

HDBANK (HDB) – CẬP NHẬT

Giá thị trường VND17.350	Giá mục tiêu VND25.000	Tỷ suất cổ tức 0,00%	Khuyến nghị KHẢ QUAN	Ngành Tài chính
------------------------------------	----------------------------------	--------------------------------	--------------------------------	---------------------------

Ngày 21/12/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Trung lập**
Triển vọng dài hạn: **Tích cực**
Định giá: **Tích cực**

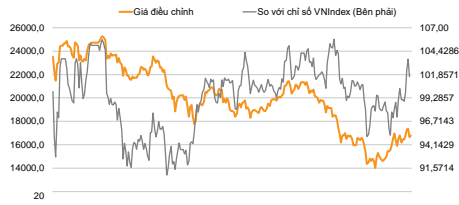
Consensus*: Mua:8 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -19,5%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Hạ P/B mục tiêu xuống 1,3 lần từ 2,0 lần
- Giảm 13% giá mục tiêu 1 năm

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	25.280
Thấp nhất 52 tuần (VND)	14.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	43.463tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	41.879
Free float (%)	70
P/E trượt (x)	5,8
P/B hiện tại (x)	1,2

Cơ cấu sở hữu

Sovico	14,4%
Phạm Văn Đầu	4,3%
Nguyễn Thị Phương Thảo	3,7%
Khác	77,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Trần Thị Thu Thảo

thao.tranthu2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Đà tăng trưởng ổn định trong 2023-24

- HDB là một trong số ít những ngân hàng được cấp hạn mức tín dụng cao trong năm nay và kể cả sang năm 2023.
- Trong bối cảnh khó khăn ngày càng gia tăng, tăng trưởng LN ròng kỳ vọng giảm tốc và đạt 16-20% svck trong năm 2023-24.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 25.000đ/cp.

Là một trong số ít những ngân hàng được cấp hạn mức tín dụng cao

LN ròng của HDB trong Q3/22 tăng 40,9% svck nhờ tăng trưởng tín dụng cao, thu nhập phí tăng mạnh (+111% svck nhờ mảng bảo hiểm). LN ròng 9T22 đạt 6 nghìn tỷ đồng (+32,3% svck), hoàn thành 76% dự phóng cả năm của chúng tôi. HDB là một trong số ít những ngân hàng được cấp hạn mức tín dụng cao trong năm nay nhờ vào (i) hệ số CAR cao (15,3%), (ii) LDR thấp (71,4%), (iii) cơ cấu tín dụng khá lành mạnh khi nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp (TPDN), (iv) tham gia cơ cấu tổ chức tín dụng yếu kém. Đây cũng sẽ là một lợi thế lớn của ngân hàng để tiếp tục ghi nhận tăng trưởng tín dụng tốt trong năm tới.

Triển vọng ngành Ngân hàng: con đường gập ghềnh phía trước

Việc NHNN tăng mạnh 200 điểm cơ bản lãi suất điều hành sẽ tác động tiêu cực đến NIM của các ngân hàng khi chi phí vốn tăng và lãi suất cho vay khó có thể theo kịp. Bên cạnh đó, thị trường bất động sản và TPDN tiếp tục khó khăn sẽ tác động xấu lên chất lượng tài sản cũng như là thanh khoản của các ngân hàng. Bên cạnh đó, rủi ro "đứt gãy thanh khoản" tại các doanh nghiệp sẽ ảnh hưởng lên nợ xấu của ngân hàng. Nhìn chung, chính sách tiền tệ thắt chặt và những bất ổn vĩ mô sẽ ảnh hưởng lên triển vọng ngành ngân hàng trong năm tới khi tăng trưởng tín dụng chậm lại, NIM thu hẹp và chi phí tín dụng tăng.

Tăng trưởng lợi nhuận ròng của HDB theo đó sẽ chậm lại

Tăng trưởng LN ròng sẽ chậm lại trong năm 2023-24 và đạt 16-20% svck trong 2023-24, do (i) NIM thu hẹp và (ii) trích lập dự phòng tăng. Tuy nhiên, mức tăng này vẫn cao hơn dự phóng toàn ngành (10,4%) do HDB có khả năng nhận được hạn mức tăng trưởng tín dụng tốt hơn các ngân hàng khác, như chúng tôi đã đề cập. Về dài hạn, chúng tôi vẫn ưa thích HDB nhờ (i) mô hình cho vay tập trung vào khu vực có nhu cầu cao như vùng nông thôn, (ii) hoạt động bảo hiểm mạnh mẽ hỗ trợ tăng trưởng thu nhập từ phí, (iii) chất lượng tài sản tốt hơn so với các ngân hàng có mô hình kinh doanh rủi ro cao, (iv) tỷ suất sinh lợi tốt 23% so với toàn ngành là 20% trong giai đoạn 2020-22.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 25.000 đ/cp

Chúng tôi hạ P/B mục tiêu xuống 1,3 lần từ 2,0 lần để phản ánh những khó khăn của ngành. Cùng với tỷ trọng 50% của phương pháp thu nhập thặng dư (COE: 16,1%, LTG: 3%), chúng tôi đưa ra giá mục tiêu mới là 25.000 đồng/cp. HDB hiện đang giao dịch ở mức P/B 2023 rất thấp chỉ 1,0 lần, cho thấy rằng rủi ro đã được phản ánh vào giá. Rủi ro giảm giá gồm (i) lãi suất tăng cao hơn dự kiến và (ii) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến. Tuy vậy, việc ký kết hợp đồng bảo hiểm với FWD thành công sẽ là một động lực tăng trưởng mạnh mẽ cho HDB.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	13.891	17.323	19.517	23.242
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,4%	4,8%	4,7%	4,7%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	16.758	22.490	25.887	30.857
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(2.306)	(3.498)	(4.150)	(4.912)
LN ròng (tỷ)	6.054	7.855	9.144	10.925
Tăng trưởng LN ròng	42,5%	29,8%	16,4%	19,5%
EPS điều chỉnh	2.992	3.451	3.616	4.320
BVPS	14.430	14.850	18.486	22.830
ROAE	21,8%	22,9%	21,4%	20,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

ĐÀ TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH TRONG 2023-24

KQKD 9T22 sát với kỳ vọng của chúng tôi

Hình 1: So sánh KQKD Q3/22 và 9T22 (tỷ đồng, trừ khi có ghi chú khác)

	Q3/22	Q3/21	% svck	9T22	9T21	% svck	Dự báo		Nhận xét
							VNDIRECT	% dự báo VNDIRECT	
Thu nhập lãi	4.485	3.306	35,6%	13.079	10.138	29,0%	17.323	75,5%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi Thấp hơn dự phóng do khoản lỗ thu nhập đầu tư
Thu nhập ngoài lãi	909	400	127,6%	3.019	1.991	51,7%	5.167	58,4%	
Tổng thu nhập HĐKD	5.394	3.706	45,6%	16.098	12.128	32,7%	22.490	71,6%	
Chi phí hoạt động	(2.001)	(1.412)	41,7%	(5.960)	(4.726)	26,1%	(8.546)	69,7%	
LN trước dự phòng	3.393	2.294	47,9%	10.139	7.402	37,0%	13.944	72,7%	
Chi phí dự phòng	(681)	(403)	68,8%	(2.123)	(1.318)	61,1%	(3.498)	60,7%	
LN trước thuế	2.712	1.891	43,4%	8.016	6.084	31,7%	10.445	76,7%	
LN sau thuế	2.016	1.431	40,9%	6.014	4.546	32,3%	7.855	76,6%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi

Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

Hình 2: Các chỉ số chính của HDB theo quý

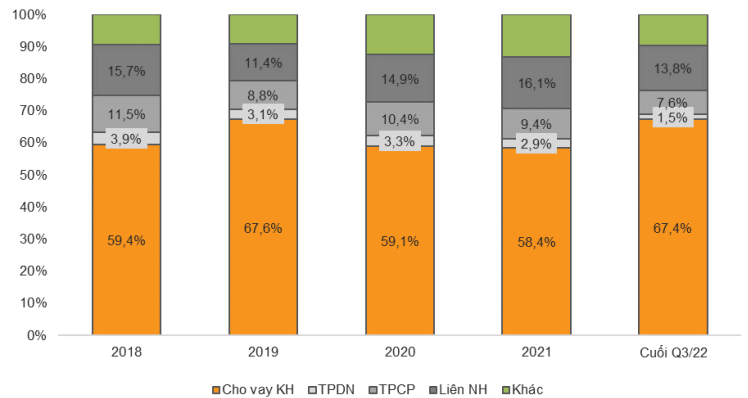
	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22
Thu nhập lãi thuần/tổng thu nhập	91,5%	84,8%	87,1%	81,0%	80,7%	81,5%	89,2%	81,1%	78,9%	81,5%	83,1%
Thu nhập ngoài lãi/tổng thu nhập	8,5%	15,2%	12,9%	19,0%	19,3%	18,5%	10,8%	18,9%	21,1%	18,5%	16,9%
NIM (dự phóng cả năm)	5,3%	4,8%	4,9%	4,6%	4,4%	4,5%	4,2%	4,5%	4,6%	5,1%	5,0%
Chi phí/thu nhập	51,0%	35,4%	45,0%	47,2%	39,1%	39,6%	38,1%	35,8%	37,6%	36,4%	37,1%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,5%	1,6%	1,8%	1,3%	1,5%	1,2%	1,4%	1,7%	1,6%	1,3%	1,5%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	74,5%	72,2%	64,1%	82,1%	68,6%	87,9%	80,9%	73,0%	75,9%	93,0%	81,0%
Tỷ lệ chi phí tín dụng	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%	1,2%	1,2%	1,3%	1,2%
ROAA (trượt 12 tháng)	1,7%	1,8%	1,8%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%
ROAE (trượt 12 tháng)	20,5%	21,6%	21,5%	20,2%	22,3%	22,4%	22,6%	23,3%	23,1%	23,4%	24,0%

Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

Hình 3: Một số các chỉ tiêu trên bảng cân đối kế toán của HDB

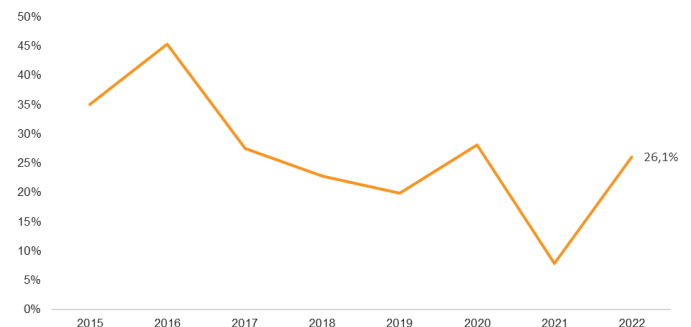
Cơ cấu tài sản sinh lời của HDB

- Cơ cấu tài sản sinh lời của HDB dần chuyển dịch sang cho vay khách hàng.
- Trong danh mục tài sản của HDB ít nắm giữ TPDN – một điểm tích cực khi thị trường TPDN đang gặp khó khăn trong trung hạn do ảnh hưởng từ chuỗi điều tra các sai phạm và sửa đổi Nghị định 153 (Nghị định 65).
- Danh mục TPDN của HDB giảm 40% so với đầu năm. Tuy nhiên TPDN chỉ chiếm 1,5% trong tổng tài sản sinh lời của HDB, vì vậy tác động là không lớn.
- HDB vẫn là bên vay ròng trên thị trường liên ngân hàng.



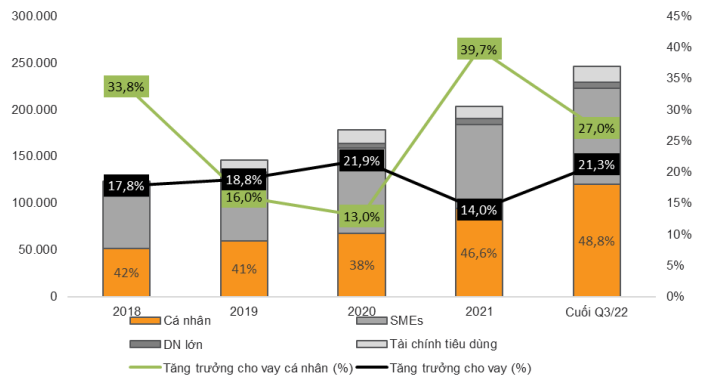
Hạn mức và tăng trưởng tín dụng của HDB

- HDB là một trong số ít những ngân hàng được cấp hạn mức tín dụng cao trong năm nay nhờ vào (i) hệ số CAR cao (15,3%), (ii) LDR thấp (71,4%), (iii) cơ cấu tín dụng khá lành mạnh khi nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp (TPDN), (iv) tham gia cơ cấu tổ chức tín dụng yếu kém. Đây cũng sẽ là một lợi thế lớn của ngân hàng để tiếp tục ghi nhận tăng trưởng tín dụng tốt trong năm tới.
- Tăng trưởng tín dụng của HDB đạt 24% so với đầu năm tính đến cuối tháng 11/2022. Với tổng hạn mức là 26,1% HDB vẫn còn dư địa 2% để tăng trưởng trong tháng cuối cùng của năm 2022. (biểu đồ bên phải tượng trưng cho tăng trưởng tín dụng của HDB theo năm).



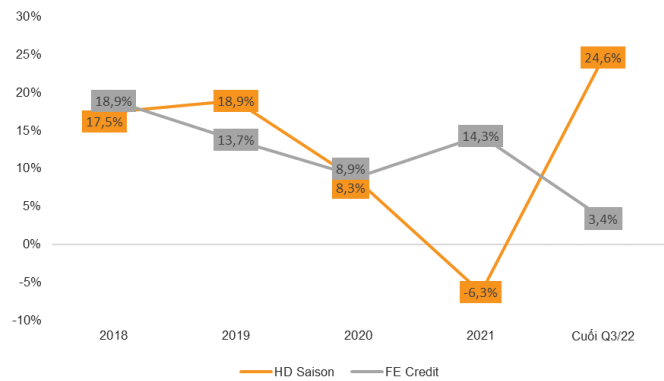
Cơ cấu cho vay của HDB

- Tăng trưởng cho vay đạt 21,3% so với đầu năm, dẫn dắt bởi mảng cho vay cá nhân (+27%; chiếm 49% tổng dư nợ). Đây vẫn là mảng kinh doanh chính của HDB. HDB đã định vị mô hình kinh doanh là một ngân hàng bán lẻ tập trung vào phân khúc khách hàng ở khu vực đô thị loại 2/nông thôn – khu vực có tỷ lệ tiếp cận với các dịch vụ tài chính còn thấp so với thành thị, trong khi nhu cầu vốn là rất cao.
- Cho vay doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs; 41,6% tổng dư nợ) và doanh nghiệp lớn (2,8% dư nợ) tăng lần lượt là 15% và 14,7% so với đầu năm.



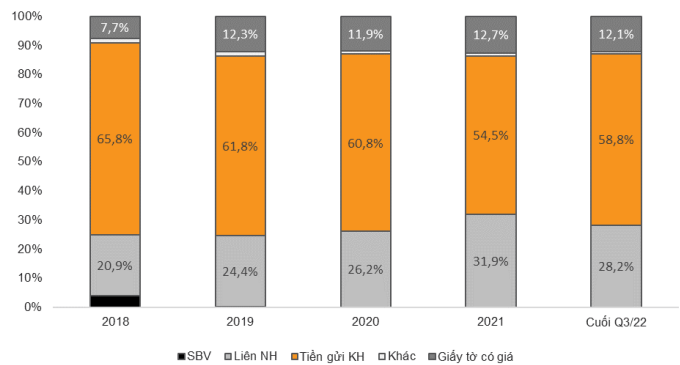
Mảng tài chính tiêu dùng của HDB (HD Saison)

- Tổng cho vay của HD Saison đạt 16,7 nghìn tỷ (+24,6% so với đầu năm), cho thấy kết quả tốt hơn so với FE Credit.
- Nhắc lại, mảng tài chính tiêu dùng bị ảnh hưởng nặng nề do đại dịch khi ghi nhận giảm 6% svck trong dư nợ cho vay năm 2021, dẫn đến NIM bị thu hẹp; tuy nhiên sang năm nay đã phục hồi nhanh chóng khi đại dịch đã qua đi, thể hiện qua tăng trưởng ấn tượng trong 9T22 và đây cũng là một yếu tố quan trọng khác góp phần cải thiện NIM của HDB, theo quan điểm của chúng tôi.
- Tỷ lệ nợ xấu cuối Q3/22: 7,4% so với 7,3% cuối 2021 (FE Credit: 14,3% và 13,6%).



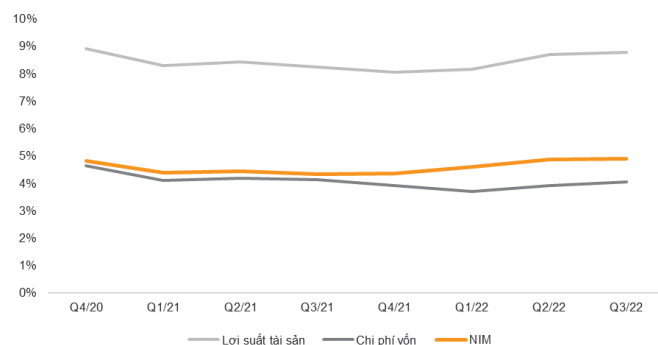
Cơ cấu huy động của HDB

- Tăng trưởng tiền gửi khách hàng đạt 13,4% so với đầu năm (chiếm 59% tổng huy động), so với mức tăng 5% của tổng huy động. Cơ cấu huy động của HDB không chỉ đến từ khách hàng, mà còn đến từ các nguồn khác như liên ngân hàng (28%) và giấy tờ có giá (12%).
- Tỷ lệ LDR thấp: 71,4% (mức trần quy định của ngành là 85%). Ngoài ra, HDB đã duy trì tỷ lệ huy động ngắn hạn/cho vay dài hạn rất thấp là 14,1% (mức trần quy định của ngành là 85%).
- Khả năng quản trị rủi ro tốt sẽ là một lợi thế cho HDB để vượt qua những rủi ro liên quan đến thanh khoản và hơn nữa là tiếp cận các tiêu chuẩn của Basel III. Cần nhấn mạnh rằng, yếu tố thanh khoản cũng sẽ là một điểm cộng để giúp ngân hàng nhận được hạn mức tín dụng cao trong năm tới.
- CASA giảm còn 11,3% do khách hàng rút tiền nhân rồi để tài trợ cho hoạt động kinh doanh của chính họ trong bối cảnh tăng trưởng khi tín dụng hạn chế, do đó chúng tôi cho rằng dòng tiền này sẽ không quay trở lại sớm



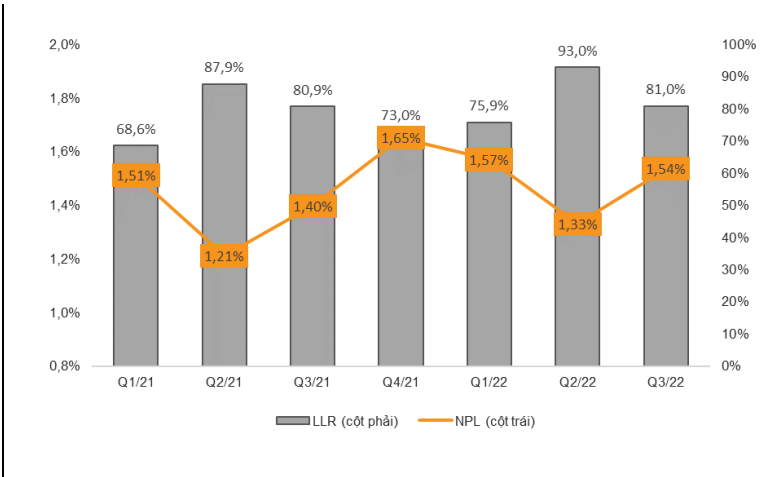
Diễn biến NIM của HDB

- HDB tiếp tục duy trì NIM cao nhờ vào (i) đẩy mạnh cho vay bán lẻ và (ii) sự phục hồi của mảng tài chính tiêu dùng. Tuy nhiên NIM trong Q3/22 đã giảm nhẹ so với Q2/22 do chi vốn đã bắt đầu tăng mạnh kể từ đầu Q3/22.
- Chúng tôi cho rằng môi trường lãi suất cao sẽ tác động tiêu cực lên NIM của ngân hàng kể từ Q4/22 trở đi.



Chất lượng tài sản của HDB

- Nợ xấu tăng 12,8% so với đầu năm do hiệu ứng Thông tư 14 hết hạn. Nợ tái cơ cấu chỉ chiếm tỷ trọng rất ít 0,04% tổng tín dụng cuối Q3/22 so với mức 0,14% cuối 2021.
- Chất lượng tài sản vẫn trong tầm kiểm soát với tỷ lệ nợ xấu NPL tăng lên mức 1,54% và LLR đạt 81%.



Nguồn: HDB, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng ngành ngân hàng: con đường gập ghềnh phía trước...

Tăng trưởng tín dụng giảm tốc và rủi ro NIM thu hẹp

Ngành ngân hàng Việt Nam đang phải đối mặt với nhiều thách thức từ bên ngoài và cả trong nước. Việc FED tăng lãi suất mạn đã khiến chỉ số DXY leo lên mức cao nhất trong hai thập kỷ, tạo ra áp lực giảm giá đối với hầu hết các đồng tiền trên thế giới trong vài tháng gần đây và VND không phải là ngoại lệ. Cùng với việc bán USD để ổn định tỷ giá, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã nới biên độ giao dịch VND (từ 3% lên 5%) và tăng lãi suất điều hành lần thứ hai liên tiếp, thêm 200 điểm cơ bản trong những tháng vừa qua.

Việc tăng mạnh lãi suất điều hành đã tác động trực tiếp đến lãi suất huy động của tất cả các kỳ hạn và các ngân hàng đều đã phải tăng lãi suất huy động với tốc độ tương tự như vậy. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy lãi suất cho vay khó có thể theo kịp với chi phí huy động vốn tăng cao do NHNN đã và đang yêu cầu các NHTM duy trì mặt bằng lãi suất cho vay phù hợp để hỗ trợ các doanh nghiệp trong nước. Do đó, việc tăng lãi suất mạnh mẽ nói trên sẽ tác động tiêu cực đến NIM của các ngân hàng với chi phí vốn cao hơn.

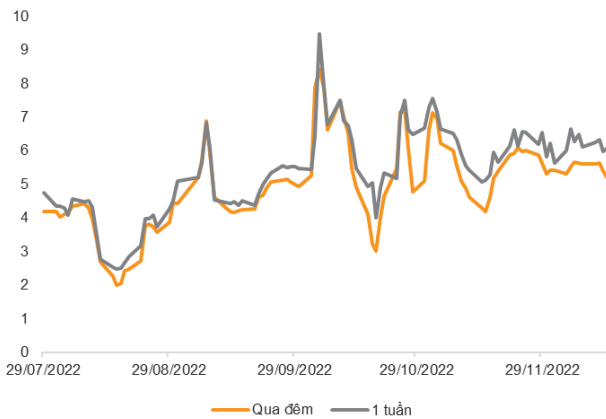
Chúng tôi tin rằng mọi thứ sẽ trở nên “nhẹ nhàng” hơn chỉ khi áp lực từ đồng USD giảm bớt. Hiện tại, FED dự kiến sẽ có thêm các đợt tăng lãi suất nữa trong hai tháng cuối năm nay; do đó, căng thẳng này có thể còn kéo dài đến ít nhất là hết nửa đầu năm 2023.

Rủi ro chất lượng tài sản suy yếu

Chúng tôi thấy một vấn đề khác rất đáng lưu ý đó là rủi ro “đứt gãy thanh khoản” giữa các doanh nghiệp Việt Nam, đặc biệt là ở các doanh nghiệp vừa và nhỏ, điều này có thể ảnh hưởng lên chất lượng tài sản của các ngân hàng. Các doanh nghiệp Việt Nam phải đối mặt với chi phí lãi vay cao hơn (do đồng USD mạnh lên và lãi suất VND cao hơn), điều này làm giảm khả năng sinh lời và gia tăng áp lực nợ vay. Mặt khác, thị trường vốn Việt Nam đang bị cản trở khi tín dụng từ ngân hàng hạn hẹp và việc phát hành TPDN bị siết chặt; do đó nhiều doanh nghiệp sẽ gặp khó khăn trong việc tiếp cận đủ nguồn vốn để phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của họ. Khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn và gánh nặng đáp ứng nghĩa vụ nợ của các doanh nghiệp có thể tác động xấu lên chất lượng tài sản của các ngân hàng từ năm 2023 trở đi.

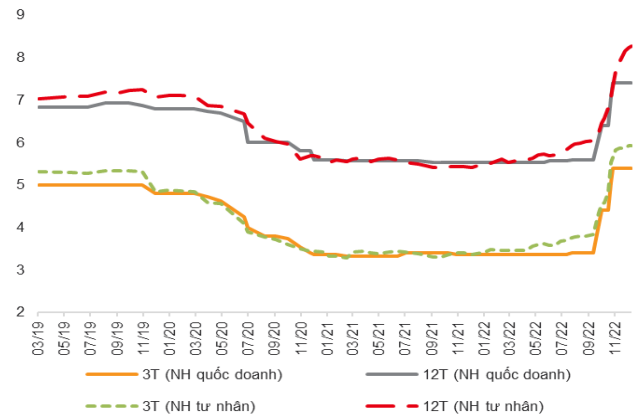
Tóm lại, do chính sách tiền tệ bị thắt chặt và những bất ổn vĩ mô, ngành ngân hàng trong năm 2023-24 sẽ gặp nhiều trở ngại hơn liên quan đến tăng trưởng tín dụng chậm lại, áp lực hy sinh lợi nhuận (NIM thu hẹp) và đối mặt với những lo ngại về chất lượng tài sản.

Hình 4: Lãi suất liên NH tăng nhanh (%)



Nguồn: NHNN

Hình 5: ... và lãi suất huy động cũng biến động tương tự (%)



Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT Research

Chúng tôi đưa ra dự báo thận trọng trong năm 2023-24 cho HDB

Do những trở ngại của ngành và sự giám sát chặt chẽ trên thị trường trái phiếu và bất động sản, tăng trưởng LN ròng của HDB chắc chắn sẽ chậm lại trong giai đoạn 2023-24, trong đó:

- Tăng trưởng tín dụng đạt 20% trong 2023 (tăng trưởng kép 2019-21: 21%). Lưu ý rằng, mức tăng trưởng tín dụng này đã tốt hơn so với các ngân hàng khác, được hỗ trợ bởi những yếu tố như chúng tôi đã đề cập trước đó.
- NIM sẽ giảm khoảng 15 điểm cơ bản trong 2023, xuống mức 4,7%.

Tóm lại, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của HDB sẽ tăng 16-20% so với cùng kỳ trong giai đoạn 2023-24 (tăng trưởng kép 2019-21 là 30%).

Về dài hạn, chúng tôi vẫn ưa thích HDB nhờ (i) mô hình cho vay tập trung vào khu vực có nhu cầu cao như vùng nông thôn, (ii) hoạt động bảo hiểm mạnh mẽ hỗ trợ tăng trưởng thu nhập từ phí, (iii) chất lượng tài sản tốt hơn so với các ngân hàng có mô hình kinh doanh rủi ro cao, (iv) tỷ suất sinh lợi tốt 23% so với toàn ngành là 20% trong giai đoạn 2020-22.

Hình 3: Tóm tắt các chỉ tiêu trong bảng báo cáo KQKD (dự phóng)

(tỷ đồng; trừ khi có ghi chú khác)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Tăng trưởng kép (2019 - 21)	Tăng trưởng kép (2022 - 24)
Thu nhập lãi	9.747	11.898	13.891	17.323	19.517	23.242	19,4%	15,8%
% svck	27,5%	22,1%	16,8%	24,7%	12,7%	19,1%		
Thu nhập từ phí	1.641	1.882	2.867	5.167	6.370	7.615	32,2%	21,4%
% svck	-8,5%	14,6%	52,4%	80,2%	23,3%	19,5%		
Tổng thu nhập hoạt động	11.388	13.779	16.758	22.490	25.887	30.857	21,3%	17,1%
% svck	20,6%	21,0%	21,6%	34,2%	15,1%	19,2%		
Chi phí hoạt động	5.080	6.173	6.383	8.546	9.578	11.417	12,1%	15,6%
% svck	14,4%	21,5%	3,4%	33,9%	12,1%	19,2%		
LN trước dự phòng	6.307	7.607	10.375	13.944	16.309	19.440	28,3%	18,1%
% svck	26,2%	20,6%	36,4%	34,4%	17,0%	19,2%		
Chi phí dự phòng	1.289	1.788	2.306	3.498	4.150	4.912	33,7%	18,5%
% svck	29,7%	38,7%	28,9%	51,7%	18,6%	18,4%		
LNTT	5.018	5.818	8.070	10.445	12.159	14.528	26,8%	17,9%
% svck	25,3%	15,9%	38,7%	29,4%	16,4%	19,5%		
LN ròng	3.605	4.249	6.054	7.855	9.144	10.925	29,6%	17,9%
% svck	26,8%	17,9%	42,5%	29,8%	16,4%	19,5%		

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 4: Một số các chỉ tiêu bảng cân đối kế toán (dự phóng)

(tỷ đồng; trừ khi có ghi chú khác)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Tăng trưởng 2024 kép (2019 - 21)	Tăng trưởng 2024 kép (2022 - 24)
Tài sản sinh lãi	211.939	289.247	336.614	378.600	449.974	535.012	26,0%	18,9%
% svck	3,5%	36,5%	16,4%	12,5%	18,9%	18,9%		
Cho vay KH	144.700	176.388	200.759	260.499	312.618	374.637	17,8%	19,9%
% svck	19,8%	28,2%	7,8%	26,1%	19,8%	19,8%		
Cho vay liên NH	24.665	44.811	55.943	50.348	60.418	72.502	50,6%	20,0%
% svck	-23,9%	81,7%	24,8%	-10,0%	20,0%	20,0%		
Chứng khoán đầu tư	41.089	70.802	76.810	63.618	71.945	81.398	36,7%	13,1%
% svck	-11,1%	72,3%	8,5%	-17,2%	13,1%	13,1%		
Tổng huy động	204.092	287.523	336.327	368.185	429.262	497.625	28,4%	16,3%
% svck	4,9%	40,9%	17,0%	9,5%	16,6%	15,9%		
Huy động từ khách hàng	126.019	174.620	183.283	216.274	257.366	308.839	20,6%	19,5%
% svck	-1,6%	38,6%	5,0%	18,0%	19,0%	20,0%		
Giấy tờ có giá	25.013	34.332	42.756	47.032	51.735	56.908	30,7%	10,0%
% svck	67,6%	37,3%	24,5%	10,0%	10,0%	10,0%		
Vay từ liên NH	49.794	75.176	107.243	101.880	117.163	128.879	46,8%	12,5%
% svck	22,4%	51,0%	42,7%	-5,0%	15,0%	10,0%		

Nguồn: VNDIRECT Research

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 25.000đ/cp

Để phản ánh những khó khăn của ngành, chúng tôi hạ P/B mục tiêu cho HDB (từ 2,0x xuống 1,1x – tương đương mức trừ 1 độ lệch chuẩn trung bình 3 năm), kết hợp với phương pháp thu nhập thặng dư (COE: 16,1%, LTG: 3%), chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 25.000đ/cp. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên định giá thu nhập thặng dư và phương pháp P/B, có trọng số như nhau.

Mặc dù đã phản ánh tất cả những tiêu cực nói trên vào định giá, định giá của HDB vẫn ở mức rất thấp khi P/B 2023 lần lượt là 0,9 lần (so với mức trung bình ngành là 1,1 lần và trung bình 3 năm là 1,6 lần). Rủi ro giảm giá gồm (i) lãi suất và nợ xấu tăng cao hơn dự kiến. Tuy vậy, việc ký kết hợp đồng bảo hiểm với FWD thành công sẽ là một động lực tăng trưởng cho HDB.

Hợp đồng độc quyền bảo hiểm giữa HDB và FWD:

HDB là một trong số ít ngân hàng chưa ký thỏa thuận hợp tác độc quyền kinh doanh bảo hiểm. Chúng tôi tin rằng thị trường sẽ hào hứng hơn với HDB nếu ngân hàng này đưa ra thông báo chính thức về hợp đồng độc quyền với FWD và/hoặc đạt được thỏa thuận tốt hơn với Dai-ichi. Các thương vụ này sẽ giúp HDB ghi nhận một khoản phí trả trước khổng lồ và nâng cao đáng kể thu nhập từ phí. Tuy nhiên, các bên vẫn trong quá trình đàm phán.

Hình 9: Các giả định chính về định giá thu nhập thặng dư, dựa trên ước tính của chúng tôi

Giả định chính	2023	2024	2025	2026	2027	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Phần bù rủi ro	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Chi phí vốn chủ sở hữu	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
<i>(tỷ VND)</i>						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	37.349					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	14.062					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	12.915					
Giá trị vốn chủ sở hữu	64.325					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	2.515					
Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)	25.577					

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 10: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	25.577	12.788
Hệ số P/B (1,3 lần cho năm 2023)	50%	24.402	12.201
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			24.989
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu, làm tròn)			25.000

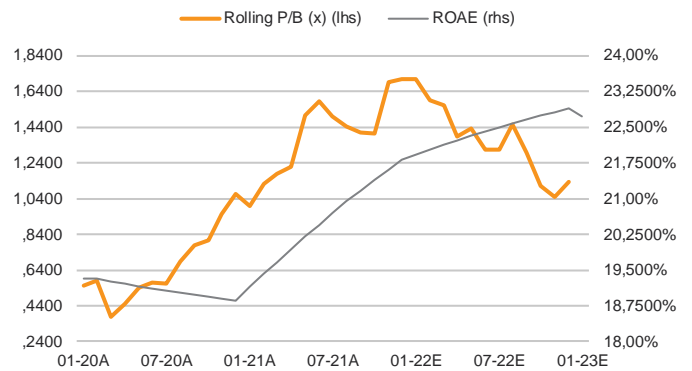
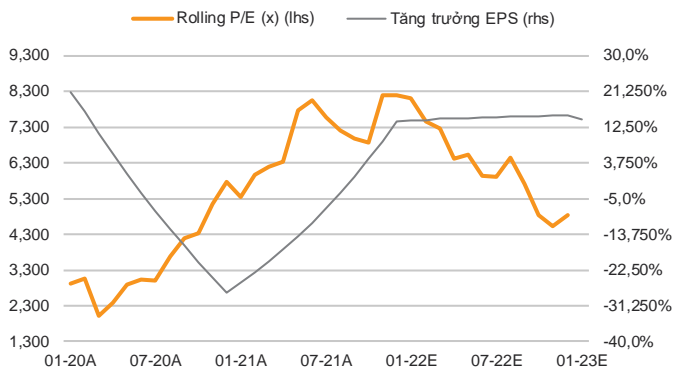
Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 11: So sánh các ngân hàng Việt Nam (giá ngày 19/12/2022)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/B (x)				P/E (x)			Tăng trưởng kép EPS 3 năm %	ROE		ROA	
		Nội tệ	Nội tệ			Tỷ USD	Hiện tại	2022	2023	Trượt 12T	2022	2023		2022	2023	2022	2023
Vietcombank	VCB VN	79.200	84.600	Khả quan	15,8	2,9	2,8	2,3	14,2	13,2	13,1	14,3%	20,5%	19,3%	1,6%	1,6%	
VPBank	CTG VN	27.550	34.400	Khả quan	5,6	1,3	1,3	1,1	8,5	10,8	9,4	15,5%	16,5%	16,8%	1,0%	1,1%	
Techcombank	VPB VN	17.950	26.300	Khả quan	5,1	1,3	1,2	1,0	6,0	4,9	6,0	28,8%	23,4%	18,7%	3,5%	2,9%	
Vietinbank	TCB VN	29.250	44.000	Khả quan	4,3	0,9	0,9	0,7	4,8	4,6	4,1	16,4%	21,8%	19,9%	3,6%	3,5%	
NH TMCP Quân đội	MBB VN	18.350	30.600	Khả quan	3,5	1,1	1,1	0,9	4,7	4,6	4,4	23,2%	25,6%	23,1%	2,7%	2,6%	
NH TMCP Á Châu	ACB VN	22.750	30.000	Khả quan	3,2	1,4	1,3	1,1	5,8	5,2	5,3	19,3%	26,0%	22,5%	2,4%	2,4%	
NH TMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	20.750	28.000	Khả quan	1,8	1,4	1,4	1,2	5,2	4,8	4,9	17,5%	31,1%	28,1%	2,4%	2,4%	
HDBank	HDB VN	17.350	25.000	Khả quan	1,8	1,2	1,2	0,9	5,8	5,1	6,3	21,4%	24,4%	22,9%	2,1%	2,1%	
NH TMCP Tiên Phong	TPB VN	22.500	31.000	Khả quan	1,5	1,2	1,1	0,9	5,9	5,7	5,2	19,0%	21,5%	19,4%	2,0%	2,0%	
NH TMCP Bưu điện Liên Việt	LPB VN	13.150	15.800	Khả quan	1,0	1,0	1,0	0,8	4,4	4,6	5,4	21,4%	22,3%	17,5%	1,5%	1,3%	
<i>Trung bình</i>																	
<i>Trung vị</i>																	

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT Research

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần	17.323	19.517	23.242
Thu nhập lãi suất ròng	5.167	6.370	7.615
Tổng lợi nhuận hoạt động	22.490	25.887	30.857
Tổng chi phí hoạt động	(8.546)	(9.578)	(11.417)
LN trước dự phòng	13.944	16.309	19.440
Tổng trích lập dự phòng	(3.498)	(4.150)	(4.912)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	10.445	12.159	14.528
Thuế	(2.089)	(2.432)	(2.906)
Lợi nhuận sau thuế	8.356	9.728	11.622
Lợi ích cổ đông thiểu số	(501)	(584)	(697)
LN ròng	7.855	9.144	10.925

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tổng cho vay khách hàng	264.113	317.039	380.483
Cho vay các ngân hàng khác	50.348	60.418	72.502
Tổng cho vay	314.462	377.458	452.985
Chứng khoán - Tổng cộng	63.618	71.945	81.398
Các tài sản sinh lãi khác	9.478	10.426	11.469
Tổng các tài sản sinh lãi	387.558	459.828	545.852
Tổng dự phòng	(3.693)	(4.509)	(5.942)
Tổng cho vay khách hàng	260.499	312.618	374.637
Tổng tài sản sinh lãi ròng	383.865	455.320	539.910
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	2.617	2.800	2.996
Tổng đầu tư	132	142	152
Các tài sản khác	28.656	30.662	32.808
Tổng tài sản không sinh lãi	31.405	33.604	35.956
Tổng tài sản	415.271	488.923	575.866
Nợ khách hàng	216.274	257.366	308.839
Dư nợ tín dụng	47.032	51.735	56.908
Tài sản nợ chịu lãi	263.306	309.101	365.748
Tiền gửi	101.880	117.163	128.879
Tổng tiền gửi	365.186	426.264	494.627
Các khoản nợ lãi suất khác	2.999	2.999	2.999
Tổng các khoản nợ lãi suất	368.185	429.262	497.625
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	9.235	12.083	19.041
Tổng nợ không lãi suất	9.235	12.083	19.041
Tổng nợ	377.420	441.345	516.666
Vốn điều lệ và	25.150	25.150	25.150
Thặng dư vốn cổ phần	536	536	536
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	9.115	18.259	29.184
Các quỹ thuộc VCSH	2.547	2.547	2.547
Vốn chủ sở hữu	37.349	46.493	57.417
Lợi ích cổ đông thiểu số	501	1.085	1.782
Tổng vốn chủ sở hữu	37.850	47.578	59.200
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	415.271	488.923	575.866

	12-22E	12-23E	12-24E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	18,0%	19,0%	20,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	30,0%	20,0%	20,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	24,7%	12,7%	19,1%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	34,4%	17,0%	19,2%
Tăng trưởng LN ròng	29,8%	16,4%	19,5%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	12,2%	18,8%	18,8%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	3.470	3.636	4.344
BVPS (VND)	14.850	18.486	22.830
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	15,3%	4,8%	19,5%

Các chỉ số chính

	12-22E	12-23E	12-24E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,8%	4,7%	4,7%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(38,0%)	(37,0%)	(37,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,6%	1,8%	1,5%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,7%	1,8%	1,5%
LN/ TB cho vay	1,5%	1,4%	1,4%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	15,3%	16,0%	16,8%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	100,3%	102,6%	104,0%
Biên lợi và độ đàn trái			
Thu nhập/ TS sinh lãi	9,2%	9,5%	9,3%
Chi phí cho các quỹ	4,5%	5,0%	4,9%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	4,5%	4,4%	4,5%
ROAE	22,9%	21,4%	20,5%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Trần Thị Thu Thảo – Chuyên viên Phân tích

Email: thao.tranthu2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>