

HDBANK (HDB) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND26.250	VND35.900	0,00%	KHẢ QUAN	Tài chính

Ngày 22/08/2022

Triển vọng ngắn hạn:	Tích cực
Triển vọng dài hạn:	Tích cực
Định giá:	Tích cực

Consensus*: Mua:8 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 7,8%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng 1,3%/2,7% EPS 2022-23
- Giảm P/B mục tiêu xuống 1,9 lần (từ mức 2 lần)

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	33.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22.200
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	52.077
Thị giá vốn (tỷ VND)	53.927
Free float (%)	70
P/E trượt (x)	7,6
P/B hiện tại (x)	1,6

Cơ cấu sở hữu

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

Nguồn: VNDIRECT Research

Chuyên viên phân tích:



Trần Thị Thu Thảo

thao.tranthu2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ

- Lợi nhuận (LN) ròng Q2/22 tăng mạnh 34% svck; theo đó LN 6T22 tăng 28,3% svck, hoàn thành 53% dự phóng của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng LN của HDB tăng trưởng 26%/24% svck trong 2022-23.
- Định giá hấp dẫn; duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi 35.900đ/cp.

KQKD 6T22: phù hợp với dự phóng

Tổng thu nhập hoạt động Q2/22 tăng trưởng 31% svck nhờ thu nhập lãi thuần tăng 31,2% svck (tăng trưởng tín dụng 17,4% svck và NIM mở rộng 45 điểm cơ bản). Thu nhập ngoài lãi cũng ghi nhận tăng trưởng tốt 31,2% svck dựa trên mức tăng 54% của thu nhập từ phí. Chi phí trích lập dự phòng tăng 61% svck, dẫn đến LN Q2/22 tăng 34% svck lên 2.079 tỷ đồng, theo đó LN 6T22 đạt 3.998 tỷ đồng (+28,3% svck) - hoàn thành 53% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Tập trung hơn vào cho vay bán lẻ giúp tối ưu NIM

Bối cảnh tăng trưởng tín dụng hạn chế dưới áp lực lạm phát, và việc giám sát dòng vốn vào lĩnh vực bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) đã là động lực để HDB tiếp tục đẩy mạnh chiến lược cho vay bán lẻ cốt lõi (cho vay hộ gia đình, nông nghiệp, v.v) và tài chính tiêu dùng để tối ưu lợi suất tài sản và NIM. Mặc dù tài sản sinh lời chỉ tăng 1,8% so với đầu năm cho đến cuối Q2/22, cho vay khách hàng ghi nhận tăng mạnh 17% (cho vay bán lẻ +21%, chiếm 48% tổng cho vay). Thực tế, lợi suất tài sản của HDB đã cải thiện 64 điểm cơ bản từ đầu năm, giúp NIM đạt mức cao nhất từ trước đến nay là 4,9%. Bất chấp bối cảnh lãi suất huy động tăng từ nửa cuối năm nay trở đi, chúng tôi tin rằng HDB vẫn có khả năng để duy trì NIM cao nhờ việc tiếp tục mở rộng cho vay đến các khu vực nông thôn, nơi còn nhiều dư địa để phát triển ([xem báo cáo lần đầu của chúng tôi để biết thêm chi tiết](#)).

Duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ

Nhờ bảng cân đối kế toán lành mạnh với cho vay phù hợp như đã nói ở trên, tỷ trọng TPDN thấp (2% trong tổng dư nợ tín dụng) và hệ số CAR cao (15% cuối Q2/22 so với mức trung bình ngành 12%), dự báo tăng trưởng tín dụng của HDB sẽ đạt 20%/19% trong 2022-23 (dự báo trước là 22%/20%), sau khi đã tăng 14,8% trong 6T22. NIM dự kiến ở mức tương đương năm 2021 là 4,4%, cao hơn dự báo trước đó là 4,3%. Chi phí dự phòng sẽ tăng 20,4%/18,4% svck (tỷ lệ chi phí tín dụng là 1,2%, ngang mức cuối năm 2021). Nhìn chung, chúng tôi ước tính tăng trưởng LN ròng của HDB sẽ đạt 26%/24% trong 2022-23.

Định giá hấp dẫn; phía trước còn nhiều thuận lợi

Việc thị trường điều chỉnh mạnh vừa qua đã đưa HDB về mức định giá hấp dẫn là 1,4 lần P/B năm 2022, tiệm cận mức -1SD bất chấp nền tảng cơ bản vững chắc và tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ. Rủi ro giảm giá bao gồm lạm phát cao hơn dự kiến và nợ xấu tăng đột biến; tiềm năng tăng giá sẽ là hợp đồng bảo hiểm được ký kết thành công và việc ngân hàng tham gia vào chương trình tái cơ cấu tổ chức tín dụng yếu kém (đang lấy ý kiến cổ đông bằng văn bản).

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	11,898	13,891	15,787	19,393
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4.6%	4.3%	4.3%	4.7%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	13,779	16,758	20,761	25,453
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(1,788)	(2,306)	(2,755)	(3,278)
LN ròng (tỷ)	4,249	6,054	7,608	9,402
Tăng trưởng LN ròng	17.9%	42.5%	25.7%	23.6%
EPS điều chỉnh	2,627	2,992	3,761	4,648
BVPS	14,295	14,430	18,440	22,847
ROAE	18.8%	21.8%	22.3%	22.2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH¹

DUY TRÌ ĐÀ TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN MẠNH MỀ

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi 35.900đ/cp

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 xây 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 (như VietJet, Petrolimex...) để mở rộng thêm tệp khách hàng sẵn có. Nhờ vào chiến lược đúng đắn và khả năng quản trị rủi ro tốt, HDB đã vươn 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%).

Áp lực lạm phát và việc quản lý giám sát thị trường vốn đã gây ra những lo ngại về triển vọng ngành ngân hàng trong vài tháng qua. Ngành ngân hàng đã giảm 15% kể từ mức đỉnh vào tháng 4/2022. Tuy nhiên, HDB ghi nhận mức giảm giá thấp hơn ngành (-12%), nhờ bảng cân đối kế toán lành mạnh với tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp không đáng kể (2% tổng dư nợ tín dụng), giúp giảm đi những cái nhìn tiêu cực của nhà đầu tư đối với HDB. Việc thị trường bán tháo đã đưa định giá của HDB về mức hấp dẫn với P/B năm 2022 hiện là 1,37 lần - gần tương đương -1 độ lệch chuẩn.

Chúng tôi tăng nhẹ EPS giai đoạn 2022-2023 lên 1,3%/2,7% và giảm P/B mục tiêu năm 2022 xuống 1,9 lần (từ 2 lần) để phản ánh lo ngại về giới hạn hạn mức tăng trưởng tín dụng của toàn ngành, theo đó giảm giá mục tiêu xuống 35.900đ/cp. Giá mục tiêu dựa trên cơ sở định giá thu nhập thặng dư (COE: 15,2%; LTG: 3,0%) và phương pháp P/B, tỷ trọng bằng nhau.

Rủi ro giảm bao gồm lạm phát cao hơn dự kiến và nợ xấu tăng đột biến. Tiềm năng tăng giá là việc ký kết hợp đồng bảo hiểm thành công, hiện vẫn đang đàm phán (*); và việc tham gia vào chương trình tái cơ cấu tổ chức tín dụng đang được lấy ý kiến cổ đông bằng văn bản (**).

(*) Hợp đồng độc quyền bảo hiểm:

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

(**) HDB tham gia tái cơ cấu tổ chức tín dụng:

HDB hiện đang lấy ý kiến cổ đông bằng văn bản về các vấn đề thuộc thẩm quyền quyết định của Đại hội đồng Cổ đông, trong số đó có liên quan đến việc ngân hàng tham gia tái cơ cấu tổ chức tín dụng theo hình thức chuyển giao bắt buộc 1 Ngân hàng TMCP. Theo quan điểm của chúng tôi, kế hoạch chuyển giao bắt buộc này sẽ giúp HDB tạo ra bước đột phá trong những năm tới dựa trên khả năng nhận được hạn mức tăng trưởng tín dụng hàng năm tốt hơn, tăng số lượng khách hàng và nâng cấp chiến lược bán lẻ và số hóa, từ đó gia tăng thêm thị phần và trở thành một trong những ngân hàng hàng đầu Việt Nam trong 5 năm tới.

Lưu ý rằng, báo cáo tài chính của Ngân hàng TMCP được chuyển giao bắt buộc sẽ không hợp nhất với báo cáo tài chính của HDB. Chính sách cổ tức, phân phối lợi nhuận và quỹ dự phòng của HDB sẽ là độc lập và tách biệt với kết quả kinh doanh của Ngân hàng TMCP.

Hình 1: Các giả định chính về định giá thu nhập thặng dư

Giả định chính	2022	2023	2024	2025	2026	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 (tỷ VND)						3.0%
Giá trị sổ sách đầu kỳ	30,790					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	14,044					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	29,019					
Giá trị vốn chủ sở hữu	73,853					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	2,012					
Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)	36,706					

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 2: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	36.706	18.353
Hệ số P/B (1,9 lần cho năm 2022)	50%	35.036	17.518
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			35.871
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu, làm tròn)			35.900

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 3: Bảng so sánh các ngân hàng Việt Nam (giá ngày 19/08/2022)

												Tăng trưởng kép EPS 3 năm				
Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/B (x)			P/E (x)				ROE %		ROA %	
			Nội tệ	Nội tệ	tỷ USD	Hiện tại	2022	2023	Lũy kế 12T	2022	2023	%	2022	2023	2022	2023
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	80.900	95.600	16,4	3,0	2,6	2,3	14,2	12,9	11,9	20,8%	20,5%	20,3%	1,8%	1,9%
VPBank	VPB VN	Khả quan	31.250	44.400	6,0	1,5	1,4	1,2	8,3	6,6	6,8	24,5%	23,9%	18,7%	3,6%	2,9%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	39.000	66.400	5,9	1,3	1,2	1,0	6,8	6,0	5,0	20,6%	22,1%	21,6%	3,6%	3,7%
Vietinbank	CTG VN	Khả quan	28.250	40.600	5,8	1,3	1,3	1,1	9,2	11,0	9,2	16,3%	16,7%	17,5%	1,0%	1,1%
NHTM CP Quân Đội	MBB VN	Khả quan	27.600	40.800	4,5	1,5	1,4	1,1	6,6	6,8	5,6	21,7%	24,5%	23,8%	2,5%	2,6%
NH TMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	24.850	33.400	3,6	1,6	1,2	1,0	7,1	5,7	4,8	17,1%	23,6%	22,4%	2,1%	2,1%
NH TMCP Quốc Tế Việt Nam	VIB VN	Khả quan	25.700	34.400	2,3	1,9	1,5	1,3	7,5	6,1	6,0	18,2%	28,0%	25,6%	2,3%	2,2%
HDBank	HDB VN	Khả quan	26.250	35.900	2,3	1,6	1,4	1,1	7,6	7,0	5,4	21,5%	23,6%	23,6%	2,0%	2,0%
NH TMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	28.400	38.500	1,9	1,5	1,4	1,2	8,1	7,6	6,1	22,3%	20,5%	20,7%	1,9%	2,1%
NH TMCP Bưu Điện Liên Việt	LPB VN	Khả quan	15.550	21.300	1,0	1,0	1,1	0,9	4,8	6,3	5,8	26,8%	19,1%	18,8%	1,1%	1,2%
Trung bình						1,6	1,5	1,2	8,0	7,6	6,7	21,0%	22,3%	21,3%	2,2%	2,1%

Nguồn: VNDIRECT Research

Tóm tắt 6T22: như kỳ vọng

Hình 4: So sánh KQKD (tỷ VND)

	Q2/22	Q2/21	% svck	6T22	6T21	% svck	Dự báo VNDIRECT	% dự báo VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi	4.551	3.469	31,2%	8.595	6.831	25,8%	15.780	54,5%	Cao hơn dự phóng của chúng tôi cho NIM tốt hơn kỳ vọng
Thu nhập ngoài lãi	1.030	785	31,2%	2.109	1.591	32,6%	5.167	40,8%	Thấp hơn dự phóng do khoản lỗ thu nhập đầu tư
Tổng thu nhập HĐKD	5.582	4.254	31,2%	10.704	8.422	27,1%	20.948	51,1%	
Chi phí hoạt động	(2.033)	(1.683)	20,8%	(3.959)	(3.315)	19,4%	(8.274)	47,8%	
LN trước dự phòng	3.548	2.571	38,0%	6.745	5.108	32,1%	12.673	53,2%	
Chi phí dự phòng	(772)	(478)	61,6%	(1.442)	(914)	57,6%	(2.686)	53,7%	
LN trước thuế	2.776	2.093	32,6%	5.304	4.193	26,5%	9.988	53,1%	
LN sau thuế	2.079	1.552	34,0%	3.998	3.115	28,3%	7.511	53,2%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi

Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

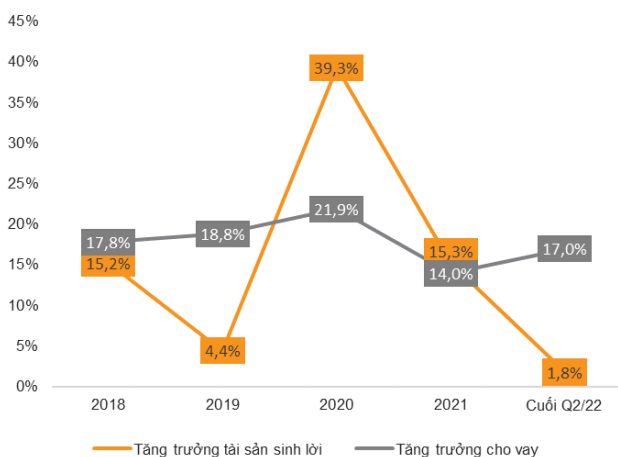
Hình 5: Các chỉ số chính của HDB theo quý

	Q1/19	Q2/19	Q3/19	Q4/19	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22
Thu nhập lãi thuần/tổng thu nhập	82,3%	85,8%	87,2%	86,4%	91,5%	84,8%	87,1%	81,0%	80,7%	81,5%	89,2%	81,1%	78,9%	81,5%
Thu nhập ngoài lãi/tổng thu nhập	17,7%	14,2%	12,8%	13,6%	8,5%	15,2%	12,9%	19,0%	19,3%	18,5%	10,8%	18,9%	21,1%	18,5%
NIM (dự phóng cả năm)	4,0%	4,7%	4,9%	5,4%	5,3%	4,8%	4,9%	4,6%	4,4%	4,5%	4,2%	4,5%	4,6%	5,1%
Chi phí/thu nhập	46,1%	47,8%	44,7%	40,9%	51,0%	35,4%	45,0%	47,2%	39,1%	39,6%	38,1%	35,8%	37,6%	36,4%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,4%	1,4%	1,5%	1,4%	1,5%	1,6%	1,8%	1,3%	1,5%	1,2%	1,4%	1,7%	1,6%	1,3%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	73,9%	74,7%	73,3%	81,4%	74,5%	72,2%	64,1%	82,1%	68,6%	87,9%	80,9%	73,0%	75,9%	93,0%
Tỷ lệ chi phí tín dụng	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%	1,2%	1,2%	1,3%
ROAA (trượt 12 tháng)	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,7%	1,8%	1,8%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,9%
ROAE (trượt 12 tháng)	18,4%	18,6%	19,8%	20,8%	20,5%	21,6%	21,5%	20,2%	22,3%	22,4%	22,6%	23,3%	23,1%	23,4%

Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

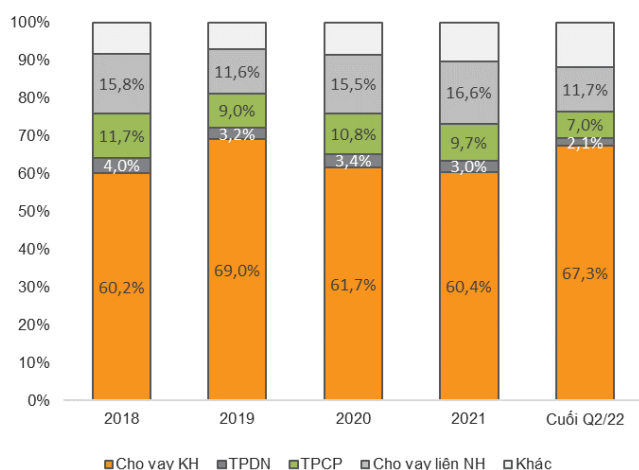
NIM sẽ duy trì ở mức cao nhờ cơ cấu danh mục cho vay tối ưu

Hình 6: Tăng trưởng cho vay đạt con số ấn tượng 17% so với đầu năm trong khi tài sản sinh lời chỉ tăng 1,8%...



Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

Hình 7: ...do đó tỷ trọng cho vay khách hàng tăng lên 67,3% từ 60,4% vào cuối năm 2021, trong khi các mảng khác giảm tỷ trọng



Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

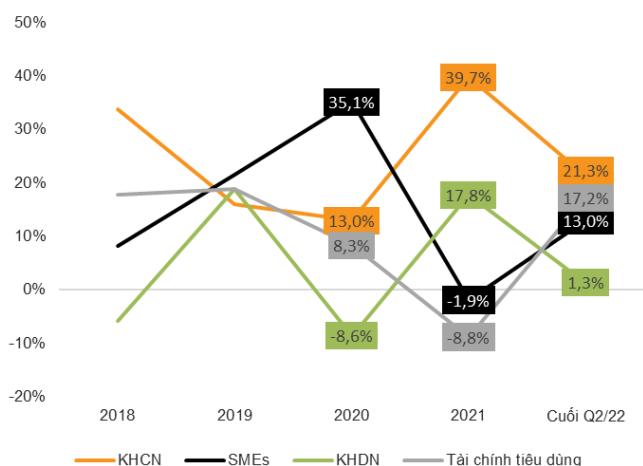
Tập trung hơn vào chiến lược cho vay cốt lõi nhằm tối ưu NIM

Bối cảnh tăng trưởng tín dụng hạn chế dưới áp lực lạm phát, và việc giám sát dòng vốn vào lĩnh vực bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) đã là động lực để HDB tiếp tục đẩy mạnh chiến lược cho vay bán lẻ cốt lõi: vay hộ gia đình, nông nghiệp và tài chính tiêu dùng để tối ưu lợi suất tài sản và NIM. HDB đã "từ bỏ" các phân khúc sinh lời khác, chẳng hạn như cho vay liên ngân hàng (-25,9% so với đầu năm tính đến cuối Q2/22), trái phiếu chính phủ (TPCP)

(-24,9% so với đầu năm) và TPDN (-25% so với đầu năm), và tập trung hơn vào cho vay khách hàng. Vào cuối quý 2/2022, mặc dù tài sản sinh lời chỉ tăng 1,8% so với đầu năm nhưng tổng cho vay của ngân hàng đã tăng trưởng ấn tượng (+17% so với đầu năm), đóng góp 67,3% vào tổng tài sản sinh lời (từ 60,4% vào cuối năm 2021).

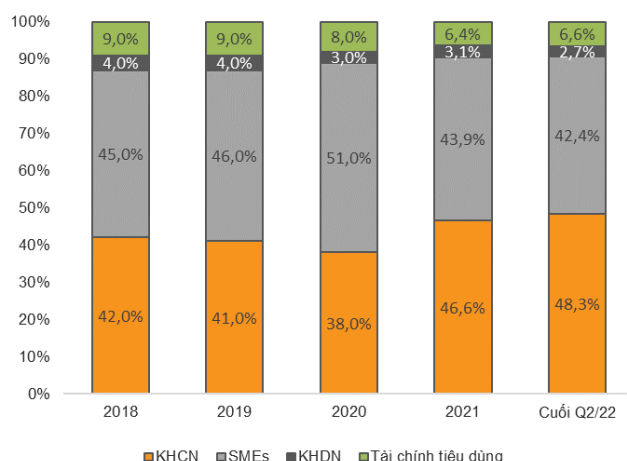
Cụ thể, cho vay bán lẻ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng cho vay với mức +21,3% so với đầu năm, chiếm 48% danh mục cho vay vào cuối Q2/22 (so với 43% vào cuối năm 2021); trong khi các khoản cho vay doanh nghiệp vừa và nhỏ và khách hàng doanh nghiệp lớn (KHDN) chỉ tăng lần lượt 1,3% và 1,3% so với đầu năm (Hình 8 & 9).

Hình 8: Cho vay bán lẻ dẫn dắt tăng trưởng...



Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

Hình 9: ...và dần chiếm tỷ trọng lớn (48,3%) trong tổng cho vay

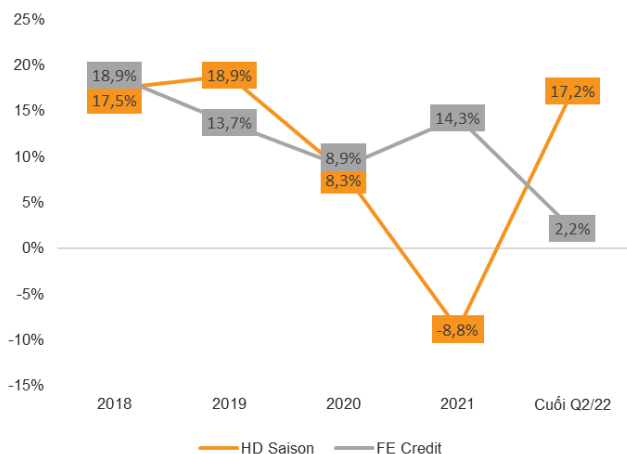


Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

Tài chính tiêu dùng lấy lại đà tăng trưởng

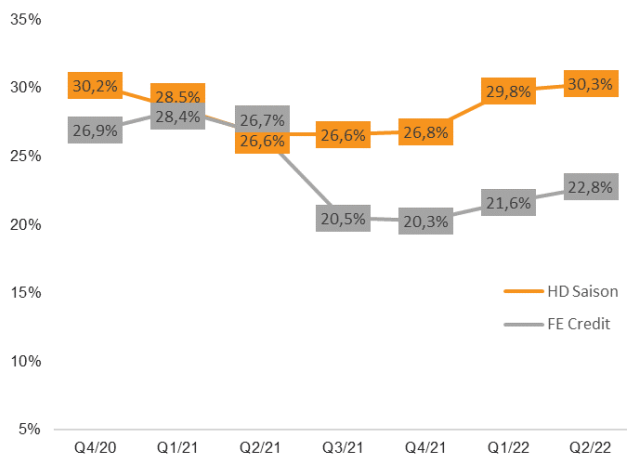
Hoạt động tài chính tiêu dùng đạt kết quả tốt với tăng trưởng cho vay 17,2% so với đầu năm vào cuối Q2/22, chiếm 6,6% tổng dư nợ (từ 6,4% vào cuối năm 2021). Nhắc lại, mảng tài chính tiêu dùng bị ảnh hưởng nặng nề do đại dịch khi ghi nhận giảm 8,8% svck trong dư nợ cho vay năm 2021, dẫn đến NIM bị thu hẹp; tuy nhiên sang năm nay đã phục hồi nhanh chóng khi đại dịch đã qua đi, thể hiện qua tăng trưởng ấn tượng trong 6T22 và đây cũng là một yếu tố quan trọng khác góp phần cải thiện NIM của HDB, theo quan điểm của chúng tôi.

Hình 10: HD Saison hồi phục nhanh chóng khi tác động của đại dịch giảm dần ...



Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

Hình 11: ... tương tự với NIM



Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

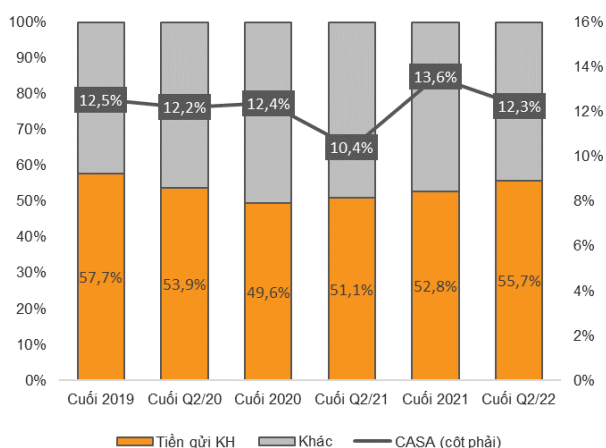
Kết quả là, trên thực tế, lợi suất tài sản theo năm của HDB đã tăng mạnh 64 điểm cơ bản so với đầu năm, giúp NIM đạt mức cao nhất từ trước tới nay, đạt 4,9% trong Q2/22 (hình 14).

Tóm lại, những thay đổi trong cơ cấu tài sản sinh lời sẽ tác động tích cực đến lợi suất tài sản của ngân hàng. Bước sang nửa cuối năm 2022, kể cả khi lãi suất huy động tăng cao hơn, chúng tôi tin rằng HDB vẫn có khả năng tăng trưởng cho vay khách hàng để duy trì NIM thông qua việc mở rộng hoạt động cho vay đến các khu vực nông thôn, nơi vẫn còn nhiều dư địa để phát triển ([xem báo cáo lần đầu của chúng tôi để biết thêm chi tiết](#)).

... cùng với chi phí vốn ở mức vừa phải

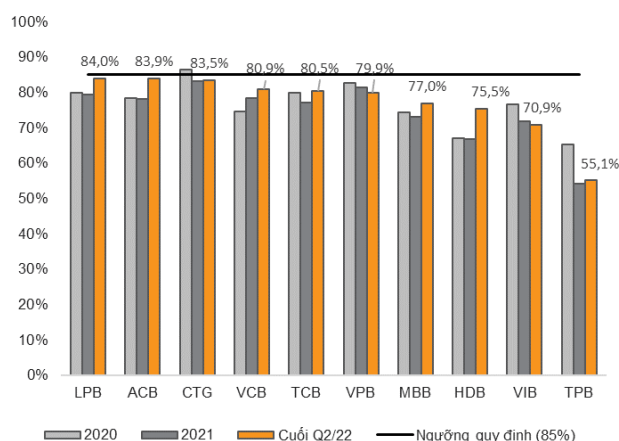
Bên cạnh cơ cấu cho vay bán lẻ tối ưu mà chúng tôi đã đề cập ở trên, HDB còn có một lợi thế khác để hạn chế rủi ro NIM thu hẹp trong 6 tháng cuối năm. Lãi suất huy động dự kiến sẽ tăng do lạm phát gây ra sẽ gây tác động tiêu cực đến NIM của các ngân hàng nói chung. Tuy nhiên, tỷ lệ LDR thấp 75,5% vào cuối Q2/22 sẽ giúp HDB hạn chế được rủi ro nói trên do ngân hàng đã giảm thiểu áp lực huy động vốn để đáp ứng nhu cầu vay mới trong nửa năm còn lại, theo đó chi phí vốn sẽ không tăng mạnh, theo quan điểm của chúng tôi.

Hình 12: Cơ cấu huy động và tỷ lệ CASA



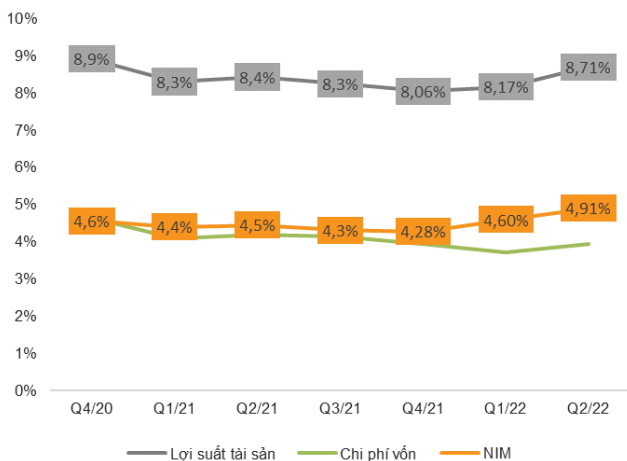
Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

Hình 13: HDB ghi nhận tỷ lệ LDR thấp so với các ngân hàng khác và ở dưới ngưỡng quy định 85%



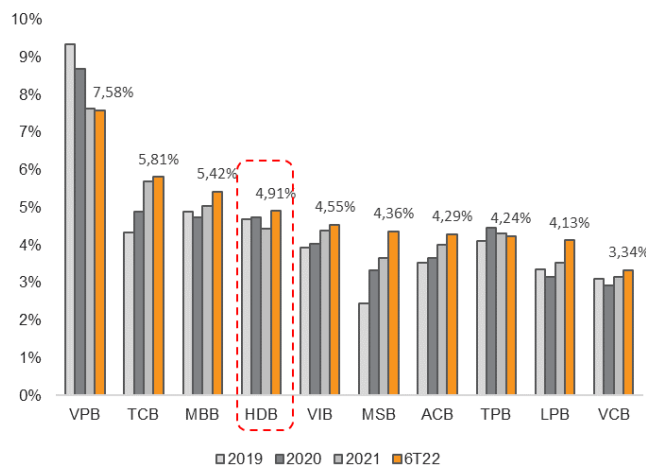
Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

Hình 14: NIM theo năm của HDB



Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

Hình 15: NIM theo năm của các ngân hàng



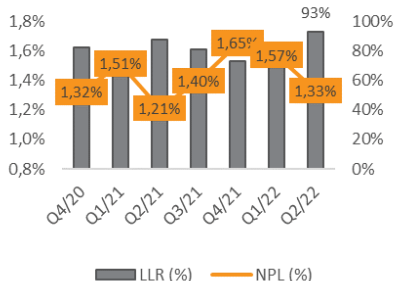
Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

Chất lượng tài sản ổn định

Chi phí trích lập dự phòng 6T22 tăng 57,6% svck, nâng tỷ lệ chi phí tín dụng theo năm của HDB lên 1,3% từ 1,2% trong năm 2021. Chất lượng tài sản của ngân hàng vẫn ổn định khi nợ xấu giảm 5,8% so với mức cuối năm 2021, tương đương tỷ lệ nợ xấu là 1,33% vào cuối Q2/22 (1,65% vào cuối năm 2021). Tỷ lệ bao nợ xấu đã được cải thiện đáng kể lên 93% vào cuối Q2/22 (73% vào cuối năm 2021). Nhìn chung, HDB vẫn duy trì được chất lượng tài sản tốt so với các ngân hàng có khẩu vị rủi ro cao (hình 19 & 20).

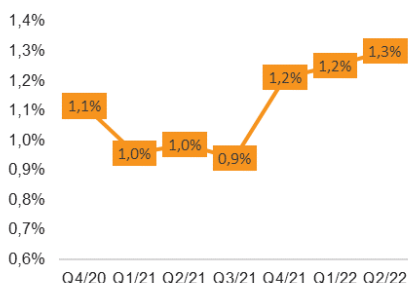
- Nợ nhóm 2 là 5.406 tỷ đồng (+1,3% so với đầu năm) vào cuối Q2/22, chiếm 2,3% tổng dư nợ (so với 2,6% vào cuối năm 2021).
- Nợ tái cơ cấu (theo thông tư 03) là 125 tỷ đồng vào cuối Q2/22, tương đương 0,05% tổng dư nợ so với 0,14% vào cuối năm 2021 (hình 18).

Hình 16: Chất lượng tài sản vẫn được kiểm soát tốt



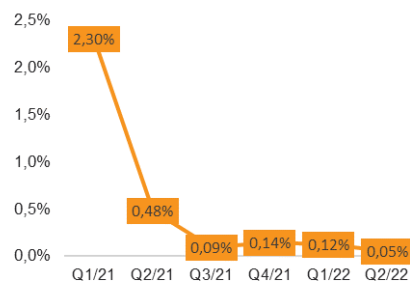
Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

Hình 17: Tỷ lệ chi phí tín dụng tăng lên trong Q2/22



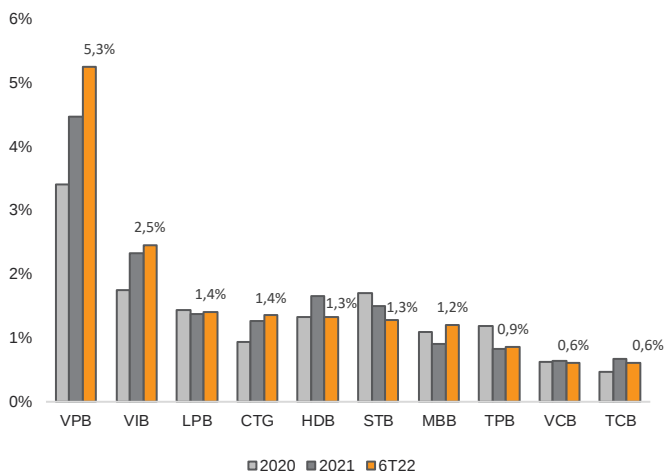
Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

Hình 18: Nợ tái cơ cấu giảm còn 125 tỷ VND vào cuối Q2/22



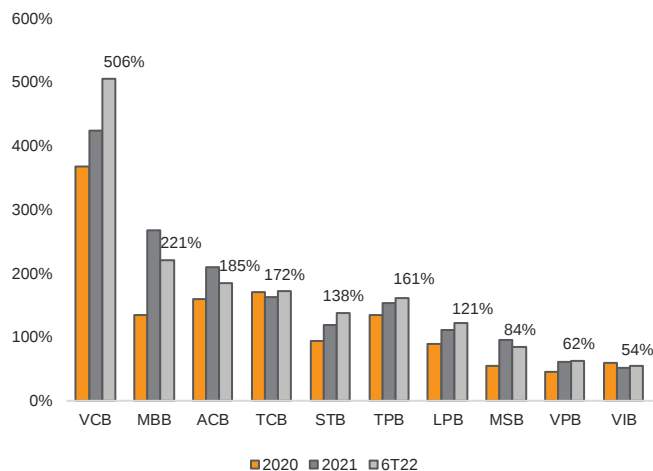
Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

Hình 19: HDB nằm trong top tỷ lệ nợ xấu thấp nhất trong nhóm ngân hàng có khẩu vị rủi ro cao (VPB và VIB)



Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

Hình 20: ... và top tỷ lệ bao nợ xấu cao nhất trong nhóm

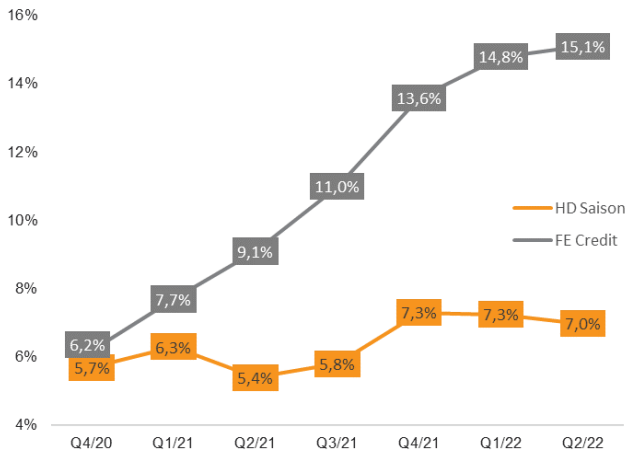


Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

Chất lượng tài sản của HD Saison đang được cải thiện

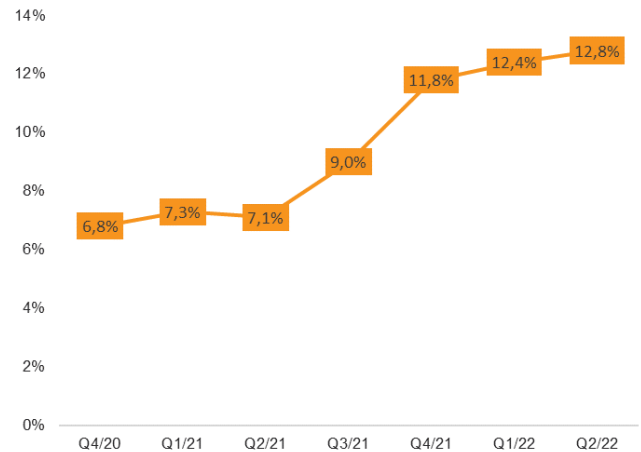
Nợ xấu tăng nhẹ 12,3% so với mức cuối năm 2021, đạt 1.095 tỷ đồng. Tỷ lệ nợ xấu giảm nhẹ xuống 7% ở cuối Q2/22 từ mức 7,3% cuối năm 2021. Tỷ lệ chi phí tín dụng ở mức 12,8% (so với 11,8% vào cuối năm 2021).

Hình 21: HD Saison có tỷ lệ nợ xấu thấp hơn công ty cùng ngành



Nguồn: HDB, FE Credit, VNDIRECT Research

Hình 22: Tỷ lệ chi phí tín dụng của HD Saison



Nguồn: HDB, VNDIRECT Research

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng lợi nhuận giai đoạn 2022-2024

Nhắc lại, áp lực lạm phát và việc giám sát thị trường vốn đã hạn chế tăng trưởng tín dụng đối với hầu hết các ngân hàng trong nửa cuối năm nay, và NHNN sẽ phải cân nhắc kỹ khi đưa ra hạn mức tín dụng thêm cho từng ngân hàng. Với HDB, nhờ bảng cân đối kế toán lành mạnh với cho vay các lĩnh vực phù hợp và trọng yếu (cho vay nông nghiệp và hộ gia đình), tỷ trọng TPDN thấp (2% tổng dư nợ tín dụng) và hệ số CAR cao (15% vào cuối Q2/22 so với mức trung bình ngành là khoảng 12%), chúng tôi cho rằng HDB có thể nhận được hạn mức tín dụng tốt hơn từ NHNN (thêm khoảng 5%) trong nửa cuối năm 2022. Tăng trưởng tín dụng của HDB dự kiến sẽ đạt 20%/19% trong giai đoạn 2022-2023 (so với dự báo trước đó là 22%/20%).

Như đã thảo luận trước đó, chúng tôi dự báo NIM năm 2022 của HDB sẽ ở mức tương đương với năm 2021 là 4,4% (dự báo trước đó là 4,3%).

Chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ phí sẽ tăng 90%/20% svck trong giai đoạn, chủ yếu nhờ mảng bảo hiểm.

Chúng tôi điều chỉnh tỷ lệ chi phí tín dụng giai đoạn 2022-2023 lên 1,2%/1,1% (năm 2021 là 1,2%). Phí dự phòng sẽ tăng 19,5%/19% trong giai đoạn 2022-2023.

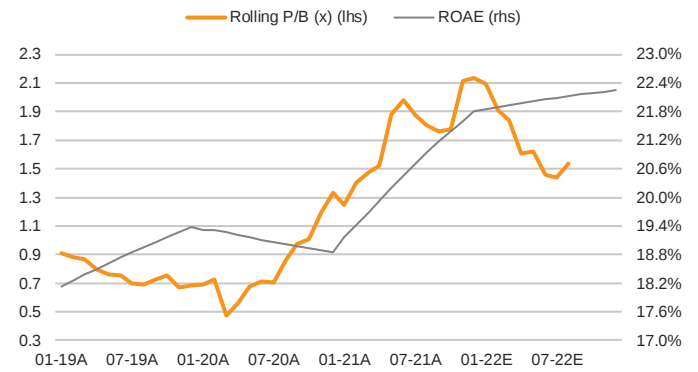
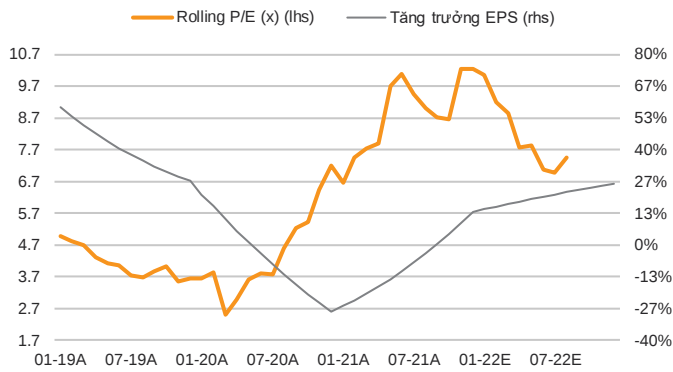
Kết luận, chúng tôi ước tính LN ròng của HDB sẽ tăng trưởng 26%/ 24% svck trong giai đoạn 2022-2023, lần lượt đạt 7.608 tỷ đồng và 9.402 tỷ đồng.

Hình 23: Điều chỉnh dự phóng lợi nhuận giai đoạn 2022-2024 (tỷ VND)

	Dự báo cũ				Dự báo mới			Thay đổi		Nhận xét
	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	
Thu nhập lãi	13.891	15.780	18.760	22.094	15.787	19.393	23.021	0,0%	3,4%	4,2%
Thu nhập ngoài lãi	2.867	5.167	6.256	7.323	4.974	6.060	6.985	-3,7%	-3,1%	-4,6%
Tổng thu nhập hoạt động	16.758	20.948	25.017	29.418	20.761	25.453	30.006	-0,9%	1,7%	2,0%
Chi phí hoạt động	(6.383)	(8.274)	(9.882)	(11.473)	(7.889)	(9.672)	(11.402)	-4,7%	-2,1%	-0,6%
LN trước dự phòng	10.375	12.673	15.135	17.945	12.872	15.781	18.604	1,6%	4,3%	3,7%
Chi phí dự phòng	(2.306)	(2.686)	(2.957)	(3.209)	(2.755)	(3.278)	(3.306)	2,6%	10,9%	3,0%
LN trước thuế	8.070	9.988	12.178	14.736	10.117	12.503	15.297	1,3%	2,7%	3,8%
LN ròng	6.054	7.511	9.158	11.082	7.608	9.402	11.504	1,3%	2,7%	3,8%

Nguồn: VNDIRECT Research

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần	13,891	15,787	19,393
Thu nhập lãi suất ròng	2,867	4,974	6,060
Tổng lợi nhuận hoạt động	16,758	20,761	25,453
Tổng chi phí hoạt động	(6,383)	(7,889)	(9,672)
LN trước dự phòng	10,375	12,872	15,781
Tổng trích lập dự phòng	(2,306)	(2,755)	(3,278)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	8,070	10,117	12,503
Thuế	(1,616)	(2,023)	(2,501)
Lợi nhuận sau thuế	6,453	8,093	10,002
Lợi ích cổ đông thiểu số	(400)	(486)	(600)
LN ròng	6,054	7,608	9,402

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tổng cho vay khách hàng	203,211	249,541	298,064
Cho vay các ngân hàng khác	55,943	50,348	60,418
Tổng cho vay	259,154	299,889	358,482
Chứng khoán - Tổng cộng	76,810	69,069	78,268
Các tài sản sinh lãi khác	11,848	9,478	10,426
Tổng các tài sản sinh lãi	347,812	378,437	447,176
Tổng dự phòng	(2,551)	(3,475)	(4,297)
Tổng cho vay khách hàng	200,759	246,144	293,853
Tổng tài sản sinh lãi ròng	345,261	374,961	442,879
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
Tổng tài sản không sinh lãi	29,351	31,405	33,604
Tổng tài sản	374,612	406,366	476,482
Nợ khách hàng	183,283	223,605	257,146
Dư nợ tín dụng	42,756	40,618	46,711
Tài sản nợ chịu lãi	226,039	264,224	303,857
Tiền gửi	107,243	91,156	107,564
Tổng tiền gửi	333,282	355,380	411,422
Các khoản nợ lãi suất khác	3,045	3,045	3,045
Tổng các khoản nợ lãi suất	336,327	358,425	414,467
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	7,495	10,354	14,962
Tổng nợ không lãi suất	7,495	10,354	14,962
Tổng nợ	343,821	368,779	429,429
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	13,898	23,300
Các quỹ thuộc VCSH	2,547	2,547	2,547
Vốn chủ sở hữu	29,033	37,102	45,968
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,757	486	1,086
Tổng vốn chủ sở hữu	30,790	37,587	47,053
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	374,612	406,366	476,482

	12-21A	12-22E	12-23E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	5.0%	22.0%	15.0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	14.0%	22.8%	19.4%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	16.8%	13.6%	22.8%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	36.4%	24.1%	22.6%
Tăng trưởng LN ròng	42.5%	25.7%	23.6%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	15.2%	8.6%	18.1%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	3,009	3,781	4,673
BVPS (VND)	14,430	18,440	22,847
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	13.9%	25.7%	23.6%

Các chỉ số chính

	12-21A	12-22E	12-23E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4.3%	4.3%	4.7%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(38.1%)	(38.0%)	(38.0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1.7%	1.4%	1.5%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1.7%	1.5%	1.5%
LN/ TB cho vay	1.2%	1.2%	1.2%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	14.4%	15.5%	16.2%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	89.9%	94.4%	98.1%
Biên lợi và độ đàn trái			
Thu nhập/ TS sinh lãi	8.1%	8.3%	8.9%
Chi phí cho các quỹ	3.9%	4.2%	4.5%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	4.0%	4.0%	4.4%
ROAE	21.8%	22.3%	22.2%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

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

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

Khuyến nghị ngành

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

KHUYẾN CÁO

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

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

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

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Trần Thị Thu Thảo – Chuyên viên Phân tích

Email: thao.tranthu2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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