830	6,805	8,181
NIM	3.7%	4.4%	4.1%	3.6%	3.7%
ROE	21.4%	19.5%	16.0%	16.0%	16.4%
CIR	37.1%	41.4%	39.2%	37.2%	36.2%
CAR	11.5%	12.3%	12.8%	na	na
Tỷ lệ nợ xấu	1.7%	1.7%	2.9%	2.6%	2.5%
LLCR	95.4%	69.2%	55.2%	70.2%	75.2%
CASA	34.1%	29.7%	25.2%	24.1%	25.1%

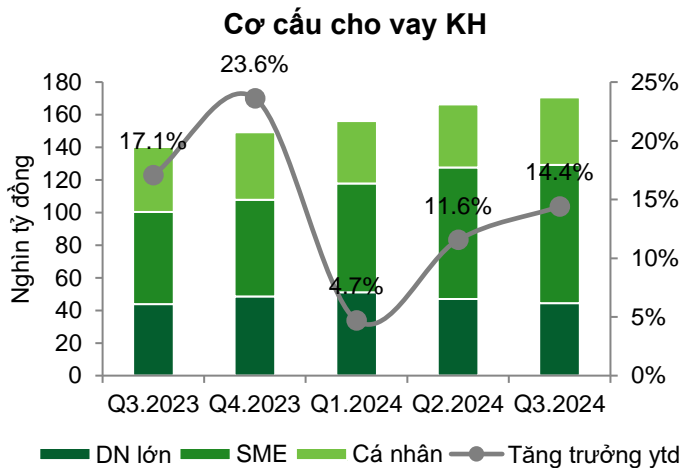
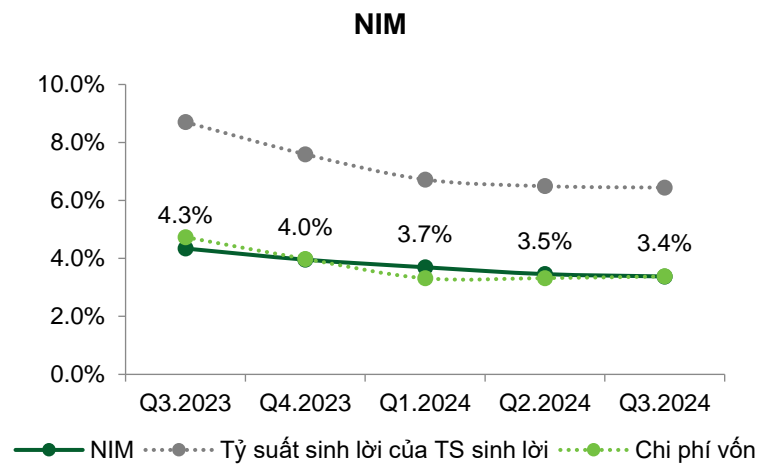
Nguồn: MSB, VCBS tổng hợp

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 9T.2024

Lợi nhuận giảm sút do NIM thu hẹp, thu nhập ngoài lãi gặp khó khăn và tăng trích lập dự phòng

Cuối Q3.2024, quy mô tín dụng của MSB đạt khoảng 172 nghìn tỷ đồng (+14,2% ytd), cao hơn mức tăng trưởng 8,53% của toàn hệ thống. Cho vay khách hàng đạt 170,6 nghìn tỷ đồng (+14,4% ytd) và dư nợ trái phiếu doanh nghiệp hầu như không thay đổi so với cuối 2023, đạt 1.500 tỷ đồng. Dư nợ SME chiếm 49,7% danh mục tăng 43,2% ytd dẫn dắt tăng trưởng tín dụng, dư nợ cho vay khách hàng cá nhân tăng 0,4% ytd, trong khi dư nợ doanh nghiệp lớn giảm 8,8% ytd. Nhóm ngành Bất động sản và xây dựng chiếm 18,3% 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 166 nghìn tỷ đồng (+17,6% ytd), trong đó tiền gửi chiếm 57%, còn lại là vay NHNN và huy động trên thị trường 2. Tiền gửi không kỳ hạn (CASA) đạt 34,1 nghìn tỷ đồng (+2,4% ytd), tỷ lệ CASA đạt 23%, tiếp tục giảm so với 2 quý đầu năm do khách hàng lớn rút tiền nhằm phục vụ cho các nhu cầu thanh toán và tài chính.

Hình 1: Cho vay khách hàng

Hình 2: NIM


Nguồn: MSB, VCBS tổng hợp

MSB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động đạt 9.965 tỷ đồng (+4,1% yoy) và lợi nhuận trước thuế đạt 4.902 tỷ đồng (-6,2% yoy), bao gồm:

- (1) Thu nhập lãi thuần đạt 7.104 tỷ đồng (+4,4% yoy) nhờ tín dụng tăng trưởng tốt. Trong khi đó, NIM tiếp tục thu hẹp do chi phí huy động thị trường 2 tăng từ Q2, đồng thời tỷ suất sinh lời bị ảnh hưởng do giảm lãi suất hỗ trợ khách hàng và hoạt động cho vay nhóm khách hàng cá nhân gặp khó khăn.
- (2) Thu nhập từ các hoạt động ngoài lãi đạt 2.860 tỷ đồng (+3,6% yoy), với đóng góp chủ yếu từ thu nhập khác ghi nhận 821 tỷ đồng (+319% yoy) nhờ tích cực thu hồi nợ xấu. Ngược lại, các hoạt động thu nhập ngoài lãi khác đều ghi nhận giảm sút. Hoạt động dịch vụ đạt 1.041 tỷ đồng (-20,9% yoy), trong đó bancassurance không còn ghi nhận khoản upfront fee và thị trường bảo hiểm còn gặp khó khăn, kỳ vọng sẽ có sự cải thiện vào năm 2025 sau khi thay đổi cơ cấu hợp đồng và giải quyết các vấn đề liên quan đến kênh direct sale. Hoạt động kinh doanh ngoại hối ghi nhận 846 tỷ đồng (-18% yoy) và đầu tư chứng khoán

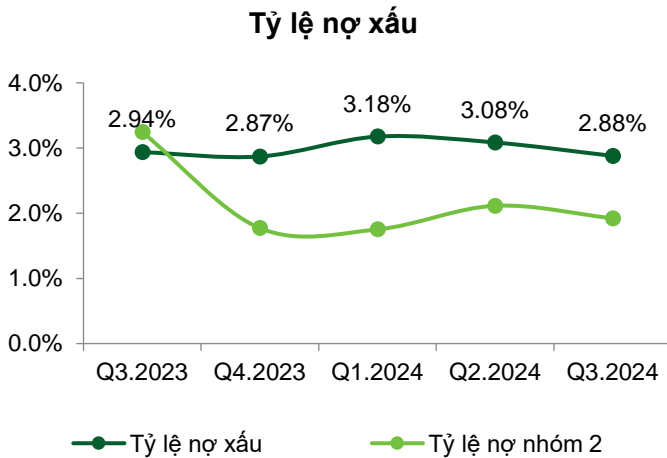
đạt 153 tỷ đồng (-33,5% yoy), dự kiến lợi nhuận 2 hoạt động này sẽ hồi phục khi khi tỷ giá và lãi suất diễn biến thuận lợi hơn trong thời gian tới.

Chi phí hoạt động đạt 3.339 tỷ đồng (+10,4% yoy), tỷ lệ CIR tăng lên 39,7%. MSB đang trong giai đoạn tăng cường đầu tư xây dựng số hóa và core-banking, sau khi kết thúc số hóa đưa vào vận hành sẽ giảm được chi phí nhân sự.

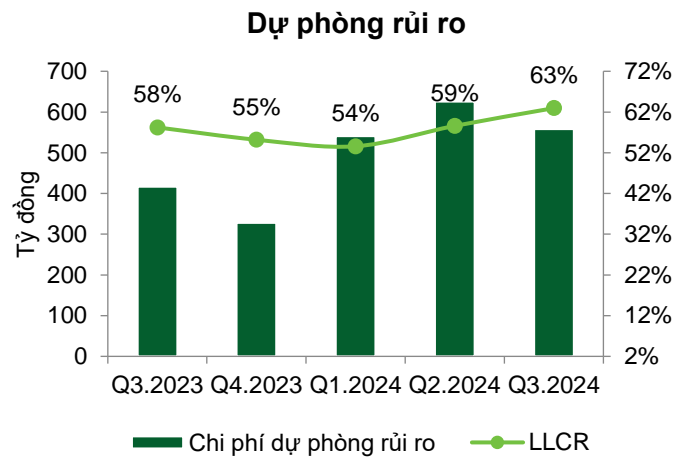
Tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 2,88%, trong đó nợ xấu CIC kéo theo chiếm khoảng 0,3%, Nợ xấu nhóm doanh nghiệp lớn là 0,08%, ngân hàng đã nhận diện sớm và đang chủ động thoái lui sớm 1 số khách hàng rủi ro. Nợ xấu nhóm doanh nghiệp SME ở mức 2,22%. Nợ xấu danh mục cá nhân tương đối cao với 7,34%, chủ yếu đến từ cho vay mua nhà, vay qua thẻ tín dụng và mở rộng cho vay tiêu dùng trên kênh số TNEX. Các khoản vay mới phát sinh 1 năm qua đều được quản lý chặt chẽ không để phát sinh thêm nợ xấu, hướng tới tỷ lệ nợ xấu giảm còn 4-5%. Trong các ngành chiếm tỷ trọng lớn, nợ xấu nhóm Xây dựng đạt 2,89%, nhóm BĐS 0,6%, thương mại 2,76%, vật liệu xây dựng 0,56%, năng lượng 0,04%. Tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm nhẹ so với Q2 đạt 1,92%, là dấu hiệu tích cực cho thấy khả năng trả nợ của khách hàng đang hồi phục.

Chi phí trích lập dự phòng ghi nhận 1.724 tỷ đồng (+30,7% yoy), trong đó MSB đã sử dụng 246 tỷ đồng xóa nợ xấu trong kỳ. Tỷ lệ bao nợ xấu LLCR được cải thiện lên mức 63%.

Hình 3: Tỷ lệ nợ xấu



Hình 4: Dự phòng rủi ro



Nguồn: MSB, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG
Nhu cầu tín dụng ở mức tốt

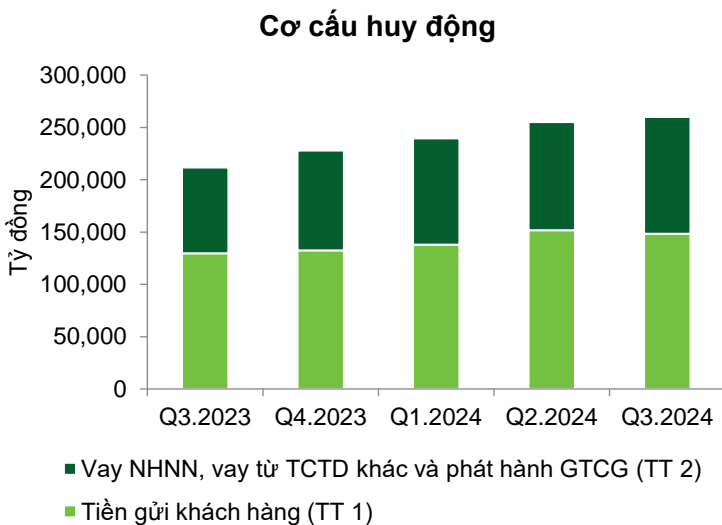
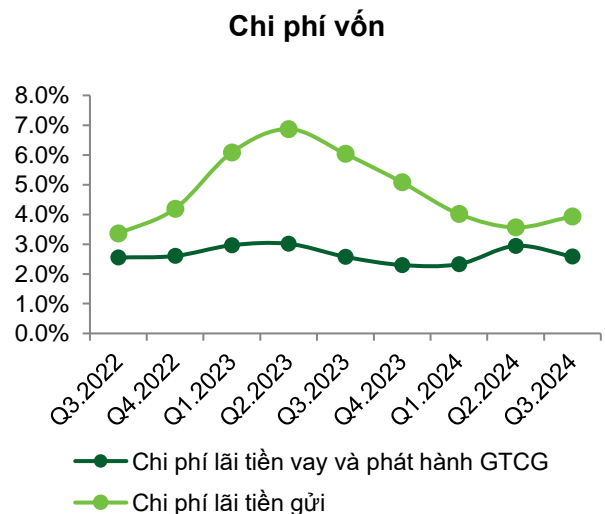
Với nhu cầu tín dụng tăng tốt và các tỷ lệ an toàn đáp ứng yêu cầu của NHNN, MSB đủ điều kiện để được nới thêm hạn mức tín dụng trong Q4. Chúng tôi kì vọng ngân hàng có thể đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng 20% cho năm 2024 và 21% năm 2025, với động lực phục hồi đến từ 2 phân khúc chiến lược là bán lẻ và doanh nghiệp SME.

NIM có cơ hội mở rộng từ 2025

Các động lực mở rộng NIM trong 2025 của MSB bao gồm: (1) Kỳ vọng tỷ giá hạ nhiệt sẽ kéo giảm lãi suất liên ngân hàng, theo đó tác động tích cực lên chi phí vốn của MSB khi nguồn huy động từ thị trường 2 chiếm trên 40% tổng huy động của ngân hàng, (2) Tỷ lệ CASA cải thiện nhẹ, (3) Cho vay tăng trưởng tốt, đẩy mạnh tín dụng bán lẻ, (4) Nâng cao chất lượng danh mục cho vay giảm các trường hợp thoái lãi.

Duy trì nguồn chi phí vốn giá rẻ

MSB thu hút được lượng tiền gửi không kỳ hạn lớn và đều đặn chủ yếu đến từ khách hàng doanh nghiệp nhờ thế mạnh hệ sinh thái. Nguồn tiền từ doanh nghiệp có tính chất chu kỳ, thường giảm vào cuối năm để phục vụ nhu cầu thanh toán. Trong các năm gần đây, MSB thực hiện chiến lược thu hút khách hàng cá nhân dựa vào vào việc phát triển sản phẩm, dịch vụ tiện ích như các gói tín dụng linh hoạt trên kênh số, hay tính năng sinh lời tự động không ngừng sáp ra mắt, kỳ vọng giúp tăng số lượng khách hàng thường xuyên và tăng nguồn CASA ổn định. Cuối Q3.2024, tỷ lệ CASA của MSB đạt 23%, mức cao thứ 4 toàn ngành.

Hình 5: Cơ cấu huy động

Hình 6: Chi phí vốn


Nguồn: MSB, VCBS tổng hợp

Chất lượng tài sản kỳ vọng 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 TPĐN ở mức thấp dưới 1%. Ngân hàng đang tích cực đồng hành cùng khách hàng cơ cấu và rà soát lại mô hình quản trị rủi ro theo phân khúc như mô hình scoring cảnh báo sớm, thu hồi nợ..., đồng thời đẩy mạnh hoạt động xử lý nợ tồn đọng đưa ra khỏi bảng cân đối từ quỹ dự phòng. Dự kiến tỷ lệ nợ xấu năm 2024 giảm về mức 2,6% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu được nâng lên 70%.

Tăng trưởng thu nhập bất thường từ thu hồi nợ xấu

MSB vẫn còn khoản thu hồi nợ xấu 1.000 tỷ đồng chưa thực hiện được theo như kế hoạch đầu năm. Ngân hàng đang xúc tiến quá trình xử lý và kỳ vọng sẽ hoàn thành 1

phần trong Q4.2024 và phần còn lại trong 2025 nhờ chứng từ pháp lý tốt, cùng với việc nền kinh tế và thị trường BĐS ấm dần lên giúp quá trình xử lý tài sản dễ dàng hơn.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro nợ xấu

50% danh mục của MSB là cho vay doanh nghiệp SME, 7% danh mục là khách hàng cá nhân vay tiêu dùng và vay qua thẻ tín dụng. Đây là các phân khúc khách hàng dễ bị tổn thương và trong trường hợp tình hình vĩ mô không thuận lợi khiến các khách hàng mất khả năng chi trả sẽ tác động tiêu cực đến lợi nhuận của MSB. Việc MSB đang ghi nhận tỷ lệ nợ xấu tương đối cao tiếp tục 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 (18% 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 nhóm 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 – 2025

Chúng tôi ước tính LNTT năm 2024 và 2025 của MSB đạt lần lượt 6.805 tỷ đồng (+16,7% yoy) và 8.181 tỷ đồng (+20,2% yoy), tương đương EPS đạt 2.517 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 16.649 đồng/cổ phiếu trong năm 2025.

Một số chỉ tiêu cụ thể như sau:

Đơn vị: Tỷ đồng	2023	2024F	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng
Thu nhập lãi thuần	9,189	9,699	5.6%	12,048	24.2%
Tổng thu nhập hoạt động	12,289	14,094	14.7%	16,523	17.2%
Dự phòng rủi ro	-1,647	-2,052	24.6%	-2,368	15.4%
Lợi nhuận trước thuế	5,830	6,805	16.7%	8,181	20.2%
ROE	16.0%	16.0%		16.4%	

Nguồn: VCBS ước tính

Kết hợp các phương pháp định giá: mức giá hợp lý 14.822 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 0,9x, ước tính giá hợp lý cho cổ phiếu MSB là 14.822 đồng/cổ phiếu:

Phương pháp	Giá (đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
So sánh P/B	15,393	50%
Thu nhập thặng dư (RI)	14,251	50%
Giá hợp lý	14,822	

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

MUA Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

BÁN 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

Mạc Đình Tuấn

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

mdtuan@vcbs.com.vn

Nguyễn Hạnh Linh

Chuyên viên Phân tích cao cấp

nhlinh1@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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

Bloomberg: VCBS <GO>