

Ngành Ngân hàng

Báo cáo lần đầu

2 tháng 4, 2019

Khuyến nghị **NEUTRAL**Giá kỳ vọng (VND) **37.325**Giá thị trường (2/4/2019) **28.800**Lợi nhuận kỳ vọng **29,6%****THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	28.000 - 49.970
Vốn hóa	28.989
SL cổ phiếu lưu hành	980.999.979
KLGD bình quân 10 ngày	1.257.737 CP
% sở hữu nước ngoài	26,13%
Room nước ngoài	30%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thu Hà

(84 4) 3928 8080 ext 204

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Ngân hàng TMCP Phát triển Thành phố Hồ Chí Minh

Mã giao dịch: HDB

Reuters: HDB.HM

Bloomberg: HDB VN

HDB hoạt động theo mô hình gồm một ngân hàng mẹ phát triển theo định hướng ngân hàng bán lẻ và một công ty tài chính tiêu dùng để phục vụ được toàn bộ thấp khách hàng từ những đối tượng thu nhập thấp ở vùng nông thôn đến những khách hàng giàu có, thu nhập cao.

Ngân hàng mẹ vẫn còn có thể tiếp tục mở rộng NIM. Với tỷ lệ LDR theo Thông tư 36 mới ở mức 66,9% HDB còn khá nhiều room để cải thiện NIM. Do đó, NIM trong 2019 dự báo tiếp tục mở rộng lên mức 4,2% giúp cho thu nhập lãi thuần tăng trưởng 22% yoy.

HDSaison bước vào giai đoạn tăng trưởng thận trọng hơn. Tăng trưởng tín dụng của HDSaison trong các năm từ 2016 đến 2018 là 71,5%; 17,3% và 12,7%. Tăng trưởng đã giảm tốc trong 2018 và NIM có thể giảm do áp lực cạnh tranh trong những năm tới.

Cơ hội hoàn thiện mô hình hoạt động từ thương vụ sáp nhập với PGBank. Mặc dù PGBank có tổng quy mô các khoản nợ quá hạn và trái phiếu VAMC bằng 80% so với HDB và tiềm ẩn tài sản có vấn đề được hạch toán ở những khoản mục khác, chúng tôi cho rằng những lợi ích mà HDB nhận được từ thương vụ này là nhiều hơn nhờ việc mở rộng danh mục khách hàng, tăng phí dịch vụ, cải thiện cơ cấu nguồn vốn và nới rộng NIM nhờ nguồn CASA từ chuỗi giá trị này.

Lợi nhuận sau thuế (sau cổ đông thiểu số) năm 2019 dự báo tăng trưởng 22%yoy đạt 3.461 tỷ VNĐ với tăng trưởng tín dụng giả định ở mức 15% và NIM tăng lên 4,2%.

Trong 2019 – 2022, lợi nhuận cần tăng trưởng bình quân 18%/năm để duy trì mức EPS hiện tại. Trong 2019, HDB sẽ phát hành thêm để hoán đổi cổ phần với PGBank. Đồng thời, ngân hàng cũng có ý định phát hành 300 triệu USD trái phiếu chuyển đổi quốc tế (tương đương 6.900 tỷ VNĐ ~ 70% SLCP lưu hành hiện tại). Chi tiết về kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi chưa được công bố. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng HDB sẽ lựa chọn cấu trúc phát hành để giảm thiểu tác động pha loãng đối với cổ đông HDB như quy định về việc chuyển đổi từng phần với tỷ lệ chuyển đổi cũng như thời hạn chuyển đổi phù hợp với kết quả kinh doanh. Nếu giả định trái phiếu chuyển đổi sẽ được chuyển đổi từng phần trong vòng 3 năm sau khi phát hành, thì việc đảm bảo mức tăng lợi nhuận hàng năm 18% có thể giúp EPS của HDB duy trì mức hiện tại.

Khuyến nghị đầu tư. HDB là ngân hàng được biết đến với các thương vụ sáp nhập rất thành công như Đại Á Bank năm 2013 và sau đó là SGVF. Xét về triển vọng dài hạn, chúng tôi cũng có quan điểm tích cực đối với thương vụ sáp nhập giữa PGBank và HDB. Tuy nhiên, tăng trưởng EPS bình quân 2019-2022 theo dự báo của chúng tôi sau khi tính đến việc phát hành trái phiếu chuyển đổi và sáp nhập với PGBank chỉ đạt khoảng 3%/năm. Do đó, mặc dù mức giá kỳ vọng là 37.325 đồng/cổ phần, cao hơn 29,6% so với giá thị trường hiện tại, chúng tôi khuyến nghị NEUTRAL với cổ phần HDB.

Sơ lược về Ngân hàng TMCP Phát triển Thành phố Hồ Chí Minh

Ngân hàng TMCP Phát triển Thành phố Hồ Chí Minh (HDB) được cấp giấy phép hoạt động năm 1992 với mục tiêu là tài trợ xây dựng nhà ở trên địa bàn thành phố với những cổ đông lớn ban đầu là các doanh nghiệp nhà nước (Công ty Đầu tư tài chính Nhà nước TP. HCM, TCT Địa ốc Sài Gòn, Agriseco và PVFC). Đầu những năm 2000, UBND thành phố đã mời tập đoàn Sovico và bà Nguyễn Thị Phương Thảo về hợp tác phát triển HDBank. Sau nhiều lần tăng vốn, tỷ lệ sở hữu của các cổ đông là doanh nghiệp 100% vốn Nhà nước tại HDBank giảm dần và đến năm 2018 còn khoảng 3%. Theo những thông tin được công bố, tính đến cuối 2018, Sovico, bà Thảo và những người liên quan với bà Thảo nắm giữ 17,05% cổ phần HDB. Các thành viên HĐQT, Ban điều hành và Ban kiểm soát nắm giữ 13,7% HDB.

Giai đoạn trước 2012 là giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ của HDB với vốn điều lệ tăng từ 300 tỷ năm 2005 lên 5.000 tỷ vào cuối 2012, dư nợ cho vay khách hàng tăng 47,7%/năm và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng bình quân 37,7%/năm.

Năm 2013, HDB sáp nhập với Đại Á Bank (Sovico nắm giữ khoảng 9% tại ngân hàng này) và trải qua quá trình tái cơ cấu hoạt động kinh doanh. Năm 2013 cũng là năm HDB mua lại công ty tài chính SGVF, đổi tên thành HDFinance và sau đó với sự góp vốn của Credit Saison được đổi tên thành HDSaison năm 2015. Hiện HDB nắm giữ 50% vốn tại HDSaison.

Kể từ 2013 đến nay, HDB duy trì tăng trưởng ở mức hợp lý hơn so với giai đoạn trước (CAGR dư nợ tín dụng 22,8%/năm và tổng tài sản 20,1%/năm) cùng với việc tái cấu trúc, thay đổi cơ cấu tài sản cũng như nguồn vốn theo hướng an toàn và bền vững hơn.

HDB hiện hoạt động theo mô hình một ngân hàng mẹ phát triển theo định hướng ngân hàng bán lẻ và một công ty tài chính tiêu dùng để phục vụ được toàn bộ tháp khách hàng từ những đối tượng thu nhập thấp ở vùng nông thôn đến những khách hàng giàu có, thu nhập cao. Điểm khác biệt giữa mô hình kinh doanh hiện tại của HDB và VPB là ngân hàng mẹ HDB chủ yếu cung cấp các khoản vay có tài sản đảm bảo và công ty tài chính tiêu dùng cho vay tín chấp với cách tiếp cận thận trọng hơn. Mô hình này đã đem lại thành công lớn cho HDB trong những năm gần đây.

Với sự góp mặt của HDSaison, HDB đạt mức tăng trưởng ấn tượng về lợi nhuận 71,2%/năm trong giai đoạn 2013-2018. Trong đó, CAGR lợi nhuận của ngân hàng mẹ là 66,5%/năm và HDSaison là 127,9%/năm. Lợi nhuận của HDSaison đóng góp khoảng 12,7% lợi nhuận của HDB (sau khi đã trừ lợi ích của cổ đông thiểu số).

Dưới đây là một số chỉ tiêu chính của ngân hàng HDB hợp nhất:

Năm	2014	2015	2016	2017	2018
Nhóm chỉ tiêu an toàn vốn					
Vốn CSH/Tổng tài sản	8,92%	8,86%	6,23%	7,46%	7,28%

CAR	10,7%	13,7%	12,5%	13,5%	12,1%
Thanh khoản					
TS thanh khoản/Tổng tài sản	45,9%	36,5%	38,8%	40,7%	38,6%
Cho vay/Tổng tài sản	42,2%	53,1%	54,7%	55,2%	57,0%
Pure LDR	64,2%	75,9%	79,6%	86,7%	96,2%
Khả năng sinh lời					
Lãi suất đầu ra	8,0%	8,9%	9,8%	9,5%	8,9%
Lãi suất đầu vào	5,7%	5,1%	5,7%	5,6%	5,1%
NIM	2,08%	3,63%	4,04%	4,05%	4,03%
ROAA (gồm cả MI)	0,5%	0,6%	0,7%	1,2%	1,6%
ROAE (gồm cả MI)	5,4%	6,6%	9,2%	15,8%	20,3%
CASA	7,3%	8,3%	9,9%	12,7%	9,0%
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu NPL	2,27%	1,59%	1,46%	1,52%	1,53%
Dự phòng/Nợ xấu	50,7%	78,7%	77,6%	73,3%	71,1%
Trái phiếu VAMC (net off DP)			1,568	963	492
Tăng trưởng					
Tăng trưởng cho vay khách hàng	-4,6%	34,7%	45,4%	27,1%	17,8%
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	4,9%	14,0%	38,6%	16,7%	6,2%
Tăng trưởng TTS	15,4%	7,0%	41,1%	26,0%	14,1%
Tăng trưởng VCSH (gồm cả MI)	7,0%	7,0%	1,0%	48,4%	14,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi	426,6%	99,2%	44,2%	35,7%	20,5%
Tăng trưởng PPOP	149,5%	59,7%	24,3%	60,4%	45,6%
Tăng trưởng LNST (gồm cả MI)	119,2%	32,1%	45,1%	113,7%	63,8%

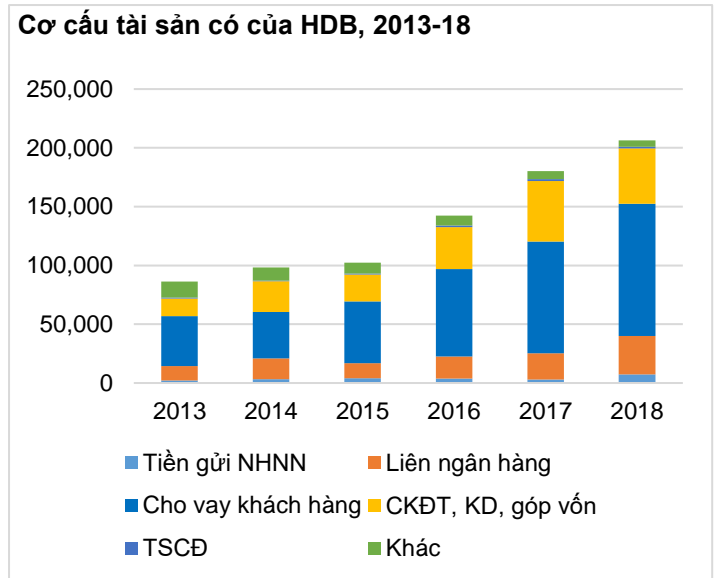
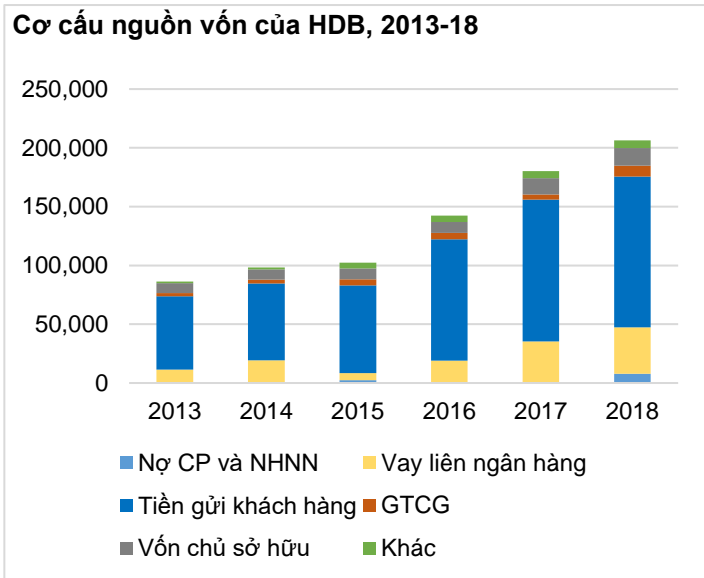
Để hiểu rõ hơn về tình hình hoạt động kinh doanh của HDB, chúng tôi sẽ đi vào phân tích riêng hoạt động và tình hình tài chính của HDB - ngân hàng mẹ và HDSaison – công ty tài chính tiêu dùng.

HDB – ngân hàng mẹ: Cơ cấu tài sản lành mạnh và tăng trưởng lợi nhuận khả quan

Từ 2013 đến nay, cơ cấu tài sản và nguồn vốn của ngân hàng mẹ được duy trì ổn định, với hoạt động cốt lõi là cho vay khách hàng. Dự nợ tín dụng sau khi sụt giảm nhẹ trong 2014 (-7% yoy) đã tăng trưởng tốt trong giai đoạn sau đó (30%/năm) khiến tỷ trọng cho vay khách hàng trên tổng tài sản tăng từ 40,4% lên mức 54,5% trong 2015-2018.

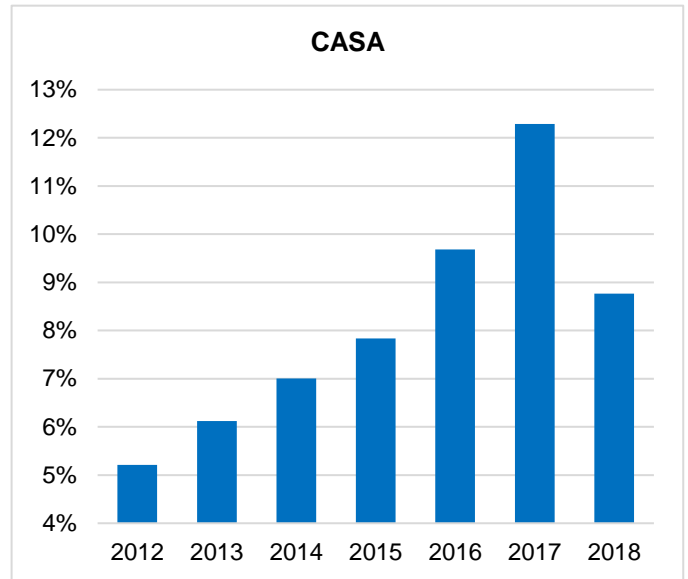
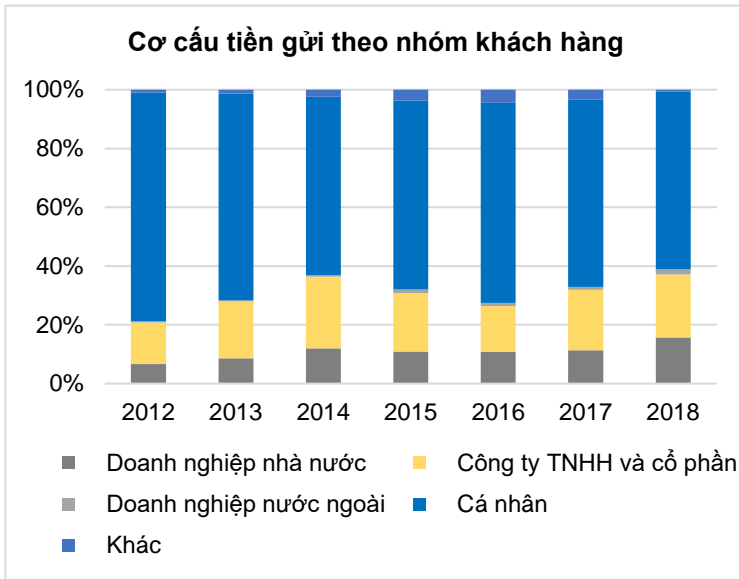
Chứng khoán đầu tư giảm tỷ trọng từ 26,6% xuống 22,7% trên tổng tài sản đồng thời trong cơ cấu có sự thay đổi so với giai đoạn trước. Theo đó, HDB thực hiện cơ cấu lại danh mục, giảm tỷ trọng đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp và nâng tỷ trọng đầu tư trái phiếu chính phủ. Tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp (không tính

trái phiếu VAMC) đã giảm đáng kể từ mức 37% và 40% tổng danh mục trong 2013 và 2014 xuống 12,8% trong năm 2018. Tỷ trọng đầu tư vào trái phiếu chính phủ được nâng dần lên trên 70% trong 2016-2017. Tuy nhiên đến 2018, HDB đã tái toán một phần danh mục trái phiếu chính phủ và chuyển sang giải ngân vào trái phiếu các tổ chức tín dụng.



Huy động từ nhóm khách hàng doanh nghiệp được đẩy mạnh nhờ đó cải thiện CASA

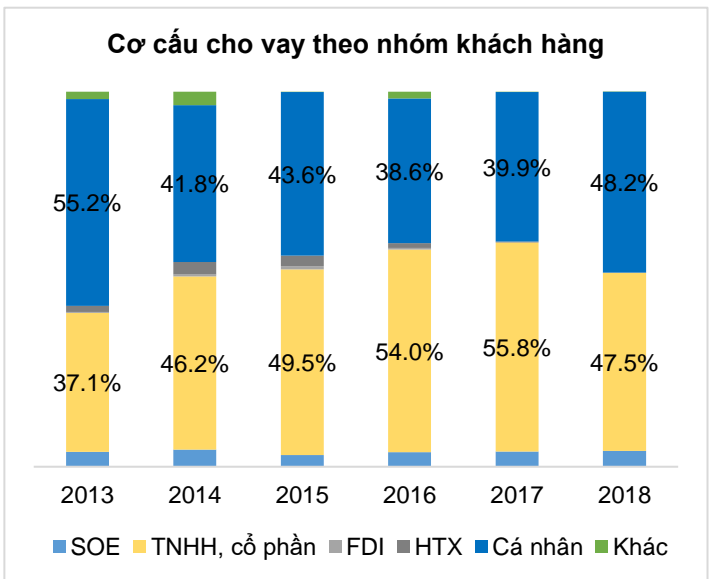
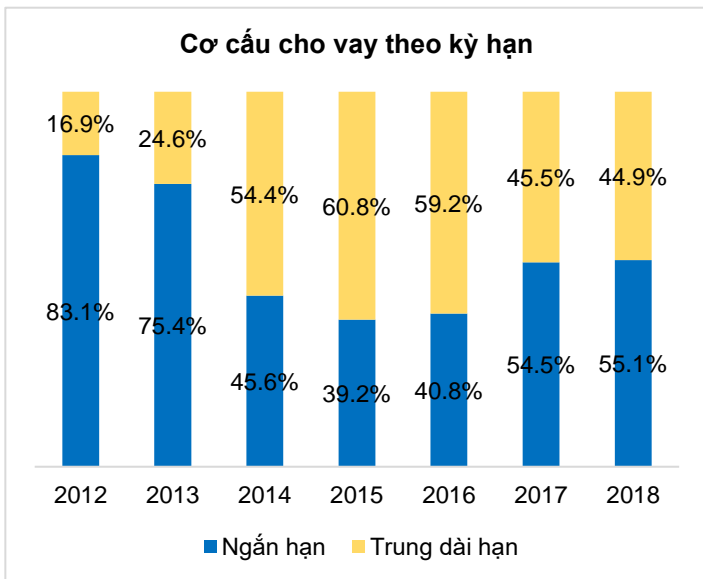
HDB đẩy mạnh huy động vốn từ khối doanh nghiệp, với tỷ trọng vốn huy động từ khối này tăng từ mức 26% năm 2012 lên 41% năm 2018. Chúng tôi cho rằng việc mở rộng nguồn huy động từ khối khách hàng này giúp HDB có thêm được lượng tiền gửi thanh toán, nhờ đó cải thiện dần CASA. CASA đã có sự cải thiện từ mức 5,2% năm 2012 lên 9,9% năm 2016 (đạt 10.234 tỷ VNĐ). Trong 2017, CASA tăng khá mạnh lên 12,7% (15.359 tỷ VNĐ). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khoản tiền gửi không kỳ hạn tăng thêm trong 2017 chỉ mang tính chất tạm thời vì đến 2018 CASA lại sụt giảm về 8,9% (khoảng 11.445 tỷ VNĐ). HDB đặt mục tiêu tăng CASA lên 15% trong vòng 5 năm tới và chúng tôi kỳ vọng điều này có thể thực hiện được sau thương vụ sáp nhập với PGBank và thỏa thuận hợp tác với PLX mà chúng tôi sẽ phân tích ở phần sau.



Tỷ trọng cân bằng hơn giữa các khoản cho vay ngắn hạn và trung dài hạn

HDB đã có sự thay đổi rõ nét về cơ cấu các khoản vay. Tại thời điểm cuối 2018, tỷ trọng các khoản vay ngắn hạn và trung dài hạn là tương đối cân bằng 55% - 45%. Đây cũng là một trong những yếu tố giúp lãi suất cho vay đầu ra của HDB có sự cải thiện trong những năm gần đây.

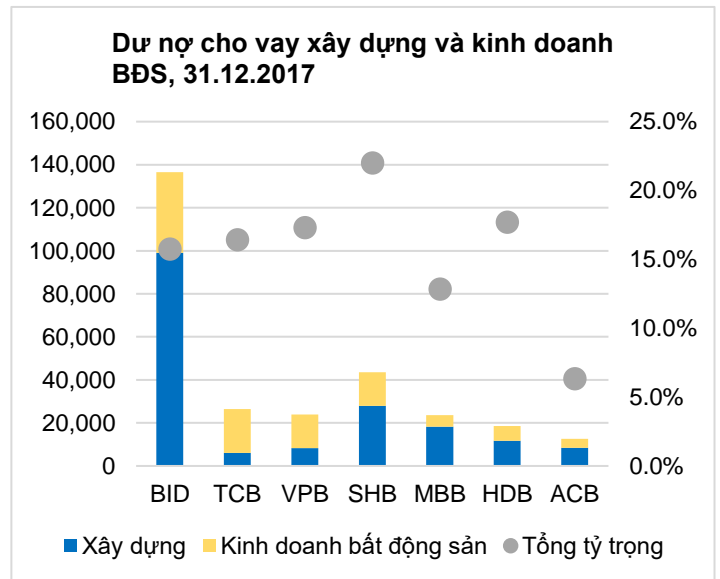
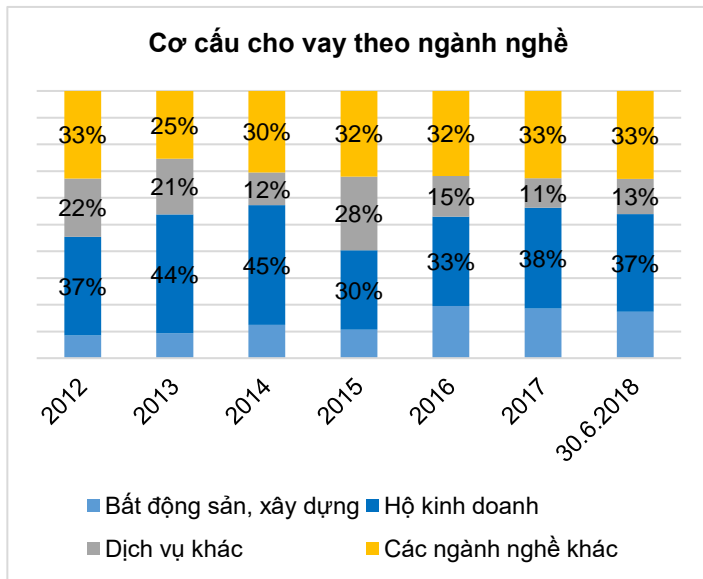
Về nhóm khách hàng, tỷ trọng cũng cân bằng hơn giữa nhóm khách hàng doanh nghiệp và khách hàng cá nhân.



Tăng tỷ trọng giải ngân vào các khoản cho vay xây dựng và kinh doanh bất động sản

Trong cơ cấu cho vay theo ngành nghề của HDB, có 3 nhóm ngành đóng góp khoảng 67% tổng dư nợ và 15 nhóm ngành còn lại đóng góp 33% tổng dư nợ.

Trong giai đoạn 2012-2018, có thể nhận thấy rõ việc HDB tăng tỷ trọng giải ngân vào hoạt động xây dựng và bất động sản với tỷ trọng tăng từ 8,52% lên 18,52%. Mặc dù quy mô danh mục cho vay đối với ngành xây dựng và kinh doanh bất động sản của HDB chỉ đứng thứ 5/6 ngân hàng TMCP được lựa chọn để so sánh, nhưng tỷ trọng giải ngân cho lĩnh vực này trên tổng dư nợ của HDB đang ở mức cao trong ngành (17,7% - đứng thứ 2, chỉ sau SHB 22%).



Các khoản phải thu giảm dần cho thấy chất lượng tài sản đã được cải thiện đáng kể

Các khoản phải thu của HDB tăng rất mạnh trong năm 2013 lên 11.882 tỷ VNĐ và đây không phải là do việc sáp nhập với Đại Á vì số dư các khoản phải thu của Đại Á vào thời điểm trước sáp nhập chỉ ở mức 449 tỷ VNĐ. Con số này dần giảm xuống 8.660 tỷ VNĐ năm 2014 và đến cuối 2018 là 1.791 tỷ VNĐ. HDB không có thuyết minh liên quan đến các khoản phải thu này trong toàn bộ giai đoạn 2013 – 2015. Đến 2016, khoảng 63% giá trị các khoản phải thu này là từ các hợp đồng mua bán chứng khoán trả chậm và đến 2018, HDB đã giải quyết xong toàn bộ những khoản này.

Các khoản lãi dự thu sau khi duy trì ở mức bình quân 2,24% trong 2013-2016 đã bắt đầu giảm trong 2017 và 2018. Đến cuối 2018, tỷ lệ lãi dự thu trên tài sản sinh lãi giảm xuống mức 1,77%. Tỷ lệ lãi dự thu của HDB khá lớn một phần là do tỷ trọng danh mục chứng khoán đầu tư trong tổng tài sản của HDB ở mức cao so với bình quân ngành và các khoản lãi phải thu từ trái phiếu chỉ được trả lãi hàng năm. Với việc trả lãi hàng năm, khi chưa đến kỳ thu lãi thì các khoản này được hạch toán vào tài khoản lãi và phí phải thu để theo dõi.

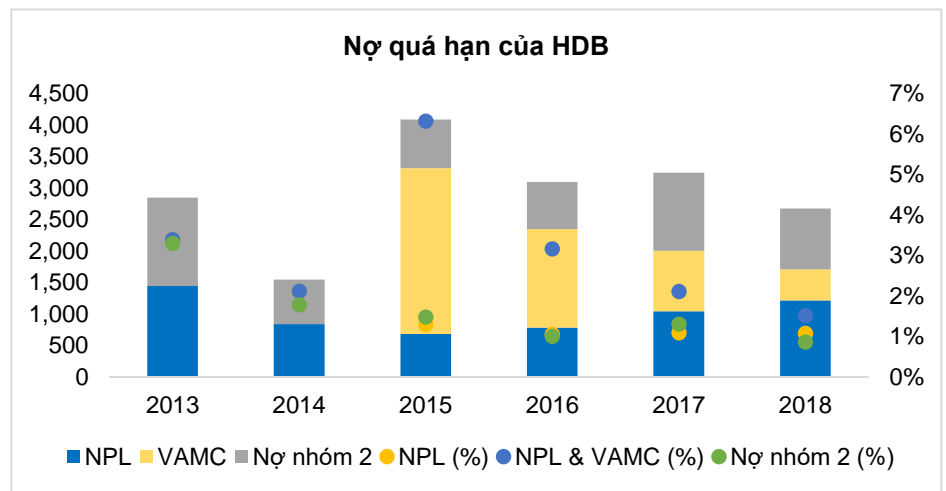
Nếu tính riêng lãi dự thu đối với danh mục cho vay khách hàng và lãi dự thu của danh mục chứng khoán đầu tư cũng có thể thấy rõ tỷ lệ lãi dự thu đang giảm dần trong 2 năm gần đây. Tỷ lệ lãi dự thu đối với danh mục cho vay giảm từ

2,32% năm 2016 xuống 1,78% năm 2017 và tỷ lệ lãi dự thu đối với chứng khoán đầu tư (không tính trái phiếu VAMC) giảm từ 3,87% xuống 3,46%.

Nhìn chung, các khoản mục tài sản có khác giảm mạnh từ 14.291 tỷ VNĐ xuống 6.198 tỷ VNĐ trong vòng 5 năm trở lại đây cho thấy HDB đang có những cải thiện lớn về chất lượng tài sản.

Tỷ lệ nợ xấu ở mức 1,5% vào cuối 2018

Tỷ lệ nợ xấu của HDB có tính đến cả trái phiếu VAMC ở mức cao nhất vào năm 2015 là 6,0%. Tỷ lệ này đã giảm về 1,5% vào cuối 2018 và tỷ lệ nợ nhóm 2 cũng được kiểm soát tốt ở mức 0,86%. Do đó chúng tôi cho rằng tại thời điểm hiện tại không có rủi ro nào quá lớn liên quan đến chất lượng tài sản của HDB.



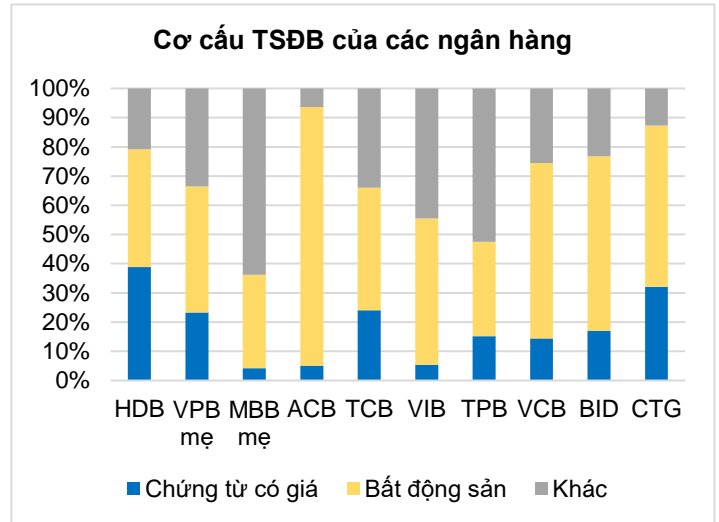
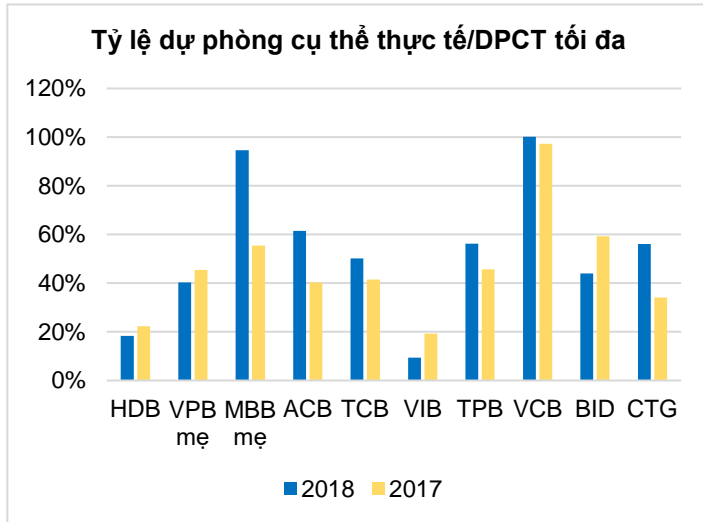
Trích lập dự phòng ở mức hợp lý

Tỷ lệ LLCCR của HDB được duy trì ở mức trên 80% trong vòng 4 năm trở lại đây, và đây cũng là tỷ lệ tương đối an toàn nếu so sánh với những ngân hàng khác. Tuy nhiên, khi xem xét riêng về dự phòng cụ thể, số dư dự phòng cụ thể của HDB hiện thấp hơn khá nhiều so với con số dự phòng cụ thể tối đa theo lý thuyết (trong trường hợp không có tài sản đảm bảo). Số dư dự phòng cụ thể thực tế trên số dư dự phòng cụ thể tối đa của HDB đã giảm từ 45% năm 2015 xuống 18% vào cuối năm 2018. Trong khi đó tỷ lệ Loan to value không có nhiều biến động. Như vậy HDB đang áp dụng mức khấu trừ tài sản đảm bảo cao hơn so với giai đoạn trước khi tính toán dự phòng phải trích lập. Điều này có 2 hàm ý:

- (i) Tỷ trọng những tài sản đảm bảo có mức khấu trừ cao tăng lên trong tổng giá trị tài sản đảm bảo.
- (ii) HDB chưa thận trọng khi thực hiện tính toán trích lập dự phòng và có khả năng phải trích lập bổ sung nhiều khi có rủi ro xảy ra.

Hiện tại, chúng tôi nghiêng về khả năng thứ 1 do khi xem xét cơ cấu danh mục tài sản đảm bảo, chỉ có tỷ trọng các chứng từ có giá trong tổng danh mục TSĐB của HDB ngày càng tăng (22% lên 39%). Theo HDB, chứng từ có giá của ngân hàng bao gồm sổ tiết kiệm, chứng khoán niêm yết và bộ chứng từ xuất khẩu. Tỷ lệ khấu trừ đối với sổ tiết kiệm là 80-95%, chứng khoán niêm yết là 65%. Như

vậy, chúng tôi cho rằng không có rủi ro nào lớn liên quan đến chất lượng tài sản của HDB.

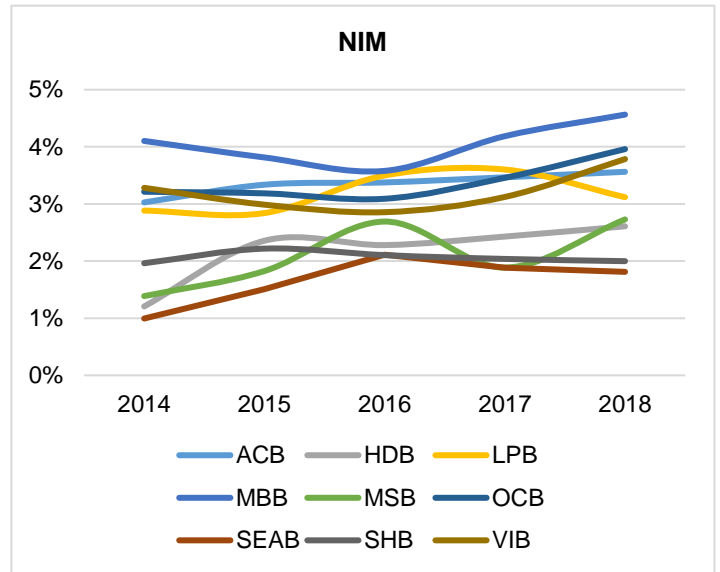
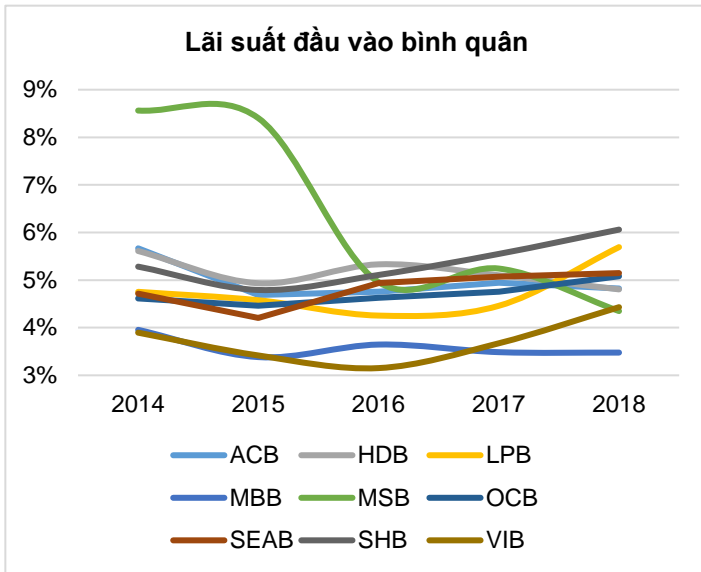


Khả năng sinh lời ổn định

NIM của ngân hàng mẹ năm 2018 ở mức 2,7%, tuy nhiên vẫn còn rất nhiều room để cải thiện

Xuất phát từ những đặc thù về cơ cấu nguồn vốn (tiền gửi khách hàng cá nhân chiếm tỷ trọng cao), HDB không có nhiều lợi thế về chi phí vốn trong khi đó lãi suất đầu ra phải cân đối để đảm bảo mức cạnh tranh so với những ngân hàng khác. NIM bình quân trong giai đoạn 2014-2018 chỉ ở mức 2,18%. Trong 2 năm gần đây, HDB đã có sự cải thiện rõ rệt về NIM nhờ chi phí vốn tốt hơn và tỷ lệ LDR tăng mạnh. Theo chúng tôi, lãi suất đầu ra của HDB khó có thể tăng nhiều do cạnh tranh về mặt bằng lãi suất. Trên thực tế, lãi suất đầu ra bình quân của HDB trong 2016-2018 còn có sự sụt giảm từ 7,65% xuống 7,29% và lãi suất bình quân các khoản vay của HDB giảm từ 10% xuống 9,4%.

Như vậy, việc tăng NIM trong tương lai sẽ phụ thuộc chủ yếu vào khả năng tăng tỷ lệ CASA và LDR của HDB. Hiện tại tỷ lệ LDR thuần của HDB đã ở mức 87,7% nhưng tỷ lệ LDR tính theo thông tư 09 mới chỉ đạt 66,9%, thấp hơn khá nhiều so với mức tối đa 80% theo quy định của NHNN. Do đó, chúng tôi cho rằng NIM của HDB sẽ tiếp tục xu hướng cải thiện trong những năm tới.



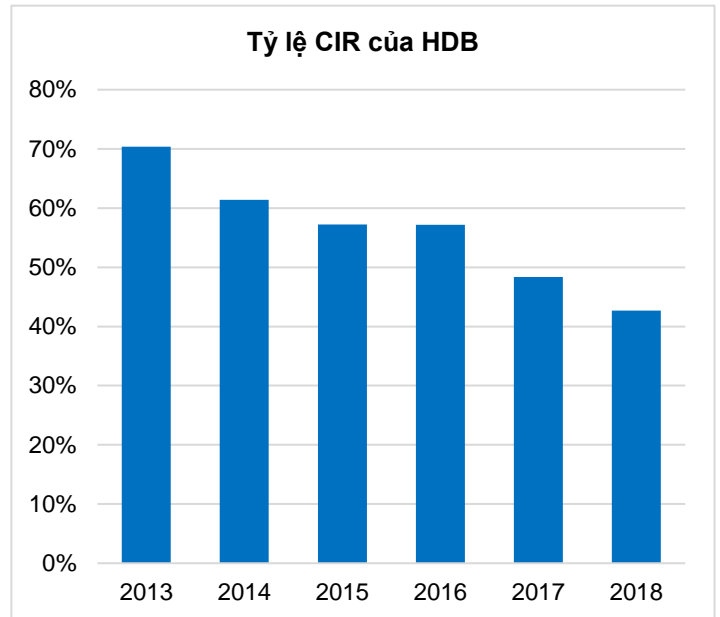
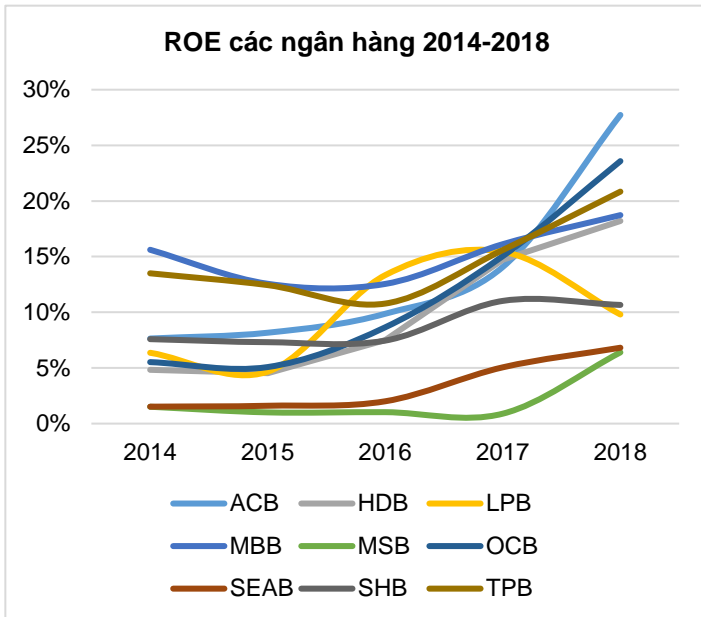
Cơ cấu thu nhập chưa thực sự đa dạng

Hiện tại, hoạt động tín dụng vẫn đem lại nguồn thu chính cho HDB với tỷ trọng khoảng 77% TOI. Thu nhập hoạt động dịch vụ mới chỉ đạt 170 tỷ VNĐ, đóng góp khoảng 2,8% TOI, trong đó hoạt động thanh toán chiếm 68% và thu khác chiếm 2,3%.

Mặc dù HDB đã ký thỏa thuận hợp tác với Dai-i-chi từ năm 2015, doanh thu từ banca của HDB vẫn còn ở mức rất khiêm tốn. Tổng doanh thu phí bảo hiểm khai thác qua HDB trong 9T2018 mới chỉ đạt khoảng 40 tỷ VNĐ, chiếm 0,6% thị phần khai thác banca tại Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng do quy mô hiện tại còn nhỏ, HDB sẽ còn nhiều dư địa để đẩy mạnh thu dịch vụ từ kinh doanh bảo hiểm trong những năm tới.

Hiệu quả quản trị chi phí được cải thiện rõ rệt

Đối với hiệu quả hoạt động, tỷ lệ CIR đã giảm đáng kể từ mức 70% năm 2013 xuống 42,7%, trong đó tỷ lệ các chi phí nhân viên trên tổng thu nhập không có biến động nhiều, giảm từ 24% xuống 22%. Như vậy, các loại chi phí khác đã có sự tiết giảm đáng kể, cho thấy sự cải thiện về quản trị chi phí cũng như các khoản trích lập dự phòng rủi ro đối với các khoản đầu tư dài hạn hay các khoản phải thu. Tỷ lệ 42,7% cũng tương đương với mức trung bình ngành.



Rủi ro pha loãng là vấn đề cần tiếp tục theo dõi

Tỷ lệ CAR của ngân hàng mẹ tại 31/12/2018 là 11,2%; trong đó Vốn cấp 1 là 9,9% và Vốn cấp 2 là 1,3%. Với tỷ lệ này, chúng tôi cho rằng CAR theo Basel II vẫn trên 8%. Tuy nhiên, để tăng trưởng dài hạn, HDB vẫn có nhu cầu phải tăng vốn trong những năm tới.

Trong thời gian tới, có 2 sự kiện có thể tạo ra rủi ro pha loãng đối với HDB, cụ thể như sau:

1. HDB phát hành thêm để hoán đổi cổ phần với PGBank

HDB sẽ phát hành thêm 300 triệu cổ phần, trong đó 186 triệu cổ phần để hoán đổi với cổ đông của PGBank và 113,7 triệu cổ phần phân phối cho cổ đông hiện hữu giá 10.000 đồng/cổ phần. Sau đó, HDB sẽ mua lại 113,7 triệu cổ phần với giá 13.000 đồng/cổ phần. Với việc phát hành này, tỷ lệ pha loãng đối với cổ đông hiện hữu là 23%.

Về EPS, với lợi nhuận sau thuế (sau lợi ích cổ đông thiểu số) năm 2019 dự báo tăng trưởng 22% (chưa tính đến lợi nhuận của PGBank), chúng tôi cho rằng rủi ro pha loãng từ thương vụ sáp nhập này là không lớn.

2. HDB dự định phát hành 300 triệu USD trái phiếu chuyển đổi

HDB có kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi 300 triệu USD (tương đương với khoảng 6.900 tỷ VNĐ ~ 70% giá trị vốn điều lệ tại thời điểm 31/12/2018). Hiện chúng tôi chưa có thông tin về thời điểm cũng như những điều khoản cơ bản của kế hoạch này. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng có thể HDB sẽ lựa chọn cấu trúc phát hành để giảm thiểu tác động pha loãng đối với cổ đông HDB như quy định về việc chuyển đổi từng phần với tỷ lệ chuyển đổi cũng như thời hạn chuyển đổi phù hợp với kết quả kinh doanh.

Tính chung cả 2 đợt phát hành, lợi nhuận của HDB cần tăng trưởng bình quân 18%/năm trong 2019 – 2022 để duy trì mức EPS hiện tại trên cơ sở giả định trái phiếu chuyển đổi sẽ được chuyển đổi từng phần trong vòng 3 năm sau khi phát hành. Chúng tôi cho rằng HDB có thể đạt được tăng trưởng bình quân lớn hơn mức 18% nói trên, nhờ đó đạt được tăng trưởng EPS bình quân (có tính đến 2 đợt phát hành này) là 3%/năm.

Sáp nhập với PGBank

Theo kế hoạch trình tại ĐHCĐ năm 2018, HDB sẽ sáp nhập với PGBank. Tỷ lệ hoán đổi với cổ phiếu PGBank với HDB sẽ là 1 : 0,62 và cơ cấu cổ đông sau khi sáp nhập như sau:

Cơ cấu cổ đông của HDB				
Cổ đông	Trước sáp nhập		Sau sáp nhập	
	SLCP	%	SLCP	%
CTCP Sovico	130.899.221	13,34%	130.899.221	10,22%
Cổ đông khác	850.100.758	86,66%	850.100.758	66,36%
Cổ đông cũ của PGBank			186.300.000	14,54%
- Petrolimex			74.520.000	5,82%
- MaritimeBank			18.588.393	1,45%
- Cổ đông khác của PGBank			93.171.607	7,27%
Cổ phiếu quỹ mua lại			113.700.000	8,88%
Tổng	980.999.979		1.280.999.979	100,00%

Thương vụ sáp nhập với PGBank đã được NHNN chấp thuận về nguyên tắc ngày 7/9/2018 và sau đó HDB đã gửi NHNN bộ hồ sơ đề nghị chấp thuận sáp nhập. Thời điểm chính thức sáp nhập chưa rõ, tuy nhiên, Ban lãnh đạo của HDB kỳ vọng thương vụ có thể hoàn tất trong Q2 hoặc Q3/2019.

Theo quan điểm của chúng tôi, mặc dù có thể ảnh hưởng tiêu cực đến chất lượng tài sản của HDB trong vòng 2-3 năm tới, nhưng những lợi ích mà thương vụ này đem lại sẽ lớn hơn và tác động tích cực đến hoạt động của HDB trong dài hạn.

Chất lượng tài sản dự báo giảm trong 2019-2020

PGBank nằm trong nhóm ngân hàng có vốn điều lệ bé nhất trong hệ thống (3.000 tỷ VNĐ) và có tỷ lệ nợ xấu (tính cả VAMC) tương đối cao khoảng 7,8%. Xét về giá trị tuyệt đối, mặc dù PGB có quy mô tổng tài sản chỉ bằng 14% HDB nhưng quy mô nợ quá hạn và trái phiếu VAMC trên báo cáo tài chính bằng 80% con số nợ xấu hiện tại của HDB. Ngoài ra, theo chúng tôi được biết ngân hàng vẫn còn những khoản nợ tái cơ cấu theo Thông tư 09 hiện đang được xếp trong Nhóm 1. Do đó, chúng tôi cho rằng con số nợ xấu thực chất của PGBank cao hơn so với con số trên báo cáo tài chính. Tuy nhiên, các khoản nợ tái cơ cấu sau khi sáp nhập với HDB sẽ vẫn nằm trong nhóm 1.

Theo đại diện của HDB, ngân hàng đã thuê đơn vị tư vấn Ernst & Young thực hiện due diligence để rà soát từng khoản nợ cũng như tài sản đảm bảo tại PGBank. Các khoản nợ của PGBank hầu hết đều có tài sản đảm bảo và khả năng thu hồi cao. Do đó, NPL của ngân hàng mẹ sau khi hợp nhất dự kiến dưới 1,3% và chi phí dự phòng phát sinh cũng không lớn.

Về những khoản lãi và phí dự thu của PGB đang ở mức khá cao (tỷ trọng trong tổng tài sản sinh lãi là 3%), cũng sẽ có rủi ro về thoái thu lãi trong tương lai, ảnh hưởng đến NIM của HDB. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn cho rằng ngân hàng sẽ được phép xử lý những khoản này trong một khoảng thời gian thay vì phải thoái thu lãi hoàn toàn sau khi sáp nhập và do đó tác động đến NIM hàng năm sẽ không đáng kể.

Xét về cơ cấu khách hàng, không có sự khác biệt quá lớn giữa PGBank với HDB khi khối khách hàng doanh nghiệp chiếm 63% danh mục cho vay và 42% tiền gửi khách hàng (tỷ lệ này ở HDB là 52% và 40%)

Chỉ tiêu	HDB mẹ	PGBank
Mạng lưới	55 Chi nhánh 181 PGD 1 văn phòng đại diện tại nước ngoài	16 Chi nhánh 63 PGD
Số lượng khách hàng		
Địa bàn	Khắp cả nước	Hà Nội, HCM, Quảng Ninh, Bắc Ninh, Vũng Tàu
TTS (tỷ đồng)	206.412	29.935
VCSH (tỷ đồng)	15.128	3.723
VĐL (tỷ đồng)	9.810	3.000
Tín dụng (tỷ đồng)	112.479	22.052
Huy động vốn (tỷ đồng)	128.151	23.345
Tổng TNHĐ (tỷ đồng)	6.122	1.230
LNTT (tỷ đồng)	3.250	193
Tài sản xấu (tỷ đồng)	2.675	2.141
<i>NPL (tỷ đồng)</i>	<i>1.214</i>	<i>653</i>
<i>Nợ đã bán cho VAMC (tỷ đồng)</i>	<i>492</i>	<i>1.063</i>
<i>Nợ nhóm 2 (tỷ đồng)</i>	<i>969</i>	<i>424</i>
Tỷ lệ NPL	1,08%	2,96%
CAR	11,20%	14,6%

Lợi thế rất lớn từ thỏa thuận hợp tác với PLX

Điểm khác biệt quan trọng của Đề án sáp nhập PGB với HDB so với đề án sáp nhập PGB với CTG trước đây chính là Thỏa thuận hợp tác chiến lược toàn diện với PLX. Đây là một phần không tách rời của Đề án sáp nhập. Trong đó, PLX và các đơn vị thành viên đã cam kết sử dụng dịch vụ quản lý dòng tiền tập trung

thông qua tài khoản mở tại HDBank và sử dụng các dịch vụ thu/chi hộ, thanh toán quốc tế cũng như các sản phẩm, dịch vụ ngân hàng khác... tại HDB. Đồng thời PLX cũng sẽ chuyển toàn bộ số dư quỹ bình ổn giá xăng dầu về HDB.

HDB cũng sẽ được ưu tiên cung cấp toàn bộ các sản phẩm, dịch vụ ngân hàng trên hệ sinh thái của PLX, gồm dịch vụ quản lý tiền mặt, cấp tín dụng, giới thiệu và bán chéo sản phẩm, dịch vụ NH bán lẻ trên hệ thống kênh phân phối của PLX.

Điều này sẽ tạo ra turning point cho HDB, giúp ngân hàng tiếp cận với danh mục khách hàng doanh nghiệp rất lớn trong chuỗi giá trị của PLX vốn không phải là lợi thế của HDB trước đây. PLX hiện có 15 công ty con, 43 công ty xăng dầu trực thuộc và 9 công ty liên doanh liên kết.

1. CASA có thể tăng khoảng 6.000 tỷ VNĐ sau khi sáp nhập

Việc khai thác cả chuỗi giá trị cũng giúp luồng tiền luân chuyển trong hệ thống của HDB, nhờ đó tăng tỷ trọng các khoản tiền gửi không kỳ hạn, giảm chi phí huy động vốn cho HDB. Theo ước tính của BVSC, HDB sẽ có thêm được một lượng tiền gửi không kỳ hạn khi PLX chuyển các dịch vụ từ PGBank sang PLX là khoảng 6.000 tỷ VNĐ (4.276 tỷ VNĐ tiền gửi không kỳ hạn tại 31/12/2018 của PGBank và 1.930 tỷ VNĐ quỹ bình ổn xăng dầu vì theo thông tin HDB chia sẻ, quỹ bình ổn xăng dầu đã được chuyển sang HDB trong năm 2018). Việc có thêm 6.000 tỷ VNĐ tiền gửi không kỳ hạn sẽ giúp HDB tiết kiệm được khoảng 367 tỷ VNĐ mỗi năm trong vòng 10 năm (số liệu được tính trên lãi suất tiền gửi khách hàng bình quân của HDB trong 2018).

2. Thay đổi cơ cấu nguồn vốn

Nguồn tiền gửi từ khối doanh nghiệp lớn cũng sẽ giúp HDB giảm phụ thuộc vào thị trường liên ngân hàng, duy trì được nguồn vốn bền vững phục vụ cho tăng trưởng dài hạn.

3. Đa dạng hóa cơ cấu nguồn thu nhập, đẩy mạnh các khoản thu ngoài lãi

Việc thực hiện các dịch vụ thanh toán, quản lý dòng tiền, thu hộ, chi lương sẽ đem lại nguồn thu nhập dịch vụ ổn định hàng năm cho HDB từ chuỗi giá trị của PLX.

Ngoài danh mục khách hàng doanh nghiệp, HDB cũng sẽ có cơ hội tiếp cận 20 triệu khách hàng cá nhân cùng hơn 27.000 nhân viên của PLX, đẩy mạnh doanh thu từ phí bảo hiểm trong những năm tới.

4. Mở rộng danh mục cho vay

Mặc dù theo Luật TCTD tổng dư nợ cho vay của NHTM cho cổ đông lớn của ngân hàng không được vượt quá 5% vốn tự có của ngân hàng (các khoản vay của HDB dành cho PLX có thể bị giới hạn ở mức 1.000 tỷ VNĐ), HDB vẫn có thể mở rộng dư nợ tín dụng thông qua các doanh nghiệp nằm trong chuỗi của PLX cũng như khách hàng cá nhân. Ngoài ra, thương vụ này cũng có thể giúp HDB được phê duyệt hạn mức tăng trưởng tín dụng cao hơn trong 2019.

Nhìn chung, mặc dù không lượng hóa được cụ thể mức độ ảnh hưởng của Thỏa thuận hợp tác với PLX lên HDB trong tương lai, nhưng chúng tôi cho rằng các điều khoản trong thỏa thuận này có lợi rất lớn đối với HDB.

HDSaison tăng trưởng chậm lại

HDSaison là công ty tài chính tiêu dùng có thị phần lớn thứ 3 tại Việt Nam với khoảng 13% thị phần, đứng sau FECredit và Home Credit. Chiến lược của HDSaison có một số khác biệt so với hai đối thủ cạnh tranh lớn nhất của mình.

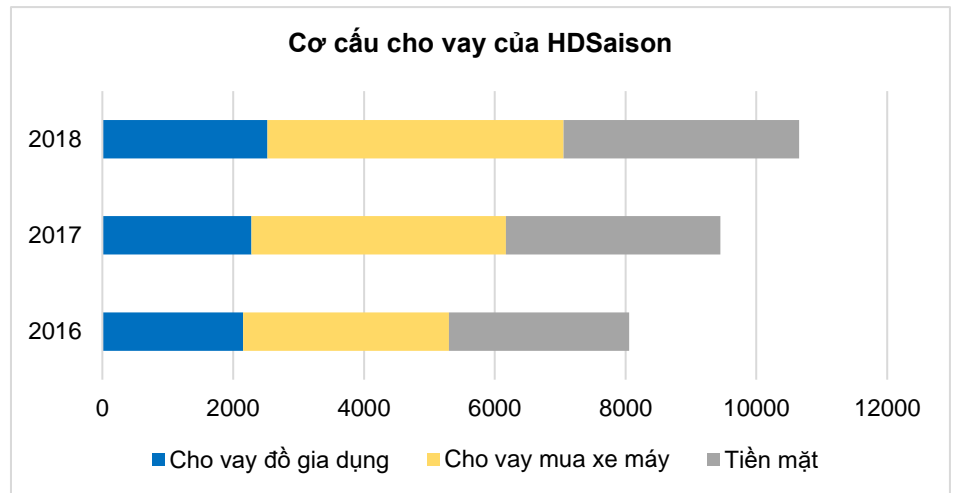
	HDSaison	Home Credit	FeCredit	Mcredit
Sản phẩm	Năm 2018, sản phẩm chủ đạo của HDSaison là cho vay mua xe máy (42%) và cho vay mua đồ gia dụng (24%). Cho vay tiền mặt chiếm khoảng 32% tổng dư nợ. HDSaison chỉ giải ngân cho vay tiền mặt với những khách hàng cũ và có lịch sử trả nợ tốt tại HDSaison.	Cho vay mua xe và đồ gia dụng là sản phẩm chính, tuy nhiên công ty tăng dần tỷ trọng cho vay tiền mặt trong 2018. TW 13%, CD 57%, Cash loan 29% và Credit card 1%	FeCredit nổi bật với mảng cho vay tiền mặt (tỷ trọng trên 70%) và trong thời gian gần đây Công ty dần thay thế phần cho vay tiền mặt này bằng việc phát hành thẻ tín dụng (tỷ trọng khoảng 7% tổng dư nợ).	
Thị trường mục tiêu	HDSaison hướng đến thị trường nông thôn với tỷ trọng các khoản vay cho thị trường này là khoảng 65% (năm 2018)	Thành thị		
Một số chỉ tiêu chính 2017				
Nguồn vốn huy động	64% phát hành GTCG và 36% vay liên ngân hàng	46% phát hành GTCG và 54% vay liên ngân hàng	75% phát hành GTCG và 25% vay liên ngân hàng	100% vay liên ngân hàng
Lãi suất đầu vào bình quân	15,2%	9,5%	12,4%	8,4%
Lãi suất đầu ra bình quân	40,2%	42,5%	36,4%	21,4%
NIM	27,7%	35,3%	27,7%	15,8%
NPL	5,74%	2,86%	5,00%	2,17%
NPL trước khi xóa nợ	10,8%	7,9%	14,4%	2,2%

LLCR	56%	62%	47%	55%
ROE	31,8%	46,6%	49,7%	

HDSaison hướng đến kiểm soát rủi ro từ khâu lựa chọn khách hàng

Các sản phẩm cho vay mua đồ gia dụng và cho vay mua xe máy với tổng tỷ trọng trong danh mục cho vay của HDSaison tại 31/12/2018 là khoảng 66%. Do việc phát sinh nợ xấu chủ yếu đến từ những khách hàng không sử dụng đúng khoản tiền vay theo mục đích đã vay và thường phát sinh từ các khoản cho vay bằng tiền mặt, HDSaison giới hạn đối tượng khách hàng đối với sản phẩm này.

Theo HDSaison, tỷ lệ nợ xấu đối với 3 nhóm sản phẩm chính trong giai đoạn 2016-2018 lần lượt dao động trong khoảng 5-6%; 3-4% và 6-9%.



Chi tiết	Vay mua xe máy, xe máy điện và xe đạp điện	Vay mua hàng điện máy	Vay tiền mặt	Vay mua xe tải nhẹ	Vay du lịch và vé máy bay	Vay học tập
Đối tác	Showroom xe máy, xe máy điện, xe đạp điện	Showroom điện máy	-	Showroom xe tải nhẹ	Công ty lữ hành trong nước	Trường dạy nghề, cao đẳng và đại học
Khách hàng	Cá nhân	Cá nhân	Cá nhân	Cá nhân	Cá nhân	Cá nhân
Áp dụng cho	- Mua xe máy, xe moto và bao gồm cả xe moto 200 phân khối - Mua xe máy điện, xe đạp điện	Mua đồ điện gia dụng, điện lạnh, điện máy, điện tử, công nghệ, nội thất, vật liệu xây dựng, máy nông ngư cơ	Khách hàng đã từng có hợp đồng vay trước đó với lịch sử trả nợ tốt	Mua xe tải nhẹ	Khách hàng đi du lịch	Khách hàng đi học

Khoản vay tối đa	500 triệu	400 triệu	100 triệu	500 triệu	60 triệu	60 triệu
Khoản vay trung bình	22 triệu	6 triệu	28 triệu	190 triệu		
Thời hạn	06 – 36 tháng	3 – 24 tháng	12 – 24 tháng	09 – 60 tháng	06 – 24 tháng	06 – 24 tháng
Lãi suất	17,06% - 70%	20% - 79,02%	35,02% – 50,5%	22% – 33%	48,41%	42,23%
Trung bình lãi suất	39,24%	48,42%	42,87%	27,09%	48,41%	42,23%

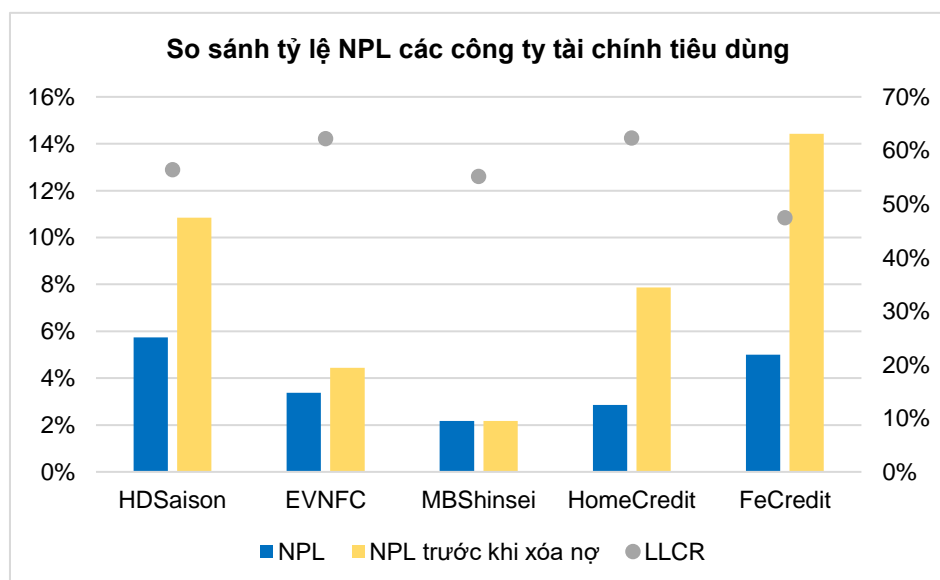
Tuy nhiên, nợ xấu của HDSaison thực tế lại tương đối cao khi so sánh với các công ty tài chính tiêu dùng khác tại Việt Nam

Mặc dù HDSaison có sự thận trọng tương đối khi giải ngân các khoản cho vay tiền mặt, chất lượng tài sản của HDSaison cũng không phải là nổi trội trong nhóm công ty tài chính và HDSaison chỉ có các chỉ tiêu tốt hơn so với FeCredit.

Năm 2017, tỷ lệ nợ xấu của HDSaison là 5,74% và tỷ lệ nợ xấu trước khi sử dụng dự phòng để xóa nợ của HDSaison ở mức 10,8%.

Đối với 2018, chúng tôi mới chỉ có số liệu của FeCredit để so sánh và HDSaison vẫn có chất lượng tài sản tốt hơn FeCredit với tỷ lệ NPL và tỷ lệ NPL trước khi xóa nợ là 6,29% và 12,07% (so với 6,38% và 18,51% của FeCredit).

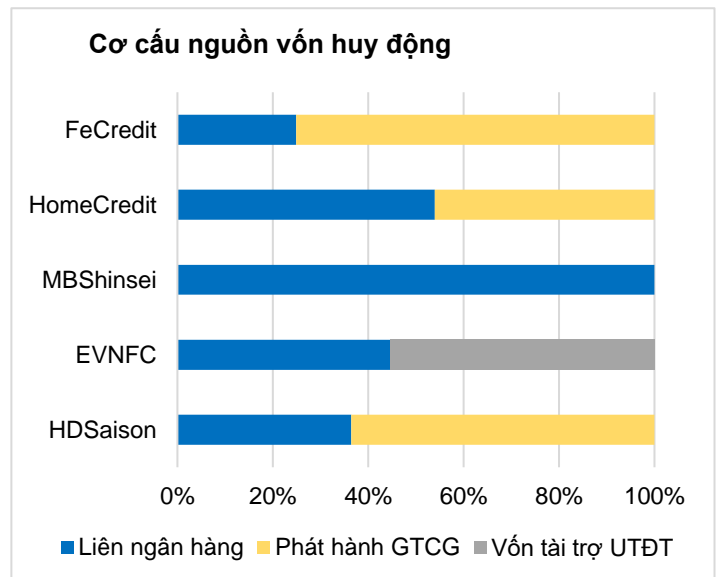
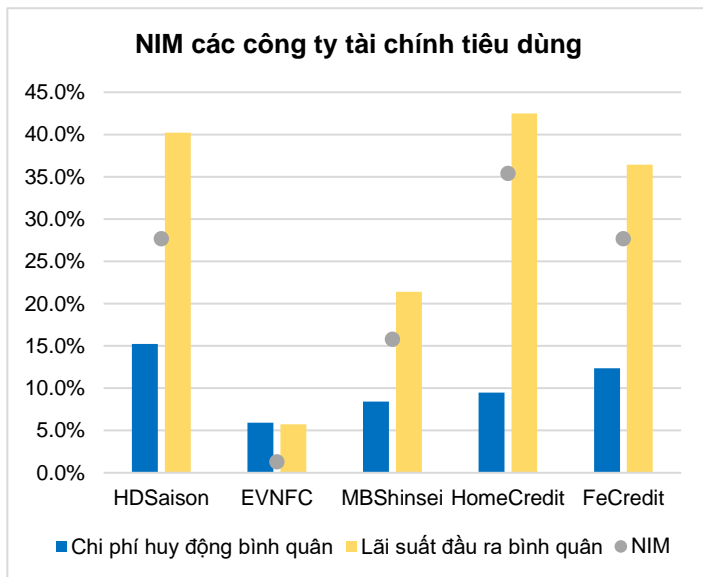
Tỷ lệ LLCR giữa các công ty tài chính tiêu dùng cũng không có sự khác biệt quá lớn. LLCR của HDSaison năm 2017 và 2018 lần lượt là 56% và 51%.



Lãi suất đầu vào bình quân dự báo cải thiện khoảng 1% trong 2019

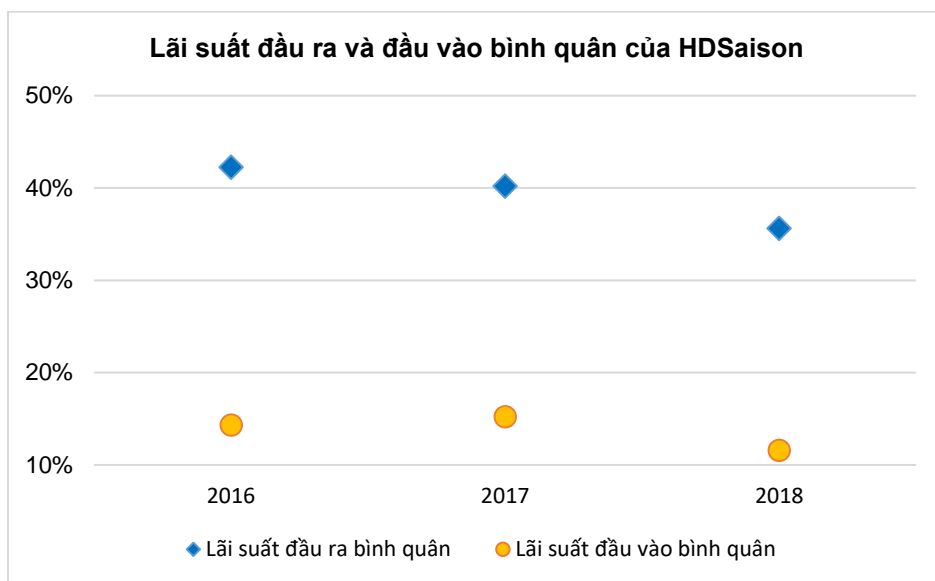
Trong nhóm 5 công ty tài chính so sánh, HDSaison có NIM ở mức trung bình, thấp hơn Home Credit và FeCredit. Điều này chủ yếu là do lãi suất đầu vào bình quân của HDSaison tương đối cao (năm 2017 là 9,8%). Tuy nhiên, trong 2018. lãi suất đầu vào bình quân của HDSaison đã có sự cải thiện khá nhiều về mức 8,3% do lãi suất đối với các khoản giấy tờ có giá mà HDSaison phát hành trong 2018 ở mức thấp hơn so với giai đoạn trước và lãi suất vay trên thị trường liên ngân hàng của HDSaison cũng có sự hạ nhiệt rõ rệt.

Theo ước tính của chúng tôi lãi suất bình quân trên giấy tờ có giá của HDSaison đã giảm về mức 9,9% trong 2018 so với 11,9% năm 2017 và 11,8% năm 2016. Như vậy, phần phát hành mới trong 2018 có lãi suất khoảng 7-8% và chúng tôi kỳ vọng lãi suất bình quân trên giấy tờ có giá sẽ tiếp tục giảm đối với HDSaison.



Lãi suất cho vay dự báo giảm nhanh hơn lãi suất đầu vào do áp lực cạnh tranh

Theo tính toán của BVSC, lãi suất đầu ra của HDSaison giảm 3,2% trong 2018. Chúng tôi cho rằng động thái giảm lãi suất cho vay xuất phát từ việc lãi suất đầu ra của HDSaison trong năm 2017 chưa ở mức cạnh tranh (cao hơn FeCredit, MBSinsei). Do đó HDSaison đã hạ lãi suất cho vay trong 2018. Đối với 2019, chúng tôi cho rằng vẫn có áp lực giảm lãi suất đầu ra đối với HDSaison. Để đưa lãi suất về ngang với mức bình quân của FeCredit, HDSaison có thể cần giảm lãi suất thêm 1% - 1,5% trong 2019.

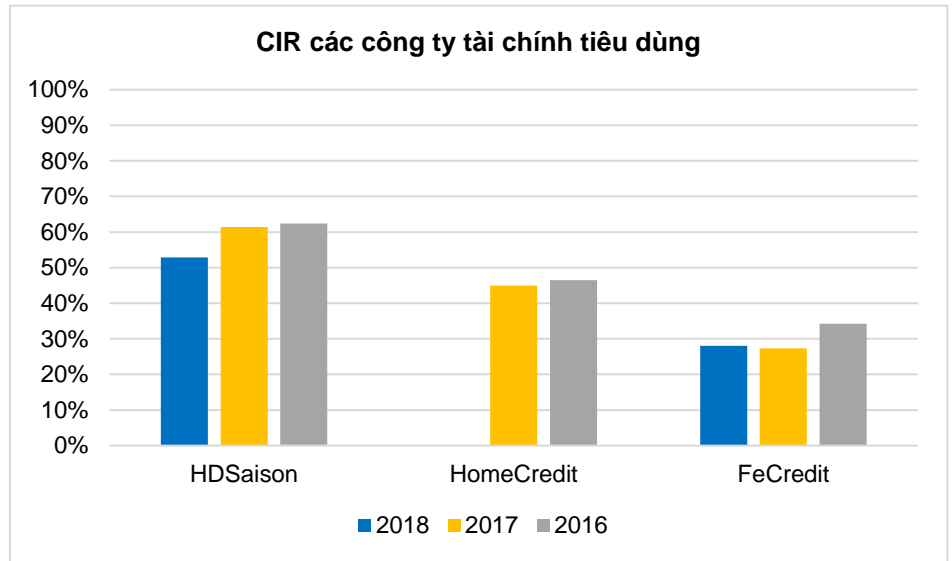


Xét về trung hạn, chúng tôi cho rằng room để giảm NIM của HDSaison không còn quá nhiều, thay vào đó cần tăng cường tiết giảm chi phí hoạt động

So sánh về mức sinh lời của hoạt động tín dụng, tỷ lệ lợi nhuận trước thuế trên tài sản sinh lãi bình quân của HDSaison thấp hơn so với FeCredit và Home Credit. Năm 2018, tỷ lệ này giảm xuống 3,3%. Nếu NIM tiếp tục giảm trong 2019, HDSaison cần tìm cách cân đối lại chi phí hoạt động để bù trừ cho mức giảm NIM này. Tỷ lệ CIR của HDSaison bắt đầu được cải thiện rõ nét từ 62,39% và 61,43% trong 2016-17 xuống 52,9% trong 2018 tuy nhiên vẫn cao hơn so với Home Credit và FeCredit.

So sánh về mức sinh lời của hoạt động tín dụng của các công ty tài chính tiêu dùng

Chỉ tiêu (% trên tài sản sinh lãi)	HDSaison			MBSinsei	HomeCredit	FeCredit
	2016	2017	2018			
NIM	30,2%	27,7%	26,7%	15,8%	35,5%	28,0%
Chi phí hoạt động	-19,2%	-18,0%	-16,7%	-10,7%	-17,4%	-8,5%
Chi phí dự phòng rủi ro	-5,4%	-6,0%	-6,7%	-0,8%	-6,7%	-12,6%
Lợi nhuận	5,5%	3,6%	3,3%	4,4%	11,4%	6,9%



Triển vọng lợi nhuận 2019

Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế (sau lợi ích cổ đông thiểu số) của HDB trong năm 2019 đạt 3.461 tỷ VNĐ, tăng trưởng 22% yoy, dựa trên những cơ sở dưới đây. Kết quả này chưa tính đến thương vụ sáp nhập với PGBank.

Dự báo kết quả kinh doanh 2018 – 2019 (tỷ VNĐ)

Tiêu chí	2018	2019F	% Cơ sở dự báo	
Tiền gửi khách hàng	128.060	139.585	9,0%	Tăng trưởng tín dụng trong kịch bản cơ sở của chúng tôi là 15% đối với cả ngân hàng mẹ và HDSaison.
Cho vay khách hàng	123.132	141.602	15,0%	
Thu nhập lãi				
Ngân hàng mẹ				
Tỷ lệ NIM giả định tăng lên 2,8% nhờ LDR vẫn có thể tiếp tục nới và lãi suất đầu vào bình quân giảm nhẹ 0,1%.				
HDSaison				
Tổng thu nhập hoạt động	9.440	10.878	15,2%	Dư nợ tín dụng của HDSaison theo kế hoạch tăng trưởng khoảng 15%, nghĩa là đến cuối 2019 dư nợ đạt 12.251 tỷ VNĐ. Nguồn vốn tại thời điểm cuối 2018 theo ước tính của BVSC là 10.990 tỷ VNĐ (gồm phát hành GTCG, vay liên ngân hàng và vốn chủ sở hữu). Trong số dư giấy tờ có giá tại thời điểm cuối 2018, khoảng 4.929 tỷ VNĐ sẽ đáo hạn trong 2019. Đối với phần phát hành thêm trong 2019, HDSaison cho biết sẽ có thể huy động từ các đối tác Nhật Bản với chi phí vốn thấp khoảng 6-7%, nhờ đó giảm chi phí vốn bình quân. Chúng tôi giả định chi phí vốn có thể giảm 1% trong 2019, tuy nhiên lãi suất

đầu ra dự báo giảm nhanh hơn do áp lực cạnh tranh (1,2%) và do đó, NIM dự báo giảm xuống 26,5% trong 2019.

Tính vào kết quả hợp nhất, NIM dự báo đạt 4,18% và thu nhập lãi thuần dự báo đạt 8.998 tỷ VNĐ (+18% yoy).

Các khoản thu ngoài lãi

Đối với các khoản thu dịch vụ, chúng tôi giả định mức tăng 30% yoy nhờ cả ngân hàng mẹ và HDSaison đẩy mạnh khai thác banca.

Chi phí hoạt động	4.441	4.732	6,5%	CIR đối với ngân hàng mẹ được giả định giảm về mức 41% và CIR đối với HDSaison giảm về mức 46%. Nhờ đó, CIR hợp nhất của ngân hàng giảm xuống 43% trong 2019 (so với 47% năm 2018).
LN trước dự phòng rủi ro tín dụng	4.999	6.146	23,0%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	994	1.305	31,2%	Trong năm 2019, HDB dự định sẽ tất toán nốt số dư trái phiếu VAMC là 492 tỷ VNĐ. Do đó, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng dự báo đạt 1.305 tỷ VNĐ (+31,2% yoy).
LNST (sau MI)	2.842	3.461	21,8%	
EPS	2.897	3.528	21,8%	

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/B và phương pháp thu nhập thặng dư (RI) để định giá cổ phiếu HDB. Mức giá mục tiêu mà chúng tôi đưa ra dựa trên 2 phương pháp này là **37.325 đồng/cổ phần**, cao hơn 17,4% so với mức giá thị trường.

Khuyến nghị đầu tư

Khuyến nghị đầu tư. HDB là ngân hàng được biết đến với các thương vụ sáp nhập rất thành công như Đại Á Bank năm 2013 và sau đó là SGVF. Xét về triển vọng dài hạn, chúng tôi cũng có quan điểm tích cực đối với thương vụ sáp với giữa PGBank và HDB. Tuy nhiên, tăng trưởng EPS bình quân 2019-2022 theo dự báo của chúng tôi sau khi tính đến việc phát hành trái phiếu chuyển đổi và sáp nhập với PGBank chỉ đạt khoảng 3%/năm. Do đó, mặc dù mức giá kỳ vọng là 37.325 đồng/cổ phần, cao hơn 29,6% so với giá thị trường hiện tại, chúng tôi khuyến nghị NEUTRAL với cổ phần HDB.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh					
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018	2019F
Tổng thu nhập hoạt động	4.133	5.418	7.506	9.440	10.878
Chi phí hoạt động	-2.410	-3.277	-4.072	-4.441	-4.732
Lợi nhuận thuần trước DPRRTD	1.723	2.141	3.434	4.999	6.146
Dự phòng rủi ro tín dụng	-935	-994	-1.017	-994	-1.305
Lợi nhuận sau thuế	513	738	1.746	2.842	3.461

Bảng cân đối kế toán					
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017	2018F
Tiền gửi tại NHNN	2.742	2.389	1.922	5.386	5.871
Tiền vàng gửi tại các TCTD khác	11.994	18.580	21.861	32.426	35.344
Cho vay khách hàng	56.559	82.224	104.497	123.132	141.602
Chứng khoán đầu tư	21.717	35.288	47.033	43.464	47.376
Tổng tài sản có	106.486	150.294	189.334	216.107	235.557
Các khoản nợ Chính phủ và NHNN	2.488	178	156	7.912	8.624
Tiền gửi và vay các TCTD khác	6.595	19.685	37.217	40.689	44.351
Tiền gửi của khách hàng	74.543	103.300	120.537	128.060	139.585
Vốn chủ sở hữu	9.841	9.943	14.759	16.828	18.750
Tổng nguồn vốn	106.486	150.294	189.334	216.107	235.557

Chỉ số tài chính					
Chỉ tiêu	2014	2015	2016	2017	2018F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng tín dụng (%)	35%	45%	27%	18%	15%
Tăng trưởng huy động (%)	14%	39%	17%	6%	9%
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	7%	41%	26%	14%	9%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu (%)	7%	7%	1%	48%	14%
Chỉ tiêu sinh lời					
NIM (%)	3,64%	4,06%	4,07%	4,05%	4,20%
ROA (%)	0,6%	0,7%	1,2%	1,6%	2%
ROE (%)	6,6%	9,2%	15,8%	20,3%	22%
Chỉ tiêu chất lượng tài sản					
NPL (%)	1,59%	1,46%	1,52%	1,53%	1,51%
Dự phòng/Tổng dư nợ	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Chỉ tiêu thanh khoản					
Cho vay/Tổng tài sản	53%	55%	55%	57%	60%
Cho vay/Huy động	76%	80%	87%	96%	101%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	633	911	1.780	2.897	3.528
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	11.595	11.502	15.045	17.154	19.113

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Thu Hà** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên

Cao su tự nhiên

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dệt may

hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtiendung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888