

Ngày 06 tháng 11 năm 2020

HDBank

Được vốn hóa tốt với một hồ sơ hoàn vốn hấp dẫn	Xếp hạng cổ phần
Khởi tạo phạm vi	Mua
Các ngân hàng, Việt Nam	Giá mục tiêu
	42.241 VNĐ
	Giá chốt giao dịch
	24.350

Vốn hóa tốt và triển vọng lợi nhuận cao để thúc đẩy hiệu suất cổ phiếu

Chúng tôi bắt đầu đưa tin về Ngân hàng TMCP Phát triển Thành phố Hồ Chí Minh ('HDBank' hoặc 'HDB'), ngân hàng thương mại cổ phần (NHTMCP) lớn thứ bảy về tổng tài sản vào năm 2019 (3% mkt cổ phiếu), với xếp hạng Mua và xếp hạng TP. là 42.241 đồng / cổ phiếu. Vào cuối năm 2019, chúng tôi ước tính HDB có dư vốn 86 tỷ đồng hay <1% vốn chủ sở hữu trong quý 2 năm 20. Với nguồn vốn dư thừa và 8.905 tỷ đồng lợi nhuận để lại lũy kế trong hai năm tới (2020-21), không có các khoản vay có vấn đề kế thừa và nhu cầu vốn hạn chế cho rủi ro tiềm ẩn ngoại bảng / lãi dự thu & phải thu, chúng tôi không tin rằng các cổ đông có nguy cơ tăng vốn rất suy giảm. Ngoài việc được vốn hóa tốt, HDB có mức lợi nhuận hấp dẫn (RoAE 2019 là 19,8%); chúng tôi kỳ vọng ROAE trung bình là 17,8% trong thời gian dự báo của chúng tôi (2020-25e).

Tỷ lệ cho vay cân đối với xu hướng chênh lệch phía Nam Việt Nam

Vì từ trước đến nay, ngân hàng tập trung vào sự phát triển của Thành phố Hồ Chí Minh (Tp.HCM), phần lớn tài sản của ngân hàng (78% năm 2019) và doanh thu (72% năm 2019) đến từ miền Nam Việt Nam. Về cơ cấu khoản vay, HDB đã xây dựng danh mục đầu tư khá cân bằng, được chia 49/51 giữa khách hàng bán lẻ và khách hàng doanh nghiệp vào cuối năm 2019. Về cơ cấu sở hữu, chúng tôi lưu ý rằng cổ đông chi phối và lớn nhất của HDB là Tập đoàn Sovico. , với 14,1% cổ phần. Đáng chú ý, sáu trong số chín thành viên HĐQT (vào cuối năm 2019) có liên kết với Tập đoàn Sovico.

Định giá - định giá hấp dẫn trên cơ sở P / B

Với mức giá hiện tại là 24.350 đồng / cổ phiếu, HDB đang giao dịch ở mức 1,34 lần BVPS năm 2020e. Mức định giá này có vẻ hấp dẫn do chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận bình thường hóa của HDB là 16,8% vào năm 2025e; 547bps trên CoE của nó (11,3%). Với giả định HDB dư thừa vốn, chúng tôi tính TP là 42.241 đồng / cổ phiếu. Tại TP này, chúng tôi định giá ngân hàng ở mức 1,93 lần BVP năm 2020 và 11,3 lần EPS năm 2021.

Giảm rủi ro đối với xếp hạng của chúng tôi

Các rủi ro đối với xếp hạng Mua của chúng tôi là: i) thiếu hụt vốn; ii) tăng trưởng tài sản rủi ro yếu hơn; và iii) phí rủi ro cao hơn.

Điểm nổi bật về tài chính (Cuối năm tháng 12)

Tính bằng triệu VNĐ, trừ khi có quy định khác	Năm 2019a	Năm 2020e	Năm 2021e	Năm 2022e
Tổng thu nhập ngân hàng	11,360,919	12,835,869	13,753,842	15,440,071
Thu nhập hoạt động	6,280,427	7,452,266	7,977,228	8,800,841
Thu nhập ròng	3,604,766	4,133,786	4,771,522	5,303,946
EPS (VNĐ)	3,675	3,242	3,742	4,160
EPS đồng thuận (VNĐ)	3,675	N/A	N/A	N/A
Giá so với thu nhập	6.6x	7.5x	6.5x	5.9x
Lợi tức cổ tức	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%
Giá trên giá trị sổ sách (hữu hình)	1.3x	1.4x	1.1x	1.0x
ROAE (hữu hình)	20.6%	19.9%	18.9%	17.8%
Tỷ lệ an toàn vốn	11.6%	15.3%	15.3%	15.4%
Bảo hiểm nợ xấu	37.8%	30.9%	37.7%	43.4%

Nguồn: Ngân hàng Đầu tư và Phát triển, ước tính của Bloomberg và EFG Hermes.

Dữ liệu cổ phần

Giá chốt giao dịch	24.350 VNĐ tại ngày 03/11/2020
Giá cuối cùng/ngày hết hạn	300 VNĐ/01/10/2020
Vốn hóa thị trường/cổ phần (triệu)	1.015 VNĐ/965,9
Thanh khoản hàng ngày trung bình (triệu)	1,77 USD
Cao/thấp trong 52 tuần	31.450 VNĐ/17.250 VNĐ
Bloomberg/Reuters	HDB VN/HDB.HM
Tỷ giá thả nổi tự do ước tính	78,4%

Kato Mukuru
+971 582864775 | kmukuru@efg-hermes.com

Adrian Cundy
+971 4 363 4042 | acundy@efg-hermes.com

Phụ lục Tiết lộ ở phía sau báo cáo này chứa các tiết lộ quan trọng, chứng nhận của nhà phân tích và tình trạng của các nhà phân tích không phải ở Hoa Kỳ

Người khai thác thông tin

Chủ đề đầu tư	Định giá và Rủi ro
<p>Chúng tôi xếp hạng Mua cho HDB vì những lý do chính sau:</p> <p>i) Công ty có vị thế vốn dư thừa vào cuối năm 2019 (86 tỷ đồng) và chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ giữ vốn cao trong hai năm tới (8.905 tỷ đồng hay 43% Vốn chủ sở hữu trong quý 2 năm 20); và ii) hồ sơ lợi nhuận hấp dẫn của nó, sẽ thấy ROAE của nó bình thường ở mức 16,8% (hoặc 547bps trên CoE của nó là 11,3%). Ngoài ra, HDB có một cổ đông chi phối rất mạnh và ổn định trong Tập đoàn Sovico. Chúng tôi tin rằng việc tăng cường bán chéo các dịch vụ tài chính cho 40 triệu khách hàng của Tập đoàn Sovico là nguồn alpha chính cho HDB trong tương lai.</p>	<p>Giá mục tiêu của chúng tôi cho HDB là 42.241 đồng / cổ phiếu. Với mức giá này, chúng tôi định giá ngân hàng ở mức 1,93 lần BVPS năm 2020e. Chúng tôi tính TP này bằng cách áp dụng chi phí vốn chủ sở hữu (COE) là 11,3%, ROAE cuối kỳ là 16,8% và tốc độ tăng trưởng cuối kỳ là 4,0%. Rủi ro nhược điểm chính đối với xếp hạng của chúng tôi đối với HDB là vốn ngân hàng cần để tăng trưởng cạnh tranh tại Việt Nam trong 5 năm tới cao hơn đáng kể so với chúng tôi ước tính.</p>

Cuối năm tháng 12	Năm 2019a	Năm 2020e	Năm 2021e	Năm 2022e	Cuối năm tháng 12	Năm 2019a	Năm 2020e	Năm 2021e	Năm 2022e
Triệu VND, trừ khi có quy định khác					Triệu VND, trừ khi có quy định khác				
Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh					Định giá				
Thu nhập lãi ròng	9,746,555	11,357,470	12,135,659	13,667,372	Giá so với thu nhập	6.6x	7.5x	6.5x	5.9x
Thu nhập ngoài lãi	1,614,364	1,478,398	1,618,183	1,772,699	Giá so với thu nhập trước khi trích lập dự phòng	3.7x	3.2x	2.9x	2.7x
Tổng thu nhập ngân hàng	11,360,919	12,835,869	13,753,842	15,440,071	Giá trên giá trị sổ sách	1.3x	1.3x	1.1x	1.0x
Chi phí hoạt động	(5,080,492)	(5,383,603)	(5,776,613)	(6,639,231)	Giá trên giá trị sổ sách (hữu hình)	1.3x	1.4x	1.1x	1.0x
Thu nhập hoạt động	6,280,427	7,452,266	7,977,228	8,800,841	Lợi tức cổ tức	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%
Tổng dự phòng	(1,289,083)	(1,771,885)	(1,427,383)	(1,520,111)	ROAA	1.6%	1.7%	1.8%	1.8%
Thu nhập / (chi phí) khác	27,069	260	260	260	ROAE	19.8%	19.6%	18.6%	17.6%
Thu nhập trước thuế hoặc zakat	5,018,413	5,680,641	6,550,105	7,280,989	ROAE (hữu hình)	20.6%	19.9%	18.9%	17.8%
Thuế hoặc zakat	(998,079)	(1,140,490)	(1,310,021)	(1,456,198)	Đòn bẩy (Tài sản / Vốn chủ sở hữu)	12.2x	11.4x	10.4x	9.9x
Cổ đông thiểu số & các hạng mục khác	(415,568)	(406,364)	(468,561)	(520,845)	KPI				
Thu nhập ròng	3,604,766	4,133,786	4,771,522	5,303,946	Tăng trưởng cho vay (so với cùng kỳ)	18.8%	15.2%	13.7%	12.8%
Bảng cân đối kế toán – các điểm nhấn mạnh chính					Cho vay / Tiền gửi	114.8%	112.4%	111.6%	111.4%

Vay khách hàng	144,699,636	166,695,569	189,510,468	213,773,353	Tăng trưởng thu nhập ngân hàng (so với cùng kỳ)	21.8%	13.0%	7.2%	12.3%
Tổng tài sản sinh lãi	216,557,998	239,754,986	268,768,258	299,683,222	Tăng trưởng thu nhập hoạt động (so với cùng kỳ)	28.4%	18.7%	7.0%	10.3%
Tài sản có trọng số rủi ro	191,628,667	221,849,269	247,924,192	275,699,767	Tăng trưởng thu nhập (so với cùng kỳ)	27.1%	14.7%	15.4%	11.2%
Tổng tài sản	229,477,262	252,101,443	281,732,037	313,295,190	Chênh lệch lãi ròng	4.34%	4.66%	4.36%	4.32%
Tiền gửi của khách hàng	126,018,576	148,276,541	169,776,640	191,847,603	Thu nhập ngoài lãi / Ngân hàng	14.2%	11.5%	11.8%	11.5%
Tổng nợ phải trả lãi	205,400,605	222,055,149	246,185,720	271,004,296	Chi phí trên thu nhập	44.7%	41.9%	42.0%	43.0%
Vốn chủ sở hữu của cổ đông phổ thông	19,072,572	23,206,358	27,977,881	32,267,725	Tỷ lệ nợ xấu	2.9%	3.4%	3.1%	2.7%
Theo số cổ phần					Bảo hiểm nợ xấu	37.8%	30.9%	37.7%	43.4%
EPS (VND)	3,675	3,242	3,742	4,160	Chi phí rủi ro (bps)	95.7	112.6	79.3	74.5
DPS (VND)	0	0	0	800.000	Tỷ lệ bậc 1	9.3%	9.9%	10.4%	11.2%
BVPS (VND)	19,445	18,199	21,941	25,306	Tỷ lệ an toàn vốn	11.6%	15.3%	15.3%	15.4%
BVPS (hữu hình) (VND)	19,043	17,903	21,658	25,035					
Nguồn: HDBank, ước tính của EFG Hermes					Nguồn: HDBank, ước tính của EFG Hermes				

Ngân hàng TMCP Phát triển Thành phố Hồ Chí Minh (HDBank)

Trường hợp đầu tư

Ngân hàng - Ngân hàng TMCP số 7

Ngân hàng TMCP Phát triển Thành phố Hồ Chí Minh ('HDBank' hay 'HDB') được thành lập năm 1989 với tên giao dịch là "Ngân hàng Phát triển Nhà Thành phố Hồ Chí Minh". Vì từ trước đến nay, ngân hàng luôn tập trung vào sự phát triển của Thành phố Hồ Chí Minh (Tp.HCM), phần lớn tài sản của ngân hàng (78% năm 2019) và doanh thu (72% năm 2019) đến từ khu vực phía Nam của đất nước. Ngoài hoạt động kinh doanh ngân hàng cốt lõi, HDB có hai công ty con. Đầu tiên là Công ty Quản lý tài sản của HDBank (AMC HDBank), công ty sở hữu 100% sau khi sáp nhập vào Ngân hàng TMCP DaiA vào năm 2011. Công ty còn lại là HD SAISON Finance (HD SAISON), công ty sở hữu 50%. Sau khi ký kết thỏa thuận hợp tác với Credit Saison (Nhật Bản) vào năm 2015. Đáng chú ý, chỉ trong vòng chưa đầy 5 năm, HD SAISON đã đứng trong top 3 công ty tài chính tiêu dùng hàng đầu Việt Nam.

Về cơ cấu cho vay, HDB đã xây dựng danh mục đầu tư khá cân bằng, được chia 49/51 giữa khách hàng bán lẻ và khách hàng doanh nghiệp vào cuối năm 2019. HDB phục vụ 8,9 triệu khách hàng thông qua 286 chi nhánh, 17.101 điểm bán hàng và 14.528 nhân viên. Về quy mô nhượng quyền của HDB, chúng tôi lưu ý rằng HDB là ngân hàng thương mại cổ phần (NHTMCP) lớn thứ 7 về tổng tài sản tính đến năm 2019 với thị phần 3%. Cuối cùng, về cơ cấu sở hữu của HDB, cổ đông chi phối và lớn nhất của HDB là Tập đoàn Sovico, với 14,1% cổ phần. Tập đoàn Sovico là một tập đoàn trong nước hoạt động trong lĩnh vực hàng không (Vietjet), bất động sản (Phú Long), năng lượng (PetroVietnam), khách sạn (Furama Resorts và nhiều công ty khác) và tài chính / ngân hàng (HDB). Người đồng sáng lập kiêm Chủ tịch Tập đoàn Sovico, bà Nguyễn Thị Phương Thảo là Phó Chủ tịch thường trực của HDB, đồng thời nắm giữ trực tiếp 3,67% cổ phần của HDB.

Câu chuyện vốn chủ sở hữu - Vốn hóa tốt với hồ sơ hoàn vốn hấp dẫn; bắt đầu với xếp hạng Mua

Vào cuối năm 2019, chúng tôi ước tính HDB có dư vốn 86 tỷ đồng, tương đương <1% vốn chủ sở hữu trong quý 2 năm 2020. Vùng đệm vốn lớn có thể giải thích cho tình trạng dư thừa vốn của HDB. Vào cuối năm 2019, HDB có hệ số CAR theo Basel II là 11,2% (so với mức tối thiểu theo quy định là 8%) và cho năm 2020e, chúng tôi dự báo CAR của HDB sẽ tăng lên 13,2%. Lưu ý rằng, chúng tôi không kỳ vọng sẽ trả cổ tức vào năm 2020e. Với bộ đệm vốn là 518bps trên mức yêu cầu tối thiểu, chúng tôi ước tính rằng HDB có 18bps thừa vốn (396 tỷ đồng) trên mức mà chúng tôi coi là bộ đệm lành mạnh (500bps). Ngoài việc dư thừa vốn vào cuối năm 2019, chúng tôi dự báo HDB sẽ giữ lại 8.905 tỷ đồng lợi nhuận trong hai năm tới (2020-21e). Với các khoản vay không có vấn đề kế thừa (tất cả các khoản phát hành trái phiếu đặc biệt đã được gỡ bỏ) và nhu cầu vốn hạn chế cho các rủi ro tiềm ẩn ngoại bảng / lãi dự thu & phải thu, chúng tôi kỳ vọng HDB sẽ vẫn được vốn hóa tốt trong suốt giai đoạn dự báo.

Về mức định giá của HDB (1,34 lần BVPS năm 2020e), chúng tôi tin rằng mức định giá này là hấp dẫn ngay cả khi bạn thận trọng tin rằng RoAE chuẩn hóa (năm 2025e) của HDB là 16,8% (so với 19,8% vào năm 2019) và CoE của nó là 11,3%. Về phạm vi tham gia của nhà đầu tư nước ngoài, chúng tôi hiểu rằng sau đợt chào bán trái phiếu chuyển đổi trị giá 160 triệu USD vừa kết thúc, FOL sẽ giảm xuống còn 21,5% (so với 30% trước đây). Với việc người nước ngoài sở hữu 23,4% cổ phần vào cuối năm 2019, sẽ không còn chỗ cho họ tham gia với giá sàn. Mặc dù cổ phiếu đang ở mức nới room, chúng tôi bắt đầu đưa tin về HDB với xếp hạng Mua, vì chúng tôi nhận thấy giá trị tăng đáng kể cho các cổ đông thiểu số trong nước.

Hàng loạt giao dịch hiện tại

Với mức giá hiện tại là 24.350 đồng / cổ phiếu, HDB đang giao dịch ở mức 1,34 lần BVPS 2020e (giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu) và 6,5 lần EPS năm 2021e. Lưu ý rằng, chúng tôi kỳ vọng HDB sẽ là doanh nghiệp có RoAE 18,6% vào năm 2021e và RoAE chuẩn hóa của chúng tôi cho ngân hàng là 16,8% (năm 2025e).

Phân tích giá mục tiêu

Giá TP cho HDB của chúng tôi là 42.241 đồng / cổ phiếu. Với mức giá này, chúng tôi định giá ngân hàng ở mức 1,93 lần BVPS 2020e và 11,3 lần EPS năm 2021e.

Để tính TP của chúng tôi cho HDB, chúng tôi áp dụng mô hình chiết khấu cổ tức (DDM) 5 năm tiêu chuẩn của chúng tôi. Chi phí vốn chủ sở hữu (CoE) giả định là 11,30% và điều này được tính theo lãi suất phi rủi ro là 6,0% (lãi suất trái phiếu 5 năm trung bình 10 năm), phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu là 5,0% và năm -năm điều chỉnh beta là 1,06x.

Do định giá của chúng tôi bằng nội tệ (Đồng Việt Nam), chúng tôi đã áp dụng tốc độ tăng trưởng cuối cùng là 4%. Chúng tôi tin rằng tốc độ tăng trưởng 4% phản ánh rõ nhất mức độ thâm nhập cao của hệ thống ngân hàng tại Việt Nam (tài sản và cho vay của hệ thống năm 2019 lần lượt chiếm 207% và 135% GDP).

Trong bảng dưới đây, chúng tôi cung cấp các giả định được sử dụng để tính TP chưa điều chỉnh của HDB.

Hình 69: HDB - Mô hình chiết khấu cổ tức chuẩn, 2021-25e (đồng trên mỗi cổ phiếu)

	0	800	900	1,000	1,200
DPS	0	646	653	652	703
PV	2,653				
Tổng PV	0				
Giá trị cuối					
ROE					16.8%
COE					11.3%
Tăng trưởng					4.0%
BVPS					38,621
TV					67,599
PV trên TV	39.588				
Tổng PV	42.241				

Nguồn: Ước tính của EFG Hermes

Vì TP chưa điều chỉnh của HDB của chúng tôi rất nhạy cảm với các giả định về CoE và RoAE cuối của chúng tôi, chúng tôi đã cung cấp một phân tích độ nhạy bên dưới.

Hình 70: Phân tích độ nhạy HDB (đồng trên mỗi cổ phiếu)

Chi phí vốn chủ sở hữu		RoAE cuối						
		12.3%	13.8%	15.3%	16.8%	18.3%	19.8%	21.3%
	9.3%	37,972	44,379	50,786	57,194	63,601	70,008	76,416
	10.3%	32,361	37,751	43,140	48,530	53,919	59,309	64,698
	11.3%	28,289	32,940	37,590	42,241	46,892	51,542	56,193
	12.3%	25,198	29,288	33,378	37,468	41,558	45,648	49,738
	13.3%	22,773	26,423	30,073	33,723	37,373	41,023	44,673

Nguồn: Ước tính của EFG Hermes

Đối với ước tính TP chưa điều chỉnh của HDB là 42.241 đồng / cổ phiếu, chúng tôi chưa bổ sung ước tính về vốn dư thừa của HDB và do đó TP của chúng tôi vẫn giữ nguyên.

Rủi ro đối với khuyến nghị của chúng tôi

Theo chúng tôi, ba rủi ro chính đối với xếp hạng Mua vào HDB của chúng tôi là:

- **Vùng đệm vốn.** Như đã nêu chi tiết trong lưu ý ngành của chúng tôi, ước tính của chúng tôi về bộ đệm vốn năm 2020e của HDB là 518bps (hoặc 18% so với ước tính của chúng tôi về bộ đệm yêu cầu là 500bps). Rủi ro đối với khuyến nghị của chúng tôi là, đội ngũ quản lý của HDB tin rằng họ yêu cầu bộ đệm lớn hơn 500bps. Nếu lợi nhuận giữ lại của HDB trong hai năm tới (2020-21e) không đủ để đáp ứng vùng đệm vốn lớn hơn, thì chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu HDB sẽ chịu áp lực.

- **Tăng trưởng tài sản rủi ro chậm hơn dự kiến.** Mặc dù chúng tôi dự báo tăng trưởng cho vay của HDB sẽ chậm lại hàng năm xuống 12,8% so với cùng kỳ vào năm 2022e (từ 18,8% so với cùng kỳ vào năm 2019, 15,1% so với cùng kỳ vào năm 2020e và 13,8% so với cùng kỳ vào năm 2021e), chúng tôi kỳ vọng nó sẽ được giữ ở mức này so với phần còn lại trong chân trời dự báo của chúng tôi (12,0% so với cùng kỳ vào năm 2023e, 12,1% so với cùng kỳ trong cả năm 2024e và 2025e).

- **Cao hơn cho triển vọng rủi ro dài hơn.** Do suy thoái kinh tế do đại dịch COVID-19 gây ra, chúng tôi đã giảm định mức phí rủi ro là 1,05% vào năm 2020e (so với 0,88% vào năm 2019) và 0,74% vào năm 2021e. Ngoài năm 2021e, chúng tôi đã giảm định mức phí rủi ro của HDB giảm xuống 0,70% vào năm 2022e và sau đó là 0,65% vào năm 2025e. Rủi ro đối với ước tính của chúng tôi là chi phí rủi ro thực tế của HDB cao hơn nhiều so với dự báo của chúng tôi.

Cơ cấu cổ đông

Trong bảng dưới đây, chúng tôi cung cấp cơ cấu cổ phần của HDB theo báo cáo thường niên mới nhất của HDB. Dựa trên những số liệu này, chúng tôi ước tính tỷ lệ free float của HDB là 79,5%.

Hình 71: Cơ cấu cổ đông của HDB, năm 2019

	% sở hữu
Giới hạn sở hữu nước ngoài (%)	30.0%
Tỷ giá thả nổi tự do	79,5%
Sovico Joint Stock Company	14.1%
PYN Asia Research	3.8%
Bà Nguyễn Thị Phương Thảo	3.7%
Credit Saison Co.	2.9%
Korea Invst. Mgmt. Co.	2.8%
Bên khác	72.7%
Tổng	100.0%

Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Bloomberg và EFG của Hermes

Đối với việc phân chia cổ phiếu HDB giữa cổ đông trong và ngoài nước, chúng tôi lưu ý rằng đến cuối năm 2019, cổ đông trong nước nắm giữ 77% cổ phần của HDB, trong khi cổ đông nước ngoài nắm giữ 23%. Trên cơ sở này, tỷ lệ sở hữu nước ngoài có thể đã tăng thêm 7 điểm phần trăm trước khi đạt đến giới hạn quy định là sở hữu 30% của người nước ngoài vào cuối năm 2019. Tuy nhiên, kể từ khi phát hành 160 triệu trái phiếu chuyển đổi gần đây, HDB đã thông báo rằng họ sẽ tìm kiếm sự chấp thuận cần thiết để giảm FOL xuống 21,5%. Điều này cho thấy rằng không còn bất kỳ phạm vi nào cho việc sở hữu nước ngoài nhiều hơn.

Hình 72: HDB - Chia cổ đông trong nước và nước ngoài, năm 2018 và 2019 (triệu cổ phiếu)

	Năm 2018		Năm 2019	
	Số tiền	% tổng số	Số tiền	% tổng số
Cổ đông trong nước				

- Tổ chức	386.2	39%	397.1	40%
- Cá nhân	329.3	34%	353.9	36%
Tổng	715.5	73%	751.0	77%
Cổ đông nước ngoài				
- Tổ chức	264.4	27%	228.7	23%
- Cá nhân	1.1	0%	1.3	0%
Tổng	265.5	27%	230.0	23%
Tổng cổ đông	981.0	100%	981.0	100%

Nguồn: Dữ liệu công ty.

Hội đồng quản trị

Trong bảng dưới đây, chúng tôi trình bày về Hội đồng quản trị (HĐQT) của HDB, theo Báo cáo thường niên được công bố gần đây nhất (2019). Về cơ cấu của HĐQT, chúng tôi hiểu rằng bảy trong số chín thành viên của HĐQT là người nội bộ. Về tư cách của ông Lý Vinh Quang, chúng tôi hiểu rằng ngân hàng đã coi ông là thành viên độc lập trước khi ông từ nhiệm. Chúng tôi khó có thể dung hòa được điều này vì ông Lý Vinh Quang từng là Phó Tổng Giám đốc kiêm Tổng Giám đốc HDB từ năm 1999 đến 2003. Dựa trên thông tin hồ sơ hạn chế được cung cấp trên HĐQT, chúng tôi lưu ý rằng sáu trong số chín thành viên có liên quan đến Tập đoàn Sovico. Điều này cho thấy rằng mặc dù họ sở hữu 21% vốn của ngân hàng nhưng họ vẫn nắm toàn quyền kiểm soát đối với HĐQT của ngân hàng.

Một lưu ý tích cực, chúng tôi muốn nhấn mạnh rằng, HĐQT của HDB là hội đồng quản trị duy nhất trong hệ thống ngân hàng Việt Nam do một phụ nữ làm Chủ tịch, đồng thời có Phó Chủ tịch. Tổng cộng, ba trong số chín thành viên Hội đồng quản trị là phụ nữ vào cuối năm 2019.

Hình 73: BID - Hội đồng quản trị, năm 2019

Thành viên	Vai trò	Người trong nội bộ/độc lập	Kinh nghiệm	Số năm tại HDB
Bà Lê Thị Bằng Tâm	Chủ tịch	Người trong nội bộ	Được bầu làm Chủ tịch HĐQT năm 2000. Trước đó, Bà là Tổng Giám đốc Kho bạc Nhà nước Việt Nam. Bà cũng là Chủ tịch HĐQT Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam. Trình độ học vấn; Tiến sĩ Tài chính Tín dụng	+ 10 năm
Bà Nguyễn Thị Phương Thảo	Phó Chủ tịch Thường trực	Người trong nội bộ	Được bổ nhiệm lại vào HĐQT vào tháng 4 năm 2017. Bà có hơn 25 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực tài chính ngân hàng. Bà cũng là Chủ tịch HĐQT của Sovico JSC và Phó Chủ tịch HĐQT Vietjet. Trình độ học vấn; Tiến sĩ kinh tế	+20 năm
Ông Lưu Đức Khanh	Phó Chủ tịch	Người trong nội bộ	Được bổ nhiệm lại vào HĐQT vào tháng 4 năm 2017. Trước HDB, ông đã đảm nhiệm các vị trí cấp cao tại HSBC, TCB và ABBank. Ông hiện là Phó Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc Vietjet. Trình độ học vấn; MBA	Không đề cập
Ông Nguyễn Thanh Độ	Phó Chủ tịch	Độc Lập	Được bổ nhiệm vào HĐQT vào tháng 4 năm 2017. Ông trước đây là Vụ trưởng Vụ Tài chính Đối ngoại. Trình độ học vấn tài chính ngân hàng	+ 3 năm

Ông Nguyễn Hữu Đăng	Giám đốc/Giám đốc điều hành	Người trong bộ nội	Được bổ nhiệm lại vào HĐQT vào tháng 4 năm 2017. Ông hiện là Giám đốc điều hành của HD SAISON và là thành viên HĐQT của HD SAISON. Trình độ học vấn; Bằng thạc sĩ ngân hàng	+ 20 năm
Bà Nguyễn Thị Tâm	Giám đốc	Người trong bộ nội	Được bổ nhiệm lại vào HĐQT vào tháng 4 năm 2017. Bà có hơn 35 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực Tài chính - Ngân hàng và từng là Phó Tổng Giám đốc Vietcombank. Trình độ học vấn; Cử nhân tiếng Anh.	Không đề cập
Ông Chu Việt Cường	Giám đốc	Người trong bộ nội	Được bổ nhiệm lại vào HĐQT vào tháng 4 năm 2017. Trình độ học vấn; Thạc sĩ Kinh tế. Ông hiện cũng là Thành viên HĐQT Vietjet và Phó Tổng Giám đốc Công ty Cổ phần Sovico.	Không đề cập
Ông Lim Peng Khoon	Giám đốc	Người trong bộ nội	Được bổ nhiệm lại vào HĐQT vào tháng 4 năm 2017. Trước khi gia nhập HDB, ông đã đảm nhiệm nhiều vị trí cấp cao tại HSBC. Trình độ học vấn; Thành viên của Chartered Bankers Institute tại Vương quốc Anh.	Không đề cập
Ông Lý Vĩnh Quang	Giám đốc	Độc lập	Từ nhiệm HĐQT vào tháng 4 năm 2019. Ông đã có hơn 30 năm kinh nghiệm làm việc trong lĩnh vực Tài chính và đảm nhiệm các vị trí cấp cao tại TCB, BacABank. Ông cũng từng là Phó Tổng Giám đốc kiêm Tổng Giám đốc của HDB từ năm 1999 đến năm 2003.	Không đề cập

Nguồn: Dữ liệu công ty. Phân loại nội bộ / độc lập do EFG Hermes chỉ định.

Mô hình lợi nhuận

Trong bảng dưới đây, chúng tôi cung cấp tóm tắt về mô hình lợi nhuận dự báo và lịch sử của HDB. Dựa trên phân tích được cung cấp dưới đây, chúng tôi thận trọng dự báo RoAE chuẩn hóa của HDB sẽ giảm xuống 16,8% (năm 2025e) từ mức năm 2019 (19,8%). Đáng chú ý, lợi nhuận chuẩn hóa của chúng tôi cho HDB cao hơn c380bps so với mức năm 2010 (13,0%).

Hình 74: HDB - mô hình lợi nhuận, năm 2010 so với 2018-21e và 2025e (chuẩn hóa)

	Năm 2010	Năm 2018	Năm 2019	Năm 2020e	Năm 2021e	Năm 2025e
NII / ATA	2.0%	3.8%	4.4%	4.7%	4.5%	4.9%
Thu nhập không được tài trợ / ATA	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
Tổng thu nhập / ATA	2.7%	4.6%	5.1%	5.3%	5.2%	5.5%
Chi phí / thu nhập	47.6%	47.6%	44.7%	41.9%	42.0%	42.0%
GOP / ATA	1.4%	2.4%	2.8%	3.1%	3.0%	3.2%
Phí rủi ro (đối với ATA)	-0.1%	-0.5%	-0.6%	-0.7%	-0.5%	-0.5%
Thu nhập khác / ATA	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
PBT / ATA	1.3%	2.0%	2.3%	2.4%	2.5%	2.7%
Thuế suất có hiệu lực	23.2%	20.1%	19.9%	20.1%	20.0%	20.0%
PAT / ATA	1.0%	1.6%	1.8%	1.9%	2.0%	2.2%
Tỷ lệ thiếu số & tỷ lệ khác (tính theo PBT)	0.0%	-9.1%	-8.3%	-7.2%	-7.2%	-7.2%
RoAA	1.0%	1.4%	1.6%	1.7%	1.8%	2.0%
ATA / vốn chủ sở hữu trung bình	12.88	12.88	12.21	11.39	10.43	8.50
RoAE	13.0%	18.0%	19.8%	19.6%	18.6%	16.8%

Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của EFG Hermes

Đối với mô hình lợi nhuận được trình bày ở trên, chúng tôi đưa ra các nhận xét sau:

- **Tỷ suất lợi nhuận giảm vừa phải và sau đó tăng lên.** Mặc dù chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận năm 2020 của HDB sẽ được hưởng lợi từ chi phí cấp vốn thấp hơn của ngân hàng, chúng tôi tin rằng chi phí cấp vốn sẽ tăng vào năm 2021e và đổi lại áp lực lên tỷ suất lợi nhuận của HDB. Sau năm 2021e, chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận của HDB phải mở rộng do đóng góp từ mảng kinh doanh tiêu dùng tiếp tục tăng.

- **Lợi tức không được tài trợ để duy trì ổn định.** Như đã trình bày ở trên, chúng tôi không cho rằng lợi nhuận thu nhập ngoài tài trợ của HDB sẽ cải thiện đáng kể trong giai đoạn dự báo. Đây là một quan điểm rất thận trọng, vì HDB tập trung vào việc bán chéo nhiều sản phẩm hơn cho tất cả các công ty liên kết của Tập đoàn Sovico. Mặc dù HDB có 8,9 triệu khách hàng độc lập, Tập đoàn Sovico có 40 triệu khách hàng và HDB đang quan tâm đến việc khai thác những khách hàng này theo dự báo của chúng tôi.

- **Tăng hiệu quả để tiếp tục.** Kể từ năm 2010, HDB đã có thể giảm tỷ lệ chi phí / thu nhập từ 47,6% xuống 44,7% vào năm 2019. Trong tương lai, chúng tôi dự báo tỷ lệ chi phí / thu nhập năm 2025 là 42% nhờ tiếp tục quản lý chi phí mạnh mẽ.

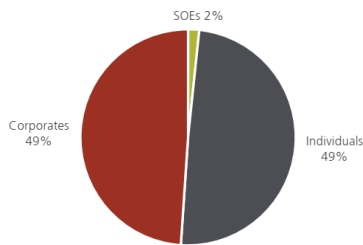
- **Phí rủi ro để bình thường hóa.** Sau khi khóa COVID-19, chúng tôi dự báo phí rủi ro của HDB sẽ tăng lên 0,7% (theo tỷ lệ phần trăm của tổng tài sản trung bình) vào năm 2020e (từ 0,6% vào năm 2019). Vào năm 2021e,

chúng tôi kỳ vọng phí rủi ro của HDB sẽ giảm xuống còn 0,5% và nhìn chung vẫn ở mức này cho đến năm 2025e.

- **Đòn bẩy giảm.** Sau khi giảm tỷ lệ đòn bẩy tài chính (được đo bằng tổng tài sản trên vốn chủ sở hữu bình quân) từ 12,88 lần năm 2010 xuống 12,21 lần năm 2019, chúng tôi dự báo HDB sẽ tiếp tục giảm tỷ lệ đòn bẩy tài chính xuống 8,50 lần vào năm 2025e. Đáng chú ý, chúng tôi dự báo sẽ không chia cổ tức trong hai năm tới (2020-21). Trong năm 2022 và hơn thế nữa, chúng tôi đã lập mô hình cho việc dần dần khôi phục lại việc chi trả cổ tức.

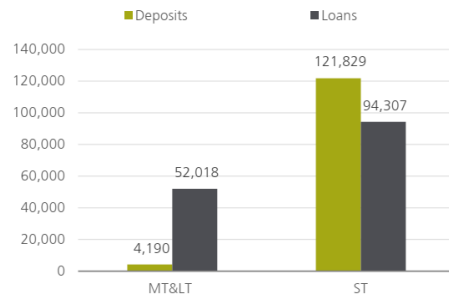
Biểu đồ tiêu điểm

Hình 75: HDB – hỗn hợp khoản vay, năm 2019 (% tổng)



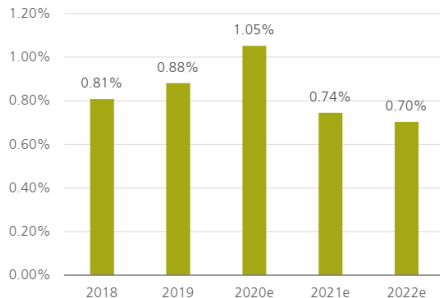
Nguồn: Dữ liệu công ty

Hình 76: HDB - tiền gửi MT< và ST so với cho vay, năm 2019 (tỷ đồng)



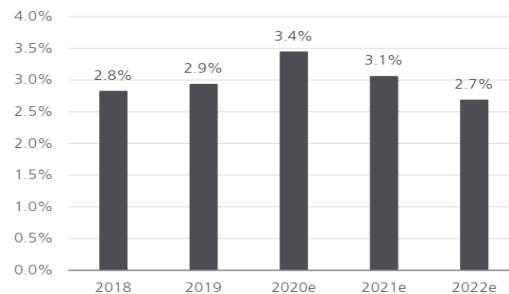
Nguồn: Dữ liệu công ty, tính toán của EFG Hermes.

Hình 77: HDB – phí rủi ro, 2018-22e(%)



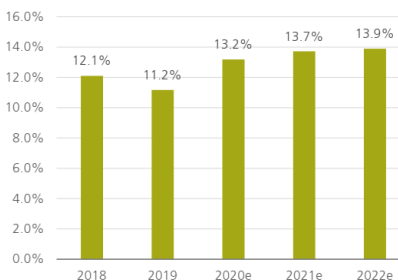
Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của EFG Hermes.

Hình 78: HDB – tỷ lệ nợ xấu, 2018-22e (%)



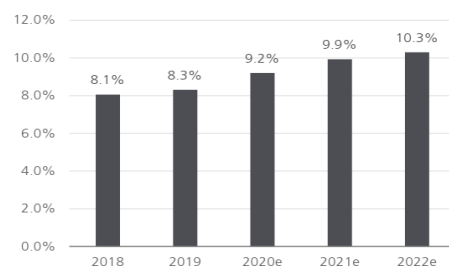
Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của EFG Hermes.

Hình 79: HDB-CAR, 2018-22 (%)



Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của EFG Hermes.

Hình 80: HDB- vốn chủ sở hữu/tài sản, 2018-22e (%)



Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của EFG Hermes.

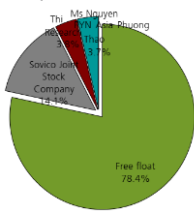
Báo cáo tài chính

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh (cuối năm tháng 12) Tính bằng triệu VNĐ	Năm 2019a	Năm 2020e	Năm 2021e	Năm 2022e	Các Chỉ số đo lường Hiệu suất Chính (%) trừ khi có quy định khác	Năm 2019a	Năm 2020e	Năm 2021e	Năm 2022e
Thu nhập lãi ròng	9,746,555	11,357,470	12,135,659	13,667,372	Phân tích DuPont (%) tài sản trung bình				
Phí và hoa hồng	625,876	710,344	767,172	828,546	Thu nhập lãi ròng	4.2%	4.5%	4.3%	4.4%
Thu nhập ngoại hối	229,802	103,416	110,655	118,401	Thu nhập ngoại lãi	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
Thu nhập đầu tư	320,408	299,729	320,710	343,160	Chi phí hoạt động	-2.2%	-2.1%	-2.1%	-2.1%
Hoạt động khác bao gồm (chi phí)	438,278	364,909	419,645	482,592	Doanh thu khác (chi phí)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Thu nhập ngoại lãi	1,614,364	1,478,398	1,618,183	1,772,699	Dư phòng	-0.6%	-0.7%	-0.5%	-0.5%
Tổng thu nhập ngân hàng	11,360,919	12,835,869	13,753,842	15,440,071	Thuế	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
Chi phí hoạt động	(5,080,492)	(5,383,603)	(5,776,613)	(6,639,231)	Các mặt hàng khác	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
Thu nhập hoạt động	6,280,427	7,452,266	7,977,228	8,800,841	ROAA	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%
Khoản dự phòng rủi ro tín dụng	(1,289,083)	(1,771,885)	(1,427,383)	(1,520,111)	Đòn bẩy (tài sản / vốn chủ sở hữu)	12.2x	11.4x	10.4x	9.9x
Nhưng điều khoản khác	0	0	0	0	ROAE (hữu hình)	20.6%	19.9%	18.9%	17.8%
Thu nhập / chi phí khác	27,069	260	260	260	Khả năng sinh lời				
Thu nhập trước thuế hoặc zakat	5,018,413	5,680,641	6,550,105	7,280,989	Lợi tức trên tài sản sinh lãi	9.3%	9.6%	9.6%	9.8%
Thuế hoặc zakat	(998,079)	(1,140,490)	(1,310,021)	(1,456,198)	Chi phí vốn	4.9%	5.0%	5.3%	5.4%
Net bao gồm trước lợi ích thiểu số	4,020,334	4,540,151	5,240,084	5,824,791	Chênh lệch lãi ròng	4.34%	4.66%	4.36%	4.32%
Lợi ích thiểu số	(415,568)	(406,364)	(468,561)	(520,845)	Biên lãi ròng	4.60%	4.98%	4.77%	4.81%
Thu nhập ròng sau thiểu số	3,604,766	4,133,786	4,771,522	5,303,946	Không lãi suất inc. / Ngân hàng bao gồm.	14.2%	11.5%	11.8%	11.5%
Chi phí giới hạn AT1, phân chia trước hạn Và các chi phí khác	0	0	0	0	Chi phí trên thu nhập	44.7%	41.9%	42.0%	43.0%
Thu nhập ròng	3,604,766	4,133,786	4,771,522	5,303,946	Thuế suất có hiệu lực	19.9%	20.1%	20.0%	20.0%
					Chất lượng tài sản				
Nguồn: Ngân hàng đầu tư và phát triển, ước tính EFG Hermes									
Bảng cân đối kế toán (cuối năm tháng 12) Triệu VNĐ	Năm 2019a	Năm 2020e	Năm 2021e	Năm 2022e	Tỷ lệ nợ xấu				
Tiền mặt và tiền gửi ngân hàng trung ương	6,508,103	5,440,283	6,229,125	7,038,911	Giới hạn nợ xấu	2.9%	3.4%	3.1%	2.7%
Tài sản liên ngân hàng	24,664,877	23,773,326	25,675,192	27,729,207	Chi phí rủi ro (bps)	95.7	112.6	79.3	74.5
Đầu tư	40,685,382	43,845,809	47,353,473	51,141,751	Thủ đo				
Vay khách hàng	144,699,636	166,695,569	189,510,468	213,773,353	Tỷ lệ CET1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Lợi thế thương mại và tài sản vô hình	393,502	377,497	361,492	345,487	Tỷ lệ bậc 1	9.3%	9.9%	10.4%	11.2%
Tài sản cố định & tài sản khác	12,525,762	11,968,959	12,602,287	13,266,481	Tỷ lệ an toàn vốn	11.6%	15.3%	15.3%	15.4%
Tổng tài sản	229,477,262	252,101,443	281,732,037	313,295,190	Trọng số rủi ro, tài sản / Tổng tài sản	80.5%	76.0%	78.7%	79.1%
Tiền gửi liên ngân hàng	50,002,668	34,609,198	35,647,474	36,716,899	Tỷ lệ tăng trưởng (Y-o-Y)				
Tiền gửi của khách hàng	126,018,576	148,276,541	169,776,640	191,847,603	Tăng trưởng cho vay	18.8%	15.2%	13.7%	12.8%
Các khoản vay	0	0	0	0	Tăng trưởng tiền gửi	-1.6%	17.7%	14.5%	13.0%
Những khoản nợ khác	33,074,902	44,294,436	46,146,572	49,758,649	Tăng trưởng tài sản	6.2%	9.9%	11.8%	11.2%
Tổng nợ phải trả	209,096,146	227,180,176	251,570,686	278,323,150	Tăng trưởng tài sản có trọng số rủi ro	3.7%	15.8%	11.8%	11.2%
Vốn cổ đông phổ thông	19,072,572	23,206,358	27,977,881	32,267,725	Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	27.5%	16.5%	6.9%	12.6%

Vốn cấp I bổ sung	0	0	0	0	Phí & hoa hồng bao gồm. sự phát triển	42.8%	13.5%	8.0%	8.0%
Vốn cổ phần ưu đãi	0	0	0	0	Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi	-4.2%	-8.4%	9.5%	9.5%
Lợi ích thiểu số	1,308,544	1,714,908	2,183,469	2,704,315	Tăng trưởng thu nhập ngân hàng	21.8%	13.0%	7.2%	12.3%
Tổng vốn chủ sở hữu và nợ phải trả	229,477,262	252,101,443	281,732,037	313,295,190	Tăng trưởng chi phí hoạt động	14.4%	6.0%	7.3%	14.9%
Nguồn: Ngân hàng đầu tư và phát triển, ước tính EFG Hermes					Tăng trưởng thu nhập hoạt động	28.4%	18.7%	7.0%	10.3%
					Tăng trưởng thu nhập	27.1%	14.7%	15.4%	11.2%
					Các tỷ lệ khác				
					Cho vay / Tiền gửi	114.8%	112.4%	111.6%	111.4%
					Cho vay / Tài sản	63.1%	66.1%	67.3%	68.2%
					Tiền gửi / nợ chịu lãi	64.4%	72.2%	76.5%	77.9%

Nguồn: HDBank, ước tính của EFG Hermes

Cơ cấu sở hữu (%)



Nguồn: HDBank, ước tính của EFG Hermes. Lưu ý: Tỷ giá thả nổi tự do không bao gồm tất cả các cổ đông hiển thị ở trên và không chỉ cổ đông chiến lược.

Phân bổ xếp hạng	
Xếp hạng	Hệ thống giới hạn %
Mua	47%
Trung lập	38%
Bán	16%
Không được xếp hạng	0%
Dưới mức đánh giá	0%