

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

19.623

Tiềm năng tăng giá

20%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Ngân hàng
Thị giá (20/08/2025)	16.350
Biến động 1 năm	10.000 – 16.350
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	10.022.717
Vốn hóa (Tỷ đồng)	42.510
P/E	7,64x
P/B	1,04x
%NN sở hữu	28,4%

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
MSB	23%	38%	44%
VNindex	11%	27%	31%

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>

KHOẢN THU HỒI NỢ XẤU LỚN DỰ KIẾN GHI NHẬN TRONG NỬA CUỐI NĂM

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi ước tính LNTT năm 2025 của MSB đạt 8.198 tỷ đồng (+18,7% yoy), tương đương EPS đạt 2.522 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 16.863 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 **19.623 đồng/cổ phiếu**.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Nhu cầu tín dụng ở mức tốt:** Cuối tháng 7 vừa qua MSB đã được nói hạn mức tín dụng từ mức 14,3% đầu năm lên 15,8%. 2 phân khúc chiến lược là bán lẻ và doanh nghiệp SME đã ghi nhận mức tăng khả quan từ Q2. Chúng tôi kỳ vọng MSB sẽ tiếp tục được nói room trong Q3 và duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng của MSB đạt 21,2% cho năm 2025.
- NIM bắt đầu ghi nhận sự cải thiện từ H2.2025:** Các động lực mở rộng NIM của MSB bao gồm: (1) Cho vay tăng trưởng tốt, đẩy mạnh tín dụng bán lẻ, (2) Duy trì chi phí vốn thấp và tỷ lệ CASA cao, (3) Kỳ vọng tỷ giá hạ nhiệt từ Q4 sẽ kéo giảm lãi suất thị trường 2, (4) Nâng cao chất lượng danh mục cho vay giảm các trường hợp thoái lãi.
- Chất lượng tài sản cải thiện và tăng cường thu hồi nợ xấu:** Dự kiến trong năm 2025 tỷ lệ nợ xấu tiếp tục giảm xuống 2% nhờ tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ và tăng thu hồi nợ đã xóa nhờ việc luật hóa Nghị quyết 42, cùng với việc nền kinh tế và thị trường BĐS ấm dần lên. Điểm rơi lợi nhuận rơi vào nửa sau 2025 khi MSB dự kiến thu hồi hơn 6.700 tỷ đồng trong đó có 1 khoản nợ rất lớn.
- Hoàn thiện hệ sinh thái với các kế hoạch thoái vốn, góp vốn các công ty con:** MSB tiếp tục xúc tiến kế hoạch góp vốn, mua cổ phần công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, dự kiến hoàn thành vào thời điểm cuối 2025 – đầu 2026.

Đơn vị: Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025F
Thu nhập lãi thuần	6,216	8,322	9,189	10,243	11,499
Thu ngoài lãi	4,372	2,372	3,100	3,975	4,838
Tổng thu nhập hoạt động	10,588	10,694	12,289	14,218	16,337
Chi phí hoạt động	3,932	4,428	4,812	5,230	5,846
Dự phòng rủi ro	1,568	479	1,647	2,084	2,294
Lợi nhuận trước thuế	5,088	5,787	5,830	6,904	8,198
NIM	3.7%	4.4%	4.1%	3.7%	3.4%
ROE	21.4%	19.5%	16.0%	16.2%	16.4%
CIR	37.1%	41.4%	39.2%	36.8%	35.8%
CAR	11.5%	12.3%	12.8%	12.4%	na
Tỷ lệ nợ xấu	1.7%	1.7%	2.9%	2.7%	2.0%
LLCR	95.4%	69.2%	55.2%	64.1%	75.1%
CASA	34.1%	29.7%	25.2%	24.9%	25.5%

Nguồn: MSB, VCBS tổng hợp

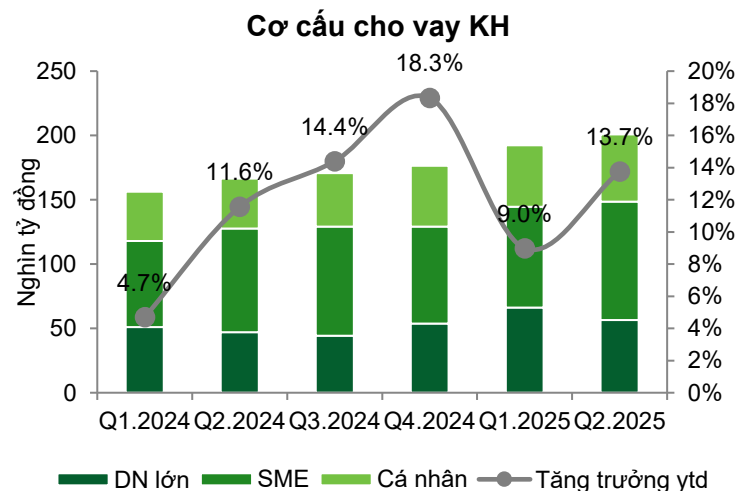
CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 6T.2025

Lợi nhuận giảm sút do tăng chi phí hoạt động và thu nhập ngoài lãi gặp khó khăn

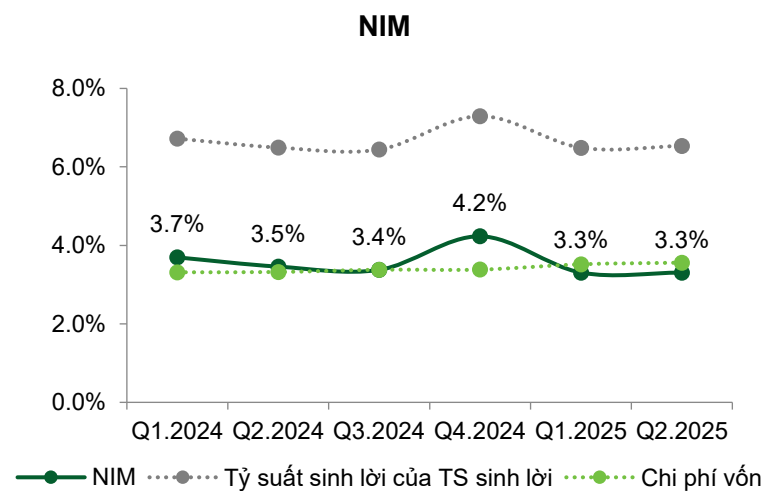
Cuối Q2.2025, quy mô tín dụng của MSB đạt khoảng 200 nghìn tỷ đồng (+13,5% ytd), cao hơn mức tăng trưởng 9,9% của toàn hệ thống. Tín dụng tăng chậm hơn trong Q2 do bị giới hạn bởi room tín dụng. Trong đó, cho vay khách hàng đạt 200,8 nghìn tỷ đồng (+13,7% ytd) và dư nợ trái phiếu doanh nghiệp giảm 35% ytd xuống 585 tỷ đồng. Dư nợ cho vay khách hàng cá nhân tăng 9,9% ytd, chiếm 26% tổng dư nợ, dư nợ SME chiếm 45,9% tăng 22,3% ytd là động lực dẫn dắt tăng trưởng, trong khi dư nợ doanh nghiệp lớn chiếm 28,1% danh mục tăng 5,1% ytd và giảm theo quý do ảnh hưởng từ việc phân loại lại khách hàng. Nhóm ngành Bất động sản và xây dựng tăng 14,7% ytd, chiếm 18,8% tổng dư nợ tín dụng, tương đương mức cuối năm 2024.

Huy động từ tiền gửi và giấy tờ có giá đạt 202 nghìn tỷ đồng (+14,6% ytd), trong đó tiền gửi chiếm 87%, tăng 12,8% ytd, giấy tờ có giá ghi nhận tăng 27,8% ytd lên 27 nghìn tỷ đồng. Tiền gửi không kỳ hạn (CASA) đạt 44,3 nghìn tỷ đồng (+15% ytd), tỷ lệ CASA đạt 25,4%, cải thiện so với Q1.2025.

Hình 1: Cho vay khách hàng



Hình 2: NIM



Nguồn: MSB, VCBS tổng hợp

Trong 6T.2025, MSB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động đạt 6.793 tỷ đồng (-3,4% yoy) và lợi nhuận trước thuế đạt 3.173 tỷ đồng (-14% yoy), bao gồm:

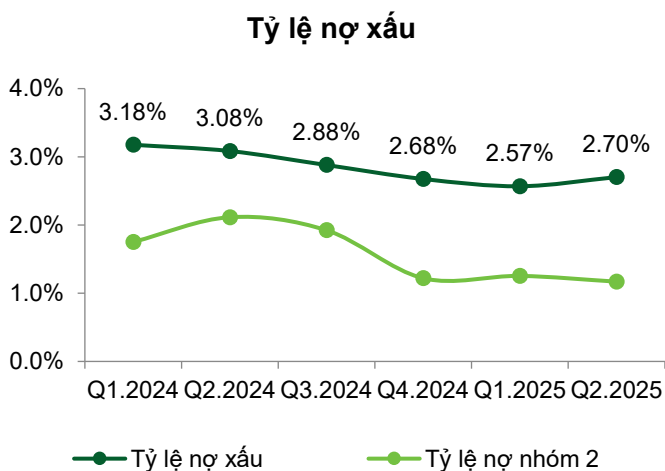
- (1) Thu nhập lãi thuần đạt 5.089 tỷ đồng (+8,1% yoy) nhờ tín dụng tăng trưởng tốt và NIM duy trì đi ngang so với Q1.
- (2) Thu nhập từ các hoạt động ngoài lãi đạt 1.705 tỷ đồng (-26,6% yoy), với đóng góp chủ yếu từ thu phí dịch vụ đạt 909 tỷ đồng (+35,6% yoy). Ngược lại, các hoạt động thu nhập ngoài lãi khác đều ghi nhận giảm sút. Hoạt động kinh doanh ngoại hối ghi nhận 501 tỷ đồng (-48,7% yoy) và đầu tư chứng khoán đạt 66 tỷ đồng (-24,7% yoy), thu nhập khác ghi nhận 228 tỷ đồng (-61,3% yoy).

Chi phí hoạt động đạt 2.538 tỷ đồng (+16,7% yoy), tỷ lệ CIR đạt 36,9%, mức cao do MSB vẫn đang trong giai đoạn tăng cường đầu tư xây dựng số hóa và core-banking, mục tiêu đến năm 2027 sau khi kết thúc đưa vào vận hành sẽ đưa CIR xuống mức 30-34%.

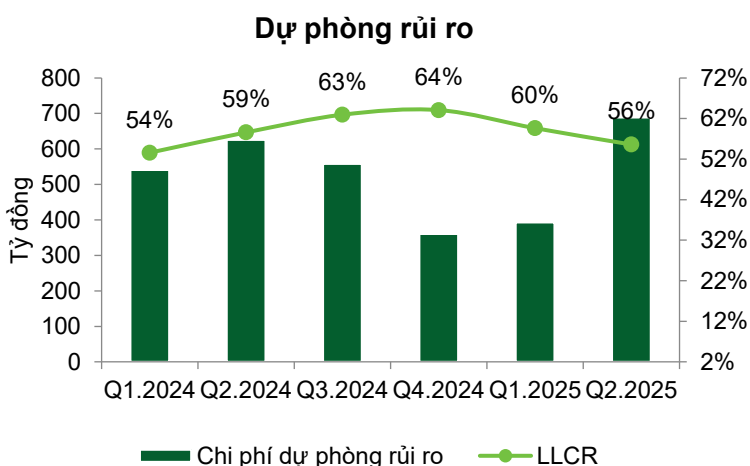
Tỷ lệ nợ xấu nhích nhẹ lên 2,7%. Nợ xấu nhóm doanh nghiệp lớn là 0,27% (+0,18% qoq) do nợ CIC kéo theo từ 2 khách hàng lớn. Nợ xấu nhóm doanh nghiệp SME ở mức 1,63% (-0,59% qoq) tập trung ở các ngành xây dựng (2,85%) và thương mại, công nghiệp nhẹ, tiêu dùng (2,4%). Nợ xấu danh mục cá nhân là 6,3% (+0,03% qoq), chủ yếu đến từ cho vay mua nhà (6,5%) và vay qua thẻ tín dụng (11,68%). Tỷ lệ nợ nhóm 2 duy trì ở mức thấp đạt 1,17%.

Chi phí trích lập dự phòng ghi nhận 1.082 tỷ đồng (-7,2% yoy), tỷ lệ bao nợ xấu LLCR giảm xuống 56%.

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

Cuối tháng 7 vừa qua MSB đã được nói room tín dụng từ mức 14,3% đầu năm lên 15,8%. Hiện tăng trưởng tín dụng đã đạt 14,1%, đặc biệt 2 phân khúc chiến lược là bán lẻ và doanh nghiệp SME đã ghi nhận mức tăng khả quan từ Q2. Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng của MSB đạt 21,2% cho năm 2025.

NIM kỳ vọng cải thiện trong H2.2025

Áp lực thu hẹp lên NIM đã được giảm thiểu trong Q2, chúng tôi duy trì dự báo NIM của MSB bắt đầu ghi nhận sự cải thiện từ H2.2025 và đạt 3,4% cho cả năm 2025 (thấp hơn so với mức 3,7% năm 2024). Các động lực mở rộng NIM bao gồm: (1) Cho vay tăng trưởng tốt, đồng thời tái cấu trúc tăng hiệu quả danh mục, đẩy mạnh tín dụng bán lẻ có tỷ suất sinh lời cao, (2) Duy trì chi phí vốn thấp và tỷ lệ CASA cao (CASA duy trì mức cao thứ 4 toàn ngành trong nhiều năm, hiện tăng 25% ytd đạt trên 29% tính đến thời điểm 30/7 nhờ hiệu quả của các giải pháp số như tính năng Sinh lời không ngừng), (3) Kỳ vọng tỷ giá hạ nhiệt từ Q4 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 tới 40% tổng huy động của ngân hàng, (4) Nâng cao chất lượng danh mục cho vay giảm các trường hợp thoái lui.

Thu nhập từ phí tích cực

Trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt khiến NIM thu hẹp và thu nhập lãi thuần chịu áp lực, MSB đẩy mạnh thu dịch vụ nhằm cải thiện thu nhập ngoài lãi. Hoạt động dịch vụ thanh toán, bán chéo sản phẩm của MSB hồi phục tốt trong H1.2025 nhờ quy mô khách hàng cá nhân tăng nhanh (tăng thêm 1 triệu khách hàng trong nửa đầu năm) với mục tiêu cả năm tăng thêm 3 triệu khách hàng mới. Mảng bancassurance đang đàm phán lại với Prudential, và kỳ vọng sẽ khởi sắc trở lại vào cuối năm sau khi các sản phẩm bảo hiểm mới được Bộ tài chính chấp thuận triển khai.

Chất lượng tài sản cải thiện và tăng cường thu hồi nợ xấu

Chất lượng tài sản của MSB đang được kiểm soát tốt với xu hướng nợ nhóm 2 và nợ xấu giảm dần. Dư nợ cho vay dự án kinh doanh BĐS chiếm tỷ trọng 9,8% với tỷ lệ nợ xấu ở mức rất thấp 0,39%, LTV kiểm soát dưới 50%. Dư nợ cho vay mua nhà chiếm 11,6%, tỷ lệ nợ xấu tương đối cao 6,5% tuy nhiên đã cải thiện đáng kể từ mức 8% cuối 2024. Dự kiến trong năm 2025 tỷ lệ nợ xấu tiếp tục giảm nhờ tăng tín dụng và tăng thu hồi nợ đã xóa. Chúng tôi đánh giá tỷ lệ nợ xấu hợp nhất cuối năm 2025 giảm xuống 2%, trong đó tỷ lệ nợ xấu khối bán lẻ được kiểm soát ở mức 6%, doanh nghiệp SME 2% và doanh nghiệp lớn dưới 0,5%.

Chúng tôi cũng kỳ vọng MSB tăng trưởng thu nhập bất thường từ thu hồi nợ xấu nhờ việc luật hóa Nghị quyết 42, cùng với việc nền kinh tế và thị trường BĐS ấm dần lên giúp quá trình xử lý tài sản dễ dàng hơn. Trong H1.2025, MSB thu hồi hơn 1.000 tỷ đồng, chủ yếu từ nhóm khách hàng cá nhân. Điểm rơi lợi nhuận rơi vào nửa sau 2025 khi MSB dự kiến thu hồi hơn 6.700 tỷ đồng trong đó có 1 khoản nợ rất lớn, các khoản nợ này chủ yếu là các dự án BĐS, đều có TSBĐ và đã đi đến bước cuối cùng để hiện thực hóa việc thu hồi. Nếu MSB đẩy nhanh thu hồi thành công toàn bộ trong 2025 thì lợi nhuận của ngân hàng sẽ có mức tăng trưởng đột biến.

Tiến tới hoàn thiện hệ sinh thái với các kế hoạch thoái vốn, góp vốn các công ty con

- Thoái vốn TNEX (tiền thân là FCCOM): MSB đang thực hiện làm việc với các nhà đầu tư có nhu cầu. Trong khi đó hoạt động ngân hàng số vẫn đang được McKinsey tư vấn hỗ trợ phát triển khách hàng và đã ghi nhận tăng trưởng tích cực. Tính đến cuối Q2, quy mô tín dụng của TNEX đạt khoảng 2.200 tỷ đồng (+24% ytd), các khoản vay trên kênh số đạt trung bình 100 triệu đồng/1 khách hàng và 1 tháng giải ngân mới khoảng 300 tỷ đồng.

- Góp vốn, mua cổ phần công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ: MSB đang tiếp tục xúc tiến việc mua công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ, tiến tới phát triển tập khách hàng Priority với các dịch vụ quản lý tài sản (Wealth Management). Ngân hàng đang tìm kiếm đối tượng phù hợp (các công ty chứng khoán nhỏ có bảng tài sản sạch với mức vốn điều lệ từ 300-500 tỷ đồng), dự kiến hoàn thành vào thời điểm cuối 2025 – đầu 2026.

Thông tin khác

MSB dự kiến phát hành cổ phiếu để trả cổ tức với tỷ lệ 20%, tăng vốn điều lệ thêm 5.200 tỷ đồng lên 31.200 tỷ đồng. Kế hoạch đã được NHNN thông qua và MSB đang hoàn tất các thủ tục với UBCKNN, dự kiến thời điểm chia vào cuối tháng 8 - đầu tháng 9.

RỦI RO ĐẦU TƯ
Rủi ro nợ xấu

46% danh mục của MSB là cho vay doanh nghiệp SME, 8% 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 so với trung bình ngành vẫn là yếu tố cần chú ý trong thời gian tới.

Rủi ro tập trung

Với hơn 30% dư nợ cho vay trong lĩnh vực bất động sản (19% cho vay doanh nghiệp BĐS và xây dựng, 11% 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 2025

Chúng tôi ước tính LNTT năm 2025 của MSB đạt 8.198 tỷ đồng (+18,7% yoy), tương đương EPS đạt 2.522 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 16.863 đồng/cổ phiếu.

Một số chỉ tiêu cụ thể như sau:

Đơn vị: Tỷ đồng	2023	2024	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng
Thu nhập lãi thuần	9,189	10,243	11.5%	11,499	12.3%
Tổng thu nhập hoạt động	12,289	14,218	15.7%	16,337	14.9%
Dự phòng rủi ro	-1,647	-2,084	26.6%	-2,294	10.0%
Lợi nhuận trước thuế	5,830	6,904	18.4%	8,198	18.7%
ROE	16.0%	16.2%		16.4%	

Nguồn: VCBS ước tính

Kết hợp các phương pháp định giá:
mức giá hợp lý 19.623 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 1,2x, ước tính giá hợp lý cho cổ phiếu MSB là 19.623 đồng/cổ phiếu:

Phương pháp	Giá (đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
So sánh P/B	19,537	50%
Thu nhập thặng dư (RI)	19,709	50%
Giá hợp lý	19,623	

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

Lê Đức Quang

Trưởng bộ phận PT Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@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>