

HDBank (HSX: HDB)

Triển vọng tích cực trong 2H2024 và năm 2025 nhờ kết quả kinh doanh vượt trội trong 1H2024

- Nhờ tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong 6T2024, chúng tôi kỳ vọng LNST 2024/2025 sẽ tăng lần lượt 28.0% và 29.7% svck.
- Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 kỳ vọng giảm xuống lần lượt 1.9% và 3.9% nhờ chất lượng tài sản được cải thiện trong nửa đầu năm 2024.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho **HDB** và điều chỉnh giá mục tiêu lên mức **31,300 VND/cổ phiếu** nhờ kết quả kinh doanh vượt trội trong 6T2024.

Tăng trưởng vượt trội trong 1H2024 đem tới triển vọng tích cực 2024-2025.

LNST 1H2024 tăng trưởng ấn tượng 47.9% svck, nhờ TOI đạt 16,045 tỷ đồng (+32.9% svck) và chi phí dự phòng 2,396 tỷ đồng (+0.3% svck). Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) giảm nhẹ 30 đcb xuống còn 34.2%. HDB hoàn thành 47.9% so với dự báo lần trước của chúng tôi và 54.5% so với kế hoạch năm 2024.

Chúng tôi dự kiến LNST 2024 tăng 28.0% svck với dự báo NIM giảm trong nửa cuối năm 2024 và HDB sẽ sử dụng 100% hạn mức tín dụng được cấp (25%). LNST 2025 dự kiến tăng 29.7% nhờ thu nhập ngoài lãi phục hồi mạnh mẽ đến từ sự phục hồi của bancassurance và phí dịch vụ. Bên cạnh đó, thu nhập lãi thuần 2025 dự kiến duy trì đà tăng nhờ NIM và tín dụng duy trì mức tương đương năm 2024.

Chất lượng tài sản cải thiện vào cuối năm 2024 so với nửa đầu năm.

Chất lượng tài sản đến cuối Q2/2024 cải thiện đôi chút so với quý trước nhưng vẫn giảm so với cuối năm 2023. Cuối Q2/2024, NPL đạt 2.1%, -14 đcb so với quý trước và +31 đcb so với đầu năm; tỷ lệ nợ nhóm 2 đạt 4.5%, -22 đcb so với quý trước và -92 đcb so với đầu năm. NPL và tỷ lệ nợ nhóm 2 dự kiến giảm lần lượt 1.9% và 3.9% vào cuối năm 2024. Chi phí dự phòng trong nửa cuối năm 2024 dự kiến tăng 7.3% so với nửa đầu năm 2024 và tăng 38.6% svck. Tỷ lệ sử dụng chi phí dự phòng dự kiến đạt 85.0%, kéo theo LLR tăng nhẹ lên 67.9% vào cuối 2024.

Khuyến nghị **KHẢ QUAN** và nâng giá mục tiêu lên 31,300 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu 12 tháng của HDB lên **31,300 đồng/cổ phiếu** dựa trên các yếu tố sau: (i) LNST 2025 tăng 11% nhờ kết quả kinh doanh tích cực dự kiến trong năm 2024; (ii) giảm P/B mục tiêu xuống còn 1.3x, áp dụng cho BVPS bình quân năm 2024-2025 để phản ánh tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong năm 2025. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho HDB nhờ ROE dẫn đầu ngành và tăng trưởng lợi nhuận vượt trội.

Hình 1: Tổng hợp các chỉ số tài chính (Đơn vị: tỷ VND)

Chỉ tiêu tài chính	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Tổng thu nhập hoạt động	26,414	32,773	42,219	56,278
Thu nhập lãi thuần	22,184	29,848	37,909	50,466
NIM	5.1%	5.4%	5.4%	5.9%
Chi phí dự phòng	4,268	4,967	6,254	5,995
LNST	10,336	13,232	17,158	24,510
Tăng trưởng LNST	25.9%	28.0%	29.6%	42.8%
Tăng trưởng tín dụng	31.8%	24.7%	24.6%	25.6%
Tăng trưởng huy động	51.0%	16.2%	19.5%	25.8%
Giá trị sổ sách	15,268	18,697	24,438	32,639
P/B	1.7x	1.4x	1.1x	0.8x

Nguồn: HDB, MBS Research

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu

31,300 VND

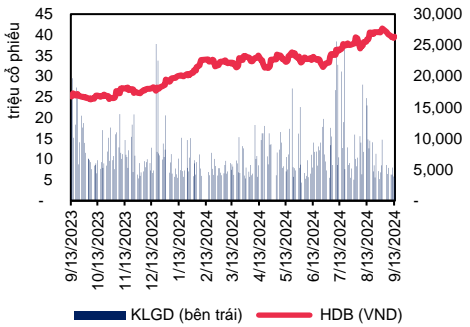
Tiềm năng tăng giá

+23.3%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Giá mục tiêu điều chỉnh tăng 10.2% so với dự báo gần nhất.

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Giá thị trường (VND)	26,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	27,700
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16,300
Vốn hóa (tỷ VND)	76,891
P/E (TTM)	6.3x
P/B (TTM)	1.5x
Tỷ suất cổ tức (%)	N/A
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	18.92%

Nguồn: FiinproX, VSD

Cơ cấu sở hữu (30/06/2024)

Công ty cổ phần Sovico	14.37%
Phạm Văn Đầu	4.31%
Nguyễn Thị Phương Thảo	3.72%
Nguyễn Hữu Đặng	2.75%
Đào Duy Tường	2.73%

Nguồn: FiinproX

Chuyên viên phân tích



Đinh Công Luyện

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

Tăng trưởng lợi nhuận vượt trội trong 1H2024 nhờ tăng trưởng tín dụng ấn tượng và NIM tăng

Cập nhật kết quả kinh doanh Q2/2024 và 6T/2024

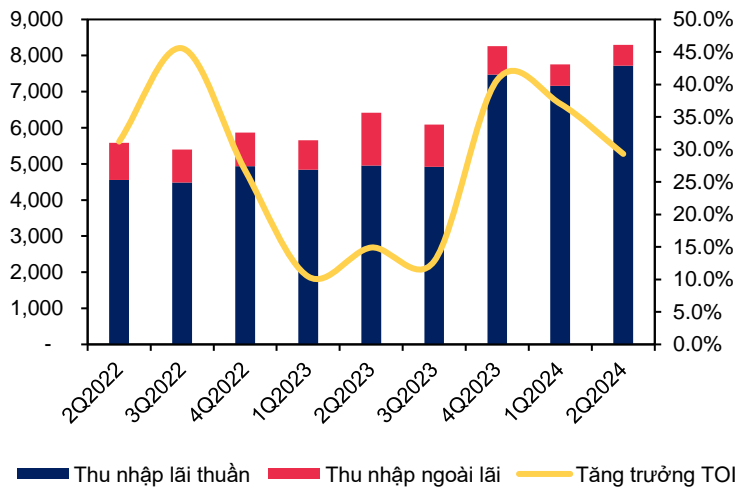
TOI trong 6T2024 tăng đáng kể, chủ yếu nhờ NII tăng trưởng

Hình 2: Cập nhật KQKD Q2/2024 và 6T/2024 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	Q4/23	% svck	6T/2024	% svck	% vs báo cáo gần nhất	Nhận xét
Thu nhập lãi thuần (NII)	7,720	55.8%	14,880	51.9%	52.2%	NIM tăng đáng kể 58 đcb svck trong nửa đầu năm 2024, cùng với đó là tăng trưởng tín dụng ấn tượng 13.0% tính từ đầu năm đến nay đã giúp NII của HDB tăng mạnh 47.8% svck. HDB cũng nằm trong top 3 ngân hàng có mức tăng NIM cao nhất trong 6T/2024.
Thu nhập ngoài lãi (Noll)	573	-60.7%	1,165	-48.8%	25.4%	Hầu hết các hoạt động thu ngoài lãi đã chậm lại trong nửa đầu năm 2024. Thu nhập phí thuần (NFI), vốn là phần lớn nhất của Noll, đã giảm 54.5% svck, chiếm 49.9% tổng thu ngoài lãi. Bên cạnh đó, thu nhập từ chứng khoán ghi nhận lỗ 64 tỷ đồng trong khi cùng kỳ năm trước lãi 644 tỷ đồng. Thu nhập từ vàng và ngoại hối tăng gấp 5 lần svck, chiếm 41.6% Noll.
Tổng thu nhập hoạt động	8,293	29.3%	16,045	32.9%	48.5%	
Chi phí hoạt động	3,030	35.3%	5,484	30.7%	48.7%	Mặc dù CIR trong năm 2024 tăng đáng kể lên 36.5% so với mức 31.7% trong Q1/2024, nhưng CIR trong nửa đầu năm 2024 đã được giữ ổn định ở mức 34.2%, thấp hơn một chút so với mức 34.8% trong nửa đầu năm 2023.
LN trước dự phòng	5,263	26.1%	10,561	34.1%	48.3%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	1,126	-21.4%	2,396	0.3%	48.3%	NPL tăng trưởng chậm lại khiến HDB giảm trích lập dự phòng trong Q2/2024 so với quý trước dẫn tới dự phòng rủi ro tín dụng trong 6T2024 đi ngang svck.
LNST	3,252	49.2%	6,465	47.8%	47.9%	
Tăng trưởng tín dụng (YTD)	13.0%	365 đcb				
Tăng trưởng huy động (YTD)	3.0%	-1792 đcb				
NIM	5.8%	98 đcb	5.7%	75 đcb		Chi phí vốn (COF) đã giảm đáng kể 59 đcb so với quý trước và 258 đcb svck trong Q2/2024, nhờ môi trường lãi suất thấp.
CIR	36.5%	163 đcb	34.2%			
LDR	72.6%	401 đcb				
CASA	9.8%	243 đcb				
NPL	2.1%	-5 đcb				NPL tại 30/06/2024 đã giảm nhẹ so với quý trước đó do HDB đã tăng dựng dự phòng để xử lý nợ xấu và dòng tiền của người vay trả nợ đúng hạn được cải thiện nhờ sự phục hồi của nền kinh tế và môi trường lãi suất thấp.
LLR	58.8%	-254 đcb				
ROE	27.0%	472 đcb				ROE đứng Top 2 ngành ngân hàng trong 6T2024.
ROA	2.2%	33 đcb				

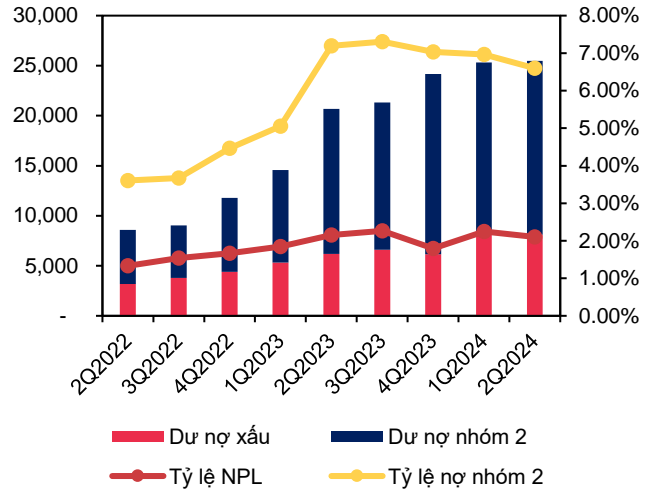
Nguồn: HDB, MBS Research

Hình 3: KQKD theo quý của HDB (Đơn vị: tỷ VND, %)



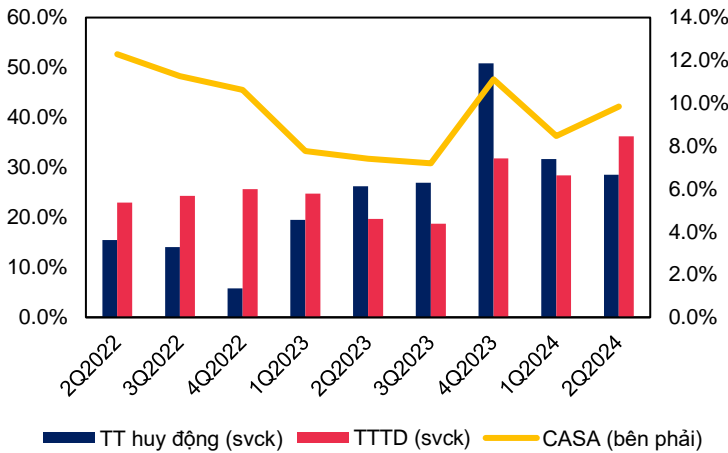
Nguồn: HDB, MBS Research

Hình 4: Chất lượng tài sản theo quý của HDB (%), (tỷ VND)



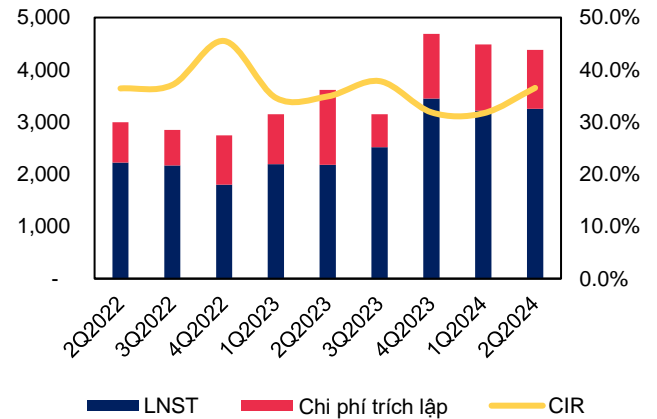
Nguồn: HDB, MBS Research

Hình 5: Tăng trưởng tín dụng và huy động theo quý (Đơn vị: %)



Nguồn: HDB, MBS Research

Hình 6: Cơ cấu thu nhập theo quý của HDB (tỷ VND)



Nguồn: HDB, MBS Research

LNST năm 2024 duy trì so với dự phóng trước đó, cùng với kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận năm 2025 được gia tăng.

Dự kiến hạn mức tín dụng sẽ tăng mạnh nhất nhờ tăng trưởng tín dụng vượt trội trong nửa đầu năm 2024.

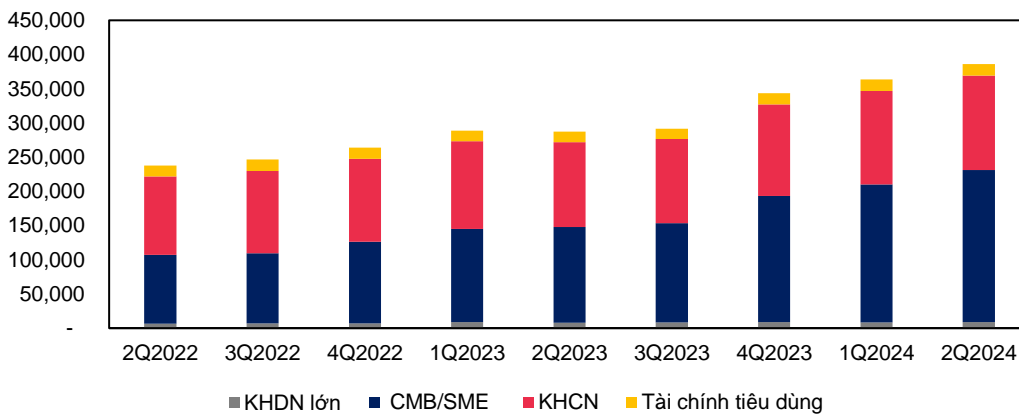
Tính đến ngày 30/06/2024, tăng trưởng tín dụng đã đạt 13.0% so với đầu năm, gấp hơn 2 lần so với mức tăng trung bình của hệ thống ngân hàng (6.0%) và cao hơn nhiều so với các ngân hàng niêm yết (7.6%). Động lực chính đến từ khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ (+59.4% svck, +20.4% so với đầu năm); trong khi, dư nợ cho vay bán lẻ và tiêu dùng chỉ tăng nhẹ 3.2% và 5.3% so với đầu năm.

Trong nửa đầu năm 2024, tăng trưởng tín dụng chủ yếu tập trung vào hoạt động sản xuất và thương mại, trong khi tín dụng bất động sản tăng trưởng chậm hơn do thị trường bất động sản phục hồi yếu. Cuối Q2/2024, dư nợ cho vay bất động

sản chiếm khoảng 18% tổng dư nợ và tỷ lệ nợ xấu của các khoản vay này là 0.3%, thấp nhất trong các ngành.

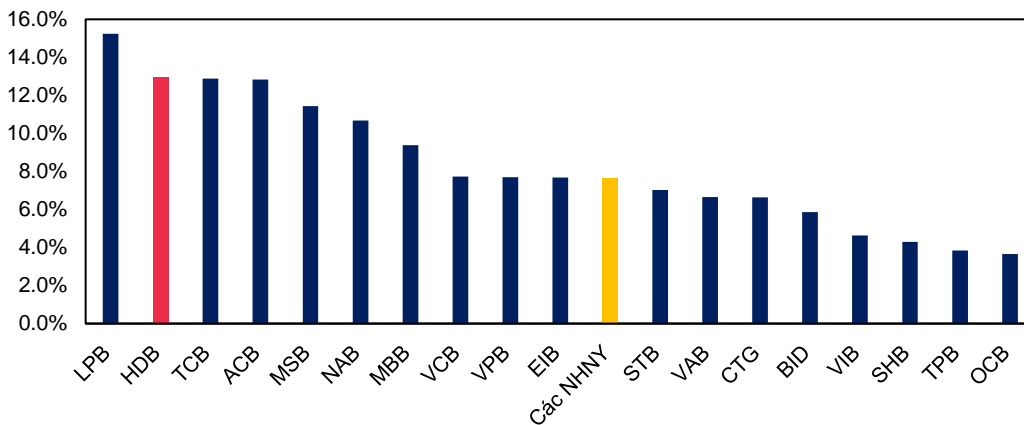
Gần đây, NHNN đã thông báo mở rộng hạn mức tín dụng cho một số ngân hàng đã đạt vượt quá 80% hạn mức được giao. Chúng tôi dự kiến HDB sẽ là một trong những ngân hàng có mức tăng hạn mức tín dụng cao nhất trong năm 2024 (ước tính khoảng 25%) nhờ tăng trưởng tín dụng ấn tượng trong nửa đầu năm 2024. Hơn nữa, chúng tôi tin rằng HDB có thể sử dụng hiệu quả 100% hạn mức tín dụng trong năm 2024 nhờ (i) sự phục hồi mạnh mẽ của tín dụng bán lẻ nông nghiệp do mạng lưới rộng khắp của HDB ở các vùng nông thôn và thành phố cấp 2 kết hợp với nhu cầu tín dụng sản xuất tăng cao trong nửa cuối năm; (ii) tín dụng tiêu dùng sẽ tăng tốc trong mùa tiêu dùng cao điểm cuối năm nhờ thu nhập của người lao động tăng lên sau khi sản xuất và xây dựng phục hồi. Tăng trưởng tín dụng của HDB dự kiến đạt khoảng 18% trong năm 2024.

Hình 7: Tăng trưởng tín dụng theo quý của HDB theo phân khúc khách hàng (%)



Nguồn: HDB, MBS Research

Hình 8: Tăng trưởng tín dụng của các NHNY trong Q2/2024 so với đầu năm 2024 (%)



Nguồn: Các ngân hàng NY, MBS Research

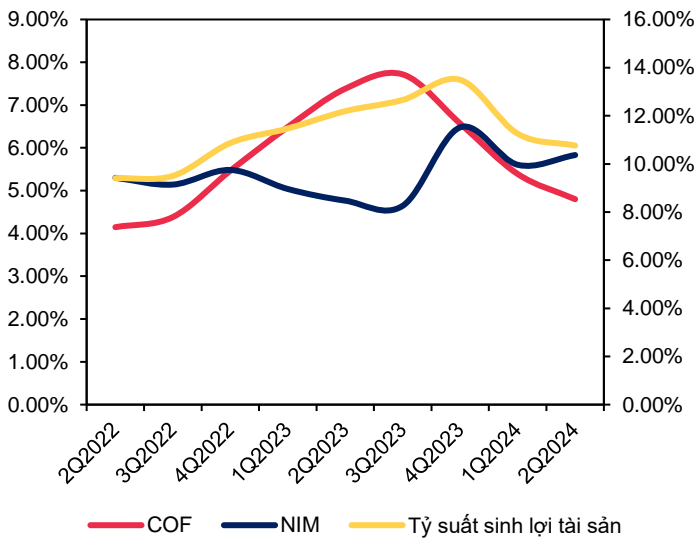
NIM năm 2024 dự kiến sẽ tăng thêm 24 đcb, mặc dù dự báo NIM trong nửa cuối năm sẽ giảm so với nửa đầu năm.

Nhờ lãi suất tiền gửi giảm mạnh, chi phí vốn (COF) của HDB đã giảm đáng kể trong nửa đầu năm 2024, góp phần vào sự phục hồi mạnh mẽ của NIM. NIM trong Q2/2024 đạt 5.8%, +107 đcb svck và +23 đcb so với quý trước, đưa NIM 6T2024 lên 5.7%, + 75 đcb svck. Chúng tôi thấy rằng sự suy giảm lợi nhuận tài sản đã chậm lại nhờ tăng trưởng tín dụng cao, trong khi xu hướng giảm của COF nhanh hơn do môi trường lãi suất thấp. Lợi nhuận tài sản giảm 100 đcb svck trong khi COF giảm 202 đcb trong 6T2024.

Bên cạnh đó, sự phục hồi mạnh mẽ của tăng trưởng tín dụng HDSaison đã đóng góp đáng kể vào sự gia tăng NIM của HDB trong những quý gần đây. Sau 4 quý liên tiếp tăng trưởng âm, HDSaison đã ghi nhận tăng trưởng tín dụng dương 4.2% tính từ đầu năm 2024. Mặc dù xu hướng này đã chậm lại trong quý 2/2024 (5.3% tính từ đầu năm, 1.1% so với quý trước), nhưng chúng ta thấy điều này đã hỗ trợ đáng kể cho sự phục hồi NIM của HDB.

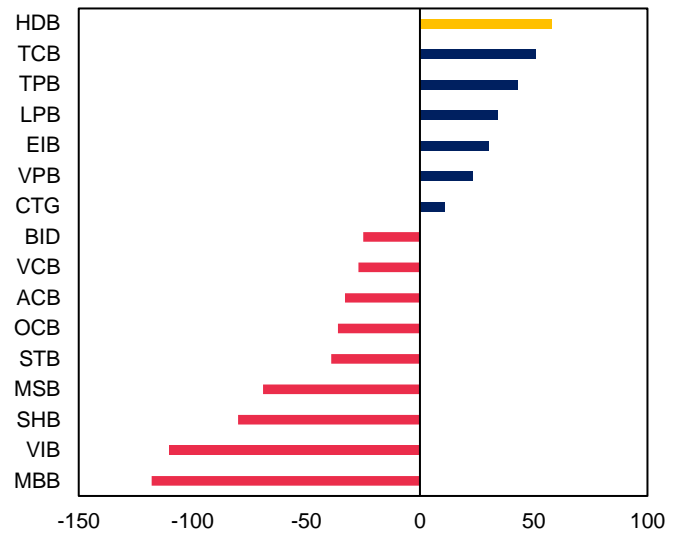
Chúng tôi dự kiến lãi suất tiền gửi sẽ tăng dần trong nửa cuối năm 2024 khi thanh khoản hệ thống được siết chặt, thúc đẩy các ngân hàng tăng cường hoạt động huy động vốn. Trong khi đó, lãi suất cho vay dự kiến sẽ duy trì ở mức thấp và sẽ không tăng đáng kể nhằm hỗ trợ nền kinh tế theo chỉ đạo của NHNN. Do đó, chúng tôi dự phóng NIM của hầu hết các ngân hàng sẽ giảm trong nửa cuối năm 2024 so với nửa đầu năm. Ngoài ra, tỷ lệ CASA của HDB không mang lại lợi thế cạnh tranh đáng kể. Cuối năm 2024, tỷ lệ CASA của HDB đạt 9,8%, tăng nhẹ so với 8,5% vào cuối năm 2023 nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với mức trung bình của ngành 20,9%. Do đó, chúng tôi dự báo NIM của HDB trong nửa cuối 2024 sẽ đạt khoảng 5,0%, kéo giảm NIM cả năm xuống mức 5,4%. Mặc dù vậy, HDB là một trong số ít các ngân hàng dự kiến sẽ tăng NIM trong năm 2024.

Hình 9: NIM, COF và Asset yield theo quý của HDB (%)



Nguồn: HDB, MBS Research

Hình 10: Thay đổi NIM của các NHNY trong 6T2024 (đcb)



Nguồn: HDB, MBS Research

Tăng trích lập dự phòng và xử lý nợ xấu trong nửa cuối năm 2024 để giảm NPL về mức mục tiêu dưới 2%.

Chất lượng tài sản tính đến cuối quý 2/2024 đã được cải thiện đôi chút so với quý trước nhưng vẫn thấp hơn so với cuối năm 2023. Cuối Q2/2024, tỷ lệ nợ xấu (NPL) là 2.1%, -14 đcb so với quý trước và +31 đcb so với đầu năm; tỷ lệ nợ nhóm 2 là 4.5%, -22 đcb so với quý trước và -92 đcb so với đầu năm. Cụ thể, tỷ lệ NPL của ngân hàng mẹ đã biến động tương tự như tỷ lệ NPL hợp nhất, đạt 1.85% vào cuối Q2/2024, -14 đcb so với quý trước và +34 đcb so với cùng kỳ năm trước; trong khi đó, tỷ lệ NPL của HDSaison duy trì ổn định ở mức khoảng 7.5-7.6% trong nửa đầu năm 2024.

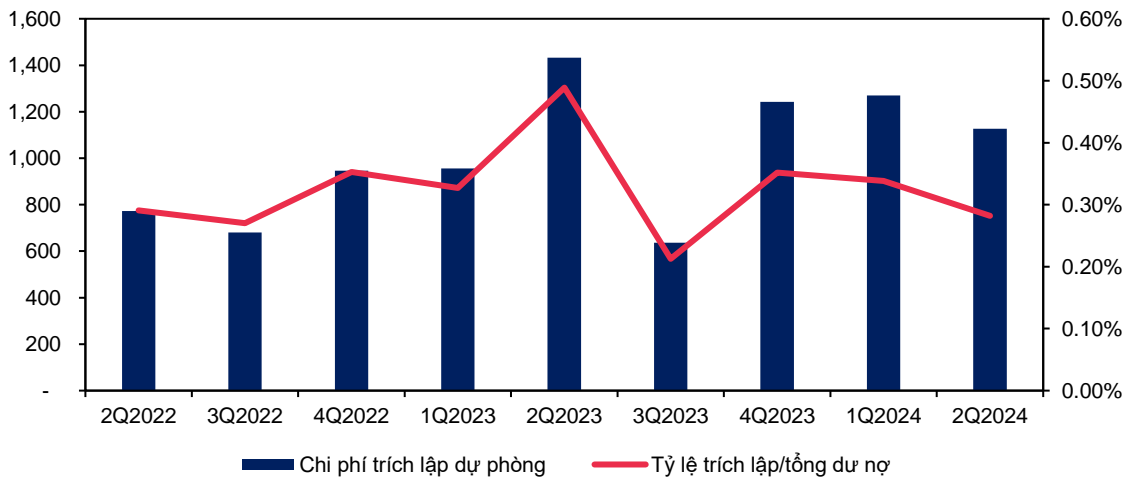
Trích lập dự phòng đã chậm lại trong Q2/2024 so với quý trước nhưng việc sử dụng dự phòng lại được đẩy nhanh. Tỷ lệ trích lập dự phòng trên tổng dư nợ là 0.28% trong Q2/2024, giảm nhẹ so với mức 0.34% của quý trước, tuy nhiên tỷ lệ sử dụng dự phòng lại đạt 101.9%, cao hơn nhiều so với mức 63.2% của Q1/2024. Chi phí dự phòng lũy kế trong nửa đầu năm 2024 là 2,396 tỷ đồng

(+0.3% svck) và đã được sử dụng 80.1% để xử lý nợ xấu. Nhờ kết quả kinh doanh rất tích cực trong nửa đầu năm 2024, HDB đã đẩy nhanh việc dự phòng để kim hãm NPL tăng lên khi tín dụng tăng trưởng. Hơn nữa, chúng tôi đánh giá cao nỗ lực của ngân hàng trong việc ổn định tỷ lệ NPL của HDSaison trong khi vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng tích cực.

Trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi dự kiến áp lực gia tăng NPL sẽ giảm nhờ tăng trưởng tín dụng cao hơn và đẩy nhanh việc xử lý nợ xấu. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ tiếp tục tập trung vào khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ (CMB/SME) vốn có nhu cầu tín dụng cao và chất lượng tài sản tốt hơn so với khách hàng bán lẻ. Mặc dù tỷ lệ của HDSaison vẫn còn cao và gia tăng nhanh, các khoản cho vay này chỉ dành cho khách hàng trung thành có lịch sử tín dụng tốt và chắc chắn không dành cho khách hàng mới. Do đó, chúng tôi tin rằng NPL của HDSaison sẽ duy trì dưới 7.5% vào cuối năm 2024, ảnh hưởng không đáng kể đến NPL của HDB. Chúng tôi dự kiến tỷ lệ NPL và tỷ lệ nhóm 2 sẽ giảm nhẹ xuống lần lượt 1.9% và 3.9% vào cuối năm 2024.

Chi phí dự phòng năm 2024 dự kiến đạt 4,967 tỷ đồng (+16.4% svck). Điều này có nghĩa là dự phòng trong nửa cuối năm 2024 sẽ tăng 7.3% so với nửa đầu năm 2024 và tăng 36.8% svck. Ngoài ra, chúng tôi cũng dự báo tỷ lệ sử dụng chi phí dự phòng trong năm 2024 sẽ đạt 85%. Đến cuối năm 2024, tỷ lệ LLR dự kiến sẽ đạt 67.9%, cao hơn một chút so với mức 65.8% vào cuối năm 2024.

Hình 11: Chi phí trích lập dự phòng và tỷ lệ trích lập/ tổng nợ của HDB theo quý (tỷ VND, %)

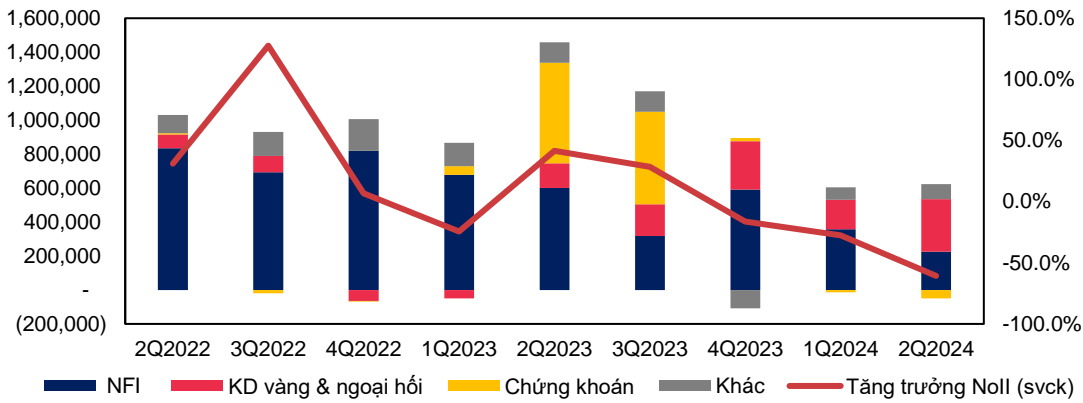


Nguồn: NHTM, MBS Research

Thách thức của sự phục hồi thu nhập ngoài lãi đến từ sự suy giảm của hoạt động banca và phí thanh toán.

Thu nhập phí thuần (NFI) đạt 1,165 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2024, giảm 48,8% svck, trong đó các nguồn thu chính như phí thanh toán và bảo hiểm liên kết ngân hàng giảm mạnh lần lượt 35,3% và 69,4%. Chúng tôi dự phóng tăng trưởng NFI sẽ không tốt hơn so với nửa đầu năm 2024 do (i) cấu trúc thu nhập của NFI trong nửa đầu năm 2024 chủ yếu dựa vào thu nhập từ giao dịch ngoại hối và vàng, vốn không có tính ổn định cao; (ii) NFI dự kiến sẽ tiếp tục giảm trong nửa cuối năm 2024 do hoạt động bảo hiểm liên kết ngân hàng chưa có dấu hiệu phục hồi, trong khi thu nhập phí thanh toán bị ảnh hưởng bởi nhu cầu tín dụng thấp từ khách hàng bán lẻ. Do đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của NFI trong năm 2024 sẽ giảm 30,8% svck, được dẫn dắt chủ yếu bởi tăng thu nhập từ hoạt động thu hồi nợ.

Hình 12: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi của HDB theo quý (tỷ VND, %)



Nguồn: NHTM, MBS Research

Dự phóng KQKD: LNST kỳ vọng tăng 28.0% svck trong năm 2024 và tốc độ tăng trưởng được đẩy lên 29.7% trong năm 2025.

Hình 13: Dự phóng kết quả kinh doanh 2024-2025

Chỉ số tài chính	2023	2024F	% svck	2025F	% svck	Nhận xét
NII	22,184	29,848	34.5%	37,909	27.0%	
Noll	4,230	2,925	-30.8%	4,310	47.4%	NFI sẽ phục hồi mạnh mẽ nhờ vào phí thanh toán, trong khi tăng trưởng phí bảo hiểm ngân hàng vẫn còn chậm trong năm 2024.
TOI	26,414	32,773	24.1%	42,219	28.8%	
Chi phí hoạt động	9,129	11,143	22.1%	14,355	28.8%	
LN trước dự phòng	17,284	21,630	25.1%	27,865	28.8%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	4,268	4,967	16.4%	6,262	26.1%	Dự phòng sẽ được duy trì ở mức cao trong năm 2025 như năm 2024 để duy trì NPL dưới 2%.
LN ròng	10,336	13,232	28.0%	17,158	29.7%	
Tăng trưởng tín dụng (YTD)	31.8%	24.7%	-712 đcb	24.6%	-5 đcb	
Tăng trưởng huy động (YTD)	51.0%	16.2%	-3472 đcb	19.5%	330 đcb	
NIM	5.1%	5.4%	23 đcb	5.4%	9 đcb	Lãi suất cho vay dự kiến sẽ duy trì ở mức hiện tại trong vòng 12-18 tháng tới để hỗ trợ nền kinh tế, đặc biệt là khi thị trường bất động sản chưa phục hồi hoàn toàn.
CIR	34.6%	34.0%	-56 đcb	34.0%	0 đcb	
LDR	65.9%	70.6%	478 đcb	73.7%	300 đcb	
CASA	11.1%	10.9%	-25 đcb	10.9%	0 đcb	
NPL	1.8%	1.9%	7 đcb	1.5%	-41 đcb	
LLR	65.8%	67.9%	203 đcb	94.6%	2674 đcb	
ROE	25.4%	26.8%	136 đcb	27.3%	56 đcb	
ROA	2.0%	2.0%	1 đcb	2.2%	20 đcb	

Nguồn: HDB, MBS Research

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi nâng giá mục tiêu 12 tháng cho HDB lên **31,300 VND/cp** (+10.2% so với dự báo gần nhất) vì (i) tăng dự báo LNST thêm 11.0% trong năm 2025 dựa vào giả định rằng kết quả kinh doanh năm 2024 tích cực đi cùng với chất lượng tài sản vững chắc giúp LNST tăng khả quan trong năm 2025; (ii) sử dụng BVPS bình quân năm 2024-2025 với mức P/B ở mức 1.3x nhằm phản ánh tiềm năng thu nhập năm tới. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho HDB do:

- Tăng trưởng LNST kỳ vọng duy trì trên 28%/năm cho 5 năm tới như trong 5 năm vừa qua. Động lực chính vẫn đến từ NIM được duy trì trên 5% trong khi tăng trưởng tín dụng trên 20%.
- ROE duy trì mức cao hàng đầu ngành nhờ khả năng tối ưu hóa hiệu quả hoạt động và sử dụng vốn, đóng góp cho tỷ lệ P/B của HDB luôn vượt trội hơn các ngân hàng tương đương.

Tóm tắt các giả định trong phương pháp định giá

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp nhằm định giá cổ phiếu HDB: Thu nhập thặng dư và so sánh P/B.

- **P/B:** Chúng tôi sử dụng tỷ lệ P/B mục tiêu 1.3x để áp dụng cho giá trị sổ sách cuối kỳ bình quân của HDB trong 2024-2025. Tỷ lệ P/B này được cho là hợp lý so với toàn ngành (1.3x, không bao gồm các ngân hàng quốc doanh) và phản ánh khả năng tăng trưởng vượt trội trước những thách thức của toàn ngành.
- Về phương pháp chiết khấu thu nhập thặng dư, tỷ lệ giá trị sổ sách trong thành phần định giá chỉ là 45.2%, cho thấy triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực của HDB trong những năm tới.

Rủi ro đầu tư

- Sự phục hồi chậm của thị trường bất động sản, đặc biệt là thị trường sơ cấp, đang đặt ra một thách thức lớn cho tăng trưởng tín dụng của HDB và toàn ngành trong các quý tới.
- Sự giảm sút mạnh mẽ nhu cầu cùng với những hạn chế của luật tín dụng mới về hoạt động banca đã làm giảm đáng kể phí banca, dẫn đến suy giảm thu nhập ngoài lãi của hầu hết các ngân hàng. Chúng tôi lo ngại rằng xu hướng này sẽ tiếp tục trong 12-18 tháng tới.

Định giá

Hình 14: Định giá thu nhập thặng dư

	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lãi suất phi rủi ro	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
Phần bù rủi ro	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Beta	1.59	1.59	1.59	1.59	1.59
Chi phí VCSH	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%
Tăng trưởng dài hạn	3.0%				
<i>(Unit: VND bn)</i>					
Thu nhập thặng dư (RI)	3,833	5,245	8,748	9,937	9,032
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	3,833	4,460	6,327	6,111	4,724
VCSH đầu kỳ	44,469				
Tổng GTHT của thu nhập thặng dư	25,455				
Giá trị hiện tại của terminal value	28,361				
VCSH cuối kỳ	98,285				
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2,913				
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)	33,700				

Nguồn: MBS Research

Hình 15: Bảng so sánh giữa các ngân hàng Việt Nam (giá đóng cửa ngày 17/09/2024)

	Giá hiện tại (VND/cp)	Vốn hóa (tỷ VND)	Tổng tài sản (tỷ VND)	P/E		P/B		ROE		ROA	
				TTM	2024	TTM	2024	TTM	2024	TTM	2024
BID	48,700	279,036	2,521,053	11.7x	11.1x	2.1x	1.9x	18.8%	16.9%	1.0%	0.9%
VCB	90,500	193,588	1,905,639	14.8x	14.6x	2.7x	2.5x	19.5%	17.1%	1.8%	1.7%
CTG	34,950	510,284	2,161,429	8.4x	8.3x	1.3x	1.3x	15.9%	17.3%	1.0%	1.8%
MBB	24,250	130,005	988,605	5.8x	6.2x	1.2x	1.1x	22.6%	22.2%	2.3%	2.4%
TCB	22,750	162,388	908,307	7.0x	6.6x	1.1x	1.1x	16.2%	16.6%	2.5%	2.5%
VPB	18,650	147,968	864,392	11.8x	10.2x	1.1x	1.0x	9.1%	11.7%	1.4%	1.8%
ACB	24,500	109,880	769,679	6.4x	5.9x	1.4x	1.3x	22.9%	21.6%	2.3%	2.3%
STB	29,850	56,274	717,313	6.7x	6.6x	1.1x	1.0x	17.6%	16.2%	1.2%	1.2%
HDB	26,600	77,183	624,443	6.2x	5.8x	1.5x	1.4x	26.2%	23.3%	2.1%	1.9%
LPB	30,700	78,007	442,583	8.3x	9.5x	1.9x	1.9x	24.7%	21.6%	2.1%	2.0%
VIB	18,150	54,369	430,962	6.8x	6.0x	1.4x	1.1x	20.5%	23.4%	1.9%	2.2%
TPB	18,150	40,290	361,555	8.0x	7.4x	1.1x	1.1x	14.1%	14.5%	1.3%	1.5%
OCB	11,600	28,480	238,884	7.9x	4.8x	1.0x	0.7x	13.0%	15.9%	1.6%	1.9%
Trung bình loại trừ SOEs		88,484	634,672	7.5x	6.9x	1.3x	1.2x	18.7%	18.7%	1.9%	2.0%
<i>Trung bình</i>		<i>143,673</i>	<i>994,988</i>	<i>8.4x</i>	<i>7.9x</i>	<i>1.4x</i>	<i>1.3x</i>	<i>18.5%</i>	<i>18.3%</i>	<i>1.7%</i>	<i>1.8%</i>

Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Hình 16: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	33,700	50%	16,850
P/B (P/B mục tiêu = 1.3x cho BVPS bình quân 2024-2025)	28,900	50%	14,450
Giá mục tiêu			31,300

Nguồn: MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	Tỷ số tài chính	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Thu nhập lãi thuần	22,184	29,848	37,909	50,466	Tăng trưởng				
Lãi thuần từ Dịch vụ	2,188	959	1,898	2,736	Tổng tài sản	44.7%	15.5%	20.5%	26.6%
Lãi thuần từ vàng và ngoại hối	565	894	1,120	1,437	Cho vay và CK	29.1%	24.9%	21.4%	28.5%
Lãi thuần từ CKKD	42	213	289	291	Tiền gửi KH & GTCG	46.4%	16.2%	19.5%	25.8%
Lãi thuần từ CKĐT	1,167	492	536	702	LNTT	25.9%	28.0%	29.7%	42.9%
Lãi thuần từ HĐ khác	259	366	467	645					
Tổng thu nhập hoạt động	26,414	32,773	42,219	56,278	An toàn vốn				
Chi phí hoạt động	9,129	11,143	14,355	19,416	CAR	14.4%	14.5%	N/A	N/A
Chi phí DPRRTD	4,268	4,967	6,257	5,995	VCSH/Tổng tài sản	8.4%	7.9%	8.5%	9.1%
LNTT	13,017	16,663	21,608	30,867	Đòn bẩy tài chính	11.93	12.59	11.75	11.03
Chi phí thuế TNDN	2,681	3,432	4,450	6,357					
LNST	10,336	13,232	17,158	24,510	Chất lượng tài sản				
LN cổ đông thiểu số	(265)	(331)	(429)	(613)	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	1.8%	1.9%	1.5%	1.4%
LNST cho Ngân hàng	10,071	12,901	16,729	23,897	Tỷ lệ nợ nhóm 2	5.2%	3.9%	3.3%	2.5%
					Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	65.8%	67.9%	94.6%	95.7%
Cân đối kế toán (tỷ đồng)	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26					
Tiền và tương đương tiền	2,810	2,745	3,906	4,333	Thanh khoản				
Tiền gửi tại NHNN	41,482	21,179	25,932	32,293	Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	65.9%	70.6%	73.7%	73.6%
Tiền gửi và cho vay các TCTD	96,515	105,367	116,568	135,234	TS thanh khoản/TTS	33.8%	30.0%	27.8%	28.3%
Chứng khoán kinh doanh (CKKD)	18,581	21,392	26,532	33,168	TS thanh khoản/tiền gửi KH	42.2%	36.8%	35.4%	36.2%
Phái sinh và các CCTC khác	110	110	110	110					
Hoạt động mua nợ	-	-	-	-	Khả năng sinh lợi				
Cho vay khách hàng	343,404	427,834	530,632	663,367	ROA	2.0%	2.0%	2.2%	2.6%
Dự phòng cho vay	(4,054)	(5,416)	(7,298)	(8,842)	ROE	25.4%	26.8%	27.3%	29.5%
Chứng khoán đầu tư	44,092	58,151	59,693	95,409	NIM	5.1%	5.4%	5.4%	5.9%
Đầu tư dài hạn khác	144	156	157	158	TN lãi thuần/Tổng TNHĐ	84.0%	91.1%	89.8%	89.7%
Tài sản cố định	1,423	1,540	1,674	1,829	Chi phí HĐ/Tổng TNHĐ (CIR)	34.6%	34.0%	34.0%	34.5%
BĐS đầu tư	-	-	-	-					
Tài sản Cố khác	57,809	62,657	80,605	104,601	Định giá				
TỔNG TÀI SẢN	602,315	695,714	838,511	1,061,659	EPS cơ bản (VND)	3,458	4,429	5,744	8,205
					Giá trị sổ sách (VND)	15,268	18,697	24,438	32,639
Nợ NHNN, Chính phủ	27	-	-	-	P/E	7.6x	6.0x	4.6x	3.2x
Tiền gửi, vay các TCTD khác	112,087	132,201	156,523	228,357	P/B	1.7x	1.4x	1.1x	0.8x
Tiền gửi của khách hàng	370,778	436,267	501,693	601,961					
Phái sinh và các CCTC khác	-	-	-	-					
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	2,811	3,966	4,696	6,851					
Phát hành giấy tờ có giá	50,938	51,340	82,779	100,832					
Các khoản nợ khác	19,274	15,223	18,954	25,293					
NỢ PHẢI TRẢ	555,915	638,997	764,644	963,294					
VỐN CHỦ SỞ HỮU	46,400	56,717	73,867	98,366					
Vốn điều lệ	29,076	29,076	29,076	29,076					
Thặng dư vốn cổ phần	536	536	536	536					
Cổ phiếu quỹ	(413)	(413)	(413)	(413)					
Vốn khác	0	0	0	0					
Quỹ của TCTD	4,708	5,714	7,019	8,883					
LN chưa phân phối	10,562	19,542	34,957	56,980					
Lợi ích CĐ không kiểm soát	1,931	2,262	2,691	3,304					
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	602,315	695,714	838,511	1,061,659					

Nguồn: BCTC HDB, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

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

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

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu
Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng
Nguyễn Tiến Dũng

Dịch vụ - Tiêu dùng
Nguyễn Quỳnh Ly

Vĩ mô & Chiến lược thị trường
Ngô Quốc Hưng
Nghiêm Phú Cường
Đinh Hà Anh
Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính
Đinh Công Luyện
Nguyễn Đức Hào

Bất động sản
Nguyễn Minh Đức
Nguyễn Minh Trí
Lê Hải Thành

Công nghiệp – Năng Lượng
Nguyễn Hà Đức Tùng
Phạm Thị Thanh Huyền