

**HDBANK - HDB**

**Chào đón bình minh**

Tài chính | CẬP NHẬT

**Khả quan**

Giá mục tiêu (12T)  
VND22.100

Consensus\*: Mua: 8 Giữ:2 Bán:0

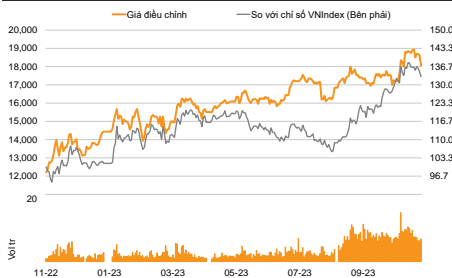
Giá mục tiêu / Consensus: -1,9%

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

- Nâng giá mục tiêu lên 1,8%

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND21.700
Giá thị trường	VND18.050
Cao nhất 52 tuần (VND)	18.950
Thấp nhất 52 tuần (VND)	12.210
GTGDQB 3 tháng (tr VND)	133.280
Thị giá vốn (tỷ VND)	53.801
Free float	70%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
P/E trượt (x)	6,5x
P/B hiện tại (x)	1,3x

**Diễn biến giá**



Nguồn: VND RESEARCH

**Cơ cấu sở hữu**

Sovico	14,4%
Phạm Văn Đầu	4,3%
Nguyễn Thị Phương Thảo	3,7%
Others	77,60%

Source: VND RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**



**Vũ Mạnh Hùng**

hung.vumanh3@vndirect.com.vn

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với mức tăng giá dự kiến là 18,8%. Giá cổ phiếu tăng 10% kể từ báo cáo trước, và chúng tôi đã tăng giá mục tiêu lên 1,8%.
- Sự thay đổi trong giá mục tiêu được quyết định bởi thay đổi trong giả định về chi phí vốn.
- P/B hiện tại là 1,3 lần, thấp hơn 9,8% so với P/B trung bình trong 5 năm là 1,46 lần và chưa phản ánh đầy đủ ROE hiện tại là 23%.

**Tiêu điểm tài chính**

- LN ròng Q3/23 tăng 23,0% svck đạt 2.480 tỷ đồng nhờ thu nhập ngoài lãi tăng 28,6% svck và chi phí dự phòng giảm 6,6% svck.
- NIM: 4,5% (-0,5% svck; -0,1% sv quý trước). Tỷ lệ nợ xấu tăng lên 2,3% vào cuối Q3/23 (+0,1% sv quý trước). Tăng trưởng tín dụng đạt 11,5% sv đầu năm vào cuối Q3/23 so với 9,3% sv đầu năm vào cuối Q2/23.
- Chúng tôi ước tính LN ròng 2023-24 tăng lần lượt 17,7%/20,8% svck

**Luận điểm đầu tư**

**NPL có khả năng đạt đỉnh vào Q3/23**

Giá trị nợ xấu hình thành mới trong Q3/23 của HDB giảm 28,8% sv quý trước xuống 1.272 tỷ đồng trong bối cảnh lãi suất thấp và tăng trưởng GDP tốt hơn đã cải thiện khả năng thanh toán của khách hàng. Chúng tôi tin rằng các xu hướng vĩ mô này sẽ tiếp tục trong thời gian tới. Chúng tôi dự báo NPL của HDB sẽ dao động xung quanh 2,1%-2,2% trong Q4/23, thấp hơn mức 2,3% vào cuối Q3/23. Chúng tôi kỳ vọng NPL trong 2024 sẽ giảm xuống dưới 2,0%.

**Tăng trưởng tín dụng sẽ phục hồi trong Q4/23**

Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng của HDB sẽ đạt khoảng hơn 20% sv đầu năm vào cuối năm 2023 sv mức 11,5% sv đầu năm cuối Q3/23 vì: 1) nhu cầu tín dụng cao hơn từ khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ; 2) LDR thấp; và 3) dự địa tăng trưởng tín dụng lớn nhất hệ thống (17,5%). Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2024 tăng trưởng tín dụng của HDB đạt hơn 20%, tương đương với kế hoạch của NH.

**NIM sẽ dần hồi phục trong những quý tới**

Chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ tăng lên 4,6-4,8% trong Q4/23 từ 4,5% trong Q3/23 nhờ môi trường lãi suất thấp giúp giảm chi phí vốn (COF). Chúng tôi kỳ vọng NIM 2024 sẽ đạt ~5% nhờ: 1) tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ; 2) chi phí vốn thấp hơn khi tiền gửi lãi suất cao đáo hạn; và 3) lợi suất tài sản cao hơn nhờ phân bổ nhiều hơn vào danh mục đầu tư (+43,6% sv đầu năm vào Q3/23).

**P/B hiện tại tương đương các NH khác nhưng thấp hơn trung bình 5 năm**

P/B hiện tại là 1,3 lần, bằng với trung bình của các NH khác. Chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng giá cho hầu hết các ngân hàng. Trung bình P/B 5 năm của HDB là 1,46 lần và là một mục tiêu phù hợp hơn. Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi của nền kinh tế cùng với nới lỏng chính sách tiền tệ sẽ thúc đẩy NIM mở rộng, giảm NPL và tăng trưởng tín dụng cao hơn trong năm 2024

Tổng quan tài chính	12-22A	12-23E	12-24E	12-25E
Tăng trưởng LN ròng (svck)	28,0%	17,7%	20,8%	19,3%
Tăng trưởng tín dụng	25,6%	Trên 20%	20-25%	20-25%
NIM	5,1%	5,0%	5,0%	5,1%
Hệ số CASA	10,6%	10,0%	11,0%	12,0%
Tỷ lệ nợ xấu	1,7%	1,8%	1,6%	1,5%
Bộ đệm dự phòng (LLR)	70,4%	73,6%	80,9%	93,7%
ROEA	23,5%	23,4%	23,9%	22,8%
P/B	1,46	1,25	0,99	0,80

Source: VNDIRECT RESEARCH

**KQKD Q3/23: Thu nhập ngoài lãi và chi phí dự phòng là động lực thúc đẩy KQKD**

**Hình 1: Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)**

	Q3/23	Q3/22	% sv quý		9T23	9T22	% svck	% dự	
			svck	trước				phóng	Ghi chú
Thu nhập lãi thuần (NII)	4.916	4.485	9,6%	-0,8%	14.711	13.079	12,5%	72%	Phù hợp với dự phóng Thấp hơn dự phóng do thu nhập từ phí thấp
Thu nhập ngoài lãi (non-II)	1.169	909	28,6%	-19,9%	3.445	3.019	14,1%	69%	hơn dự phóng
Tổng thu nhập HĐ (TOI)	6.085	5.394	12,8%	-5,1%	18.156	16.098	12,8%	72%	
Chi phí HĐ	2.302	2.001	15,0%	2,8%	6.499	5.960	9,1%	69%	
LN trước dự phòng (PPOF)	3.783	3.393	11,5%	-9,4%	11.657	10.139	15,0%	73%	
Chi phí dự phòng	636	681	-6,6%	-55,6%	3.025	2.123	42,5%	78%	Phù hợp với dự phóng
LNTT	3.147	2.712	16,0%	14,8%	8.632	8.016	7,7%	71%	
LN ròng	2.480	2.016	23,0%	14,9%	6.727	6.014	11,9%	74%	Phù hợp với dự phóng

Nguồn: HDB, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 2: Các chỉ tiêu chính theo quý của HDB**

	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23
NII/TOI	87,1%	81,0%	80,7%	81,5%	89,2%	81,1%	78,9%	81,5%	83,1%	84,0%	85,6%	77,3%	80,8%
Non-II/TOI	12,9%	19,0%	19,3%	18,5%	10,8%	18,9%	21,1%	18,5%	16,9%	16,0%	14,4%	22,7%	19,2%
NIM	5,1%	4,8%	4,6%	4,6%	4,3%	4,6%	4,7%	5,2%	5,0%	5,4%	4,9%	4,7%	4,5%
CIR	45,0%	47,2%	39,1%	39,6%	38,1%	35,8%	37,6%	36,4%	37,1%	45,5%	34,6%	34,9%	37,8%
NPL	1,8%	1,3%	1,5%	1,2%	1,4%	1,7%	1,6%	1,3%	1,5%	1,7%	1,8%	2,2%	2,3%
LLR	64,1%	82,1%	68,6%	87,9%	80,9%	73,0%	75,9%	93,0%	81,0%	70,4%	61,8%	61,3%	54,2%
Tỷ lệ chi phí tín dụng	1,0%	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%	1,2%	1,2%	1,3%	1,2%	1,3%	1,4%	2,0%	0,9%
Dự phòng/PPOF	22,7%	31,3%	17,2%	18,6%	17,6%	33,2%	20,9%	21,8%	20,1%	29,6%	25,8%	34,3%	16,8%
ROA	1,8%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%
ROE	21,5%	20,2%	22,3%	22,4%	22,6%	23,3%	23,1%	23,4%	24,0%	23,5%	22,6%	22,3%	22,2%

Nguồn: HDB, VNDIRECT RESEARCH

**Tổng thu nhập hoạt động (TOI) được thúc đẩy bởi thu nhập ngoài lãi**

Trong Q3/23, thu nhập lãi tăng 9,6% svck nhờ vào tài sản sinh lời tăng 18,4% svck, trong khi NIM thu hẹp 0,5 điểm % svck còn 4,5%. Lợi suất tài sản (AY) tăng 3,1 điểm % svck, nhưng COF tăng 3,3 điểm % svck.

Thu nhập ngoài lãi tăng mạnh 28,6% svck lên 1.169 tỷ đồng, chủ yếu nhờ vào lãi ròng 516 tỷ đồng từ việc bán chứng khoán đầu tư trong Q3/23, so với mức lỗ 11 tỷ đồng trong Q3/22. Nhờ đó, TOI tăng lên 6.085 tỷ đồng trong Q3/23 (+12,8% svck).

**CIR tiếp tục được kiểm soát**

Chi phí hoạt động tăng 15,0% svck (+2,8% sv quý trước) lên 2.302 tỷ đồng. Tuy nhiên, nhờ vào sự tăng trưởng tích cực trong TOI, CIR trong Q3/23 duy trì ở mức 37,8%, cao hơn một chút so với 37,1% của Q3/22.

**KQKD tích cực nhờ chi phí dự phòng thấp hơn**

Chất lượng tài sản tiếp tục suy giảm khi tỷ lệ NPL tiếp tục đà tăng kể từ Q2/22, đạt 2,3% trong Q3/23 (+0,1 điểm % sv quý trước). Hơn nữa, nợ nhóm 2 vẫn chiếm 5,0% dư nợ, đây là mức cao và tương đương với quý trước.

Tuy nhiên, chi phí dự phòng trong Q3/23 giảm mạnh xuống còn 636 tỷ đồng (-6,6% svck, -55,6% sv quý trước); do đó, tỷ lệ LLR giảm xuống 54,2% trong

Q3/23 từ mức 61,3% trong Q2/23. Lợi nhuận trước thuế tăng 16,0% svck lên 3.147 tỷ đồng trong Q3/23, làm tăng lợi nhuận trước thuế 9T23 lên 7,7% svck.

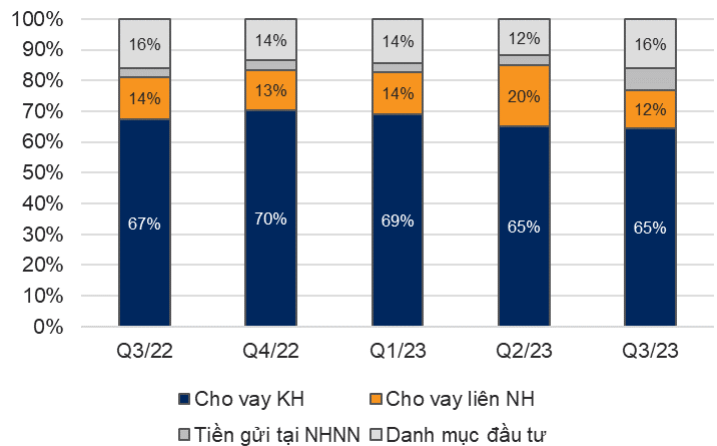
### Nhu cầu tín dụng được cải thiện trong Q3/23

Nhu cầu tín dụng của HDB phục hồi khi dư nợ tín dụng tăng 11,5% sv đầu năm so với 9,3% sv đầu năm vào cuối Q2/23. Mức tăng này cao hơn nhiều so với tỷ lệ tăng trưởng tín dụng của ngành, ước tính khoảng ~7% tính đến cuối Q3/23, nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với hạn mức tín dụng là 29% cho năm 2023. Bên cạnh đó, tăng trưởng tiền gửi trong Q3/23 đã trải qua một sự bùng nổ mạnh mẽ, đạt 58,3% sv đầu năm vào cuối Q3/23.

Hình 3: Phân tích những chỉ tiêu chính trong bảng cân đối kế toán của HDB

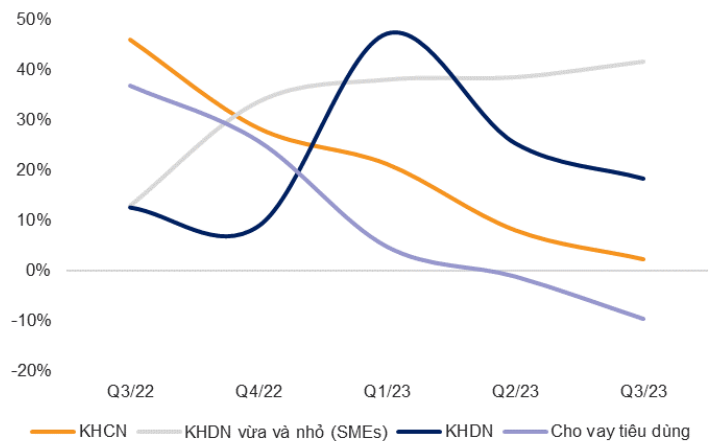
#### Cơ cấu tài sản sinh lời (IEA): Danh mục đầu tư thúc đẩy tăng trưởng IEA

- Tài sản sinh lời (IEA) của HDB tăng 20,5% sv đầu năm vào cuối Q3/23 (+23,5% svck), chủ yếu đến từ sự tăng mạnh trong số dư tại NHNN (SBV) (+183,6% sv đầu năm) và danh mục đầu tư (+43,6% từ đầu năm). Cho vay KH tăng 10,6% sv đầu năm, chiếm 65% cơ cấu IEA. Ngân hàng đã phân bổ nhiều hơn cho danh mục đầu tư (+39,2% so với quý trước) trong Q3/23.
- Tăng trưởng danh mục đầu tư (+43,6% sv đầu năm) chủ yếu đến từ sự tăng trưởng của trái phiếu của các tổ chức tín dụng (+99,5% sv đầu năm).
- Trái phiếu doanh nghiệp tăng mạnh 71,2% sv đầu năm do sự phục hồi của thị trường trái phiếu. Tuy nhiên, phân khúc này chỉ đóng góp 1,6% vào tổng IEA.



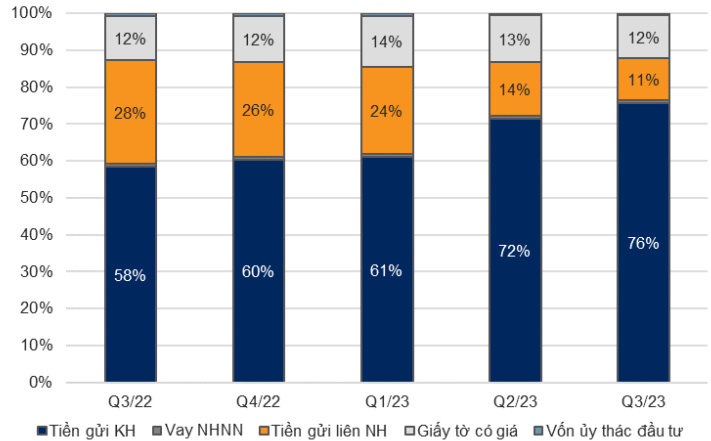
#### Cơ cấu và tăng trưởng cho vay: DN vừa và nhỏ dẫn đầu (SME)

- Dư nợ tín dụng của HDB tăng 11,5% từ đầu năm vào cuối Q3/23, so với 9,3% sv đầu năm vào cuối Q2/23, được thúc đẩy chủ yếu bởi (1) cho vay doanh nghiệp (+21,7% sv đầu năm; chiếm 52,3% tổng dư nợ; bao gồm cả DN vừa và nhỏ) và (2) trái phiếu doanh nghiệp (+71,2% sv đầu năm).
- Trong khi đó, tăng trưởng kinh tế chưa hồi phục hoàn toàn đã làm giảm bớt chi tiêu của người tiêu dùng và khả năng thực hiện nghĩa vụ nợ, làm giảm nhu cầu vay và khiến các ngân hàng thận trọng khi cho nhóm này vay để giảm thiểu rủi ro nợ xấu. Do đó, đã tăng trưởng cho vay cá nhân đã suy giảm (+1,2% sv đầu năm; chiếm 42,2% tổng dư nợ), và vay tiêu dùng đã giảm 7,3% sv đầu năm (khoảng -5,2% tổng dư nợ).



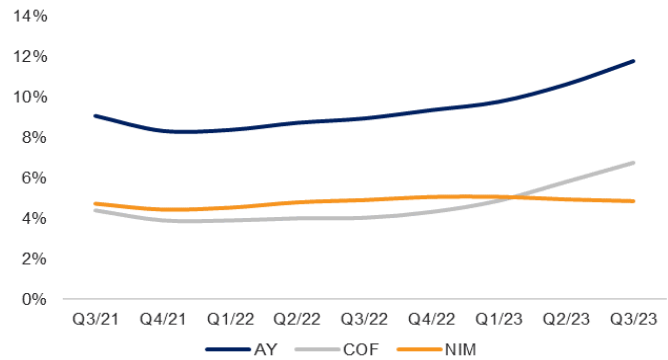
**Cơ cấu huy động: Tăng cường nguồn vốn để chuẩn bị cho tương lai...**

- Mục đích của sự tăng trưởng đột biến của tiền gửi là để chuẩn bị cho hạn mức tín dụng lớn là 29% trong năm 2023, được cấp vào cuối tháng 9 năm 2023. Hơn nữa, HDB đang cố gắng huy động thêm vốn từ các nguồn dài hạn bằng cách tăng phát hành giấy tờ có giá (+18,0% sv đầu năm), đồng thời giảm vay liên ngân hàng (-44,4% sv đầu năm).
- LDR giảm đáng kể xuống còn 67,4% vào cuối Q3/23 (so với 76,6% vào cuối năm 2022; ngưỡng quy định là 85%). Tỷ lệ LDR thấp sẽ mang lại lợi thế cho ngân hàng trong việc tăng dư nợ tín dụng trong các quý sắp tới.
- HDB có tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn thấp là 15,6% vào cuối Q3/23 (ngưỡng quy định là 30%), tạo ra lợi thế trong việc gia tăng NIM trong các quý tiếp theo.
- HDB có mức lãi suất huy động tại quầy cao nhất trong ngành ngân hàng (hiện tại: 5,7%), mặc dù giúp tăng số dư tiền gửi nhưng lại làm giảm tỷ lệ CASA xuống còn 7,0% vào Q3/23 từ 7,2% vào Q2/23 do khách hàng có xu hướng chuyển sang tiền gửi có kỳ hạn.



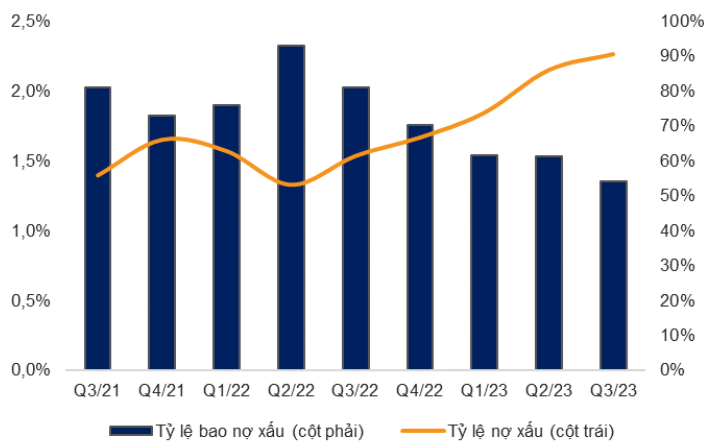
**Diễn biến NIM: ...nhưng ảnh hưởng tiêu cực đến NIM**

- Sv quý trước, đà giảm của NIM đã giảm tốc, chỉ giảm nhẹ 0,1 điểm % so với quý trước (2Q23: -0,2 điểm % sv quý trước; 1Q23: -0,4 điểm % sv quý trước). Tuy nhiên, chênh lệch lãi suất rộng vẫn tăng nhẹ 0,1 điểm % so với quý trước, cho thấy dấu hiệu tích cực trong việc tăng NIM trong quý tiếp theo.
- Trong Q3/23, HDB là ngân hàng duy nhất phải đối mặt với chi phí vốn tăng so với quý trước (+0,3 điểm %; ngành: -0,3 điểm % sv quý trước), do (1) chiến lược đẩy mạnh huy động tiền gửi, (2) tỷ lệ CASA thấp hơn và (3) cơ cấu chi phí vốn ngoại tệ cao (chiếm 6,8% tổng cơ cấu huy động vào cuối Q3/23) trong khi lãi suất USD ở mức cao (lãi điều hành FED: 5,25-5,5%).



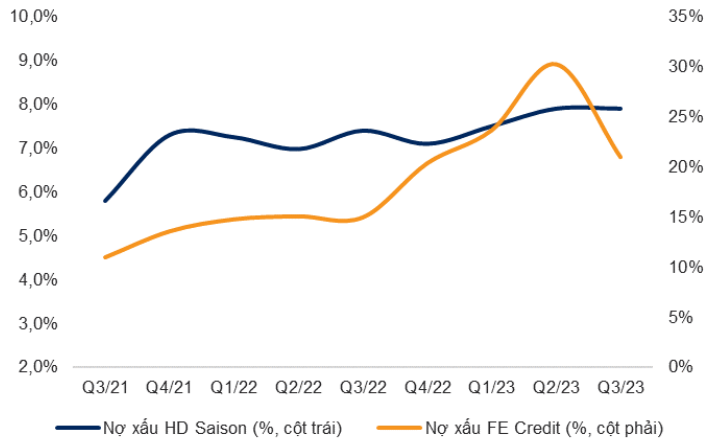
**Chất lượng tài sản xấu chủ yếu là do khách hàng cá nhân**

- Nợ xấu của HDB tăng vọt lên 50,0% sv đầu năm, với nợ nhóm 2 tăng 99,1% sv đầu năm trong Q3/23.
- Theo ước tính của chúng tôi, tỷ lệ NPL tăng lên 2,26% (+0,1 điểm % so với quý trước). LLR giảm xuống còn 54,2% (so với 61,3% vào cuối Q2/23). Chất lượng tài sản tiếp tục suy giảm do kinh tế giảm tốc và ảnh hưởng tiêu cực đến các khách hàng cá nhân.
- Tỷ lệ của các khoản vay nhóm 2 so với tổng dư nợ giữ ổn định ở mức 5,0% trong Q3/23, cho thấy tỷ lệ NPL có thể sớm chứng kiến điểm đảo ngược trong tương lai gần.



**Vay tiêu dùng (HD Saigon)**

- HD Saigon ghi nhận LNTT Q3/23 là 87 tỷ đồng (-77% svck, -11% so với quý trước), đóng góp 2,8% vào LNTT hợp nhất của HDB trong Q3/23. Trong 9T23, HD Saigon đạt LNTT là 401 tỷ đồng (-60% svck), đóng góp 4,6% vào LNTT hợp nhất của HDB.
- Dư nợ cho vay của HD Saigon giảm 11% sv đầu năm. NIM là 29,4% trong Q3/23 (-0,3 điểm % so với quý trước).
- NPL giữ ổn định ở mức 7,9%, cho thấy tình hình tốt hơn của cho vay tiêu dùng trong bối cảnh chính sách tiền tệ được nới lỏng. (Biểu đồ nợ xấu ở phía bên phải)



Nguồn: HDB, VNDIRECT RESEARCH

**Triển vọng 2023-24: Chào đón bình minh**

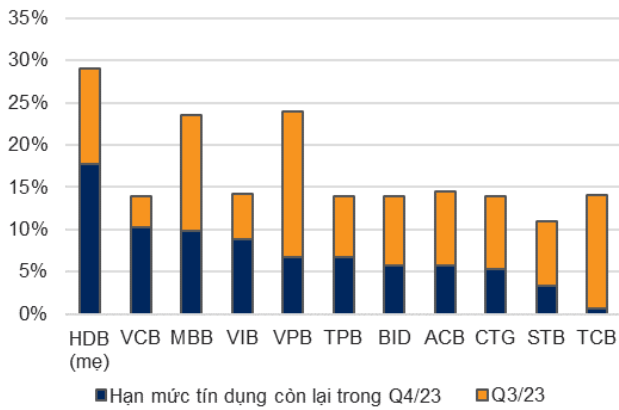
**Tăng trưởng tín dụng sẽ phục hồi trong Q4/23**

Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng của HDB sẽ đạt khoảng trên 20% sv đầu năm vào cuối từ Q4/23 từ mức 11,5% sv đầu năm vào cuối Q3/23, nhờ vào:

- **Nhu cầu tín dụng từ khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ:** Trong Q3/23, dư nợ tín dụng tăng 2,0% so với quý trước, do trái phiếu doanh nghiệp (+27,6% so với quý trước; chiếm 2,5% tổng dư nợ) và khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ (+4,0% so với quý trước; chiếm 48,6% tổng dư nợ). Chuỗi giá trị nông nghiệp là một phần quan trọng của mô hình kinh doanh của HDB (~37% trong tỷ lệ dư nợ). Trong Q3/23, ngành nông nghiệp tăng 3,75% so với cùng kỳ năm trước (so với +3,67% so với cùng kỳ năm trước). Do đó, chúng tôi tin rằng tăng trưởng tín dụng của HDB sẽ hồi phục trong Q4/23 nhờ vào ngành Nông nghiệp cũng như nhu cầu của khối doanh nghiệp vừa và nhỏ. Đối với dự báo năm 2024, chúng tôi dự kiến dư nợ tín dụng của HDB sẽ tăng hơn 20%, tương đương với kế hoạch của NH.
- **Tỷ lệ LDR:** LDR giảm đáng kể xuống còn 67,4% vào cuối Q3/23 so với 76,6% vào cuối năm 2022 (dưới ngưỡng quy định là 85%). Tỷ lệ LDR thấp mang lại lợi thế cho ngân hàng, cho phép tăng dư nợ tín dụng trong các quý tiếp theo.
- **Hạn mức tín dụng còn lại lớn nhất trong Q4/23:** HDB đã được cấp hạn mức tín dụng mới là 29% vào cuối T9/23. Tuy nhiên, qua đến cuối Q3/23, họ chỉ sử dụng 11,5% của hạn mức. Do đó, HDB có hạn mức tín dụng tối đa là 17,5% cho những tháng còn lại của năm 2023.

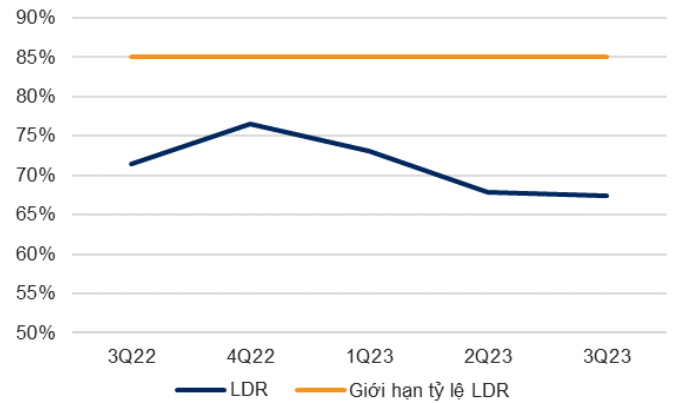


**Hình 4: HDB có hạn mức tín dụng còn lại lớn nhất trong Q4/23**



Nguồn: HDB, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 5: Tỷ lệ LDR thấp để chuẩn bị cho tăng trưởng tín dụng**



Nguồn: HDB, VNDIRECT RESEARCH

### NIM sẽ dần hồi phục trong những quý tới

Chúng tôi dự kiến chi phí vốn của Q4/23 sẽ giảm so với quý trước do môi trường lãi suất thấp. Kết hợp với sự hồi phục của nhu cầu vay, NIM của Q4/23 dự kiến sẽ tăng lên từ 4,6% đến 4,8%.

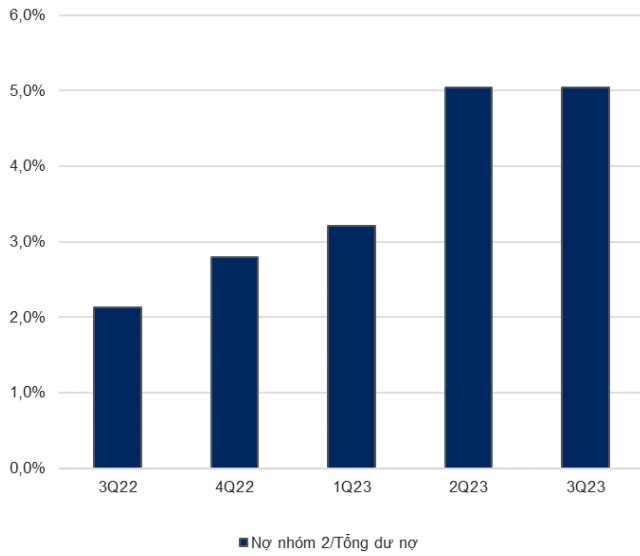
Đối với dự báo năm 2024, chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ tăng lên khoảng ~5,0%, cao hơn so với mức 4,8% trong năm 2023 do tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ và chi phí vốn thấp hơn khi lãi suất giảm mạnh.

### Tỷ lệ NPL có khả năng đạt đỉnh trong Q3/23

Trong Q3/23, HDB đã chứng kiến giá trị nợ xấu hình thành mới giảm xuống còn 1.272 tỷ đồng (-28,8% sv quý trước), đánh dấu sự suy giảm lần đầu tiên kể từ Q3/22. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục, nhờ vào môi trường lãi suất thấp và sự hồi phục kinh tế. Chúng tôi dự báo tỷ lệ NPL của HDB sẽ dao động từ 2,1%-2,2% vào cuối Q4/23, giảm nhẹ so với 2,3% vào cuối Q3/23. Kết hợp với tăng trưởng tín dụng dự kiến đạt khoảng hơn 20% sv đầu năm vào cuối Q4/2023, như đã đề cập ở trên, và tỷ lệ nợ nhóm 2 giữ ổn định so với quý trước là 5,0% trong Q3/23.

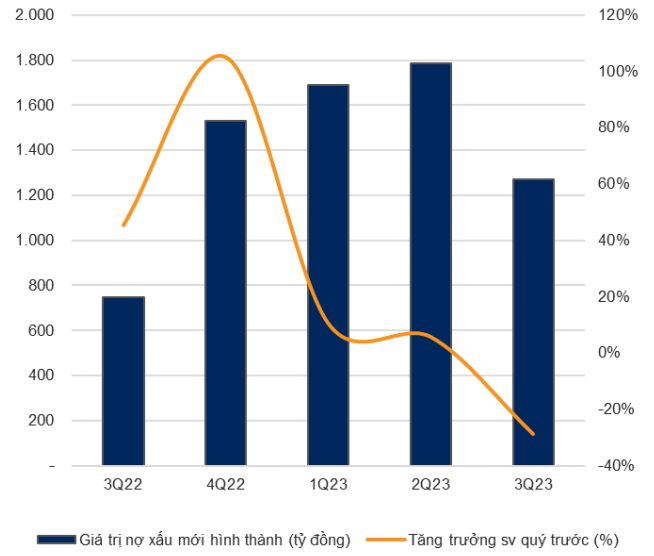
Năm 2024, chúng tôi tin rằng tỷ lệ NPL sẽ giảm xuống dưới 2% theo kế hoạch của HDB nhờ vào chính sách tiền tệ tiếp tục nới lỏng và sự hồi phục của nền kinh tế.

Hình 6: Tỷ lệ nợ nhóm 2 đã cho thấy dấu hiệu tích cực trong Q3/23



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Giá trị NPL hình thành mới giảm lần đầu tiên kể từ Q3/22



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

**Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 22.100 đồng**

Chúng tôi kết hợp định giá theo P/B và định giá thu nhập thặng dư với tỷ trọng bằng nhau là 50% để đưa ra mức giá mục tiêu cho HDB là 22.100 đồng. Chúng tôi điều chỉnh chi phí vốn với lãi suất phi rủi ro thấp hơn là 2,7% (so với tỷ lệ trước đó là 3%) và phần bù rủi ro vốn cổ phần thấp hơn là 9,6%, do những thay đổi gần đây trong nền kinh tế.

**Hình 8: Giá mục tiêu**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	22.349	11.174
Hệ số P/B (1,46 lần cho năm 2023)	50%	21.909	10.955
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			22.129
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu, làm tròn)			<b>22.100</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 9: Giá định chính của phương pháp định giá thu nhập thặng dư**

Giá định chính	2023	2024	2025	2026	2027	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	2,70%	2,70%	2,70%	2,70%	2,70%	2,70%
Phần bù rủi ro	9,60%	9,60%	9,60%	9,60%	9,60%	9,60%
Beta	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Chi phí vốn chủ sở hữu	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%
% ROE	23,4%	25,4%	24,1%	23,7%	23,1%	
Tăng trưởng dài hạn						3,00%
Thu nhập thặng dư	2.825	4.012	4.355	5.137	5.837	3.297
Tỷ lệ chiết khấu	0,86	0,74	0,64	0,55	0,47	
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	2.433	2.975	2.780	2.824	2.762	25.097
Giá trị sổ sách đầu kỳ	38.995					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	13.773					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	11.877					
Giá trị vốn chủ sở hữu	64.645					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	2.893					
<b>Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)</b>	<b>22.349</b>					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

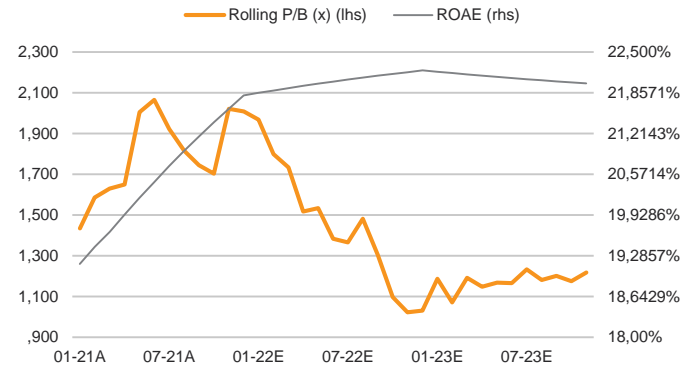
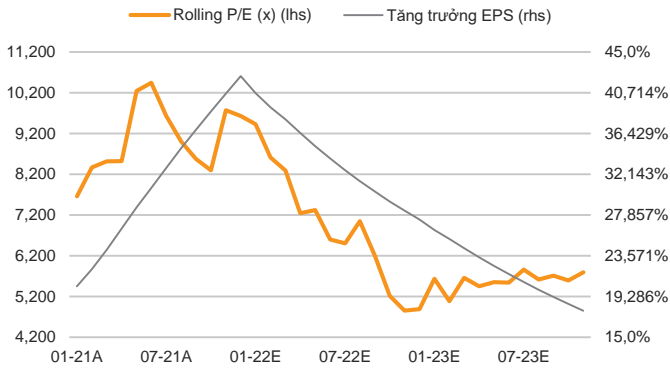


Hình 10: So sánh với các ngân hàng Việt Nam (dữ liệu ngày 20/11/2023)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Vốn hóa Tỷ USD	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm %	ROAA (%)		ROAE (%)	
						2023	2024	2023	2024		2023	2024	2023	2024
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	86.100	92.100	19,9	2,5	2,0	11,7	10,4	10,7%	1,8%	1,9%	23,1%	21,5%
VietinBank	CTG VN	Khả quan	29.550	38.500	5,9	1,1	1,0	10,1	8,4	16,7%	1,0%	1,2%	16,2%	16,9%
VP Bank	VPB VN	Khả quan	19.500	25.700	6,4	1,1	1,1	13,5	9,4	36,1%	1,4%	1,8%	9,8%	11,7%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	31.000	43.400	4,5	0,8	0,7	5,9	3,8	25,0%	2,5%	3,4%	15,2%	19,8%
NH TMCP Quân đội	MBB VN	Khả quan	18.000	25.900	3,9	1,0	0,8	4,9	4,5	15,0%	2,6%	2,4%	24,2%	21,9%
NH TMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	22.500	27.000	3,6	1,1	0,9	4,9	4,3	15,6%	2,4%	2,4%	24,1%	22,5%
NH TMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	Khả quan	19.000	25.900	2,0	1,2	1,0	5,3	4,4	19,6%	2,5%	2,6%	25,9%	25,2%
NH TMCP Tiên Phong	TPB VN	Trung lập	17.200	19.700	1,6	1,1	1,0	6,8	6,6	13,2%	1,5%	1,6%	15,8%	15,7%
NH TMCP Bưu điện Liên Việt	LPB VN	Khả quan	15.350	19.100	1,6	1,1	0,9	6,9	5,7	16,0%	1,3%	1,4%	17,3%	17,7%
<i>Trung Bình</i>						<i>1,2</i>	<i>1,0</i>	<i>7,8</i>	<i>6,4</i>	<i>18,6%</i>	<i>1,9%</i>	<i>2,1%</i>	<i>19,1%</i>	<i>19,2%</i>
<b>HD Bank</b>	<b>HDB VN</b>	<b>Khả quan</b>	<b>18.700</b>	<b>22.100</b>	<b>2,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>6,0</b>	<b>4,9</b>	<b>20,0%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,2%</b>	<b>23,4%</b>	<b>23,9%</b>

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-23E	12-24E	12-25E
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>20.381</b>	<b>24.175</b>	<b>29.109</b>
<b>Thu nhập lãi suất ròng</b>	<b>4.965</b>	<b>5.877</b>	<b>6.950</b>
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>25.346</b>	<b>30.052</b>	<b>36.059</b>
Tổng chi phí hoạt động	(9.378)	(11.119)	(13.342)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>15.968</b>	<b>18.932</b>	<b>22.717</b>
<b>Tổng trích lập dự phòng</b>	<b>(3.886)</b>	<b>(4.334)</b>	<b>(5.308)</b>
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
<b>LN trước thuế</b>	<b>12.082</b>	<b>14.598</b>	<b>17.409</b>
Thuế	(2.422)	(2.927)	(3.490)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>9.660</b>	<b>11.672</b>	<b>13.918</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(541)	(654)	(779)
<b>LN ròng</b>	<b>9.119</b>	<b>11.018</b>	<b>13.139</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-23E	12-24E	12-25E
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>314.411</b>	<b>375.468</b>	<b>443.658</b>
Cho vay các ngân hàng khác	58.959	70.751	84.901
<b>Tổng cho vay</b>	<b>373.370</b>	<b>446.218</b>	<b>528.559</b>
Chứng khoán - Tổng cộng	57.447	65.226	74.088
Các tài sản sinh lãi khác	12.401	13.641	15.005
<b>Tổng các tài sản sinh lãi</b>	<b>443.218</b>	<b>525.085</b>	<b>617.652</b>
<b>Tổng dự phòng</b>	<b>(4.129)</b>	<b>(5.017)</b>	<b>(6.233)</b>
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>310.315</b>	<b>370.487</b>	<b>437.465</b>
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>439.089</b>	<b>520.068</b>	<b>611.419</b>
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	3.144	3.364	3.599
Tổng đầu tư	154	165	176
Các tài sản khác	44.345	47.449	50.770
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>47.642</b>	<b>50.977</b>	<b>54.546</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>486.732</b>	<b>571.046</b>	<b>665.964</b>
Nợ khách hàng	258.957	310.748	369.790
Dư nợ tín dụng	48.578	53.436	58.779
Tài sản nợ chịu lãi	307.534	364.184	428.569
Tiền gửi	106.551	122.534	134.787
Tổng tiền gửi	414.086	486.717	563.356
Các khoản nợ lãi suất khác	13.908	13.908	13.908
<b>Tổng các khoản nợ lãi suất</b>	<b>427.993</b>	<b>500.625</b>	<b>577.264</b>
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	14.791	14.801	19.162
<b>Tổng nợ không lãi suất</b>	<b>14.791</b>	<b>14.801</b>	<b>19.162</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>442.784</b>	<b>515.426</b>	<b>596.427</b>
Vốn điều lệ và	28.926	28.926	28.926
Thặng dư vốn cổ phần	536	536	536
Cổ phiếu quỹ	(413)	(413)	(413)
LN giữ lại	10.831	21.849	34.988
Các quỹ thuộc VCSH	3.528	3.528	3.528
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>43.407</b>	<b>54.425</b>	<b>67.564</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	541	1.194	1.974
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>43.948</b>	<b>55.619</b>	<b>69.538</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>486.732</b>	<b>571.046</b>	<b>665.964</b>

	12-23E	12-24E	12-25E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	20,0%	20,0%	19,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	19,2%	19,4%	18,2%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	13,2%	18,6%	20,4%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	19,7%	18,6%	20,0%
Tăng trưởng LN ròng	17,7%	20,8%	19,3%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	18,1%	18,4%	17,6%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	3.153	3.809	4.542
BVPS (VND)	15.006	18.815	23.358
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	17,1%	20,8%	19,3%

**Các chỉ số chính**

	12-23E	12-24E	12-25E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	5,0%	5,0%	5,1%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(37,0%)	(37,0%)	(37,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,8%	1,6%	1,5%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,8%	1,7%	1,5%
LN/ TB cho vay	1,3%	1,3%	1,3%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	14,9%	15,8%	16,1%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	102,2%	103,1%	103,5%
<b>Biên lợi và độ đàn hồi</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	9,7%	9,5%	9,4%
Chi phí cho các quỹ	4,9%	4,7%	4,5%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	4,5%	4,6%	4,7%
ROAE	22,0%	22,1%	21,0%

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.

### Barry Weisblatt – Giám đốc phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Võ Minh Chiến – Trưởng phòng

Email: [chien.vominh@vndirect.com.vn](mailto:chien.vominh@vndirect.com.vn)

### Vũ Mạnh Hùng – Chuyên viên phân tích

Email: [hung.vumanh3@vndirect.com.vn](mailto:hung.vumanh3@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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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