

## HDBANK (HDB) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

|                                    |                                  |                                |                                |                           |
|------------------------------------|----------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|---------------------------|
| <b>Giá thị trường</b><br>VND24.500 | <b>Giá mục tiêu</b><br>VND35.900 | <b>Tỷ suất cổ tức</b><br>0,00% | <b>Khuyến nghị</b><br>KHẢ QUAN | <b>Ngành</b><br>Tài chính |
|------------------------------------|----------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|---------------------------|

Ngày 27/04/2022

|                             |                 |
|-----------------------------|-----------------|
| <b>Triển vọng ngắn hạn:</b> | <b>Tích cực</b> |
| <b>Triển vọng dài hạn:</b>  | <b>Tích cực</b> |
| <b>Định giá:</b>            | <b>Tích cực</b> |

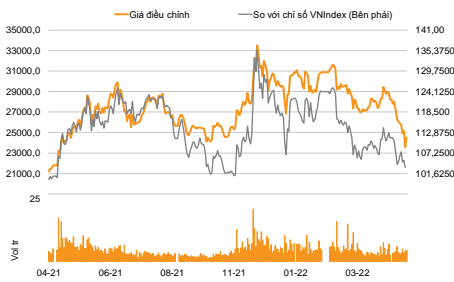
Consensus\*: Mua:5 Giữ:3 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 3,1%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

|                         |         |
|-------------------------|---------|
| Cao nhất 52 tuần (VND)  | 33.500  |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 21.440  |
| GTGDBQ 3 tháng (tr VND) | 123.219 |
| Thị giá vốn (tỷ VND)    | 47.388  |
| Free float (%)          | 70      |
| P/E trượt (x)           | 8,14    |
| P/B hiện tại (x)        | 1,70    |

### Cơ cấu sở hữu

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

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Trần Thị Thu Thảo**

thao.tranthu2@vndirect.com.vn

## Phía trước vẫn là những ngày đẹp trời

- HDB được biết đến như một ngân hàng bán lẻ tập trung vào phân khúc nông thôn và đô thị loại 2 (chiếm hơn 50% tổng danh mục cho vay).
- Chúng tôi kỳ vọng HDB sẽ đạt tăng trưởng lợi nhuận 24%/22% trong năm 2022-23 dựa trên tăng trưởng tín dụng cao và thu nhập từ phí vượt trội.
- Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu với đánh giá KHẢ QUAN, giá mục tiêu 35.900đ/cp.

### Khuyến nghị lần đầu với đánh giá KHẢ QUAN, giá mục tiêu 35.900đ/cp

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu HDB với giá mục tiêu là 35.900đ/cp, dựa trên phương pháp định giá thu nhập thặng dư (COE: 15,2%; LTG: 3%) và P/BV năm 2022 là 1,9 lần. HDB đã xây dựng nên một mô hình kinh doanh với tỷ suất sinh lợi cao và bảng cân đối kế toán lành mạnh, giúp ngân hàng có thể tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trong thời gian tới. Chúng tôi kỳ vọng rằng HDB sẽ ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận bình quân 22% trong giai đoạn 2022-24; bên cạnh đó triển vọng việc ký kết hợp đồng bảo hiểm độc quyền mới sẽ là động lực tăng trưởng mạnh cho HDB trong thời gian tới.

### Mô hình kinh doanh khác biệt với tỷ suất sinh lợi cao

HDB đã xây dựng hình ảnh là một ngân hàng bán lẻ tiêu biểu; tuy nhiên, khác với các ngân hàng khác, HDB đã đưa những dịch vụ của mình đến với những khách hàng ở khu vực đô thị loại 2/nông thôn – nơi có nhu cầu vay vốn lớn nhưng khả năng tiếp cận đến các dịch vụ tài chính vẫn còn nhiều hạn chế. Ngoài ra, HDB cũng đã thiết lập cho mình một tệp khách hàng lớn thông qua mối liên hệ chặt chẽ với các doanh nghiệp như VietJet, Vinamilk, Petrolimex... Nhờ vào chiến lược đúng đắn và khả năng quản trị rủi ro tốt, HDB đã ghi nhận những thành tựu trong 5 năm qua với tốc độ tăng trưởng kép tổng tài sản là 20% và lợi nhuận là 52,3%; thuộc top-5 các ngân hàng có tỷ suất sinh lợi cao nhất (NIM 4,4% và ROE 23,3%) và chất lượng tài sản tốt hơn các ngân hàng có khẩu vị rủi ro cao (NPL 1,7% và LLR 70% so với mức bình quân ngành 2,9% và 61,7%).

### Tín dụng dẫn dắt tăng trưởng; banca là điểm sáng trong bức tranh 2022

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận (LN) ròng của HDB sẽ tăng 24%/22% trong 2022-23. Với tỷ lệ an toàn vốn cao 14,4% (trung bình ngành 9-12%); HDB sẽ được cấp hạn mức tín dụng cao bởi NHNN, ít nhất là 22% theo ước tính của chúng tôi. Bên cạnh đó, hoạt động phân phối bảo hiểm sẽ là nhân tố chính đóng góp vào tăng trưởng thu nhập từ phí; và việc ký kết hợp đồng bảo hiểm độc quyền mới trong thời gian tới sẽ là động lực tăng trưởng mạnh mẽ cho HDB.

### Định giá hấp dẫn

HDB đang giao dịch tại P/BV 2022 là 1,5 lần - thấp hơn mức trung bình 5 năm và trung bình ngành là 1,9 lần trong khi khả năng sinh lợi của ngân hàng đã vượt xa mức trung bình 5 năm (ROE 23%). Chúng tôi tin rằng đợt giảm giá mạnh vừa qua là một cơ hội tốt để có thể tích lũy được cổ phiếu của một ngân hàng với tốc độ tăng trưởng cao và chất lượng tài sản tốt như HDB. Rủi ro giảm giá bao gồm lạm phát cao hơn dự kiến và nợ xấu tăng cao hơn dự kiến.

| Tổng quan tài chính (VND)    | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Thu nhập lãi thuần (tỷ)      | 9.747  | 11.898 | 13.891 | 15.780 | 18.760 |
| Biên lãi thuần               | 4,7%   | 4,7%   | 4,4%   | 4,3%   | 4,3%   |
| Tổng thu nhập hoạt động (tỷ) | 11.388 | 13.779 | 16.758 | 20.948 | 25.017 |
| Trích lập dự phòng (tỷ)      | 1.289  | 1.788  | 2.306  | 2.686  | 2.957  |
| LN ròng (tỷ)                 | 3.605  | 4.249  | 6.054  | 7.511  | 9.158  |
| Tăng trưởng LN ròng (%)      | 26,8%  | 17,9%  | 42,5%  | 24,1%  | 21,9%  |
| EPS điều chỉnh               | 2.235  | 2.128  | 3.039  | 3.713  | 4.527  |
| BVPS                         | 19.560 | 14.429 | 16.037 | 18.392 | 22.677 |
| ROAE                         | 21,6%  | 20,6%  | 23,3%  | 23,6%  | 23,7%  |

Nguồn: VND RESEARCH

## PHÍA TRƯỚC VẪN LÀ NHỮNG NGÀY ĐẸP TRỜI

### Luận điểm đầu tư

#### Chúng tôi ưa thích HDB do...

- **HDB được biết đến là một “ngân hàng nông nghiệp” với tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ và khả năng sinh lời cao.** HDB đã định vị mô hình kinh doanh là một ngân hàng bán lẻ tập trung vào phân khúc khách hàng ở khu vực đô thị loại 2/nông thôn – khu vực có tỷ lệ tiếp cận với các dịch vụ tài chính còn thấp so với thành thị. Với việc thâm nhập vào thị trường nông thôn – khu vực đông dân và lĩnh vực tài chính tiêu dùng, HDB đã tạo dựng được cho mình một tệp khách hàng lớn. Bên cạnh đó, ngân hàng cũng tận dụng những mối liên kết chặt chẽ với các doanh nghiệp lớn tại Việt Nam để mở rộng thêm tệp khách hàng sẵn có. Theo đó, HDB đã có đủ tiềm lực và khả năng để nắm bắt được cơ hội phát triển mô hình ngân hàng bán lẻ - hiện đang là xu hướng của ngành ngân hàng Việt Nam.

Nhờ vào chiến lược đúng đắn và khả năng quản trị rủi ro tốt, HDB đã vượt mình và đạt được những thành tựu đáng kể trong 5 năm vừa qua với tổng tài sản và lợi nhuận ghi nhận tăng trưởng kép lần lượt là 20% và 52,3%; trở thành 1 trong những ngân hàng có mức sinh lợi tốt nhất Việt Nam (NIM 4,4%; ROA 2% và ROE 23,3%); và ghi nhận chất lượng tài sản tốt hơn so với các ngân hàng có khẩu vị rủi ro cao với tỷ lệ NPL 1,7% và LLR 70% cuối năm 2021 (so với trung bình lần lượt là 2,9% và 61,7%).

- **Hợp đồng phân phối bảo hiểm độc quyền sẽ là động lực tăng trưởng mạnh mẽ cho HDB.** Hoạt động phân phối bảo hiểm sẽ thúc đẩy tăng trưởng thu nhập từ phí của ngân hàng trong thời gian tới thông qua việc tận dụng tệp khách hàng lớn sẵn có. Quan trọng hơn, chúng tôi tin rằng việc ký kết hợp đồng độc quyền giữa HDB và FWD/hoặc tái ký hợp đồng với Dai-ichi sẽ là một động lực tăng trưởng mạnh mẽ cho ngân hàng trong thời gian tới khi HDB có thể ghi nhận khoản phí trả trước lớn vào thu nhập từ phí.
- **Định giá hấp dẫn.** Giá cổ phiếu HDB ghi nhận đà giảm khá mạnh trong những tháng gần đây, phản ứng những lo ngại về rủi ro nợ xấu gia tăng trên toàn ngành ngân hàng sau khi Thông tư 14 hết hiệu lực vào cuối tháng 6/2022. Tuy vậy chúng tôi tin rằng giá cổ phiếu hiện tại đã phản ánh các rủi ro nói trên và định giá hiện tại của HDB đang ở mức thấp đối với một ngân hàng có tỷ suất sinh lời ROE cao hơn 23% cho giai đoạn 3 năm tới; trong khi HDB lại đang giao dịch tại mức P/BV 2022 là 1,5x – thấp hơn nhiều so với mức trung bình 5 năm và trung bình ngành là 1,9x. Nói cách khác, một ngân hàng có khả năng ghi nhận mức sinh lợi vượt trội hơn so với trung bình 5 năm nhưng định giá P/BV lại dưới mức trung bình 5 năm, cho thấy một mức định giá hấp dẫn cho các nhà đầu tư có thể tích lũy dần và nắm giữ.

#### Báo cáo lần đầu cho HDB: khuyến nghị KHẢ QUAN

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm cho HDB là 35.900đ/cp (tiềm năng tăng giá 43%), dựa trên phương pháp định giá thu nhập thặng dư (COE: 15,2%; LTG: 3%) và P/BV 1,9 lần. Tiềm năng tăng giá bao gồm biên lãi thuần cao hơn dự kiến và khả năng ký kết hợp đồng bảo hiểm độc quyền trong thời gian tới. Rủi ro giảm giá bao gồm lạm phát cao hơn dự kiến làm chậm lại đà tăng trưởng tín dụng và nợ xấu tăng cao hơn dự kiến.

Hình 1: Giá mục tiêu

| Phương pháp                           | Tỷ trọng | Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu) | Đóng góp (VND/cổ phiếu) |
|---------------------------------------|----------|-------------------------------|-------------------------|
| Thu nhập thặng dư                     | 50%      | 36.252                        | 18.126                  |
| Hệ số P/B (1,9 lần cho năm 2022)      | 50%      | 35.496                        | 17.748                  |
| Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)           |          |                               | 35.874                  |
| Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu, làm tròn) |          |                               | <b>35.900</b>           |

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 2: Bảng so sánh các ngân hàng Việt Nam (giá đóng cửa ngày 26/04/2022)

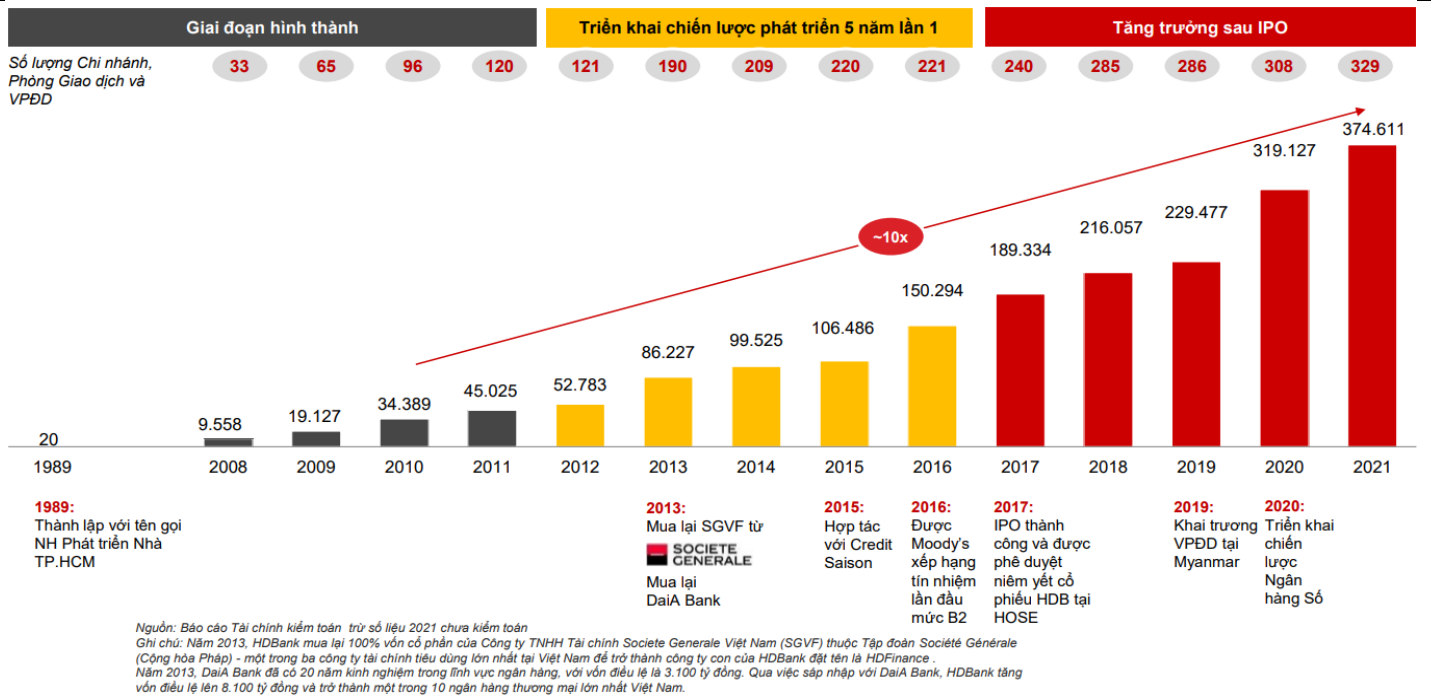
| Ngân hàng                  | Mã Bloomberg  | Khuyến nghị     | Giá đóng cửa  |               | Vốn hóa tỷ USD | P/BV (x)   |            | P/E (x)     |            | Tăng trưởng kép EPS 3 năm % | ROE %        |              | ROA %       |             |
|----------------------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|----------------|------------|------------|-------------|------------|-----------------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
|                            |               |                 | Nội tệ        | Nội tệ        |                | 2022       | 2023       | 2022        | 2023       |                             | 2022         | 2023         | 2022        | 2023        |
| Vietcombank                | VCB VN        | Khả quan        | 80.500        | 118.700       | 17,2           | 3,1        | 2,6        | 19,1        | 15,9       | 23,8%                       | 20,0%        | 21,0%        | 1,7%        | 1,8%        |
| Techcombank                | TCB VN        | Khả quan        | 41.500        | 70.000        | 7,7            | 1,6        | 1,3        | 8,3         | 6,9        | 23,3%                       | 22,1%        | 21,6%        | 3,6%        | 3,7%        |
| Vietinbank                 | CTG VN        | Khả quan        | 27.650        | 41.700        | 7,0            | 1,6        | 1,4        | 16,9        | 14,1       | 17,3%                       | 15,0%        | 15,8%        | 1,0%        | 1,1%        |
| VPBank                     | VPB VN        | Trung lập       | 36.400        | 45.800        | 7,6            | 1,6        | 1,4        | 10,9        | 8,5        | 22,7%                       | 16,1%        | 17,0%        | 3,0%        | 3,2%        |
| NHTM CP Quân Đội           | MBB VN        | Trung lập       | 29.350        | 40.800        | 5,5            | 1,8        | 1,5        | 10,9        | 8,6        | 24,2%                       | 23,0%        | 23,0%        | 2,3%        | 2,4%        |
| NH TMCP Á Châu             | ACB VN        | Khả quan        | 30.900        | 41.800        | 4,0            | 1,6        | 1,3        | 8,0         | 7,0        | 21,3%                       | 23,6%        | 22,5%        | 2,2%        | 2,2%        |
| NH TMCP Quốc Tế Việt Nam   | VIB VN        | Trung lập       | 41.100        | 46.400        | 3,3            | 2,4        | 1,9        | 10,5        | 8,9        | 17,0%                       | 27,0%        | 25,0%        | 2,1%        | 2,0%        |
| NH TMCP Tiên Phong         | TPB VN        | Trung lập       | 34.950        | 41.100        | 2,9            | 1,9        | 1,6        | 11,0        | 9,0        | 24,8%                       | 20,8%        | 21,1%        | 2,0%        | 2,1%        |
| HDBank                     | HDB VN        | Khả quan        | 24.500        | 35.900        | 2,5            | 1,5        | 1,3        | 7,6         | 6,1        | 20,5%                       | 23,6%        | 23,7%        | 2,0%        | 2,0%        |
| NH TMCP Bưu Điện Liên Việt | LPB VN        | Trung lập       | 16.200        | 25.700        | 1,2            | 1,5        | 1,2        | 8,9         | 7,4        | 18,9%                       | 17,0%        | 17,7%        | 1,1%        | 1,2%        |
| <b>Trung bình</b>          |               |                 |               |               |                | <b>1,9</b> | <b>1,5</b> | <b>11,2</b> | <b>9,2</b> | <b>21,7%</b>                | <b>20,8%</b> | <b>20,8%</b> | <b>2,1%</b> | <b>2,2%</b> |
| <b>HDBank</b>              | <b>HDB VN</b> | <b>Khả quan</b> | <b>24.500</b> | <b>35.900</b> | <b>2,5</b>     | <b>1,5</b> | <b>1,3</b> | <b>7,6</b>  | <b>6,1</b> | <b>20,5%</b>                | <b>23,6%</b> | <b>23,7%</b> | <b>2,0%</b> | <b>2,0%</b> |

Nguồn: VNDIRECT Research

### Mô hình ngân hàng bán lẻ tập trung vào vùng nông thôn và lĩnh vực nông nghiệp

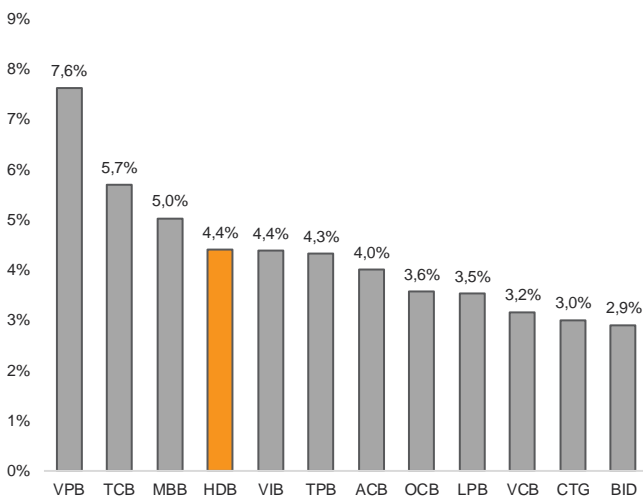
Được thành lập từ năm 1989, HDBank (HDB VN) là một trong những ngân hàng tư nhân lớn nhất Việt Nam với giá trị vốn hóa là 57.000 tỷ đồng (2,5 tỷ USD). Tổng tài sản của HDB đã tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ tăng trưởng kép là 22% trong 10 năm qua, đạt 375.000 tỉ đồng vào cuối năm tài chính 2021, nằm trong top 10 ngân hàng thương mại lớn nhất tính theo giá trị tài sản. HDB nắm giữ 2% thị phần tín dụng trong nước và 2,2% thị phần tiền gửi tính đến cuối năm 2021. Về khả năng sinh lời, HDB đã tăng trưởng nhanh chóng và thuộc top 5 các ngân hàng có tỷ lệ sinh lời tốt nhất 2021 (ROA 1,9% và ROE 23,3%).

Hình 3: Tổng tài sản của HDB đã tăng 10 lần trong vòng 1 thập kỷ qua



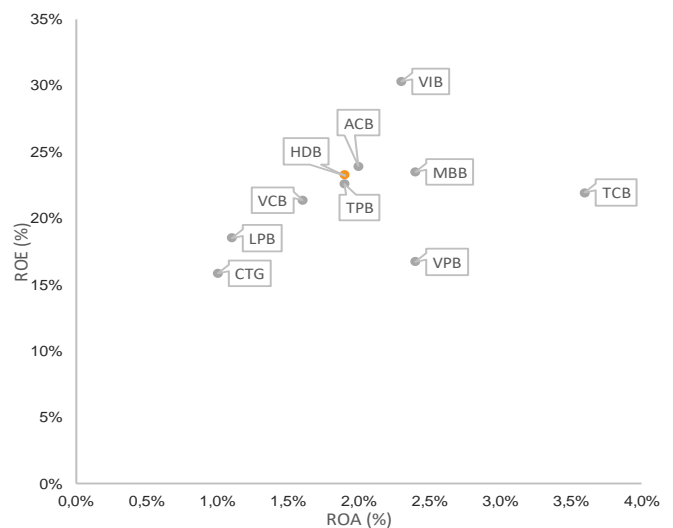
Nguồn: HDB

Hình 2: HDB thuộc top-5 các ngân hàng có biên lãi thuần cao nhất tính đến cuối năm 2021



Nguồn: VNDIRECT Research

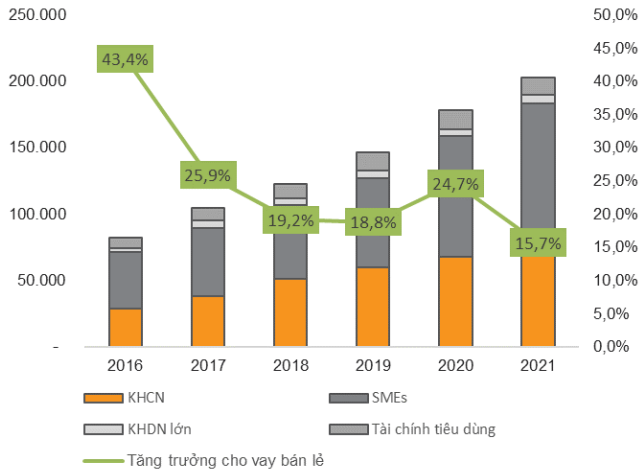
Hình 3: ... và tỷ suất sinh lời ở mức hấp dẫn



Nguồn: VNDIRECT Research

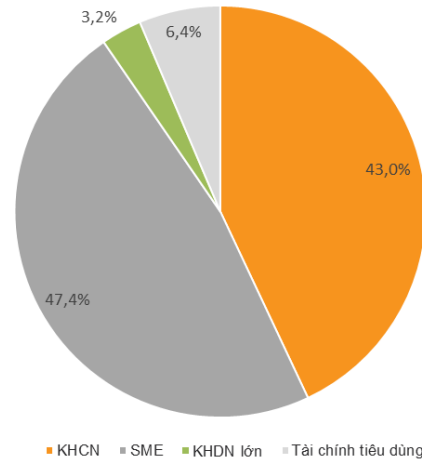
HDB là một ngân hàng bán lẻ điển hình tại Việt Nam với mô hình kinh doanh tập trung đặc biệt vào bán lẻ & các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME) và tài chính tiêu dùng. Trên khắp cả nước, HDB sở hữu 329 chi nhánh & phòng giao dịch, 22.306 điểm giao dịch tài chính tiêu dùng và có đội ngũ nhân viên hơn 15.000 người. Khách hàng bán lẻ và doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME) lần lượt chiếm 43,0% và 47,4% tổng dư nợ cho vay của HDB.

Hình 6: Cho vay bán lẻ chiếm phần lớn trong tổng danh mục cho vay của HDB



Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

Hình 7: KHCN và SME chiếm 43% và 47,4% tổng danh mục cho vay của HDB

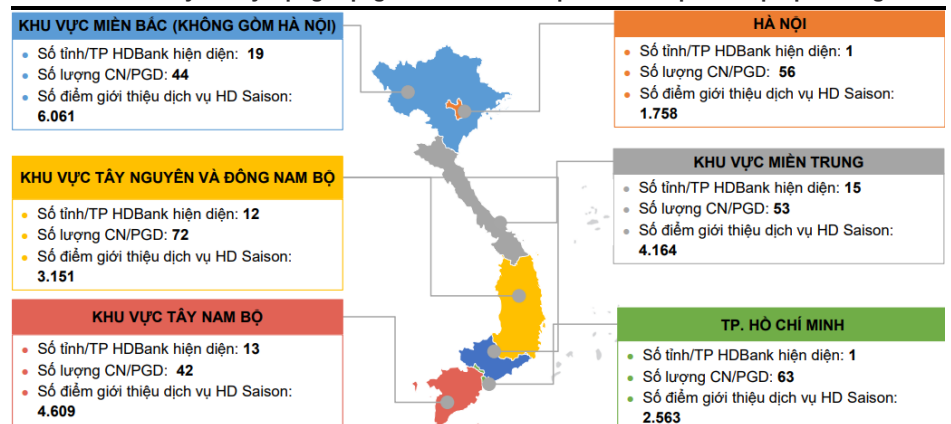


Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

Do lĩnh vực ngân hàng bán lẻ đang còn nhiều dư địa để tăng trưởng, vì vậy hầu hết các ngân hàng ở Việt Nam đều đang cố gắng đẩy mạnh phát triển thêm về lĩnh vực này. Tuy nhiên, chỉ những ngân hàng có chiến lược phù hợp và lợi thế cạnh tranh rõ ràng mới có thể thành công. Đối với HDB, ban lãnh đạo cho rằng hiện nay các ngân hàng đều đã triển khai mô hình ngân hàng bán lẻ tại các thành phố lớn, tạo ra sự cạnh tranh gay gắt. Khoảng 70% dân số Việt Nam tập trung ở khu vực nông thôn, nhưng khả năng tiếp cận các dịch vụ ngân hàng hiện đại ở những địa phương này còn rất hạn chế; trong khi đó, những người sống ở khu vực này cũng có nhu cầu sử dụng các dịch vụ ngân hàng tương tự như dân cư ở các thành phố lớn.

Do đó, HDB đã tích cực mở rộng mô hình ngân hàng bán lẻ đến các khu vực này. Cho đến nay, HDB vẫn duy trì tỷ trọng hơn 50% danh mục cho vay đối với khách hàng nông thôn, trong đó Tây Nguyên (36% danh mục cho vay), Đông Nam Bộ (35%) và đồng bằng sông Mê Kông (23%) là các thị trường trọng điểm.

Hình 8: HDB chủ yếu xây dựng mạng lưới chi nhánh tại các khu vực đô thị loại 2/nông thôn



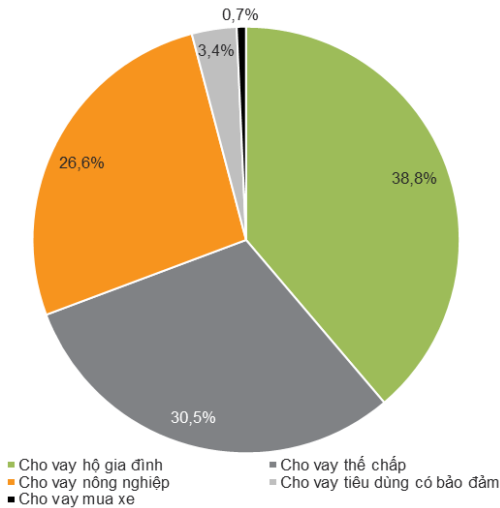
- Đến 31/12/2021, HDBank có 329 điểm giao dịch ngân hàng trong nước và quốc tế.
- HD Saison có 22.306 điểm giới thiệu dịch vụ (POS) phủ khắp 63/63 tỉnh và thành phố

Nguồn: HDB



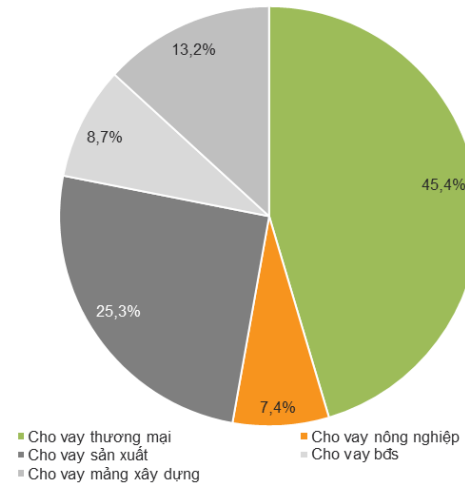
Xét theo cơ cấu cho vay theo lĩnh vực, cho vay nông nghiệp chiếm 27% tổng dư nợ cho vay bán lẻ vào cuối năm 2021, các khoản vay này được sử dụng để hỗ trợ đầu tư nông nghiệp vào các phương pháp trồng trọt và chăn nuôi. Điều này phù hợp với chính sách của Chính phủ nhằm khuyến khích tăng tín dụng vào lĩnh vực nông nghiệp, lĩnh vực chiếm hơn 70% dân số cả nước. Từ năm 2018, HDB bắt đầu tài trợ cho nhiều dự án xanh với chính sách tín dụng xanh trong lĩnh vực nông nghiệp công nghệ cao và sản xuất môi trường. HDB cũng cung cấp các sản phẩm khác như cho vay kinh doanh, cho vay mua ô tô và cho vay tiêu dùng có bảo đảm.

Hình 9: Cơ cấu cho vay bán lẻ theo sản phẩm (cuối năm 2021)



Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

Hình 10: Cơ cấu cho vay KHDN theo sản phẩm (cuối năm 2021)

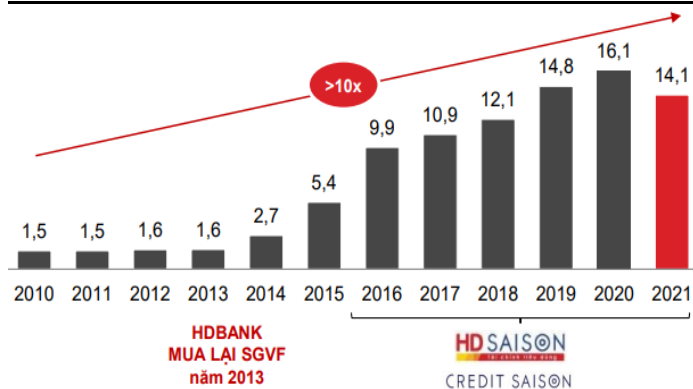


Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

### Vị thế vững chắc trên thị trường tài chính tiêu dùng Việt Nam

Năm 2013, HDB đã mua lại 100% vốn cổ phần của Công ty TNHH MTV Tài chính Việt Societe Generale (SGVF) thuộc Tập đoàn Societe Generale (Cộng hòa Pháp) - một trong ba công ty tài chính tiêu dùng lớn nhất Việt Nam. Năm 2015, HD Finance đổi tên thành HD Saison sau khi bán 49% cổ phần cho Credit Saison (Nhật Bản) và 1% cho Công ty Cổ phần Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HCM VN, Không đánh giá). Vào cuối năm 2021, HD Saison chiếm khoảng 4% tổng tài sản và 6% tổng dư nợ cho vay của HDB. Hiện tại, HD Saison thuộc top 3 công ty tài chính tiêu dùng lớn nhất với 10% thị phần cho vay. Danh mục cho vay của công ty có sự đa dạng hóa các sản phẩm như xe máy (25%), đồ gia dụng (24%) và cho vay tiền mặt (51%).

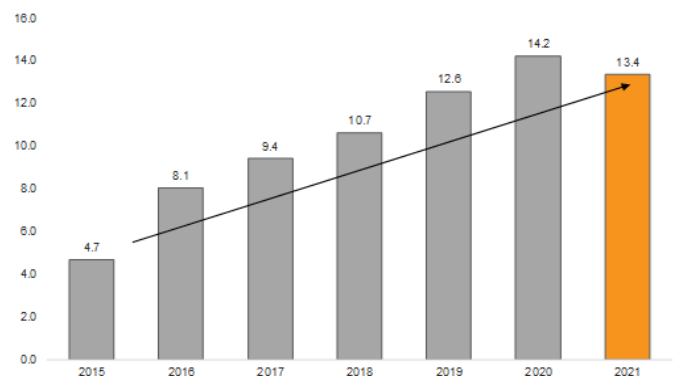
Hình 11: Tổng tài sản của HD Saison (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: HDB

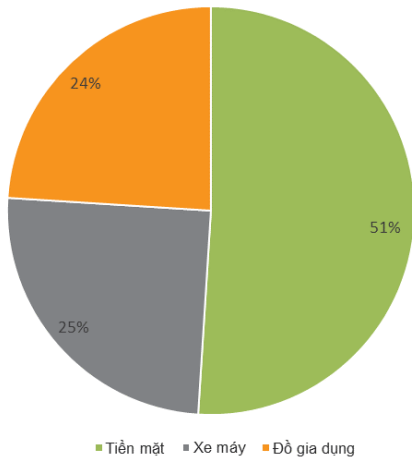
Hình 12: Dư nợ cho vay của HD Saison (nghìn tỷ đồng)

Dư nợ cho vay năm 2021 giảm 5,6% svck do ảnh hưởng từ Covid-19



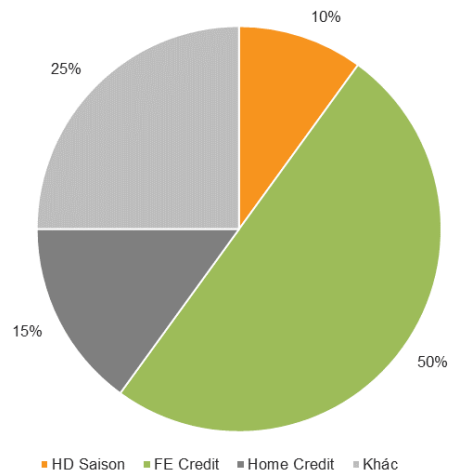
Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

Hình 13: Cơ cấu danh mục cho vay theo sản phẩm



Nguồn: HD Saison, VNDIRECT Research

Hình 14: Thị phần của các công ty tài chính tiêu dùng Việt Nam

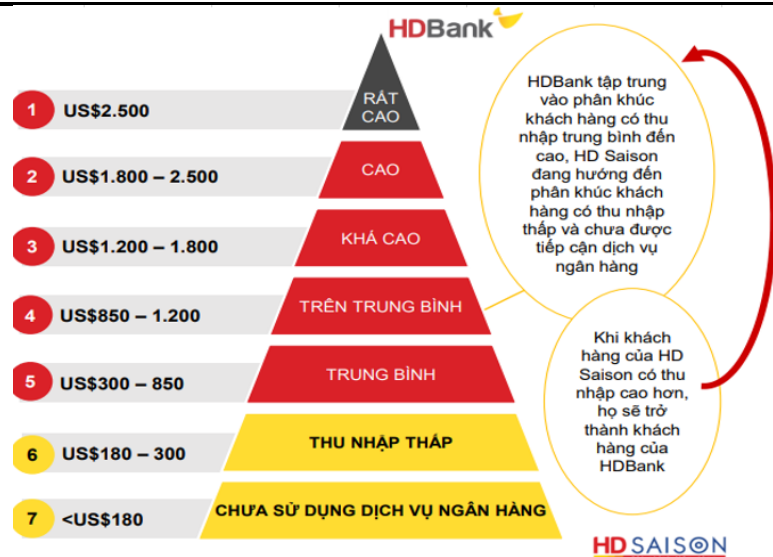


Nguồn: Công ty, VNDIRECT Research

Mục tiêu khách hàng của HD Saison là khách hàng có thu nhập thấp (phân khúc đại chúng như hình dưới). Đây là phân khúc có nhu cầu vay vốn cao nhưng rủi ro cho vay của những khách hàng này cao hơn so với khách hàng thông thường. Với lĩnh vực tài chính tiêu dùng, chiến lược của HD Saison là phân phối rủi ro giữa các khách hàng, tập trung vào tăng trưởng khoản vay bằng cách tiếp nhận nhiều khách hàng mới hơn là mở rộng quy mô cho vay cho các khách hàng hiện tại. HD Saison giảm thiểu rủi ro bằng cách duy trì số lượng lớn khách hàng và điều chỉnh quy mô cho vay trung bình cho từng nhóm khách hàng, tức là các khoản vay có giá trị dưới 30 triệu đồng, giúp công ty kiểm soát rủi ro tín dụng cho từng khách hàng và giảm thiểu rủi ro tập trung của danh mục cho vay.

Về cho vay tiền mặt (39% tổng dư nợ), HD Saison chỉ cho khách hàng hiện hữu vay tiền mặt với lịch sử thanh toán tốt nhằm đa dạng hóa danh mục cho vay và giảm thiểu rủi ro. Điều này phù hợp với định hướng của NHNN đối với thị trường tài chính tiêu dùng tại Việt Nam. Năm 2019, NHNN đã ban hành Thông tư 18: Nghiêm ngặt hơn đối với các khoản vay tiền mặt. Việc giải ngân các khoản vay tiền mặt mới chỉ dành cho những khách hàng có lịch sử tín dụng tốt. Nếu khách hàng chưa có bất kỳ khoản vay nào trước đó như vay trả góp, họ sẽ không nhận được khoản vay tiền mặt.

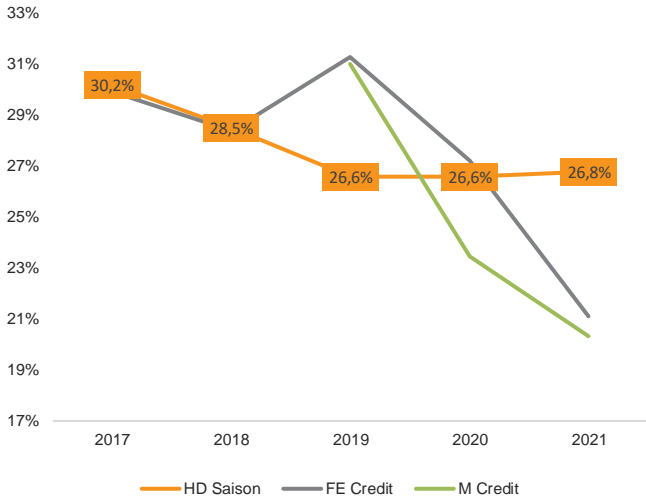
Hình 15: Khách hàng mục tiêu của HDB dựa trên thu nhập hàng tháng



Nguồn: HDB

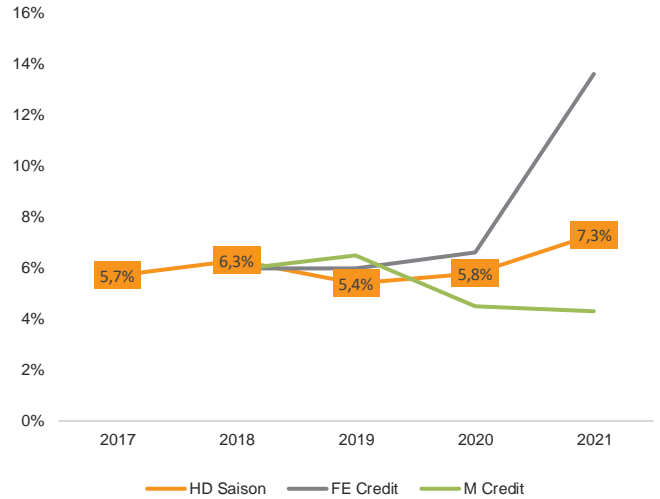
Nhờ tuân thủ nghiêm ngặt việc quản lý rủi ro trong tài chính tiêu dùng, chất lượng tài sản của HD Saison thường tốt hơn các công ty cùng ngành.

**Hình 16: Tác động của Covid-19 làm ảnh hưởng lên biên lãi thuần nhưng HD Saison đã giảm thiểu rủi ro này tốt hơn so với các công ty cùng ngành**



Nguồn: Công ty, VNDIRECT Research

**Hình 17: Tỷ lệ nợ xấu của HD Saison tốt hơn so với các công ty cùng ngành**



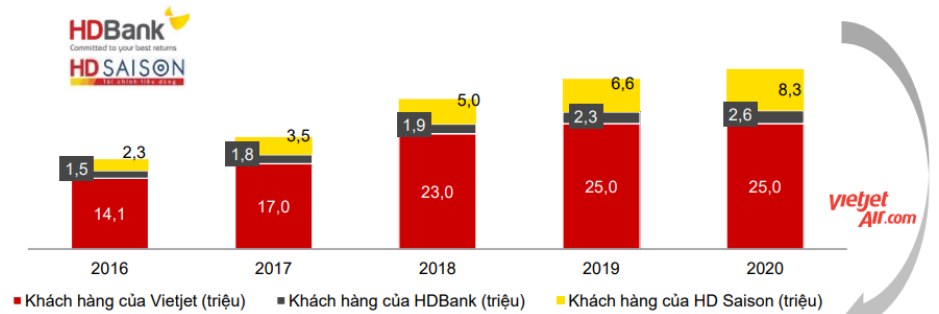
Nguồn: Công ty, VNDIRECT Research

### Xây dựng một hệ sinh thái độc đáo phục vụ cho việc bán chéo sản phẩm

Khi tiếp cận khu vực nông thôn - khu vực đông dân ở Việt Nam và phân khúc tài chính tiêu dùng, HDB đã xây dựng được một tệp khách hàng lớn. Ngoài ra, HDB đã thiết lập được mối quan hệ chặt chẽ với các tập đoàn lớn tại Việt Nam như VietJet (VJC VN, Khả quan, giá mục tiêu: 138.900 đ/cp), Petrolimex (PLX VN, Khả quan, giá mục tiêu: 70.100 đ/cp), Vinamilk (VNM VN, Khả quan, giá mục tiêu: 110.000 đ/cp), Saigon Coop (Chưa niêm yết)... để hình thành hệ sinh thái với dữ liệu khách hàng lớn bao gồm nhiều lĩnh vực khác nhau như tài chính - tiêu dùng - bán lẻ - hàng không - năng lượng. Điều này giúp ngân hàng có một nền tảng vững chắc để có thể đưa các sản phẩm và dịch vụ đa dạng của mình tiếp cận được các khách hàng trên khắp cả nước.

HDB đã tận dụng tối đa lợi thế từ những mối quan hệ thân thiết và lượng khách hàng lớn này để thực hiện việc bán chéo và phân phối các sản phẩm bán lẻ như bảo hiểm (nhân thọ và phi nhân thọ), trái phiếu, bất động sản, xe cộ... Chẳng hạn, HDB đã hợp tác với VJC cho ra mắt ứng dụng VietJet SkyClub phục vụ khách hàng nhằm gia tăng tiện ích đặt vé máy bay và chạy chương trình hoàn tiền dành riêng cho chủ thẻ tín dụng quốc tế đồng thương hiệu HDB – VietJet.

**Hình 18: Tệp khách hàng của HDB**



Nguồn: HDB



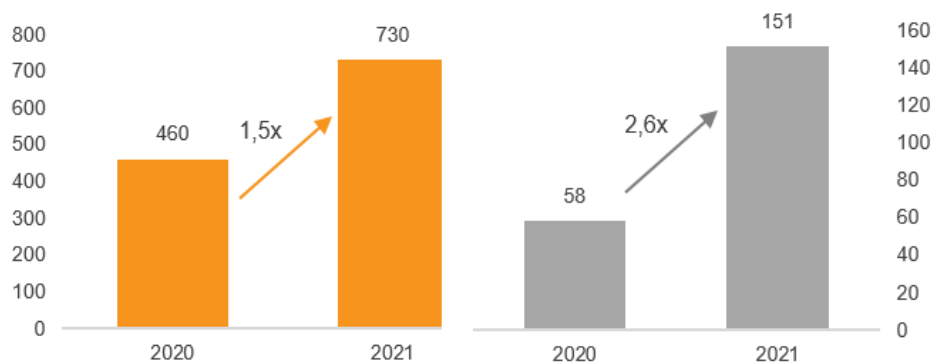
HDB vẫn đang tiếp tục nâng cấp các sản phẩm tài chính của mình và tận dụng các cơ hội bán chéo, đồng thời nhận thức rõ ràng việc cải thiện trải nghiệm của khách hàng là cần thiết để tăng cường sự gắn bó của khách hàng với ngân hàng và tạo mối quan hệ lâu dài với khách hàng mới. Ngoài ra, mặc dù chiến lược kinh doanh này giúp HDB đạt mức tăng trưởng cao và lợi suất cho vay tốt hơn nhưng nhận thức và uy tín của tệp khách hàng nói trên vẫn cần phải lưu ý. Để giải quyết vấn đề này, HDB đã hướng đến việc tận dụng hệ sinh thái lớn, tối đa hóa hiệu quả và nâng cao trải nghiệm khách hàng thông qua chuyển đổi số.

### Bắt tay triển khai chuyển đổi số từ năm 2021

HDB đã đầu tư mạnh mẽ vào chuyển đổi số và cung cấp nhiều dịch vụ ứng dụng công nghệ hiện đại nhằm mang đến cho khách hàng nhiều lợi ích và tiện ích hơn thông qua dịch vụ mobile banking và internet banking cũng như số hóa các quy trình và giao dịch nội bộ. HDB đã đưa ra mục tiêu "Ngân hàng hạnh phúc" làm chiến lược tăng trưởng giai đoạn 2021 – 2025, tức là tăng số lượng khách hàng kỹ thuật số và số hóa, đồng thời nâng tỷ lệ giao dịch kỹ thuật số lên trên 90% vào năm 2025.

HDB đã cố gắng đẩy mạnh số hóa toàn diện thông qua các dự án trọng điểm như (i) số hóa hành trình của khách hàng trong việc mở tài khoản thanh toán và sổ tiết kiệm trực tuyến và cung cấp các khoản vay trực tuyến đối với tiền gửi, (ii) các công nghệ tiên phong như định danh khách hàng điện tử (eKYC) và tích hợp xác thực qua video call, (iii) số hóa hệ thống liên lạc nội bộ, thu thập dữ liệu lớn và tổng đài trợ lý ảo. Do đó, số lượng giao dịch ngân hàng điện tử tăng gấp 3 lần so với cùng kỳ năm ngoái với giá trị giao dịch tăng lên gần 151 tỷ đồng.

**Hình 19: Số lượng người dùng (đơn vị: triệu; hình bên trái) và khối lượng giao dịch kỹ thuật số tăng theo cấp số nhân (đơn vị: tỷ đồng; hình bên phải)**



Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

HDB cũng nghiên cứu các kênh giao dịch trực tuyến mới, các sản phẩm và phương thức thanh toán dựa trên nền tảng công nghệ. Ngân hàng điện tử HDB được đón nhận tích cực vì tiết kiệm thời gian, thân thiện với người dùng và bảo mật. Ngoài ra, HDB đã cân nhắc và hợp tác với nhiều nhà cung cấp dịch vụ tiềm năng bao gồm VJC, Lazada, Shopee, Grab, Samsung... để cung cấp các giá trị gia tăng cho các sản phẩm thẻ và giới thiệu các chương trình khuyến mãi thiết thực cho chủ thẻ. Mặt khác, để đáp ứng nhu cầu tích hợp tiện ích vào điện thoại di động, HDB đã ra mắt ứng dụng m-Banking mới vào năm 2019 với giao diện thân thiện, nhiều tính năng và tốc độ xử lý nhanh chóng.

## Tổng quan tài chính

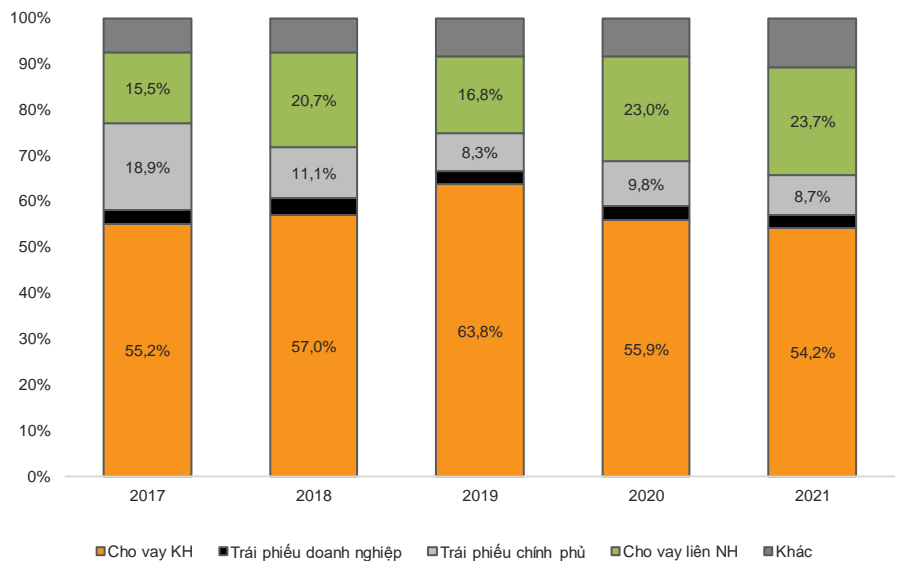
### Chất lượng tài sản được quản lý tốt so với các ngân hàng có khẩu vị rủi ro cao

#### Cấu trúc tài sản hợp lý nhưng danh mục cho vay có khẩu vị rủi ro cao

Tài sản của HDB chủ yếu bao gồm cho vay khách hàng (54%), cho vay liên ngân hàng (24%) và trái phiếu chính phủ (9%)... Các khoản vay khách hàng (bao gồm KHCN và doanh nghiệp vừa và nhỏ) chiếm 54% tổng tài sản của HDB và đạt tốc độ tăng trưởng kép mạnh mẽ trong 5 năm là 21%. Như đã đề cập trước đó, HDB là ngân hàng định hướng bán lẻ điển hình tại Việt Nam với cơ cấu kinh doanh chuyên biệt hoá tập trung vào lĩnh vực ngân hàng bán lẻ và doanh nghiệp vừa và nhỏ và tài chính tiêu dùng ở khu vực nông thôn, phản ánh mô hình ngân hàng cho vay có độ rủi ro cao.

Từ năm 2019, tỷ trọng cho vay khách hàng trong tổng danh mục tín dụng của HDB đã giảm do mở rộng cho vay liên ngân hàng. Có thể thấy, mặc dù HDB vẫn giữ tỷ trọng cao đối với mảng cho vay khách hàng trong tổng tài sản nhưng ngân hàng đã dần chuyển sang danh mục đầu tư phòng thủ hơn khi cho vay liên ngân hàng và trái phiếu chính phủ (có rủi ro thấp hơn so với việc cho vay).

Hình 20: Phân bổ tài sản của HDB

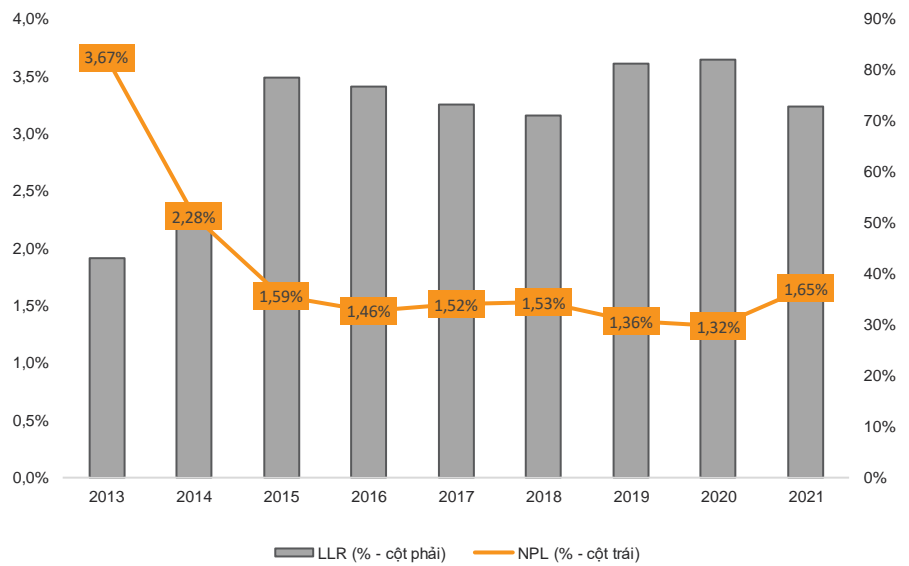


Nguồn: VNDIRECT Research

#### Tỷ lệ nợ xấu và dự phòng được quản lý tốt

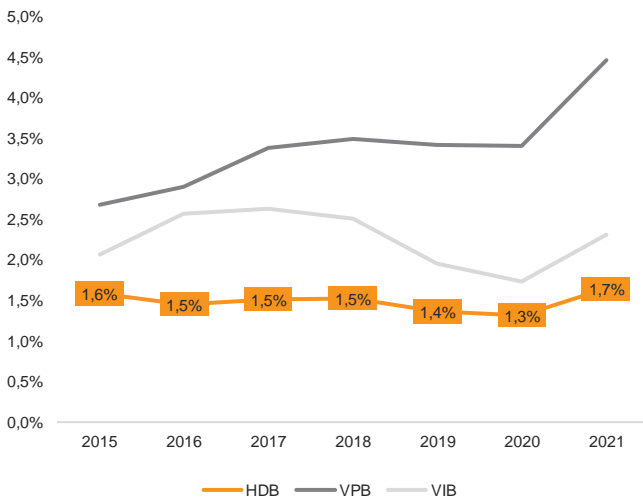
Chất lượng tài sản của ngân hàng đã được cải thiện kể từ năm 2013-2014 với tỷ lệ nợ xấu giảm từ 3,7% vào cuối năm 2013 xuống còn 1,3% vào cuối năm 2020 (tỷ lệ nợ xấu năm 2021 nhích lên 1,7% vào cuối năm 2021 do ảnh hưởng của Covid-19). Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) trên 70% so với giai đoạn 2017-21, tương đối cao hơn so với các ngân hàng cùng mô hình kinh doanh.

Hình 21: Chất lượng tài sản của HDB được cải thiện qua các năm



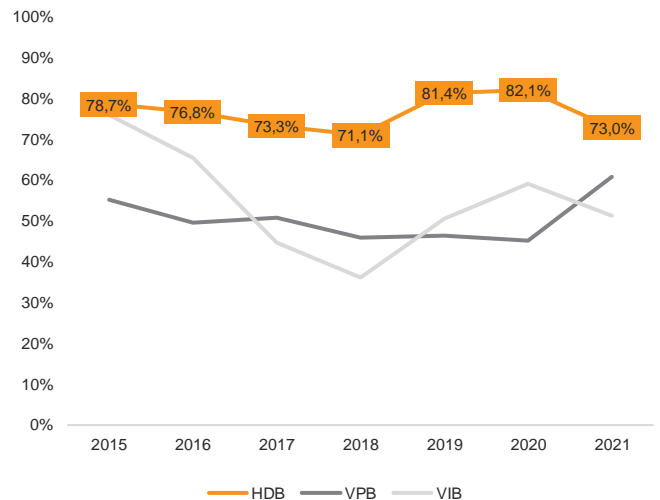
Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 22: HDB đã giảm tỷ lệ nợ xấu thành công qua các năm và tỷ lệ nợ xấu ghi nhận thấp hơn các ngân hàng khác có khẩu vị rủi ro cao. Năm 2021, tỷ lệ nợ xấu các ngân hàng tăng lên do tác động của Covid-19



Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

Hình 23: Tỷ lệ bao nợ xấu của HDB cũng được cải thiện trong 5 năm qua và cao hơn các công ty cùng ngành

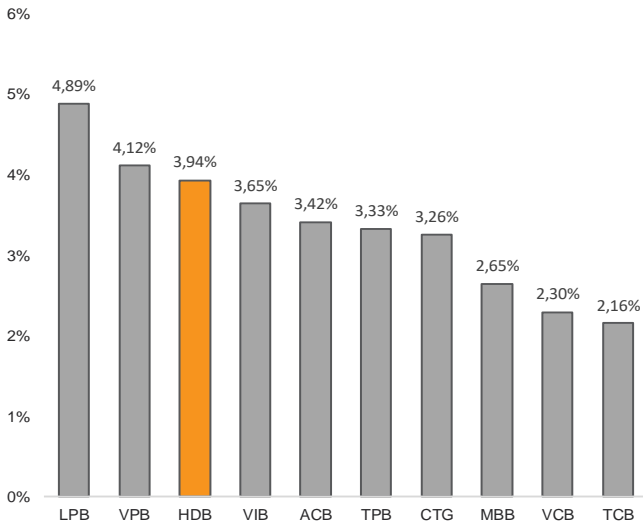


Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

### Cấu trúc cho vay với khẩu vị rủi ro cao mang lại biên lãi thuần tốt hơn

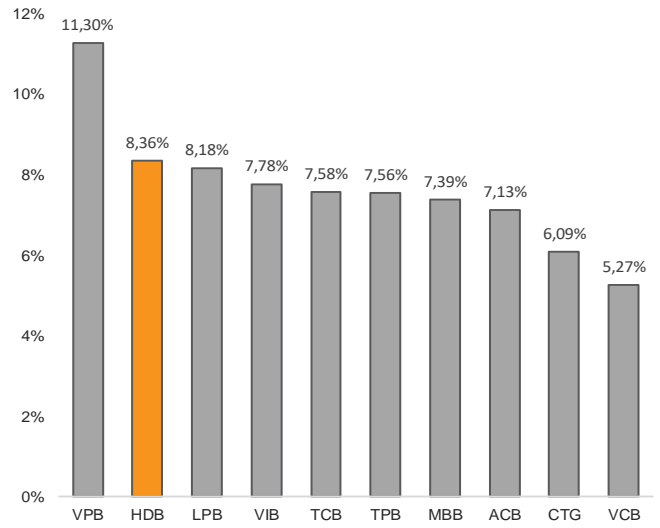
Mặc dù HDB không có lợi thế chi phí vốn thấp so với các công ty cùng ngành do tỷ lệ CASA thấp (13,6% vào cuối năm 2021), ngân hàng vẫn tạo ra biên lãi thuần tốt và nằm trong top 5 trong lĩnh vực này vì lợi suất tài sản sinh lãi (IEA) của HDB là một trong những mức cao nhất trong số các ngân hàng. Cụ thể, HDB có tỷ lệ cho vay KHCN và doanh nghiệp vừa và nhỏ (chiếm 90% tổng dư nợ cho vay) và lãi suất cho vay của phân khúc này thường cao hơn 2,200 tỷ đồng so với cho vay các doanh nghiệp lớn. Hơn nữa, lĩnh vực tài chính tiêu dùng, chiếm 6% tổng danh mục cho vay của ngân hàng, thường mang lại cho các ngân hàng lợi suất cao hơn đáng kể so với mô hình ngân hàng truyền thống (35-40% đối với lãi suất cho vay tài chính tiêu dùng).

**Hình 24: HDB ghi nhận chi phí vốn cao so với các ngân hàng khác**



Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

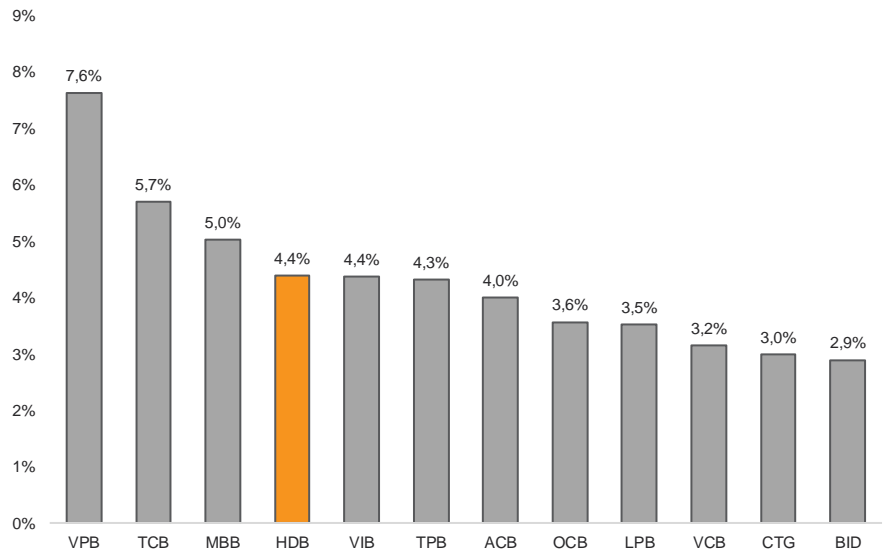
**Hình 25: ... nhưng lợi suất tài sản lại cao thứ 2 toàn ngành**



Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

**Hình 26: HDB thuộc top 5 ngân hàng có biên lãi thuần cao nhất trong ngành (2021)**

*VPB có biên lãi thuần cao nhất nhờ hưởng lợi từ việc mở rộng mạnh mẽ sang lĩnh vực tài chính tiêu dùng; TCB & MBB cũng ghi nhận NIM cao nhờ nguồn tiền gửi không kỳ hạn dồi dào (CASA cao) và có nhiều dư địa mở rộng mảng cho vay bán lẻ*



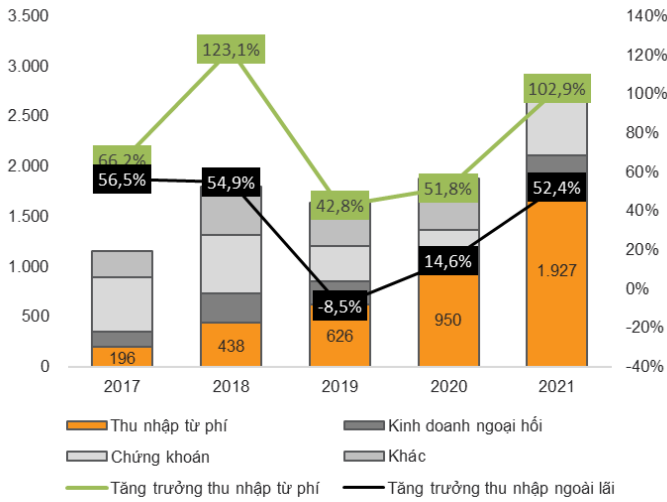
Nguồn: VNDIRECT Research

**Thu nhập ngoài lãi: tăng trưởng nhờ hoạt động phân phối bảo hiểm**

Hiện tại, thu nhập ngoài lãi chiếm 17% tổng thu nhập hoạt động của ngân hàng, theo quan điểm của chúng tôi con số này tương đối thấp so với các ngân hàng khác.

Thu nhập từ phí đóng một vai trò quan trọng trong tăng trưởng thu nhập ngoài lãi của HDB. Đóng góp thu nhập từ phí đã tăng lên rất nhiều trong 5 năm qua từ chỉ 17% trong năm 2017 lên 67% trong năm 2021.

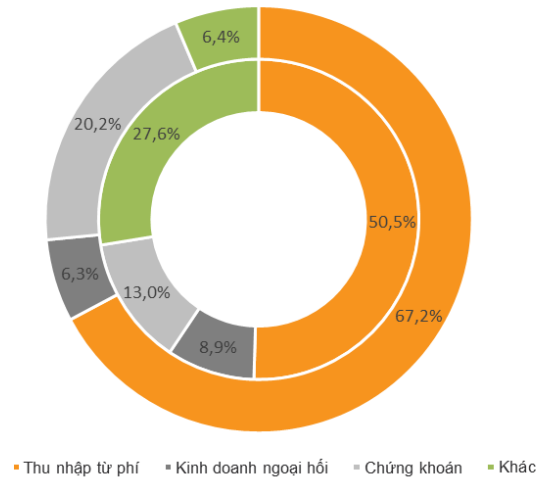
**Hình 27: Cấu trúc thu nhập ngoài lãi của HDB (tỷ đồng)**  
Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi được dẫn dắt bởi thu nhập từ phí



Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

**Hình 28: Thu nhập từ phí chiếm phần lớn trong tổng thu nhập ngoài lãi**

Vòng trong đại diện cho năm 2020; vòng ngoài đại diện năm 2021

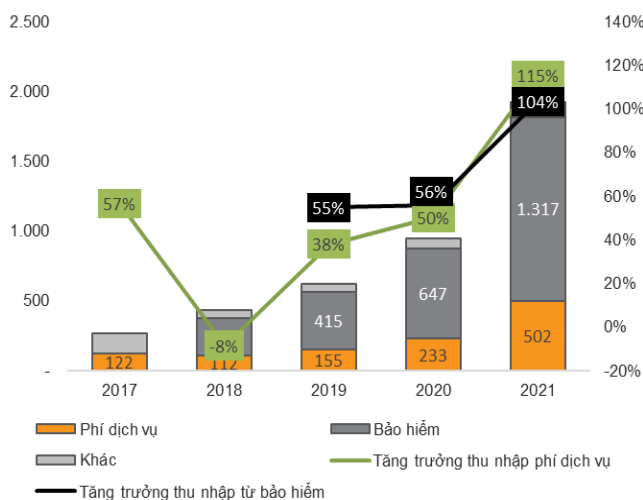


Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

Thu nhập từ phí tăng mạnh chủ yếu đến từ mảng phân phối bảo hiểm (banca) và dịch vụ thanh toán. Về bảo hiểm, đối tượng khách hàng chính của HDB vẫn thuộc các vùng nông thôn để tận dụng lợi thế về mức độ thâm nhập thấp đối với các sản phẩm bảo hiểm ở những khu vực đó thông qua tập khách hàng lớn mà không phải cạnh tranh gay gắt.

HDB đã kết hợp cùng Dai-ichi và FWD để phân phối các sản phẩm bảo hiểm của họ. Với Dai-ichi, HDB đã ký kết hợp tác độc quyền banca trong vòng 10 năm kể từ 2015 nhưng hiện tại thoả thuận đã bị hủy bỏ. Ngân hàng hiện đang cố gắng tái đàm phán để có được đề nghị hấp dẫn hơn từ đối tác. Mặt khác, HDB cũng đã hợp tác với FWD từ tháng 12/2021 và họ vẫn đang chờ hợp đồng độc quyền chính thức từ FWD.

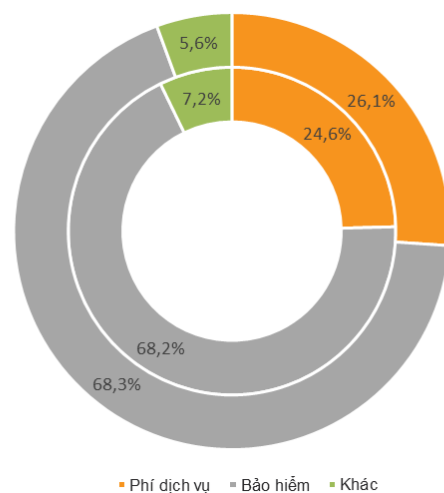
**Hình 29: Bảo hiểm và phí dịch vụ dẫn dắt tăng trưởng thu nhập từ phí**



Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

**Hình 30: ... khi lần lượt chiếm phần lớn trong tổng thu nhập là 68% và 26%**

Vòng trong đại diện cho năm 2020; vòng ngoài đại diện năm 2021



Nguồn: HDB, VNDIRECT Research



## Triển vọng

### Tự tin nắm bắt xu hướng phát triển mô hình ngân hàng bán lẻ tại Việt Nam

Như đã nói, HDB đã tạo dựng thành công một nền tảng ngân hàng bán lẻ và có vị thế vững chắc để nắm bắt được xu hướng ngân hàng bán lẻ tại Việt Nam. Chúng tôi tin rằng ngành ngân hàng của Việt Nam sẽ tiếp tục đà tăng trưởng tốt trong ba năm tới và dự báo tăng trưởng tín dụng sẽ đạt 14% trong năm 2022 dựa trên các yếu tố sau:

- Nền tảng vĩ mô ổn định. Theo quan điểm của chúng tôi, tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam vẫn tiếp tục được thúc đẩy bởi nhu cầu tiêu dùng trong nước, dòng vốn FDI mạnh mẽ và xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng. NHNN vẫn duy trì chính sách tiền tệ hiện tại ít nhất là đến cuối Q2/2022 để hỗ trợ phát triển nền kinh tế sau đại dịch, dựa trên việc lạm phát được kiểm soát tốt và ưu tiên giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ các doanh nghiệp bị ảnh hưởng sau dịch.

Hình 31: Các dự báo vĩ mô chính cho năm 2022

| Chỉ tiêu  | Đơn vị       | 2018  | 2019  | 2020  | 2021<br>(ước tính) | 2022<br>(dự báo) |
|---|--------------|-------|-------|-------|--------------------|------------------|
| Tăng trưởng GDP                                 | % svck       | 7,1   | 7,0   | 2,9   | 2,6                | 7,1              |
| Tăng trưởng xuất khẩu                           | % svck       | 13,3  | 8,4   | 6,5   | 19,0               | 12,5             |
| Tăng trưởng nhập khẩu                           | % svck       | 11,8  | 6,9   | 3,6   | 26,5               | 10,9             |
| Cán cân thương mại                              | tỷ USD       | 6,9   | 10,9  | 18,9  | 4,0                | 9,8              |
| Cán cân thanh toán                              | tỷ USD       | 5,8   | 12,8  | 12,7  | -3,8               | 7,8              |
| Thặng dư cán cân thanh toán trên GDP            | % GDP        | 1,9   | 3,8   | 3,7   | -1,1               | 2,0              |
| Dự trữ ngoại hối                                | tỷ USD       | 55,1  | 79,0  | 95,0  | 107,5              | 122,5            |
| Dự trữ ngoại hối trên GDP                       | % GDP        | 17,9  | 23,8  | 27,8  | 29,8               | 31,1             |
| Số tháng nhập khẩu                              | tháng        | 2,8   | 3,7   | 4,3   | 3,9                | 4,0              |
| Lạm phát bình quân                              | % svck       | 3,5   | 2,8   | 3,2   | 1,8                | 3,5              |
| Tăng trưởng tín dụng                            | % từ đầu năm | 13,9  | 13,7  | 12,1  | 13,0               | 14,0             |
| Dư nợ tín dụng trên GDP                         | % GDP        | 103,9 | 107,1 | 115,7 | 126,2              | 130,9            |
| Tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán         | % từ đầu năm | 12,4  | 14,8  | 14,7  | 11,0               | 12,0-13,0        |
| Lãi suất tái cấp vốn                            | %            | 6,3   | 6,0   | 4,0   | 4,0                | 4,0-4,5          |
| Lãi suất huy động 12 tháng (cuối năm)           | %            | 6,8   | 6,8   | 5,6   | 5,6                | 6,0              |
| Lợi suất trái phiếu Chính phủ 10 năm (cuối năm) | %            | 5,1   | 3,4   | 2,4   | 2,1                | 2,8              |
| Tỷ giá (USD/VND)                                | % svck       | 1,8   | 1,4   | -0,3  | -1,2               | +/- 1,0          |
| Thâm hụt ngân sách                              | % GDP        | 2,2   | 2,7   | 3,1   | 3,8                | 4,3              |
| Nợ công   | % GDP        | 46,6  | 43,4  | 45,0  | 45,0               | 46,2             |

Nguồn: VNDIRECT Research, GSO, SBV, Bộ tài chính

- Ngân hàng bán lẻ & SME dẫn dắt tăng trưởng

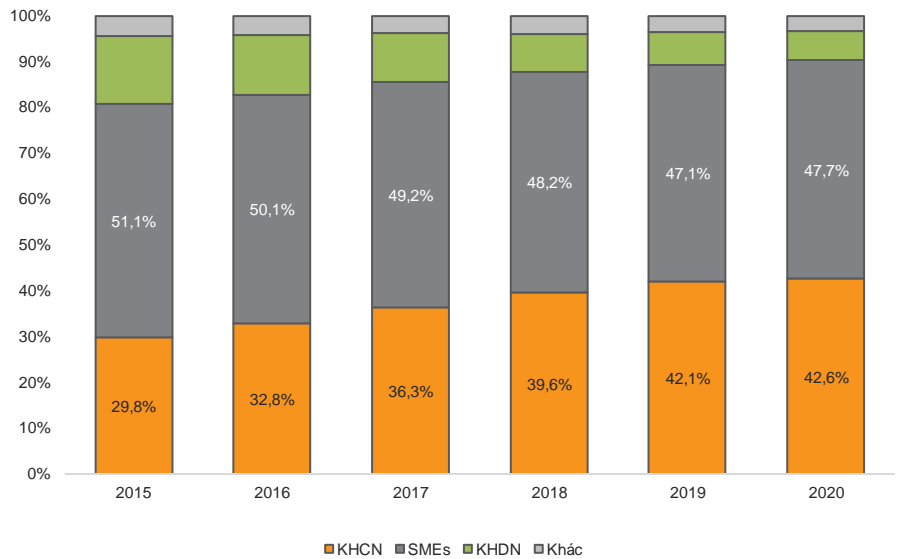
Tăng trưởng tín dụng sẽ được thúc đẩy nhiều hơn bởi các doanh nghiệp tư nhân và người tiêu dùng; tuy nhiên mức độ thâm nhập tín dụng vào các phân khúc này vẫn còn rất thấp. Theo số liệu của NHNN, chỉ khoảng 31% dân số trưởng thành Việt Nam được tiếp cận đến tín dụng. Mặt khác, OECD đã đề cập rằng gần như tất cả các doanh nghiệp của Việt Nam là MSME (doanh nghiệp siêu nhỏ, nhỏ và vừa), chiếm 97% số doanh nghiệp đăng ký và đóng góp 36% GDP và 47% tổng số việc làm; nhưng vẫn gặp trở ngại trong việc tiếp cận nguồn vốn khi chỉ khoảng 30% doanh nghiệp vừa và nhỏ ở Việt Nam được tiếp cận đến nguồn vốn vay từ ngân hàng.

Mặt khác, Chính phủ cũng đã cố gắng giảm bớt sự áp đảo của doanh nghiệp Nhà nước đối với nền kinh tế trong 5 năm qua. Tăng tỷ lệ cho vay cá nhân và khối doanh nghiệp vừa và nhỏ sẽ được ưu tiên nhằm giúp các ngân hàng thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, giảm thiểu tài sản có trọng số rủi ro (RWA) và tăng cường hệ số an toàn vốn (CAR), vì các khoản cho vay cá nhân sẽ có rủi ro chất lượng tài sản thấp hơn so với các khoản vay cho DNNN.

Do đó, để đón đầu xu hướng, hầu hết các ngân hàng thương mại Việt Nam đã và đang tập trung vào phân khúc ngân hàng bán lẻ và doanh nghiệp vừa và nhỏ trong những năm gần đây. Có thể thấy, phân bổ tín dụng cho phân

khúc cá nhân và doanh nghiệp vừa và nhỏ đã được cải thiện lên qua từng năm.

**Hình 32: Phân bổ tín dụng toàn ngành ngân hàng**

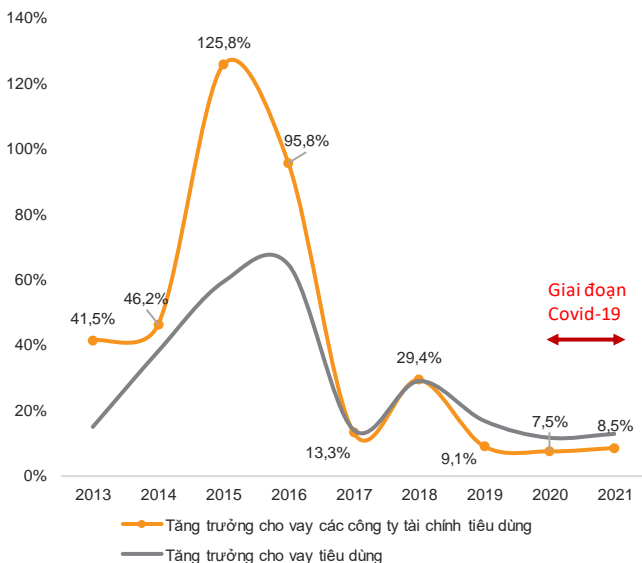


Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

**Phân khúc tài chính tiêu dùng (HD Saison) chưa phải là điểm nhấn**

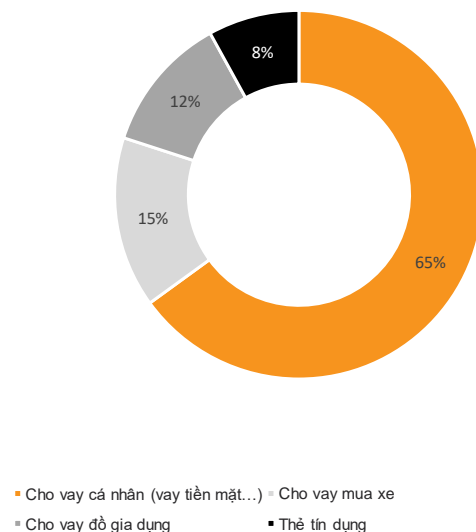
Bất chấp những trở ngại từ Thông tư 18 và đại dịch Covid-19, sự quan tâm đến thị trường tài chính tiêu dùng vẫn tiếp tục cao do mức độ thâm nhập còn thấp so với các thị trường trong khu vực, cho thấy tiềm năng tăng trưởng rất lớn và phân khúc thẻ tín dụng có thể sẽ là điểm sáng mới. Tuy nhiên, cho vay tiền mặt có thể sẽ không ghi nhận tăng trưởng mạnh trong vài năm tới do hệ quả của việc thắt chặt quy định cho vay. Theo quan điểm của chúng tôi, với khoản cho vay tiền mặt rất lớn (39%), HD Saison sẽ không đóng vai trò quan trọng trong triển vọng tăng trưởng của HDB.

**Hình 33: Tăng trưởng cho vay tài chính tiêu dùng chậm lại**



Nguồn: VNDIRECT Research

**Hình 34: Cho vay tiền mặt vẫn chiếm phần lớn trong tổng cho vay**

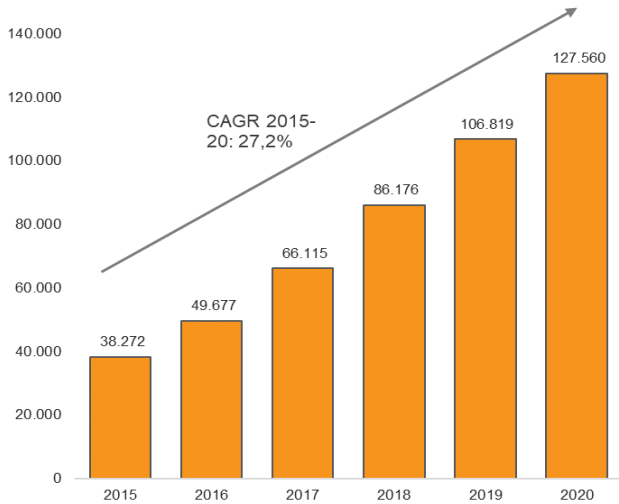


Nguồn: VNDIRECT Research

**Hoạt động phân phối bảo hiểm sẽ là nhân tố tăng trưởng mạnh mẽ**

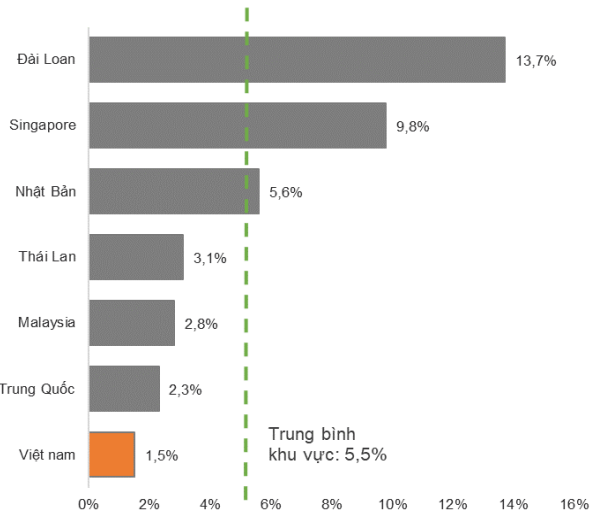
Nhìn chung, theo quan điểm của chúng tôi, thị trường bảo hiểm sẽ tiếp tục là động lực chính thúc đẩy thu nhập từ phí của các ngân hàng trong ba năm tới. Thị trường bảo hiểm của Việt Nam đạt tăng trưởng kép 27% trong 5 năm qua. Chúng tôi cho rằng với (i) tỷ lệ thâm nhập thấp so khu vực (trung bình 1,5% so với 5,5%), (ii) nâng cao năng lực chuyển đổi số và (iii) thu nhập bình quân đầu người tăng, thị trường bảo hiểm Việt Nam được kỳ vọng sẽ giữ được đà tăng trưởng vững chắc trong tương lai.

**Hình 35: Tổng doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ (GWP) tại Việt Nam (tỷ đồng)**



Nguồn: Bộ Tài chính Việt Nam

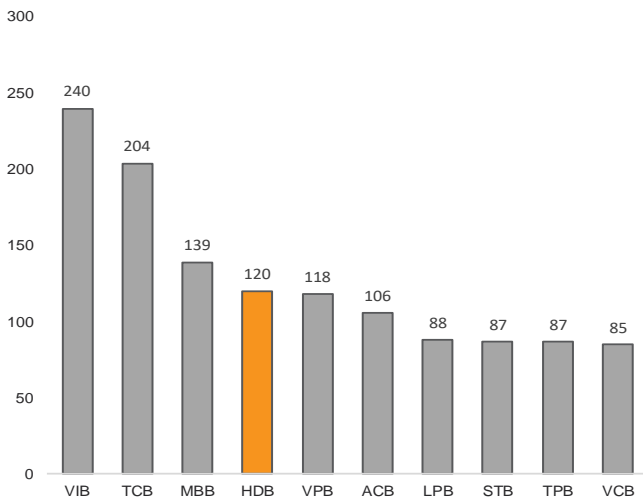
**Hình 36: Tỷ lệ thâm nhập thị trường (GWP/GDP) so với khu vực**



Nguồn: FIINRESEARCH

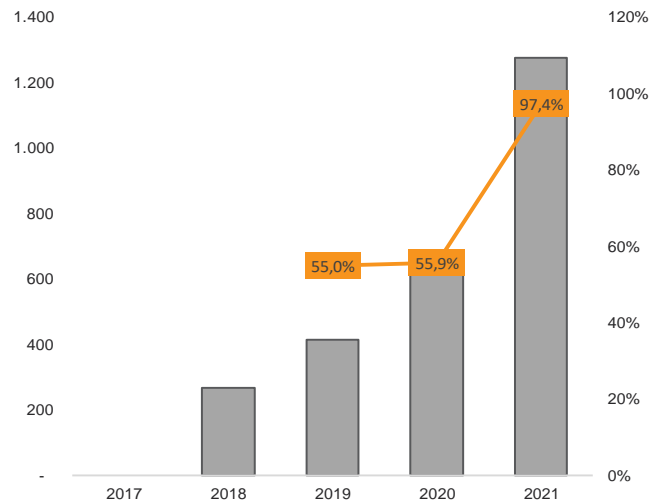
Đối với HDB, ngân hàng đã xây dựng được cơ sở hạ tầng vững mạnh phục vụ cho các hoạt động giao dịch và sở hữu tập khách hàng lớn ở khu vực nông thôn; do đó chúng tôi tin rằng HDB có đủ khả năng để tiếp tục khai thác được tiềm năng của thị trường bảo hiểm tại Việt Nam. Cuối năm 2021, phí bảo hiểm trung bình theo tháng của ngân hàng xếp thứ 4 trong nhóm các ngân hàng trên thị trường và doanh số banca của HDB đã tăng gấp đôi so với năm trước. Thu nhập từ phí năm 2021 của HDB đạt 1,900 tỉ đồng (gấp 2 lần so với năm 2020) và mảng bảo hiểm đóng góp 68% trong tổng thu nhập từ phí nói trên.

**Hình 37: HDB xếp thứ 4 về APE trong toàn ngành (tỷ đồng)**



Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

**Hình 38: Thu nhập từ bảo hiểm ghi nhận tăng trưởng vượt trội (tỷ đồng; % tăng trưởng svck)**



Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

Lưu ý rằng hiện HDB vẫn chưa tận dụng hết lượng khách hàng lớn của mình để áp dụng hình thức bán chéo các sản phẩm bảo hiểm. Ngân hàng đã tái khởi động hoạt động banca của mình thông qua hợp tác với FWD vào năm 2021 và mới chỉ phục vụ 15% khách hàng hiện tại cho đến nay, điều này cho thấy HDB vẫn còn dư địa lớn để tăng trưởng trong giai đoạn sắp tới.

Cần nhấn mạnh thêm, HDB là một trong số ít ngân hàng chưa ký thỏa thuận phân phối bảo hiểm độc quyền trong lĩnh vực kinh doanh bảo hiểm. Chúng tôi tin rằng HDB sẽ nhận được nhiều sự quan tâm hơn từ thị trường nếu ngân hàng này đưa ra thông báo ký kết được hợp đồng phân phối bảo hiểm độc quyền với FWD và/hoặc đạt được thỏa thuận tốt hơn với Dai-ichi. Các thỏa thuận này sẽ giúp HDB thu được một khoản phí trả trước lớn và gia tăng nhiều hơn nữa thu nhập từ phí của mình trong thời gian tới.

### Dự báo tài chính 2022-2024

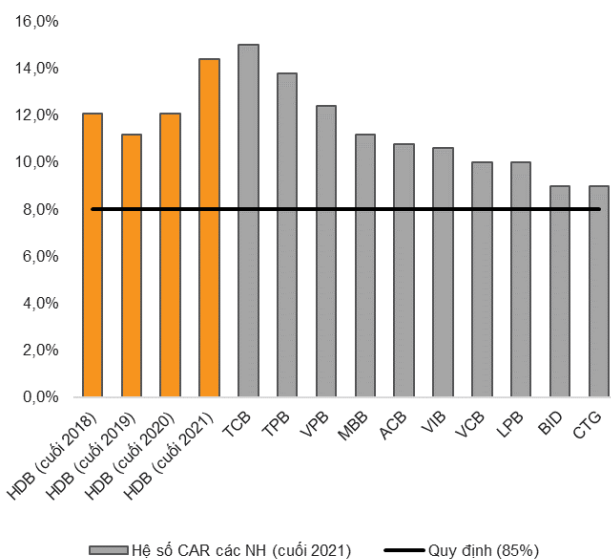
Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của HDB là 22% trong năm 2022, cao hơn so với các năm trước (tăng trưởng kép hàng năm giai đoạn 2019-21 là 18%) nhờ hệ số CAR cao là 14,4% và tăng trưởng cho vay bán lẻ mạnh mẽ.

Hệ số CAR của HDB đã tăng lên 14,4% vào cuối năm tài chính 2021 (hệ số cấp 1 là 10,1%) do...

- Vốn cấp 1 tăng mạnh 25,4% (tăng trưởng kép giai đoạn 2019-2021 là 22%) do (i) LN ròng 2021 tăng mạnh 42% svck (tăng trưởng kép hàng năm giai đoạn 2019-21 là 30%); (ii) phát hành thêm 399 triệu cổ phiếu trong năm 2021, tăng vốn điều lệ lên 20.000 tỷ đồng vào cuối 2021.
- Tài sản có trọng số rủi ro (RWA) chỉ tăng 5,6% trong giai đoạn 2019-2021, thấp hơn mức tăng 20,6% trong giai đoạn 2017-2019.

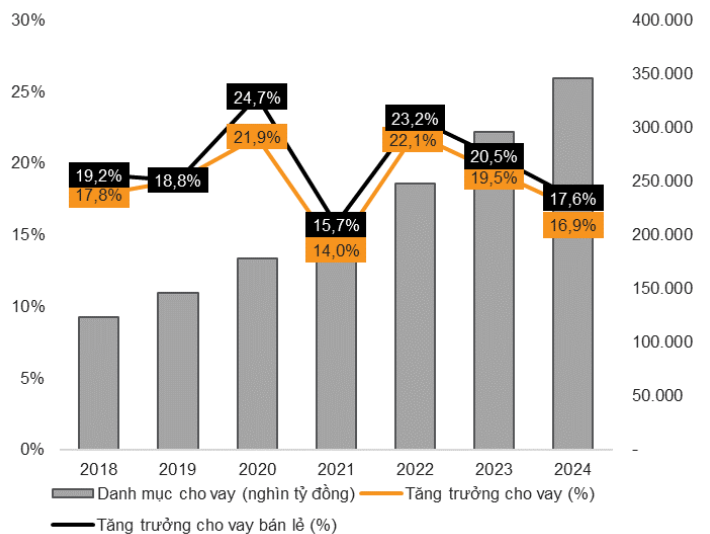
Chúng tôi dự phóng tăng trưởng cho vay bán lẻ của HDB đạt 23%/20,5% trong năm 2022-23. Mặt khác, chúng tôi dự báo HD Saison chỉ tăng trưởng 10% (phục hồi từ nền thấp trong năm 2021 là -8%) cho năm 2022 và khoảng 5% cho năm 2023.

**Hình 39: CAR cải thiện tốt qua các năm và đứng thứ 2 so với toàn ngành**



Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

**Hình 40: Dự báo tăng trưởng cho vay giai đoạn 2022-24**



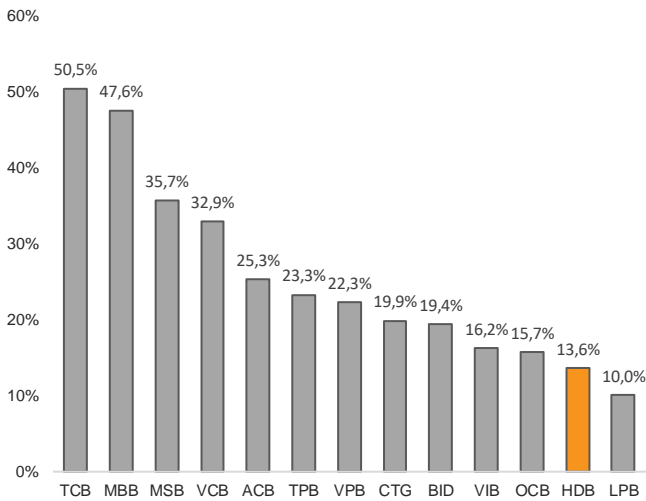
Nguồn: VNDIRECT Research

**NIM dự kiến giảm nhẹ trong năm 2022**

Lãi suất huy động tăng do lạm phát và cạnh tranh giữa các kênh đầu tư vào năm 2022 sẽ đe dọa đến NIM của ngành ngân hàng nói chung. Các ngân hàng có thể vượt qua được rủi ro này là những ngân hàng có CASA dồi dào (giúp giảm chi phí vốn), có nhiều dư địa hơn để mở rộng cho vay bán lẻ (giúp cải thiện lợi suất tài sản) và tỷ lệ LDR thấp (lượng tiền gửi hiện tại đủ dồi dào để sử dụng làm nguồn vốn đầu vào).

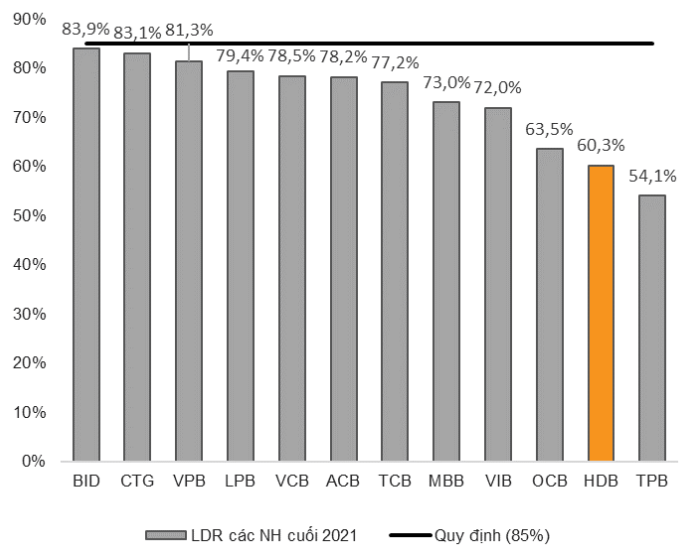
Đối với HDB, chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ khó có thể cải thiện NIM trong năm nay do tỷ lệ CASA của ngân hàng ở mức thấp (chỉ 13,6% vào cuối năm tài chính 2021). Bên cạnh đó, cơ cấu cho vay bán lẻ đã được tối ưu khi chiếm 90% tổng dư nợ tín dụng vào cuối năm 2021. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng NIM sẽ không bị thu hẹp quá nhiều do HDB vẫn ghi nhận tỷ lệ LDR thấp, chỉ 60% vào cuối 2021 (ngưỡng quy định là 85%).

**Hình 41: HDB ghi nhận hệ số CASA thấp hơn so với các ngân hàng khác**



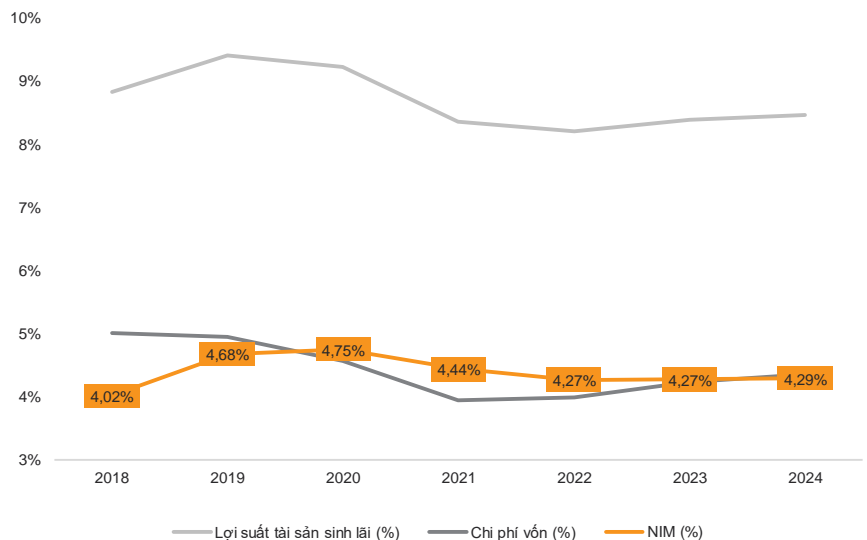
Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

**Hình 42: ... tuy vậy LDR ở mức thấp hơn nhiều so với qui định, theo đó giúp giảm áp lực lên NIM**



Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

**Hình 43: NIM dự phóng (%)**

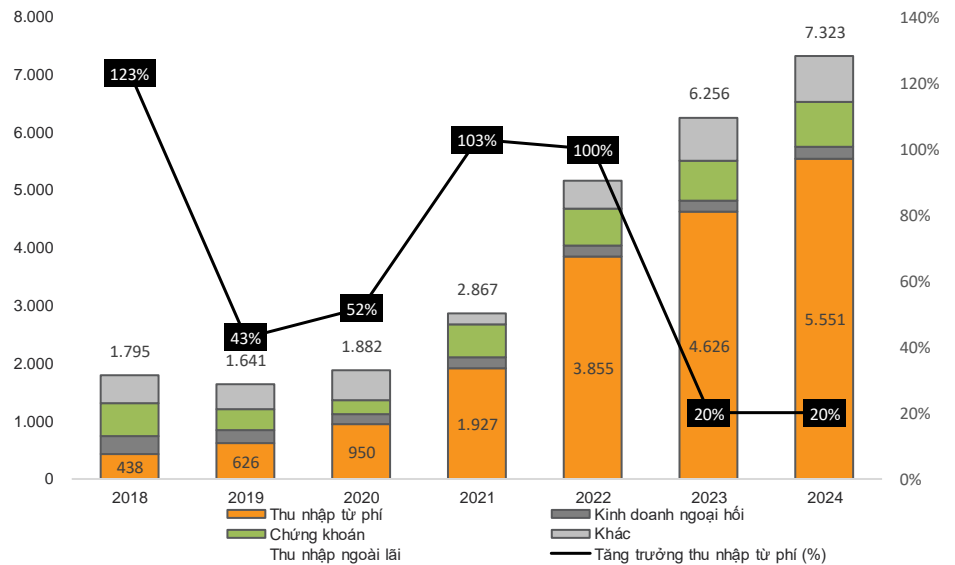


Nguồn: VNDIRECT Research



**Chúng tôi dự báo thu nhập từ phí trong năm 2022 sẽ tăng trưởng gấp đôi** so với cùng kỳ nhờ vào hoạt động phân phối bảo hiểm (như đã thảo luận ở mục trên). Đối với năm 2023-24, chúng tôi duy trì tỷ lệ tăng trưởng này là 20%. Lưu ý rằng, chúng tôi chưa phản ánh mức phí trả trước khi hợp đồng bảo hiểm độc quyền với Dai-ichi/FWD chính thức được ký kết vì hiện tại ngân hàng chưa công bố thông tin chính thức nào về đến vấn đề này (do đó chúng tôi đã đưa ra phân tích độ nhạy theo kịch bản dựa trên các mức phí trả trước và giá mục tiêu tương đương trong mục Định giá).

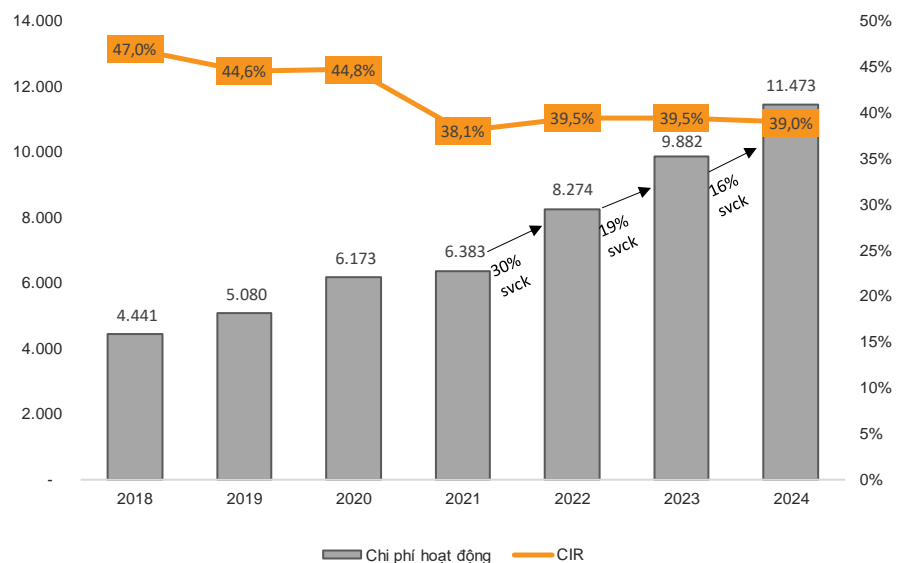
**Hình 44: Dự báo thu nhập ngoài lãi của HDB**



Nguồn: VNDIRECT Research

**Hệ số CIR dự kiến duy trì dưới 40% trong giai đoạn 2022-24.** Do HDB có kế hoạch tiếp tục đầu tư vào ngân hàng số, chúng tôi kỳ vọng chi phí hoạt động của ngân hàng sẽ tăng trưởng 30%/19% so với cùng kỳ trong 2022-23 (2018-20 là 16-19%). Mặc dù chi phí khấu hao sẽ tiếp tục tăng do kế hoạch chuyển đổi số của ngân hàng cần các khoản đầu tư lớn vào CNTT và phần mềm, nhưng mục này chỉ chiếm một phần nhỏ (2% trong tổng chi phí).

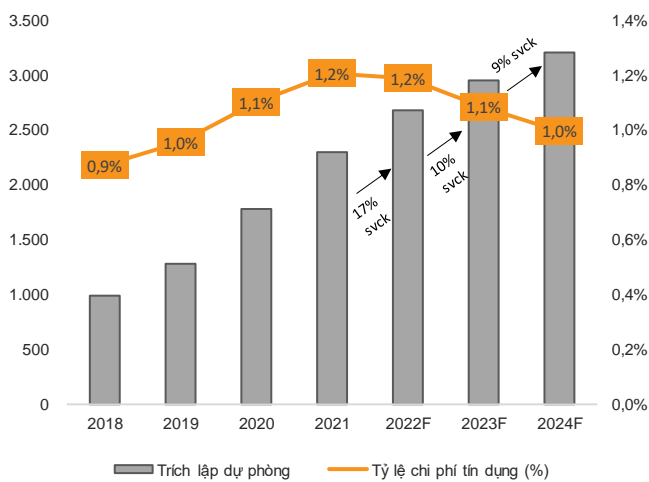
**Hình 45: Giá định chi phí hoạt động và CIR (tỷ đồng; %)**



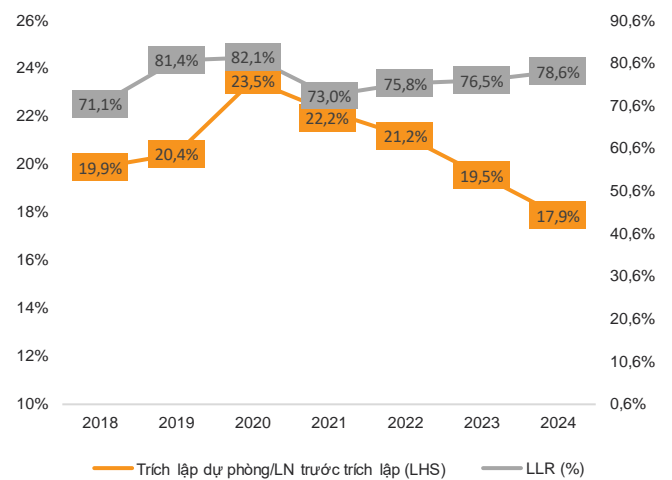
Nguồn: VNDIRECT Research

**Chúng tôi ước tính chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của HDB sẽ tăng 16,5%/10% so với cùng kỳ trong năm 2022-23.** Do hậu quả của đại dịch, nợ xấu của HDB đã tăng đáng kể 42,5% so với cùng kỳ (tỷ lệ nợ xấu là 1,65% vào cuối năm 2021 so với mức 1,32% vào cuối năm 2020). Chi phí trích lập dự phòng tăng 28,9% so với cùng kỳ và tỷ lệ chi phí tín dụng nhích lên 1,2% sau khi ổn định ở mức 0,9-1% trong những năm qua. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo nợ xấu của HDB sẽ tăng chậm hơn do ngân hàng đã trích lập đầy đủ các khoản nợ tái cơ cấu liên quan đến đại dịch. Mặt khác, nợ tái cơ cấu của HDB (theo Thông tư 03) giảm còn 103 tỷ đồng vào cuối năm 2021 (0,14% tổng dư nợ), so với 4,1% vào cuối 2020 do nhiều khách hàng đã có thể hồi phục được khả năng trả nợ khi tài chính của họ đã phục hồi sau đại dịch. Chúng tôi ước tính tỷ lệ chi phí tín dụng của HDB sẽ ở mức 1,2% trong năm 2022 và giảm xuống còn 1,1/1,0% trong năm 2023-24. Tỷ lệ bao nợ xấu dao động trong khoảng 76-78%.

Hình 46: Dự phóng chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT Research



Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 47: Tóm tắt dự báo tài chính năm tài chính 2022-2024 của HDB

|                                  | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Thu nhập lãi thuần               | 9.747  | 11.898 | 13.891 | 15.780 | 18.760 | 22.094 |
| % svck                           | 27,5%  | 22,1%  | 16,8%  | 13,6%  | 18,9%  | 17,8%  |
| NIM                              | 4,68%  | 4,75%  | 4,44%  | 4,27%  | 4,27%  | 4,29%  |
| Thu nhập ngoài lãi               | 1.641  | 1.882  | 2.867  | 5.167  | 6.256  | 7.323  |
| % svck                           | -8,5%  | 14,6%  | 52,4%  | 80,2%  | 21,1%  | 17,1%  |
| Tổng thu nhập hoạt động          | 11.388 | 13.779 | 16.758 | 20.948 | 25.017 | 29.418 |
| % svck                           | 20,6%  | 21,0%  | 21,6%  | 25,0%  | 19,4%  | 17,6%  |
| Chi phí hoạt động                | 5.080  | 6.173  | 6.383  | 8.274  | 9.882  | 11.473 |
| % svck                           | 14,4%  | 21,5%  | 3,4%   | 29,6%  | 19,4%  | 16,1%  |
| CIR                              | 44,6%  | 44,8%  | 38,1%  | 39,5%  | 39,5%  | 39,0%  |
| LN trước trích lập dự phòng      | 6.307  | 7.607  | 10.375 | 12.673 | 15.135 | 17.945 |
| % svck                           | 26,2%  | 20,6%  | 36,4%  | 22,1%  | 19,4%  | 18,6%  |
| Chi phí trích lập dự phòng       | 1.289  | 1.788  | 2.306  | 2.686  | 2.957  | 3.209  |
| % svck                           | 29,7%  | 38,7%  | 28,9%  | 16,5%  | 10,1%  | 8,5%   |
| Tỷ lệ chi phí trích lập dự phòng | 1,0%   | 1,1%   | 1,2%   | 1,2%   | 1,1%   | 1,0%   |
| LN ròng                          | 3.605  | 4.249  | 6.054  | 7.511  | 9.158  | 11.082 |
| % svck                           | 26,8%  | 17,9%  | 42,5%  | 24,1%  | 21,9%  | 21,0%  |
| <b>Khả năng sinh lời</b>         |        |        |        |        |        |        |
| ROA (%)                          | 1,8%   | 1,7%   | 1,9%   | 2,0%   | 2,0%   | 2,1%   |
| Tài sản/VCSH (x)                 | 12,0   | 12,2   | 12,5   | 12,1   | 11,6   | 10,9   |
| ROE (%)                          | 21,6%  | 20,6%  | 23,3%  | 23,6%  | 23,6%  | 23,0%  |
| BVPS (đ/cp)                      | 19.560 | 14.429 | 16.037 | 18.392 | 22.677 | 27.937 |

Nguồn: VNDIRECT Research

Do đó, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của HDB sẽ tăng 24/22% so với cùng kỳ trong năm tài chính 2022-23, được củng cố bởi: (i) tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ, được hỗ trợ bởi hệ số CAR cao 14,4%; (ii) thu nhập từ phí tăng mạnh từ hoạt động banca; và (iii) tỷ lệ chi phí tín dụng giảm dần nhờ kiểm soát chất lượng tài sản tốt hơn. Tỷ suất sinh lời duy trì ở mức cao với ROA là 2% và ROE 23%.

### Định giá và khuyến nghị

#### Phương pháp P/BV

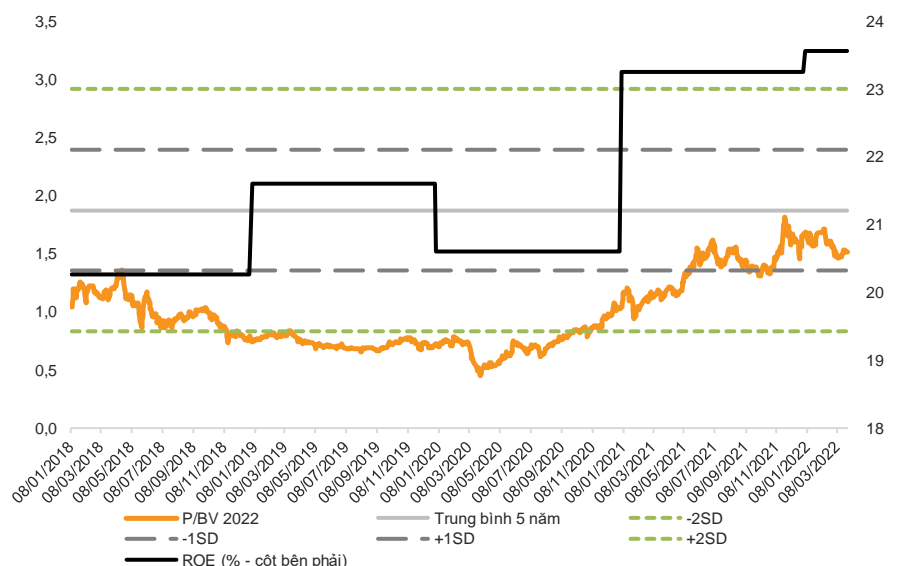
Chúng tôi đã đưa ra mức giá mục tiêu 12 tháng cho HDB là 35.496đ/cp dựa trên P/BV mục tiêu 1,9 lần và BVPS dự phóng 2022 là 18.392 đồng.

- BVPS dự phóng 2022 dựa trên tăng trưởng lợi nhuận 24% và không chia cổ tức bằng tiền mặt.
- P/BV dự phóng 2022 là 1,9 lần bằng với mức trung bình ngành.

HDB đang giao dịch ở mức P/BV dự phóng 2022 là 1,5 lần, thấp hơn nhiều so với trung bình 5 năm trong khi khả năng sinh lời của ngân hàng được cải thiện đáng kể trong 5 năm qua. Với tăng trưởng tín dụng lành mạnh, biên lãi thuần ổn định, thu nhập phí cao và kiểm soát chất lượng tài sản tốt hơn, chúng tôi tin rằng ngân hàng sẽ tiếp tục tăng trưởng bền vững với tăng trưởng LN ròng trung bình 22% và duy trì tỷ suất sinh lời cao trong những năm tới với ROA & ROE là 2% và 23% trong năm 2022-24. Nói cách khác, ngân hàng đang có một mức định giá hấp dẫn khi ghi nhận tăng trưởng và lợi nhuận cao hơn trung bình 5 năm trong khi định giá lại thuộc phạm vi dưới mức trung bình 5 năm.

Dựa trên sự tăng trưởng vững chắc và khả năng sinh lời cao, HDB xứng đáng được đánh giá lại với mức P/BV là 1,9 lần – tương đương trung bình của toàn ngành.

**Hình 48: P/BV 2022 duy trì dưới biên độ 5 năm trong khi ROE cải thiện mạnh lên trên mức trung bình 5 năm**



Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 49: Giá mục tiêu dựa trên mức P/BV

| 2022 BVPS: 18.392đ/cp |                  | Giá mục tiêu<br>(đ/cp) | Tiềm năng<br>tăng giá (%) |
|-----------------------|------------------|------------------------|---------------------------|
| P/BV mục tiêu<br>(x)  | -2 độ lệch chuẩn | 0,83                   | 15.315                    |
|                       | -1 độ lệch chuẩn | 1,36                   | 24.945                    |
|                       | Trung bình 5 năm | 1,90                   | 35.496                    |
|                       | +1 độ lệch chuẩn | 2,40                   | 44.206                    |
|                       | +2 độ lệch chuẩn | 2,93                   | 53.836                    |

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 50: Bảng so sánh các ngân hàng Việt Nam (giá đóng cửa ngày 26/04/2022)

| Ngân hàng                  | Mã<br>Bloomberg | Khuyến<br>nghị | Giá         | Giá mục | Vốn hóa | P/BV (x) |            | P/E (x)    |             | Tăng       | ROE %        |              | ROA %        |             |             |
|----------------------------|-----------------|----------------|-------------|---------|---------|----------|------------|------------|-------------|------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
|                            |                 |                | đóng<br>cửa | tiêu    |         | tỷ USD   | 2022       | 2023       | 2022        | 2023       | 3 năm        | 2022         | 2023         | 2022        | 2023        |
|                            |                 |                | Nội tệ      | Nội tệ  |         |          |            |            |             | %          |              |              |              |             |             |
| Vietcombank                | VCB VN          | Khả quan       | 80.500      | 118.700 | 17,2    | 3,1      | 2,6        | 19,1       | 15,9        | 23,8%      | 20,0%        | 21,0%        | 1,7%         | 1,8%        |             |
| Techcombank                | TCB VN          | Khả quan       | 41.500      | 70.000  | 7,7     | 1,6      | 1,3        | 8,3        | 6,9         | 23,3%      | 22,1%        | 21,6%        | 3,6%         | 3,7%        |             |
| Vietinbank                 | CTG VN          | Khả quan       | 27.650      | 41.700  | 7,0     | 1,6      | 1,4        | 16,9       | 14,1        | 17,3%      | 15,0%        | 15,8%        | 1,0%         | 1,1%        |             |
| VPBank                     | VPB VN          | Trung lập      | 36.400      | 45.800  | 7,6     | 1,6      | 1,4        | 10,9       | 8,5         | 22,7%      | 16,1%        | 17,0%        | 3,0%         | 3,2%        |             |
| NHTM CP Quân Đội           | MBB VN          | Trung lập      | 29.350      | 40.800  | 5,5     | 1,8      | 1,5        | 10,9       | 8,6         | 24,2%      | 23,0%        | 23,0%        | 2,3%         | 2,4%        |             |
| NH TMCP Á Châu             | ACB VN          | Khả quan       | 30.900      | 41.800  | 4,0     | 1,6      | 1,3        | 8,0        | 7,0         | 21,3%      | 23,6%        | 22,5%        | 2,2%         | 2,2%        |             |
| NH TMCP Quốc Tế Việt Nam   | VIB VN          | Trung lập      | 41.100      | 46.400  | 3,3     | 2,4      | 1,9        | 10,5       | 8,9         | 17,0%      | 27,0%        | 25,0%        | 2,1%         | 2,0%        |             |
| NH TMCP Tiên Phong         | TPB VN          | Trung lập      | 34.950      | 41.100  | 2,9     | 1,9      | 1,6        | 11,0       | 9,0         | 24,8%      | 20,8%        | 21,1%        | 2,0%         | 2,1%        |             |
| HDBank                     | HDB VN          | Khả quan       | 24.500      | 35.900  | 2,5     | 1,5      | 1,3        | 7,6        | 6,1         | 20,5%      | 23,6%        | 23,7%        | 2,0%         | 2,0%        |             |
| NH TMCP Bưu Điện Liên Việt | LPB VN          | Trung lập      | 16.200      | 25.700  | 1,2     | 1,5      | 1,2        | 8,9        | 7,4         | 18,9%      | 17,0%        | 17,7%        | 1,1%         | 1,2%        |             |
| <b>Trung bình</b>          |                 |                |             |         |         |          | <b>1,9</b> | <b>1,5</b> | <b>11,2</b> | <b>9,2</b> | <b>21,7%</b> | <b>20,8%</b> | <b>20,8%</b> | <b>2,1%</b> | <b>2,2%</b> |
| HDBank                     | HDB VN          | Khả quan       | 24.500      | 35.900  | 2,5     | 1,5      | 1,3        | 7,6        | 6,1         | 20,5%      | 23,6%        | 23,7%        | 2,0%         | 2,0%        |             |

Nguồn: VNDIRECT Research

### Phương pháp định giá thu nhập thặng dư

Chúng tôi cũng đưa ra định giá thu nhập thặng dư đối với HDB với ước tính giá trị hợp lý là 36,252 đ/cp.

Hình 51: Các giả định chính về định giá thu nhập thặng dư

| Giả định chính         | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A | 2026A | Năm cuối |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| Lãi suất phi rủi ro    | 3,0%  | 3,0%  | 3,0%  | 3,0%  | 3,0%  | 3,0%     |
| Phần bù rủi ro         | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0%    |
| Beta                   | 1,1   | 1,1   | 1,1   | 1,1   | 1,1   | 1,1      |
| Chi phí vốn chủ sở hữu | 15,2% | 15,2% | 15,2% | 15,2% | 15,2% | 15,2%    |
| Tăng trưởng dài hạn    |       |       |       |       |       | 3,0%     |

(tỷ VND)

|   |               |
|---|---------------|
| Giá trị sổ sách đầu kỳ                            | 30.790        |
| Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)    | 13.155        |
| Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối) | 28.994        |
| Giá trị vốn chủ sở hữu                            | 72.939        |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)        | 2.012         |
| <b>Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)</b>                | <b>36.252</b> |

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 52: Giá mục tiêu

| Phương pháp                           | Tỷ trọng | Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu) | Đóng góp (VND/cổ phiếu) |
|---------------------------------------|----------|-------------------------------|-------------------------|
| Thu nhập thặng dư                     | 50%      | 36.252                        | 18.126                  |
| Hệ số P/B (1,9 lần cho năm 2022)      | 50%      | 35.496                        | 17.748                  |
| Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)           |          |                               | 35.874                  |
| Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu, làm tròn) |          |                               | <b>35.900</b>           |

Nguồn: VNDIRECT Research

## Tiềm năng tăng giá

### Tiềm năng ở hợp đồng phân phối bảo hiểm độc quyền

Như đã đề cập trước đây, HDB có thể ghi nhận một khoản phí trả trước vào thu nhập từ phí nhờ vào hợp đồng bảo hiểm độc quyền giữa HDB với FWD. Tuy nhiên, thông tin chi tiết về thương vụ này vẫn chưa được công bố. Do đó, chúng tôi đưa ra phân tích độ nhạy cho từng kịch bản phí trả trước mà HDB có thể nhận được trong tương lai gần và các mức giá mục tiêu tương đương (chỉ dựa trên phương pháp định giá P/BV).

Hình 53: Phân tích độ nhạy với từng kịch bản phí trả trước và giá mục tiêu tương đương (phương pháp định giá P/BV)

*Giả sử rằng khoản phí trả trước sẽ phân bổ đều trong giai đoạn 5 năm*

| Các kịch bản khoản phí banca trả trước (tỷ đồng) | 4.000  | 5.000  | 6.000  | 7.000  | 8.000  | 9.000  |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| BVPS 2022  | 18.787 | 18.887 | 18.987 | 19.087 | 19.187 | 19.287 |
| Giá mục tiêu (dựa trên P/BV 1,9x)                | 37.600 | 37.800 | 38.000 | 38.200 | 38.400 | 38.700 |

Nguồn: VNDIRECT Research

## Rủi ro đối với dự báo của chúng tôi

### Lạm phát gia tăng có thể cản trở tăng trưởng tín dụng

Chúng tôi thấy rủi ro lạm phát tăng trong năm 2022 do:

- Giá dầu thô và khí đốt tự nhiên đã tăng đáng kể do cuộc khủng hoảng Nga-Ukraine. Giá dầu thô Brent trung bình ở mức 97,9 USD/thùng trong Q1/222 (+59,7% so với cùng kỳ) và khó có thể quay về lại mức trước khủng hoảng, điều này có thể sẽ làm tăng áp lực lạm phát đối với Việt Nam.
- Việc tăng giá nguyên liệu đầu vào như than, thép, đồng, nhôm và giá vận chuyển cũng có thể ảnh hưởng đến chi phí sản xuất tại Việt Nam. Cuộc xung đột càng kéo dài, tác động đến chi phí sản xuất của các công ty sẽ càng lớn.
- Việc tăng giá phân bón và các mặt hàng nông sản (lúa mì, ngô, lúa mạch) cũng có thể tạo áp lực lên giá lương thực và thực phẩm trong nước.

Mặc dù Chính phủ có thể kiểm soát lạm phát sao cho CPI năm 2022 dưới 4,0% thông qua việc giảm thuế môi trường đối với xăng dầu để giảm giá xăng dầu trong nước và điều chỉnh giá dịch vụ công; kiểm soát lạm phát vẫn được ưu tiên và nếu lạm phát tăng cao hơn dự kiến, tăng trưởng tín dụng sẽ cần phải hạn chế lại. HDB hay bất kỳ ngân hàng Việt Nam nào vẫn phải tuân thủ nghiêm ngặt quy định tăng trưởng tín dụng của NHNN, điều này sẽ khiến ngân hàng bị ảnh hưởng nếu như quyết định thắt chặt chính sách tiền tệ được đưa ra.

Phân tích độ nhạy của chúng tôi dưới đây cho thấy thu nhập của HDB sẽ thay đổi như thế nào dựa trên các kịch bản tăng trưởng tín dụng khác nhau. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi hy vọng HDB sẽ tăng trưởng cho vay ít nhất 22% trong năm 2022.



Hình 54: Phân tích độ nhạy về tăng trưởng cho vay của HDB và EPS tương ứng

| Các kịch bản tăng trưởng tín dụng | 18,1% | 19,1% | 20,1% | 21,1% | 22,1% | 23,1% | 24,1% | 25,1% | 26,1% |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| LN ròng 2022                      | 7.459 | 7.472 | 7.485 | 7.498 | 7.511 | 7.524 | 7.537 | 7.550 | 7.563 |
| % svck                            | 23,2% | 23,4% | 23,6% | 23,9% | 24,1% | 24,3% | 24,5% | 24,7% | 24,9% |
| EPS 2022                          | 3.707 | 3.714 | 3.720 | 3.727 | 3.733 | 3.740 | 3.746 | 3.752 | 3.773 |

Nguồn: VNDIRECT Research

Rủi ro nợ xấu khi Thông tư 14 hết hiệu lực vào cuối tháng 6-2022

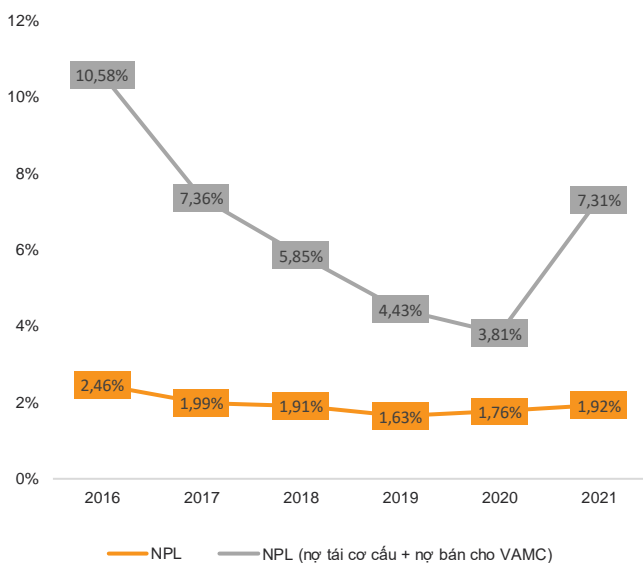
Ngày 07/09/2021, NHNN đã ban hành Thông tư 14/2021/TT-NHNN cho phép các ngân hàng cơ cấu lại các khoản vay cũng như miễn/giảm lãi các khoản vay phát sinh muộn hơn so với hướng dẫn tại Thông tư 03/2021/TT-NHNN và Thông tư 01/2020/TT-NHNN. Các qui định này áp dụng cho các khoản vay:

- Phát sinh trước ngày 01/08/2021 thay vì trước ngày 10/06/2020.
- Phát sinh nghĩa vụ trả nợ gốc và/hoặc lãi trong giai đoạn từ ngày 23/01/2020 đến ngày 30/06/2022, thay vì đến ngày 31/12/2021.
- Phát sinh từ ngày 10/06/2020 đến ngày 01/08/2021 và quá hạn từ ngày 17/07/2021 đến trước ngày 07/09/2021.

Chính sách mới này sẽ phần nào giảm bớt áp lực của các ngân hàng về việc trích lập dự phòng và hỗ trợ cho các khách hàng bị ảnh hưởng bởi đại dịch. Tuy nhiên, khả năng gia tăng nợ xấu là đáng để lưu ý khi Thông tư 14 không còn hiệu lực vào cuối ngày 30/6/2022. Theo NHNN, tỷ lệ nợ xấu có thể tăng lên 7,3% nếu tính cả các khoản vay được cơ cấu lại và nợ xấu bán cho VAMC, tương đương với mức tỷ lệ nợ xấu trong giai đoạn 2016-2017.

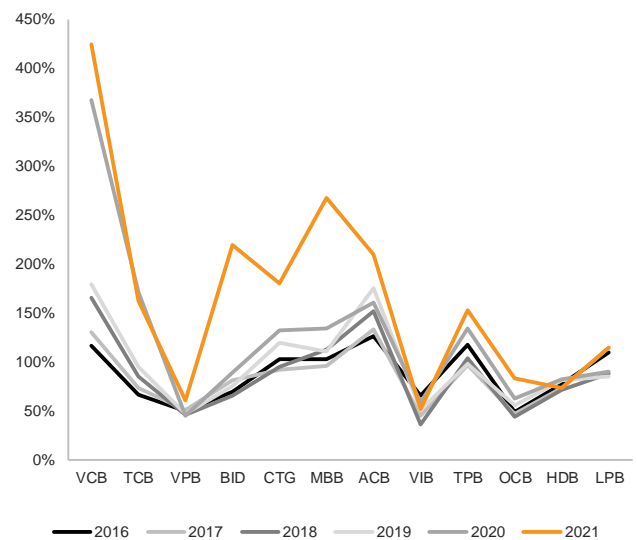
Tuy vậy, chất lượng tài sản của các ngân hàng Việt Nam đã được cải thiện hơn rất nhiều so với giai đoạn 2016-17. Họ đã tăng cường dự phòng để vượt qua khả năng nợ xấu gia tăng và tỷ lệ bao nợ xấu đã đạt mức cao nhất từ trước đến nay ở hầu hết các ngân hàng Việt Nam vào cuối năm 2021. Mặt khác, hầu hết các ngân hàng Việt Nam cũng đã trích lập dự phòng đầy đủ tất cả các khoản nợ tái cơ cấu. Nhờ chất lượng tài sản và bộ đệm dự phòng vững chắc, các ngân hàng Việt Nam nói chung và HDBank nói riêng sẽ có đủ khả năng để giảm thiểu rủi ro nói trên, theo quan điểm của chúng tôi.

Hình 55: Tỷ lệ nợ xấu có thể đạt 7,31% nếu tính cả nợ cơ cấu lại + nợ xấu bán cho VAMC



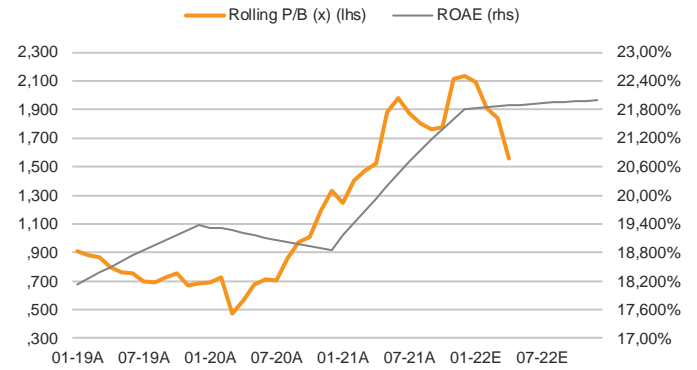
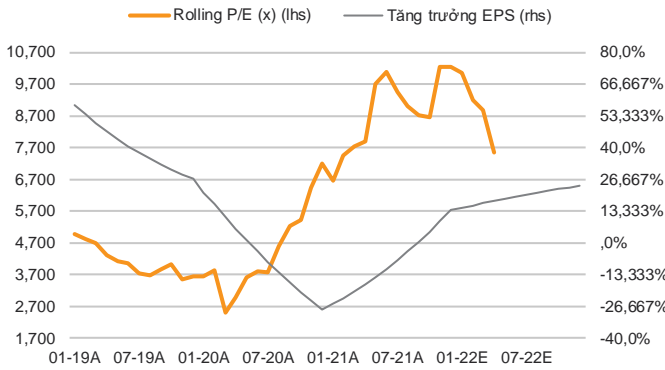
Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 56: ... nhưng các ngân hàng đã chuẩn bị đầy đủ để đối phó với rủi ro, tỷ lệ bao nợ xấu cao nhất từ trước tới nay vào cuối năm 2021



Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKDK**

| (tỷ VND)                        | 12-21A         | 12-22E         | 12-23E         |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Thu nhập lãi thuần</b>       | <b>13.891</b>  | <b>15.780</b>  | <b>18.760</b>  |
| <b>Thu nhập lãi suất ròng</b>   | <b>2.867</b>   | <b>5.167</b>   | <b>6.256</b>   |
| <b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b> | <b>16.758</b>  | <b>20.948</b>  | <b>25.017</b>  |
| Tổng chi phí hoạt động          | (6.383)        | (8.274)        | (9.882)        |
| <b>LN trước dự phòng</b>        | <b>10.375</b>  | <b>12.673</b>  | <b>15.135</b>  |
| <b>Tổng trích lập dự phòng</b>  | <b>(2.306)</b> | <b>(2.686)</b> | <b>(2.957)</b> |
| TN từ các Cty LK & LD           |                |                |                |
| Thu nhập ròng khác              |                |                |                |
| <b>LN trước thuế</b>            | <b>8.070</b>   | <b>9.988</b>   | <b>12.178</b>  |
| Thuế                            | (1.616)        | (1.998)        | (2.436)        |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>       | <b>6.453</b>   | <b>7.990</b>   | <b>9.743</b>   |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | (400)          | (479)          | (585)          |
| <b>LN ròng</b>                  | <b>6.054</b>   | <b>7.511</b>   | <b>9.158</b>   |

**Bảng cân đối kế toán**

| (tỷ VND)                           | 12-21A         | 12-22E         | 12-23E         |
|------------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Tổng cho vay khách hàng            | 203.211        | 248.076        | 296.343        |
| Cho vay các ngân hàng khác         | 55.943         | 67.131         | 80.557         |
| <b>Tổng cho vay</b>                | <b>259.154</b> | <b>315.207</b> | <b>376.900</b> |
| Chứng khoán - Tổng cộng            | 76.810         | 86.674         | 97.852         |
| Các tài sản sinh lãi khác          | 11.848         | 13.033         | 14.336         |
| <b>Tổng các tài sản sinh lãi</b>   | <b>347.812</b> | <b>414.914</b> | <b>489.088</b> |
| <b>Tổng dự phòng</b>               | <b>(2.551)</b> | <b>(3.667)</b> | <b>(4.593)</b> |
| <b>Tổng cho vay khách hàng</b>     | <b>200.759</b> | <b>244.517</b> | <b>291.869</b> |
| <b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>  | <b>345.261</b> | <b>411.247</b> | <b>484.495</b> |
| Tiền mặt và các khoản tiền gửi     | 2.446          | 2.617          | 2.800          |
| Tổng đầu tư                        | 124            | 132            | 142            |
| Các tài sản khác                   | 26.781         | 28.656         | 30.662         |
| <b>Tổng tài sản không sinh lãi</b> | <b>29.351</b>  | <b>31.405</b>  | <b>33.604</b>  |
| <b>Tổng tài sản</b>                | <b>374.612</b> | <b>442.652</b> | <b>518.099</b> |
| Nợ khách hàng                      | 183.283        | 206.194        | 232.999        |
| Dư nợ tín dụng                     | 42.756         | 52.162         | 63.638         |
| Tài sản nợ chịu lãi                | 226.039        | 258.356        | 296.637        |
| Tiền gửi                           | 107.243        | 134.053        | 160.864        |
| Tổng tiền gửi                      | 333.282        | 392.409        | 457.501        |
| Các khoản nợ lãi suất khác         | 3.045          | 3.045          | 3.045          |
| <b>Tổng các khoản nợ lãi suất</b>  | <b>336.327</b> | <b>395.454</b> | <b>460.546</b> |
| Thuế TNDN hoãn lại                 |                |                |                |
| Các khoản nợ không lãi suất khác   | 7.495          | 9.714          | 10.862         |
| <b>Tổng nợ không lãi suất</b>      | <b>7.495</b>   | <b>9.714</b>   | <b>10.862</b>  |
| <b>Tổng nợ</b>                     | <b>343.821</b> | <b>405.168</b> | <b>471.408</b> |
| Vốn điều lệ và                     | 20.073         | 20.120         | 20.120         |
| Thặng dư vốn cổ phần               | 536            | 536            | 0              |
| Cổ phiếu quỹ                       | (413)          | 0              | 0              |
| LN giữ lại                         | 6.290          | 13.801         | 22.959         |
| Các quỹ thuộc VCSH                 | 2.547          | 2.547          | 2.547          |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>              | <b>29.033</b>  | <b>37.005</b>  | <b>46.627</b>  |
| Lợi ích cổ đông thiểu số           | 1.757          | 479            | 1.064          |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>         | <b>30.790</b>  | <b>37.484</b>  | <b>46.691</b>  |
| <b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>   | <b>374.612</b> | <b>442.652</b> | <b>518.099</b> |

|                                     | 12-21A | 12-22E | 12-23E |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>     |        |        |        |
| Tăng trưởng tiền gửi khách hàng     | 5,0%   | 12,5%  | 13,0%  |
| Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng | 14,0%  | 22,1%  | 19,5%  |
| Tăng trưởng thu nhập lãi ròng       | 16,8%  | 13,6%  | 18,9%  |
| Tăng trưởng LN trước dự phòng       | 36,4%  | 22,1%  | 19,4%  |
| Tăng trưởng LN ròng                 | 42,5%  | 24,1%  | 21,9%  |
| Tăng trưởng các tài sản sinh lãi    | 15,2%  | 19,1%  | 17,8%  |
| <b>Giá trị cổ phiếu</b>             |        |        |        |
| EPS cơ bản (VND)                    | 3.009  | 3.733  | 4.552  |
| BVPS (VND)                          | 14.430 | 18.392 | 22.677 |
| Cổ tức / cp (VND)                   | 0      | 0      | 0      |
| Tăng trưởng EPS                     | 13,9%  | 24,1%  | 21,9%  |

**Các chỉ số chính**

|                                | 12-21A  | 12-22E  | 12-23E  |
|--------------------------------|---------|---------|---------|
| Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên    | 4,3%    | 4,1%    | 4,2%    |
| Tỷ lệ chi phí thu nhập         | (38,1%) | (39,5%) | (39,5%) |
| Nợ xấu/ Tổng cho vay           | 1,7%    | 1,9%    | 2,0%    |
| Nợ xấu/ Cho vay ròng           | 1,7%    | 1,9%    | 2,0%    |
| LN/ TB cho vay                 | 1,2%    | 1,2%    | 1,1%    |
| Tổng tỷ lệ an toàn vốn         | 14,4%   | 14,2%   | 14,8%   |
| Cấp tín dụng/ nguồn vốn        | 89,9%   | 96,0%   | 99,9%   |
| <b>Biên lợi và độ đàn trái</b> |         |         |         |
| Thu nhập/ TS sinh lãi          | 8,1%    | 8,0%    | 8,2%    |
| Chi phí cho các quỹ            | 3,9%    | 4,0%    | 4,2%    |
| Lãi ròng/ Tài sản trung bình   | 4,0%    | 3,9%    | 3,9%    |
| ROAE                           | 21,8%   | 22,0%   | 21,8%   |

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

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

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

### Khuyến nghị ngành

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

## KHUYẾN CÁO

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

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

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

---

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Trần Thị Thu Thảo – Chuyên viên Phân tích

Email: [thao.tranthu2@vndirect.com.vn](mailto:thao.tranthu2@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

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

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