

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

14.327

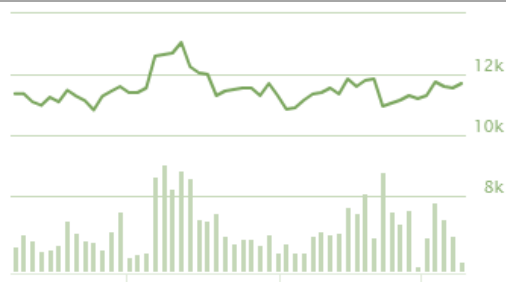
Tiềm năng tăng giá

23%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Ngân hàng
Thị giá (05/06/2025)	11.650
Biến động 1 năm	10.000 – 13.200
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	7.632.858
Vốn hóa (Tỷ đồng)	30.550
P/E	4,80x
P/B	0,79x
%NN sở hữu	27,7%

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
MSB	5%	3%	3%
VNindex	9%	3%	5%

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>

MỞ RỘNG QUY MÔ, HOÀN THIỆN HỆ SINH THÁI

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi ước tính LNTT năm 2025 của MSB đạt 8.029 tỷ đồng (+16,3% yoy), tương đương EPS đạt 2.470 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 16.631 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 **14.327 đồng/cổ phiếu**.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Nhu cầu tín dụng ở mức tốt:** Chúng tôi kì vọng MSB được nói room tín dụng trong tháng 6 và có thể đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng 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 giúp quá trình xử lý tài sản dễ dàng hơn.
- Hoàn thiện hệ sinh thái với các kế hoạch thoái vốn, góp vốn các công ty con:** MSB muốn thoái khỏi tập khách hàng thu nhập thấp, theo đó chuyển nhượng một phần hoặc toàn bộ số vốn góp tại TNEX Finance, đồng thời góp vốn, mua cổ phần công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ nhằm tập trung phát triển tập khách hàng Priority với các dịch vụ quản lý tài sản.

Đơn vị: Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025F
Thu nhập lãi thuần	6,216	8,322	9,189	10,243	11,913
Thu ngoài lãi	4,372	2,372	3,100	3,975	4,094
Tổng thu nhập hoạt động	10,588	10,694	12,289	14,218	16,006
Chi phí hoạt động	3,932	4,428	4,812	5,230	5,728
Dự phòng rủi ro	1,568	479	1,647	2,084	2,250
Lợi nhuận trước thuế	5,088	5,787	5,830	6,904	8,029
NIM	3.7%	4.4%	4.1%	3.7%	3.5%
ROE	21.4%	19.5%	16.0%	16.2%	16.0%
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%	74.1%
CASA	34.1%	29.7%	25.2%	24.9%	25.5%

Nguồn: MSB, VCBS tổng hợp

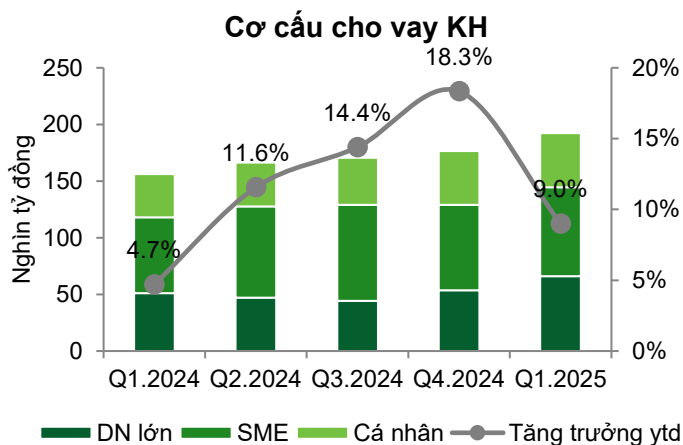
CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q1.2025

Lợi nhuận tăng nhẹ nhờ đẩy mạnh tín dụng và giảm chi phí trích lập dự phòng

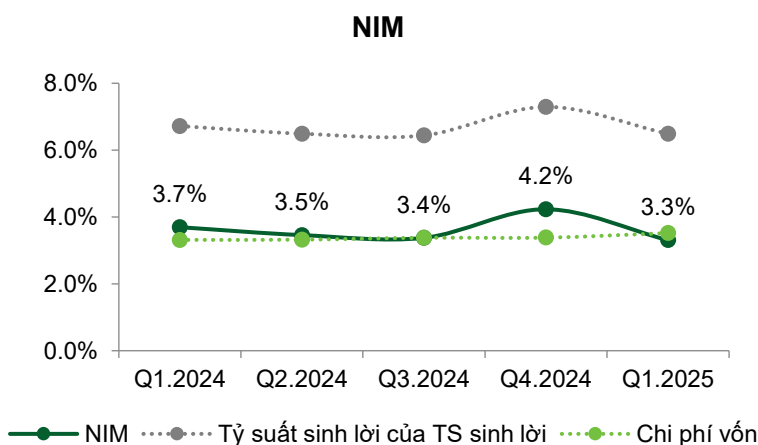
Cuối Q1.2025, quy mô tín dụng của MSB đạt khoảng 193 nghìn tỷ đồng (+7,8% ytd), cao hơn mức tăng trưởng 3,92% của toàn hệ thống. Cho vay khách hàng đạt 192,3 nghìn tỷ đồng (+9% ytd) và dư nợ trái phiếu doanh nghiệp giảm 14% ytd xuống 774 tỷ đồng. Dư nợ doanh nghiệp lớn chiếm 34,4% danh mục tăng 23,3% ytd dẫn dắt tăng trưởng tín dụng, dư nợ SME chiếm 40,8% tăng 4,1% ytd, trong khi dư nợ cho vay khách hàng cá nhân tăng 0,5% ytd. Nhóm ngành Bất động sản và xây dựng chiếm 18,2% tổng dư nợ tín dụng, tương đương mức cuối năm 2024.

Huy động từ tiền gửi và giấy tờ có giá đạt 185 nghìn tỷ đồng (+5,2% ytd), trong đó tiền gửi chiếm 88%, tăng 5,3% ytd. Tiền gửi không kỳ hạn (CASA) đạt 37,5 nghìn tỷ đồng (-2,6% ytd), tỷ lệ CASA đạt 23%, giảm so với cuối 2024 do ngân hàng mở rộng cung cấp các sản phẩm tiền gửi ngắn hạn thay cho CASA.

Hình 1: Cho vay khách hàng



Hình 2: NIM



Nguồn: MSB, VCBS tổng hợp

MSB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động đạt 3.258 tỷ đồng (+4,5% yoy) và lợi nhuận trước thuế đạt 1.631 tỷ đồng (+6,6% yoy), bao gồm:

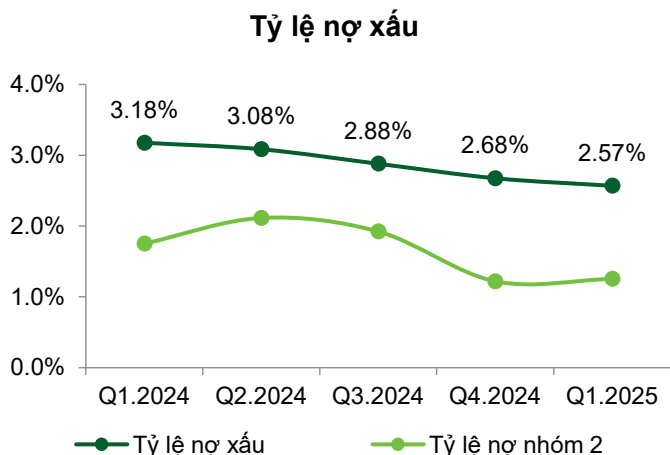
- (1) Thu nhập lãi thuần đạt 2.504 tỷ đồng (+5,8% yoy) nhờ tín dụng tăng trưởng tốt. Trong khi đó, NIM chịu áp lực thu hẹp do chi phí huy động từ cả 2 thị trường tăng nhẹ, tín dụng tăng tập trung vào nhóm doanh nghiệp lớn có tỷ suất sinh lời thấp hơn, đồng thời tiếp tục giảm lãi suất cho vay để thu hút và hỗ trợ khách hàng theo chỉ đạo của Chính phủ.
- (2) Thu nhập từ các hoạt động ngoài lãi đạt 754 tỷ đồng (+0,2% yoy), với đóng góp chủ yếu từ thu phí dịch vụ đạt 417 tỷ đồng (+38,8% yoy). Ngược lại, các hoạt động thu nhập ngoài lãi khác đều ghi nhận giảm sút. Hoạt động kinh doanh ngoại hối ghi nhận 255 tỷ đồng (-56,9% yoy) và đầu tư chứng khoán lỗ 11 tỷ đồng (-170,1% yoy), thu nhập khác ghi nhận 93 tỷ đồng (-160,1% yoy).

Chi phí hoạt động đạt 1.234 tỷ đồng (+17,8% yoy), tỷ lệ CIR đạt 37,9%, 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%.

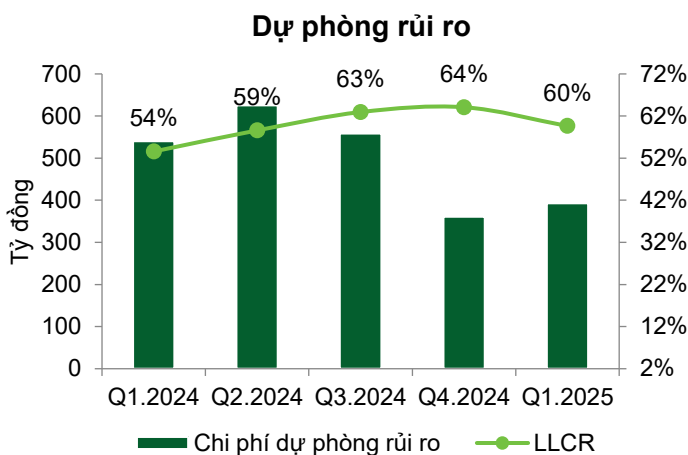
Tỷ lệ nợ xấu tiếp tục giảm xuống 2,57%. Nợ xấu nhóm doanh nghiệp lớn là 0,09%, nợ xấu nhóm doanh nghiệp SME ở mức 2,22%, nợ xấu danh mục cá nhân là 6,27%, chủ yếu đến từ cho vay mua nhà và vay qua thẻ tín dụng. Tỷ lệ nợ nhóm 2 tăng nhẹ so với cuối 2024 tuy nhiên vẫn duy trì ở mức thấp đạt 1,25%. Tỷ lệ nợ tái cơ cấu tương đối thấp chiếm khoảng 1% dư nợ.

Chi phí trích lập dự phòng ghi nhận 393 tỷ đồng (-27,3% yoy), tỷ lệ bao nợ xấu LLCR giảm nhẹ xuống 60%.

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

Nửa đầu năm MSB đẩy mạnh tín dụng vào nhóm doanh nghiệp lớn nhằm lan tỏa động lực tăng trưởng đến 2 phân khúc chiến lược là bán lẻ và doanh nghiệp SME trong nửa sau 2025. Tính đến hết 9/5, tăng trưởng tín dụng của MSB đạt trên 13%, cao hơn tăng trưởng toàn ngành 4,92% và gần chạm hạn mức được NHNN cấp từ đầu năm. Ngân hàng đang xin thêm room và chúng tôi kì vọng MSB được nói room tín dụng trong tháng 6 và có thể đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng 21,2% cho năm 2025.

NIM kỳ vọng cải thiện trong H2.2025

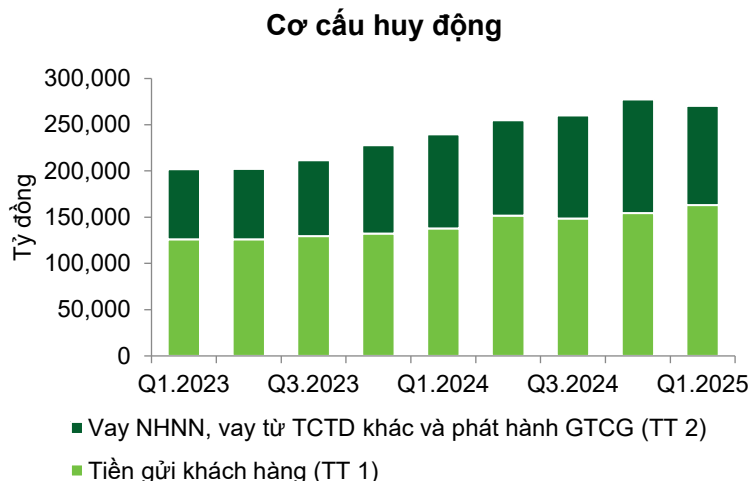
NIM tiếp tục chịu áp lực thu hẹp trong Q2 và chúng tôi dự báo NIM của MSB bắt đầu ghi nhận sự cải thiện từ H2.2025 và đạt 3,5% cho cả năm 2025 (thấp hơn so với mức 3,7% năm 2024). Các động lực mở rộng NIM bao gồm: (1) Cho vay tăng trưởng tốt, đồng thời tái cấu trúc tăng hiệu quả danh mục, đẩy mạnh tín dụng bán lẻ, (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 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 lãi.

Duy trì nguồn chi phí vốn giá rẻ

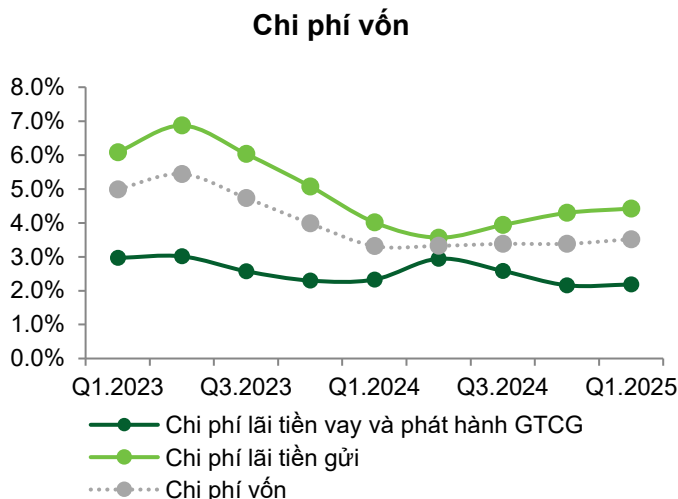
Bên cạnh việc tích cực huy động trên thị trường 2, MSB thu hút được lượng tiền gửi không kỳ hạn lớn và đều đặn chủ yếu đến từ khách hàng doanh nghiệp nhờ thể mạnh hệ sinh thái, đồng thời thúc đẩy chiến lược thu hút khách hàng cá nhân dựa vào vào việc phát triển sản phẩm, dịch vụ tiện ích trên kênh số, đa dạng hóa các sản phẩm tiền

gửi như sinh lời không ngừng, thanh toán qua đêm, theo tuần, chứng chỉ tiền gửi..., các gói cho vay linh hoạt, ưu tiên lãi suất, kỳ vọng giúp tăng số lượng khách hàng thường xuyên với mục tiêu 3 triệu khách hàng mới trong năm 2025, qua đó tăng nguồn CASA ổn định. Cuối Q1.2025, 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 cải thiện và tăng cường thu hồi nợ xấu

Nhờ tích cực đồng hành cùng khách hàng cơ cấu nợ và rà soát lại mô hình quản trị rủi ro, chất lượng tài sản đã cải thiện rõ rệt trong thời gian qua. 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 Q1.2025, MSB thu hồi hơn 600 tỷ đồng trong điều kiện pháp lý đình trệ. Cả năm 2025 MSB dự kiến thu gần 2.000 tỷ đồng, bên cạnh đó còn khoản lớn gần 2.000 tỷ đồng đang tiến hành xử lý chưa nằm trong kế hoạch lợi nhuận của ngân hàng cũng như dự báo của chúng tôi, nếu thu hồi thành công khoản này trong 2025 thì lợi nhuận của MSB 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 muốn thoái khỏi tập khách hàng thu nhập thấp, theo đó chuyển nhượng một phần hoặc toàn bộ số vốn góp tại TNEX Finance tùy theo tình hình thị trường và thực tế làm việc với đối tác mua. Hiện nay, MSB đã có 2-3 đối tác quan tâm và đang chọn lọc theo điều kiện của NHNN. Tính đến cuối 2024, TNEX có vốn điều lệ trên 500 tỷ đồng, tổng tài sản đạt 3.807 tỷ đồng, tổng dư nợ cho vay đạt 1.774 tỷ đồng. Dựa vào định giá các thương vụ chuyển nhượng công ty tài chính gần đây với P/B 2,5-3 lần, chúng tôi ước tính MSB có thể ghi nhận lợi nhuận khoảng 1.000 tỷ đồng nếu chuyển nhượng 100% vốn góp tại TNEX.

- Góp vốn, mua cổ phần công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ: Trong năm 2025, MSB sẽ 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). Mục tiêu tiếp cận với các công ty chứng khoán nhỏ có bảng tài sản sạch với mức vốn điều lệ từ 300-500 tỷ đồng, sau đó MSB sẽ có chiến lược mở rộng và lộ trình tăng vốn phù hợp.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro từ chính sách thuế quan của Mỹ

Rủi ro này đối với MSB không quá lớn do dư nợ nhóm ngành xuất nhập khẩu chỉ khoảng hơn 10.000 tỷ đồng chiếm 5,5% tổng dư nợ, trong đó 2.200 tỷ đồng dư nợ xuất khẩu sang Mỹ và Trung Quốc có thể chịu ảnh hưởng trực tiếp. MSB đã đưa ra cảnh báo sớm và có biện pháp đồng hành cùng khách hàng như chủ động đa dạng hóa thị trường đầu ra, giảm lãi suất, phí... Hiện nay, MSB đang kiểm soát tương đối tốt danh mục này, trong trường hợp có rủi ro xảy ra, tỷ lệ nợ xấu có thể lên khoảng 2,3% trên tổng danh mục nhóm này.

Rủi ro nợ xấu

41% 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 30% dư nợ cho vay trong lĩnh vực bất động sản (18% 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 8.029 tỷ đồng (+16,3% yoy), tương đương EPS đạt 2.470 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 16.631 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%	11,913	16.3%
Tổng thu nhập hoạt động	12,289	14,218	15.7%	16,006	12.6%
Dự phòng rủi ro	-1,647	-2,084	26.6%	-2,250	8.0%
Lợi nhuận trước thuế	5,830	6,904	18.4%	8,029	16.3%
ROE	16.0%	16.2%		16.0%	

Nguồn: VCBS ước tính

Kết hợp các phương pháp định giá:
mức giá hợp lý 14.327 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 0,8x, ước tính giá hợp lý cho cổ phiếu MSB là 14.327 đồng/cổ phiếu:

Phương pháp	Giá (đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
So sánh P/B	14,000	50%
Thu nhập thặng dư (RI)	14,655	50%
Giá hợp lý	14,327	

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>