

# NGÂN HÀNG TMCP PHÁT TRIỂN TP.HCM (HDBank)

04.01.2018

## ĐÁNH GIÁ

**MUA**  
HOSE: HDB

Ngành	Ngân hàng
Giá thị trường (VND)	33.000
Giá mục tiêu (VND)	41.300
Chênh lệch so với giá hiện tại	25.2%
Tỷ lệ cổ tức	N/A
Suất sinh lợi kỳ vọng	25.2%

## Thông kê

04/01/2018

SL lưu hành (triệu cp)	981
Vốn hóa (tỷ đồng)	32.373
Vốn hóa (triệu USD)	1,42
% khối ngoại sở hữu	17,7%
VND/USD	22.665
Index: VNIndex / HNX	968,46/115,58

## LỢI THẾ RIÊNG BIỆT

### Điểm nhấn đầu tư

- **HDSaison tiếp tục có đóng góp lớn với 51% tổng thu nhập lãi thuần** nhờ vào vị thế và kinh nghiệm của cổ đông chiến lược Credit Saison
- **Tăng trưởng tín dụng kỳ vọng đạt 25% và 24,5% cho 2017 và 2018** nhờ diễn biến tích cực của thị trường cho vay tiêu dùng, sự ổn định của nền kinh tế và thanh khoản dồi dào với LDR đạt 65,4%
- **NIM dự kiến cải thiện mạnh mẽ trong năm 2017 và 2018** với lần lượt là 5,4% và 5,7% năm 2017 và 2018 nhờ khách hàng cá nhân, hộ gia đình và SMEs
- **Chi phí dự phòng thấp** nhờ tỷ lệ nợ xấu duy trì ở mức thấp với chỉ 1,6% và áp lực từ nợ VAMC cũng không quá lớn
- **Mô hình bán lẻ riêng biệt bao gồm Ngân hàng – Công ty tài chính – Hàng không** giúp HDBank tận dụng đường nguồn khách hàng từ VJC
- **Áp lực cạnh tranh lớn trên thị trường tài chính tiêu dùng đến từ 2 đối thủ lớn là FE Credit, Home Credit và các đối thủ mới**
- **Nhu cầu tăng vốn lớn** nhằm phục vụ cho hoạt động kinh doanh và thực hiện chuẩn Basel II
- **Chúng tôi dự phóng LNST và VCSH 2017 lần lượt đạt 2.054 tỷ đồng (+173%/y/y) và 22.678 tỷ đồng (+128%/y/y), ứng với EPS 2541 đồng và BVPS 15.982 đồng. Theo đó, mức giá hợp lý của HDBank 41.300 đồng, cao hơn 25.2% so với giá niêm yết là 33.000 đồng. Do đó, chúng tôi khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG**

Các chỉ tiêu tài chính	2015	2016	2017F	2018F
TN lãi ròng	3.245	4.678	8.315	10.772
TN ngoài lãi ròng	888	740	1.237	1.358
LN trước CPDP	1.723	2.141	4.585	5.823
LN TT	788	1.148	3.196	4.224
TT tín dụng	34,7%	45,4%	25,0%	24,5%
TT huy động	19,4%	38,8%	16,8%	20,9%
TT thu nhập lãi thuần	99,2%	44,2%	77,7%	29,5%
TT thu nhập ngoài lãi	-30,1%	-16,6%	67,2%	9,8%
TT LN trước dự phòng	59,7%	24,3%	114,1%	27,0%
TT LN TT	26,7%	45,6%	178,5%	32,2%
CIR	58%	60%	52%	52%
NIM	3,7%	4,1%	5,4%	5,7%
LDR	63,6%	61,4%	65,4%	67,4%
Tỷ lệ nợ xấu	1,5%	1,6%	1,6%	1,7%
LLRR	79%	78%	70%	80%
ROAA	0,6%	0,7%	1,5%	1,6%
ROAE	6,6%	9,2%	19,5%	18,7%
EPS pha loãng	642	932	2,541	3.359
BVPS	N/A	N/A	15,982	19.978
P/E forward	N/A	N/A	13,0	9,8
P/B forward	N/A	N/A	2,1	1,7

**Đặng Gia Tuấn**

(84 2) 3914 8585 - Ext: 1466

tuan.dg@kisvn.vn

[www.kisvn.vn](http://www.kisvn.vn)

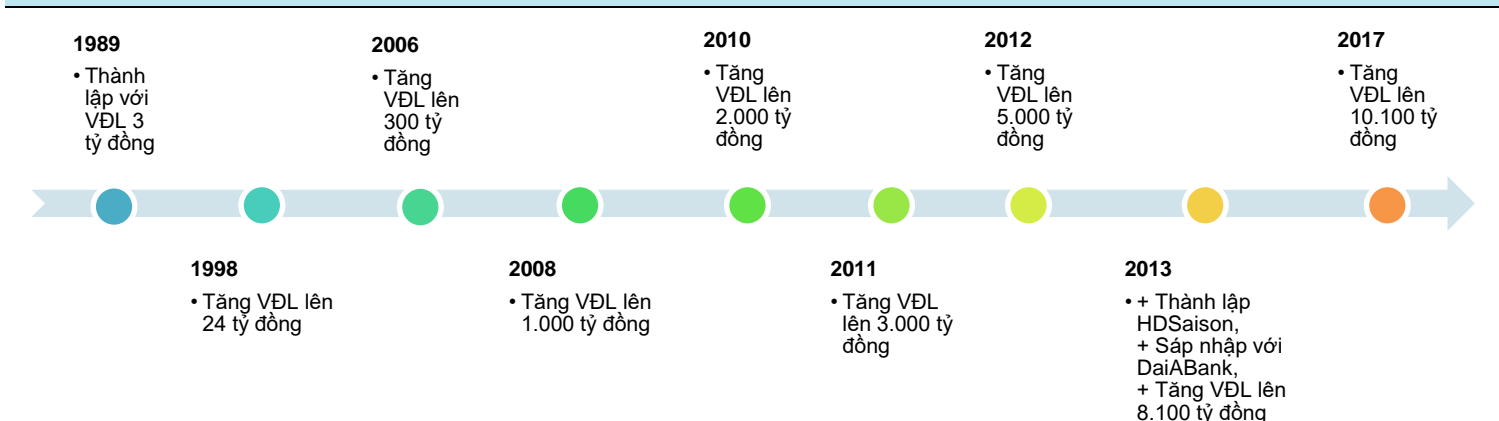
# NGÂN HÀNG TMCP PHÁT TRIỂN TP.HCM (HDBank)

## I. TỔNG QUAN

Được thành lập vào ngày 04/01/1990 với mức vốn điều lệ (VĐL) ban đầu chỉ 3 tỷ đồng, sau khi trải qua nhiều đợt tăng vốn, Ngân hàng TMCP Phát Triển TP. HCM (HDBank) đã có mức VĐL lên đến gần 10.100 tỷ đồng. Tính đến 9 tháng 2017, HDBank đã có 240 chi nhánh, phòng giao dịch và hơn 10.000 điểm giao dịch trên toàn quốc, cùng với tổng số nhân viên đạt hơn 13.000 người.

Hiện tại, HDBank đang nắm giữ thị phần tài chính tiêu dùng lớn thứ 3 tại thị trường Việt Nam thông qua việc sở hữu 50% vốn tại công ty tài chính tiêu dùng HDSaison.

Hình 1: Các cột mốc quan trọng

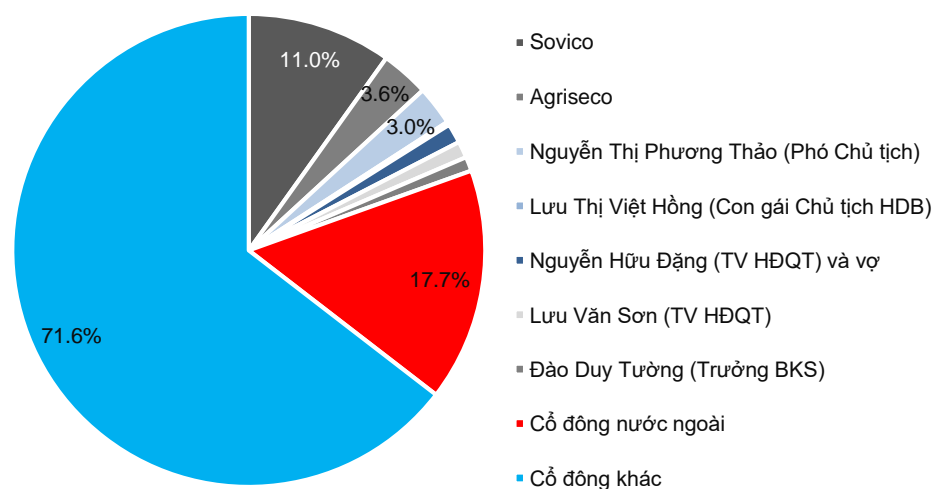


Nguồn: HDB, KISV Research

## 1. Cơ cấu sở hữu

### 1.1. Cơ cấu cổ đông

Hình 2: Cơ cấu cổ đông hiện tại



Nguồn: KISV Research

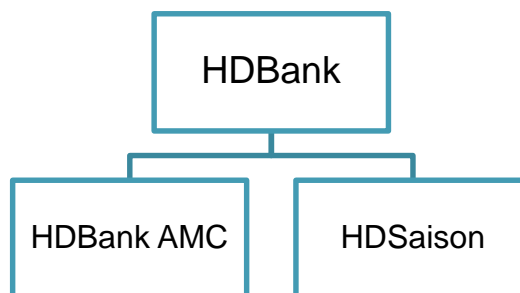
Theo ước tính của chúng tôi, sau nhiều đợt tăng vốn trong năm 2017, hiện số lượng cổ phiếu đang lưu hành của HDBank đạt hơn 981 triệu cổ phiếu. Trong đó, tổng tỷ lệ sở hữu cả trực tiếp và gián tiếp của vợ chồng ông Nguyễn Thanh Hùng (Chủ tịch hội đồng sáng lập Sovico) và bà Nguyễn Thị Phương Thảo (Phó Chủ tịch) là hơn 14%. Vừa qua, HDBank đã thành công trong đợt phát hành riêng lẻ hơn 98 triệu cổ phiếu, trong đó, Sovico và bà Thảo đã mua đến 57% số lượng cổ phiếu phát hành này, giúp HDBank thu về khoản 3.200 tỷ đồng.

Mới đây nhất, HDBank cũng đã hoàn thành đợt phát hành cho nhà đầu tư nước ngoài với nguồn vốn thu được lên đến 300 triệu USD từ 76 tổ chức tài chính trên thế giới. Các tổ chức này bao gồm Credit Saison (Nhật), Deutsche Bank AG (Đức), JPMorgan Vietnam Opportunities Fund, CAM Bank (Nhật Bản), RWC Frontier Markets Opportunity Master Fund (Anh), Macquarie Bank (Úc), Charlemagne (Anh); Dragon Capital (Anh), Vina

Capital...Sau đợt này, HDBank sẽ tiếp tục phát hành 20 triệu cổ phiếu cho CBCNV với giá ưu đãi 10.000 đồng/cổ phiếu trước khi chính thức niêm yết trên sàn giao dịch HOSE vào đầu năm 2018. Số lượng cổ phiếu lưu hành dự kiến sẽ là hơn 1,2 tỷ cổ phiếu.

## 1.2. Sơ đồ tổ chức

Hình 3: Sơ đồ tổ chức



Nguồn: HDB, KISV Research

HDBank hiện tại có hai công ty con bao gồm HDSaison và Công ty TNHH MTV Quản lý Nợ và Khai thác tài sản HDBank (HDBank AMC). Trong đó, HDSaison hiện đang có vốn điều lệ 800 tỷ đồng. HDBank hiện đang sở hữu 50% cổ phần tại HDSaison, Credit Saison sở hữu 49% và Công ty Cổ phần Chứng khoán TP.HCM (HSC) sở hữu 1%.

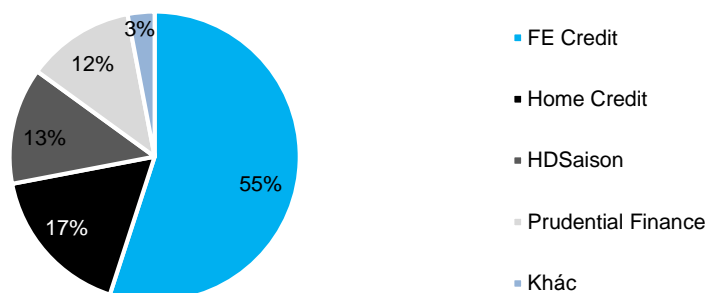
## 2. Chiến lược hoạt động tập trung vào phân khúc ngân hàng bán lẻ

### 2.1. HDSaison là một trong những nguồn thu chính

Tài chính tiêu dùng hiện được cho là một trong những thị trường màu mỡ đối với các tổ chức tài chính, ngân hàng tại Việt Nam nhờ dự báo quy mô dân số đạt 100 triệu người vào 2025, thu nhập bình quân đầu người cùng với nhu cầu chi tiêu gia tăng trong tương lai.

Hiện HDSaison đang là một trong ba Công ty Tài chính tiêu dùng lớn nhất Việt Nam với đội ngũ hơn 7.000 nhân viên đang làm việc tại hơn 7.500 điểm giao dịch, phục vụ cho gần 3 triệu khách hàng trên cả nước.

Hình 4: Thị phần tài chính tiêu dùng năm 2016

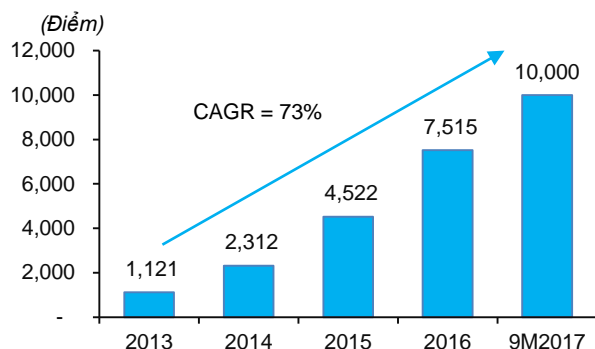


Nguồn: KISVN Research

Suốt thời gian qua, HDBank đẩy mạnh phát triển mạng lưới hoạt động với kết quả đạt được khả quan. Cụ thể, số điểm giao dịch ghi nhận mức tăng trưởng vượt bậc qua các năm với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) lên đến 89% trong giai đoạn 2013 – 2016, từ 1.121 điểm lên 7.515 điểm. Số lượng khách hàng cũng tăng lên đáng kể với CAGR đạt 67%, đạt hơn 3 triệu người cuối năm 2016 và hơn 3,4 triệu người tính đến thời điểm tháng 9/2017. Trong đó, chủ yếu là khách hàng cá nhân.

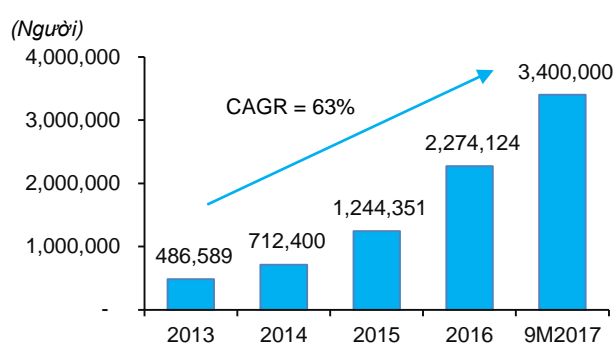
Với sự hỗ trợ mạnh mẽ từ cổ đông chiến lược Credit Saison, một tổ chức phát hành thẻ tín dụng lớn nhất Nhật Bản, HDSaison có nhiều lợi thế hơn trong việc phát triển sản phẩm cũng như tiếp cận các công nghệ mới nhằm tối ưu hóa hoạt động, góp phần nâng cao năng lực cạnh tranh và cải thiện thị phần với các công ty cho vay tiêu dùng khác.

Hình 6: Điểm giao dịch của HDSaison qua các năm



Nguồn: HDB, KISV Research

Hình 7: Tăng trưởng khách hàng qua các năm



Nguồn: HDB, KISV Research

## 2.2. Mô hình bán lẻ riêng biệt bao gồm Ngân hàng – Công ty Tài chính – Hàng không

HDBank định hướng trở thành một trong những ngân hàng bán lẻ hàng đầu Việt Nam. Trong đó, ngân hàng sẽ tập trung chủ yếu vào khách hàng cá nhân và SMEs. Đây là mô hình mà hầu hết tất cả các ngân hàng tại Việt Nam đang theo đuổi. Tuy nhiên, nhờ mối quan hệ cộng hưởng với VietJetAir, HDB đã có nhiều điều kiện riêng biệt và lợi thế vượt trội so với nhiều ngân hàng khác.

**Đối với nhóm khách hàng cá nhân:** Ngoài việc cung cấp các giải pháp cho vay tiêu dùng thông qua HDSaison, HDBank đã tận dụng lợi thế nguồn khách hàng lên đến 20 triệu người từ VietJet Air để phát triển. Bên cạnh đó, HDBank cũng không ngừng tìm kiếm những đối tác có nguồn khách hàng lớn như VNPT nhằm mở rộng hệ thống khách hàng cá nhân trong tương lai.

**Đối với nhóm khách hàng doanh nghiệp:** HDBank tập trung chủ yếu vào nhóm khách hàng SMEs với chương trình tài trợ JBIC – JICA hợp tác với Nhật Bản. Theo đó, đây là năm thứ 10 của chương trình này tại HDBank. Số lượng khách hàng tham gia và doanh số giải ngân ngày càng tăng qua các năm dù qui mô vẫn còn khiêm tốn.

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015	2016
Số lượng khách hàng tham gia lũy kế	21	52	141	307	327
Doanh số giải ngân lũy kế (tỷ đồng)	34	73	167	390	558

Nguồn: HDB, KISV Research

## 2.3. Đầu tư mạnh mẽ vào ngân hàng điện tử

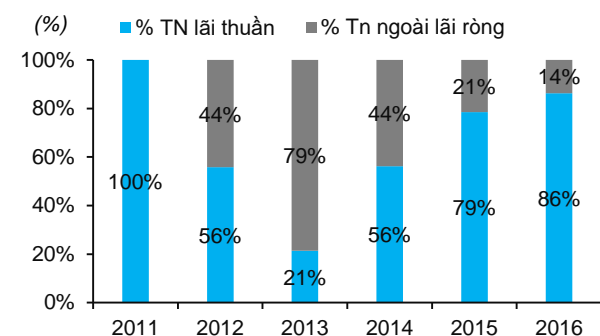
HDBank hiện đang là một trong những số ít ngân hàng tại Việt Nam đã đẩy mạnh phát triển hệ thống công nghệ thông tin (CNTT) và ngân hàng điện tử từ rất sớm, góp phần tiết kiệm thời gian cũng như các thủ tục, chi phí in ấn, lưu trữ. Số lượng giao dịch Thương mại điện tử năm 2016 đạt hơn 4,3 triệu giao dịch với tổng số tiền giao dịch là 28.244 tỷ đồng. Trong đó, số lượng khách hàng sử dụng iBanking đạt 109.604 người với tổng giá trị giao dịch đạt 19.636 tỷ đồng. Trong tương lai, HDBank định hướng hoàn thiện hệ thống CNTT nhằm giảm thiểu thủ tục cho các nghiệp vụ huy động, cho vay hay tự động hóa trong công tác quản lý và vận hành, tạo nền tảng CNTT vững vàng nhằm đẩy mạnh hoạt động phát hành thẻ của ngân hàng.

## II. TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### 1. Thu nhập

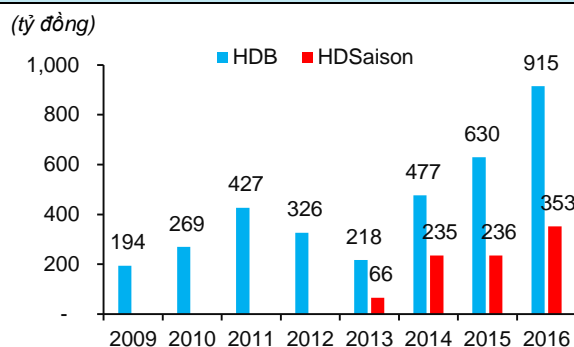
Trong quá khứ, cơ cấu thu nhập của HDBank biến động khá mạnh giữa thu nhập lãi và thu nhập ngoài lãi do HDBank tập trung nhiều vào hoạt động đầu tư chứng khoán. Cụ thể, năm 2013, thu nhập lãi thuần chỉ đạt vốn vẹn 309 tỷ đồng, chiếm 21% tổng thu nhập hoạt động do chi phí lãi tăng cao. Trong khi đó, thu nhập ngoài lãi thuần ghi nhận lên đến 1.133 tỷ đồng (+69% y/y), chủ yếu đến từ hoạt động mua bán chứng khoán. Kể từ 2014, HDBank đã tiến hành tái cơ cấu mạnh mẽ hoạt động theo hướng đẩy mạnh các nghiệp vụ cho vay đối với phân khúc khách hàng cá nhân thông qua HDSaison mới được thành lập và các hoạt động cho vay sản xuất kinh doanh, bất động sản ... Hoạt động tái cơ cấu đã giúp HDBank tăng thu nhập lãi thuần và giảm thu nhập ngoài lãi trong cơ cấu thu nhập, góp phần giúp LNST hợp nhất của ngân hàng tăng trưởng một cách bền vững và nhanh chóng. Tính đến hết 2016, thu nhập lãi thuần chiếm 86% tổng thu nhập, trong khi tỷ trọng thu nhập ngoài lãi liên tục chỉ chiếm 14% từ mức 79% năm 2013. Bên cạnh đó, LNST hợp nhất 2016 đạt đến 915 tỷ đồng (+45,2% y/y) với sự đóng góp lớn từ HDSaison với 353 tỷ đồng, tương đương 38,6% tổng LNST.

Hình 8: Cơ cấu thu nhập qua các năm



Nguồn: HDB, KISV Research

Hình 9: Lợi nhuận sau thuế qua các năm

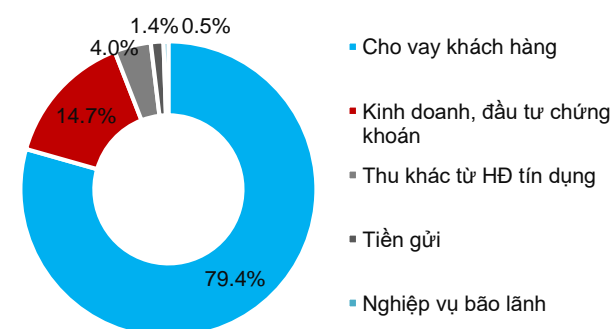


Nguồn: HDB, KISV Research

### Thu nhập lãi tăng trưởng mạnh mẽ nhờ đẩy mạnh hoạt động cho vay

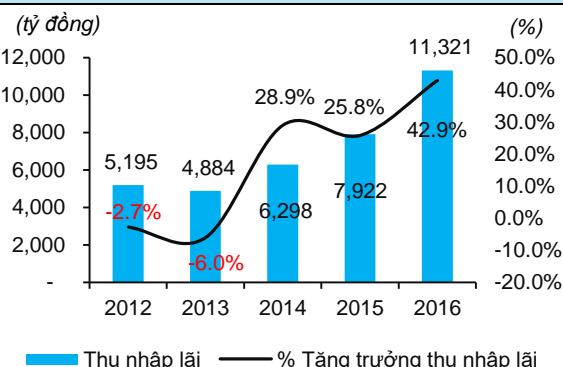
Năm 2016, thu nhập lãi của HDBank ghi nhận ở mức 11.321 tỷ đồng, tăng trưởng đến hơn 43% so với 2015. Trong đó, cho vay khách hàng đóng góp 79,4% và hoạt động đầu tư chứng khoán đóng góp 14,7%, chủ yếu là trái phiếu Chính phủ có thời hạn từ 3-15 năm với lãi suất từ 4,6% đến 11,5%, chứng chỉ tiền gửi của các TCTD với thời hạn 1 năm và lãi suất 10,5%/năm và trái phiếu của các TCKT khác với thời hạn 2 đến 5 năm với lãi suất từ 8,9%/năm đến 12,5%/năm. Bên cạnh đó, đóng góp của HDSaison vào tổng thu nhập lãi có sự tăng trưởng đáng kể từ 18,3% năm 2015 lên 25,4% năm 2016. Điều này cho thấy hoạt động tài chính tiêu dùng sẽ ngày càng có những đóng góp quan trọng hơn vào tổng thu nhập của HDBank.

Hình 9: Cơ cấu thu nhập lãi



Nguồn: HDB, KISV Research

Hình 10: Thu nhập lãi và tăng trưởng thu nhập lãi



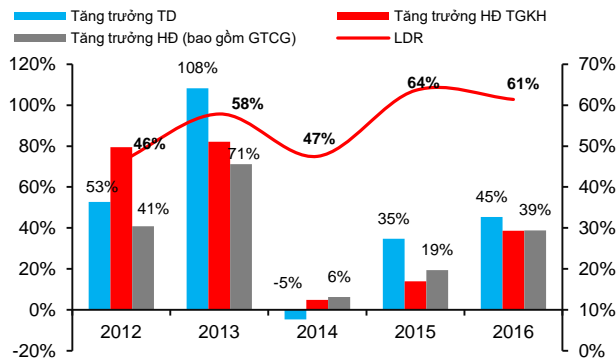
Nguồn: HDB, KISV Research

### Thanh khoản dồi dào, tín dụng đang ngày càng được đẩy mạnh

Ở giai đoạn đầu, HDBank vẫn chưa tập trung mạnh vào hoạt động cho vay nên thanh khoản hệ thống luôn duy trì ở mức cao với tỷ lệ LDR có lúc chỉ đạt 53%, thậm chí, vào năm 2013, HDBank ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng lên đến 108% nhưng chỉ số LDR lúc này cũng chỉ đạt 58%. Đến năm 2014, khi tăng trưởng tín dụng giảm mạnh với -5%, LDR lúc này đạt 47%. Tuy nhiên, kể từ đó, HDBank đã tái cơ cấu hoạt động kinh doanh, tập trung vào hoạt động cho vay cốt lõi. Qua đó, HDBank đã ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng lần lượt 35% và 45% vào năm 2015 và 2016 với mức LDR lần lượt 64% và 61%, thấp hơn nhiều so với mức trần 80%. Nếu so với mức 72% của VPB, ngân hàng có cùng định hướng với HDBank, con số này đang khá thấp. Điều này cho thấy thanh khoản của HDBank đang khá dồi dào và ngân hàng có thể chủ động xây dựng chiến lược kinh doanh phù hợp hơn trong tương lai với chiến lược tập trung vào phân khúc bán lẻ như cho vay tiêu dùng, sản xuất kinh doanh đối với nhóm khách hàng cá nhân và hộ gia đình.

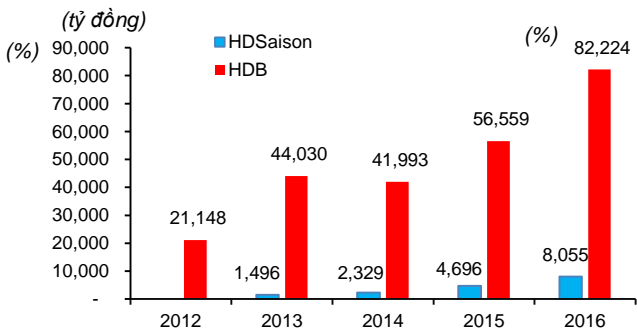
Điều này đã thể hiện khá rõ trong việc tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ tại HDSaison trong những năm gần đây với tốc độ tăng trưởng kép CAGR lên đến 75% trong giai đoạn 2013-2016, ghi nhận mức dư nợ tín dụng đến cuối năm 2016 và 6T2017 là 8.055 tỷ đồng và 8.550 tỷ đồng, chiếm 8,6% tổng dư nợ toàn HDBank.

Hình 11: Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống HDBank



Nguồn: HDB, KISV Research

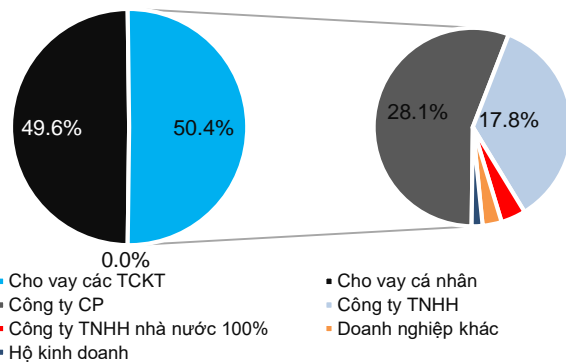
Hình 12: Dự nợ tín dụng của HDSaison



Nguồn: HDB, KISV Research

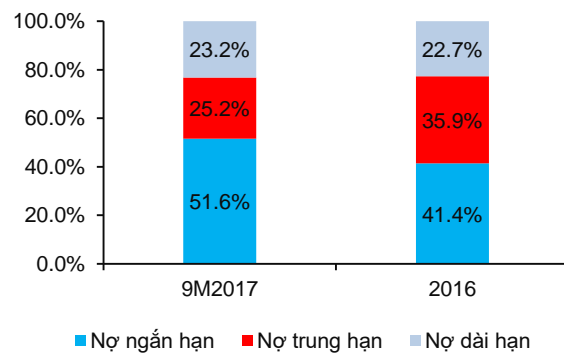
Động lực tăng trưởng chính của HDBank đến từ hoạt động cho vay cá nhân và cho vay các Tổ chức kinh tế (TCKT) với tỷ trọng lần lượt là 49,6% và 50,4%. Trong đó, với phân khúc khách hàng doanh nghiệp, khách hàng chủ yếu là các công ty cổ phần (28,1%) và Công ty TNHH (17,8%). Bên cạnh đó, kỳ hạn các khoản vay cũng bắt đầu có sự chuyển dịch mạnh mẽ khi tỷ trọng cho vay trung hạn giảm mạnh từ 35,9% năm 2015 xuống còn 25,2% năm 2016 trong khi tỷ trọng nợ ngắn hạn tăng từ 41,4% lên 51,6% trong giai đoạn này. Điều này cho thấy định hướng trong dài hạn của HDBank là tập trung vào phân khúc bán lẻ với nhóm khách hàng cá nhân, hộ gia đình và SMEs là trọng tâm.

Hình 13: Tỷ lệ dự nợ cho vay phân theo nhóm khách hàng



Nguồn: HDB, KISV Research

Hình 14: Cơ cấu cho vay theo kỳ hạn

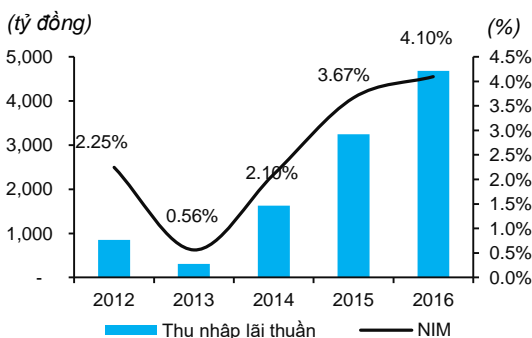


Nguồn: HDB, KISV Research

## 2. Hiệu quả hoạt động tốt với NIM nằm trong nhóm cao

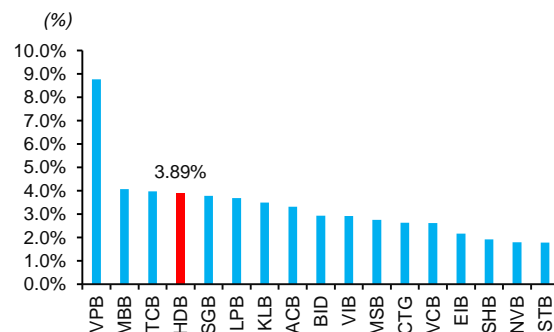
Kể từ 2013, với sự xuất hiện của HDSaison cùng với định hướng phát triển tập trung vào phân khúc bán lẻ, HDBank đã liên tục cải thiện thu nhập lãi thuần qua các năm. Qua đó, NIM của ngân hàng có những bước cải thiện mạnh mẽ từ 0.56% trong năm 2013 đến mức 4.1% trong năm 2016, giúp HDBank trở thành một trong những ngân hàng có NIM cao nhất Việt Nam.

Hình 18: Thu nhập lãi thuần và NIM



Nguồn: HDB, KISV Research

Hình 18: NIM so với các ngân hàng khác 9M2017



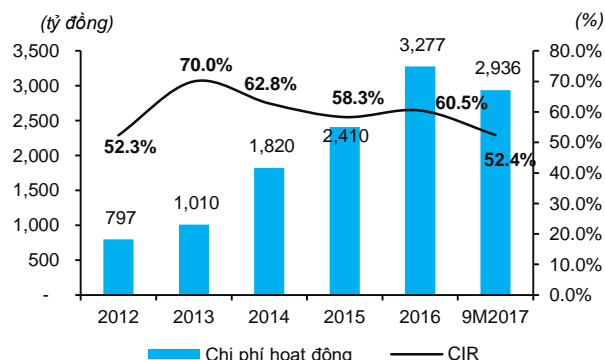
Nguồn: KISV Research

Bên cạnh đó, chi phí hoạt động của HDBank đang có sự cải thiện rõ rệt khi chỉ số CIR liên tục giảm trong các năm qua. Sau 9T2017, CIR của HDBank chỉ đạt 52,4%, thấp hơn nhiều so với mức 60,5% của năm 2016. Tuy nhiên, nếu so sánh với các ngân hàng trong cùng



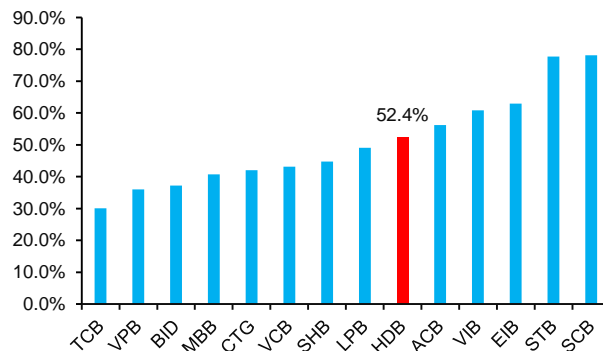
ngày, CIR của HDBank sau 9T2017 vẫn ở mức cao so với nhiều ngân hàng khác. Trong gần 3,000 tỷ đồng chi phí hoạt động của HDBank trong 9T2017 có đến 1,403 tỷ đồng chi phí dành cho nhân viên, chiếm 48% tổng chi phí hoạt động. Đây là điều hợp lý khi HDBank đang có định hướng tập trung vào mảng bán lẻ, cho vay tiêu dùng với nhu cầu nhân sự rất cao. Qua đó, số lượng nhân viên hiện đã tăng đến 18.1% sau 9T2017, đạt 13,115 người.

Hình 20: Tỷ lệ CIR qua các năm



Nguồn: HDB, KISV Research

Hình 21: Tỷ lệ CIR so với các ngân hàng khác

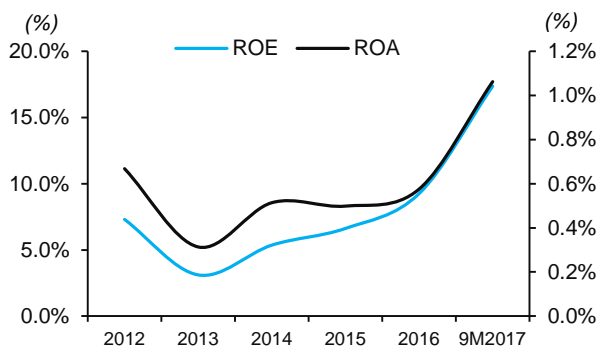


Nguồn: KISV Research

### Hiệu suất sinh lời ROE và ROA cải thiện mạnh mẽ

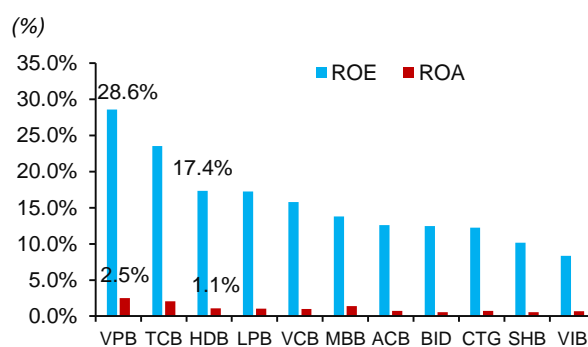
Trong quá khứ, hiệu suất sinh lời ROE, ROA của HDBank khá thấp khi luôn duy trì lần lượt dưới 10% và 1%. Trong khi đó, năm 2013, có mức sinh lời thấp nhất trong lịch sử với ROE chỉ đạt 3.1% và ROA đạt 0.3%. Tuy nhiên, kể từ 2014, HDBank đã dần cải thiện lợi nhuận cũng như hiệu quả hoạt động nhờ tập trung chủ yếu vào hoạt động cho vay cốt lõi. Điều này giúp HDBank trở thành một trong những ngân hàng có suất sinh lời tốt nhất hệ thống với ROE, ROA trong 9T2017 đạt lần lượt là 17.4% và 1.1% và chỉ xếp sau VPB và TCB. Tuy nhiên, với thanh khoản dồi dào cộng với nhiều lợi thế riêng biệt từ nhóm khách hàng Vietjet Air hay đối tác VNPT, khả năng duy trì và cải thiện hiệu suất sinh lợi trong tương lai là rất lớn.

Hình 22: ROE, ROA của ngân hàng qua từng năm



Nguồn: HDB, KISV Research

Hình 23: ROE, ROA so với các ngân hàng khác

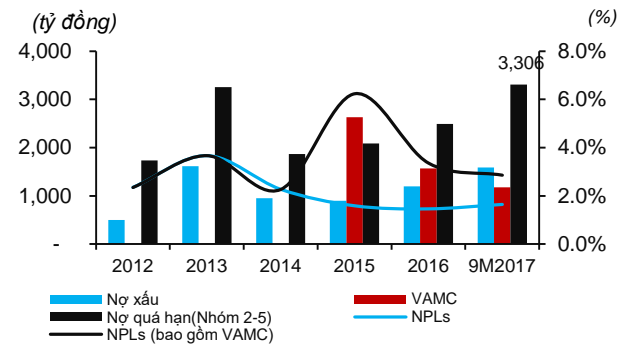


Nguồn: Finpro, KISV Research

### 3. Nợ xấu thấp hơn so với trung bình ngành

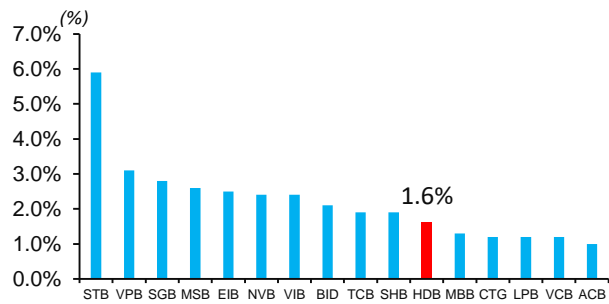
Sau 9T2017, HDBank đang là một trong những ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất với chỉ 1.6%. Nếu tính luôn cả giá trị ròng của trái phiếu VAMC thì tỷ lệ này chỉ đạt 2.9%, vẫn thấp hơn so với mức quy định 3%. Bên cạnh đó, tỷ lệ nợ quá hạn đạt khoảng 3.4% với hơn 3,300 tỷ đồng. Đây là điều khá tích cực đối với HDBank trong bối cảnh các ngân hàng khác đang phải vật lộn với những khoản nợ xấu rất lớn như STB, BID hay VPB. Tuy nhiên, lý do HDBank duy trì được tỷ lệ nợ xấu ở mức thấp là vì hoạt động cho vay của HDBank chưa thực sự được đẩy mạnh hết mức trong những năm vừa qua. Qua đó, với chiến lược cho vay thận trọng trong quá khứ đã giúp cho HDBank không bị ảnh hưởng nhiều bởi nợ xấu. Điều này sẽ giúp cho ngân hàng có được một lợi thế lớn đối với các đối thủ cùng phân khúc nhờ áp lực dự phòng cho nợ xấu thấp. Qua đó, với lợi thế này, chúng tôi cho rằng khả năng tăng trưởng tín dụng của HDBank trong tương lai sẽ gặp nhiều thuận lợi hơn so với các ngân hàng khác.

Hình 24: Tình hình nợ xấu của HDB qua các năm



Nguồn: HDB, KISV Research

Hình 25: Tỷ lệ nợ xấu giữa các ngân hàng 9M2017

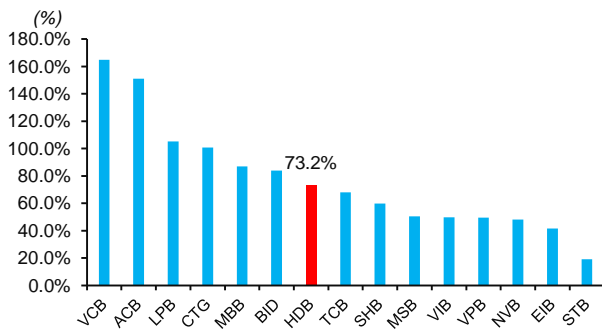


Nguồn: KISV Research

#### Duy trì tỉ lệ trích lập dự phòng cao đối giúp giảm thiểu rủi ro

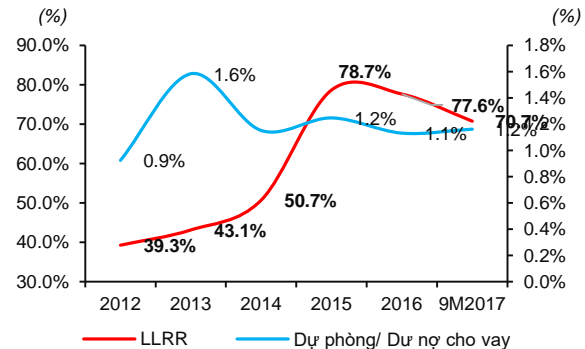
Mặc dù có tỷ lệ nợ xấu thấp hơn so với nhiều ngân hàng nhưng HDBank cũng đã khá tích cực trong việc đẩy mạnh trích lập dự phòng rủi ro đối với nợ xấu. Trong đó, tỷ lệ dự phòng trên nợ xấu (LLR) của HDBank đang ở mức khá cao so với mặt bằng chung với 73.2%. Trong khi tỷ lệ này ở nhiều ngân hàng chỉ duy trì quanh mức 50%, thậm chí ở nhiều ngân hàng tỷ lệ này còn thấp hơn như STB chỉ đạt 19% hay EIB, OCB lần lượt là 42% và 40%. Điều này cho thấy mức độ rủi ro đối với HDBank là thấp hơn so với nhiều ngân hàng khác. Tuy nhiên, trong tương lai chúng tôi cho rằng tỷ lệ này ở tại các ngân hàng sẽ hướng về mức 100% nhằm đảm bảo dự phòng tốt nhất cho rủi ro nợ xấu. Theo đó, HDBank sẽ cần một khoảng thời gian nữa để có thể đưa mức tỷ lệ này về 100%. Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng HDBank có thể duy trì mức dự phòng này nhờ tỷ lệ nợ xấu đang ở mức thấp, qua đó góp phần giúp HDBank cải thiện thu nhập trong các năm tới.

Hình 26: Tỷ lệ LLR giữa các ngân hàng



Nguồn: HDB, KISV Research

Hình 27: Tỷ lệ dự phòng qua các năm



Nguồn: HDB, KISV Research

### III. TRIỂN VỌNG PHÁT TRIỂN

#### THUẬN LỢI

##### Triển vọng tăng trưởng cao nhờ thị trường tài chính tiêu dùng

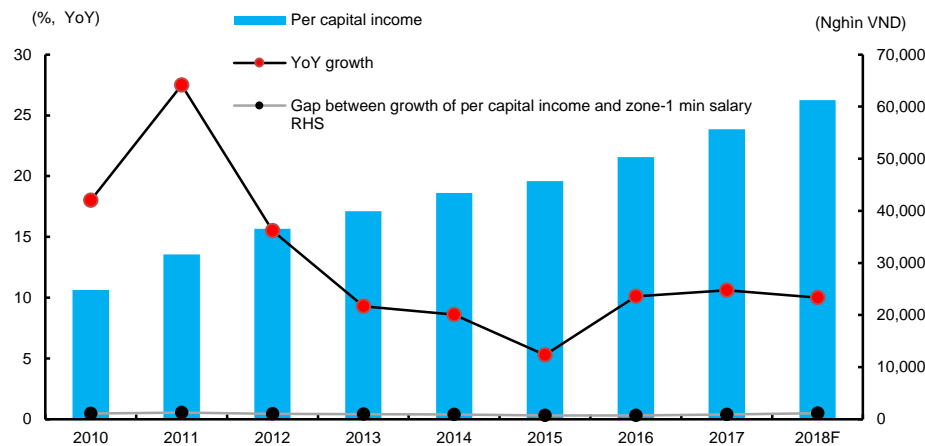
Việt Nam hiện có dân số hơn 95 triệu người và là nền kinh tế có thu nhập trung bình của thế giới – Theo công bố của ngân hàng HSBC. Trong đó, tầng lớp trung lưu của Việt Nam đang có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất khu vực Đông Nam Á và có thể đạt 33 triệu người vào năm 2020, tương ứng mức tăng trưởng kép 13,5% so với năm 2012. Theo định nghĩa của các tổ chức thế giới, thu nhập của một gia đình thuộc tầng lớp trung lưu tại Việt Nam dao động ở mức từ 1.400 USD – 3.400 USD/tháng (tương đương 31-77 triệu đồng/tháng). Qua đó, tốc độ chi tiêu đang mở rộng do thu nhập của của tầng lớp trẻ cải thiện nhanh hơn nhờ quá trình đô thị hóa được đẩy mạnh, nền kinh tế ngày càng mở cửa tạo ra nhiều cơ hội việc làm, kinh doanh và thu nhập tăng lên. Ngoài tầng lớp trung lưu tại Việt Nam được dự đoán gia tăng, tốc độ tăng người siêu giàu (những cá nhân có tài sản từ 30 triệu USD trở lên) tại Việt Nam được dự đoán tăng mạnh, vượt qua cả Ấn Độ. Cụ thể, Hãng tư vấn Knight Frank (Anh) dự đoán trong vòng 10 năm, số người siêu giàu có thể tăng lên gấp đôi, đạt 403 người. Điều này cho thấy tiềm năng tăng trưởng của kênh tài chính tiêu dùng.

Năm 2016, dư nợ cho vay của mảng tín dụng tiêu dùng đang chiếm khoảng 8% GDP và được dự đoán sẽ vượt qua con số 10% GDP vào năm 2020. Hoạt động chính của mảng này là các nghiệp vụ cho vay mua hàng trả góp đối với những khách hàng muốn chi tiêu



nhưng chưa thể thanh toán 100% ngay từ đầu. Điều này sẽ khó thực hiện ở kênh ngân hàng truyền thống, vì thế các công ty tài chính sẽ có cơ hội lớn đối với thị trường này.

**Hình 28: Thu nhập bình quân đầu người của Việt Nam qua các năm**



Nguồn: Bloomberg

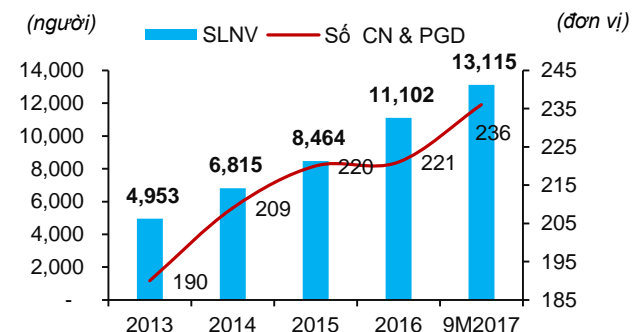
### HDSaison có nhiều lớn thế lớn để cạnh tranh thị phần với FE Credit và Home Credit

Trước khi thành lập HDSaison năm 2013, hoạt động kinh doanh của HDBank chưa thực sự được đẩy mạnh. Cơ cấu hoạt động ngoài ngành như đầu tư chứng khoán vẫn chiếm tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu thu nhập. Tuy nhiên, kể từ năm 2013, HDBank bắt đầu tái cơ cấu lại hoạt động để tập trung chủ yếu vào mảng tín dụng bán lẻ. Trong đó, nhóm khách hàng cá nhân và hộ gia đình là đối tượng khách hàng chính.

Hiện nay, HDSaison đang chiếm thị phần thứ 3 trên thị trường tài chính tiêu dùng với thị phần 13% tại thời điểm cuối năm 2016, sau FE Credit và Home Credit. Tuy nhiên, hiện tại thanh khoản toàn hệ thống của HDBank đang rất dồi dào với LDR chỉ đạt khoảng 62%. Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn đang có xu hướng được thu hẹp nhờ HDBank đang cơ cấu các khoản vay từ trung hạn sang ngắn hạn.

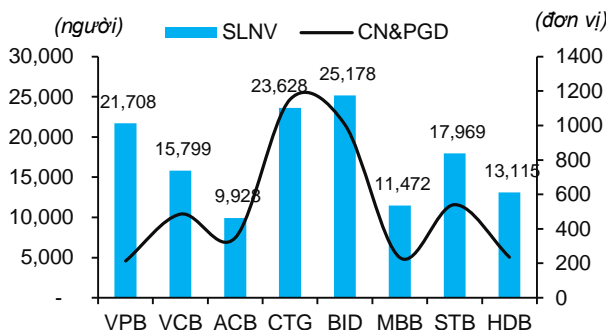
Bên cạnh đó, số lượng nhân viên (SLNV) và số chi nhánh và phòng giao dịch (CN&PGD) đã tăng trưởng một cách mạnh mẽ kể từ năm 2013. Tại thời điểm cuối quý III/2017, SLNV của toàn HDBank đã lên đến 13.115 người, tăng hơn 18%/y/y và số CN&PGD ghi nhận mức tăng nhẹ 6.8% y/y lên 236 đơn vị. Bên cạnh đó, HDBank cũng là ngân hàng có tỷ lệ nhân viên trên từng CN, PGD khá cao với 56 nhân viên và chỉ xếp sau đối thủ chính là VPB (101 nhân viên). Ngoài ra, nếu xét riêng về các điểm giao dịch thì HDBank hiện đã có khoảng 10.000 điểm giao dịch trên cả nước thông qua các cửa hàng bán lẻ của các đối tác, tăng trưởng 33,3% y/y. Điều này dự kiến sẽ giúp ngân hàng phát triển mạnh mẽ và nhanh chóng hệ thống khách hàng của mình trong tương lai mà không cần phải tốn nhiều chi phí cho tài sản cố định.

**Hình 29: Số lượng nhân viên qua các năm**



Nguồn: HDB, KISV Research

**Hình 30: Số lượng nhân viên giữa các ngân hàng**



Nguồn: HDB, KISV Research

Bên cạnh đó, HDBank còn có được lợi thế cạnh tranh khá riêng biệt nhờ vào hệ thống khách hàng lớn đến từ nguồn khách hàng của Vietjet. Theo đó, kể từ năm 2013, số lượt hành khách vận chuyển của VJC đã tăng trưởng với tốc độ rất kinh ngạc và đạt khoảng 14 triệu lượt khách vào năm 2016. Thậm chí, sau 9T2017, số lượt hành khách tại VJC đã tăng đến 17 triệu lượt. Chúng tôi cho rằng đây là một lợi thế đặc biệt thuận lợi của HDB,

giúp ngân hàng có thể cạnh tranh trong dài hạn với các đối thủ cùng ngành. Ngoài ra, HDB cũng đã không ngừng tìm kiếm những cơ hội hợp tác với nhiều đối tác khác nhằm tăng cường hệ thống khách hàng, hệ thống công nghệ thông tin... như đối tác VNPT, Credit Saison. Với những lợi thế này, chúng tôi cho rằng HDBank sẽ có những bước đi vững chắc hơn trong tương lai, qua đó, có thể cạnh tranh bền vững với FE Credit hay Homecredit và các công ty tài chính khác trong mảng cho vay tiêu dùng.

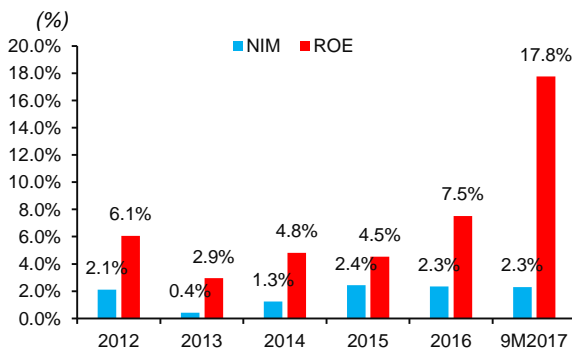
Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016
Hành khách vận chuyển (triệu)	3	6	9	14
Tăng trưởng YoY (%)		76%	67%	51%

Nguồn: VJC

#### Hoạt động cho vay ngoài HDSaison được đẩy mạnh với hiệu quả cải thiện

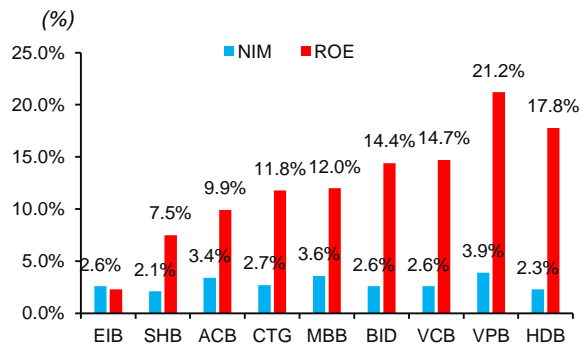
Trong quá khứ, HDBank đã không thực sự tập trung vào hoạt động cho vay cốt lõi. Do đó, cơ cấu thu nhập lãi thuần có sự biến động rất mạnh qua các năm. Trong đó, năm 2013, NIM và ROE của ngân hàng mẹ chỉ đạt lần lượt 0,4% và 2,9%. Đây cũng là năm mà trong cơ cấu tổng thu nhập có đến 79% từ thu nhập ngoài lãi (chủ yếu là đầu tư chứng khoán). Tuy nhiên, kể từ năm 2014, HDBank đã bắt đầu có sự cải thiện mạnh mẽ về hiệu quả hoạt động khi ngân hàng quyết định tập trung vào hoạt động tín dụng. Trong giai đoạn 2014 – 2016, NIM đã cải thiện từ 1,3% đến 2,3% và ROE thì tăng từ 4,8% lên 7,5%. Sau 9T2017, NIM của ngân hàng mẹ vẫn tiếp tục duy trì ở mức 2,3% nhưng ROE đã ghi nhận một bước đột phá mạnh mẽ với gần 18%. Tuy nhiên, NIM của HDB vẫn đang khá thấp so với mặt bằng chung nhưng ROE của HDB lại đang xếp thứ 2 với 17,8%, chỉ xếp sau VPB với 21,2%. Điều này là do trong năm 2017, HDBank đã tăng trưởng tín dụng khá mạnh mẽ khi mức dư nợ tính đến cuối quý 3 là 86.812 tỷ đồng, tăng 18,6% ytd, qua đó giúp ròng tăng vọt lên 1.409 tỷ đồng (+263%/y/y). Trong khi đó, sau 9T2017 vốn điều lệ của HDB chỉ đạt 10.449 tỷ đồng, tăng 15% ytd do vẫn chưa hoàn thành các đợt tăng vốn theo kế hoạch. Tuy nhiên, việc liên tục tăng vốn thành công trong tháng 12 năm 2017 đã giúp VDL của HDB cải thiện mạnh. Theo đó, chúng tôi cho rằng chỉ số ROE sẽ giảm về mức 15% vào cuối năm nay do yếu tố pha loãng.

Hình 31: NIM, ROE ngân hàng mẹ



Nguồn: HDB, KISV Research

Hình 32: NIM, ROE của ngân hàng mẹ so với các ngân hàng khác

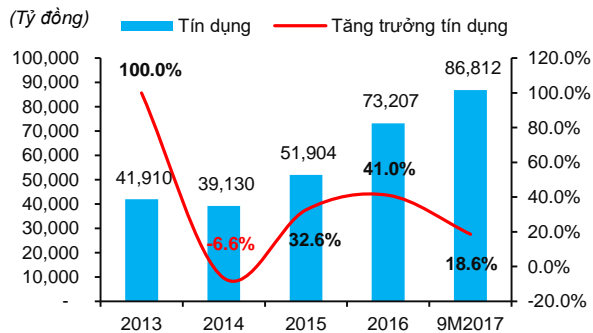


Nguồn: HDB, KISV Research

Cơ cấu cho vay của ngân hàng mẹ cũng không có nhiều sự khác biệt so với báo cáo hợp nhất với hơn 55,6% tập trung vào phân khúc khách hàng doanh nghiệp, trong đó chiếm tỷ trọng lớn nhất là CTCP với tỷ trọng gần 31%, và 44,4% là khách hàng cá nhân. Chúng tôi cho rằng cơ cấu cho vay này sẽ không có sự thay đổi trong trung dài hạn khi định hướng chính của HDB là tập trung vào mảng ngân hàng bán lẻ. Xét trên khía cạnh lĩnh vực cho vay, HDBank tập trung cho vay sản xuất kinh doanh- tiêu dùng của hộ gia đình với tỷ trọng 37,4% tổng dư nợ, tương đương hơn 32.700 tỷ đồng và cho vay đối với hoạt động xây dựng đạt hơn 8.300 tỷ đồng, chiếm 9,56% và giảm 2,7 điểm phần trăm so với 2016. Các hoạt động kinh doanh bất động sản, nông-lâm-ngư nghiệp lần lượt chiếm khoảng 6,9% và 6,4%. Bên cạnh đó, HDB cũng đang cơ cấu các khoản vay từ trung dài hạn sang ngắn hạn. Sau 9T2017, cho vay ngắn hạn chiếm đến 52% tổng dư nợ, trong khi cho vay trung hạn chỉ còn chiếm 22% tổng dư nợ.

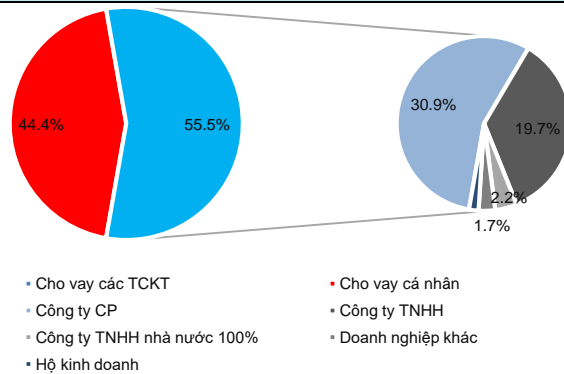
Về nợ xấu, ngân hàng mẹ hiện đang duy trì tỷ lệ nợ xấu rất thấp với chỉ 1,2% sau 9T2017. Đây là điểm chúng tôi đánh giá cao nhất đối với HDBank bất chấp nhà băng này đang đẩy mạnh vào hoạt động cho vay tiêu dùng. Theo đó, HDB sẽ không phải chịu nhiều áp lực trích lập dự phòng cho nợ xấu trong tương lai. Điều này sẽ giúp ngân hàng cải thiện hiệu quả hoạt động.

Hình 33: Tăng trưởng tín dụng ngân hàng mẹ



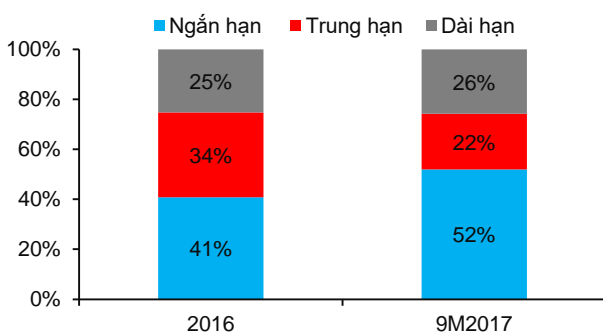
Nguồn: HDB, KISV Research

Hình 34: Cơ cấu cho vay của ngân hàng mẹ 9/2017



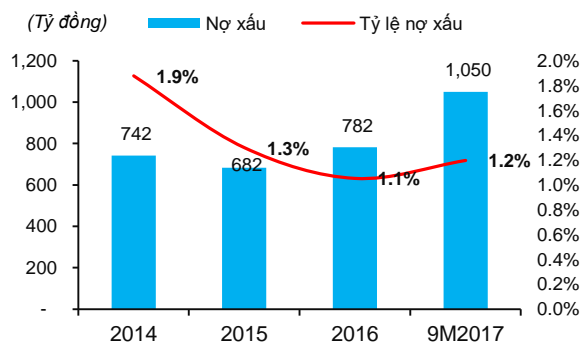
Nguồn: HDB, KISV Research

Hình 35: Cơ cấu kỳ hạn cho vay



Nguồn: HDB, KISV Research

Hình 36: Tình hình nợ xấu của ngân hàng mẹ



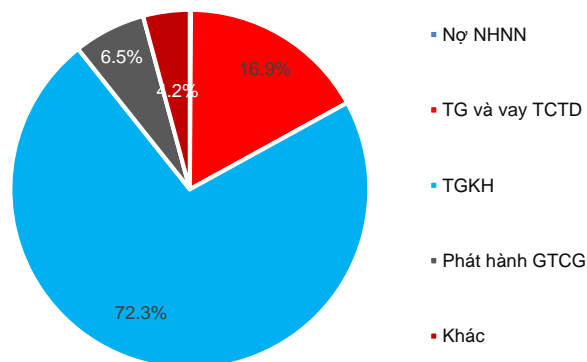
Nguồn: HDB, KISV Research

## THÁCH THỨC

### Chi phí vốn cao hơn so với mặt bằng chung

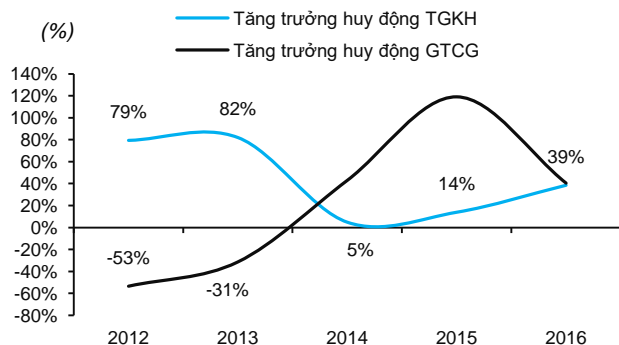
Theo đánh giá của chúng tôi, tiềm năng tăng trưởng của HDB còn rất lớn nhưng đi kèm theo đó là nhu cầu vốn để hoạt động kinh doanh sẽ trở thành một trong những thách thức đối với ngân hàng. Theo đó, HDB thuộc nhóm ngân hàng thương mại nên sẽ gặp nhiều khó khăn hơn trong việc huy động tiền gửi khách hàng so với các ngân hàng quốc doanh. Vì vậy, để có thể đảm bảo được nguồn vốn huy động dồi dào, HDBank buộc phải duy trì chính sách lãi suất huy động cao hơn so với nhiều ngân hàng khác. Điều này sẽ khiến ngân hàng gặp khó khăn trong việc cạnh tranh về phí với các đối thủ khác. Chúng tôi ước tính, chi phí huy động bình quân của HDBank ở mức khá cao với 6,1%, chỉ xếp sau VPB (6,7%), trong khi chi phí huy động bình quân ngành khoảng 4,2%. Điều này khiến chỉ số COF của HDBank nằm ở mức khá cao với 5,6% và giữ NIM ở mức thấp.

Hình 37: Cơ cấu nguồn vốn huy động 9/2017



Nguồn: HDB, KISV Research

Hình 38: Tăng trưởng huy động qua các năm

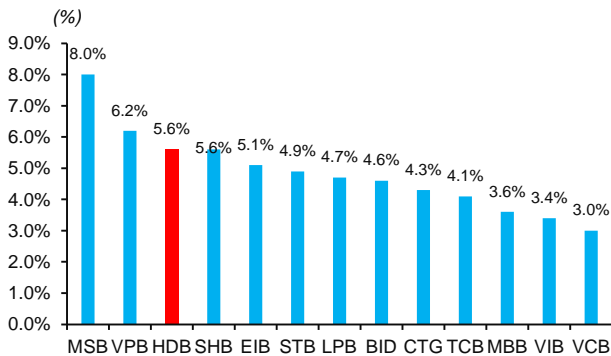


Nguồn: HDB, KISV Research

Hiện tại, cơ cấu nguồn vốn huy động chủ yếu vẫn đến từ nguồn TGKH, tiền gửi và vay từ TCTD khác với tỷ trọng hơn 89% với lãi suất bình quân ước tính khoảng 5,9%. Trong khi

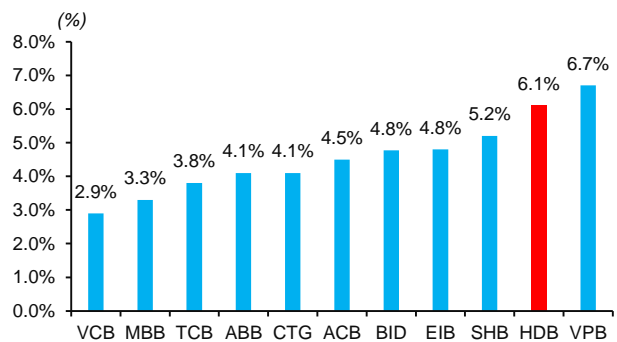
đó, nguồn vốn huy động từ phát hành giấy tờ có giá chỉ chiếm khoảng 6,5% tổng huy động với lãi suất bình quân ước tính lên đến 9,6%. Trong hơn 10.400 tỷ đồng nguồn vốn từ GTCG, đã có đến hơn 58,5% thuộc về HDSaison. Điều này là hợp lý khi theo luật thì công ty tài chính không được phép huy động từ tiền gửi khách hàng mà chủ yếu huy động thông qua các chứng chỉ tiền gửi hay các giấy tờ có giá khác. Hiện tại, thanh khoản của hệ thống HDBank vẫn còn khá dồi dào nên chúng tôi cho rằng áp lực về huy động trong năm 2018 vẫn chưa quá lớn. Tuy nhiên, để có thể phát triển mạnh mẽ với mục tiêu duy trì tốc độ tăng trưởng bình quân 25%/năm thì ngân hàng buộc phải có nhiều nguồn vốn bổ sung khác. Chúng tôi cho rằng, trong tương lai, cơ cấu vốn huy động sẽ có sự thay đổi với sự tăng lên của nguồn vốn đến từ giấy tờ có giá. Vì vậy, áp lực chi phí vốn sẽ tăng lên và sẽ có thể trở thành một thách thức thật sự trong việc cạnh tranh về phí với các ngân hàng đối thủ. Cụ thể, riêng thị trường tài chính tiêu dùng, HDSaison vẫn đang duy trì mức phí và lãi vay cao hơn so với hai đối thủ lớn là HomeCredit và FE Credit. Chúng tôi đã có cuộc khảo sát tại các chuỗi điện máy lớn như Thegioididong, NguyenKim... và nhận thấy FE Credit hiện tại đang duy trì những chính sách mua hàng trả góp với lãi suất là 0%. Trong khi đó, HDSaison vẫn đang duy trì mức lãi suất khá cao dao động từ 2,2% - 3,3%/tháng. Thậm chí, xét trên phương diện phí, khách hàng sử dụng sản phẩm cho vay của HDSaison thường phải trả số tiền lớn hơn so với hai đối thủ trên. Chúng tôi tin rằng đây là một trong những lý do chính khiến HDSaison đang chịu thách thức rất lớn để giành thị phần từ tay FE Credit và Home Credit nếu nhà băng này không nới lỏng hơn nữa chính sách cho vay tiêu dùng như các đối thủ cạnh tranh.

Hình 39: Chỉ số COF giữa các ngân hàng



Nguồn: KISV Research

Hình 40: Chi phí vốn bình quân giữa các ngân hàng

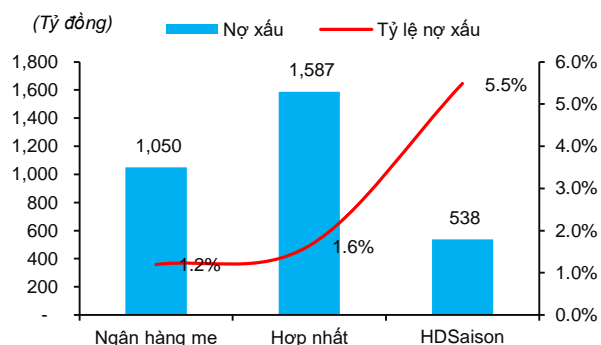


Nguồn: KISV Research

### Kiểm soát nợ xấu tốt nhưng nợ tiềm ẩn vẫn sẽ là mối đe dọa

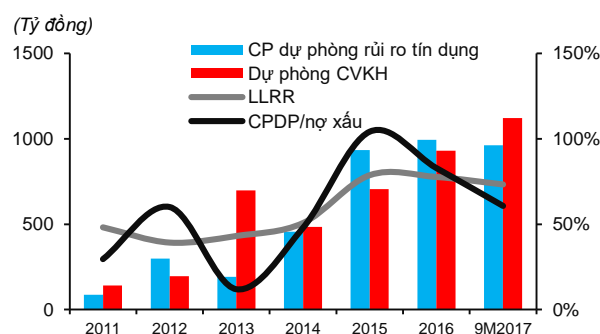
Tính đến 9T2017, HDB hiện đang là nằm trong nhóm ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất tại Việt Nam với tỷ lệ nợ xấu ngân hàng mẹ và hợp nhất lần lượt đạt 1,2% và 1,6%. Tuy nhiên, tỷ lệ này ở HDSaison đang khá cao với 5,5%. Điều này cũng không phải quá bất thường khi đối với một công ty tài chính tiêu dùng khi hoạt động này luôn tiềm ẩn nhiều rủi ro do các khoản vay đều không có tài sản đảm bảo. Nếu so sánh tỷ lệ nợ xấu với ngân hàng cùng hoạt động kinh doanh là VPB với 3,1% thì rõ ràng là HDB vẫn đang khá an toàn. Bên cạnh đó, nợ quá hạn (bao gồm cả nợ nhóm 2) của HDB cũng đang ở mức khá thấp với chỉ 2,9% tổng dư nợ. Trong khi, tỷ lệ này ở VPB là khoản 10% tổng dư nợ. HDBank đang duy trì chính sách quản trị rủi ro khá thận trọng khi liên tục duy trì tỷ lệ trích lập dự phòng và quỹ dự phòng cao so với tỷ lệ nợ xấu. Chúng tôi đánh giá điểm này cao hơn so với đối thủ cạnh tranh trực tiếp là VPBank (VPB). Dù vậy, chúng tôi duy trì một sự thận trọng nhất định đối với hoạt động của HDBank. Theo đó, mô hình hoạt động luôn tiềm ẩn nhiều rủi ro với việc cho vay mà gần như không có tài sản đảm bảo. Bên cạnh đó, ở thời điểm hiện tại, HDBank cũng chưa thực sự đẩy mạnh tín dụng hết mức khi thanh khoản của ngân hàng vẫn đang khá dồi dào với LDR vào khoảng 62%. Vì vậy, việc đẩy mạnh hoạt động cho vay tiêu có thể kéo nợ xấu gia tăng trong tương lai.

Hình 41: Tình hình nợ xấu năm 9M2017



Nguồn: HDB, KISV Research

Hình 42: Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng 1H2017



Nguồn: HDB, KISV Research

### Basel II sẽ là thách thức lớn đối với HDB

Cuối năm 2016, CAR của HDB ghi nhận ở mức 9,12%, chỉ cao hơn một chút mức quy định 9%. Trong 9T2017, chỉ số này thậm chí có lúc giảm xuống chỉ còn 8,5% do tăng trưởng tín dụng tăng mạnh trong khi ngân hàng vẫn chưa thể tăng vốn trong giai đoạn này. Tuy nhiên, trong tháng 12 năm 2017, HDBank đã liên tục phát hành thành công và nâng vốn điều lệ lên hơn 12.200 tỷ đồng. Qua đó, CAR của HDBank được cải thiện mạnh mẽ lên đến 14% cuối năm 2017.

Tuy nhiên, theo Thông tư 41 sẽ có hiệu lực vào năm 2019 thì hệ số CAR sẽ được tính toán theo chuẩn Basel II với mức tối thiểu là 8% đi cùng đó là những yêu cầu quản trị khắc khe hơn. Theo ước tính của chúng tôi, mặc dù hệ số CAR tại HDBank đã được cải thiện đáng kể sau khi tăng vốn thành công nhưng vẫn sẽ chưa đáp ứng được chuẩn Basel II. Vì vậy, HDB sẽ cần có nhiều thời gian hơn để có thể hoàn thành dự án này trong tương lai. Trong đó, chúng tôi cho rằng, HDBank sẽ tiếp tục theo đuổi kế hoạch tăng vốn thông qua phát hành cho cổ đông hiện hữu và các cổ đông chiến lược. Điều này sẽ khiến cho cổ đông của HDB phải đối mặt với rủi ro pha loãng.

## IV. DỰ PHÒNG VÀ ĐỊNH GIÁ

### Dự phòng

Sau 9T2017, HDBank đã ghi nhận một sự tăng trưởng vượt bậc so với cùng kỳ 2016. Cụ thể, thu nhập lãi thuần đạt 4,596 tỷ đồng (+36,4% y/y). Thu nhập ngoài lãi cũng tăng mạnh 106% y/y lên 1,004 tỷ đồng, trong đó chứng khoán đầu tư chiếm đến 50%. Tăng trưởng tín dụng đạt mức cao 17,4% và tập trung vào mảng bán lẻ, qua đó giúp NIM cải thiện lên 3,9%. Công tác quản trị chi phí hiệu quả hơn khi CIR giảm còn 52%, thấp hơn mức 60% của năm 2016. Tỷ lệ nợ xấu đạt 1,59%, tăng 0,13 điểm phần trăm so với cuối năm 2016 do mảng hoạt động tiêu dùng được đẩy mạnh hơn. Tuy nhiên, chi phí dự phòng giảm nhẹ 3,9% y/y với 752,6 tỷ đồng. Kết quả, LNST 9T2017 đạt 1.398 tỷ đồng, tăng vọt 171% y/y)

Chúng tôi dự phóng thu nhập lãi thuần (NII) và thu nhập ngoài lãi (Non-NII) năm 2017 sẽ lần lượt đạt 8.315 tỷ đồng (+77,7 %y/y) và 1.237 tỷ đồng (+67,2%/y/y). Theo đó, LNST và VCSH 2017 của HDBank lần lượt đạt 2.493 tỷ đồng (+173%/y/y) và 22.678 tỷ đồng (+128%/y/y), ứng với EPS 2.541 đồng và BVPS 15.982 đồng. Tại mức giá 33.000 đồng, cổ phiếu HDB được giao dịch tại mức P/E forward 13x và P/B forward 2.1x.

Năm 2018, chúng tôi dự phóng NII và Non-NII sẽ lần lượt đạt 10.772 (+30%/y/y) và 1.358 tỷ đồng (+10%/y/y). LNST và VCSH dự kiến đạt 3.295 tỷ đồng (+32%/y/y) và 26.598 tỷ đồng (+17%/y/y), ứng với mức EPS 3.359 đồng và BVPS 19.979 đồng. Dự phóng của chúng tôi dựa trên các giả định sau:

- **Tín dụng năm 2017 và 2018 kỳ vọng tăng trưởng lần lượt 25% và 24,5%** nhờ vào diễn biến tích cực của thị trường bán lẻ và cho vay tiêu dùng. Bên cạnh đó, với thanh khoản dồi dào chúng tôi cho rằng HDBank có thể duy trì mức tăng trưởng tín dụng tương đương với năm 2017. HDSaison dự kiến tiếp tục đóng góp lớn đến 51% thu nhập lãi thuần
- **Tăng trưởng huy động kỳ vọng đạt lần lượt 19% và 21% cho năm 2017 và 2018 (bao gồm cả phát hành giấy tờ có giá).** Theo đó, mức LDR dự kiến lần lượt đạt 65,4% và 67,4%.

- **NIM** mở rộng mạnh mẽ với 5,4% và 5,7% cho năm 2017 và 2018. Lãi suất cho vay bình quân ước tính khoảng 12,8%, cao hơn 1,6 điểm phần trăm so với 2016 nhờ tỷ trọng danh mục cho vay gia tăng vào phân khúc khách hàng cá nhân, hộ gia đình và SMEs.
- **Thu nhập ngoài lãi** có sự cải thiện mạnh mẽ trong năm 2017 với mức độ tăng trưởng 67%/y. Trong đó, chủ yếu đến từ hoạt động đầu tư vào Trái phiếu chính phủ và các tổ chức tài chính khác với lãi suất dao động từ 4,6% đến 12,5%/năm. Điều này sẽ giúp HDBank có được khoản thu ngoài lãi khá ổn định trong năm 2018.
- **Chi phí hoạt động** dự kiến duy trì ổn định với CIR là 52% qua các năm. Chúng tôi cho rằng, đây là giai đoạn HDBank cần phải chi đầu tư nhiều cho việc phát triển hệ thống bán lẻ, nhân viên và công nghệ nhằm cạnh tranh với các đối thủ khác. Tuy nhiên, lãi suất cho vay cao sẽ giúp HDBank bù đắp và duy trì CIR ổn định
- **Chi phí dự phòng tín dụng ước tính cho cả năm 2017 và 2018** lần lượt đạt 1.389 tỷ đồng(+40%/y) và 1.599 tỷ đồng (+15%/y) với tỷ lệ nợ xấu ước tính duy trì 1,59%. Tuy nhiên, kể từ 2019, chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ xấu dự kiến sẽ tăng lên 1,65% do đẩy mạnh tín dụng tiêu dùng và tình hình kinh tế vĩ mô dự kiến sẽ gặp nhiều biến động hơn.
- **HDBank đã phát hành tăng vốn** thành công 2 đợt liên tiếp trong năm 2017, giúp vốn điều lệ của ngân hàng tăng mạnh từ 8.100 tỷ đồng lên gần 10.000 tỷ đồng, ứng với số lượng cổ phiếu lưu hành là hơn 981 triệu cổ phiếu. Nếu tính đợt phát hành cho 76 nhà đầu tư nước ngoài trị giá 300 triệu đô và ESOP cho nhân viên thì số lượng cổ phiếu dự kiến sẽ là hơn 1,2 tỷ cổ phiếu, ứng với vốn điều lệ là hơn 12.000 tỷ đồng.

#### Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá theo P/B, P/E mục tiêu và phương pháp thu nhập thẳng dư (RIM) để xác định giá trị hợp lý của HDBank, cụ thể như sau:

#### Phương pháp thu nhập thẳng dư (RIM)

Chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng trong dài hạn của HDBank là 6% với chi phí vốn Re được ước tính dựa theo mô hình CAPM là 12%.

Giả định	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Giá trị vốn chủ sở hữu	15.678	19.598	23.741	29.347	36.214
Lợi nhuận ròng	2.493	3.295	4.143	5.606	6.867
Chi phí vốn	1.881	2.352	2.849	3.522	4.346
<b>Thu nhập thẳng dư (TNTD)</b>	<b>611</b>	<b>943</b>	<b>1.294</b>	<b>2.085</b>	<b>2.521</b>
Giá trị hiện tại TNTD	611	842	1.031	1.484	1.602
<b>Tốc độ tăng trưởng bền vững</b>	<b>6%</b>				
<b>Chi phí vốn Re</b>	<b>12%</b>				
Tổng giá trị hiện tại TNTD (2017-2021)	9.098				
Giá trị hiện tại thu nhập thẳng dư cuối kỳ	16.135				
Giá trị vốn chủ sở hữu	40.910				
Số lượng CP	981.000.000				
<b>Định giá</b>	<b>41.702</b>				

#### Phương pháp P/B, P/E mục tiêu

	2017F	2018F
BVPS (VND)	15.982	19.978
P/B mục tiêu (x)	2,2	2,2
<b>Định giá (VND)</b>	<b>35.160</b>	<b>43.951</b>
EPS	2.541	3.358
P/E mục tiêu (x)	18,5	18,5
<b>Định giá (VND)</b>	<b>47.010</b>	<b>62.132</b>

#### Tổng hợp các phương pháp

Kết hợp các phương pháp, chúng tôi định giá HDBank ở mức **41.300 đồng**, cao hơn 25% so với giá niêm yết là 33.000 đồng. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với HDBank.



Phương pháp	Tỷ trọng	Giá
RIM	40%	41.702
P/B mục tiêu	30%	35.160
P/E mục tiêu	30%	47.010
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>41.300</b>

#### V. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

HDBank đánh dấu bước phát triển mạnh mẽ kể từ khi sở hữu HDSaison năm 2013. Sau gần 4 năm, hiện nay HDBank đã trở thành một tên tuổi lớn trên thị trường tài chính tiêu dùng khi đang nắm giữ thị phần lớn thứ 3 với khoảng 13%, xếp sau HomeCredit (17%) và FE Credit (55%). Điều này đã giúp HDBank không ngừng cải thiện hiệu quả hoạt động khi chỉ số NIM và ROE liên tục được cải thiện qua các năm và đạt lần lượt 4,1% và 9,2% vào năm 2016, dự kiến đạt lần lượt 5,4% và 15,3% vào cuối năm 2017. Chất lượng tài sản duy trì lành mạnh với tỷ lệ nợ xấu của HDBank cũng nằm trong nhóm rất thấp với chỉ khoảng 1,59% sau 9T2017. Về chiến lược kinh doanh, HDBank hiện đang hướng đến mục tiêu trở thành một ngân hàng bán lẻ với mục tiêu tăng trưởng bình quân 25%/năm. Mô hình kinh doanh riêng biệt gồm Ngân hàng – Công ty tài chính – Hàng không được kì vọng sẽ giúp cho HDBank hiện thực hóa tham vọng này. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là một lợi thế quan trọng giúp HDBank có thể cạnh tranh thị phần với các đối thủ khác. Dù vậy, rủi ro nợ xấu sẽ luôn đi cùng với sự phát triển của HDBank trong tương lai do đặc thù của lĩnh vực cho vay tiêu dùng. Mặt khác, hiện tại CAR của HDBank vẫn đang khá thấp khi chỉ nhỉnh hơn mức sàn 9% một chút. Chúng tôi dự đoán HDBank sẽ gặp phải áp lực tăng vốn trong tương lai nhằm đảm bảo an toàn hoạt động và hướng đến tiêu chuẩn Basel II. Mức giá hợp lý của HDBank **41.300 đồng**, cao hơn 25,2% so với giá niêm yết là 33.000 đồng. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với HDBank

## PHỤ LỤC

### DỰ PHÓNG KQKD

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2016E	2017F	2018F	2019F	2020F
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	1,636	2,045	2,546	3,106	3,758
Tiền gửi tại NHNN	2,389	3,510	4,248	5,012	5,914
Tiền gửi và cho vay TCTD khác	18,580	23,225	28,915	35,277	42,685
<b>Cho vay KH</b>	<b>82,224</b>	<b>102,780</b>	<b>127,962</b>	<b>156,113</b>	<b>188,897</b>
Dự phòng cho vay khách hàng	(930)	(1,151)	(1,634)	(2,026)	(2,451)
Chứng khoán đầu tư	34,261	41,410	48,904	61,486	73,334
<b>Tài sản sinh lãi</b>	<b>136,524</b>	<b>169,776</b>	<b>208,395</b>	<b>255,862</b>	<b>308,378</b>
Tài sản khác	10,001	10,001	11,601	13,457	15,610
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>150,294</b>	<b>184,616</b>	<b>225,249</b>	<b>275,567</b>	<b>331,057</b>
Các khoản nợ NHNN	178	211	256	302	356
Tiền gửi và vay các TCTD	19,685	23,602	28,451	40,446	61,763
Tiền gửi của khách hàng	103,300	122,927	148,741	175,515	207,107
Phát hành giấy tờ có giá	11,027	10,582	12,698	15,238	18,286
Nguồn vốn không chịu lãi khác	6,163	11,616	15,504	20,325	14,198
Tổng nợ phải trả	140,352	168,938	205,651	251,826	301,709
Vốn chủ sở hữu	9,943	15,678	19,598	23,741	29,347
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>150,294</b>	<b>184,616</b>	<b>225,249</b>	<b>275,567</b>	<b>331,057</b>

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2016E	2017F	2018F	2019F	2020F
Thu nhập lãi	11,321	16,878	20,834	25,521	30,925
Chi phí lãi	(6,643)	(8,563)	(10,062)	(11,976)	(14,233)
<b>Thu nhập lãi ròng</b>	<b>4,678</b>	<b>8,315</b>	<b>10,772</b>	<b>13,544</b>	<b>16,693</b>
<b>Thu nhập ngoài lãi ròng</b>	<b>740</b>	<b>1,237</b>	<b>1,358</b>	<b>1,391</b>	<b>1,629</b>
Tổng thu nhập hoạt động	5,418	9,553	12,131	14,936	18,321
Chi phí hoạt động	(3,277)	(4,967)	(6,308)	(7,767)	(9,527)
<b>Lợi nhuận trước chi phí dự phòng</b>	<b>2,141</b>	<b>4,585</b>	<b>5,823</b>	<b>7,169</b>	<b>8,794</b>
Dự phòng	(994)	(1,389)	(1,599)	(1,858)	(1,607)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1,148</b>	<b>3,196</b>	<b>4,224</b>	<b>5,311</b>	<b>7,188</b>
Chi phí thuế	(233)	(703)	(929)	(1,168)	(1,581)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>914</b>	<b>2,493</b>	<b>3,295</b>	<b>4,143</b>	<b>5,606</b>

Chỉ tiêu chính	2016E	2017F	2018F	2019F	2020F
Tăng trưởng tổng tài sản	41.1%	22.8%	22.0%	22.3%	20.1%
Tăng trưởng tín dụng	45.4%	25.0%	24.5%	22.0%	21.0%
Tăng trưởng huy động	38.8%	16.8%	20.9%	18.2%	18.0%
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần	44.2%	77.7%	29.5%	25.7%	23.2%
Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi	-16.6%	67.2%	9.8%	2.4%	17.1%
Tăng trưởng chi phí hoạt động	36.0%	51.6%	27.0%	23.1%	22.7%
Tăng trưởng LN trước DP	24.3%	114.1%	27.0%	23.1%	22.7%
Tăng trưởng LNTT	45.6%	178.5%	32.2%	25.7%	35.3%
CIR	-60.5%	52.0%	52.0%	52.0%	52.0%
NIM	4.1%	5.4%	5.7%	5.8%	5.9%
LDR	61.4%	65.4%	67.4%	67.5%	65.8%
Tỷ lệ nợ xấu	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
LLRR	77.6%	70.4%	80.3%	78.6%	78.6%
ROAA	0.7%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%
ROAE	9.2%	19.5%	18.7%	19.1%	21.1%

**TĂNG TỶ TRỌNG:** Nếu giá mục tiêu cao hơn 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**TRUNG LẬP:** Nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất cổ tức) so với giá thị trường.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** Nếu tổng suất sinh lời kỳ vọng thấp hơn -5%.

## KHUYẾN CÁO

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ư thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.

## LIÊN HỆ

### Trụ sở chính

Tòa nhà Maritime Bank  
Tầng 3, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM.  
ĐT: +84 28 3914 8585  
Fax: +84 28 3821 6899

### Chi nhánh Hà Nội

Tòa nhà CTM  
Tầng 6, 299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội  
ĐT: +84 24 3974 4448  
Fax: +84 24 3974 4501

### Phòng Phân tích

Trưởng phòng Phân tích  
Bạch An Viễn  
[vien.ba@kisvn.vn](mailto:vien.ba@kisvn.vn)

Chuyên viên phân tích Tài chính  
Phạm Thị Tố Tâm  
[tam.pt@kisvn.vn](mailto:tam.pt@kisvn.vn)

Chuyên viên Phân tích Tài chính  
Đặng Gia Tuấn  
[tuan.dg@kisvn.vn](mailto:tuan.dg@kisvn.vn)

Chuyên viên Phân tích Kỹ thuật  
Nguyễn Lê Nguyên Vĩ  
[vi.nl@kisvn.vn](mailto:vi.nl@kisvn.vn)

Chuyên viên Phân tích Vĩ mô  
Chu Lục Ninh  
[ninh.cl@kisvn.vn](mailto:ninh.cl@kisvn.vn)

### Phòng Khách hàng Định chế

Trưởng phòng Khách hàng Định chế  
Lâm Hạnh Uyên  
[uyen.lh@kisvn.vn](mailto:uyen.lh@kisvn.vn)