

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

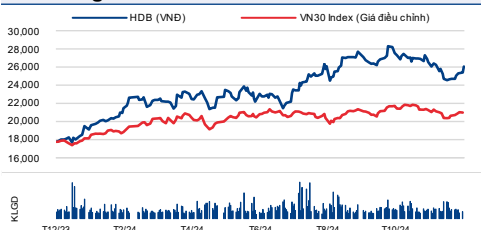
Giá mục tiêu: VNĐ32,500 (từ VNĐ27,700)

Tiềm năng tăng/giảm: 24.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (3/12/2024)	26,050
Mã Bloomberg	HDB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	17,673-28,300
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	25,600
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	76,264
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	3,003
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,928
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	586
Slg CP NN được mua (tr.đv)	96.1
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	20.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	16.7%
Tỷ lệ freefloat	71.4%
Cổ đông lớn	Sovico (14.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(1.88)	(5.96)	49.0
So với chỉ số	(0.65)	(4.35)	24.1
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	3,974	4,438	(10.4)
2025F	4,753	5,356	(11.3)
2026F	5,505	6,599	(16.6)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

HDB là một ngân hàng có sự cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận và giữa ngân hàng truyền thống và cho vay tiêu dùng

Chuyên viên phân tích

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính

ha.plien@hsc.com.vn

+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Nâng khuyến nghị lên Mua vào nhờ triển vọng tích cực

- HSC nâng khuyến nghị đối với HDB lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 17% giá mục tiêu lên 32.500đ sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và giả định định giá.
- Chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận ròng cho giai đoạn 2024-2026 lên trung bình 5%, dự kiến tăng trưởng lần lượt đạt 31,8%/19,4%/15,8%, nhờ điều chỉnh tăng nhẹ biên lãi ròng (NIM) và giảm chi phí tín dụng.
- Cổ phiếu hiện đang được giao dịch với P/B dự phóng 1 năm ở mức 1,09 lần, cao hơn một chút so với mức trung bình 1,05 lần của các ngân hàng tư nhân cùng nhóm. Với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận và ROE tích cực, chúng tôi cho rằng mức định giá cao này là hợp lý. Với giá mục tiêu mới, HDB được định giá ở mức P/B 2025 là 1,37 lần.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2024-2026

KQKD Q3/2024 của HDB khá ấn tượng với LNTT hợp nhất đạt 4,5 nghìn tỷ đồng, tăng 43% so với cùng kỳ, và LNTT 9 tháng đầu năm 2024 đạt 12.654 tỷ đồng, tăng 46,6% so với cùng kỳ, vượt kỳ vọng của chúng tôi. Bên cạnh tăng trưởng mạnh mẽ về bảng cân đối kế toán và lợi nhuận, chúng tôi cũng ghi nhận sự cải thiện nhất định trong chất lượng tài sản.

HDB đã duy trì tăng trưởng ổn định về bảng cân đối kế toán và lợi nhuận trong những năm gần đây, và chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục trong 2-3 năm tới.

Tác động: Tăng bình quân 5% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC tăng bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 do tác động tích cực từ việc nâng giả định tỷ lệ NIM và hạ dự báo chi phí dự phòng bù đắp cho việc hạ dự báo thu nhập ngoài lãi. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 31,8%, 19,4% và 15,8% trong các năm 2024, 2025 và 2026.

EPS dự phóng của chúng tôi thấp hơn một chút so với thị trường do những điều chỉnh ảnh hưởng pha loãng từ trái phiếu chuyển đổi. Nếu được chuyển đổi toàn bộ, những trái phiếu này bằng khoảng 14,4% số lượng cổ phiếu đang lưu hành.

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 17% giá mục tiêu lên 32.500đ (tiềm năng tăng giá 25%) sau khi nâng dự báo lợi nhuận và điều chỉnh giả định định giá (chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 và giảm 1 điểm phần trăm giả định phần bù rủi ro vốn CSH).

Sau khi giá cổ phiếu tăng vượt trội trong 12 tháng qua nhưng kém tích cực hơn trong thời gian gần đây do áp lực bán ròng từ khối ngoại. Hiện tại, cổ phiếu đang được giao dịch với P/B dự phóng 1 năm ở mức 1,09 lần, cao hơn một chút so với mức trung bình 1,05 lần của các ngân hàng tư nhân cùng nhóm. Với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận và ROE mạnh mẽ, chúng tôi cho rằng mức định giá cao này là hợp lý. Với giá mục tiêu mới, chúng tôi định giá HDB ở mức P/B 2025 là 1,37 lần.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 4/12.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	18.0	22.2	30.9 ▲	35.6	41.3
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	13.3	17.3	22.0	26.1	30.5
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	7.75	10.1	13.2	15.8 ▲	18.3
EPS (đồng)	2,679	3,482	4,545	5,436 ▲	6,295
DPS (đồng)	-	1,000	500	500	500
BVPS (đồng)	12,775	15,374	19,477	24,370	30,146
P/E (lần)	9.72	7.48	5.73	4.79	4.14
Lợi suất cổ tức (%)	-	3.84	1.92	1.92	1.92
P/B (lần)	2.04	1.69	1.34	1.07	0.86
Tăng trưởng EPS (%)	26.7	30.0	30.6	19.6	15.8
ROAE (%)	23.5	24.7	26.2	24.8	23.1

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Tăng trưởng & hệ số ROE vượt trội; nâng khuyến nghị lên Mua vào

Bảng CĐKT và lợi nhuận của HDB tăng trưởng ấn tượng trong những năm gần đây, và chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ tiếp diễn trong 2-3 năm tới. Chúng tôi tăng bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 do tác động tích cực từ việc nâng giả định tỷ lệ NIM & hạ dự báo chi phí tín dụng lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo thu nhập ngoài lãi. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 31,8%, 19,4% và 15,8% trong giai đoạn này. Sau khi giá cổ phiếu tăng vượt trội trong 12 tháng qua nhưng kém tích cực hơn trong thời gian gần đây do áp lực bán ròng từ khối ngoại. Hiện tại, cổ phiếu đang được giao dịch với P/B dự phóng 1 năm ở mức 1,09 lần, cao hơn một chút so với mức trung bình 1,05 lần của các ngân hàng tư nhân cùng nhóm. Với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận và ROE mạnh mẽ, chúng tôi cho rằng mức định giá cao này là hợp lý. Với giá mục tiêu mới, chúng tôi định giá HDB ở mức P/B 2025 là 1,37 lần.

Phân tích KQKD 9 tháng đầu năm 2024 và triển vọng năm 2024-2025

KQKD Q3/2024 của HDB khá ấn tượng với LNTT hợp nhất đạt 4,5 nghìn tỷ đồng, tăng 43% so với cùng kỳ, và LNTT 9 tháng đầu năm 2024 đạt 12.654 tỷ đồng, tăng 46,6% so với cùng kỳ, hoàn thành 77% dự báo cả năm 2024 trước đó của chúng tôi.

Những điểm nhấn trong Q3 bao gồm: Tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ đạt 17,4% kể từ đầu năm (tăng 3,4% so với quý trước và tăng 38,4% so với cùng kỳ) và tỷ lệ NIM giảm nhẹ 11 điểm cơ bản so với quý trước (nhưng tăng 107 điểm cơ bản so với cùng kỳ) – từ đó thúc đẩy thu nhập lãi thuần tăng trưởng đáng kể 58% so với cùng kỳ. Đồng thời, chất lượng tài sản cải thiện với tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 1,9% (từ 2,24% trong Q1/2024 và 2,1% trong Q2/2024) và hệ số LLR tăng lên 66% từ 59% trong Q2/2024 (mặc dù vẫn thấp hơn so với ngành).

Cơ cấu lợi nhuận cho thấy tăng trưởng vững chắc 36% so với cùng kỳ về LNTT từ ngân hàng mẹ và sự phục hồi mạnh mẽ từ công ty con tài chính tiêu dùng HD Saison, với LNTT đạt 306 tỷ đồng, tăng 2,6 lần so với mức thấp trong Q3/2023, vượt dự báo của chúng tôi.

Dưới đây là một số điểm nổi bật và triển vọng chính.

Động lực tăng trưởng tín dụng

HDB vẫn duy trì danh mục khách hàng đa dạng, bao gồm những ngành như FMCG, siêu thị, nông nghiệp, dệt may và doanh nghiệp FDI Hàn Quốc với nhiều khách hàng đang chờ giải ngân. NHNN gần đây đã giao hạn mức tăng trưởng tín dụng năm 2024 cho HDB là 21%. Tuy nhiên, BLĐ kỳ vọng hạn mức này có thể tăng lên 25% do Ngân hàng tham gia vào quá trình chuyển giao bắt buộc các ngân hàng yếu kém.

Cho năm 2025, HDB kỳ vọng tăng trưởng tín dụng dao động trong khoảng 23-24% nhờ môi trường kinh tế thuận lợi và mặt bằng lãi suất thấp dự kiến sẽ thúc đẩy cầu tín dụng. Ngân hàng lên kế hoạch tiếp tục tập trung vào thành phố cấp 2 và khu vực nông thôn, nơi đóng góp khoảng 45-46% danh mục cho vay. BLĐ đánh giá đây là những khu vực có chất lượng tài sản tốt hơn tương đối so với các khu vực khác và phù hợp với các mối quan hệ và chiến lược hoạt động đã được thiết lập của HDB.

Lãi suất và tỷ lệ NIM

Tỷ lệ NIM 9 tháng đầu năm 2024 của HDB đạt 5,7% và BLĐ kỳ vọng tỷ lệ này sẽ ổn định trong Q4/2024. Cho năm 2025, Ngân hàng đặt kế hoạch tỷ lệ NIM trong khoảng 5,4-5,5% dựa trên các ước tính tương đối thận trọng (tương đương giảm nhẹ 20-30 điểm cơ bản so với cùng kỳ, do dự báo chi phí huy động tăng lên ở mức tương đương trong khi lãi suất cho vay đi ngang). Dự báo này phù hợp với quan điểm của chúng tôi.

Chất lượng tài sản và chi phí tín dụng

Chất lượng tài sản của HDB có sự cải thiện trong Q3/2024 với tỷ lệ nợ xấu Ngân hàng mẹ giảm xuống 1,65%, tiếp tục xu hướng giảm trong 2 quý vừa qua. Đối với mảng

bán lẻ, mặc dù khó khăn vẫn hiện hữu, nợ xấu đã tăng chậm lại so với quý trước. Đối với mảng khách hàng doanh nghiệp, chất lượng tài sản đã hồi phục mạnh, đặc biệt là danh mục cho vay ngành BĐS (tỷ trọng 16% danh mục cho vay, tỷ lệ nợ xấu dưới 0,2%) và xây dựng (tỷ trọng 10%, tỷ lệ nợ xấu 0,7%).

HDB cho rằng kết quả tích cực trong danh mục cho vay những ngành này là nhờ cách lựa chọn phân khúc cho vay, tập trung vào các dự án có địa điểm vàng, tuân thủ đầy đủ pháp lý và hướng tới phân khúc trung cấp thay vì cao cấp.

Về trích lập dự phòng, hệ số bao phủ nợ xấu (LLR) của HDB đạt khoảng 70% trong Q3/2024, với mục tiêu tăng lên 75% vào cuối năm 2024 và 100% trong năm 2025. Với 97% danh mục cho vay khách hàng cá nhân và 85% danh mục cho vay khách hàng doanh nghiệp có tài sản đảm bảo, HDB vẫn tự tin về mức dự phòng hiện tại này. Tuy nhiên, hệ số LLR của HDB ở mức thấp hơn so với bình quân các NHTM trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi (96% tại thời điểm cuối Q3/2024).

Điều chỉnh dự báo giai đoạn 2024-2026

Sau khi phân tích KQKD và triển vọng của HDB, cùng với xu hướng ngành (Mời xem báo cáo: [KQKD Q3 dưới kì vọng do NIM thu hẹp và áp lực về chất lượng tài sản](#), ngày 8/11/2024, HSC), HSC điều chỉnh một số giả định chính, bao gồm: Tăng bình quân 23 điểm cơ bản giả định tỷ lệ NIM và giảm bình quân 4,7% dự báo chi phí dự phòng. Do thu nhập ngoài lãi thấp hơn dự báo, chúng tôi giảm bình quân dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ và thu nhập ngoài lãi khác lần lượt 10% và 20%.

Với các giả định được điều chỉnh, dự báo lợi nhuận thuần được nâng lên trung bình 5%, với tăng trưởng lợi nhuận ròng lần lượt đạt 31,8%/19,4%/15,8% trong giai đoạn 2024-2026. Hệ số ROE bình quân trong giai đoạn 2024-2026 dự báo vẫn ở mức cao là 24,7%, cao hơn đáng kể so với bình quân ngành ở mức 17,6%.

Những điều chỉnh chính trong giả định và dự báo của chúng tôi được trình bày tóm tắt trong Bảng 1-2. Biểu đồ 3-12 trình bày các dữ liệu và chỉ số chính thể hiện các yếu tố cơ bản của HDB cùng đánh giá của HSC.

Bảng 1: Những điều chỉnh quan trọng về dự báo lợi nhuận, HDB

Lợi nhuận được kỳ vọng sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm (2023-2026) là 22,2%

(Tỷ đồng)	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	22,184	29,250	34,165	39,971	30,895	35,592	41,285
Tăng trưởng	23.2%	31.9%	16.8%	17.0%	39.3%	15.2%	16.0%
Điều chỉnh					5.6%	4.2%	3.3%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2,188	1,643	2,086	2,492	1,361	1,934	2,357
Tăng trưởng	-26.0%	-24.9%	26.9%	19.5%	-37.8%	42.1%	21.9%
Điều chỉnh					-17.2%	-7.3%	-5.4%
Thu nhập ngoài lãi khác	2,042	1,851	1,974	2,117	1,249	1,666	1,787
Tăng trưởng	104.5%	-9.3%	6.7%	7.2%	-38.9%	33.4%	7.3%
Điều chỉnh					-32.5%	-15.6%	-15.6%
Tổng thu nhập HĐ	26,414	32,744	38,225	44,580	33,504	39,192	45,429
Tăng trưởng	20.2%	24.0%	16.7%	16.6%	26.8%	17.0%	15.9%
Điều chỉnh					2.3%	2.5%	1.9%
Chi phí HĐ	(9,129)	(11,202)	(13,010)	(14,967)	(11,431)	(13,048)	(14,842)
Tăng trưởng	5.8%	22.7%	16.1%	15.0%	25.2%	14.2%	13.8%
Điều chỉnh					2.0%	0.3%	-0.8%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	17,284	21,542	25,215	29,613	22,074	26,144	30,587
Tăng trưởng		24.6%	17.0%	17.4%	27.7%	18.4%	17.0%
Điều chỉnh					2.5%	3.7%	3.3%
Chi phí dự phòng	(4,268)	(5,087)	(5,989)	(7,064)	(4,867)	(5,615)	(6,822)
Tăng trưởng	39.1%	19.2%	17.7%	17.9%	14.0%	15.4%	21.5%
Điều chỉnh					-4.3%	-6.2%	-3.4%
LNTT	13,017	16,455	19,226	22,550	17,207	20,528	23,765
Tăng trưởng	26.8%	26.4%	16.8%	17.3%	32.2%	19.3%	15.8%
Điều chỉnh					4.6%	6.8%	5.4%
Lợi nhuận thuần	10,071	12,762	14,912	17,485	13,276	15,846	18,356
Tăng trưởng	30.0%	26.7%	16.9%	17.3%	31.8%	19.4%	15.8%
Điều chỉnh					4.0%	6.3%	5.0%

Nguồn: HDB, HSC

Bảng 2: Những điều chỉnh quan trọng về giả định, HDB

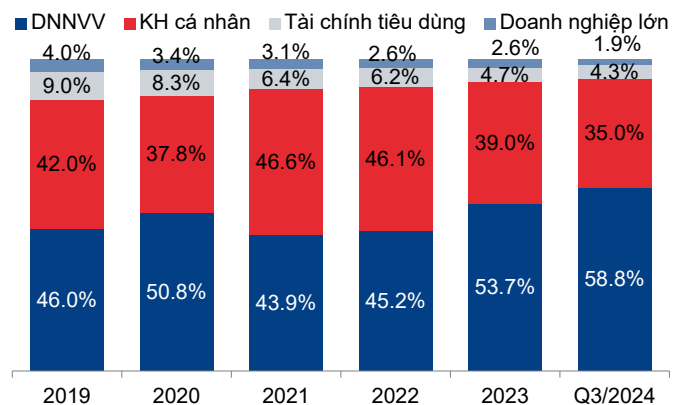
Những điều chỉnh quan trọng bao gồm nâng giả định tỷ lệ NIM (tăng bình quân 23 điểm cơ bản) trong khi hạ giả định chi phí tín dụng (giảm bình quân 6 điểm cơ bản)

	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng tín dụng, hợp nhất	31.8%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%
Tăng trưởng tín dụng, HDB	34.2%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Tăng trưởng tín dụng, HDS	-4.5%	15.0%	12.0%	12.0%	15.0%	12.0%	12.0%
Tăng trưởng tiền gửi, hợp nhất	71.8%	15.0%	22.0%	22.0%	11.0%	22.0%	22.0%
Tỷ lệ NIM, hợp nhất	5.13%	5.32%	5.23%	5.13%	5.62%	5.44%	5.30%
Tỷ lệ NIM, HDB	4.12%	4.49%	4.46%	4.41%	4.76%	4.69%	4.59%
Tỷ lệ NIM, HDS	28.94%	29.03%	29.07%	29.15%	30.20%	28.83%	28.93%
Tỷ lệ nợ xấu, hợp nhất	1.79%	2.19%	1.96%	1.95%	2.24%	2.00%	1.98%
Tỷ lệ nợ xấu, HDB	1.51%	2.00%	1.80%	1.80%	2.00%	1.80%	1.80%
Tỷ lệ nợ xấu, HDS	7.61%	6.50%	6.00%	6.00%	7.50%	7.00%	7.00%
Chi phí tín dụng, hợp nhất	1.41%	1.32%	1.25%	1.18%	1.26%	1.17%	1.14%
Chi phí tín dụng, HDB	0.45%	0.56%	0.59%	0.61%	0.48%	0.53%	0.57%
Chi phí tín dụng, HDS	18.09%	17.55%	16.64%	16.19%	18.00%	16.15%	16.24%
Hệ số CIR, hợp nhất	34.6%	34.2%	34.0%	33.6%	34.1%	33.3%	32.7%
Hệ số CIR, HDB	32.8%	33.0%	32.5%	32.0%	33.5%	32.0%	31.5%
Hệ số CIR, HDS	39.0%	38.0%	39.0%	39.0%	35.5%	37.0%	36.0%

Nguồn: HDB, HSC

Bảng 3: Cơ cấu tổng dư nợ cho vay, HDB

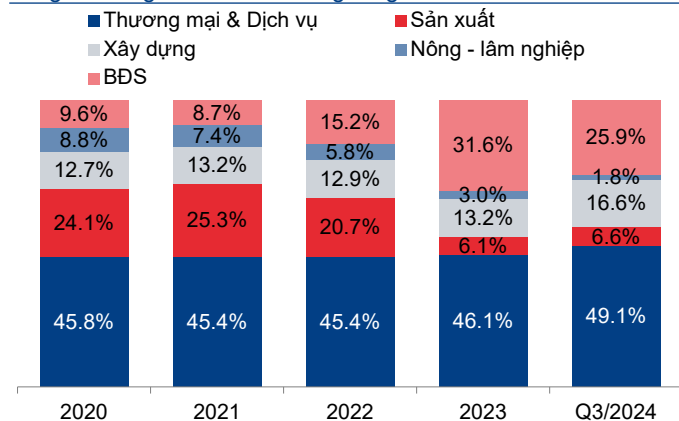
Tỷ trọng cho vay mảng DNNVV tăng trong khi mảng KH cá nhân & tài chính tiêu dùng giảm trong 5 năm qua



Nguồn: HDB, HSC

Bảng 4: Cơ cấu dư nợ cho vay DNNVV & DN lớn, HDB

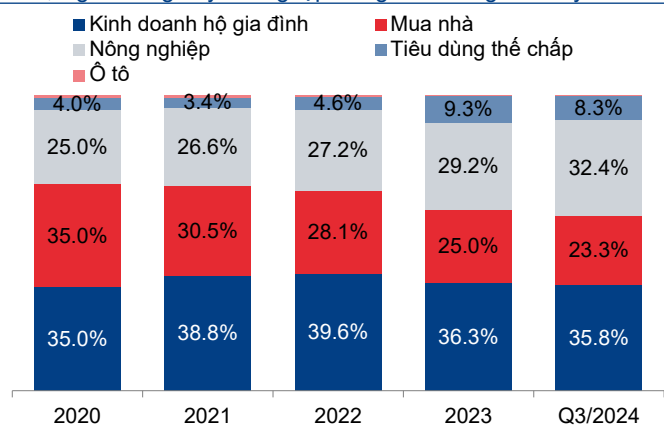
Tỷ trọng cho vay các dự án/doanh nghiệp phát triển BĐS tăng đáng kể trong năm 2023 nhưng đã giảm so với đầu năm



Nguồn: HDB, HSC

Biểu đồ 5: Cơ cấu dư nợ cho vay mảng KH cá nhân, HDB

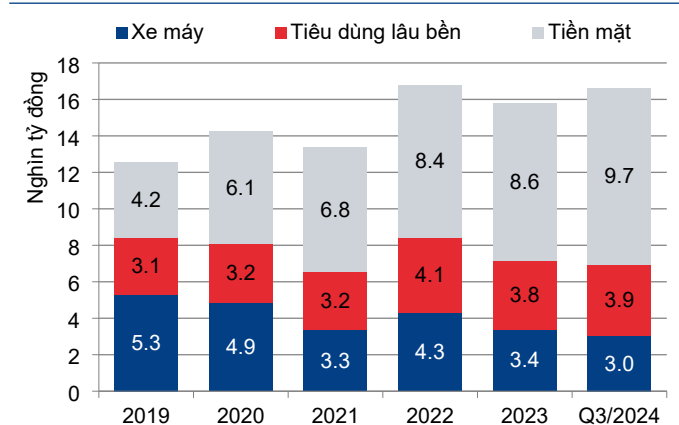
Cho vay cá nhân lĩnh vực nông nghiệp là thị trường ngách của HDB; Ngân hàng này không tập trung vào mảng cho vay mua nhà



Nguồn: HDB, HSC

Biểu đồ 6: Cơ cấu dư nợ cho vay mảng tài chính tiêu dùng, HDBSaison

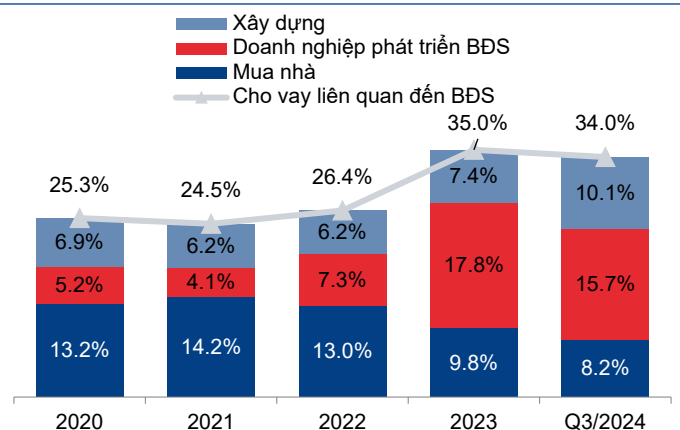
Nhu cầu vay mua xe máy & mua hàng tiêu dùng lâu bền ở mức khiêm tốn



Nguồn: HDB, HSC

Biểu đồ 7: Tỷ trọng cho vay liên quan đến lĩnh vực BĐS, HDB

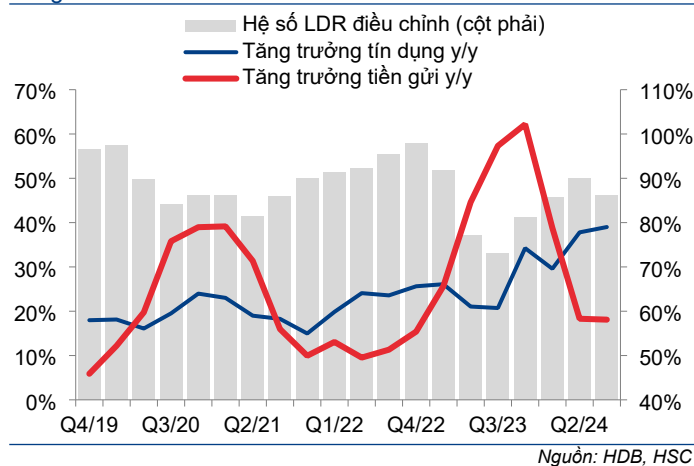
Tỷ trọng cho vay liên quan đến lĩnh vực BĐS tăng lên 35% trong năm 2023 và sau đó giảm nhẹ còn 34% trong Q3/2024



Nguồn: HDB, HSC

Biểu đồ 8: Tăng trưởng tín dụng, tăng trưởng tiền gửi & hệ số LDR, HDB

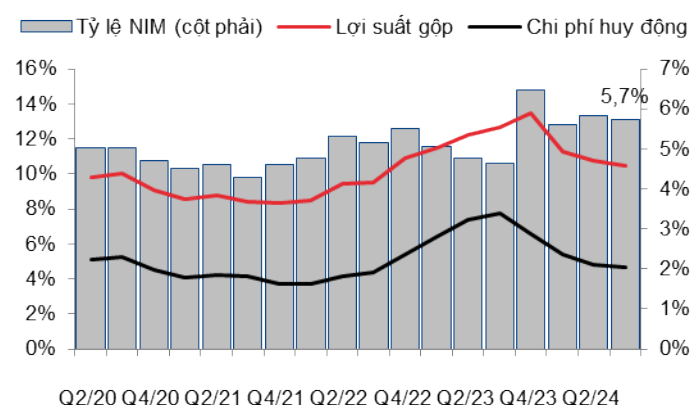
HDB có dự địa để tăng LDR và cải thiện tỷ lệ NIM trong năm 2024-2025 nhờ thanh khoản dồi dào sau khi tiền gửi tăng mạnh trong năm 2023



Nguồn: HDB, HSC

Biểu đồ 9: Tỷ lệ NIM, HDB

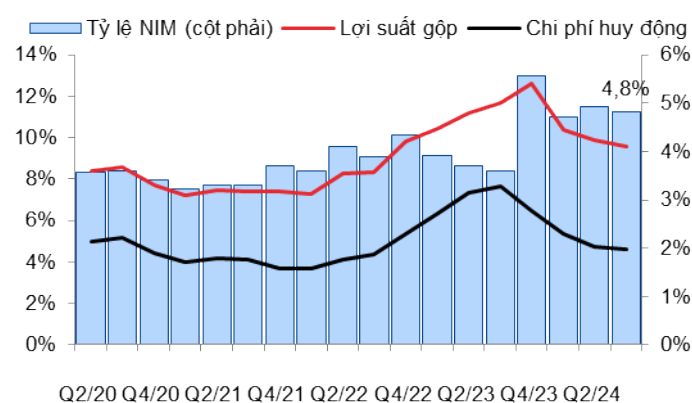
Tỷ lệ NIM tương đối ổn định trong 9 tháng đầu năm 2024 sau một quý bất thường



Nguồn: HDB, HSC

Biểu đồ 10: Tỷ lệ NIM, HDB

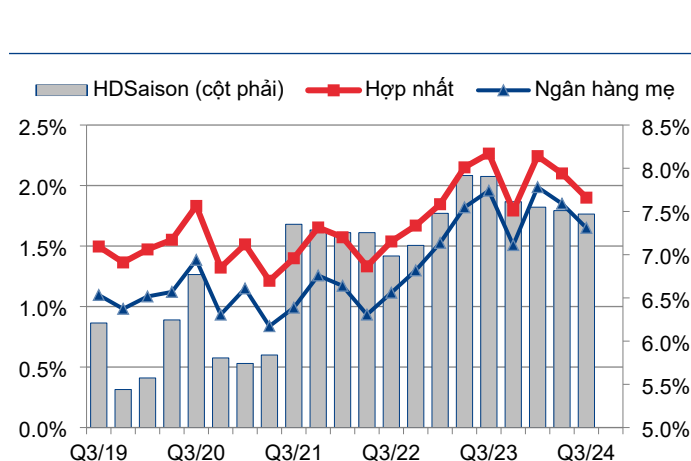
Tỷ lệ NIM của Ngân hàng mẹ cũng có xu hướng tương tự



Nguồn: HDB, HSC

Biểu đồ 11: Tỷ lệ nợ xấu, HDB

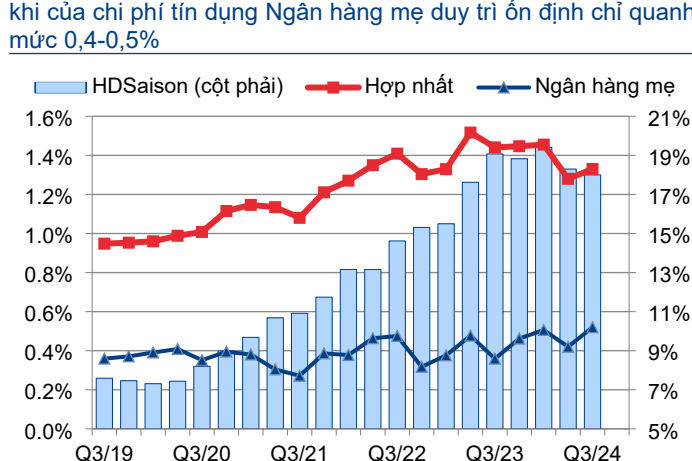
Tỷ lệ nợ xấu có xu hướng giảm, chủ yếu nhờ Ngân hàng mẹ



Nguồn: HDB, HSC

Biểu đồ 12: Chi phí tín dụng (bình quân 12 tháng), HDB

Chi phí tín dụng của HD Saison giảm trong Q2 & Q3/2024 trong khi của chi phí tín dụng Ngân hàng mẹ duy trì ổn định chỉ quanh mức 0,4-0,5%



Nguồn: HDB, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị đối với HDB lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 17% giá mục tiêu lên 32.500đ (tiềm năng tăng giá 25%) sau khi nâng dự báo lợi nhuận và điều chỉnh giả định định giá (chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 và giảm 1 điểm phần trăm giả định phần bù rủi ro vốn CSH). Sau khi giá cổ phiếu tăng vượt trội trong 12 tháng qua nhưng kém tích cực hơn trong thời gian gần đây do áp lực bán rông từ khối ngoại. Hiện tại, cổ phiếu đang được giao dịch với P/B dự phóng 1 năm ở mức 1,09 lần, cao hơn một chút so với mức trung bình 1,05 lần của các ngân hàng tư nhân cùng nhóm. Với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận và ROE mạnh mẽ, chúng tôi cho rằng mức định giá cao này là hợp lý. Với giá mục tiêu mới, chúng tôi định giá HDB ở mức P/B 2025 là 1,37 lần.

Tăng 17% giá mục tiêu

HSC tăng 17% giá mục tiêu cho HDB lên 32.500đ (tiềm năng tăng giá 25%). Mức tăng này phản ánh những thay đổi sau trong dự báo và các giả định định giá sau đây của chúng tôi:

- Tăng bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026.
- Chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025.
- Giảm 1 điểm phần trăm giả định phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh xuống 9% (từ 10% trước đó) sau khi điều chỉnh giả định phần bù rủi ro vốn CSH chung (giảm 1 điểm phần trăm xuống 7,5% từ 8,5%).

Chi tiết về định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư của HSC được trình bày trong Bảng 13 và phân tích độ nhạy đối với các giả định định giá chính là lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được trình bày trong Bảng 14.

Bảng 13: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, HDB

(Tỷ đồng)	2024	2025	2026	2027	2028	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	13,276	15,846	18,356	19,158	20,345	20,572
- Chi phí vốn CSH	7,983	9,858	12,008	14,504	17,034	17,715
Lợi nhuận thặng dư	5,292	5,988	6,347	4,653	3,312	2,857
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư					25,804	
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.000	1.153	1.328	1.529	1.759	
Giá trị hiện tại	5,292	5,196	4,780	3,044	16,550	
Vốn CSH đầu tư =	64,640	78,930				
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư =	34,862	29,569				
Giá trị của vốn CSH =	99,502	108,500				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) =	3,331.0	3,331.0				
Giá trị của cổ phiếu (đồng) =	29,872	32,543				

Ghi chú: Các phép tính của chúng tôi có xét tới trái phiếu chuyển đổi của HDB
Nguồn: HSC

Bảng 14: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với những giả định định giá quan trọng (đồng), HDB

Giá mục tiêu 32.500đ của chúng tôi dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 9%

		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	41,500	38,600	36,100	33,800	31,800
	3.5%	39,100	36,500	34,200	32,200	30,400
	4.0%	37,000	34,600	32,500	30,700	29,100
	4.5%	35,100	32,900	31,100	29,400	27,800
	5.0%	33,300	31,400	29,700	28,100	26,700

Nguồn: HSC

Sau khi giá cổ phiếu tăng vượt trội trong 12 tháng qua nhưng kém tích cực hơn trong thời gian gần đây do áp lực bán rông từ khối ngoại. Hiện tại, cổ phiếu đang được giao dịch với P/B dự phóng 1 năm ở mức 1,09 lần, cao hơn một chút so với mức trung

bình 1,05 lần của các ngân hàng tư nhân cùng nhóm. Với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận và ROE mạnh mẽ, chúng tôi cho rằng mức định giá cao này là hợp lý. Với giá mục tiêu mới, chúng tôi định giá HDB ở mức P/B 2025 là 1,37 lần. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào.

Biểu đồ 15: P/B trượt dự phóng 1 năm, HDB

HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,09 lần...



Biểu đồ 16: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, HDB

...thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ năm 2019



BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi	33.3	52.6	59.6	70.0	81.8
Chi phí lãi	(15.3)	(30.5)	(28.7)	(34.5)	(40.5)
Thu nhập lãi thuần	18.0	22.2	30.9	35.6	41.3
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2.96	2.19	1.32	1.89	2.31
Lãi thuần HĐ KDNH	0.13	0.56	0.70	0.78	0.87
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.33	1.21	0.03	0.25	0.25
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.01	0.01	0	0	0
Thu nhập khác	0.53	0.26	0.46	0.58	0.62
Tổng thu nhập HĐ	22.0	26.4	33.4	39.1	45.3
Chi phí HĐ	(8.63)	(9.13)	(11.4)	(13.0)	(14.8)
LN trước dự phòng	13.3	17.3	22.0	26.1	30.5
Chi phí dự phòng	(3.07)	(4.27)	(4.87)	(5.62)	(6.82)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	10.3	13.0	17.1	20.5	23.7
Chi phí thuế TNDN	(2.06)	(2.68)	(3.42)	(4.10)	(4.74)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.46)	(0.27)	(0.45)	(0.55)	(0.63)
Lợi nhuận thuần	7.75	10.1	13.2	15.8	18.3
EPS (đồng)	2,679	3,482	4,545	5,436	6,295
DPS (đồng)	-	1,000	500	500	500
Sig CP bình quân (triệu đv)	2,893	2,893	2,913	2,913	2,913
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	2,893	2,893	2,913	2,913	2,913
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,311	3,311	3,331	3,331	3,331

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	2.94	2.81	4.12	5.02	6.13
Tiền gửi tại NHNN	11.3	41.5	20.8	25.3	30.8
Tiền gửi tại các TCTD khác	49.1	96.5	102	104	104
Chứng khoán kinh doanh	1.80	18.6	20.4	22.5	24.7
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0.11	0.06	0.06	0.07
Số dư cho vay thuần	261	339	423	526	654
Tổng dư nợ cho vay	264	343	428	532	662
Dự phòng rủi ro	(3.10)	(4.05)	(5.12)	(6.34)	(8.28)
Chứng khoán đầu tư	48.8	44.1	47.9	52.0	56.6
CK đầu tư sẵn sàng để bán	35.4	31.9	35.1	38.6	42.4
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	13.4	12.3	12.9	13.6	14.2
Dự phòng rủi ro	(0.03)	(0.08)	(0.09)	(0.10)	(0.11)
Đầu tư dài hạn	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14
Tài sản cố định	1.32	1.42	1.50	1.58	1.66
Tài sản khác	40.1	57.8	57.3	65.5	74.9
Tổng tài sản	416	602	677	802	954
Nợ phải trả	377	556	618	729	863
Tiền gửi của NHNN	10.8	0.03	0.03	0.03	0.03
Tiền gửi của các TCTD khác	92.7	112	110	119	128
Tổng tiền gửi KH	216	371	412	502	613
Trái phiếu và CCTG	44.2	50.9	69.9	77.2	85.3
Nợ khác	13.6	22.1	27.1	31.3	37.5
Vốn chủ sở hữu	37.0	44.5	56.7	71.0	87.8
Vốn điều lệ	25.3	29.1	29.3	29.3	29.3
Thặng dư vốn cổ phần	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54
Lợi nhuận giữ lại	8.00	10.6	21.1	33.0	47.2
Quỹ & vốn khác của CSH	3.53	4.71	6.25	8.53	11.2
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.04	1.93	2.03	2.24	2.52
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	416	602	677	802	954
BVPS (đồng)	12,775	15,374	19,477	24,370	30,146

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	11.1	44.7	12.4	18.5	18.9
Tăng trưởng cho vay KH (%)	29.8	30.1	24.5	24.4	24.5
Tăng trưởng huy động KH (%)	17.7	71.8	11.0	22.0	22.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	15.0	62.2	14.2	20.3	20.5
Tăng trưởng VCSH (%)	27.3	20.3	27.6	25.1	23.7
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	29.7	23.2	39.3	15.2	16.0
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	35.2	5.78	25.2	13.7	13.8
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	28.5	29.6	27.2	18.7	17.0
Tăng trưởng LNTT (%)	27.2	26.8	31.5	19.7	15.8
Tăng trưởng LN thuần (%)	28.0	30.0	31.5	19.6	15.8
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	5.56	5.19	5.22	5.29	5.16
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(2.18)	(1.79)	(1.79)	(1.76)	(1.69)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	88.3	84.9	86.0	88.4	88.7
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.35	1.52	1.83	2.04	2.26
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	22.5	28.5	36.5	42.4	47.9
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	9.72	7.48	5.73	4.79	4.14
P/B (lần)	2.04	1.69	1.34	1.07	0.86
Lợi suất cổ tức (%)	-	3.84	1.92	1.92	1.92
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	35.3	38.1	39.6	40.5	40.5
ROAA (%)	1.96	1.98	2.07	2.14	2.09
ROAE (%)	23.5	24.7	26.2	24.8	23.1
Chi phí huy động BQ (%)	4.39	6.79	5.09	5.34	5.32
Lợi suất góp BQ (%)	9.55	12.2	10.8	10.7	10.5
Lợi suất thuần (%)	5.15	5.38	5.74	5.37	5.19
Tỷ lệ NIM (%)	5.16	5.13	5.62	5.44	5.30
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	13.5	8.28	3.95	4.83	5.09
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	82.0	84.0	92.5	91.0	91.1
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	18.0	16.0	7.53	8.96	8.92
Tỷ lệ CIR (%)	39.3	34.6	34.2	33.3	32.6
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	28.7	11.0	9.20	7.94
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	13.4	12.4	11.8	11.6	11.2
VCSH/Tổng TS (%)	8.88	7.38	8.38	8.85	9.21
Đòn bẩy vốn (lần)	11.3	13.5	11.9	11.3	10.9
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.67	1.79	2.24	2.00	1.98
Hệ số LLR (%)	70.4	65.8	53.4	59.5	63.0
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	122	92.6	104	106	108
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	26.3	21.0	18.6	17.0	15.5
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	63.4	57.0	63.2	66.3	69.5
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	345	353	363	373	383
Số lượng nhân viên	16,326	17,345	18,212	19,123	20,079

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn