

20  
24

## BÁO CÁO PHÂN TÍCH



# HDBank

**Duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa cuối 2024**

# FIDT

FOCUS ON PERFORMANCE

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Công ty CP FIDT

Website: [Fidt.vn](http://Fidt.vn)

Email: [support@fidt.vn](mailto:support@fidt.vn)

## Duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa cuối 2024

### Tăng trưởng tín dụng duy trì mạnh mẽ trong 2H2024

Với mục tiêu tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống đạt 15%, và tiến độ tăng trưởng tín dụng tích cực trong nửa đầu năm, cùng với định hướng đẩy mạnh tín dụng, điều chuyển room tín dụng giữa các ngân hàng. FIDT kỳ vọng HDB có thể đạt mức tăng trưởng tín dụng kế hoạch 24% trong 2024. HDB hoàn toàn có thể được NHNN nới room tín dụng (hạn mức hiện tại ~ 15%) nhờ việc nhận tiếp nhận ngân hàng yếu kém và duy trì đẩy mạnh tín dụng ở các ngành nghề được NHNN hỗ trợ.

### NIM dự phóng tăng đáng kể từ mở rộng CASA

FIDT nhận thấy HDB đang đẩy mạnh mở rộng chi nhánh ở các khu vực nông thôn và thành thị loại 2, điều mà chúng tôi cho rằng sẽ có tác động tích cực đến mức độ phủ sóng của HDB từ đó tác động trực tiếp đến CASA của ngân hàng. Thực tế, tuy CASA của HDB ở mức thấp, nhưng đã ghi nhận cải thiện 1.4 điểm phần trăm trong Q2/2024, lên mức 9.9% trong Q2/2024.

### Chất lượng tài sản cải thiện trong Q2, tuy áp lực trích lập trong trung hạn vẫn còn cao

HDB ghi nhận tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2/tổng dư nợ cải thiện khi lần lượt giảm QoQ trong Q2/2024, về lần lượt 2.1% và 4.5%. Tuy ghi nhận sự cải thiện, cả hai chỉ tiêu nợ xấu của HDB đều cao so với danh mục FIDT theo dõi (lần lượt 1.88% và 1.91%). Với kỳ vọng (1) HDB sẽ duy trì đẩy mạnh write – off (2) bộ đệm dự phòng tương đối mỏng trong bối cảnh hình thành nợ xấu còn cao (3) việc đẩy mạnh cho vay của HDB còn tiềm ẩn nhiều rủi ro. HDB sẽ gia tăng trích lập dự phòng nhằm duy trì tỷ lệ write – off cao và xây dựng bộ đệm trở lại từ mức nền thấp.

### Tiềm năng ghi nhận khoản phí upfront từ mảng bancassurance

FIDT kỳ vọng (1) bancassurance vẫn đang ở giai đoạn đầu phát triển vì Việt Nam có tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm thấp hơn so với các nước trong khu vực và (2) việc nâng cao chất lượng kênh bancassurance là cần thiết để cải thiện doanh số tái tục trong tương lai. FIDT dự phóng HDB sẽ nhận được khoản phí upfront khoảng 5 – 8 nghìn tỷ VND từ việc ký kết hợp đồng độc quyền với một công ty bảo hiểm nhân thọ, dựa trên tham khảo từ các hợp đồng bancassurance độc quyền trước đó.

### Tiềm năng cổ đông chiến lược nước ngoài

HDBank muốn xin ý kiến cổ đông thông qua việc điều chỉnh tỷ lệ sở hữu cổ phần đối với nhà đầu tư nước ngoài còn 17.5%, giảm từ mức 20% hiện được quy định tại Điều lệ. Theo quan điểm của FIDT, đây ra động thái HDB chuẩn bị cho kế hoạch bán vốn cho nhà đầu tư chiến lược nước ngoài, tuy nhiên HDB chưa gửi văn bản đề xuất chính thức cho cổ đông.

Việc thu hút sự tham gia của nhà đầu tư ngoại sẽ giúp HDB tiếp cận được với dòng vốn ngoại giá rẻ sẽ hỗ trợ chi phí huy động CoF của ngân hàng (vốn đang rất cao so với ngành), từ đó tiếp đà mở rộng NIM cho HDB.

Giá mục tiêu **35,120**

Upside **30%**

#### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Ngày báo cáo	26/08/2024
Giá hiện tại (VND/cp)	27,100
Vốn hóa (Tỷ VND)	78,930.12

P/E	6.52
P/B	1.56
ROE	26.2%
ROA	2.06%
EPS (VND/cp)	4,158.38

BVPS	17,391.59
Sở hữu NN	19.41%
KLGD TB 10D (CP)	6,239.007
SLCP lưu hành (triệu cp)	2,912.55
Free float	75%



FOCUS ON PERFORMANCE

---

## MỤC LỤC

<b>1. TỔNG QUAN NGÀNH NGÂN HÀNG VIỆT NAM NỬA ĐẦU NĂM 2024</b>	<b>3</b>
<b>2. TỔNG QUAN HDB VÀ CƠ CẤU CỔ ĐÔNG</b>	<b>3</b>
<b>3. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH</b>	<b>4</b>
NGÂN HÀNG BÁN LẺ VỚI KHẤU VỊ ĐẦY RỦI RO	4
KHẤU VỊ RỦI RO CAO MANG LẠI MỨC SINH LỜI VƯỢT TRỘI SO VỚI NGÀNH	5
HỆ SỐ AN TOÀN CAR ẨM TƯỢNG	7
LỢI THẾ CẠNH TRANH ĐẾN TỪ ĐỐI TÁC CHIẾN LƯỢC	7
<b>4. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ</b>	<b>8</b>
TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG DUY TRÌ MẠNH MẼ TRONG 2H2024	8
NIM DỰ PHÓNG TĂNG ĐÁNG KỂ TỪ MỞ RỘNG CASA	9
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN CẢI THIẾN TRONG Q2, TUY ÁP LỰC TRÍCH LẬP TRONG TRUNG HẠN VẪN CÒN CAO	10
TIỀM NĂNG GHI NHẬN KHOẢN PHÍ UPFRONT TỪ MẢNG BANCASURRANCE	12
TIỀM NĂNG CỔ ĐÔNG CHIẾN LƯỢC NƯỚC NGOÀI	13
<b>5. DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ</b>	<b>14</b>



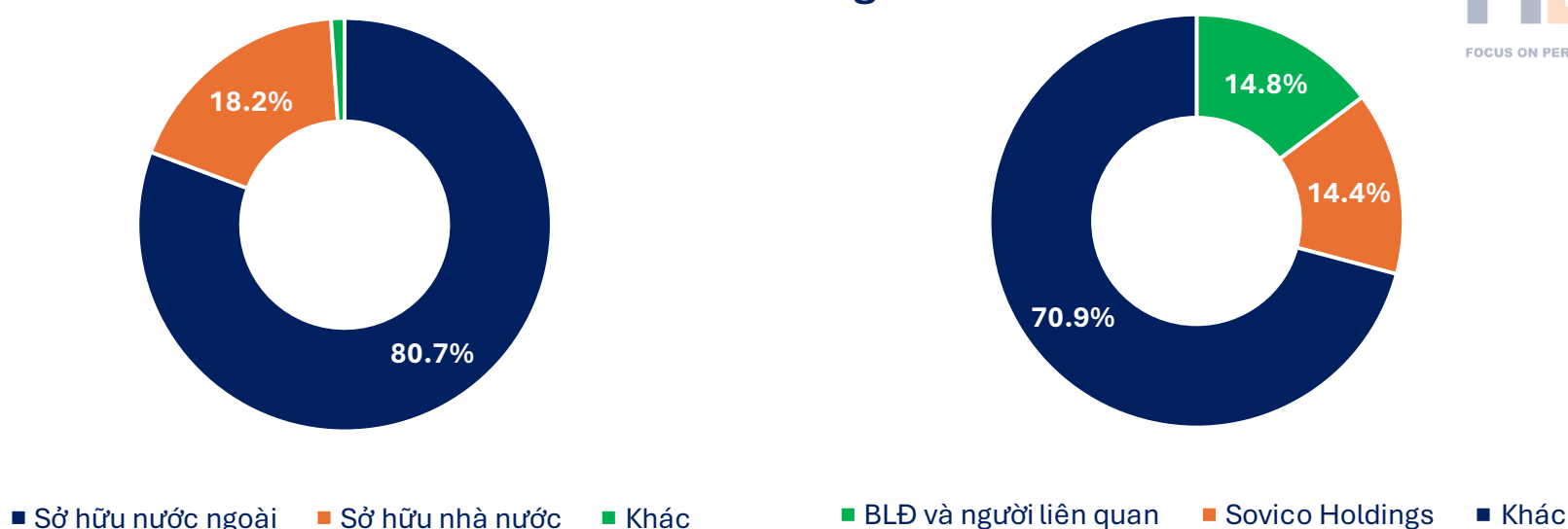
## 1. Tổng quan ngành Ngân hàng Việt Nam nửa đầu năm 2024

Quý nhà đầu tư vui lòng tham khảo [BÁO CÁO CẬP NHẬT 2H2024 - NGÀNH NGÂN HÀNG](#) được công bố vào tháng 8/2024, nhấn mạnh tình hình hoạt động và chất lượng tài sản của ngành Ngân hàng trong nửa đầu năm và triển vọng của ngành trong 6 tháng còn lại của 2024.

## 2. Tổng quan HDB và Cơ cấu cổ đông

Ngân hàng phát triển Hồ Chí Minh (HDB) được thành lập vào năm 1989 và lên sàn vào năm 2017. HD Bank hiện đang có cổ đông lớn là tập đoàn Sovico và các cổ đông liên quan đến Nữ tỷ phú người Việt, bà Nguyễn Thị Phương Thảo. Trong cùng hệ sinh thái của nữ tỷ phú này, ngoài ngân hàng còn có các công ty thành viên thuộc các lĩnh vực như hàng không (VietJet), bất động sản dân cư, bất động sản nghỉ dưỡng và đầu tư năng lượng.

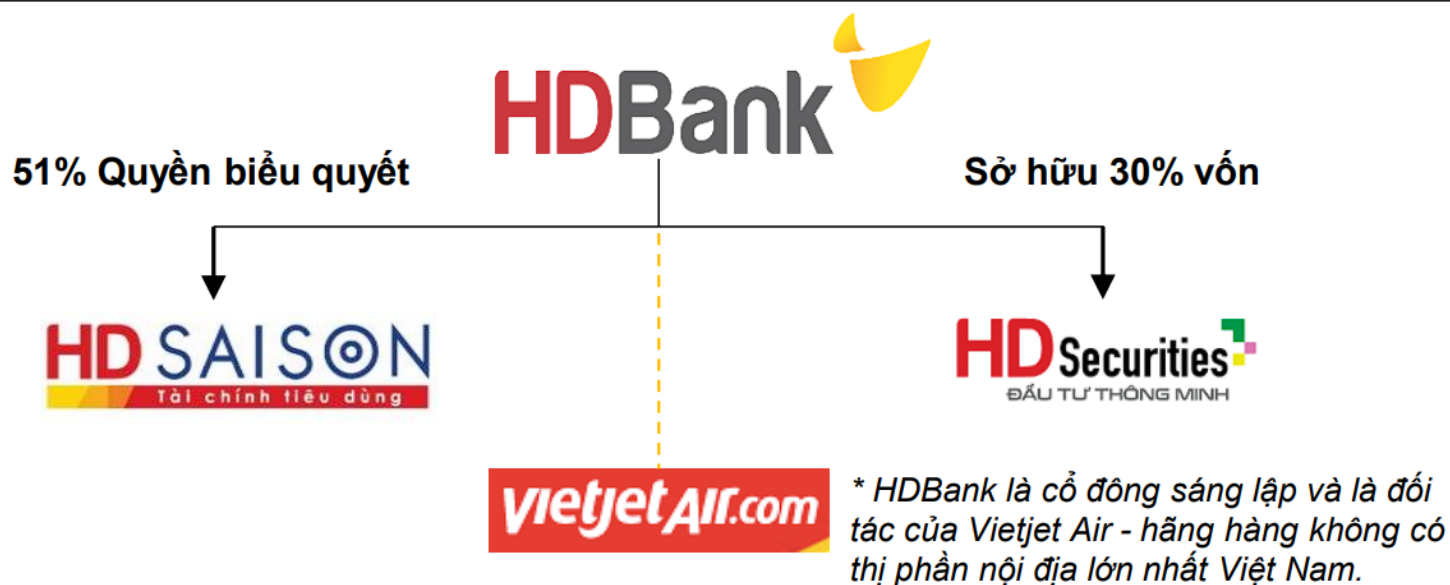
### Cơ cấu cổ đông HDB



Nguồn: HDB, FIDT tổng hợp

Riêng HD Bank đang sở hữu các cổ phiếu của các công ty ngoài ngành ngân hàng là: 1.39% từ VietJet Air. Đối với hệ thống ngân hàng thì HD Bank hiện đang sở hữu 02 công ty con: HD Saison và Chứng khoán HD (HDS)

## Công ty con, công ty liên kết và đối tác chiến lược



Nguồn: Dữ liệu Công ty

\* Tiền gửi bao gồm tiền gửi KH và giấy tờ có giá

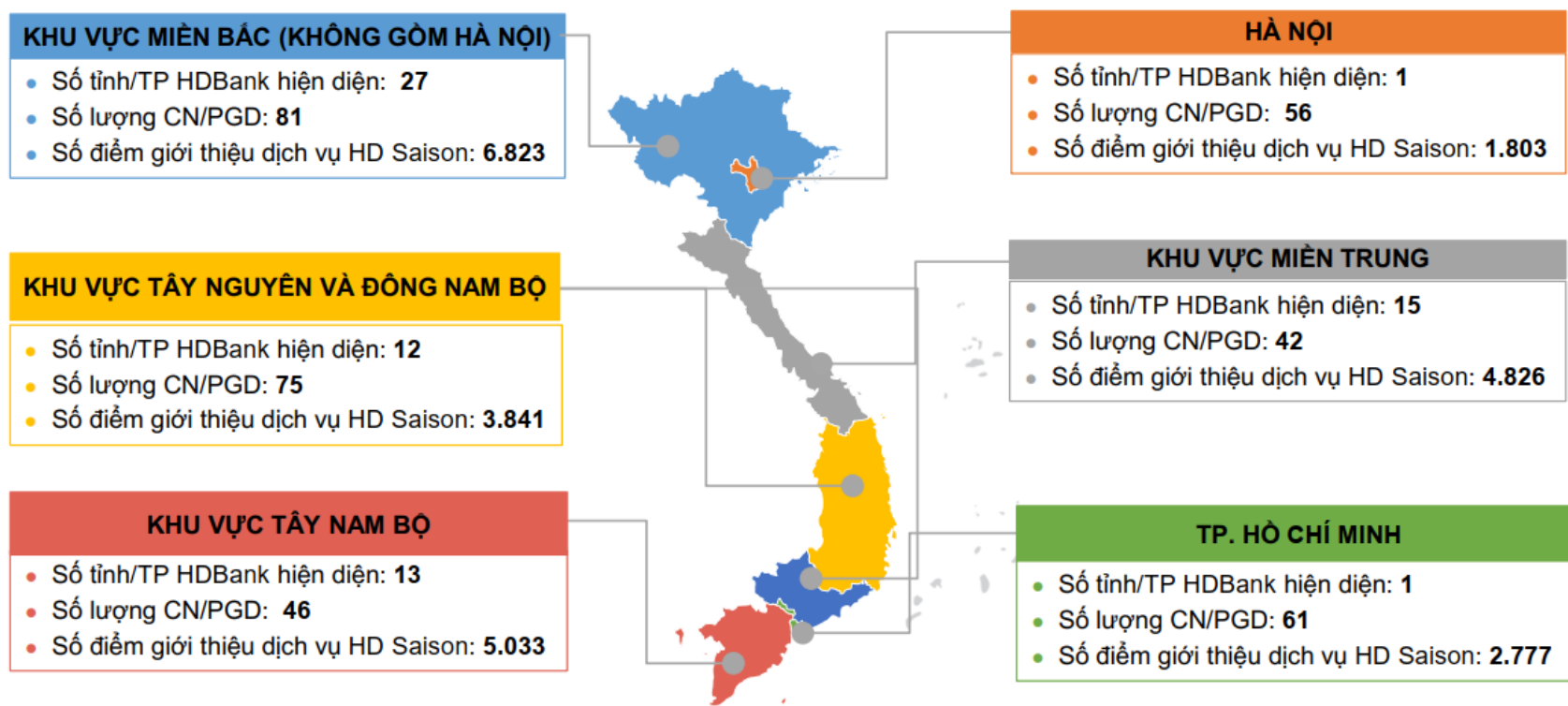
\* Dự nợ gồm Cho vay khách hàng và trái phiếu doanh nghiệp

- Năm 2013, HDBank mua lại 100% vốn cổ phần của Công ty TNHH Tài chính Societe Generale Việt Nam (SGVF) thuộc Tập đoàn Société Générale (Cộng hòa Pháp) - một trong ba công ty tài chính tiêu dùng lớn nhất tại Việt Nam để trở thành công ty con của HDBank với tên gọi HDFinance và đổi tên thành HD Saison sau khi bán 50% cổ phần cho tập đoàn Saison đến từ Nhật Bản. Hiện nay, HD Saison là công ty cho vay tiêu dùng lớn thứ 2 trên thị trường, chiếm thị phần 15% trong thị trường tài chính tiêu dùng. Dù quy mô của HD Saison còn nhỏ so với HD Bank (4.4% tổng dự nợ

cho vay của HDB), công ty đóng vai trò rất quan trọng trong việc giúp HD Bank mở rộng thị trường vì độ phủ sóng toàn quốc.

- Trong năm 2013, HDBank cũng sáp nhập DaiA Bank – ngân hàng với có 20 năm hoạt động trong lĩnh vực ngân hàng và vốn điều lệ là 3.100 tỷ đồng. Qua việc giao dịch này, HDBank tăng vốn điều lệ lên 8.100 tỷ đồng và trở thành một trong 10 ngân hàng thương mại lớn nhất Việt Nam.

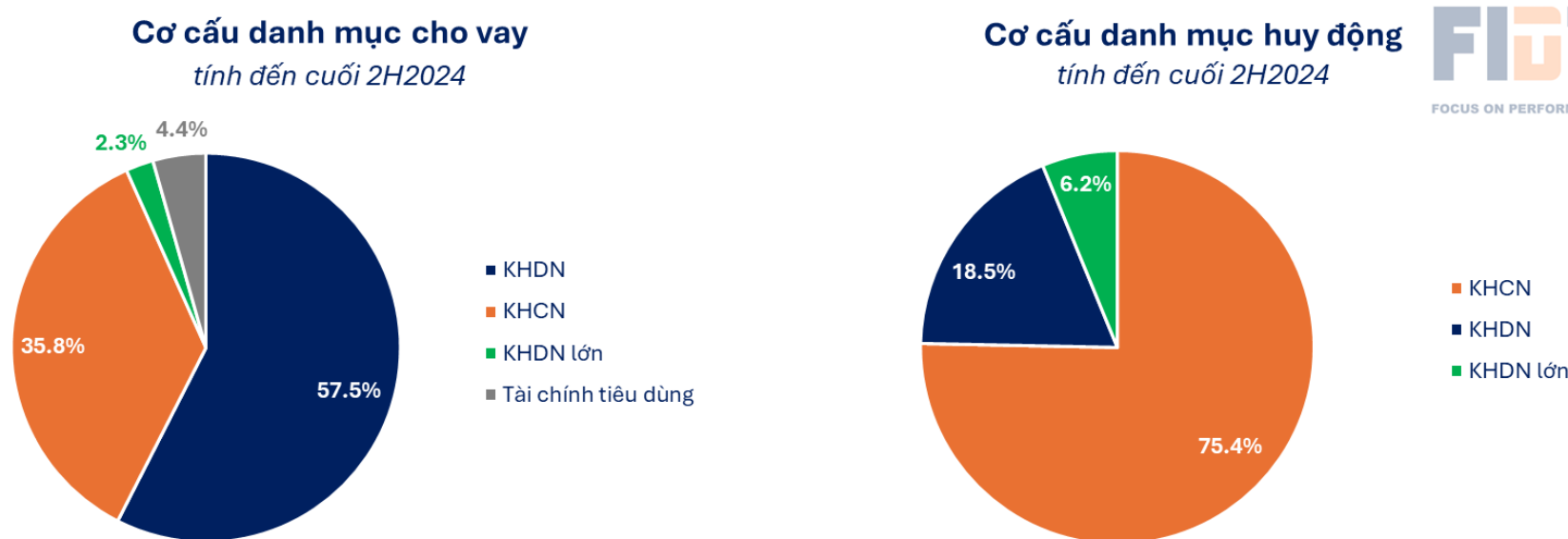
HDB và HD Saison sở hữu mạng lưới điểm giao dịch ngân hàng và tài chính tiêu dùng lớn nhất Việt Nam khi có 362 điểm giao dịch ngân hàng trong nước và quốc tế. Riêng HD Saison có 25.103 điểm giới thiệu dịch vụ (POS) phủ khắp 63/63 tỉnh và thành phố.



### 3. Hoạt động kinh doanh

#### Ngân hàng bán lẻ với khẩu vị đầy rủi ro

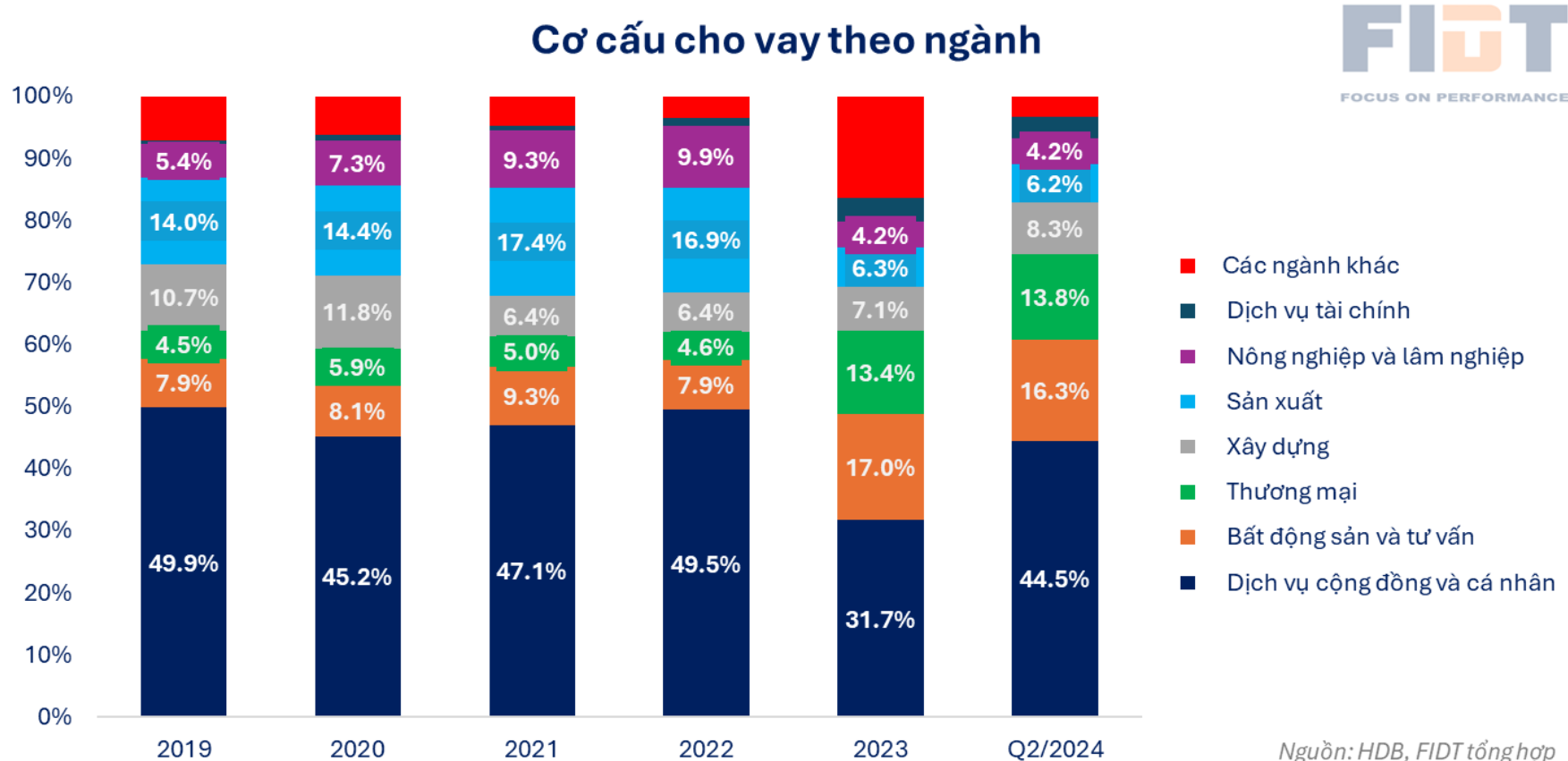
Với định hướng phát triển là ngân hàng bán lẻ với hơn 17 triệu khách hàng, HDB tập trung đẩy mạnh cho vay khách hàng bán lẻ, phân khúc doanh nghiệp SME (vừa và nhỏ) và tài chính tiêu dùng thông qua HD Saison.



Những năm gần đây, **HD Bank liên tục duy trì cao tỷ trọng ngành nghề cho vay thuộc các mảng được NHNN ưu tiên.** Đáng chú ý, HD Bank là một trong số ít ngân hàng đẩy mạnh mở rộng về khu vực nông thôn và đô thị loại 2, đồng thời đẩy mạnh cho vay nông nghiệp (ngân hàng lớn khác là Agribank). Thị trường này vốn có nhu cầu tín dụng cao và khả năng hấp thụ vốn dồi dào, trong khi áp lực cạnh tranh giữa các ngân hàng khác trong phân khúc bán lẻ tương đối thấp hơn so với khu vực thành thị, tuy nhiên chất lượng của các khoản vay tương đối thấp – thể hiện rõ “khẩu vị” cho vay của HDB. Việc đẩy mạnh cho vay những ngành nghề được ưu tiên cũng cho phép HDB được NHNN cấp room tín dụng rộng rãi hơn những ngân hàng khác.

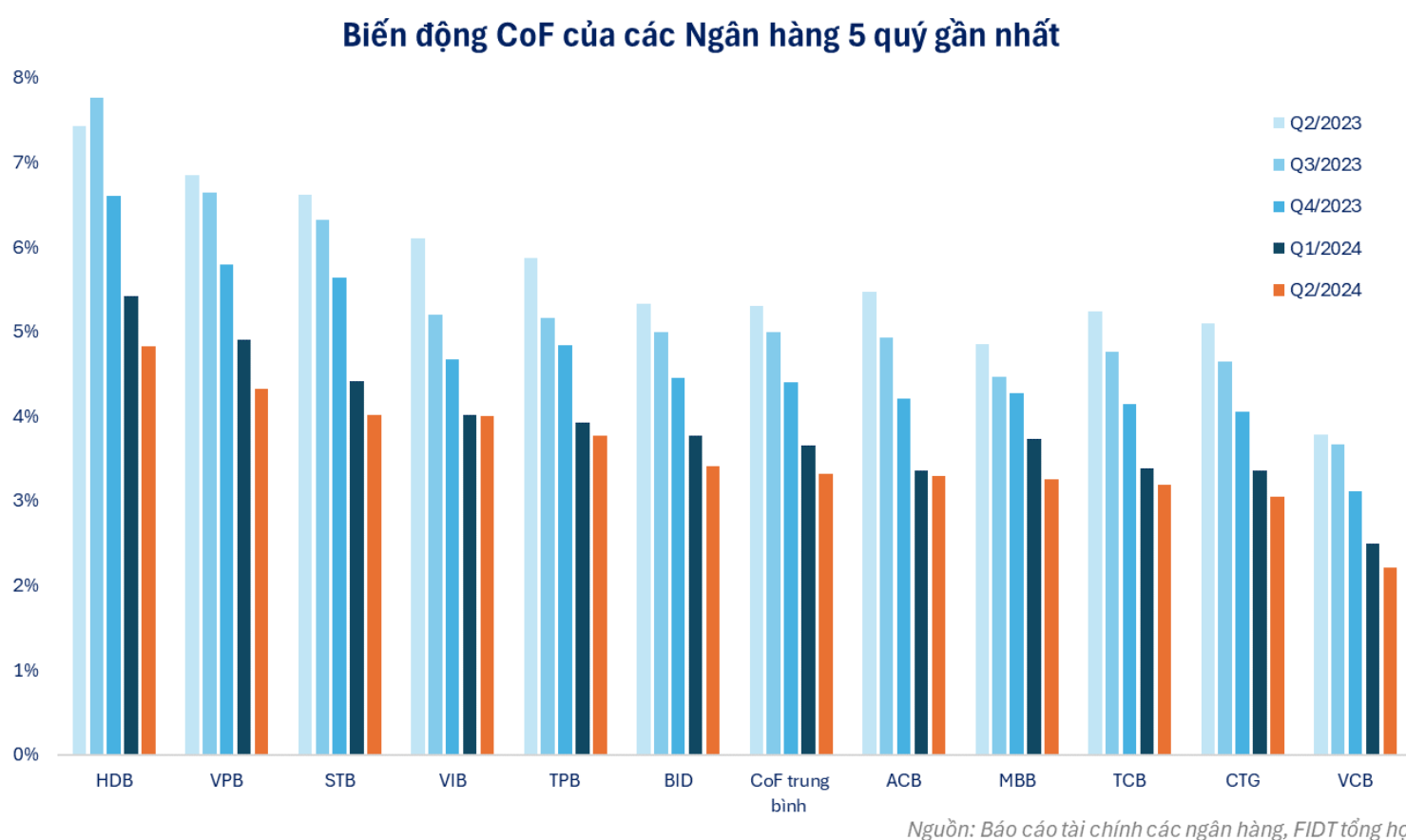
**HDB đẩy mạnh cho vay Bất động sản trong 2023**, tín dụng cho hoạt động kinh doanh Bất động sản tăng mạnh lên chiếm 17% tổng dư nợ cho vay hợp nhất của HDB (so với mức 8% trong 2022) và duy trì cao ở mức 16.3% tổng dư nợ cho vay tính đến cuối Q2/2024. HDB cho rằng đây là chiến lược nhằm đón đầu xu hướng phục hồi của ngành BĐS, và theo quan điểm của FIDT như đã nêu trong [BÁO CÁO NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN 2H.2024](#), chúng tôi kỳ vọng 2024 sẽ là năm bản lề cho sự khởi sắc trở lại của BĐS. Mặc dù vẫn còn nhiều thách thức và đẩy mạnh cho vay BDS sẽ tiềm ẩn nhiều rủi ro, nhưng với các tín hiệu tích cực ngày càng rõ ràng, chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản Việt Nam đang chạy đà và chuẩn bị bước vào một chu kỳ tăng trưởng tiếp theo.

Việc đẩy mạnh vào thị trường “khát vốn” như BĐS cũng mang lại cho HDB tăng trưởng tín dụng vượt trội so với toàn ngành trong 2023 và nửa đầu năm 2024.



### Khẩu vị rủi ro cao mang lại mức sinh lời vượt trội so với ngành

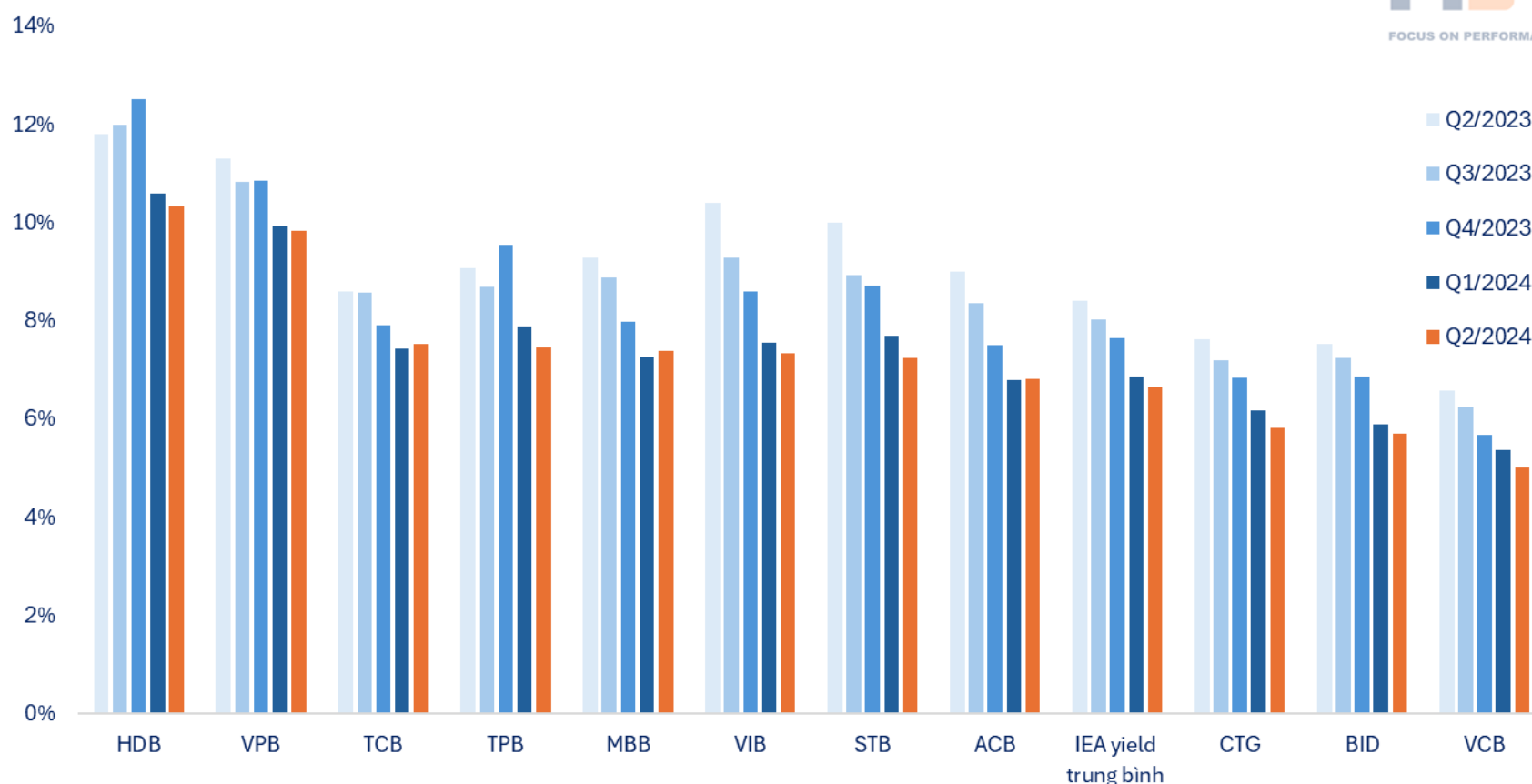
HDB không sở hữu lợi thế về chi phí vốn khi sở hữu mức CASA tương đối thấp so với ngành (9.9% so với trung bình 24% toàn ngành), ngân hàng vẫn tạo ra mức NIM vượt trội và đứng thứ 2 trong danh mục ngân hàng FIDT theo dõi (sau VPB).



Sở dĩ, HDB có lợi suất trên tài sản sinh lãi (IEA yield) nằm trong top cao nhất ngành khi 90% danh mục cho vay là KHCN và KHDN vừa và nhỏ, vốn cho mức lãi suất cho vay cao hơn nhóm KHDN lớn. Đồng thời, việc đẩy mạnh thị trường nông thôn

và sở hữu HD Saison mang lại cho HDB lợi suất cao hơn đáng kể so với ngành (NIM của HD Saison đạt 30 – 40%). Nhờ vậy, bất kể CoF cao so với bình quân ngành, HDB vẫn đạt được mức NIM cao.

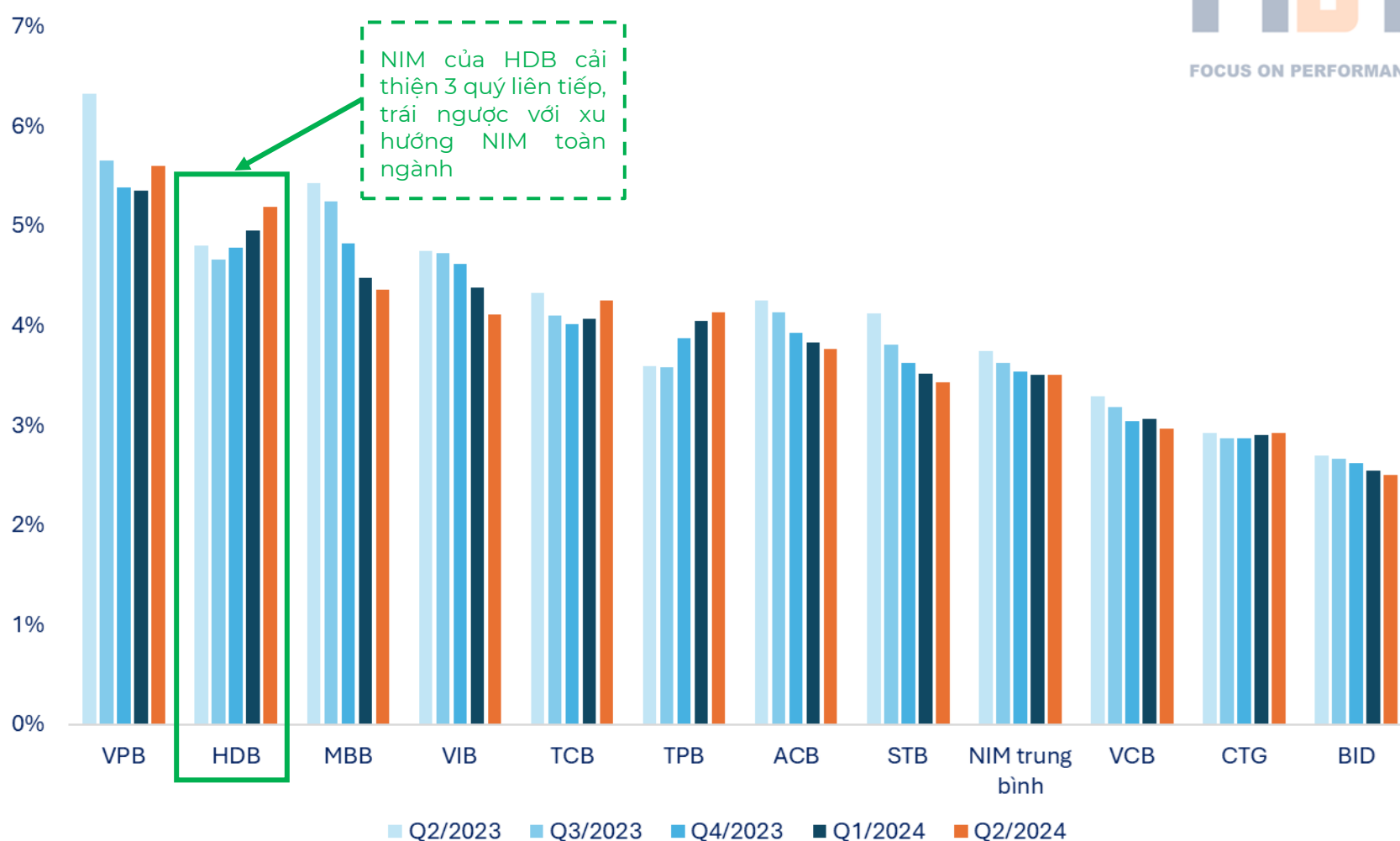
### Biến động IEA yield của các Ngân hàng 5 quý gần nhất



Nguồn: Báo cáo tài chính các ngân hàng, FIDT tổng hợp

Đáng chú ý, NIM của HDB ghi nhận cải thiện 3 quý liên tiếp, phần lớn do (1) tăng trưởng tín dụng mạnh kể từ Q4/2023 (2) chi phí huy động CoF bắt đầu cải thiện từ mức nền cao trong 2023 (phần lớn do HDB ghi nhận tăng trưởng tiền gửi đột biến 71.8% trong 2023, và phần lớn các khoản huy động được chuyển sang mức lãi suất thấp hơn) (3) chiến lược mới của ngân hàng nhằm cải thiện thu nhập lãi từ hoạt động tín dụng sẽ hỗ trợ việc mở rộng NIM tại ngân hàng mẹ.

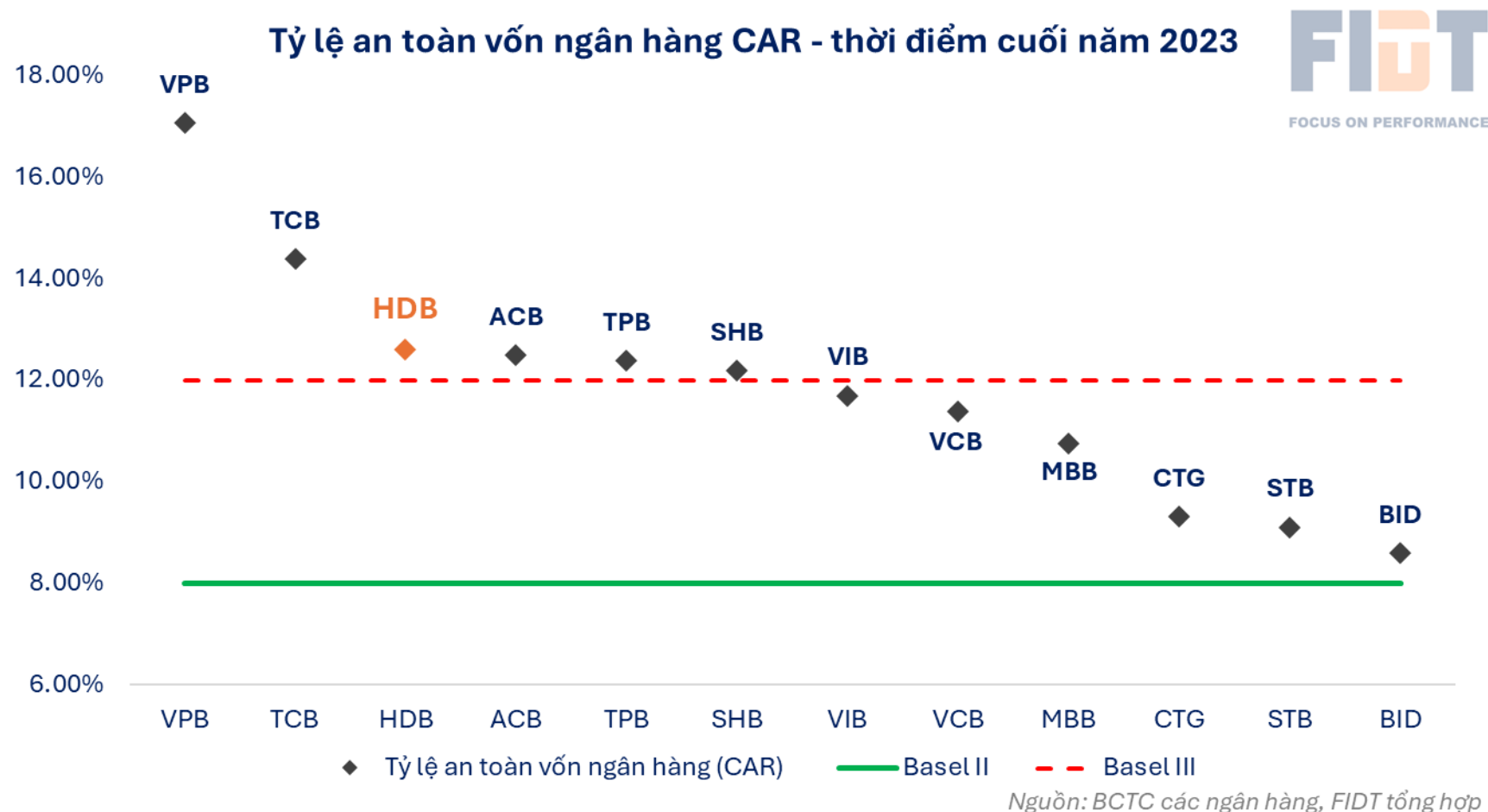
### Biến động NIM của các ngân hàng 5 quý gần nhất



Nguồn: Báo cáo tài chính 11 ngân hàng, FIDT tổng hợp

## Hệ số an toàn CAR ấn tượng

Hệ số an toàn vốn CAR thường là một hệ số quan trọng trong việc xét duyệt hạn mức của các ngân hàng qua từng năm. CAR tối thiểu theo quy định hiện hành và Basel II là 8% nhưng nhiều ngân hàng luôn duy trì bộ đệm vốn cao thể hiện sự thận trọng như HDB, TCB, VPB, TPB. 4 ngân hàng này thậm chí vượt qua tiêu chuẩn CAR 12% theo Basel III.



HD Bank thể hiện sự thận trọng và an toàn với hệ số an toàn đứng đầu ngành. Đầu tiên CAR của HD Bank thể hiện ngân hàng đang có bộ đệm vốn cao và an toàn hơn trong các giai đoạn rủi ro của ngành. Thứ hai là sự an toàn này đem lại lợi thế tăng trưởng dư nợ tín dụng trong ngắn và trung hạn mà không áp lực tăng vốn chủ sở hữu.

### Lợi thế cạnh tranh đến từ đối tác chiến lược

HDB có lợi thế cạnh tranh thúc đẩy tăng trưởng dài hạn từ quan hệ hợp tác chiến lược với Tổ chức Tài chính Quốc tế (IFC). Mối quan hệ này hỗ trợ HDB quản lý chi phí huy động (vốn đang rất cao) và cho phép HDB đổi mới mô hình hoạt động cho vay của ngân hàng.

Năm 2021, IFC đã giải ngân khoản vay dài hạn 70 triệu USD để hỗ trợ HDBank tài trợ cho lĩnh vực năng lượng tái tạo. IFC cũng đã đầu tư 95 triệu USD vào trái phiếu quốc tế chuyển đổi do HDBank phát hành với mục đích tạo nguồn hỗ trợ HDBank tăng cường cho vay doanh nghiệp siêu nhỏ, doanh nghiệp nhỏ và vừa. Hiện tổng giá trị giải ngân hợp tác giữa IFC và HDBank đã đạt hơn 200 triệu USD và đang tiếp tục gia tăng, phát triển trong thời gian tới. Việc tiếp cận nguồn vốn ngoại giá rẻ đã hỗ trợ HDB một phần bất lợi về chi phí vốn do CASA thấp.

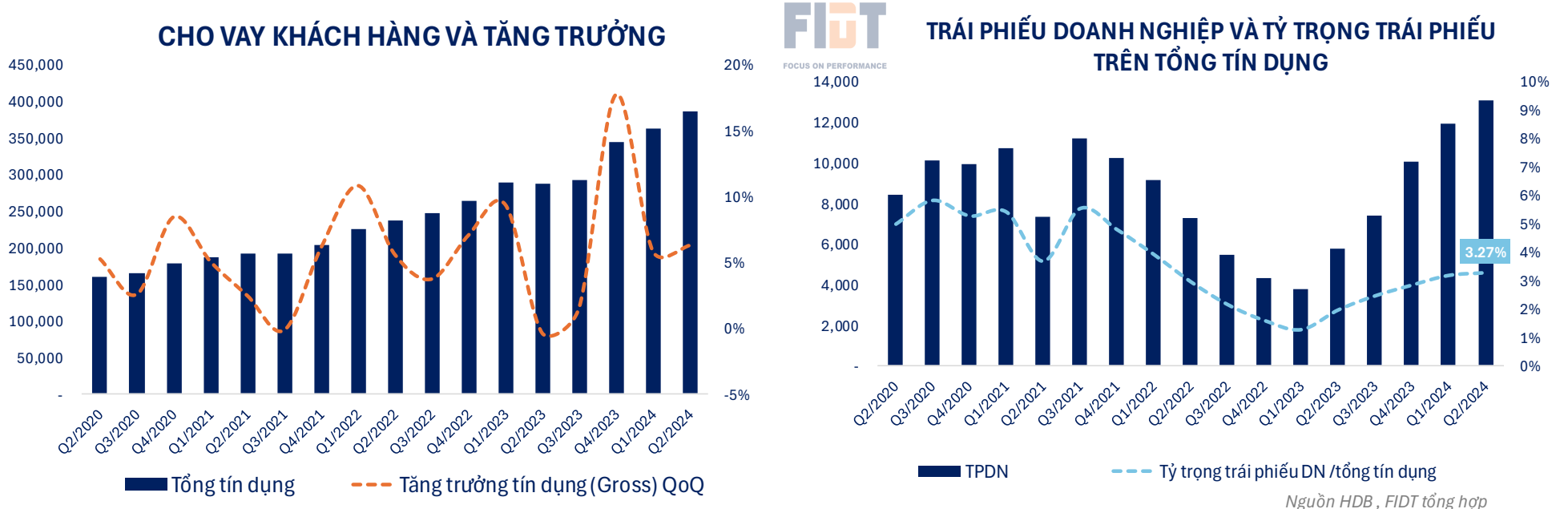


## 4. Luận điểm đầu tư

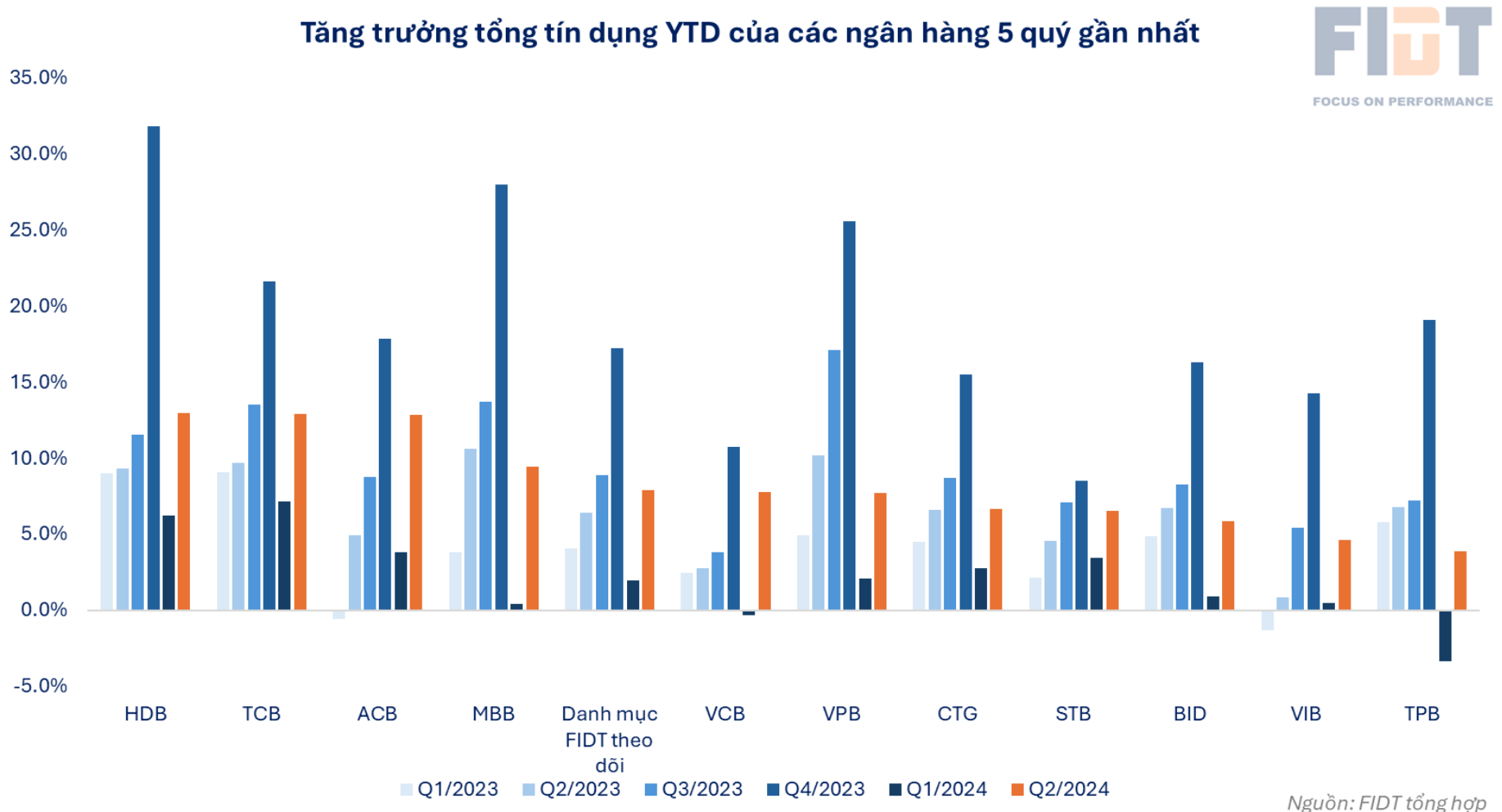
### Tăng trưởng tín dụng duy trì mạnh mẽ trong 2H2024

Tăng trưởng tín dụng của ngân hàng hợp nhất đạt 13% trong 6 tháng đầu năm 2024, vượt trội so với mức 6% toàn hệ thống, trong đó:

- Tổng dư nợ cho vay tăng 12.5%
- Trái phiếu doanh nghiệp tăng 30.3%. Tính đến quý 2/2024, số dư trái phiếu doanh nghiệp chiếm 3.3 % tổng dư nợ tín dụng của HDB.



Động lực tăng trưởng đến từ các lĩnh vực như xây dựng (+10,5 nghìn tỷ ~ 43% YTD), bán buôn & bán lẻ (+12,8 nghìn tỷ ~18% YTD), dịch vụ lưu trú & ăn uống (+5,1 nghìn tỷ ~125% YTD), tài chính & bảo hiểm (+5,3 nghìn tỷ ~41% YTD). Ngoài ra, dư nợ tín dụng cho các doanh nghiệp bất động sản chiếm 16% dư nợ cho vay của ngân hàng mẹ trong quý 2/2024.

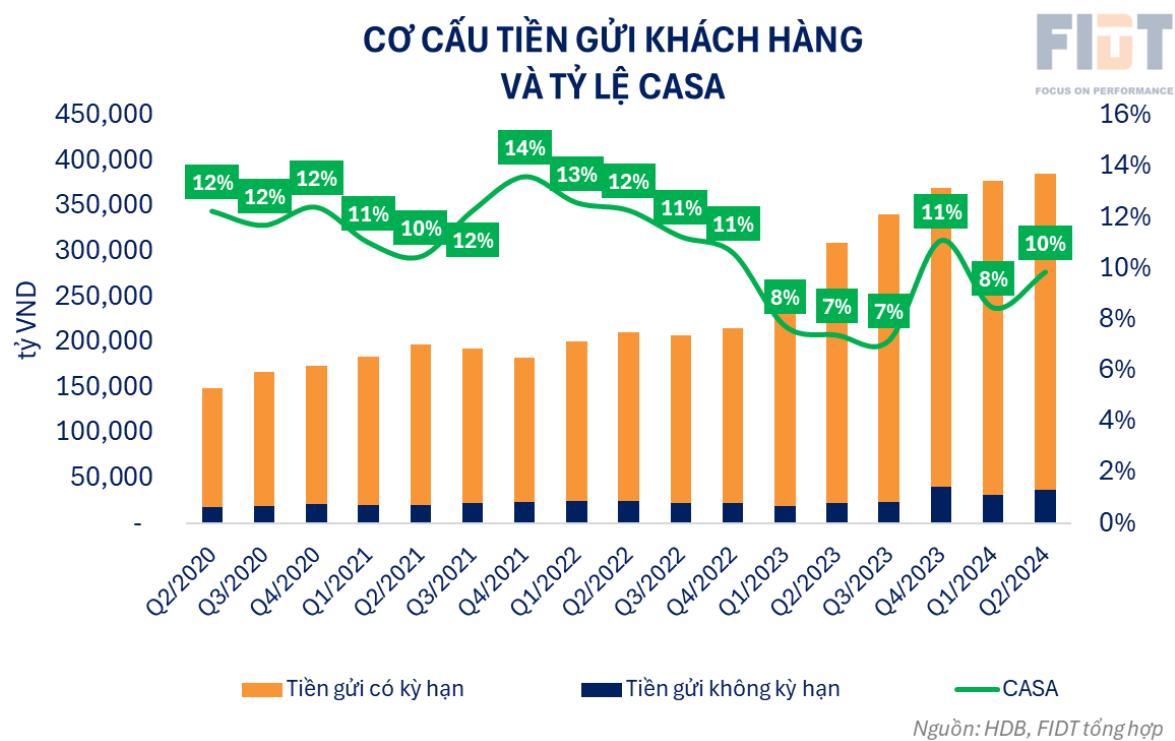


Với mục tiêu tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống đạt 15%, và tiến độ tăng trưởng tín dụng tích cực trong nửa đầu năm, cùng với định hướng đẩy mạnh tín dụng, điều chuyển room tín dụng giữa các ngân hàng. FIDT kỳ vọng HDB có thể đạt mức tăng trưởng tín dụng kế hoạch 24% trong 2024. HDB hoàn toàn có thể được NHNN nới room tín dụng (hạn mức hiện tại ~ 15%) nhờ việc nhận tiếp nhận ngân hàng yếu kém và duy trì đẩy mạnh tín dụng ở các ngành nghề được NHNN hỗ trợ. Hiện tại, FIDT đang dự phóng HDB sẽ đạt mức tăng trưởng tín dụng 24% trong 2024, phù hợp với kế hoạch, với động lực

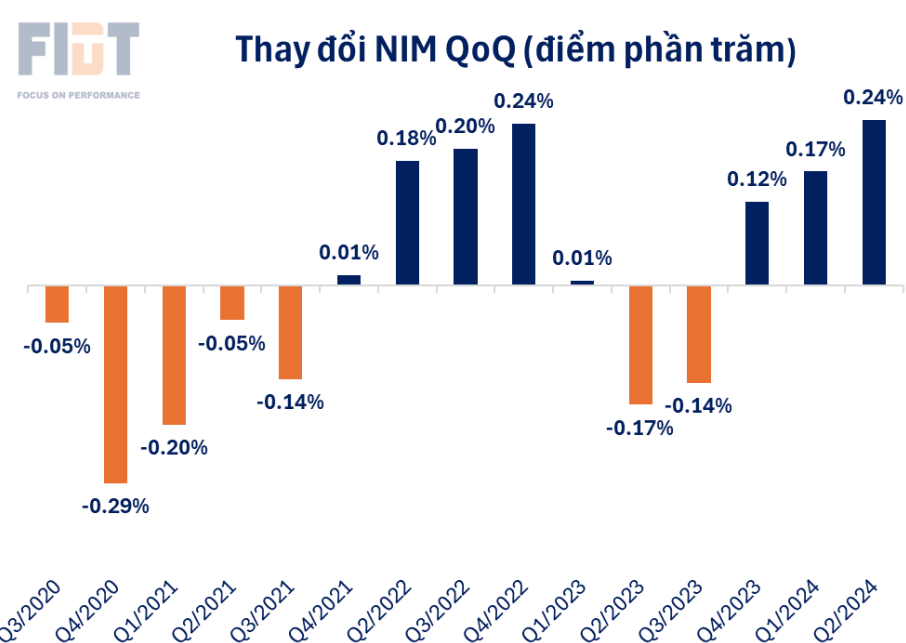
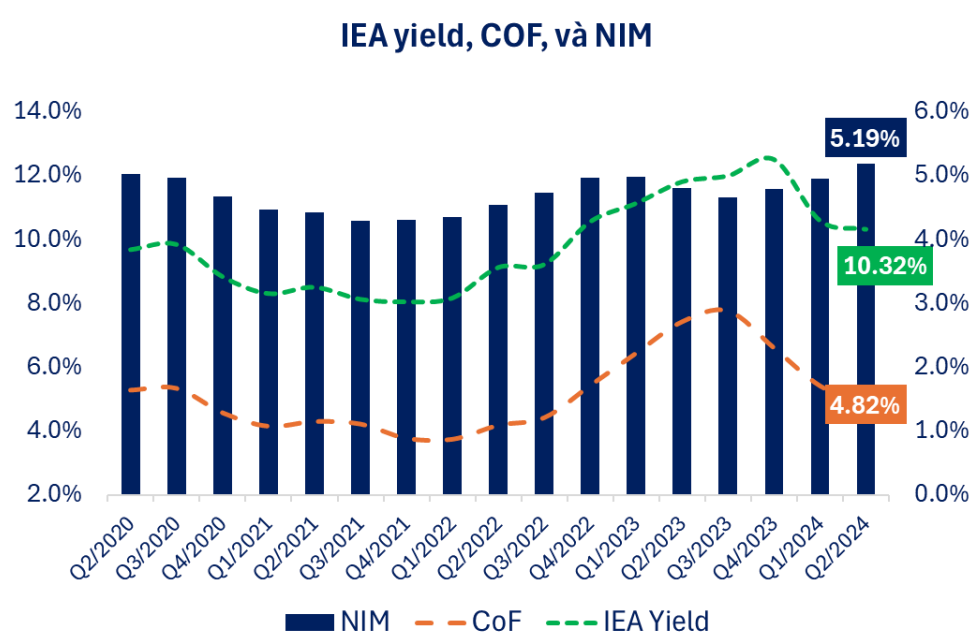
đến từ (1) tiếp tục đẩy mạnh cho vay BDS (2) cho vay bán lẻ và tài chính tiêu dùng sẽ bắt đầu tăng tốc khi nền kinh tế dần hồi phục.

### NIM dự phóng tăng đáng kể từ mở rộng CASA

FIDT nhận thấy HDB đang đẩy mạnh mở rộng chi nhánh ở các khu vực nông thôn và thành thị loại 2, điều mà chúng tôi cho rằng sẽ có tác động tích cực đến mức độ phủ sóng của HDB từ đó tác động trực tiếp đến CASA của ngân hàng. Thực tế, tuy CASA của HDB ở mức thấp, nhưng đã ghi nhận cải thiện 1.4 điểm phần trăm trong Q2/2024, lên mức 9.9% trong Q2/2024.



Như đã đề cập, HDB đang hưởng lợi về mặt chi phí vốn khi khoảng tiền gửi tăng trưởng đột biến trong năm 2023 đang được chuyển về mức lãi suất thấp hơn, từ đó dẫn đến CoF giảm. FIDT kỳ vọng HDB sẽ tiếp tục ghi nhận cải thiện CoF trong nửa sau 2024, hưởng lợi từ mức tăng của CASA. Sự hưởng lợi này sẽ bù đắp cho xu hướng lãi suất tiết kiệm dần tăng lên trong 2H2024 khi tín dụng bắt đầu tăng tốc.

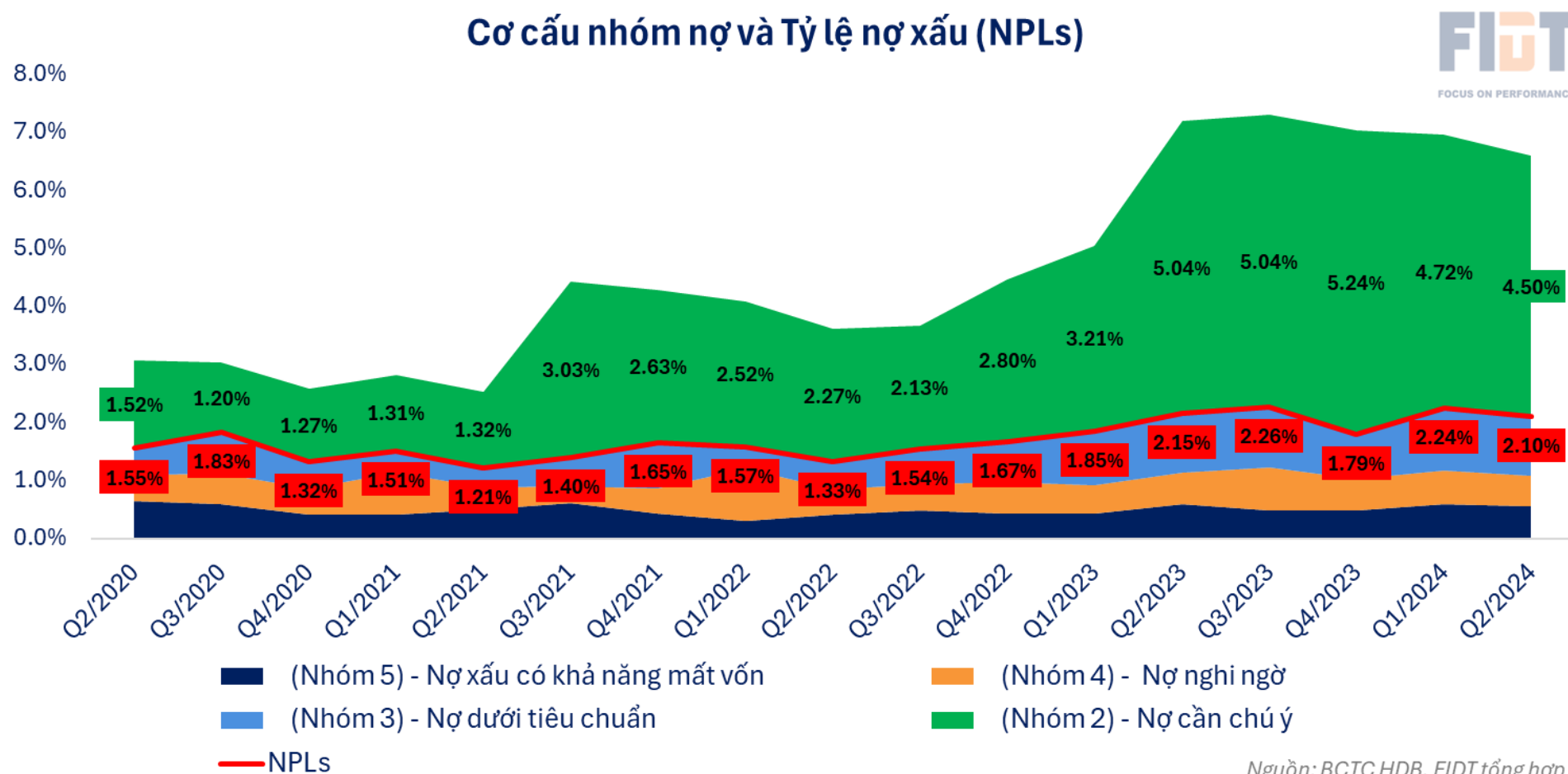


Về phía đầu ra, với bối cảnh cạnh tranh lãi suất giữa các ngân hàng và tín dụng bán lẻ chưa thật sự hồi phục, động lực tăng IEA yield của HDB chủ yếu ở (1) tăng trưởng tín dụng kỳ vọng mạnh mẽ (2) chiến lược mới của ngân hàng nhằm cải thiện thu nhập lãi từ hoạt động tín dụng. Cụ thể, NII khác của HDB đã tăng đáng kể trong 3 quý vừa qua, một phần là do (1) áp dụng phí cam kết giải ngân, phí cấp hạn mức tín dụng và (2) tái cơ cấu một số sản phẩm tín dụng, bao gồm gia tăng tỷ trọng thu nhập lãi so với thu nhập phí.

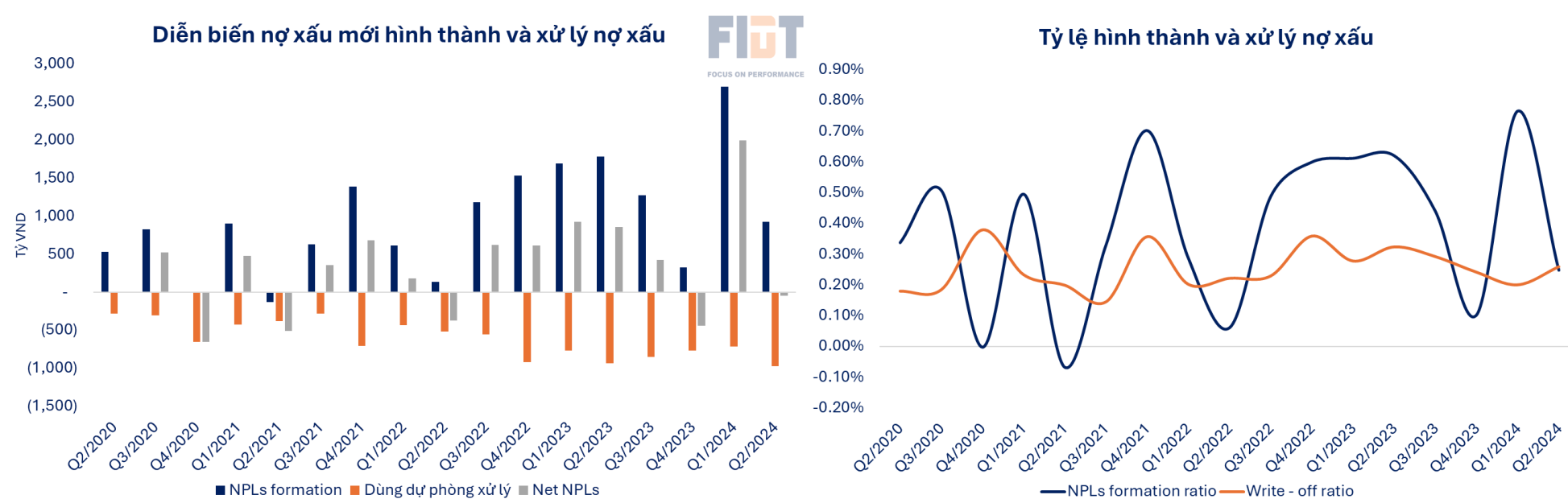
FIDT dự phóng NIM của HDB sẽ đạt 5.44% (+ 0.62 điểm phần trăm YoY), duy trì mức cao nhất ngành. Trong trung hạn, khi nền kinh tế thực sự hồi phục, tín dụng bán lẻ và tài chính tiêu dùng – thế mạnh của HDB và có mức NIM cao hơn – sẽ hưởng lợi mạnh mẽ và sẽ mang lại động lực tăng trưởng NIM cho HDB.

## Chất lượng tài sản cải thiện trong Q2, tuy áp lực trích lập trong trung hạn vẫn còn cao

HDB ghi nhận tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2/tổng dư nợ cải thiện khi lần lượt giảm QoQ trong Q2/2024, về lần lượt 2.1% và 4.5%. Tuy ghi nhận sự cải thiện, cả hai chỉ tiêu nợ xấu của HDB đều cao so với danh mục FIDT theo dõi (lần lượt 1.88% và 1.91%). Phần lớn nợ xấu là nợ cho vay tiêu dùng của HD Saison (số liệu Q1 là ~28% tổng nợ xấu) và nợ cho vay bán lẻ.

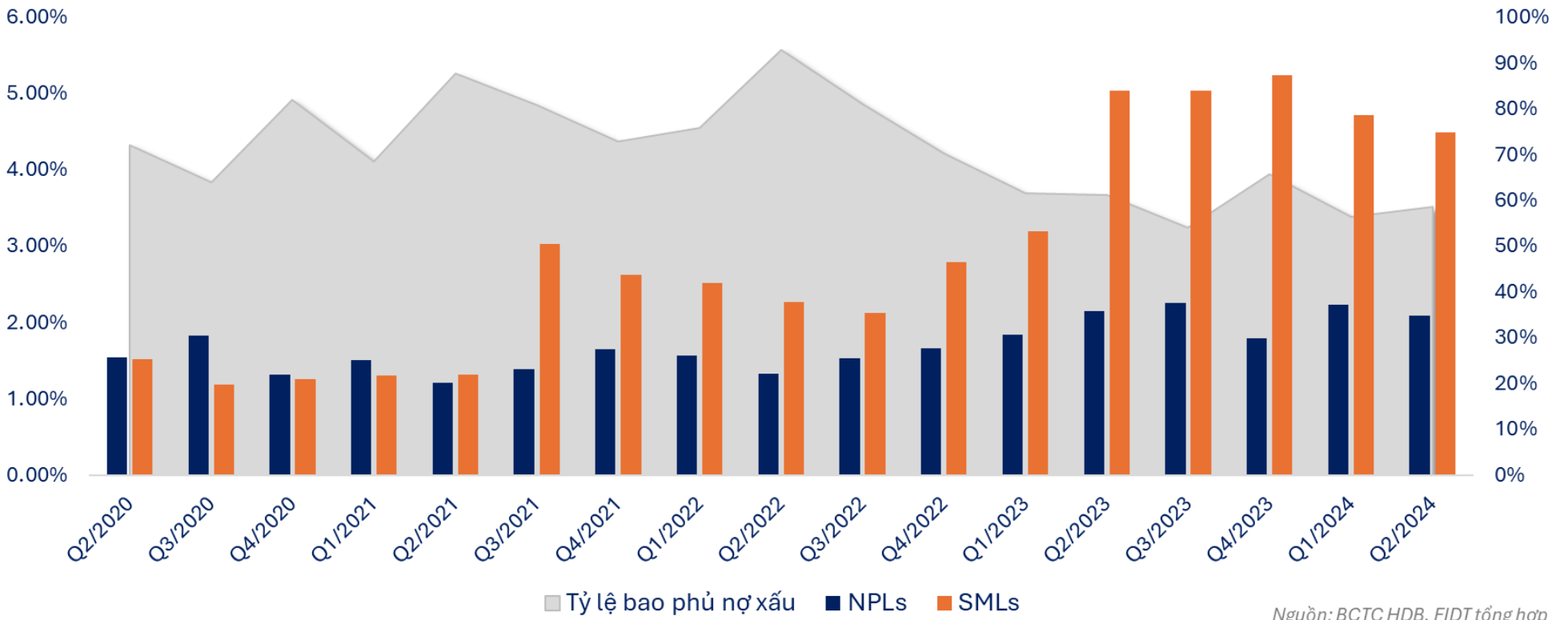


Nợ xấu mới hình thành ghi nhận giảm tích cực trong Q2/2024. Kể từ khi nợ xấu mới hình thành của HDB tăng tốc từ Q4/2022, ngân hàng đã đẩy mạnh xử lý nợ để ổn định nợ xấu khi tỷ lệ write-off duy trì ở mức cao. Đồng thời, HD Saison cũng tích cực xử lý nợ do bản chất của các khoản vay tài chính tiêu dùng. FIDT kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu của HD Saison sẽ được cải thiện vào năm 2024, nhờ (1) tín dụng tiêu dùng tăng trưởng mạnh hơn trong 2H2024, (2) nâng cao quy trình thẩm định tín dụng và (3) hoạt động kinh tế dần ấm lên sẽ cải thiện khả năng trả lãi của khách hàng. FIDT kỳ vọng HDB sẽ duy trì đẩy mạnh write-off để kiểm soát nợ xấu trong những quý tới.

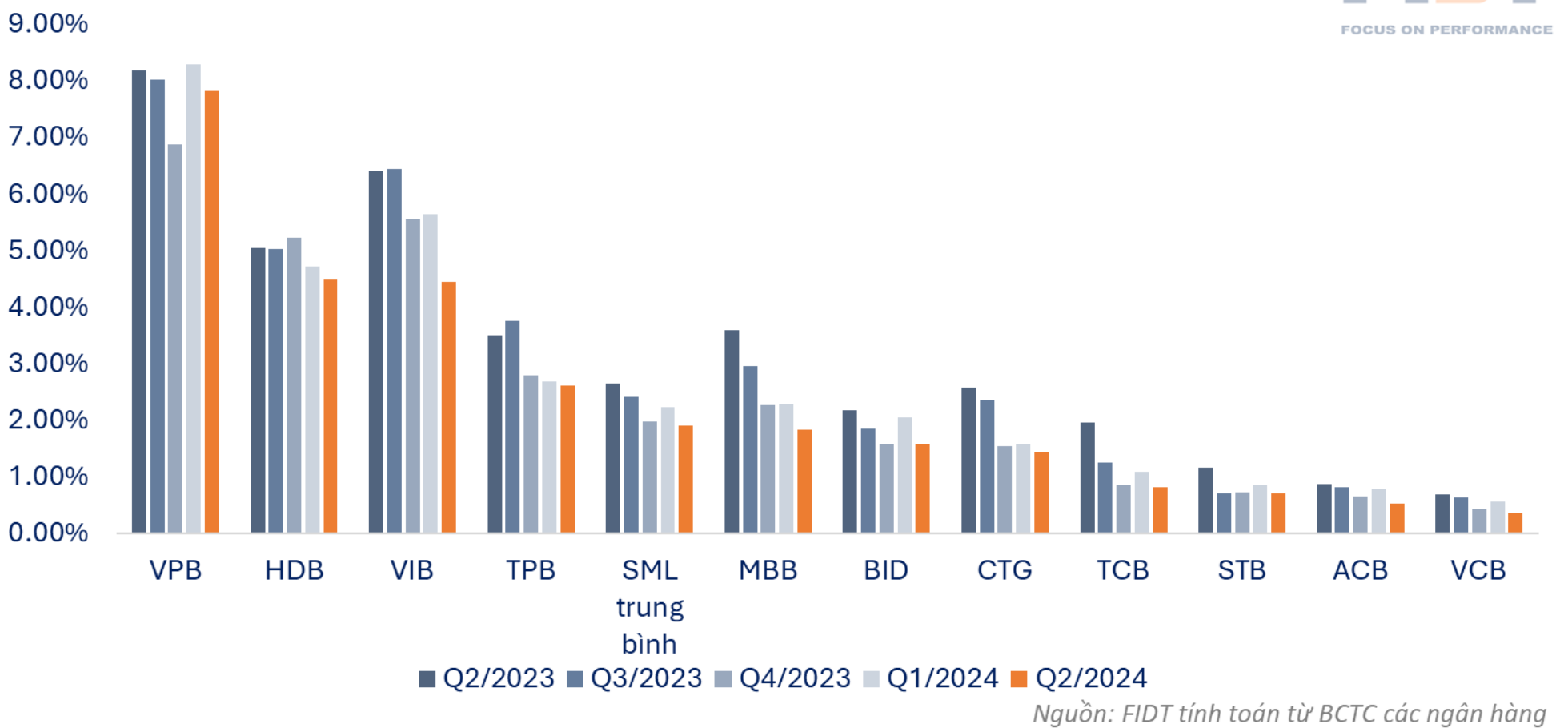


LLCR của HDB đã giảm về vùng thấp do đẩy mạnh write-off, tuy ghi nhận cải thiện nhẹ trong Q2 lên mức 59% khi hình thành nợ xấu hạ nhiệt. Theo FIDT, mức LLCR này tương đối ổn trong thời kỳ tăng trưởng ổn định của ngành, tuy nhiên đối với bối cảnh nợ xấu mới hình thành còn cao như hiện nay thì bộ đệm dự phòng hiện tại của HDB còn tương đối mỏng, nhất là khi tỷ lệ nợ nhóm 2 của HDB thuộc top cao nhất ngành.

## Tỷ lệ nợ xấu (NPLs), nợ nhóm 2 (SMLs)/Tổng dư nợ và tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR)



## Tỷ lệ nợ nhóm 2 của HDB nằm trong top cao nhất ngành

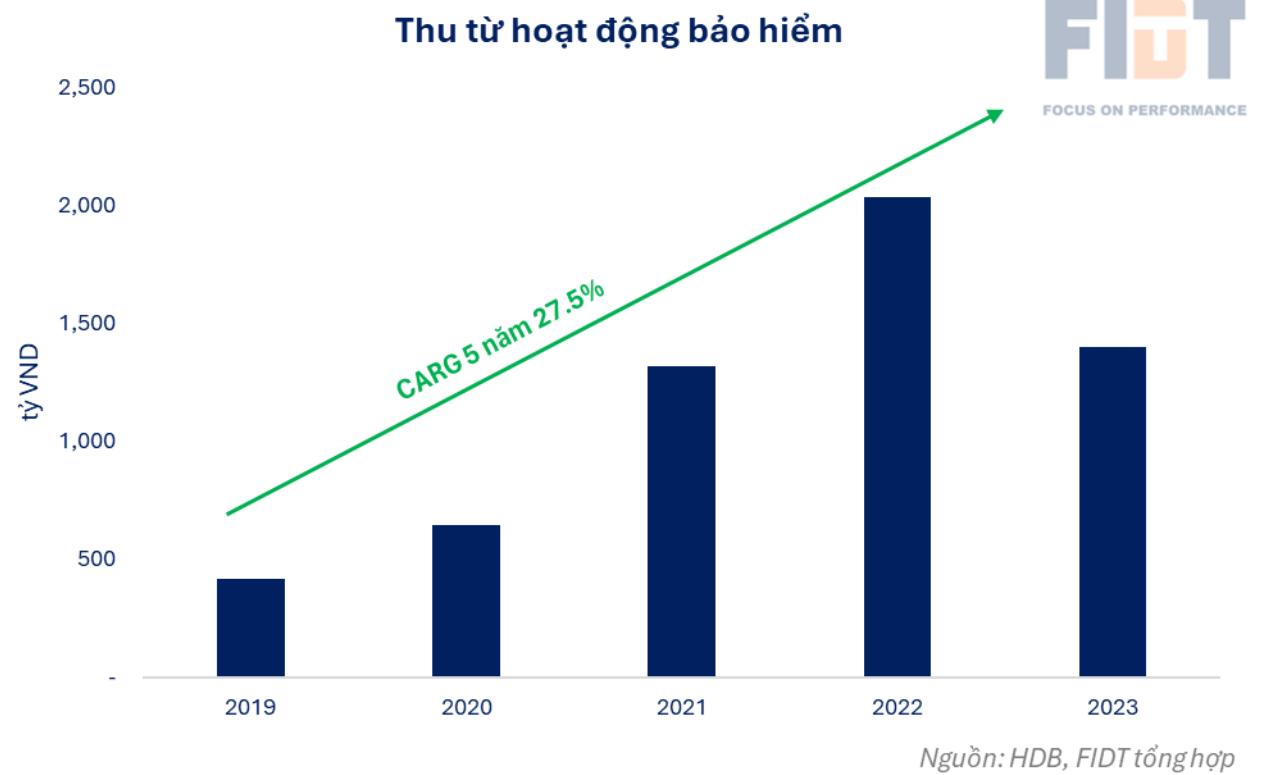


FIDT nhận định, với kỳ vọng (1) HDB sẽ duy trì đẩy mạnh write – off (2) bộ đệm dự phòng tương đối mỏng trong bối cảnh hình thành nợ xấu còn cao (3) việc đẩy mạnh cho vay của HDB còn tiềm ẩn nhiều rủi ro. HDB sẽ gia tăng trích lập dự phòng nhằm duy trì tỷ lệ write – off cao và xây dựng bộ đệm trở lại từ mức nền thấp. FIDT dự phóng thận trọng đối với chi phí tín dụng của HDB ở mức 1.32% trong 2024 (so với mức trung bình 1.1% trong giai đoạn 2020 – 2023).



## Tiềm năng ghi nhận khoản phí upfront từ mảng bancassurance

Thu nhập từ phí bancassurance tại HDB đã ghi nhận tăng trưởng ấn tượng trong 5 năm với CAGR đạt 27.5% nhờ vào sự hợp tác mới với công ty bảo hiểm nhân thọ FWD Việt Nam. FIDT tin rằng kết quả tích cực này là do chiến lược của ngân hàng nhằm nâng cao chất lượng đội ngũ bán hàng và chuẩn bị cho một hợp đồng bancassurance độc quyền mới.



70% khách hàng bancassurance của HDB đến từ khu vực loại 2, nơi mà cạnh tranh bancassurance ít gay gắt hơn và tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm thường thấp hơn so với các thành thị, đồng thời đây cũng là thị trường thế mạnh của HDB.

### NHỮNG QUAN HỆ ĐỐI TÁC BANCASSURANCE

Ngân hàng	Công ty bảo hiểm nhân thọ	Hợp tác độc quyền	Quy mô ước tính
STB	Dai-ichi Life	Có	3,3 nghìn tỷ đồng
TCB	Manulife	Có	N/A
ACB	Sun Life	Có	8,6 nghìn tỷ đồng
MBB	MB Ageas	Có	N/A
VPB	AIA	Có	5,5 nghìn tỷ đồng
VCB	FWD	Có	9 nghìn tỷ đồng
CTG	Manulife	Có	5 nghìn tỷ đồng
VIB	Prudential	Có	N/A
LPB	Dai-ichi Life	Có	1,6 nghìn tỷ đồng
<b>HDB</b>	<b>FWD</b>	<b>Không</b>	<b>N/A</b>
BID	BIDV MetLife	Có	N/A
TPB	Sun Life	Có	N/A

Nguồn: FIDT tổng hợp

FIDT kỳ vọng (1) bancassurance vẫn đang ở giai đoạn đầu phát triển vì Việt Nam có tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm thấp hơn so với các nước trong khu vực và (2) việc nâng cao chất lượng kênh bancassurance là cần thiết để cải thiện doanh số tái tục trong tương lai. FIDT dự phóng HDB sẽ nhận được khoản phí upfront khoảng 5 – 8 nghìn tỷ VND từ việc ký kết hợp đồng độc quyền với một công ty bảo hiểm nhân thọ, dựa trên tham khảo từ các hợp đồng bancassurance độc quyền trước đó.

FIDT tạm thời chưa đưa vào dự phóng khoảng thu upfront do bối cảnh kênh bancassurance còn ảm đạm và còn nhiều bất lợi chưa phù hợp cho HDB đàm phán hợp tác độc quyền kênh này. Tuy nhiên đây vẫn là tiềm năng đáng chú ý cho HDB và là động lực tăng trưởng NFI trong dài hạn.

## Tiềm năng cổ đông chiến lược nước ngoài

Ngoài mối quan hệ hợp tác chiến lược với IFC, HDB là một trong những số ít ngân hàng lớn chưa có cổ đông chiến lược nước ngoài. Trong tài liệu gửi cổ đông mới đây, HDBank muốn xin ý kiến cổ đông thông qua việc điều chỉnh tỷ lệ sở hữu cổ phần đối với nhà đầu tư nước ngoài còn 17,5%, giảm từ mức 20% hiện được quy định tại Điều lệ. HDBank cho biết, ngân hàng đã có sẵn sự chuẩn bị cần thiết cho đối tác chiến lược, để dành khoảng 10% room ngoại cho việc phát hành tăng vốn.

Theo HDBank, việc tạm khóa "room" ngoại xuống 17,5%, nhằm chuẩn bị sẵn sàng cho các dự án chiến lược của HDBank trong thời gian tới. Theo quan điểm của FIDT, đây ra động thái HDB chuẩn bị cho kế hoạch bán vốn cho nhà đầu tư chiến lược nước ngoài, tuy nhiên HDB chưa gửi văn bản đề xuất chính thức cho cổ đông.

Việc thu hút sự tham gia của nhà đầu tư ngoại sẽ mang lại nguồn lực tài chính cho HDB, hỗ trợ ngân hàng gia tăng bộ đệm vốn và hỗ trợ về công nghệ, quản trị, đáp ứng các chuẩn mực quốc tế. Nhờ tiếp nhận ngân hàng yếu kém, HDB hoàn toàn có thể được NHNN "nới room" ngoại FOL lên mức 49% trong tương lai. Việc tiếp cận được với dòng vốn ngoại giá rẻ sẽ hỗ trợ chi phí huy động CoF của ngân hàng (vốn đang rất cao so với ngành), từ đó tiếp đà mở rộng NIM cho HDB.

Thương vụ bán vốn cổ đông ngoại đồng thời cũng sẽ mang lại một mức định giá mới cho HDB. Dựa trên mức định giá của các thương vụ mua bán cổ phần trong những năm gần đây, HDB có thể bán vốn cho cổ đông ngoại với mức định giá trong vùng 1.5 – 3 lần BVPS. Tuy nhiên FIDT chưa có thông tin cụ thể về tỷ lệ bán và kế hoạch chi tiết của HDB.

NHỮNG THƯƠNG VỤ MUA BÁN VỐN CỔ PHẦN GẦN ĐÂY CỦA NGÀNH NGÂN HÀNG					
Mã	Hình thức	Tỷ lệ	P/E ttm	P/B (post - money)	Thời điểm
VCB	Phát hành riêng lẻ	2,5%	17.3	2.8	Q1/19
		6,5%	16	2.2	2025F
BID	Phát hành riêng lẻ	15,0%	21.3	1.7	Q4/19
VPB	Phát hành riêng lẻ	15,0%	24.4	1.8	Q1/23
TCB	IPO	14,8%	20.1	3.1	Q2/18
OCB	Phát hành riêng lẻ	10,0%	28.2	1.6	Q2/20
EIB	Giao dịch thứ cấp	n/a	12.0 - 22.0	1.7 - 2.5	Q4/22
NVB	Giao dịch thứ cấp	n/a	n/a	1.6 – 3.8	Q2/21
PGB	Giao dịch thứ cấp	40,0%	15.9	1.6	Q2/23

Nguồn: FIDT tổng hợp

## 5. Dự phóng và định giá

### Dự phóng KQKD giai đoạn 2024 - 2025

Tỷ VND	2023A	2024F	%YoY 2023	2025F	%YoY 2024	Chú thích
Thu nhập lãi thuần	22,184	31,759	43.2%	37,199	17.1%	Dự phóng dựa trên giả định tăng trưởng tín dụng đạt 24%/22% trong giai đoạn 2024 - 2025
Thu nhập từ phí dịch vụ	2,188	1,868	-14.6%	2,259	20.9%	
Tổng thu nhập ngoài lãi	4,230	4,060	-4.0%	4,826	18.9%	
Chi phí hoạt động	(9,129)	(12,250)	34.2%	(15,633)	27.6%	
LN thuần từ HĐKD trước DPRR tín dụng	17,284	23,569	36.4%	26,391	12.0%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(4,268)	(5,623)	31.8%	(6,553)	16.5%	- Chi phí tín dụng dự phóng thận trọng đạt 1.32% trong 2024 (so với mức trung bình 1.1% trong giai đoạn 2020 - 2023) - Tỷ lệ nợ xấu đạt 2% so với mức 1.79% vào cuối 2023 - LLCR giảm nhẹ về 64% do đẩy mạnh write - off nhằm đảm bảo NPLs
Tổng lợi nhuận trước thuế	13,017	17,946	37.9%	19,839	10.5%	
NIM	4.8%	5.4%	+0.2 điểm %	5.4%	+0.13 điểm %	NIM mở rộng với sự hỗ trợ từ (1) CASA cải thiện (2) tiếp tục hưởng lợi từ CoF thấp
NPLs	1.79%	2.00%	-0.68 điểm %	1.90%	-0.1 điểm %	

FIDT RS kết hợp phương pháp Chiết khấu thu nhập thặng dư và phương pháp P/B mục tiêu để đưa ra giá mục tiêu cho HDB, với trọng số bằng nhau cho cả hai phương pháp. Kết quả định giá của 2 phương pháp:

Tổng hợp định giá		
Phương pháp	Trọng số	Giá trị
Giá trị thặng dư (RI)	50%	34,899
P/B mục tiêu @ 1.34x	50%	35,340
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>35,120</b>
Upside		<b>30%</b>

Với phương pháp Chiết khấu thu nhập thặng dư, chúng tôi sử dụng chi phí vốn chủ sở hữu là 15.4%, cao hơn mức trung bình sử dụng cho các ngân hàng cùng quy mô nhằm thể hiện rõ quan điểm thận trọng của chúng tôi liên quan đến nhiều rủi ro về chất lượng tài sản của HDB.

VNDBn	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Beginning Book Value	46,400	60,811	76,814	93,546	113,674	137,550	163,283	191,574
Net Income	14,146	15,737	16,467	19,863	23,612	25,468	28,026	32,468
Equity Charge	7,122	9,335	11,791	14,359	17,449	21,114	25,064	29,407
<b>Residual Income</b>	<b>7,023</b>	<b>6,403</b>	<b>4,676</b>	<b>5,503</b>	<b>6,163</b>	<b>4,354</b>	<b>2,962</b>	<b>3,061</b>
<b>PV of RI</b>	<b>6,683</b>	<b>5,282</b>	<b>3,344</b>	<b>3,412</b>	<b>3,311</b>	<b>2,028</b>	<b>1,196</b>	<b>1,072</b>

<b>Sum PV of RI</b>	<b>26,327</b>
PV of terminal value	28,919
<b>Total PV (RI)</b>	<b>55,246</b>
Book value FY2023	46,400
<b>Fair equity value</b>	<b>101,647</b>
Shares outstanding (billion)	2.913
<b>Fair value per share (VND)</b>	<b>34,899</b>

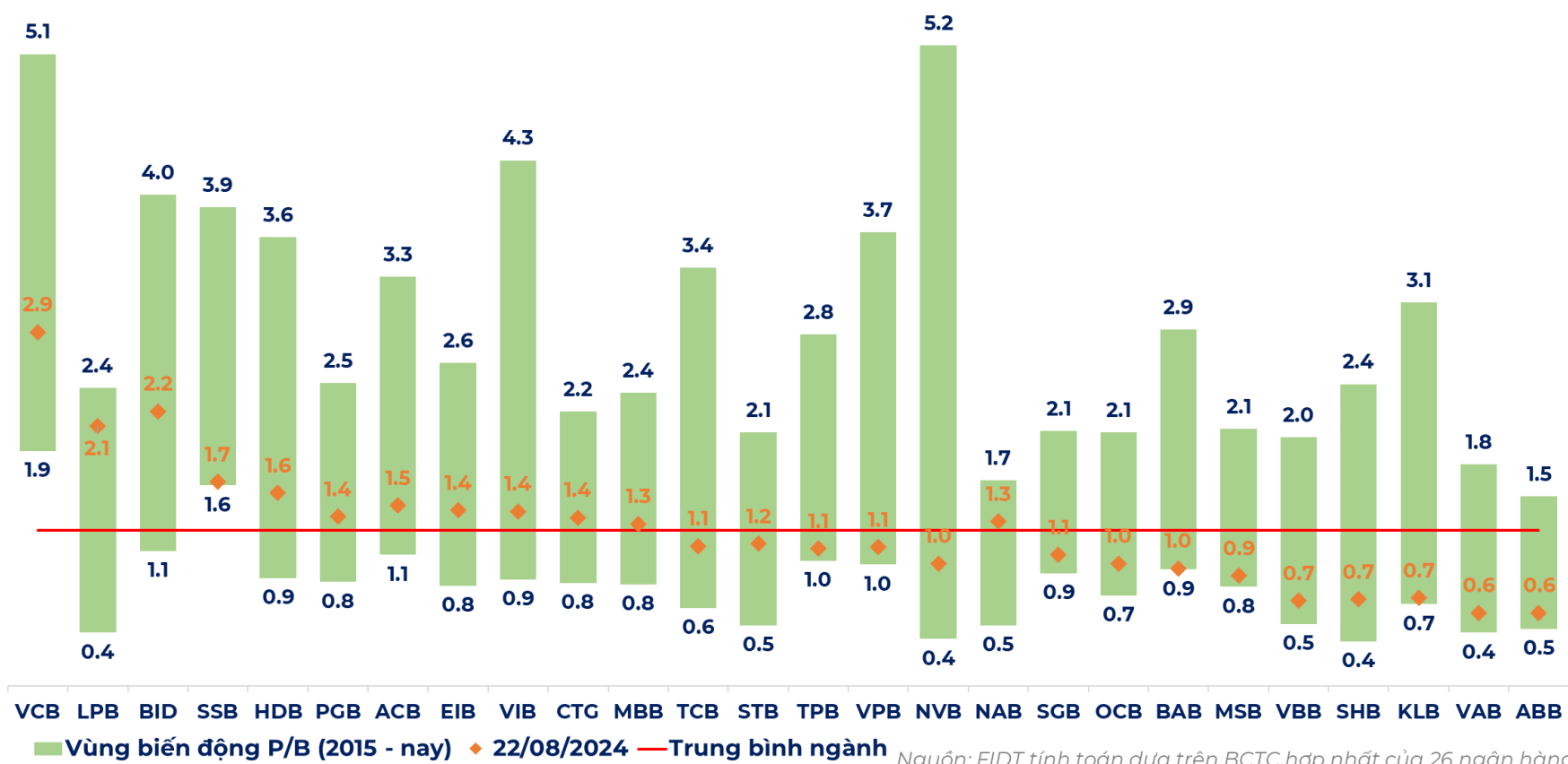


Với phương pháp P/B mục tiêu, FIDT RS sử dụng mức P/B mục tiêu là 1.34 lần, tính toán từ mô hình Mô hình tăng trưởng Gordon.

Bảng phân tích độ nhạy bên minh họa giá trị P/B hợp lý cho SHB ở mức 1.02 lần với ROE ước tính trong giai đoạn 2020 – 2028 là 16.9% và chi phí vốn cổ phần là 16.5%.

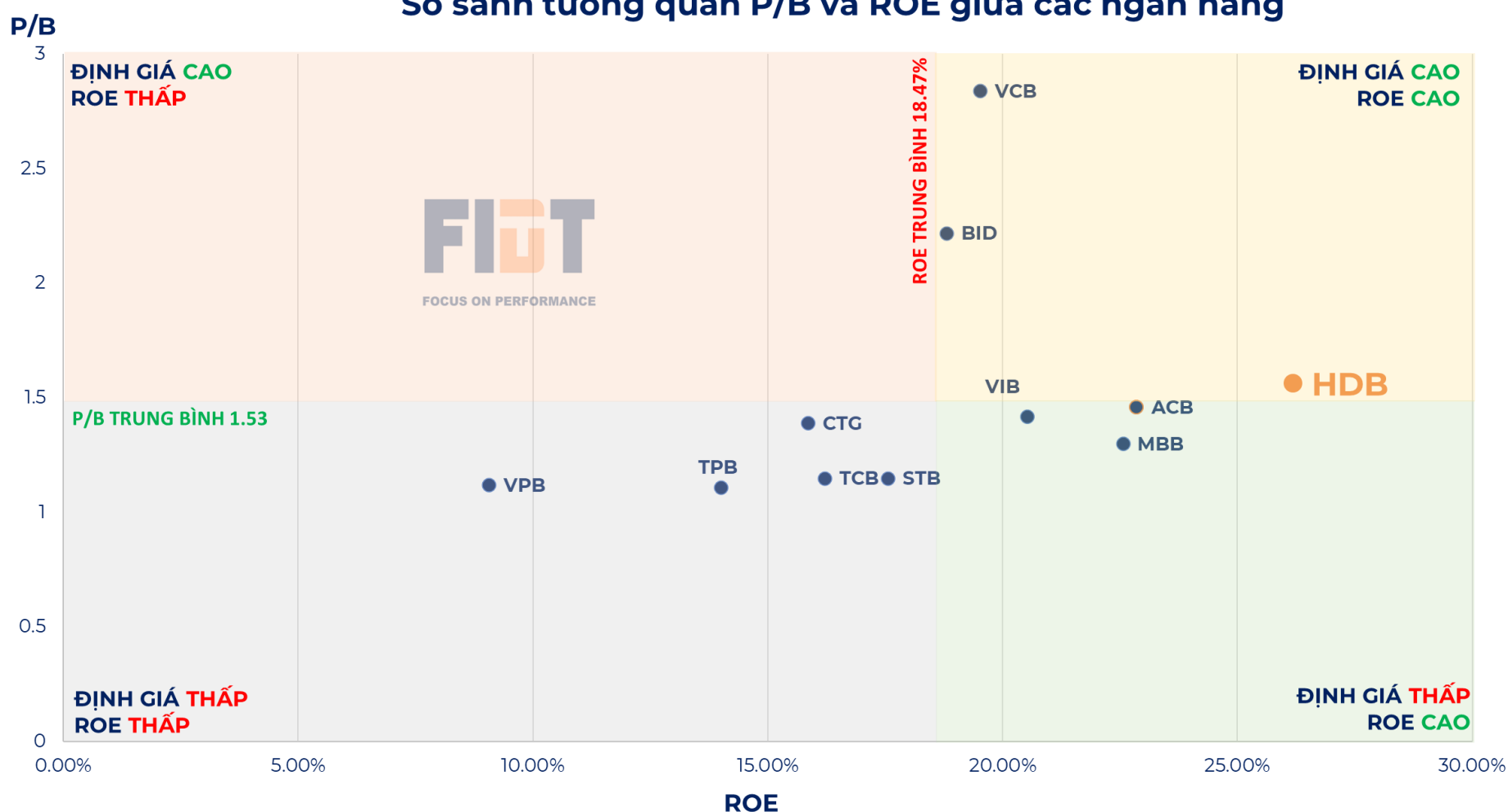
Terminal growth	ROE bình quân giai đoạn 2020 - 2028				
	15%	17%	19%	21%	23%
2.5%	1.00x	1.16x	1.31x	1.47x	1.62x
3.0%	1.00x	1.16x	1.32x	1.49x	1.65x
3.5%	1.00x	1.17x	<b>1.34x</b>	1.51x	1.68x
4.0%	1.00x	1.18x	1.35x	1.53x	1.71x
4.5%	1.00x	1.19x	1.37x	1.55x	1.74x

### P/B của ngân hàng so với quá khứ



Nguồn: FIDT tính toán dựa trên BCTC hợp nhất của 26 ngân hàng

### So sánh tương quan P/B và ROE giữa các ngân hàng





## Báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (Tỷ VND)				Tỷ lệ (%)			
	2023A	2024F	2025F		2023A	2024F	2025F
Thu nhập lãi	52,641	63,756	74,671	<b>Tăng trưởng</b>			
Chi phí lãi	(30,457)	(31,997)	(37,473)	Tăng trưởng tổng tài sản	44.7%	17.5%	20.8%
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>22,184</b>	<b>31,759</b>	<b>37,199</b>	Tăng trưởng cho vay khách hàng	30.1%	24.0%	22.0%
Thu nhập từ phí dịch vụ	2,188	1,868	2,259	Tăng trưởng tiền gửi	71.8%	15.0%	22.0%
Thu nhập ngoài lãi khác	2,042	2,192	2,567	Tăng trưởng tiền gửi + giấy tờ có giá	62.2%	15.3%	21.9%
<b>Tổng thu nhập ngoài lãi</b>	<b>4,230</b>	<b>4,060</b>	<b>4,826</b>	Tăng trưởng VCSH	19.0%	31.1%	26.3%
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>26,414</b>	<b>35,819</b>	<b>42,025</b>	Tăng trưởng TOI	20.2%	35.6%	17.3%
Chi phí hoạt động	(9,129)	(12,250)	(15,633)	Tăng trưởng OPEX	29.6%	36.4%	12.0%
<b>LN thuần từ HĐKD trước DPRR tín dụng</b>	<b>17,284</b>	<b>23,569</b>	<b>26,391</b>	Tăng trưởng LNST	25.9%	36.9%	11.3%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(4,268)	(5,623)	(6,553)	<b>Chất lượng tài sản</b>			
<b>Tổng lợi nhuận trước thuế</b>	<b>13,017</b>	<b>17,946</b>	<b>19,839</b>	Nhóm 2/Tổng dư nợ	5.24%	3.55%	3.55%
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(2,681)	(3,800)	(4,101)	Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1.79%	2.00%	1.90%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>10,336</b>	<b>14,146</b>	<b>15,737</b>	Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	66%	64%	74%
				Chi phí dự phòng/Tổng dư nợ	1.24%	1.32%	1.26%
Cân đối kế toán (Tỷ VND)				Tỷ lệ (%)			
	2023A	2024F	2025F		2023A	2024F	2025F
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	2,810	3,407	4,156	<b>Khả năng sinh lợi</b>			
Tiền gửi tại SBV	41,482	18,681	22,791	NIM	4.83%	5.44%	5.41%
Tiền gửi và cho vay các TCTD khác	96,515	98,996	120,775	Lợi suất tài sản sinh lãi	11.5%	10.9%	10.8%
Chứng khoán kinh doanh	18,581	18,581	18,581	Chi phí huy động	6.7%	5.5%	5.4%
Các công cụ tài chính phái sinh	110	110	110	CIR	34.6%	34.2%	37.2%
Cho vay khách hàng	339,350	420,402	512,205	<b>Thanh khoản</b>			
Cho vay khách hàng	343,404	425,821	519,502	CASA	11.1%	13.1%	15.1%
Dự phòng rủi ro cho vay khách hàng	(4,054)	(5,419)	(7,297)	LDR	68%	68%	69%
Hoạt động mua nợ	-	-	-				
Chứng khoán đầu tư	44,092	60,494	71,101				
Góp vốn, đầu tư dài hạn	144	144	144				
Tài sản cố định	1,423	1,764	2,152				
Bất động sản đầu tư	-	-	-				
Tài sản Có khác	57,809	84,897	102,548				
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>602,315</b>	<b>707,476</b>	<b>854,563</b>				
<b>Nợ phải trả</b>	<b>555,915</b>	<b>646,664</b>	<b>777,749</b>				
Nợ SBV	27	27	27				
Huy động & vay liên ngân hàng	112,087	138,988	169,565				
Tiền gửi của khách hàng	370,778	426,395	520,201				
Các công cụ tài chính phái sinh	-	226	226				
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	2,811	3,486	4,253				
Phát hành giấy tờ có giá	50,938	59,832	72,271				
Các khoản nợ khác	19,274	17,711	11,206				
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>46,400</b>	<b>60,811</b>	<b>76,814</b>				
Vốn chủ sở hữu của cổ đông	44,469	58,880	74,882				
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1,931	1,931	1,931				
<b>NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>602,315</b>	<b>707,476</b>	<b>854,563</b>				

## PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ PHÂN TÍCH FIDT

### **Đoàn Minh Tuấn** – Trưởng phòng

Email: tuan.doan@fidt.vn

Số điện thoại: 093.385.7333

### **Nguyễn Vũ Trường Giang** – Chuyên viên phân tích

Email: giang.nguyen@fidt.vn

### **Hà Kim Thành** – Chuyên viên phân tích

Email: thanh.ha@fidt.vn

### **Nguyễn Viết Nhật** – Chuyên viên phân tích

Số điện thoại: 096.599.3323

### **Nguyễn Kim Dũng** – Chuyên viên phân tích

Số điện thoại: 038.991.3349

### **Võ Thanh Duy** – Chuyên viên phân tích

Số điện thoại: 091.285.7076

# LƯU Ý VÀ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Quý nhà đầu tư nên đọc kỹ các rủi ro mà chúng tôi có dự phòng và đề cập trong báo cáo cũng như nhận diện về rủi ro thị trường để có lựa chọn đầu tư hiệu quả. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này phản ánh đánh giá của FIDT tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi theo tình hình doanh nghiệp và thị trường từng thời kỳ mà không phải thông báo. Ngoài ra, FIDT và các nhân sự của FIDT có quyền thực hiện các giao dịch liên quan đến các cổ phiếu, cơ hội đầu tư liên quan đề cập tại báo cáo này mà không phải thông báo.

Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt của nhà đầu tư. Mọi khuyến nghị đầu tư tại tính năng này được đưa ra dựa trên nhận định, dự đoán thị trường với mục đích tối ưu hóa lợi nhuận và hạn chế rủi ro cho nhà đầu tư. Tuy nhiên, nhà đầu tư nhận thức được rằng kết quả đầu tư sẽ phụ thuộc vào nhiều yếu tố và do đó chúng tôi không cam kết bất kỳ mức độ lợi nhuận nào đối với việc đầu tư của nhà đầu tư. Nhà đầu tư là người quyết định đầu tư, do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu trách nhiệm về kết quả đầu tư của mình.

Báo cáo này là tài sản và được giữ bản quyền bởi FIDT. Không được phép sao chép, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích gì nếu không có văn bản chấp thuận của FIDT. Vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

**Chúng tôi xin chân thành cảm ơn quý khách hàng!**

