

HDBANK (HDB)

Khả quan (Duy trì)

Tài chính

Giá hiện tại	VND23.450
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND23.650/VND14.355
Giá mục tiêu	VND29.700
Giá mục tiêu trước đó	VND22.100
Consensus	32,5%
Tiềm năng tăng giá	26,7%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	26,7%

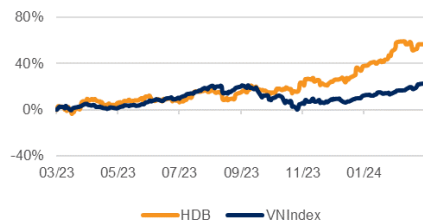
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	Kém khả quan

Thị giá vốn (tr USD)	2,73
GTGDQ 3 tháng (tr USD)	5,36
Sở hữu NN (tr USD)	8,3
Số CP lưu hành (tr)	2.893
Số CP sau pha loãng (tr)	2.893

	HDB	Peers	VNI
P/E trượt	6,5x	7,4x	14,7x
P/B hiện tại	1,5x	1,4x	1,8x
ROA	2,0%	2,0%	2,0%
ROE	24,2%	20,8%	12,1%

* dữ liệu ngày 06/3/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1M	3M	12M
HDB	4,3	25,9	58,7
VNIIndex	-7,6	12,6	23,1

Cơ cấu sở hữu

Sovico	14,4%
Phạm Văn Đậu	4,3%
Khác	81,30%

Tổng quan doanh nghiệp

HDBANK (HDB) là một trong những ngân hàng thương mại hàng đầu tại Việt Nam, tập trung chủ yếu vào khách hàng bán lẻ, cung cấp các dịch vụ vay mua nhà và các khoản vay tiêu dùng tài chính. Ngân hàng này có mạng lưới hơn 352 chi nhánh và phục vụ hơn 17 triệu khách hàng

Chuyên viên phân tích:



Vũ Mạnh Hùng

hung.vumanh3@vndirect.com.vn

Triển vọng năm 2024 tươi sáng

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan của mình với mức kỳ vọng tăng 26,7%. Chúng tôi tăng giá mục tiêu 34,4% trong khi giá cổ phiếu đã tăng 25,4% kể từ báo cáo gần nhất của chúng tôi.
- Sự thay đổi của giá mục tiêu được thúc đẩy bởi chi phí vốn chủ sở hữu thấp hơn và dự báo EPS 2024 cao hơn 21,4%.
- P/B dự báo 2024 là 1,17x, thấp hơn 20% so với P/B trung bình 5 năm là 1,46x và định giá thấp hơn so với mức ROE dự báo là 26,2% trong năm 2024.

Tiêu điểm tài chính

- TOI Q4/23 tăng mạnh 40,7% svck lên mức 8.258 tỷ đồng do NII tăng 51,5% svck 7.473 tỷ đồng trong Q4/23.
- LN ròng Q4/23 tăng 92,6% svck lên mức 3.344 tỷ đồng nhờ: 1) NIM tăng 0,9 điểm % svck; và 2) tăng trưởng cho vay bùng nổ 30,1% svck.
- Chúng tôi dự báo ROE sẽ tăng lên 26,2% trong 2024 từ mức hiện tại là 24,2%, do LN ròng sẽ tăng 31,9% svck.

Luận điểm đầu tư

Kinh tế phục hồi sẽ thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trên các mảng cho vay chính

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của HDB sẽ duy trì ở mức cao khoảng 20,3% trong 2024. Trong nửa đầu năm 2024, chúng tôi tin rằng sự phục hồi của sản xuất và xuất khẩu sẽ thúc đẩy nhu cầu tăng vốn lưu động của các doanh nghiệp (56% tổng dư nợ). Trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi tin rằng nhu cầu bán lẻ (39% tổng dư nợ) và tài chính tiêu dùng (5% tổng dư nợ) sẽ là những động lực chính nhờ lãi suất cho vay thấp và tiêu dùng cá nhân phục hồi.

NIM mở rộng nhờ chi phí vốn thấp và tập trung vào cho vay bất động sản

Chúng tôi dự báo NIM 2023 sẽ tăng 0,2 điểm % svck lên 5,1%. Chúng tôi tin rằng chi phí vốn (COF) sẽ giảm 2,2 điểm % svck chủ yếu do lãi suất huy động HDB giảm 1,7 điểm % nửa đầu năm do: 1) duy trì chi phí huy động thấp nhờ tỷ lệ LDR thấp 68,7% vào cuối năm 2023; 2) tỷ lệ CASA cao hơn 12,5%; và 3) giảm chi phí vốn vay nước ngoài.

Mặt khác, chúng tôi kỳ vọng HDB sẽ duy trì lợi suất tài sản giảm 2,1 điểm % svck - chậm hơn so với COF - do các chiến lược: 1) tập trung vào lĩnh vực bất động sản (dư nợ cho vay 17%) để tối ưu hóa nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn; và 2) nhu cầu phục hồi trên các mảng cho vay chính (48% cơ cấu dư nợ cho vay) như Dịch vụ & Thương mại, cho vay hộ kinh doanh và cho vay mua nhà.

Chất lượng tài sản sẽ được củng cố nhờ nền kinh tế phục hồi

Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu (NPL) của HDB sẽ giảm 0,2 điểm % svck xuống còn 1,6% và LLR của HDB sẽ tăng lên 76,9% vào cuối 2024. Giá trị nợ xấu mới hình thành giảm 74,6% sv quý trước xuống còn 323 tỷ đồng trong Q4/23, nối dài đà giảm kể từ Q2/23. Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản sẽ tiếp tục được cải thiện vào năm 2024 vì khách hàng có thể đáp ứng tốt hơn các nghĩa vụ trả nợ khi lãi suất cho vay giảm và thu nhập tăng trong nền kinh tế đang phục hồi của Việt Nam.

P/B dự phóng 2024 đang thấp hơn so với trung bình 5 năm của ngành

P/B hiện tại là 1,5x, cao hơn mức trung bình của các công ty cùng ngành là 1,4x, nhưng HDB vẫn có mức định giá hấp dẫn nhờ ROE 24,2% - cao hơn mức 20,8% của ngành. Ngoài ra, P/B dự phóng là 1,17x trong 2024 - thấp hơn 20% so với mức trung bình ngành 5 năm là 1,46x. ROE cao có thể cải thiện do lợi nhuận ròng tăng 31,5% svck trong 2024, nhờ: 1) mở rộng NIM, 2) tăng trưởng tín dụng cao; và 3) chất lượng tài sản cải thiện.

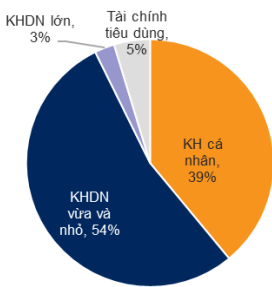
Tổng quan tài chính	12-23A	12-24E	12-25E	12-26E
Tăng trưởng LN ròng (svck)	30,0%	31,9%	17,8%	3,9%
Tăng trưởng tín dụng	31,8%	20,3%	15,9%	16,5%
NIM	4,9%	5,1%	5,1%	4,7%
Hệ số CASA	11,1%	12,5%	13,5%	14,5%
Tỷ lệ nợ xấu	1,8%	1,6%	1,2%	0,7%
Bộ đệm dự phòng (LLR)	65,8%	76,9%	108,3%	184,3%
ROEA	24,2%	26,2%	24,5%	20,5%
P/B	1,51	1,17	0,92	0,75

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập từ năm 1989, HDBank (HDB VN) là một trong những ngân hàng thương mại hàng đầu Việt Nam, đứng thứ 10 về tổng tài sản trong hệ thống ngân hàng Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, HDB hiện sở hữu 352 chi nhánh và phòng giao dịch trải dài trên 61/63 tỉnh thành Việt Nam, phục vụ hơn 17 triệu khách hàng.

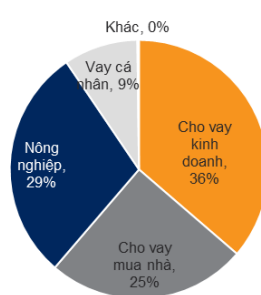
Với hơn 17 triệu khách hàng, HDB là ngân hàng định hướng bán lẻ tại Việt Nam, tự hào có cơ cấu kinh doanh chuyên biệt tập trung vào ngân hàng bán lẻ và doanh nghiệp vừa và nhỏ, cũng như tài chính tiêu dùng. HDB có chiến lược tập trung khai thác chuỗi giá trị ngành nông nghiệp và cung cấp vốn cho các doanh nghiệp trong chuỗi giá trị của các công ty FDI lớn như Coca-Cola và Unilever tại Việt Nam. Ngoài ra, HDB đang tích cực mở rộng thị phần cho vay tại các khu vực nông thôn và đô thị loại hai tại Việt Nam.

Hình 1: Cấu trúc dư nợ cho vay theo loại khách hàng



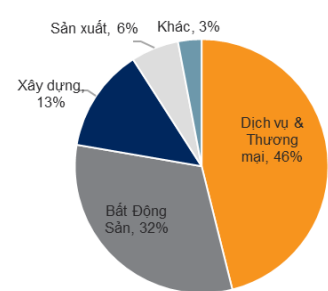
Nguồn: HDB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Cấu trúc dư nợ cho vay cá nhân theo lĩnh vực



Nguồn: HDB, VNDIRECT RESEARCH

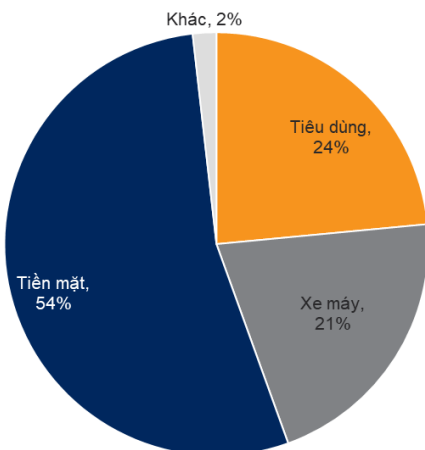
Hình 3: Cấu trúc dư nợ vay khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ theo lĩnh vực



Nguồn: HDB, VNDIRECT RESEARCH

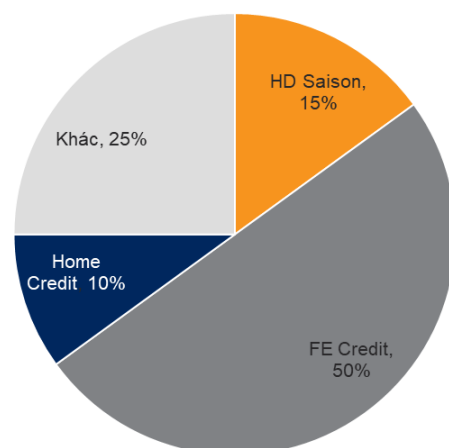
Năm 2013, HDB mua lại 100% cổ phần của Công ty Tài chính TNHH Societe Generale Việt (SGVF), một thành viên của Tập đoàn Societe Generale đến từ Pháp, một trong ba công ty tài chính tiêu dùng lớn nhất Việt Nam. Năm 2015, HDFinance được đổi tên thành HD Saison sau khi bán 49% cổ phần cho Credit Saison từ Nhật Bản và 1% cho Công ty Cổ phần Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HCM VN, Không khuyến nghị). Hiện tại, HD Saison là một công ty lớn trong lĩnh vực tài chính tiêu dùng tại Việt Nam, chiếm thị phần lớn thứ hai (15%). Chiến lược phát triển của HD Saison tập trung vào các lĩnh vực chính như cho vay mua xe máy, hàng tiêu dùng, tiền mặt và các lĩnh vực khác.

Hình 4: Cấu trúc dư nợ cho vay của HD Saison



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Thị phần HD Saison



Nguồn: HDB, VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQKD Q4/23: Hoạt động kinh doanh cốt lõi bùng nổ

Hình 6: Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)

	Q4/23	Q4/22	% svck	% sv quý trước	2023	2022	% svck	% dự phóng	Ghi chú
Thu nhập lãi thuần (NII)	7.473	4.932	51,5%	52,0%	22.184	18.012	23,2%	109%	Cao hơn so với dự phóng trước đó do NIM tăng lên nhờ gia tăng phân bổ vào ngành Bất động sản
Thu nhập ngoài lãi (non-II)	785	937	-16,2%	-32,8%	4.230	3.956	6,9%	85%	Thấp hơn dự phóng do thu nhập từ phí và thu nhập khác thấp hơn dự phóng
Tổng thu nhập HĐ (TOI)	8.258	5.869	40,7%	35,7%	26.414	21.967	20,2%	104%	
Chi phí HĐ	2.630	2.671	-1,5%	14,3%	9.129	8.631	5,8%	97%	
LN trước dự phòng (PPOP)	5.628	3.198	76,0%	48,7%	17.284	13.336	29,6%	108%	
Chi phí dự phòng	1.242	946	31,4%	95,3%	4.268	3.068	39,1%	110%	Cao hơn so với dự phóng
LNTT	4.385	2.252	94,7%	39,3%	13.017	10.268	26,8%	108%	
LN ròng	3.344	1.736	92,6%	34,8%	10.071	7.750	30,0%	110%	Cao hơn so với dự phóng

Nguồn: HDB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Các chỉ số chính của HDB theo quý

	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
NII/TOI	89,2%	81,1%	78,9%	81,5%	83,1%	84,0%	85,6%	77,3%	80,8%	90,5%
Non-II/TOI	10,8%	18,9%	21,1%	18,5%	16,9%	16,0%	14,4%	22,7%	19,2%	9,5%
NIM	4,3%	4,6%	4,7%	5,2%	5,0%	5,4%	4,9%	4,7%	4,5%	6,3%
CIR	38,1%	35,8%	37,6%	36,4%	37,1%	45,5%	34,6%	34,9%	37,8%	31,9%
NPL	1,4%	1,7%	1,6%	1,3%	1,5%	1,7%	1,8%	2,2%	2,3%	1,8%
LLR	80,9%	73,0%	75,9%	93,0%	81,0%	70,4%	61,8%	61,3%	54,2%	65,8%
Tỷ lệ chi phí tín dụng	0,9%	1,2%	1,2%	1,3%	1,2%	1,3%	1,4%	2,0%	0,9%	1,6%
Dự phòng/PPOP	17,6%	33,2%	20,9%	21,8%	20,1%	29,6%	25,8%	34,3%	16,8%	22,1%
ROA	1,8%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	2,0%
ROE	22,6%	23,3%	23,1%	23,4%	24,0%	23,5%	22,6%	22,3%	22,2%	24,7%

Nguồn: HDB, VNDIRECT RESEARCH

Hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng trưởng toàn diện

Tổng thu nhập hoạt động Q4/23 tăng 40,7% svck lên 8.258 tỷ đồng do thu nhập lãi thuần tăng 51,5% svck lên 7.437 tỷ đồng trong Q4/23. Thu nhập lãi Q4/23 tăng mạnh sau khi chậm lại trong ba quý trước đó, đạt mức cao nhất mọi thời đại nhờ NIM mở rộng, và dư nợ cho vay bùng nổ.

Tập trung vào đô thị loại 2 đẩy mạnh tăng trưởng cho vay

Nhờ mô hình kinh doanh độc đáo, tập trung vào chiếm thị phần mảng cho vay BĐS và cấp vốn cho khu vực đô thị loại 2 và khu vực nông thôn, HDB đã đạt mức tăng trưởng cho vay là 30,1% svck vào cuối Q4/23 – một trong những ngân hàng cao nhất toàn hệ thống. Đây đánh dấu mức tăng tốc từ 18,3% svck vào Q3/23.

Thu nhập lãi thuần tăng nhờ lợi suất tài sản tốt hơn

Trong bối cảnh nhu cầu vay vốn tăng mạnh, lợi suất tài sản của HDB tăng 2,4 điểm % svck khi chi phí vốn chỉ tăng 1,2% svck trong Q4/23, khiến NIM tăng 0,9 điểm % svck lên 6,3% - xếp hạng 3 toàn hệ thống. HDB là ngân hàng duy nhất tăng lợi suất tài sản (+1,7 điểm % sv quý trước). Trong khi đó, chi phí vốn giảm 1,1% điểm % sv quý trước trong Q4/23 do 1) tác động của môi trường lãi suất

thấp, và 2) CASA tăng lên 11,1% từ 7,2% trong Q3/23. Điều này thể hiện hiệu quả trong chiến lược của HDB.

Tăng trích lập dự phòng trong khi hoạt động kinh doanh cốt lõi bùng nổ

HDB quản lý hoạt động hiệu quả nhờ chi phí vận hành giảm 1,5% svck trong Q4/23, giảm CIR xuống 31,9%, thấp hơn nhiều sv mức trung bình 5 năm là 42,8%. Nhờ những nỗ lực trên, lợi nhuận hoạt động kinh doanh trước chi phí dự phòng (PPOP) tăng 76,0% svck lên 5.628 tỷ đồng trong Q4/23 – đạt mức cao nhất lịch sử. Mặc dù ngân hàng đã tăng chi phí dự phòng đáng kể lên 31,4% svck trong Q4/23, LNTT vẫn tăng 94,7% svck lên 4.385 tỷ đồng. Trong năm 2023, LNTT của HDB đạt 13.017 tỷ đồng, cao hơn 8% so với dự phóng cho năm 2023 của chúng tôi.

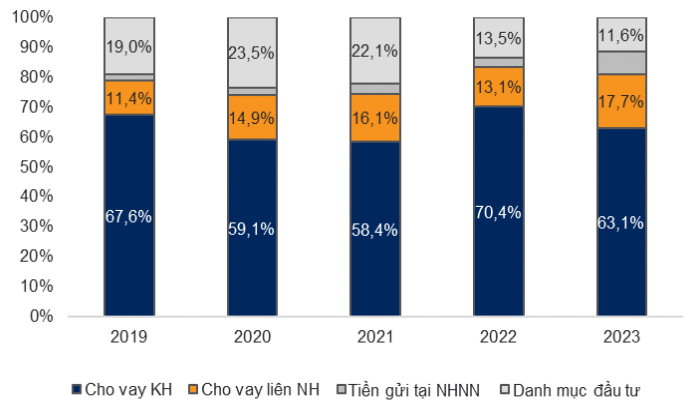
Chất lượng tài sản cải thiện

Chất lượng tài sản của HDB cải thiện trong Q4/23 khi giá trị nợ xấu giảm 7% sv quý trước, khiến tỷ lệ nợ xấu thấp hơn ở mức 1,8% sv 2,3% trong Q3/23. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng lên 65,8% vào cuối Q4/23 từ mức 54,2% vào cuối Q3/23 bởi chi phí dự phòng tăng 95,3% sv quý trước trong Q4/23. Tuy nhiên, trong Q4/23 nợ nhóm 2 tăng 22,4% sv quý trước, chiếm 5,2% dư nợ, cao hơn mức 5,0% trong Q3/23.

Hình 8: Phân tích KPI bằng cân đối kế toán chính của HDB trong 2023

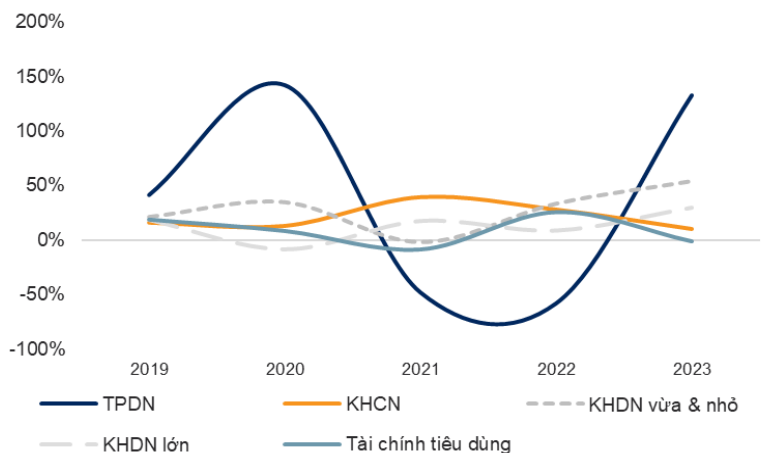
Tài sản sinh lãi (IEA): Danh mục đầu tư thúc đẩy tăng trưởng tài sản sinh lãi

- IEA của HDB tăng 45,2% svck trong 2023, được hỗ trợ bởi sự gia tăng mạnh mẽ trên tất cả các tài sản. Trong đó, cho vay khách hàng tăng 30,1% svck trong 2024, chiếm 63% tổng tài sản sinh lãi.
- Danh mục đầu tư tăng 24,2% svck năm 2023, do trái phiếu doanh nghiệp tăng 133,4% svck (16,1% danh mục đầu tư; 2,8% dư nợ tín dụng). Trong năm 2023, HDB đã thoái 35,8% svck trái phiếu chính phủ trong bối cảnh giá trái phiếu tăng do lãi suất giảm.



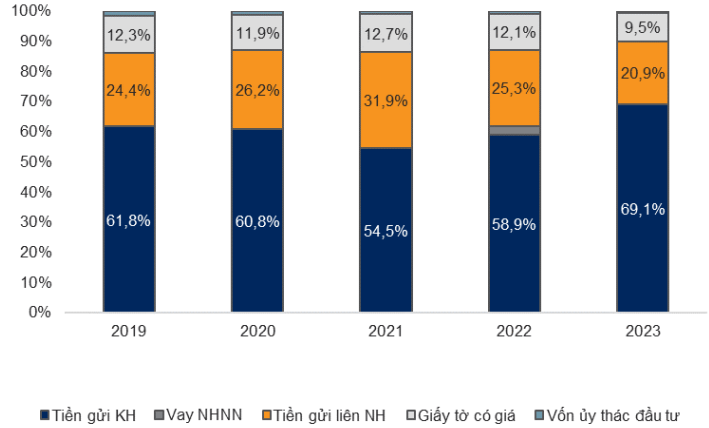
Cơ cấu dư nợ cho vay và tăng trưởng: Cho vay doanh nghiệp là động lực chính

- Dư nợ tín dụng của HDB tăng 31,8% svck trong 2023, cao hơn mức 25,6% của năm 2022, thúc đẩy bởi dư nợ cho vay doanh nghiệp vừa và nhỏ (+54,6% svck) và trái phiếu doanh nghiệp (+133,4% svck) tăng mạnh. Tăng trưởng cho vay của doanh nghiệp vừa và nhỏ chủ yếu được đóng góp bởi lĩnh vực Bất động sản (+327% svck) và lĩnh vực Dịch vụ và Thương mại (+57% svck). HDB đang giành được thị phần trong việc huy động vốn cho lĩnh vực bất động sản tại các thành phố cấp 2 và khu vực nông thôn.
- Trong bối cảnh nền kinh tế năm 2023 tăng trưởng chậm lại, cả nhu cầu tài chính cá nhân và tiêu dùng đều bị ảnh hưởng trong khi nhu cầu tái cấu trúc doanh nghiệp tăng cao.



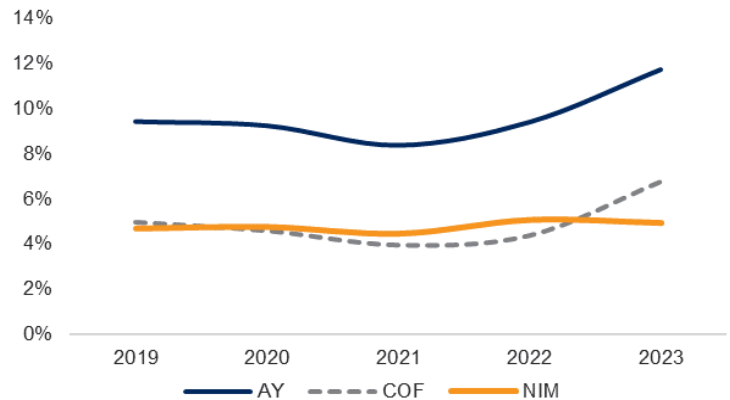
Cơ cấu nguồn vốn: Gia tăng huy động tiền gửi

- Tổng nguồn vốn phải trả lãi của HDB tăng 46,5% svck năm 2023, được thúc đẩy bởi tăng trưởng huy động (+71,8% nửa đầu năm; 69% tổng cơ cấu huy động). Trong 2023, sự tăng trưởng mạnh mẽ của tiền gửi được hỗ trợ bởi 1) HDBank duy trì chính sách giá cạnh tranh hơn so với các công ty cùng ngành lớn hơn 2) Tâm lý tiêu cực đối với thị trường bất động sản và chứng khoán, thúc đẩy các nhà đầu tư nhỏ lẻ tìm kiếm nơi trú ẩn an toàn cho các quỹ nhân rồi của họ.
- Trong năm 2023, HDB huy động mạnh mẽ qua kênh tiền gửi bằng cách đặt lãi suất huy động cao tại quầy 6,8%, cao nhất trong các ngân hàng.
- Năm 2023, LDR chứng kiến mức giảm đáng kể xuống còn 66,2% (so với 76,6% vào cuối năm 2022; ngưỡng quy định là 85%). Chúng tôi tin rằng đây là một lợi thế của HDB trong các giai đoạn sắp tới. Khi nhu cầu tín dụng trở lại, HDB sẽ có thể duy trì hoặc giảm lãi suất huy động nhờ tỷ lệ LDR thấp. Do đó, ngân hàng có thể chứng kiến sự mở rộng NIM mạnh mẽ hơn so với các ngân hàng cùng ngành.
- HDB cũng đạt tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn rất thấp là 22,5% vào cuối năm 2023 (ngưỡng quy định là 30%), tạo lợi thế trong việc mở rộng NIM trong các quý tới.
- Sau ba quý tỷ lệ Casa thấp (~7,5%), HDB chứng kiến tỷ lệ Casa tăng trở lại mức 11,1% vào cuối Q4/23 do 1) tập trung mở rộng cho vay theo chuỗi với các khách hàng chủ chốt, 2) hoạt động kinh doanh của nhóm doanh nghiệp vừa và nhỏ đang dần phục hồi.



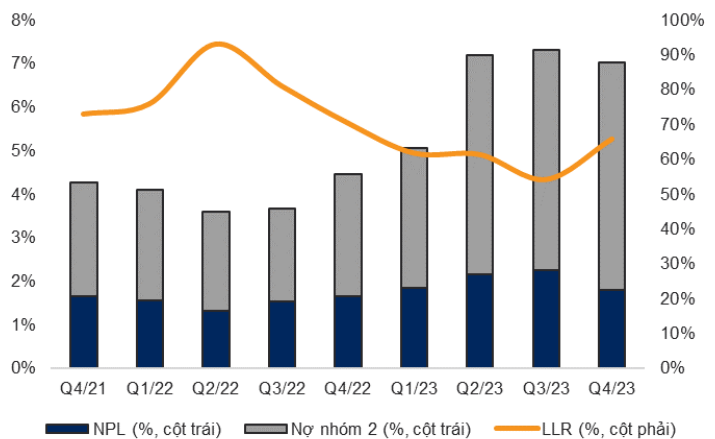
Diễn biến NIM: vững vàng trước sóng gió

- NIM của HDB giảm nhẹ 0,1 điểm % svck xuống 4,9% trong năm 2023 do lợi suất tài sản (AY) tăng 2,3 điểm % so với cùng kỳ, thấp hơn mức tăng chi phí vốn (COF) là 2,4 điểm % so với cùng kỳ. COF tăng là kết quả của lãi suất huy động tăng 2,3 điểm % svck năm 2023 do bình quân tiền gửi tại quầy vẫn cao hơn năm 2022. (6,5% > 5,7%). Trong khi đó, diễn biến chậm hơn của AY được thúc đẩy bởi lãi suất cho vay được duy trì (+1,2 điểm % sv cùng kỳ) để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng.
- Tính theo quý, trong Q4/23, NIM hàng quý của ngân hàng đã phá vỡ đà giảm kể từ Q4/22, tăng lên 6.3% (+1.7 điểm % sv quý trước, +0.9 điểm % nửa đầu năm). NIM cao hơn được đóng góp từ 1) COF bắt đầu giảm xuống 6,6% (-1,1 điểm % sv quý trước) nhờ i) hiệu ứng lãi suất thấp; ii) tỷ lệ Casa cao hơn và 2) AY tăng 0,6 điểm % theo quý do phân bổ nhiều hơn vào trái phiếu doanh nghiệp (+36,3% theo quý).



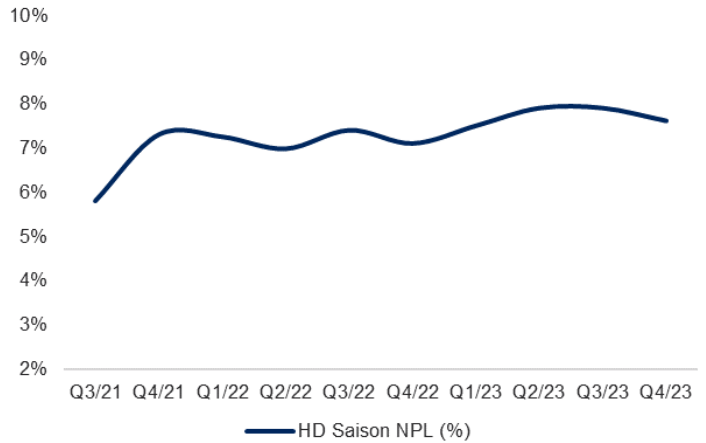
Chất lượng tài sản được cải thiện

- Chất lượng tài sản của HDB đã được cải thiện vào cuối Q4/23 so với cuối Q3/23 khi tỷ lệ nợ xấu giảm xuống còn 1,8%, thấp hơn quý trước là 2,3% và 2) LLR tăng lên 65,8% từ mức 64,2% vào cuối Q3/23.
- Tỷ lệ nợ xấu giảm vào cuối Q4/23 được hỗ trợ bởi 1) tăng trưởng cho vay tăng mạnh và 2) giá trị NPL giảm 6,7% theo quý do khả năng trả nợ của khách hàng tốt hơn trong bối cảnh lãi suất cho vay thấp hơn và thu nhập tốt hơn.
- Tỷ lệ LLR tăng là kết quả của 1) sự gia tăng của chi phí dự phòng (+95,3% sv quý trước) và 2) sử dụng 768 tỷ đồng trích lập trong Q4/23.
- Tuy nhiên, trong Q4/23, cho vay nhóm 2 tăng 22.4% sv quý trước, chiếm 5.2% số cho vay, cao hơn mức 5.0% trong Q3/23.



Tài chính tiêu dùng (HD Saison) phục hồi

- HD Saison ghi nhận 259 tỷ đồng LN trước thuế Q4/23 (+64% svck, +198% sv quý trước), đóng góp 5,9% vào LN trước thuế hợp nhất của HDB trong Q4/23. Tăng trưởng lợi nhuận tích cực đã phá vỡ đà tăng trưởng âm kể từ Q3/22.
- Trong 9T23, HD Saison công bố LNTT đạt 660 tỷ đồng (-43% svck), đóng góp 5,1% vào LN TT hợp nhất của HDB.
- Dự nợ cho vay giảm -4% ytd nhưng tăng 7,0% sv quý trước vào cuối Q4/23. NIM đạt là 29,0% trong Q4/23 (-0,4 điểm % sv quý trước).
- Tỷ lệ nợ xấu của HD Saison giảm 0,3 điểm % sv quý trước, báo hiệu đỉnh tiềm năng của nợ xấu và khả năng cải thiện trong quý tới, nhờ môi trường lãi suất thấp.



Nguồn: HDB, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng 2024: Triển vọng năm 2024 tươi sáng

Hình 9: Điều chỉnh dự phóng (tỷ đồng, trừ khi có ghi chú khác)

	Dự phóng Cựu		Dự phóng mới				Nhận xét
	2024	2025	2024	% svck	2025	% svck	
Thu nhập lãi thuần (NII)	24.175	29.109	29.353	32,3%	33.985	15,8%	Chúng tôi nâng dự phóng năm 2024 để phản ánh chiến lược tập trung vào mảng bất động sản tại khu vực nông thôn và đô thị loại
NIM	5,0%	5,1%	5,1%	0,2 điểm %	5,1%	0,0 điểm %	
Tăng trưởng tín dụng	19,3%	18,1%	20,3%		15,9%		
Thu nhập ngoài lãi (non-II)	5.877	6.950	4.194	-0,8%	4.777	13,9%	Giảm dự phóng thu nhập từ thanh lý danh mục đầu tư
Tổng thu nhập HĐ (TOI)	30.052	36.059	33.547	27,0%	38.762	15,5%	
Chi phí HĐ	11.119	13.342	11.406	24,9%	13.179	15,5%	Chúng tôi giảm dự phóng CIR năm 2024 để phản ánh việc áp dụng công nghệ để tối ưu hóa chi phí vận hành
CIR	37,0%	37,0%	34,0%	-0,6 điểm %	34,0%	0,0 điểm %	
LN trước dự phòng (PPOP)	18.932	22.717	22.141	28,1%	25.583	15,5%	
Chi phí dự phòng	4.334	5.308	4.978	16,6%	5.368	7,8%	
Chi phí tín dụng	1,26%	1,30%	1,31%	-0,1 điểm %	1,20%	-0,1 điểm %	
LNTT	14.598	17.409	17.163	31,9%	20.215	17,8%	
LN ròng	11.018	13.139	13.279	31,9%	15.640	17,8%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

TOI tăng mạnh được hỗ trợ bởi hoạt động kinh doanh cốt lõi

Chúng tôi kỳ vọng TOI năm 2024 sẽ tăng 27,0% svck, cao hơn mức 20,2% svck trong 2023, do NII tăng 32,3% svck. Chúng tôi dự đoán NII sẽ chứng kiến sự gia tăng mạnh mẽ trong 2024, mức tăng trưởng cao nhất kể từ năm 2016, do kết quả của 1) NIM mở rộng lên 5,1% và 2) tăng trưởng tín dụng tăng 20,3% svck 2024.

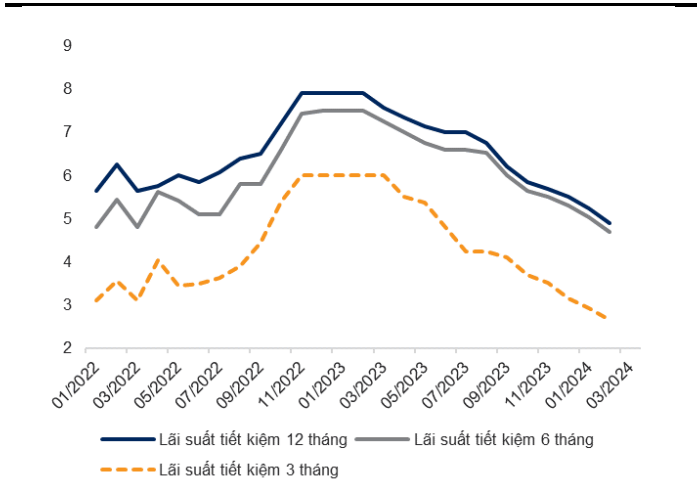
Trong 2024, chúng tôi tin rằng NIM có thể tăng 0,2 điểm % svck lên 5,1% do 1) COF giảm xuống 4,5% (-2,2 điểm % svck), trong khi 2) AY giảm chậm hơn 2,1 điểm % svck. Một mặt, chúng tôi tin rằng COF thấp hơn chủ yếu là do lãi suất huy động của HDB sẽ giảm 2,2 điểm % svck do 1) duy trì chi phí huy động thấp nhờ tỷ lệ LDR thấp 68,2% vào 2023, 2) tỷ lệ CASA cao hơn 12,5% bằng cách khai thác cơ sở khách hàng theo chuỗi giá trị với các doanh nghiệp neo là doanh nghiệp FDI, và 3) giảm chi phí huy động vốn vay nước ngoài vì FED dự kiến sẽ cắt giảm lãi suất ba lần.

Mặt khác, chúng tôi kỳ vọng HDB sẽ duy trì AY giảm chậm hơn COF do chiến lược 1) tập trung vào lĩnh vực bất động sản vùng ven (17% cơ cấu dư nợ cho vay) và 2) nhu cầu tín dụng hồi phục trên các mảng chính (48% cơ cấu dư nợ cho vay) như Dịch vụ & Thương mại, cho vay hộ kinh doanh và cho vay mua nhà.

Sự phục hồi của nhu cầu tín dụng trên các mảng cho vay chính sẽ hỗ trợ HDB duy trì tăng trưởng tín dụng ở mức cao khoảng 20,3% trong 2024. Sự phục hồi của nhu cầu tín dụng sẽ được hỗ trợ bởi sự phục hồi trong hoạt động sản xuất, xuất khẩu và tiêu dùng cá nhân.

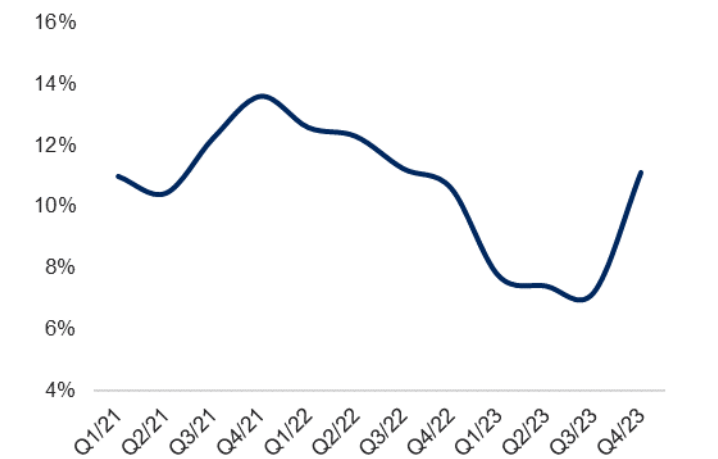
Trong nửa đầu năm 2024, chúng tôi tin rằng việc cải thiện dần hoạt động sản xuất và xuất khẩu sẽ thúc đẩy nhu cầu tăng vốn lưu động của các doanh nghiệp (56% cơ cấu dư nợ cho vay). Trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi tin rằng nhu cầu của khách hàng cá nhân (39% cơ cấu dư nợ cho vay) và tài chính tiêu dùng (5% cơ cấu dư nợ cho vay) sẽ là động lực chính, được thúc đẩy bởi 1) lãi suất cho vay thấp hơn và 2) tiêu dùng cá nhân trở lại.

Hình 10: Lãi suất tiền gửi của HDB tại quầy đã giảm kể từ Q1/23 (%)



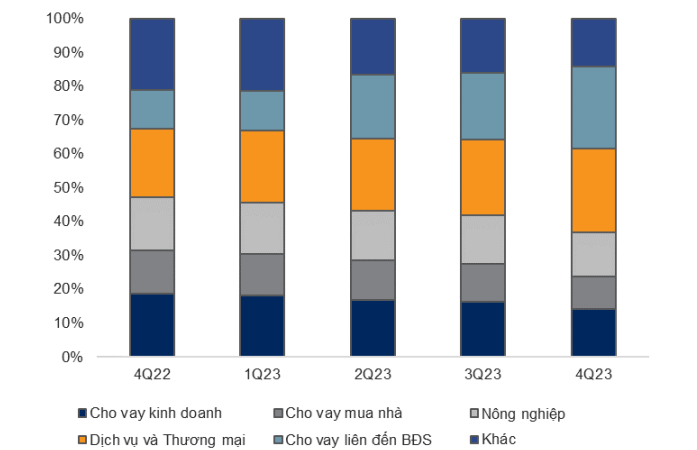
Nguồn: HDB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Tỷ lệ CASA đã tăng trở lại trong Q4/23 từ mức cơ sở thấp trong Q1-Q2/23 (%)



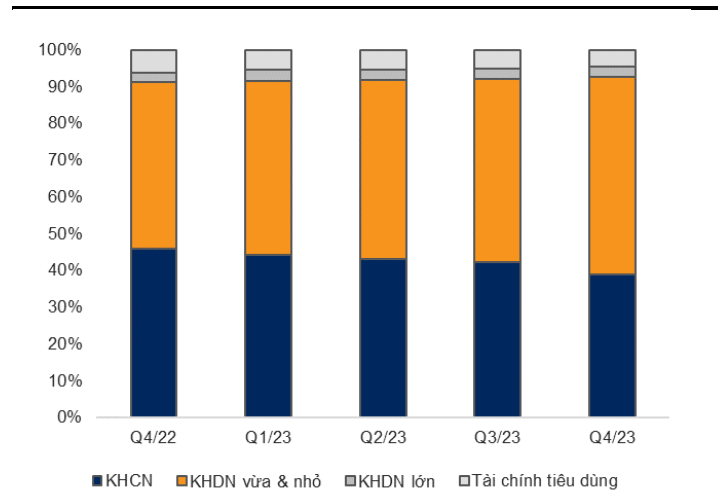
Nguồn: HDB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Tỷ lệ cơ cấu của bất động sản trên tổng dư nợ đã tăng đáng kể trong năm 2023



Nguồn: HDB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Cơ cấu dư nợ cho vay theo loại khách hàng (%)



Nguồn: HDB, VNDIRECT RESEARCH

NIM tăng mạnh trong bối cảnh chất lượng tài sản tốt hơn

Đồng bộ với xu hướng chuyển đổi số, HDB đã hợp tác với BCG và tập trung khai thác, ứng dụng AI để nâng cao hiệu quả hoạt động. Điều này đã giúp tối ưu hóa hoạt động, giảm tỷ lệ CIR xuống dưới 40% trong 3 năm qua. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục, hỗ trợ tỷ lệ CIR của HDB sẽ tiếp tục giảm xuống 34,0% trong 2024 từ 34,6%. Cùng với kỳ vọng TOI tăng 27,0% svck, lợi nhuận hoạt động trước dự phòng (PPOP) dự kiến sẽ tăng 28,1% svck trong 2024, duy trì mức tăng trưởng cao trên 20%.

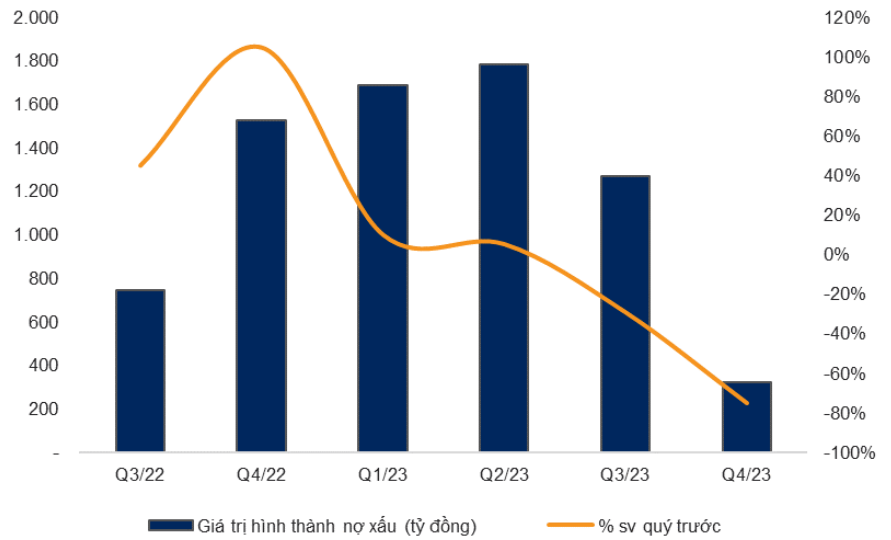
Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của HDB sẽ tăng 31,9% svck trong 2024, cao hơn mức tăng trưởng PPOP là 28,1% svck, do chi phí tín dụng thấp hơn 1,3% (2023: 1,4%) trong bối cảnh chất lượng tài sản được nâng cao.

Như đã đề cập ở trên, chất lượng tài sản của HDB được cải thiện trong Q4/23 với NPL thấp hơn và LLR cao hơn. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp diễn

trong 2024 do khả năng thực hiện nghĩa vụ trả nợ tốt hơn do 1) lãi suất cho vay thấp hơn và 3) thu nhập tốt hơn nhờ nền kinh tế Việt Nam dần trở lại.

Ngoài ra, giá trị hình thành nợ xấu mới giảm 74,6% sv quý trước xuống còn 323 tỷ đồng trong Q4/23, nối dài đà giảm kể từ Q2/23. Tóm lại, chúng tôi kỳ vọng NPL của HDB sẽ giảm 0,2 điểm % svck năm ngoái xuống còn 1,6% và LLR sẽ tăng lên 76,9% vào cuối 2024.

Hình 14: Giá trị hình thành nợ xấu đã giảm đáng kể trong Q4/23



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 29.700 đồng

Chúng tôi kết hợp định giá P/B và phương pháp thu nhập thặng dư với tỷ trọng bằng nhau 50% để đưa ra mức giá mục tiêu 29.700 VND cho HDB. Chúng tôi điều chỉnh chi phí vốn chủ sở hữu với 1) [phần bù rủi ro vốn cổ phần](#) thấp hơn là 9,0% (so với tỷ lệ trước đó là 9,6%) và 2) lãi suất phi rủi ro thấp hơn 2,24%, là lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm tại ngày 31/12/2023. P/B mục tiêu trong 2024 ước tính là 1,46x, tương đương với P/B trung bình 5 năm của HDB.

Hình 15: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	30.281	15.141
Hệ số P/B (1,46 lần cho năm 2024)	50%	29.072	14.536
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			29.677
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu, làm tròn)			29.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư

Giá định chính	2024	2025	2026	2027	2028	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro (TPCP 10 năm)	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%
Phần bù rủi ro	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%
Beta	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Chi phí vốn chủ sở hữu	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%
% ROE	28,6%	27,2%	22,2%	22,7%	23,7%	
Tăng trưởng dài hạn						3,00%
Thu nhập thặng dư	5.975	6.574	4.715	6.201	8.715	5.404
Tỷ lệ chiết khấu	0,86	0,75	0,64	0,56	0,48	
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	5.163	4.908	3.041	3.456	4.196	42.425
Giá trị sổ sách đầu kỳ	46.400					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	20.763					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	20.427					
Giá trị vốn chủ sở hữu	87.591					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	2.893					
Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)	30.281					

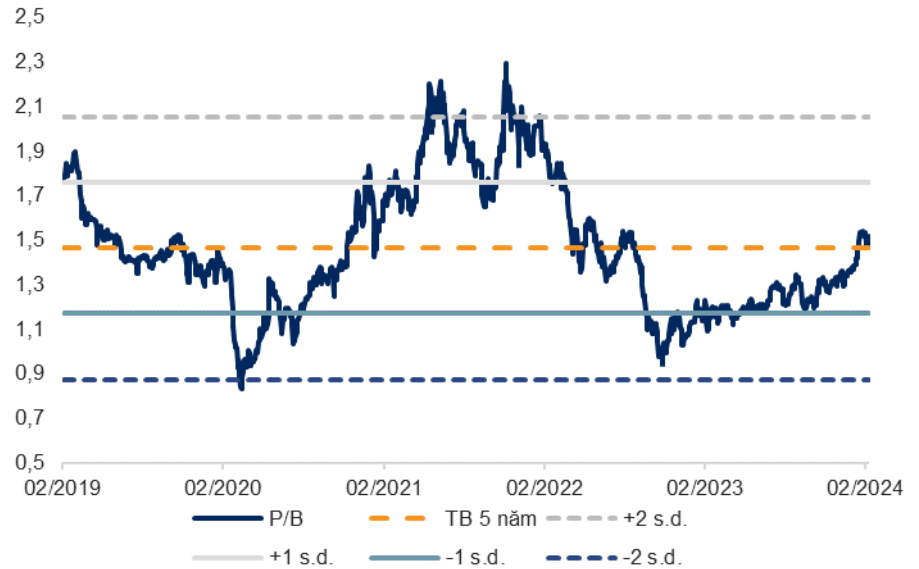
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Phân tích độ nhạy của P/B

Chi phí vốn cổ phần	ROE				
	17,6%	18,6%	19,6%	20,6%	21,6%
13,7%	1,28	1,35	1,43	1,50	1,57
14,7%	1,19	1,26	1,33	1,40	1,46
15,7%	1,12	1,18	1,24	1,31	1,37
16,7%	1,05	1,11	1,17	1,23	1,29
17,7%	0,99	1,05	1,10	1,16	1,22

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: HDB hiện đang giao dịch ở mức gần bằng P/B trung bình 5 năm



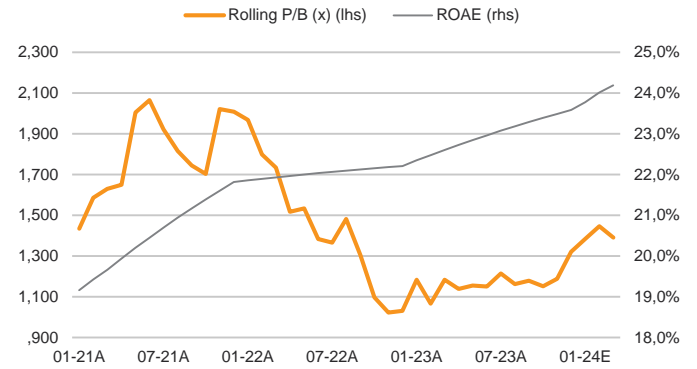
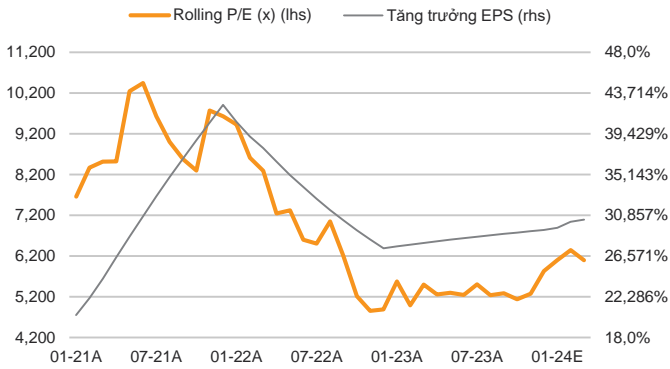
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: So sánh ngân hàng Việt Nam (giá tính đến ngày 06/03/2023)

Ngân hàng	Mã CK	Khuyến nghị	NIM (%)		NPL (%)		P/B (x)		P/E (x)		Dự phóng tăng trưởng bình quân 3 năm tới (%)	ROA (%)		ROE (%)	
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025		2024	2025	2024	2025
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	3,3%	3,2%	0,9%	0,9%	2,3	1,9	11,6	10,7	10,7%	1,9%	1,9%	21,5%	19,5%
VietinBank	CTG VN	Khả quan	2,9%	2,9%	1,9%	1,8%	1,2	1,0	10,1	9,0	16,7%	1,2%	1,2%	16,9%	16,5%
VP Bank	VPB VN	Khả quan	5,8%	5,8%	4,2%	3,3%	0,9	0,8	8,0	6,3	32,3%	2,2%	2,4%	13,3%	15,4%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	119,1%	103,2%	1,2%	1,1%	0,9	0,8	5,2	5,2	25,0%	3,4%	2,9%	19,8%	16,7%
NHTMCP Quân Đội	MBB VN	Khả quan	5,6%	0,0%	1,6%	1,5%	1,0	0,8	5,1	4,3	18,8%	2,5%	2,6%	22,2%	22,0%
NHTMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	4,0%	4,3%	0,9%	0,9%	1,0	0,8	5,2	4,5	15,6%	2,4%	2,4%	22,5%	20,9%
NHTMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	Khả quan	4,7%	4,7%	3,0%	2,5%	1,1	0,9	5,0	4,2	19,6%	2,6%	2,6%	25,2%	23,4%
NHTMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	4,1%	4,2%	1,8%	1,4%	1,1	0,9	6,3	5,8	9,6%	1,8%	1,7%	18,7%	16,9%
NHTMCP Liên Việt	LPB VN	Trung lập	3,6%	3,7%	2,7%	2,3%	1,1	0,9	6,6	5,9	16,0%	1,4%	1,4%	17,7%	16,5%
<i>Trung Bình</i>			<i>17,0%</i>	<i>14,7%</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,2</i>	<i>1,0</i>	<i>7,0</i>	<i>6,2</i>	<i>18,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,1%</i>	<i>19,8%</i>	<i>18,6%</i>
HD Bank	HDB VN	Khả quan	5,1%	5,1%	1,6%	1,2%	1,2	0,9	5,1	4,3	24,6%	2,1%	2,1%	26,2%	24,5%

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKDK

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Thu nhập lãi thuần	22.184	29.353	33.985
Thu nhập lãi suất ròng	4.230	4.194	4.777
Tổng lợi nhuận hoạt động	26.414	33.547	38.762
Tổng chi phí hoạt động	(9.129)	(11.406)	(13.179)
LN trước dự phòng	17.284	22.141	25.583
Tổng trích lập dự phòng	(4.268)	(4.978)	(5.368)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	13.017	17.163	20.215
Thuế	(2.681)	(3.535)	(4.163)
Lợi nhuận sau thuế	10.336	13.628	16.052
Lợi ích cổ đông thiểu số	(265)	(350)	(412)
LN ròng	10.071	13.279	15.640

Bảng cân đối kế toán

(VNDtỷ)	12-23A	12-24E	12-25E
Tổng cho vay khách hàng	343.404	414.317	480.864
Cho vay các ngân hàng khác	96.515	119.678	107.711
Tổng cho vay	439.919	533.996	588.574
Chứng khoán - Tổng cộng	62.757	70.627	79.522
Các tài sản sinh lãi khác	41.592	45.751	50.326
Tổng các tài sản sinh lãi	544.268	650.373	718.422
Tổng dự phòng	(4.139)	(5.337)	(6.238)
Tổng cho vay khách hàng	339.350	409.073	474.727
Tổng tài sản sinh lãi ròng	540.130	645.037	712.184
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	2.810	3.091	3.400
Tổng đầu tư	144	158	174
Các tài sản khác	59.231	63.420	67.907
Tổng tài sản không sinh lãi	62.185	66.669	71.481
Tổng tài sản	602.315	711.706	783.665
Nợ khách hàng	370.778	433.810	498.882
Dư nợ tín dụng	50.938	56.032	61.635
Tài sản nợ chịu lãi	421.716	489.842	560.517
Tiền gửi	112.087	128.900	146.946
Tổng tiền gửi	533.803	618.742	707.463
Các khoản nợ lãi suất khác	2.838	2.838	2.838
Tổng các khoản nợ lãi suất	536.641	621.580	710.301
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	19.274	32.530	127
Tổng nợ không lãi suất	19.274	32.530	127
Tổng nợ	555.915	654.109	710.428
Vốn điều lệ và	29.076	28.926	28.926
Thặng dư vốn cổ phần	536	536	536
Cổ phiếu quỹ	(413)	(413)	(413)
LN giữ lại	10.562	23.841	39.480
Các quỹ thuộc VCSH	4.708	4.708	4.708
Vốn chủ sở hữu	44.469	57.597	73.237
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.931	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	46.400	57.597	73.237
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	602.315	711.706	783.665

	12-23A	12-24E	12-25E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	71,8%	17,0%	15,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	30,1%	20,7%	16,1%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	23,2%	32,3%	15,8%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	29,6%	28,1%	15,5%
Tăng trưởng LN ròng	30,0%	31,9%	17,8%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	45,3%	19,4%	10,4%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	3.482	4.591	5.407
BVPS (VND)	15.374	19.912	25.319
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	29,3%	31,9%	17,8%

Các chỉ số chính

	12-23A	12-24E	12-25E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,8%	4,9%	5,0%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(34,6%)	(34,0%)	(34,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,8%	1,6%	1,2%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,8%	1,7%	1,2%
LN/ TB cho vay	1,4%	1,3%	1,2%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	13,4%	13,1%	14,4%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	81,4%	84,6%	85,8%
Biên lợi và độ đàn hồi			
Thu nhập/ TS sinh lãi	11,5%	9,3%	9,6%
Chi phí cho các quỹ	6,7%	4,5%	4,8%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	4,4%	4,5%	4,5%
ROAE	23,6%	25,5%	23,9%

Nguồn: VND RESEARCH

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.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu Định nghĩa:

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 Định nghĩa:

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

Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Võ Minh Chiến – Trưởng phòng

Email: chien.vominh@vndirect.com.vn

Vũ Mạnh Hùng – Chuyên viên phân tích

Email: 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

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