

Vài nét về doanh nghiệp

HDBank hiện nằm trong nhóm các ngân hàng tầm trung năng động, với chiến lược phát triển tập trung vào các mảng bán lẻ và SME, có tốc độ tăng trưởng tín dụng cao những năm gần đây.

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu	26.616
Tiềm năng tăng giá	14%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Ngân hàng
Thị giá (20/12/2024)	23.400
Biến động 1 năm	15.0 – 23.9
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	7.031.200
Vốn hóa (Tỷ đồng)	81.784,42
P/E	5,25x
P/B	1,28x
%NN sở hữu	14,18%

Diễn biến giá



Chuyên viên phân tích cao cấp

Nguyễn Thị Thùy Dung

nttdung01@vcbs.com.vn - 024 3936 6990

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

ĐÀ TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC TRONG NĂM 2025

ĐÁNH GIÁ: MUA

Năm 2025, VCBS cho rằng lợi nhuận của HDB sẽ tiếp tục đạt mức tăng trưởng khả quan nhờ NIM mở rộng và tăng trưởng tín dụng tích cực. Về dài hạn, VCBS đánh giá cao chính sách tập trung thúc đẩy tín dụng ở những phân khúc chiến lược của HDB giúp tạo ra lợi thế cạnh tranh và gia tăng lợi nhuận cho ngân hàng.

Chúng tôi ước tính **LNTT của HDB cho năm 2024 và 2025 lần lượt đạt 17.127 tỷ đồng (+31,6% yoy) và 21.613 tỷ đồng (+26,2% yoy)**, tương đương BVPS lần lượt đạt 15.677 đồng/cổ phiếu và 20.155 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu HDB với giá mục tiêu **26.616 đồng/cp** (tương đương với giá mục tiêu 31.944 đồng/cp trước khi chia cổ tức 20% bằng cổ phiếu).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng tăng trưởng tín dụng tích cực. Chúng tôi kỳ vọng chiến lược tập trung cho vay lĩnh vực nông thôn, nông nghiệp và phân khúc đô thị loại 2 sẽ tiếp tục mang lại mức tăng trưởng tín dụng tích cực cho HDB trong bối cảnh môi trường lãi suất thấp và sự thúc đẩy của các chính sách hỗ trợ nền kinh tế.

NIM tiếp tục được mở rộng nhờ: (1) Tỷ lệ LDR thấp kết hợp với tăng trưởng tín dụng tích cực; (2) Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn ở mức thấp.

Lợi nhuận kỳ vọng duy trì mức tăng trưởng khả quan với động lực đến từ: (1) Sự hồi phục của thị trường bất động sản tạo động lực thúc đẩy tăng trưởng tín dụng và lợi nhuận; (2) Sự hồi phục của thị trường cho vay tiêu dùng hỗ trợ lợi nhuận của HD Saison.

Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	18.012	22.184	29.861	38.057
+/- yoy (%)	29,7%	23,2%	34,6%	27,4%
Tổng thu nhập (tỷ đồng)	21.967	26.414	33.145	42.624
+/- yoy (%)	31,1%	20,2%	25,5%	28,6%
LNTT (tỷ đồng)	10.268	13.017	17.127	21.613
+/- yoy (%)	27,2%	26,8%	31,6%	26,2%
VCSH (tỷ đồng)	38.995	46.400	56.920	72.895
NIM (%)	4,98%	4,83%	5,13%	5,66%
ROA (%)	2,08%	2,03%	2,18%	2,50%
ROE (%)	24,88%	25,39%	27,63%	27,65%
EPS (đồng)	3.063	3.464	3.847	4.855
BVPS (đồng)	14.604	15.294	15.677	20.155
Tỷ lệ nợ xấu nội bảng (%)	1,67%	1,79%	1,64%	1,56%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu/LLCR (%)	70,42%	65,82%	68,00%	75,00%

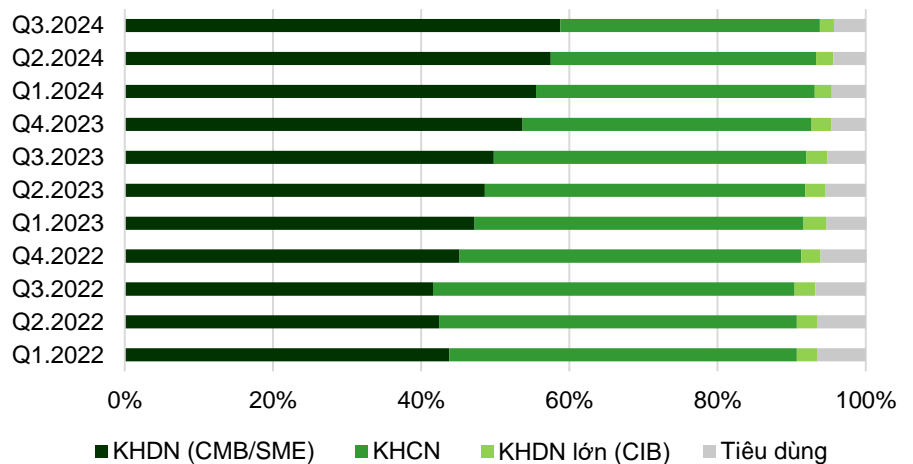
CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q3.2024
Tóm tắt biến động kinh doanh Q3.2024

Đv: tỷ đồng	Q3.2023	Q3.2024	% yoy	9T.2023	9T.2024	% yoy
Thu nhập lãi thuần	4.916,15	7.773,45	58,12%	14.711,47	22.653,67	53,99%
Tổng thu nhập hoạt động	6.085,23	8.534,97	40,26%	18.156,03	24.580,05	35,38%
Trích lập dự phòng	636,09	1.093,49	71,91%	3.025,35	3.489,57	15,34%
LNTT	3.147,27	4.490,41	42,68%	8.631,60	12.654,99	46,61%

Quy mô tín dụng

Dư nợ tín dụng hợp nhất của ngân hàng đạt 411.955 tỷ đồng, tăng 16,56% ytd. Cụ thể như sau: Dư nợ cho vay khách hàng đạt 398.724 tỷ đồng (+16,11% ytd); Dư nợ TPDN đạt 13.230 tỷ đồng (+31,8% ytd). Trong đó, tính riêng dư nợ ngân hàng mẹ đạt 394.693 tỷ đồng, tăng 17% ytd.

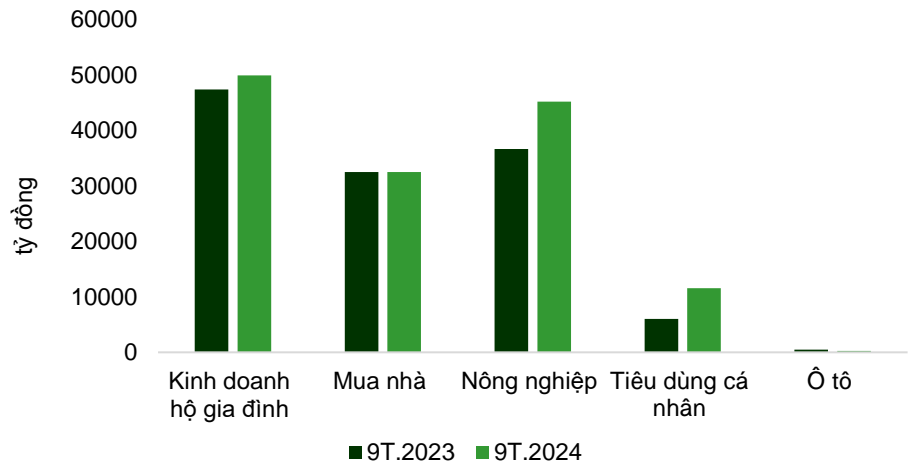
Dư nợ tính theo cơ cấu nhóm khách hàng: Nhóm KHDN tăng 25,18% ytd; Nhóm KHCN tăng 4,2% ytd; Cho vay tiêu dùng (HD Saison) tăng 6,23% ytd.

Hình 1: Cơ cấu cho vay của HDB


Nguồn: HDB

- Đối với mảng cho vay KHCN (bán lẻ): Hoạt động cho vay kinh doanh ghi nhận mức tăng trưởng 2,78% ytd và cho vay nông nghiệp tăng 15,62% ytd; hoạt động cho vay mua ô tô tăng nhẹ 4,2% ytd trong khi mảng cho vay mua nhà giảm 2,88% ytd.
- Đối với mảng cho vay CMB: Cho vay nhóm BĐS và xây dựng tăng trưởng 20,6% ytd, nhóm Thương mại và sản xuất ghi nhận mức tăng trưởng tích cực, lần lượt đạt 35,4% ytd và 37,6% ytd.

Hình 2: Tín dụng mảng cho vay bán lẻ



Nguồn: HDB

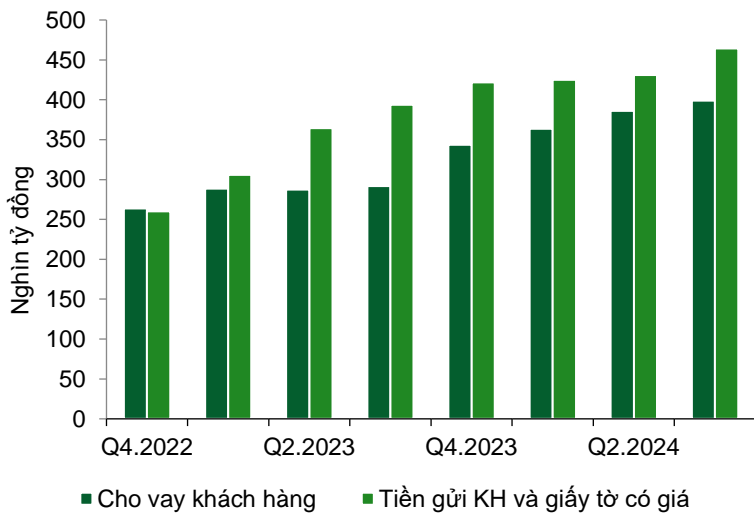
Quy mô huy động

Huy động từ tiền gửi của khách hàng và giấy tờ có giá ghi nhận mức tăng trưởng 10,12% ytd với 464.386 tỷ đồng. Trong đó, huy động từ khối bán lẻ và khách hàng doanh nghiệp lần lượt chiếm tỷ trọng 78% và 22% trong tổng cơ cấu huy động từ tiền gửi của khách hàng.

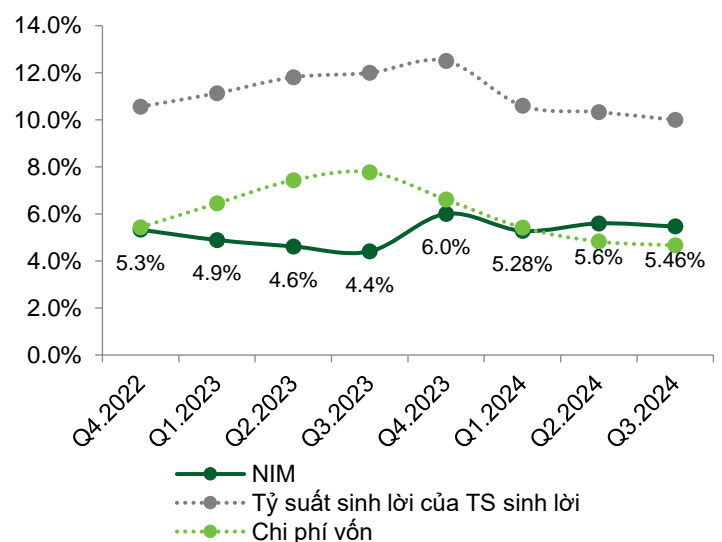
NIM

NIM hợp nhất của HDB thu hẹp trong Q3, đạt 5,46%, giảm 13 bps so với Q4.2023, chủ yếu đến từ việc tỷ suất sinh lời giảm 33 bps (xuống 9,99%) trong khi chi phí vốn giảm nhẹ hơn 16 bp (xuống 4,66%).

Hình 3: Cho vay khách hàng – huy động



Hình 4: NIM



Nguồn: HDB

Thu nhập ngoài lãi

Thu nhập ngoài lãi lũy kế 9 tháng đạt 1.926 tỷ đồng (-44,07% yoy). Trong đó: thu nhập thuần từ hoạt động dịch vụ ghi nhận sụt giảm gần 38% yoy, còn 993 tỷ đồng; thu nhập từ hoạt động mua bán chứng khoán (kinh doanh và đầu tư) ghi nhận lỗ 11 tỷ đồng (trong khi cùng kỳ ghi nhận lãi 1.190 tỷ đồng); thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng lại cho thấy mức tăng trưởng khả quan với 609 tỷ đồng (cùng kỳ ghi nhận lãi 281 tỷ đồng).

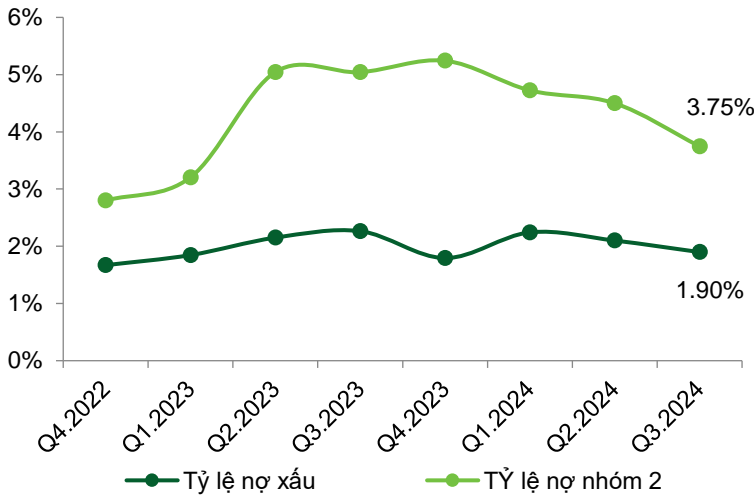
Nợ xấu

Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất có sự cải thiện khi tiếp tục giảm từ mức 2,10% trong Q2 xuống 1,90% trong Q3.2024. Cụ thể như sau: tỷ lệ nợ xấu của nhóm KHDN giảm từ mức 1,18% trong Q2 xuống 0,73% trong Q3, trong khi đó, nhóm KHCCN tăng từ 3,06% lên 3,26%; nhóm tiêu dùng (thuộc HD Saison) gần như đi ngang trong 2 quý gần đây. Điều này đến từ sự hồi phục về khả năng trả nợ của khách hàng khi nền kinh tế có những chuyển biến khả quan hơn và phía ngân hàng cũng tích cực xử lý các khoản vay liên quan đến hoạt động tài chính tiêu dùng. Bên cạnh đó, HDB cũng chủ động đẩy mạnh write off kể từ khi nợ xấu tăng tốc từ thời điểm Q4.2022 khi tỷ lệ write off luôn duy trì ở mức cao.

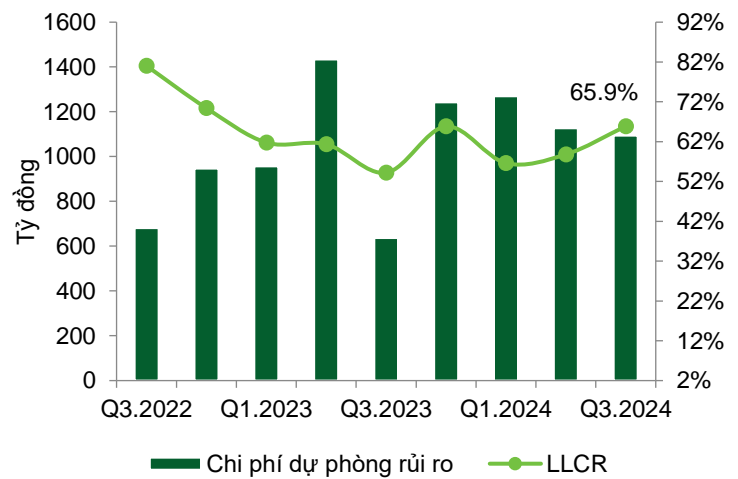
Tỷ lệ nợ nhóm 2 cũng giảm liên tiếp trong 2 quý gần đây, ghi nhận ở mức 3,75% trong Q3, cho thấy rủi ro tiềm ẩn về việc hình thành nợ xấu trong các quý tiếp theo không quá lớn.

Tỷ lệ DPRR bao phủ nợ xấu (LLCR) tăng lên từ mức 58,8% trong Q2 lên 65,9% trong Q3.2024.

Hình 3: Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất



Hình 4: Dự phòng rủi ro hợp nhất



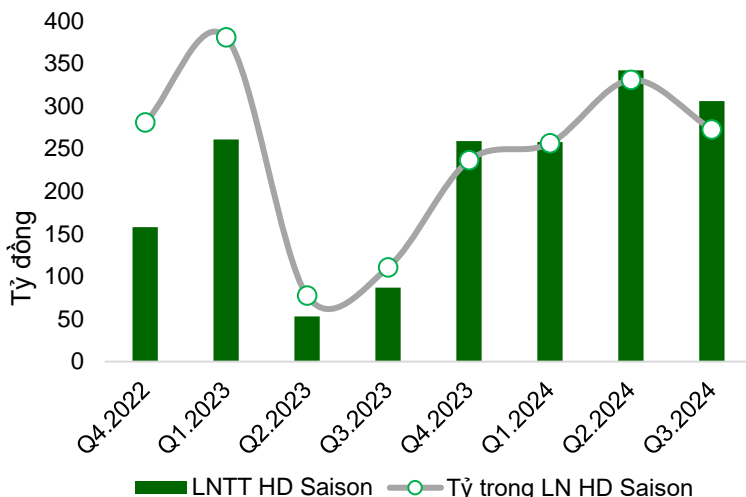
Nguồn: HDB

HD Saison

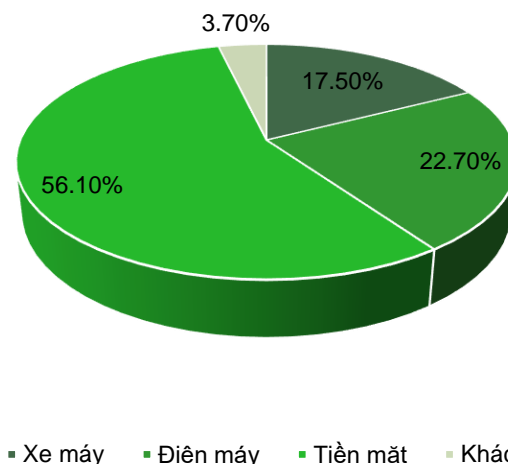
Kết thúc Q3.2024, HD-SAISON ghi nhận dư nợ tín dụng đạt 17.261 tỷ đồng (tăng 7,30% ytd), LNTT đạt 306 tỷ đồng (giảm 10,5% qoq và tăng 251,7% yoy), chiếm 6,8% tổng LNTT hợp nhất của ngân hàng.

Theo cơ cấu cho vay: Mảng cho vay mua xe máy giảm 10,6% ytd, điện máy tăng nhẹ 3,6% ytd, cho vay tiền mặt ghi nhận mức tăng trưởng tích cực 12,1% ytd.

Hình 5: LNTT của HD Saison



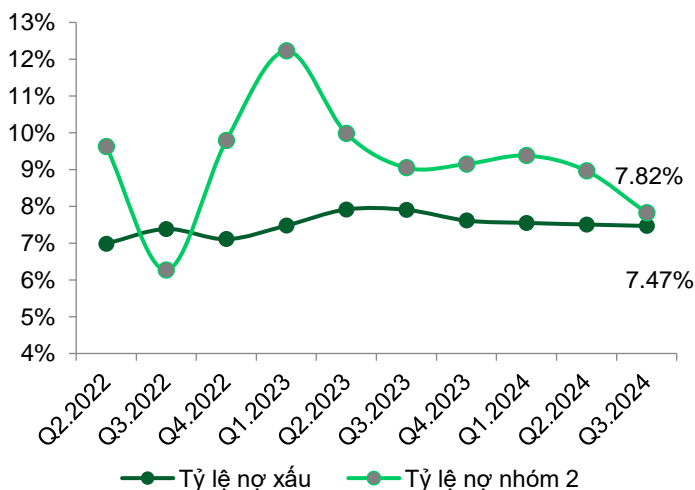
Hình 6: Cơ cấu cho vay Q3.2024 của HD Saison



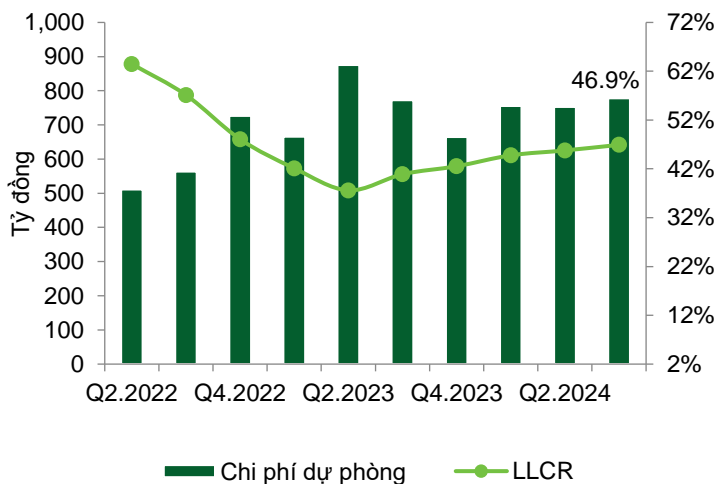
Nguồn: HDB

Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ nợ nhóm 2 đều cho thấy sự cải thiện khi lần lượt đạt 7,47% (Q2 ghi nhận ở mức 7,51%) và 7,82% (Q2 ghi nhận ở mức 8,96%).

Hình 7: Tỷ lệ nợ xấu của HD Saison



Hình 8: Dự phòng rủi ro của HD Saison



Nguồn: HDB

TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

Tín dụng kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tích cực

Chúng tôi kỳ vọng HDB sẽ có mức **tăng trưởng tín dụng cao hơn trung bình ngành trong năm 2024 và 2025, lần lượt đạt 24,4% và 25,8%** với các động lực chính đến từ:

- Mảng cho vay nhóm nông nghiệp – nông thôn tiếp tục gia tăng mức độ đóng góp vào tăng trưởng toàn ngân hàng.** HDB đã đẩy mạnh mở rộng chi nhánh ở các khu vực nông thôn và thành thị loại 2, tăng khả năng tiếp cận và đẩy mạnh cho vay cũng như các sản phẩm/ dịch vụ tài chính.

(2) Tham gia nhận chuyển giao một ngân hàng yếu kém do đó kỳ vọng nhận được hạn mức tín dụng tốt hơn so với trung bình ngành.

(3) Kỳ vọng vào sự hồi phục của thị trường bất động sản và xây dựng nói chung. Từ cuối Q1.2024, HDB đã triển khai các chương trình cho vay linh hoạt đối với bất động sản để ở/ kinh doanh và xây dựng, sửa chữa nhà trong bối cảnh nền kinh tế bắt đầu có những diễn biến thuận lợi hơn. Chính sách cho vay tiêu dùng linh hoạt của HDB về thời hạn và hạn mức tương đối hấp dẫn so với mặt bằng chung của ngành được kỳ vọng là một trong những động lực thúc đẩy tín dụng ở mảng cho vay BĐS của ngân hàng.

(4) Mảng cho vay mua nhà kỳ vọng có mức tăng trưởng khả quan hơn.

- Chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng mảng cho vay mua nhà của HDB sẽ có mức tăng trưởng khả quan hơn trong năm 2025 khi xét đến các yếu tố đến từ: (1) Các dự án cũ được tái khởi động kết hợp với những dự án mới được mở bán; (2) Nhiều chính sách được áp dụng như chiết khấu, khuyến mại, hỗ trợ lãi suất; (3) Nhu cầu xây, sửa nhà nhằm phục vụ mục đích kinh doanh hồi phục.

- Dự nợ cho vay mua nhà của HDB có mức tăng trưởng ổn định và tập trung ở phân khúc từ 2-3 tỷ đồng, do đó giảm thiểu được rủi ro tín dụng tập trung cho ngân hàng.

(5) Dự nợ tín dụng xanh tiếp tục được đẩy mạnh. Proparco tiếp tục ký hợp đồng tín dụng trị giá 50 triệu USD, nâng tổng nguồn vốn đến từ Proparco cung cấp cho HDB lên 100 triệu USD nhằm tài trợ cho các dự án năng lượng tái tạo tại Việt Nam.

NIM kỳ vọng có thể cải thiện nhờ tín dụng tăng trưởng tích cực và tỷ lệ LDR ở mức thấp so với mặt bằng chung.

Với các động lực từ đến từ:

(1) Tỷ lệ LDR ở mức thấp so với mặt bằng chung và tăng trưởng tín dụng tích cực.

HDB có tỷ lệ LDR tính đến cuối tháng 9.2024 ghi nhận ở mức 71,9%, mặc dù tăng hơn mức 66,2% cuối năm 2023 nhưng vẫn ở mức thấp hơn so với trung bình ngành cũng như các ngân hàng cùng phân khúc và thấp hơn so với mức quy định -85%.

Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn thấp, ghi nhận ở mức 20,6% tính đến cuối tháng 9.2024 (thấp hơn so với mức trần quy định 30%).

⇒ Do đó, HDB có nhiều dư địa để có thể tăng huy động kỳ hạn ngắn có chi phí thấp và/hoặc tăng dự nợ trung - dài hạn nhằm cải thiện NIM so với mặt bằng chung và so với giai đoạn H1.2024.

(2) Trên nền tảng CASA tiếp tục mở rộng và chi phí vốn cải thiện.

HDB là ngân hàng không sở hữu lợi thế về chi phí vốn khi CASA ở mức tương đối thấp so với mặt bằng chung của ngành, tuy nhiên, thời gian gần đây, ngân hàng đã cho thấy sự cải thiện nhờ việc đẩy mạnh tài trợ chuỗi. Việc đa dạng hóa nguồn huy động vốn giúp ngân hàng dần cải thiện chi phí vốn, đặc biệt trong bối cảnh mặt bằng lãi suất huy động có thể tăng trở lại.

Lợi thế về đa dạng nguồn huy động vốn

HDB có lợi thế trong quan hệ hợp tác với IFC và ADB cùng các quỹ quốc tế với tổng giá trị hợp tác ở thời điểm hiện tại hơn là hơn 200 triệu USD giúp giảm bớt áp lực về chi phí vốn.

HD SAISON – kỳ vọng vào sự hồi phục của thị trường cho vay tiêu dùng

Sự hồi phục của thị trường cho vay tiêu dùng. Chúng tôi kỳ vọng những chuyển biến tích cực hơn của nền kinh tế sẽ giúp gia tăng thu nhập cũng như cải thiện khả năng trả nợ của người tiêu dùng, qua đó tạo động lực tăng trưởng cho ngành cho vay tiêu dùng trong thời gian tới.

Tỷ lệ nợ xấu ở mức thấp so với mặt bằng chung. HD-saison có tỷ lệ nợ xấu phát sinh mới ở mức thấp hơn so với mặt bằng chung lĩnh vực cho vay tiêu dùng ở thời điểm hiện tại. Điều này đến từ chính sách cho vay tương đối thận trọng của HD Saison khi chỉ tập trung vào nhóm khách hàng có thu nhập từ trung bình đến cao và chỉ áp dụng cho vay tiền mặt đối với khách hàng có lịch sử thanh toán tốt.

Gia tăng đóng góp vào lợi nhuận của ngân hàng.

Chúng tôi kỳ vọng HD Saison có thể đóng góp vào lợi nhuận trước thuế của ngân hàng mẹ trong năm 2024 và 2025 lần lượt là 1.225 tỷ đồng (+108% yoy) và 1.650 tỷ đồng (+35% yoy), nhờ: (1) Tăng trưởng tín dụng ước đạt 10,5% với kỳ vọng thị trường tiêu dùng hồi phục; (2) NIM tiếp tục có sức cải thiện, đạt mức 30,3%; (3) Chất lượng tài sản sẽ ghi nhận sự cải thiện với tỷ lệ nợ xấu cho cả năm ước tính đạt 7,5% - mức tương đối thấp so với các công ty khác trong nhóm công ty tài chính tiêu dùng.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ
Một số giả định chính trong dự báo KQKD

Tiêu chí	2023	2024F	2025F	Cụ thể
Tăng trưởng tín dụng	30,1%	24,4%	25,8%	Động lực tăng trưởng tín dụng chủ yếu đến từ sự hồi phục của nhóm KHCVN trong khi nhu cầu nhóm KHDN lớn và SME vẫn giữ tốc độ tăng trưởng khả quan cùng với kỳ vọng nhận chuyển giao bắt buộc ngân hàng yếu kém.
Thu nhập lãi thuần	22.184	29.861	38.057	NIM 2024F và 2025F lần lượt đạt 5,18% và 5,66%. Lợi suất sinh lời của tài sản năm 2024F và 2025F lần lượt đạt 9,70% (giảm 176 bps so với năm 2023) và 10,44% (tăng 74 bps so với năm 2024). Chi phí vốn năm 2024F và 2025F lần lượt đạt 4,73% (giảm 202 bps so với năm 2023) và 5,21% (tăng 48 bps so với năm 2024).
%yoy	23,2%	34,6%	27,4%	
Thu nhập ngoài lãi	4.230	3.285	4.567	Sự sụt giảm thu nhập ngoài lãi trong năm 2024 chủ yếu đến từ mảng đầu tư và kinh doanh chứng khoán.
%yoy	6,9%	(22,3%)	39,0%	
Tổng thu nhập hoạt động	26.414	33.145	42.624	
%yoy	20,2%	25,5%	28,6%	
Chi phí hoạt động	9.129	11.601	14.918	
%yoy	5,8%	27,1%	28,6%	

Dự phòng rủi ro	4.268	4.417	6.093	Tỷ lệ nợ xấu ước tính cho năm 2024 là 1,64% và 2025 là 1,56%. Tỷ lệ LLCR ước tính cho năm 2024 là 68% và 2025 là 75%.
Lợi nhuận trước thuế	13.017	17.127	21.613	
%yoy	26,8%	31,6%	26,2%	

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **26.616 đồng/cp** dựa trên 2 phương pháp thu nhập thặng dư và so sánh P/B với tỷ trọng 50/50.

Chúng tôi ước tính **LNTT của HDB cho năm 2024 và 2025 lần lượt đạt 17.127 tỷ đồng (+31,6% yoy) và 21.613 tỷ đồng (+26,2% yoy)**, tương đương BVPS lần lượt đạt 15.677 đồng/cổ phiếu và 20.155 đồng/cổ phiếu.

Định giá bằng phương pháp so sánh P/B

Chúng tôi sử dụng mức định giá 1,3x P/B trung bình ngành ngân hàng ở thời điểm hiện tại trong phương pháp so sánh P/B.

Giá hợp lý cho cổ phiếu HDB là **26.616 đồng/cổ phiếu**.

Phương pháp	Giá (đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
So sánh P/B	26.201	50%
Thu nhập thặng dư (RI)	27.031	50%
Giá mục tiêu (đồng/cp)		26.616

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro nợ xấu: Đây là rủi ro chung đối với các công ty hoạt động trong ngành tài chính tiêu dùng trong đó có HD Saison do tính chất rủi ro cao của ngành cũng như rủi ro đến từ những biến động của nền kinh tế có thể sẽ tác động mạnh tới tập khách hàng của công ty.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 12 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

mdtuan@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Thùy Dung

Chuyên viên phân tích cao cấp

Nttdung01@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>