

HDBank [HDB]

18 November 2020

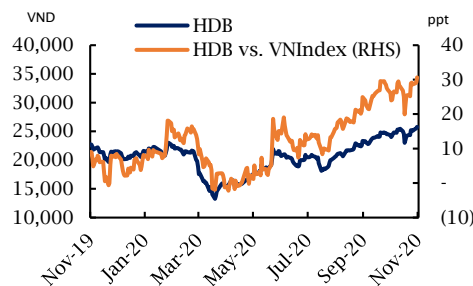
MUA
Giá MT tăng (giảm) +17%
Đóng cửa 17/11/2020
Giá 25,700
MT 12T 30,095
Giá MT trước 23,820
% thay đổi +26%
Tiêu điểm

- ▶ Thương vụ hợp nhất với PG Bank có khả năng không xảy ra.
- ▶ Chất lượng tài sản tại HD Saison đang được giữ vững.
- ▶ Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng đạt khoảng 16% cho năm 2020E-21E.
- ▶ Chúng tôi ước tính EPS bị pha loãng tối đa khoảng 8,5%, nếu NĐT chuyển đổi toàn bộ TPCĐ thành cổ phiếu.

Quan điểm

- ▶ **Nâng khuyến nghị lên MUA.** HDB đang giao dịch ở mức P/B năm 2021E là 1,1x với ROE 2021E dự báo khoảng 18%.
- ▶ Rủi ro từ việc sáp nhập với PG Bank đã được loại bỏ khi mà khả năng cao là thỏa thuận sẽ không xảy ra.
- ▶ Tăng trưởng tín dụng sẽ cao hơn các NH khác nhờ tỷ lệ LDR thấp, chính sách nới lỏng tiền tệ của NHNN và nhu cầu vốn cao vào cuối năm.
- ▶ Bancassurance cũng sẽ là một điểm sáng.

Giới thiệu: HDB là một ngân hàng chuyên về bán lẻ và DNVVN. HDB còn sở hữu HD Saison, một công ty tài chính tiêu dùng nằm trong top 3 ở Việt Nam. Cho vay DNVVN chiếm 49% tổng dư nợ hợp nhất tại thời điểm Q3/2020, trong đó cho vay bán lẻ là 39%. Chất lượng tài sản tại ngân hàng và công ty con tài chính tiêu dùng vẫn vững chắc bất chấp ảnh hưởng của Covid-19.

Tương quan giá CP với VN-Index


Vốn hóa	US\$1.4 bn
GTGD BQ6T	US\$1.8 mn
SLCP	1,256 mn
Chuyên nhượng tự do	70%
Sở hữu nước ngoài	19.6%
CĐ lớn	18.5%
2021E TS/VCSH (x)	11.3x
2021E P/E (x)	6.9x
2021E P/B (x)	1.1x
Room ngoại	1.9%

Tình hình tài chính (tỷ đồng)

	2019A	2020E	2021E	2022E
NIM (%)	4.72%	4.81%	4.75%	4.80%
TT thu nhập phí	43%	50%	45%	31%
Adj. CIR	46%	45%	43%	43%
TT PPOP	30%	23%	21%	14%
LN ròng	3,605	4,166	5,088	5,945
ROAA	1.62%	1.59%	1.67%	1.77%
ROAE	19.4%	18.2%	18.3%	17.9%
PE	7.0	6.9	6.4	5.4
PB	1.3	1.4	1.1	1.0
Tỉ suất cổ tức (%)	0.6%	0.0%	0.0%	1.8%

*LN ròng đã trừ đi thu nhập CĐT.S.

Nguồn: FiinPro, Yuanta Vietnam

Chuyên viên phân tích:
Trần Văn Tánh

+84 28 3622 6868 ext 3874

tanh.tran@yuanta.com.vn
Bloomberg code: YUTA

HDBANK (HDB)

Triển vọng tích cực

Thỏa thuận sáp nhập PG Bank có khả năng không xảy ra. Như đã trình bày trong báo cáo lần đầu của chúng tôi, mối lo ngại chính của chúng tôi đối với HDB là những rủi ro liên quan đến việc sáp nhập PG Bank. Nhưng dựa trên những diễn biến gần đây được đề cập trong cuộc họp báo cáo kết quả Q3/2020, chúng tôi tin rằng việc sáp nhập PG Bank khó có thể xảy ra. Do đó, chúng tôi đánh giá tích cực hơn về triển vọng của HDB trong tương lai.

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng cao hơn so với ngành trong Q4/2020 và năm 2021E do hệ số LDR tương đối thấp. Lãi suất ưu đãi và nhu cầu vốn cao trong thời điểm cuối năm sẽ thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong Q4/2020 và các điều kiện chung sẽ giúp tăng trưởng tín dụng phục hồi đáng kể vào năm 2021. Do đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng đạt 16,3% vào năm 2020E và 15,6% vào năm 2021E.

Chất lượng tài sản được giữ vững tại HD Saison, với tỷ lệ nợ xấu là 6,77% trong Q3/2020. Tổng lượng cho vay tại công ty tài chính tiêu dùng – HD Saison chỉ chiếm 29% vốn chủ sở hữu của HDB (HDB sở hữu 50% tại HD Saison), thấp hơn nhiều so với mức 130% của tổng khoản cho vay tại FE Credit trên tổng vốn chủ sở hữu của VPB (VPB sở hữu 100% tại FE Credit).

Triển vọng tích cực từ banca. Chúng tôi dự báo thu nhập phí ròng đạt 941 tỷ đồng trong năm 2020E (+ 50% YoY) và 1,4 nghìn tỷ đồng vào năm 2021E (+ 45% YoY), chủ yếu đến từ bancassurance. Chúng tôi kỳ vọng HDB sẽ nhận được một khoản phí trả trước đáng kể từ việc đàm phán lại hợp đồng bancassurance.

Yuanta vs. các bên. Dự báo thu nhập của chúng tôi phù hợp với các bên trên Bloomberg, nhưng chúng tôi tin rằng dự báo tăng trưởng cho vay và thu nhập từ hoạt động dịch vụ của chúng tôi cao hơn so với dự báo của các bên.

Nâng khuyến nghị lên MUA. Sau khi loại bỏ PG Bank ra khỏi mô hình dự phóng, chúng tôi tăng dự báo EPS năm 2020E lên 4% và EPS năm 2021E lên 10%. Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 26% nhờ khả năng sinh lời cao hơn và rủi ro thấp hơn so với mô hình trước đây, tương đương P/B năm 2021E ở mức 1,3x so với ROE dự báo ở mức 18% trong 2021E.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

HDB: Triển vọng tích cực

Bảng 1: Định giá

Chỉ số định giá	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
PER điều chỉnh (x)	12.3	8.3	6.9	6.8	6.2	5.3
PEG	0.1	0.2	0.3	4.9	0.7	0.3
ROA điều chỉnh (%)	1.03%	1.40%	1.62%	1.59%	1.67%	1.77%
ROE điều chỉnh (%)	14.1%	18.0%	19.4%	18.2%	18.3%	17.9%
PBR (x)	1.6	1.6	1.3	1.35	1.11	0.9
Tỉ suất cổ tức (%)	0.7%	5.4%	0.6%	0.0%	0.0%	1.9%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Vietnam

Thương vụ sáp nhập PG Bank khả năng cao không xảy ra

Dựa trên những công bố gần đây của nhiều bên khác nhau tham gia vào thương vụ này, chúng tôi tin rằng thương vụ sáp nhập PG Bank không có khả năng xảy ra trong tương lai. Theo quan điểm của chúng tôi, thỏa thuận này không mang lại lợi ích cho HDB nếu xét về mặt định giá. Nhưng quan trọng hơn, chúng tôi cũng lo ngại về khả năng tăng nợ xấu từ ngân hàng được sáp nhập và kỳ vọng hiệu quả chi phí sẽ giảm sau khi sáp nhập.

Tuy nhiên, dựa trên những thông tin công bố của nhiều bên khác nhau tham gia vào thương vụ đó, chúng tôi tin rằng điều đó khó có thể xảy ra. Như vậy, chúng tôi đã loại bỏ những rủi ro này khỏi mô hình định giá, và của chúng tôi đánh giá tích cực hơn về triển vọng của HDB.

Trước đây chúng tôi đã giả định rằng việc sáp nhập sẽ diễn ra, nên đã hợp nhất PG Bank vào mô hình của HDB. Tuy nhiên, do thương vụ không có khả năng xảy ra, chúng tôi đã điều chỉnh mô hình để chỉ phản ánh HDB và loại bỏ PG Bank. Các dự báo mới của chúng tôi cũng cần nhắc đến tác động của đại dịch đối với hoạt động kinh doanh của HDB.

Bảng 2 – BCDKT (Sau và Trước)

BCDKT (tỷ đồng)	Trước (bao gồm PG Bank)			Sau (Không bao gồm PG Bank)			% chênh lệch (Sau vs. trước)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
LN gộp	196,922	225,324	255,136	170,248	196,748	227,084	-14%	-13%	-11%
Tổng tài sản	300,218	328,910	356,980	293,144	315,798	357,057	-2%	-4%	0%
Tiền gửi	200,737	227,251	254,753	176,950	200,080	228,831	-12%	-12%	-10%
Tổng nợ	278,884	304,399	328,509	267,823	285,378	320,976	-4%	-6%	-2%
Tổng nguồn vốn	21,334	24,511	28,471	25,322	30,420	36,081	19%	24%	27%

Bảng 3- BCKQKD (Sau vs. Trước)

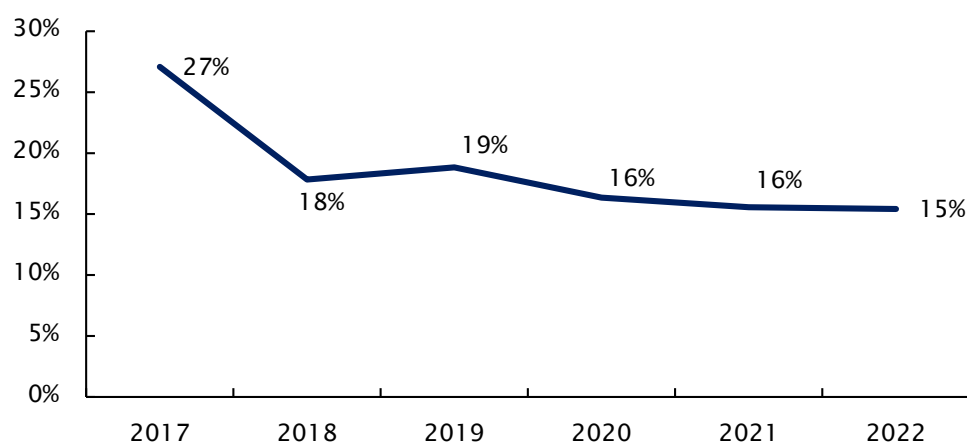
(Tỷ đồng)	Trước (bao gồm PG Bank)			Sau (Không gồm PG Bank)			% chênh lệch (Sau vs. trước)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Thu nhập lãi thuần	12,007	14,721	16,846	11,674	13,514	15,165	-3%	-8%	-10%
Thu nhập từ HĐ dịch vụ	1,003	1,267	1,561	941	1,366	1,790	-6%	8%	15%
Thu nhập ngoài lãi khác	1,211	1,284	1,348	485	490	555	-60%	-62%	-59%
Doanh thu đã điều chỉnh	14,221	17,271	19,755	13,100	15,371	17,509	-8%	-11%	-11%
Tổng chi phí	(6,777)	(8,313)	(9,003)	(5,865)	(6,633)	(7,517)	-13%	-20%	-17%
LN HĐKD trước Dự phòng	7,444	8,958	10,752	7,235	8,738	9,992	-3%	-2%	-7%
Dự phòng rỗng:	(1,343)	(1,478)	(1,591)	(1,427)	(1,644)	(1,704)	6%	11%	7%
LNTT	6,101	7,480	9,161	5,808	7,094	8,288	-5%	-5%	-10%
Thuế	(1,220)	(1,496)	(1,832)	(1,162)	(1,419)	(1,658)	-5%	-5%	-10%
LNST	4,881	5,984	7,329	4,646	5,675	6,630	-5%	-5%	-10%
Lợi ích thiểu số	(548)	(672)	(823)	(480)	(587)	(685)	-12%	-13%	-17%
LNST của NH mẹ	4,333	5,312	6,506	4,166	5,088	5,945	-4%	-4%	-9%
EPS (VND)	3,576	3,684	4,512	3,725	4,052	4,734	4%	10%	5%

Nguồn: Yuanta Vietnam

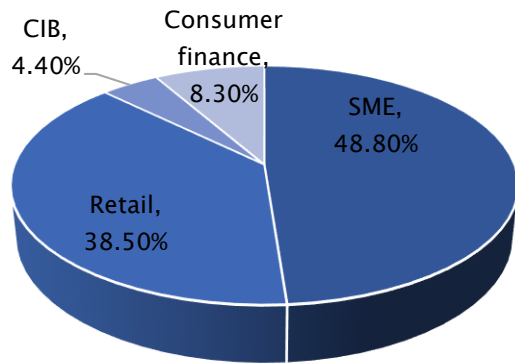
Tăng trưởng tín dụng thúc đẩy lợi nhuận trong Q4/2020 và năm tới

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng cho vay của HDB sẽ đạt khoảng 16% trong giai đoạn 2020E-2021E nhờ: 1) Tỷ lệ LDR hiện tại (theo Thông tư 36) của HDB chỉ là 68% tại thời điểm 30/09/2020 (nguồn: HDBank), thấp hơn nhiều so với giới hạn quy định 85%. Điều này cho thấy HDB có dư địa đáng kể để tăng trưởng tín dụng. 2) Thanh khoản của ngành tài chính được hỗ trợ mạnh mẽ bởi chính sách nới lỏng tiền tệ của NHNN, điều này sẽ cho phép các ngân hàng có thêm dư địa để cắt giảm lãi suất cho vay ngắn hạn và do đó thúc đẩy tăng trưởng tín dụng. 3) Nhu cầu vốn thường cao vào cuối năm. Trong 9T20, tăng trưởng tín dụng của HDB đạt 14%, cao hơn mức tăng trưởng tín dụng của ngành ở mức khoảng 6,1%. Ban lãnh đạo cho biết, tăng trưởng tín dụng đạt 20% trong 10T20 và ngân hàng đã đề xuất hạn mức tín dụng 27-28% cho năm 2020E.

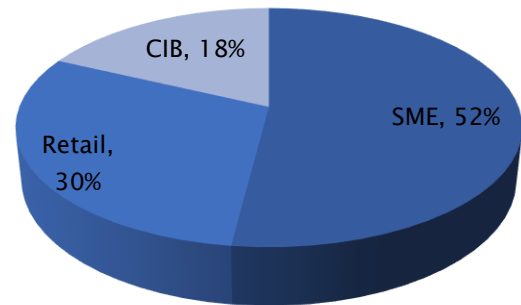
Biểu đồ 1: Tăng trưởng tín dụng của HDB từ 2017 - 2022



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Vietnam

Biểu đồ 2: Cơ cấu khoản vay của HDB trong Q3/2020

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Vietnam

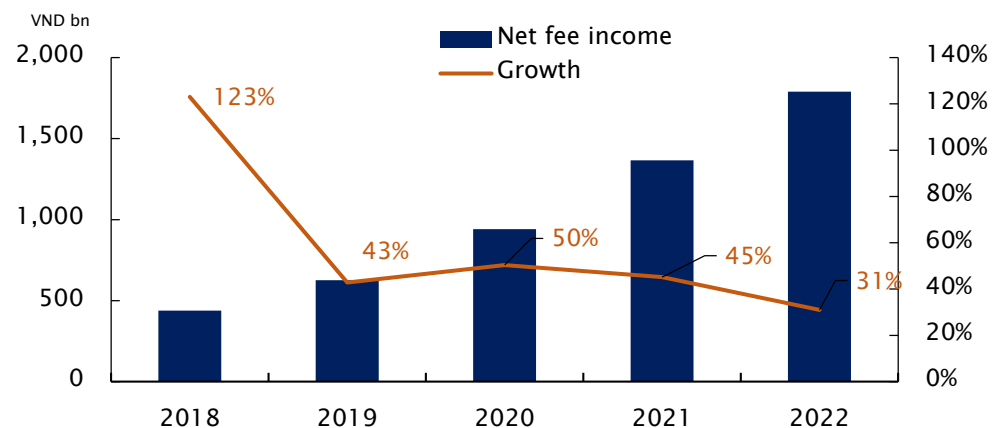
Biểu đồ 3: Cơ cấu tiền gửi của HDB

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Vietnam

Thu nhập từ hoạt động dịch vụ tăng nhờ phí bán bancassurance

HDB hiện đang hợp tác với Dai-ichi Life về mảng bancassurance. Ngân hàng đã thành lập một bộ phận để trực tiếp bán các sản phẩm bảo hiểm, chúng tôi kì vọng điều này sẽ hỗ trợ tăng trưởng đáng kể trong mảng bancassurance và đóng góp vào thu nhập phí của HDB. Chúng tôi dự báo thu nhập từ hoạt động dịch vụ sẽ đạt 941 tỷ đồng vào năm 2020E (+ 50% YoY) và 1,4 nghìn tỷ đồng (+ 45% YoY).

HDB đã ký hợp đồng với Dai-ichi Life vào tháng 7 năm 2015 với thỏa thuận 10 năm, nhưng ban lãnh đạo cho biết thỏa thuận này có khả năng đàm phán lại. Việc đàm phán lại nếu thành công sẽ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng thu nhập từ hoạt động dịch vụ.

Biểu đồ 4: Thu nhập phí ròng của HDB từ 2018A đến 2022E

Source: Company Data, Yuanta Vietnam

Nếu HDB có thể ký một thỏa thuận độc quyền bancassurance mới, chúng tôi ước tính ngân hàng sẽ nhận được khoảng 2-3 nghìn tỷ đồng phí trả trước.

Bảng 4: Ước tính phí trả trước từ các thỏa thuận bancassurance độc quyền*

NH	Số lượng KH vào thời điểm ký thỏa thuận (triệu)	Số lượng chi nhánh/VP	Mạng lưới (thành phố)	Năm (ký thỏa thuận)	Thời hạn (năm)	Đối tác	Ước tính phí trả trước (Tỷ đồng)
VCB	10	552	53	Nov-19	15	FWD	9,000
TCB	5	315	45	Sep-17	15	Manulife	1,500
VPB	5	216	51	Oct-17	15	AIA	1,800
ACB*	5	369	47	2021?	15	???	2,000
HDB*	10	303		2021?	15	???	2,000

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, tapchitaichinh.vn, Yuanta Vietnam

* Lưu ý: Tất cả số liệu của VCB, TCB, VPB đều là số ước tính tại thời điểm ký hợp đồng. Yuanta Việt Nam ước tính cho ACB và HDB.

Ngân hàng đã tắt toán 100% nợ xấu VAMC

Tính đến Q3/2020, HDB đã giải quyết 100% nợ xấu VAMC nên sẽ không còn ảnh hưởng đến báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh. Chúng tôi kỳ vọng HDB sẽ ghi nhận thu nhập tiềm năng từ các khoản thu hồi nợ xấu trong Q4/2020 và năm sau. Ngân hàng cho biết dự kiến sẽ nhận được khoảng 159 tỷ đồng từ khoản thu hồi nợ xấu trong Q4/2020.

HD Saison - Sự lạc quan thận trọng đối với công ty con tài chính tiêu dùng

Covid-19 rõ ràng đã có tác động đáng kể đến các công ty tài chính tiêu dùng không có tài sản đảm bảo như HD Saison vì những khách vay đa số có thu nhập tương đối thấp và chịu nhiều áp lực về tài chính.

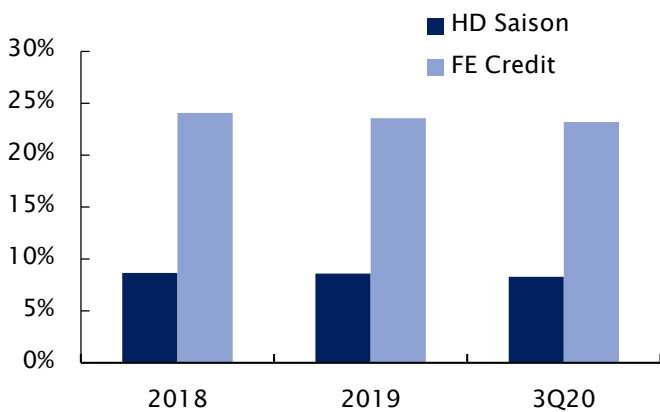
Tính đến Q3/2020, tỷ lệ nợ xấu của HD Saison tăng lên 6,77% (+1,4 điểm phần trăm so với đầu năm); tuy nhiên, ban lãnh đạo cho rằng hầu hết những người đi vay đang và sẽ thanh toán các khoản vay. HD Saison đặt mục tiêu duy trì tỷ lệ nợ xấu dưới 7% trong năm nay.

HD Saison so với FE Credit

Mặc dù tác động của đại dịch đã ảnh hưởng đến tài chính tiêu dùng không đảm bảo, nhưng không phải tất cả các công ty đều bị ảnh hưởng ở mức độ như nhau.

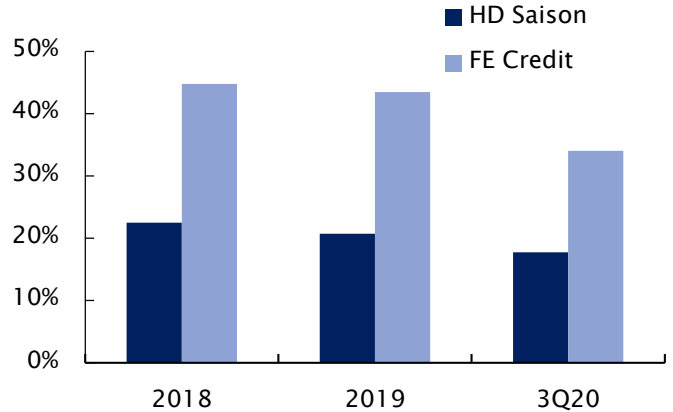
HD Saison chiếm 8% tổng khoản vay hợp nhất của HDB và 18% LNTT hợp nhất của HDB tại thời điểm Q3/2020. Trong khi đó, FE Credit, công ty cho vay tài chính tiêu dùng lớn nhất Việt Nam và là công ty con của VPB, chiếm 23% tổng cho vay hợp nhất của VPB và 34% LNTT hợp nhất của VPB.

Biểu đồ 5: % đóng góp vào tín dụng hợp nhất



Nguồn: FiinPro, Yuanta Vietnam

Biểu đồ 6: % đóng góp vào LNTT hợp nhất



Nguồn: FiinPro, Yuanta Vietnam

Để phân tích sâu hơn về tác động của các doanh nghiệp tài chính tiêu dùng tương ứng đối với ngân hàng mẹ, nhà đầu tư cũng nên xem xét tỷ lệ sở hữu tương đối của các công ty con bởi các ngân hàng tương ứng. Do HDB chỉ sở hữu 50% HD Saison, nên tổng các khoản cho vay của HD Saison chỉ chiếm 29% vốn chủ sở hữu của HDB. Ngược lại, VPB sở hữu 100% FE Credit, tổng các khoản cho vay tương đương 130% vốn chủ sở hữu của VPB.

Quy định cho vay tiền mặt

Các khoản cho vay bằng tiền mặt của HD Saison chiếm 29,5% tổng số khoản vay tại thời điểm Q3/2020, thấp hơn nhiều so với các đối thủ cạnh tranh và giới hạn quy định là 70%. Quy định chặt chẽ về cho vay tiền mặt có thể khiến các công ty tài chính tiêu dùng chuyển hướng tập trung sang các phân khúc khác, chẳng hạn như cho vay mua xe máy.

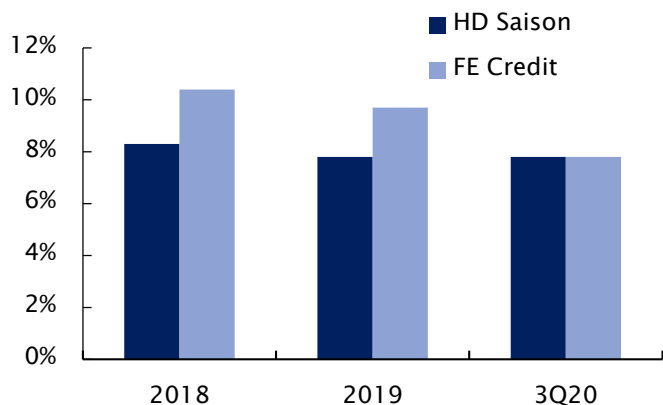
Hiện HD Saison đang dẫn đầu thị trường cho vay mua xe máy, chiếm 34% thị phần. Ban lãnh đạo nhận thấy mối đe dọa cạnh tranh khá thấp do HD Saison (liên doanh giữa HD Bank với Credit Saison của Nhật Bản) đã hợp tác với Honda và Yamaha, chiếm gần 90% thị phần xe máy tại Việt Nam. Do đó, có thể các công ty cho vay tiêu dùng khác sẽ khó thâm nhập vào phân khúc này, đó có thể là lý do tại sao nhiều công ty tham gia muộn đã mạnh tay nhắm vào các khoản cho vay tiền mặt (một sản phẩm tương đối dễ bán) cho đến khi NHNN vào cuộc để hạn chế hình thức cho vay này vào năm 2019.

Một điểm khác biệt nữa giữa hai công ty tài chính tiêu dùng này là số tiền cho vay tối đa. Tại HD Saison, số tiền cho vay nhỏ hơn nhiều so với FE Credit. Theo ngân hàng, quy mô khoản vay tại HD Saison được giới hạn ở mức 20 triệu đồng (~ 1.000 USD), trong khi khoản vay của FE Credit có thể lên tới 100 triệu đồng (~ 5.000 USD).

Nhìn chung, chúng tôi tin rằng các công ty tài chính tiêu dùng không có tài sản bảo đảm đều sẽ bị ảnh hưởng bởi đại dịch, và HD Saison không phải là ngoại lệ. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh tài chính tiêu dùng của HDB an toàn hơn VPB.

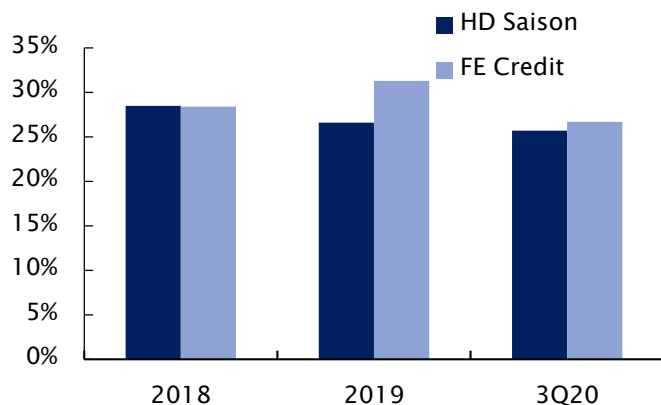
Các tỷ lệ so sánh chính giữa HD Saison và FE Credit:

Biểu đồ 7: Chi phí huy động vốn



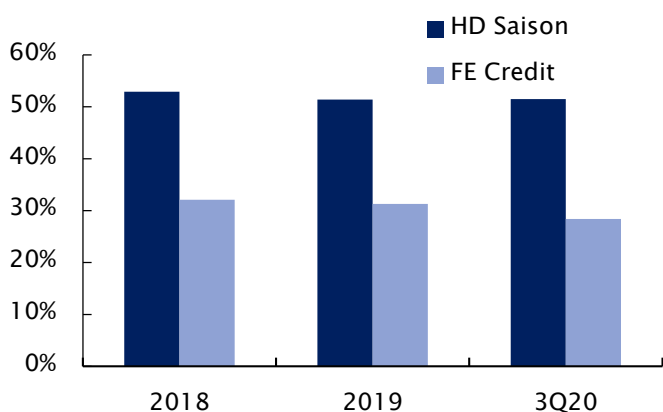
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Vietnam

Biểu đồ 8: NIM



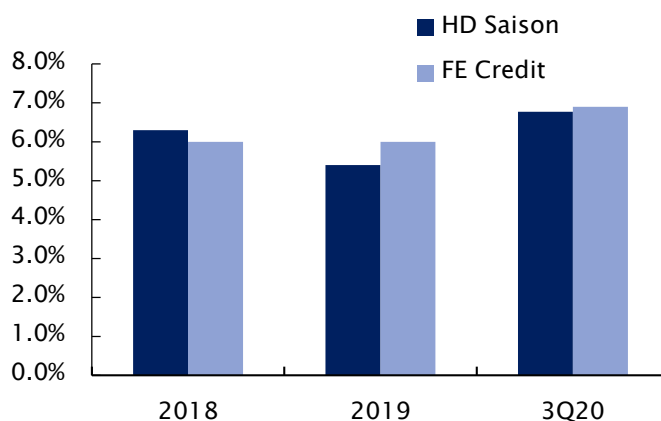
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Vietnam

Biểu đồ 9: CIR



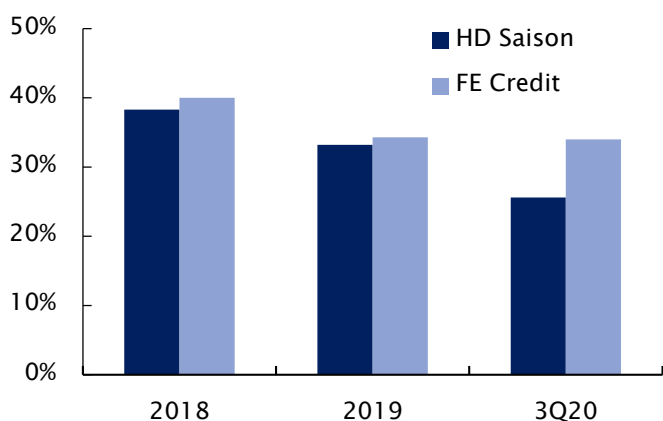
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Vietnam

Biểu đồ 10: Tỷ lệ NPL



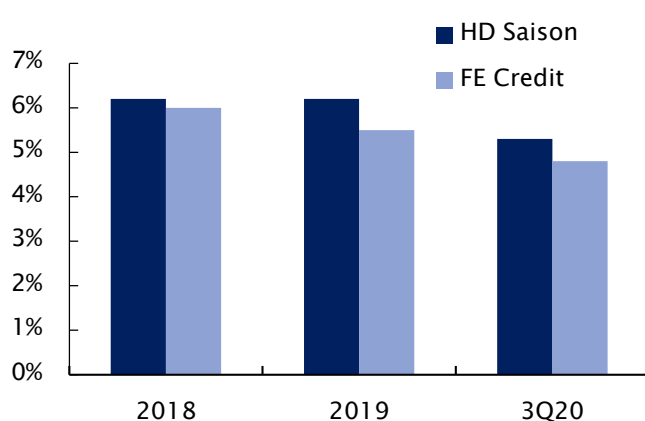
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Vietnam

Biểu đồ 11: ROE



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Vietnam

Biểu đồ 12: ROA



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Vietnam

Vốn và thanh khoản dồi dào của HDB

Tổng hệ số an toàn vốn CAR trong Q3/2020 (Basel II) của ngân hàng là 10,9% so với yêu cầu tối thiểu là 8,0% và tỷ lệ vốn cấp 1 là 9,6%. Ngân hàng kỳ vọng hệ số CAR sẽ tăng lên 12,0% sau khi tính thêm vốn cấp 2 từ phát hành trái phiếu. Khả năng thanh khoản ổn định, thể hiện qua tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn chỉ ở mức 23,7%, thấp hơn nhiều so với giới hạn quy định là 40,0%.

Chất lượng tài sản vẫn được kiểm soát

Tỷ lệ LLR của ngân hàng là 64% (-8 điểm phần trăm QoQ / -17 điểm phần trăm YoY) trong Q3/2020. Ban lãnh đạo cho biết tỷ lệ LLR thấp là do nợ xấu nhóm 3 tăng (+ 66% QoQ / + 151% YoY) trong Q3/2020; ngân hàng xác nhận rằng khoảng 460 tỷ đồng trong tổng số 1,2 nghìn tỷ đồng nợ xấu nhóm 3 sẽ chuyển về trạng thái nợ đủ chuẩn, điều này sẽ làm tăng tỷ lệ LLR trong Q4/2020. HDB đã tất toán toàn bộ nợ xấu VAMC tại thời điểm Q3/2020. Nhìn chung, tỷ lệ nợ xấu được báo cáo trong Q3/2020 là 1,83% (+ 28 điểm cơ bản QoQ / + 33 điểm cơ bản YoY). Mặc dù ban lãnh đạo có cái nhìn tích cực, chúng tôi cho rằng HDB nên tăng tỷ lệ LLR của mình bằng cách gia tăng trích lập dự phòng để phòng ngừa khả năng suy giảm chất lượng tài sản, mà chúng tôi tin rằng đã xảy ra trong thời gian đại dịch - nhưng vẫn chưa được báo cáo, theo quy định.

Tổng các khoản cho vay được cơ cấu lại của HDB theo Thông tư 01/2020 / TT-NHNN là 7,9 nghìn tỷ đồng (340 triệu USD), tương đương 4,8% tổng dư nợ cho vay tại thời điểm Q3/2020. Vui lòng xem [báo cáo 2Q20_CAMEL](#) của chúng tôi để xem tác động lên giá trị sổ sách của mỗi ngân hàng (bao gồm cả HDB) từ khoản nợ xấu tiềm ẩn từ các khoản vay được cơ cấu lại.

Định giá

Bảng 5 – Định giá

PP định giá	Giá trị hợp lý trung bình (VND/share)		
	Giá ước tính	Tỷ trọng (%)	Giá
Thu nhập Thặng dư	28,006	50.0%	14,003
DDM Perpetuity	33,530	12.5%	4,191
DDM multiple	35,010	12.5%	4,376
Hồi quy	31,851	12.5%	3,981
So sánh các NH niêm yết	28,344	12.5%	3,543
Giá trị hợp lý ước tính			30,095

Nguồn: Yuanta Vietnam

Bảng 6- Mô hình thu nhập thặng dư

Tỷ lệ tăng trưởng thu nhập ròng dài hạn:	4.0%
Thu nhập ròng dự kiến 1 năm sau giai đoạn dự báo:	12,518
Giá trị dài hạn của thu nhập thặng dư (TNTD):	6,954
(+) Vốn chủ sở hữu của Cổ đông:	23,885
(+) Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn của Thu nhập Thặng dư:	1,435
(+) Tổng giá trị hiện tại của Thu nhập Thặng dư:	9,847
Giá trị thực của vốn chủ sở hữu:	35,167
% đóng góp của giá trị hiện tại của GT dài hạn:	4.1%
Giá trị thực:	28,006
Giá cổ phiếu hiện tại:	25,200
P/B:	1.2x
Tăng/ (Giảm) so với giá hiện tại:	11%

Nguồn: Yuanta Vietnam

ROE dài hạn:	Chi phí vốn chủ sở hữu ban đầu							
	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%	15.0%	15.5%	16.0%	
14.0%	47,443	42,071	37,547	33,696	30,386	27,518	25,014	
13.5%	45,276	40,188	35,900	32,247	29,106	26,382	24,003	
13.0%	43,136	38,327	34,272	30,816	27,841	25,260	23,003	
12.5%	41,022	36,490	32,665	29,402	26,592	24,151	22,016	
12.0%	38,934	34,675	31,077	28,006	25,358	23,056	21,041	
11.5%	36,872	32,882	29,509	26,626	24,139	21,975	20,077	
11.0%	34,836	31,112	27,960	25,264	22,935	20,906	19,126	
10.5%	32,826	29,364	26,431	23,919	21,746	19,851	18,186	
10.0%	30,841	27,638	24,921	22,591	20,572	18,809	17,257	

Nguồn: Yuanta Vietnam

Yuanta vs. các bên

Bảng 7 – Yuanta vs. các bên

Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2020E	2021E	2022E
Trung vị các bên	4,093	4,848	5,631
Dự báo của Yuanta	4,166	5,088	5,945
% chênh lệch	1.8%	5.0%	5.6%
Mức cao nhất của các bên	4,450	5,300	6,630
Mức thấp nhất của các bên	3,698	4,291	4,959
EPS (đồng)			
Trung vị các bên	3,470	4,075	4,287
Dự báo của Yuanta (đã điều chỉnh)	3,725	4,052	4,734
% chênh lệch	7.4%	-0.6%	10.4%
Mức cao nhất của các bên	4,239	5,066	4,752
Mức thấp nhất của các bên	3,099	3,418	3,949

(*) EPS được tính dựa trên SLCP bình quân.

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Vietnam

Rủi ro đầu tư

Rủi ro pha loãng có thể xuất hiện từ trái phiếu chuyển đổi. HDB dự kiến phát hành tổng cộng 160 triệu USD (3.728 tỷ đồng) trái phiếu chuyển đổi kỳ hạn 5 năm (mệnh giá: 100.000 USD tương đương 2,3 tỷ đồng) cho nhà đầu tư nước ngoài. Khoảng 30 triệu USD trong số trái phiếu này đã được phát hành cho Deutsche Investitions - Und Entwicklungsgesellschaft (DEG) (lãi suất coupon: 4,5%) và HDB dự định phát hành 130 triệu USD khác cho nhà đầu tư Singapore.

Trái phiếu có thể được chuyển đổi sau 12 tháng 1 ngày kể từ ngày phát hành và ngân hàng ước tính giá chuyển đổi là 41.800 đồng / cổ phiếu trong thông báo của ngân hàng. Tuy nhiên, mức giá này được đưa ra trước khi trả cổ tức bằng cổ phiếu 30% vào tháng 10 năm 2020 và do đó, chúng tôi ước tính giá chuyển đổi nên được điều chỉnh xuống khoảng 32.154 đồng / cổ phiếu.

Chúng tôi không đưa yếu tố pha loãng liên quan vào mô hình của chúng tôi. Tuy nhiên, nếu 1) giá thị trường sau 12 tháng 1 ngày kể từ ngày phát hành trái phiếu cao hơn giá chuyển đổi và 2) người sở hữu trái phiếu chuyển đổi tất cả 1.600 trái phiếu chuyển đổi thành cổ phiếu thì tổng số cổ phiếu đang lưu hành sẽ tăng 116 triệu cổ phiếu, đạt 1.372 triệu cổ phiếu. Điều này rõ ràng sẽ làm pha loãng EPS.

Trường hợp 1: Nếu chúng tôi giả định rằng 300 trái phiếu chuyển đổi được chuyển đổi vào cuối năm 2021E và không có cổ phiếu nào được phát hành thêm trong thời gian đó, thì EPS sẽ bị pha loãng 1,7% như minh họa dưới đây:

Bảng 8- Ước tính EPS bị pha loãng với 30 triệu cổ phiếu được chuyển đổi

	Giá trị	Đơn vị
Tổng SLTP phát hành	30	Triệu USD
Mệnh giá	100,000	USD
# TP chuyển đổi	300	TP
Giá chuyển đổi (*)	32,154	VND/CP
Tỷ lệ chuyển đổi	72,464	1 TP : CP
Pha loãng	22	Triệu CP
SLCP	1,256	Triệu CP
SLCP bị pha loãng	1,277	Triệu CP
2021E LNST của NH mẹ	5,088	Tỷ VND
2021E EPS	4,052	VND
2021E EPS pha loãng	3,983	VND
% giảm	-1.7%	

Trường hợp 2: Giả sử HDB sẽ phát hành thêm 1.300 trái phiếu chuyển đổi thành công và tổng số trái phiếu chuyển đổi là 1.600 trái phiếu. Giá của 1.300 trái phiếu chuyển đổi bổ sung có thể khác; nhưng để đơn giản, chúng tôi giả định rằng giá chuyển đổi là như nhau. Chúng tôi cũng giả định rằng trái phiếu được chuyển đổi vào cuối năm 2021E và không có cổ phiếu nào được phát hành thêm trong thời gian đó. Kết quả trong trường hợp này là EPS pha loãng 8,5%, như minh họa dưới đây:

Bảng 9 – Ước tính EPS pha loãng với 160 triệu trái phiếu chuyển đổi

	Value	Unit
Tổng SLTP phát hành	160	Triệu USD
Mệnh giá	100,000	USD
# TP chuyển đổi	1,600	TP
Giá chuyển đổi (*)	32,154	VND/CP
Tỉ lệ chuyển đổi	72,464	1 TP : CP
Pha loãng	116	Triệu CP
SLCP	1,256	Triệu CP
SLCP bị pha loãng	1,372	Triệu CP
2021E LNST của NH mẹ	5,088	Tỷ VND
2021E EPS	4,052	VND
2021E EPS pha loãng	3,710	VND
% giảm	-8.5%	

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Vietnam

(*): Giá gốc là 41.800 đồng, nhưng đã điều chỉnh để chia cổ tức bằng cổ phiếu 30% vào tháng 10 năm 2020

Phụ lục: Báo cáo tài chính hợp nhất

Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Tiền mặt và Số dư tại NHNN:	6,508	8,254	9,333	10,674
Các khoản cho vay các ngân hàng:	24,665	39,942	39,160	44,788
CK kinh doanh và đầu tư	38,781	56,302	54,571	58,555
Đầu tư các công ty liên kết và khác:	167	234	265	303
Tổng cho vay gộp:	146,324	170,248	196,748	227,084
(-) Dự phòng cụ thể:	(1,076)	(1,506)	(1,932)	(1,978)
(-) Dự phòng chung:	(549)	(639)	(738)	(852)
Tổng dự phòng:	(1,625)	(2,145)	(2,671)	(2,830)
Tổng cho vay ròng:	144,700	168,103	194,077	224,254
Tài sản cố định hữu hình:	532	604	685	778
Tài sản vô hình:	371	427	427	427
Đầu tư bất động sản	44	44	44	44
Tiền lãi dự thu:	3,198	3,198	3,198	3,198
Thuế hoãn lại:	2	2	2	2
Các tài sản khác:	8,605	9,035	9,035	9,035
Tổng tài sản:	229,477	293,144	315,798	357,057
Tiền gửi:	126,019	176,950	200,080	228,831
Nợ Chính phủ và NHNN	209	243	281	325
Nợ các NH khác:	49,794	54,530	53,180	61,380
Giấy tờ có giá:	25,013	31,266	31,266	31,266
Những khoản nợ khác:	8,062	4,833	571	(825)
Tổng nợ phải trả:	209,096	267,823	285,378	320,976
Vốn cổ phần & thặng dư:	11,852	13,301	13,301	13,301
Quý dự trữ:	1,248	1,748	1,748	1,748
Cổ phiếu quỹ	(159)	(413)	(413)	(413)
Thu nhập giữ lại:	6,131	8,848	13,936	19,287
Lợi ích thiểu số:	1,309	1,837	1,847	2,158
Tổng vốn chủ sở hữu:	20,381	25,322	30,420	36,081
Tổng nợ & vốn:	229,477	293,144	315,798	357,057

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Vietnam

Báo cáo kết quả kinh doanh

(VND bn)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Tổng thu nhập lãi ròng:	9,747	11,674	13,514	15,165
Tổng thu nhập phí ròng:	626	941	1,366	1,790
Thu nhập ngoài lãi khác:	577	485	490	555
Tổng thu nhập ròng ngoài lãi:	1,203	1,426	1,857	2,344
Tổng Doanh thu điều chỉnh:	10,950	13,100	15,371	17,509
Tổng chi phí:	(5,080)	(5,865)	(6,633)	(7,517)
LNHKD trước dự phòng (PPOP):	5,869	7,235	8,738	9,992
Dự phòng gộp:	(1,289)	(1,857)	(2,107)	(2,228)
Thu hồi nợ xấu:	438	430	463	524
Dự phòng ròng:	(851)	(1,427)	(1,644)	(1,704)
Thu nhập trước thuế:	5,018	5,808	7,094	8,288
(-) Thuế thu nhập:	(998)	(1,162)	(1,419)	(1,658)
Thu nhập sau thuế:	4,020	4,646	5,675	6,630
(-) Lợi ích thiểu số	(416)	(480)	(587)	(685)
(-) Thường & Phúc lợi:	-	-	-	-
Thu nhập ròng của NH mẹ:	3,605	4,166	5,088	5,945

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23
DỰ PHÒNG TĂNG TRƯỞNG							
Thu nhập lãi thuần	36%	20%	27%	20%	16%	12%	17%
Thu nhập từ phí	66%	123%	43%	50%	45%	31%	28%
Thu nhập ngoài lãi khác	52%	26%	-34%	-16%	1%	13%	14%
Chi phí hoạt động	24%	9%	14%	15%	13%	13%	14%
Dự phòng	2%	-2%	30%	44%	13%	6%	9%
Lợi nhuận trước dự phòng	60%	43%	30%	23%	21%	14%	21%
Lợi nhuận ròng điều chỉnh	137%	63%	27%	16%	22%	17%	24%
Tài sản	26%	14%	6%	28%	8%	13%	14%
PHÂN TÍCH TÀI SẢN							
Tài sản sinh lời trên tổng tài sản	94%	93%	92%	93%	94%	94%	94%
Lợi nhuận trên trung bình tài sản sinh lời	1.11%	1.50%	1.75%	1.72%	1.79%	1.88%	2.05%
PHÂN TÍCH TÍN DỤNG							
Tăng trưởng cho vay (% YoY)	27.1%	17.8%	18.8%	16.3%	15.6%	15.4%	15.3%
PHÂN TÍCH TIỀN GỬI							
Tăng trưởng huy động (% YoY)	16.7%	6.2%	-1.6%	40.4%	13.1%	14.4%	14.2%
THANH KHOẢN							
Tỷ lệ LDR	86%	95%	115%	95%	97%	98%	99%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN							
Tỷ lệ nợ xấu	1.52%	1.53%	1.36%	1.57%	1.71%	1.59%	1.49%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	73%	71%	81%	80%	79%	78%	77%
PHÂN TÍCH CHÈNH LỆCH							
Lãi suất nhận được trên IEA Trung bình	9.56%	8.88%	9.50%	9.42%	9.38%	9.61%	9.80%
Lãi suất trả trên IBL trung bình	5.47%	4.90%	4.84%	4.70%	4.77%	5.01%	5.12%
Chênh lệch lãi suất	4.09%	3.98%	4.66%	4.72%	4.61%	4.60%	4.69%
NIM	4.05%	4.04%	4.72%	4.81%	4.75%	4.80%	4.93%
THU NHẬP KHÁC							
Thu nhập từ phí trên tổng thu nhập	2.7%	4.9%	5.7%	7.2%	8.9%	10.2%	11.0%
Thu nhập ngoài lãi khác trên Tổng thu nhập	9.6%	9.8%	5.3%	3.7%	3.2%	3.2%	3.1%
HIỆU QUẢ VẬN HÀNH							
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập	56%	50%	46%	45%	43%	43%	41%
CHI PHÍ TÍN DỤNG							
Dự phòng / trung bình tài sản	0.60%	0.49%	0.58%	0.71%	0.69%	0.66%	0.64%
LỢI NHUẬN							
ROA trước dự phòng	1.86%	2.23%	2.63%	2.77%	2.87%	2.97%	3.17%
ROE trước dự phòng	25.6%	28.6%	31.5%	31.7%	31.4%	30.0%	30.9%
ROA	1.03%	1.40%	1.62%	1.59%	1.67%	1.77%	1.93%
ROA	14.1%	18.0%	19.4%	18.2%	18.3%	17.9%	18.8%
Tỷ suất cổ tức	0.7%	5.4%	0.6%	0.0%	0.0%	1.9%	4.7%
ĐỊNH GIÁ							
PE (x)	12.3x	8.3x	6.9x	6.8x	6.2x	5.3x	4.3x
PB (x)	1.6x	1.6x	1.3x	1.3x	1.1x	0.9x	0.8x

Nguồn: FiinPro, Yuanta Vietnam

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2020 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or in any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu
Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA
Head of Research
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)
matthew.smith@yuanta.com.vn

Tam Nguyen
Analyst (Property)
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)
tam.nguyen@yuanta.com.vn

Tram Nguyen
Assistant Analyst
Tel: +84 28 3622 6868 (3845)
tram.nguyen@yuanta.com.vn

Binh Truong
Deputy Head of Research (O&G, Energy)
Tel: +84 28 3622 6868 (3845)
binh.truong@yuanta.com.vn

Tanh Tran
Analyst (Banks)
Tel: +84 28 3622 6868 (3874)
tanh.tran@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Huy Nguyen
Head of Institutional sales
Tel: +84 28 3622 6868 (3808)
Huy.nguyen@yuanta.com.vn

Duyen Nguyen
Sales Trader
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3890)
duyen.nguyen@yuanta.com.vn