

NGÂN HÀNG TMCP HÀNG HẢI VIỆT NAM

Báo Cáo Ngắn - Khuyến Nghị Lần Đầu



MSB (HOSE) – MUA

Giá Hợp Lý (VND)	29.100
Giá Hiện Tại (VND)	23.200
Upside	+ 25.3%
Năm Giữ	1 năm

NGÀNH NGÂN HÀNG

Biểu đồ giá cổ phiếu



Các dữ liệu quan trọng

Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	1.175.000
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	23.300
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	16.200
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	5.531.000
Giá trị giao dịch trung bình 3 tháng (triệu)	110.000
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	29,94
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	n/a
Tỷ lệ sở hữu BLD (%)	n/a

VỀ MSB

Thành lập năm 1991, MSB là ngân hàng TMCP đầu tiên của Việt Nam. Trải qua 29 năm hoạt động, MSB đã trở thành một ngân hàng uy tín với thế mạnh ở mảng SME và kinh doanh ngoại hối. MSB hiện có gần 5.100 cán bộ, phục vụ trên 2,4 triệu khách hàng cá nhân, 58.000 khách hàng doanh nghiệp có quy mô nhỏ, vừa và lớn.

ĐỖ QUANG TRUNG

Chuyên viên phân tích ngành Tài Chính
trungdq@vncsi.com.vn

MSB – NGÂN HÀNG BÁN LẺ TĂNG TRƯỞNG VÀ SINH LỜI TỐT

Tóm tắt luận điểm đầu tư

- **Kết quả kinh doanh của MSB tiếp tục tăng trưởng tốt trong năm 2021.** Quý I vừa qua, MSB đã ghi nhận trước thuế (LNTT) đạt 1.147 tỷ đồng, cao gấp 4 lần so với cùng kỳ năm 2020 và cũng là cao nhất lịch sử. Đây sẽ là lực đẩy lớn cho KQKD của cả năm 2021.
- **Hoạt động tín dụng tiếp tục được đẩy mạnh nhờ mảng khách hàng SME.** MSB có mức tăng trưởng tín dụng cao hơn trung bình ngành trong vài năm gần đây với động lực chính từ mảng khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ, vốn là thế mạnh của ngân hàng này.
- **Chất lượng tài sản được kiểm soát chặt chẽ.** Với tỷ lệ nợ xấu được kiểm soát chặt chẽ dưới 2%. Trái phiếu VAMC cũng đã được trích lập xong, MSB đang dần nâng cao chất lượng tài sản nhằm giúp ngân hàng có thể đối phó tốt với các rủi ro trong tương lai.
- **Tối ưu hoá chi phí tiếp tục được chú trọng giúp gia tăng lợi nhuận.** Chi phí vốn của MSB trong năm nay sẽ tiếp tục giảm do đẩy mạnh CASA và môi trường lãi suất thấp, từ đó NIM cũng sẽ được cải thiện. Ngoài ra quá trình tái cơ cấu và số hoá sẽ tiếp tục phát huy tác dụng trong việc nâng cao hiệu quả hoạt động.
- **Các hoạt động không cốt lõi sẽ là điểm sáng.** Thỏa thuận độc quyền với Prudential sẽ góp phần đẩy mạnh lợi nhuận từ năm 2021. Bên cạnh đó, việc bán vốn 2 công ty con là MSB AMC và FCCOM sẽ cũng là động lực giúp tăng trưởng thu nhập ngoài hoạt động kinh doanh cốt lõi.
- **CSI dự báo LNTT năm 2021 của MSB đạt 5.218 tỷ, tức +106% yoy.** Do đó với P/B mục tiêu 1.6, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu trong 12 tháng là 29.100 đồng và đưa khuyến nghị **MUA** với MSB.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ I/2021

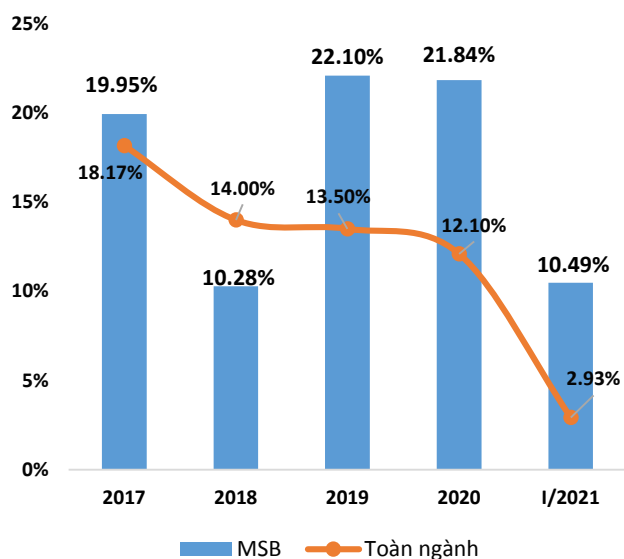
Tóm tắt báo cáo tài chính quý I

Báo cáo kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	Q1/2021	Q1/2020	YoY
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	2578	2413	7%
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	- 1159	- 1519	- 24%
Thu nhập lãi thuần	1420	894	59%
Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ	123	122	1%
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng	103	102	1%
Lãi/(Lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	329	84	292%
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động khác	90	61	48%
Tổng thu nhập hoạt động	2064	1263	63%
Chi phí hoạt động	- 713	- 894	- 20%
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước dự phòng rủi ro tín dụng	1351	369	266%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	- 204	- 79	158%
Tổng lợi nhuận trước thuế	1147	290	296%
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	- 249	- 65	283%
Lợi nhuận sau thuế	899	224	301%

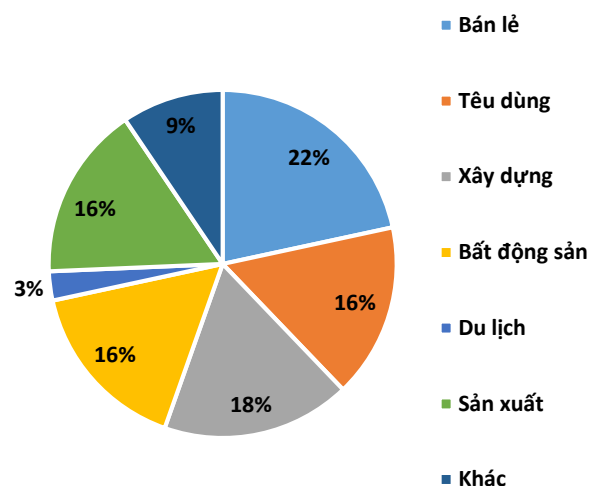
Nhóm khách hàng doanh nghiệp là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng tín dụng: Trong quý I, MSB ghi nhận tăng trưởng tín dụng ở mức 10,5% tức cao hơn nhiều so với mức trung bình ngành là 2,9%. Trong đó, cho vay khách hàng đạt 89.498 tỷ và dư nợ trái phiếu doanh nghiệp đạt 4.342 tỷ đồng. Đóng góp lớn nhất đến từ sự tăng trưởng của cho vay doanh nghiệp với mức tăng trưởng 16,9% và chiếm gần 75% dư nợ của MSB.

Ngược lại trái phiếu doanh nghiệp mà MSB nắm giữ lại ghi nhận mức giảm 22,8% từ 5.622 tỷ còn 4.342 tỷ đồng. Việc này đã được chúng tôi dự báo trong [Báo cáo ngành Ngân hàng 2021](#) về việc thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ chững lại trong ngắn hạn do ảnh hưởng của Nghị định 81 và Nghị định 153.

MSB: Tăng trưởng tín dụng



MSB: Cơ cấu dư nợ cho vay doanh nghiệp theo ngành



Nguồn: MSB, CSI Research

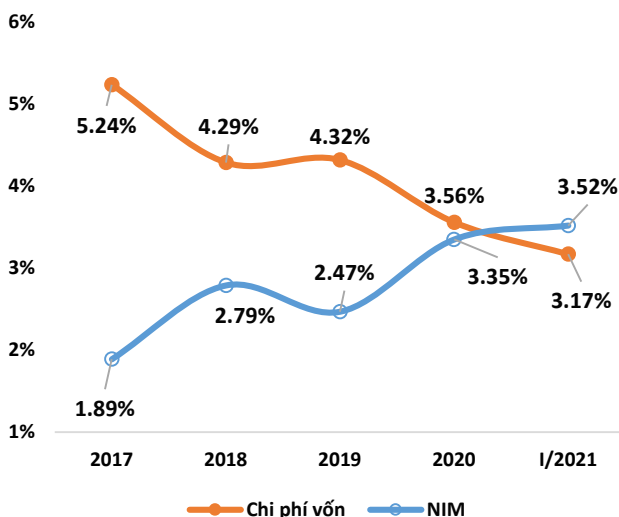
Ngành Bất động sản và Xây dựng ghi nhận mức tăng trưởng mạnh nhất với 21.833 tỷ đồng (tăng 34% so với đầu năm) và chiếm 24,4% tổng dư nợ. Phần lớn trong số đó là những khoản nợ liên quan đến các dự án của TNG Holdings, một bên liên quan của MSB. Dư nợ ngành Du Lịch chỉ chiếm chưa tới 3%, giúp MSB không phải chịu ảnh hưởng lớn từ sự tiêu cực của ngành này trong giai đoạn dịch bệnh này.

NIM tiếp tục được cải thiện: Biên lãi ròng NIM của MSB tăng liên tục trong nhiều quý gần đây lên mức 3.52% trong quý gần nhất. Điều này có được nhờ mặt bằng lãi xuất huy động năm qua ở mức thấp do chính sách từ ngân hàng nhà nước giúp chi phí vốn giảm đáng kể, trong khi đó lãi suất cho vay lại không giảm tương ứng.

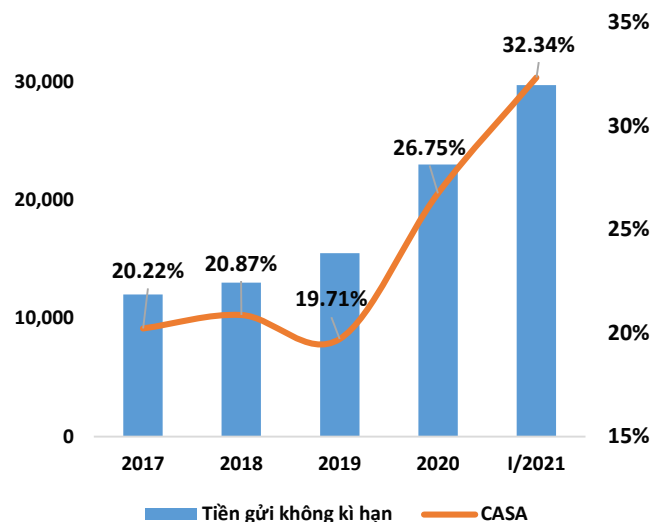
Bên cạnh đó, MSB cũng đẩy mạnh huy động vốn trên thị trường liên ngân hàng (tăng gần 12% trong quý I/2021), đây là kênh huy động vốn ghi nhận lãi suất thấp kỷ lục trong thời gian dài kể từ khi dịch Covid-19 xảy ra.

Điều này đã giúp tổng doanh thu thuần của MSB trong quý I đạt hơn 2.064 tỷ đồng, tăng 63,4% so với cùng kỳ. Trong đó, thu nhập lãi thuần NII đạt 1.419 tỷ đồng, tăng 58,8% yoy.

MSB: NIM



MSB: Tiền gửi không kì hạn



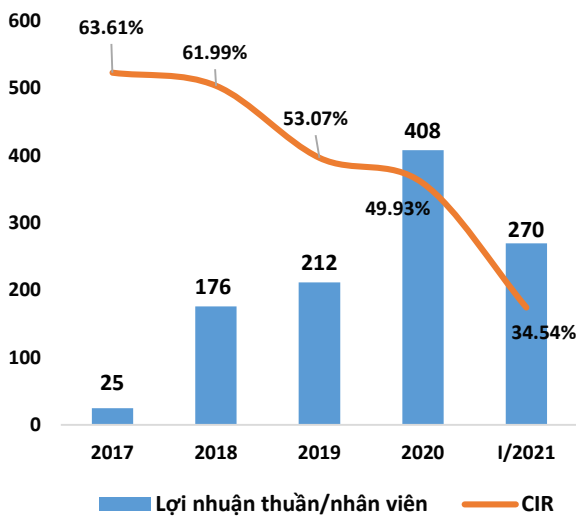
Nguồn: MSB, CSI Research

CASA tiếp tục được thúc đẩy: Nhờ việc đẩy mạnh cắt giảm phí giao dịch đã giúp số dư tiền gửi không kì hạn đạt mức kỷ lục trong quý I vừa qua với gần 30 nghìn tỷ. Điều này giúp tỷ lệ CASA tăng mạnh lên 32.34%, cao nhất trong nhiều năm gần đây.

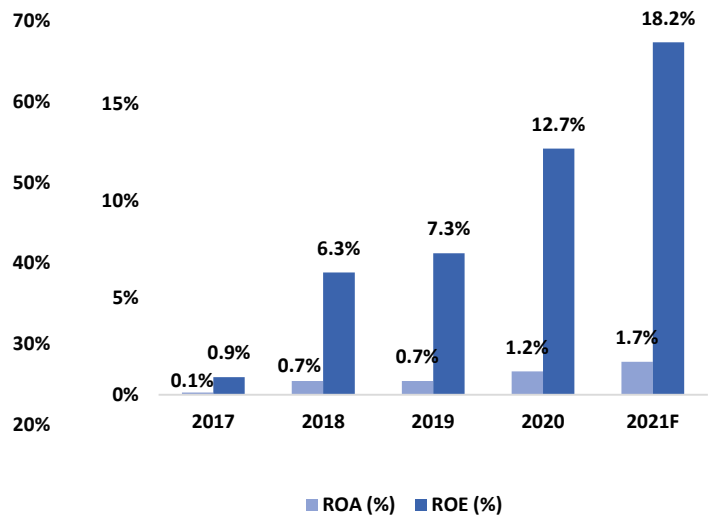
Thu nhập lãi ngoài khả quan: Các mảng kinh doanh phi tín dụng của MSB cũng hoạt động khá tốt trong quý đầu năm, đặc biệt là mảng mua bán chứng khoán đầu tư. Trong kỳ, mảng này đem về cho ngân hàng tới 328 tỷ đồng, gấp gần 4 lần cùng kỳ năm ngoái.

Hiệu quả hoạt động được tối ưu hóa. MSB đã đẩy mạnh tối ưu hóa chi phí hoạt động trong vài năm trở lại đây. Chi phí hoạt động trong quý I giảm mạnh 20%, xuống mức 712 tỷ đồng; chủ yếu do chi phí lương, thưởng và phụ cấp lương cho nhân viên giảm tới 36%. Điều này giúp đưa tỷ lệ chi phí trên thu nhập CIR về còn 34,54% tại quý I năm 2021. Kéo theo đó là lợi nhuận hoạt động TOI đã tăng 63% yoy trong khi số nhân viên chỉ tăng 5% yoy.

MSB: Chi phí hoạt động



MSB: Hiệu quả hoạt động



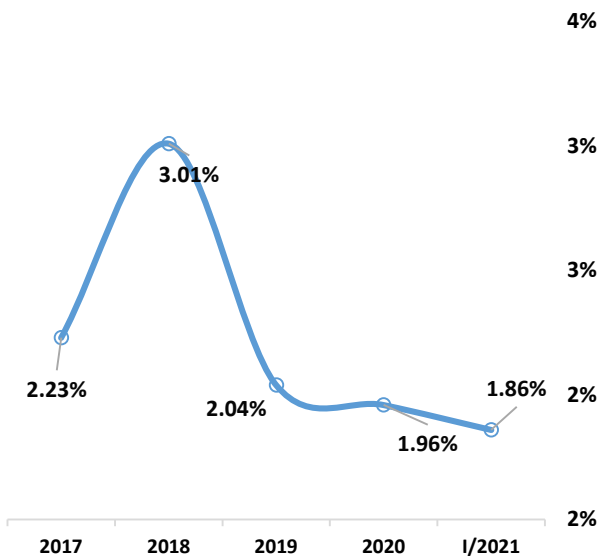
Nguồn: MSB, CSI Research

Rủi ro được kiểm soát tốt với chất lượng tài sản được cải thiện. Mặc dù trải qua một năm 2020 khó khăn do ảnh hưởng của đại dịch, tỷ lệ nợ xấu của MSB vẫn được giữ vững ở mức dưới 2%. Ngoài ra nhờ việc tăng cường trích lập dự phòng, tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLCR cũng tăng trưởng nhẹ lên mức 54,12% trong quý I/2021.

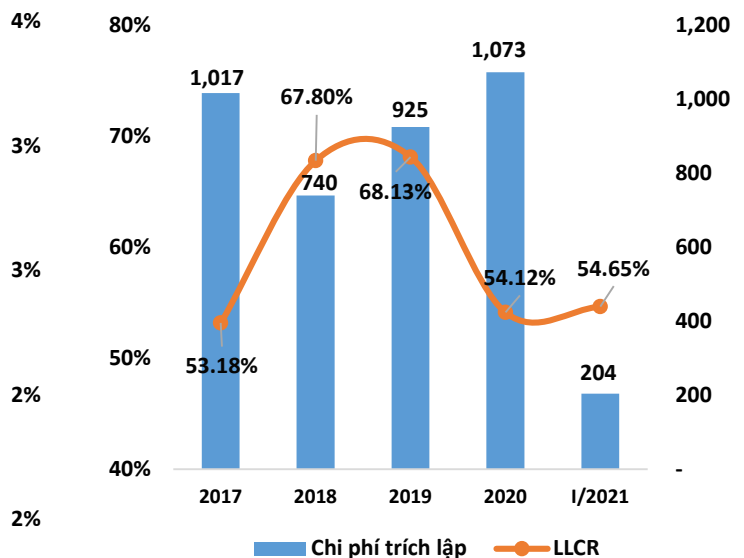
Việc MSB tất toán toàn bộ trái phiếu VAMC vào năm 2020 đã thể hiện rõ nỗ lực của ngân hàng này trong việc làm sạch bảng cân đối kế toán, giúp tạo ra bộ đệm tốt hơn để tăng khả năng chống đỡ rủi ro.

Tỷ lệ nợ phải tái cơ cấu theo Thông tư 01 trên tổng dư nợ cũng ở mức thấp nhất trong những ngân hàng chúng tôi nghiên cứu với chỉ 1,85% so với 3,26% trung bình ngành.

MSB: Tỷ lệ nợ xấu (NPL)



MSB: Trích lập dự phòng



Nguồn: MSB, CSI Research

TRIỂN VỌNG TRONG NĂM 2021

Mảng bán lẻ và SME tiếp tục được đẩy mạnh. Với thế mạnh trong mảng SME, chúng tôi dự báo trong năm 2021 MSB sẽ đẩy mạnh hơn nữa mảng này thông qua các gói cước dịch vụ chuyên biệt như M-Business, M-Pro. Bên cạnh đó mảng bán lẻ của MSB cũng còn rất nhiều dư địa phát triển do hiện tại lợi nhuận từ mảng này mới chỉ chiếm chưa đến 10% tổng thu nhập.

Chi phí vốn tiếp tục giảm. Với sự hỗ trợ từ mặt bằng lãi suất huy động thấp, chúng tôi dự báo NIM của MSB trong năm 2021 tiếp tục được cải thiện. Ngoài ra việc đẩy mạnh cải thiện trải nghiệm sử dụng và giảm phí giao dịch sẽ tiếp tục giúp MSB hút thêm CASA trong năm nay, đặc biệt là nhóm khách hàng cá nhân.

Chi phí dự phòng không có nhiều đột biến. Chúng tôi dự báo chi phí dự phòng năm nay sẽ không thay đổi nhiều so với năm 2021 do MSB đã tắt toán xong số trái phiếu tại VAMC giúp ngân hàng này giảm áp lực trích lập trong năm nay. Thêm vào đó, với những điểm mới về việc trích lập dự phòng nhóm nợ tái cơ cấu của Thông tư 03 mới cũng góp phần hỗ trợ MSB trong việc không phải trích lập đột biến trong năm 2021.

Động lực lớn từ bancassurance. Vừa qua MSB đã kí kết hợp đồng bảo hiểm độc quyền với Prudential với thời hạn hợp đồng là 15 năm. Chúng tôi ước tính chi phí trả trước (Upfront fee) lên đến 3.400 tỷ. Với việc phân bổ khoản phí trả trước này, chúng tôi dự đoán MSB sẽ ghi nhận một khoản lãi đột biến lớn trong 3-5 năm tới.

Ngoài ra MSB cũng đang là ngân hàng có doanh thu tốt đến từ mảng bảo hiểm, chúng tôi kỳ vọng với việc hợp tác toàn diện với Prudential lần này sẽ giúp doanh thu bán bảo hiểm của MSB tăng trưởng mạnh mẽ hơn. Việc này sẽ giúp MSB thu về các khoản hoa hồng đáng kể từ các hợp đồng bảo hiểm bán ra trong những năm tới.

Số hóa là giải pháp lâu dài giúp nâng cao hiệu quả hoạt động. MSB là một trong những ngân hàng mạnh tay chi tiền cho việc số hóa trong với gian qua. Bằng việc ra mắt ngân hàng số TNEX, MSB tham vọng thu hút được đến 2 triệu khách hàng mới trong 2 năm tới. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ giúp MSB nâng cao hiệu quả hoạt động trong dài hạn, ngoài ra đây cũng là một bước đi nhằm thúc đẩy CASA giúp giảm chi phí vốn cho ngân hàng.

Việc thoái vốn tại các công ty con sẽ được triển khai. Cuối năm 2020, MSB đã công bố thông tin chuyển nhượng toàn bộ giá trị phần vốn góp tại Công ty Quản lý nợ và khai thác tài sản MSB AMC và ghi nhận thêm 224 tỷ đồng lợi nhuận. Chúng tôi dự tính thương vụ này sẽ hoàn tất trong năm nay giúp MSB có thể ghi nhận khoản lợi nhuận này cho năm 2021.

Ngoài ra, MSB đang có kế hoạch thoái 50% hoặc toàn bộ vốn tại FCCom cho đối tác chiến lược trong năm 2021 này. Với sức nóng từ thương vụ bán vốn FECredit của VPBank, chúng tôi kỳ vọng thương vụ này sẽ đem lại khoản lợi nhuận đáng kể cho MSB trong năm 2021.

Rủi ro. Chúng tôi nhận định 2 rủi ro đáng kể lên MSB trong năm nay là: (1) *Dịch Covid tiếp tục bùng phát rộng ảnh hưởng xấu đến nền kinh tế* và (2) *Ngân hàng nhà nước tăng lãi suất.*

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi đưa ra các giả định sau nhằm đưa ra dự phóng cho MSB:

- Tăng trưởng tín dụng đạt 25%
- Chi phí vốn đạt mức 3,10%
- Tỷ lệ CIR được tối ưu còn 37%
- Chi phí dự phòng tăng 20% lên 1,288 nghìn tỷ
- Tổng tài sản của MSB tăng 11% lên khoảng 195 nghìn tỷ đồng.
- MSB ghi nhận khoảng 700 tỷ từ phí trả trước của hợp đồng độc quyền bảo hiểm với Prudential
- MSB sẽ thu về khoảng 1000 tỷ lợi nhuận đột biến từ việc thoái vốn 2 công ty con là MSB AMC và FCCOM

Từ đó chúng tôi ước tính LNTT của MSB đạt 5.218 tỷ đồng cho năm 2021, tăng 106 % yoy với NIM đạt mức 3,57%.

Chúng tôi cũng ước tính giá trị sổ sách của 1 cổ phiếu MSB trong năm năm 2021 sẽ là 18.448 đồng, với giả định ngân hàng không ESOP trong năm nay.

Hiện tại MSB đang giao dịch với mức giá 23.200 đồng/cổ phiếu, với hệ số P/B hiện tại là 1,42 lần. Với những nhận định tích cực về kết quả kinh doanh 2021, chúng tôi đưa ra hệ số **P/B** mục tiêu của MSB trong năm 2021 này là **1,6** lần. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA (BUY)** với MSB với giá mục tiêu 12 tháng là **29.100 đồng/cổ phiếu** tương đương với tiềm năng tăng giá (upside) là **25,3 %**.

PHỤ LỤC

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F	2022F
TỔNG TÀI SẢN	137,769	156,978	176,698	195,410	212,677
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	2,338	2,495	2,205	2,315	2,431
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	2,406	4,071	1,851	3,612	3,793
Tiền gửi và cho vay tại các TCTD khác	22,689	20,579	16,978	0	0
Chứng khoán kinh doanh	52	56	21	22	23
Cho vay khách hàng	47,768	62,708	78,498	98,122	107,934
Hoạt động mua nợ	26	9	0	0	0
Chứng khoán đầu tư	40,696	45,636	55,677	69,596	76,556
Góp vốn, đầu tư dài hạn	10	10	22	0	0
Tài sản cố định	331	331	309	309	305
Bất động sản đầu tư	1,088	1,060	1,033	1,028	1,028
Tài sản Có khác	20,365	20,024	20,105	20,405	20,607
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU	137,769	156,978	176,698	195,410	212,677
Tổng nợ phải trả	123,949	142,114	159,823	174,361	188,104
Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Nam	9,708	24	21	22	23
Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	37,671	47,018	56,026	62,749	65,886
Tiền gửi của khách hàng	63,529	80,873	87,510	94,511	103,647
Các công cụ tài chính phái sinh	162	7	52	55	57
Phát hành giấy tờ có giá	8,415	8,973	11,711	12,297	13,527
Các khoản nợ khác	4,463	5,220	4,503	4,728	4,964
Vốn chủ sở hữu	13,820	14,864	16,875	21,049	24,573

BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F	2022F
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	7,511	8,595	10,020	12,525	15,656
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	-4,609	-5,533	-5,197	-6,237	-7,172
Thu nhập lãi thuần	2,902	3,062	4,822	6,288	8,483
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	463	802	1,139	1,367	1,641
Chi phí hoạt động dịch vụ	-191	-279	-319	-366	-421
Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ	272	522	821	1,001	1,219
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	209	155	270	280	350
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	-14	3	-8	-10	5
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	721	150	561	650	500
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác	590	779	717	2,600	1,900
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	36	43	0	0	0
Tổng thu nhập hoạt động	4,716	4,715	7,182	10,809	12,458
Chi phí hoạt động	-2,924	-2,502	-3,586	-4,303	-4,733
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước chi phí dự phòng	1,792	2,213	3,597	6,505	7,724
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-740	-925	-1,073	-1,288	-1,417
Tổng lợi nhuận trước thuế	1,053	1,288	2,523	5,218	6,308
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-184	-244	-512	-1,044	-1,262
Lợi nhuận sau thuế	868	1,044	2,011	4,174	5,046
EPS	762	971	1,872	2,914	3,523

LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI

Người thực hiện: Đỗ Quang Trung

Chuyên viên phân tích

Email: trungdq@vnsci.com.vn

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI

Đỗ Bảo Ngọc

Phó Tổng giám đốc & Giám đốc trung tâm nghiên cứu

Email: ngocdb@vnsci.com.vn

Bộ phận Phân tích Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Chứng khoán

Lê Văn Thành

Chuyên viên phân tích

Email: thanhlv@vnsci.com.vn

Nguyễn Thị Quỳnh Hương

Chuyên viên Tiếng Trung

Email: huongntq@vnsci.com.vn

Bộ phận Phân tích Ngành và Doanh nghiệp

Đinh Hồng Hà

Chuyên viên phân tích cao cấp

Email: hadh@vnsci.com.vn

Đỗ Quang Trung

Chuyên viên phân tích

Email: trungdq@vnsci.com.vn

Nguyễn Phương Linh

Chuyên viên phân tích

Email: linhnp@vnsci.com.vn

Vũ Thùy Dương

Chuyên viên phân tích

Email: duongvt@vnsci.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI) được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá,

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại) / giá hiện tại
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến -20%
BÁN	$\leq -20\%$

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI), những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CSI không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. CSI, nhân viên của CSI có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. CSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CSI.

TRỤ SỞ CSI

Tầng 11 Tòa Nhà Diamond Flower, số 48 Lê Văn Lương, Phường Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội

ĐT: + 84 24 3926 0099 Website: <https://www.vnsci.com.vn/>