

**Biểu đồ giá**

**Thông tin cổ phiếu vào ngày 6/3/2018**

Giá CP (đồng)	43.200
Số lượng niêm yết hiện tại	981.000.000
Số lượng CP đang lưu hành	981.000.000
Giá cao nhất trong 52 tuần	47.800
Giá thấp nhất trong 52 tuần	39.600
Thay đổi giá trong 3 tháng	NA
Thay đổi giá trong 6 tháng	NA
Thay đổi giá trong 12 tháng	NA
Khối lượng CP giao dịch tự do	745.560.000
Giá trị giao dịch (triệu đồng) (GTTB trong 5 ngày GD gần nhất)	104.042
GT vốn hóa t.t (triệu đồng)	42.379.200
GT vốn hóa t.t (triệu USD)	1.867
Số lượng được phép sở hữu	294.300.000
Số lượng còn được phép mua	37.325.516
% sở hữu nước ngoài	26,20%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	30,00%

Chỉ số chính	FY2017	FY2018F
<b>Hệ số vốn</b>		
CAR	13,4%	12,5%
Vốn chủ sở hữu/ Tổng TS	7,8%	8,0%
Tổng tài sản/ Vốn chủ sở hữu	12,8	12,5
<b>Chất lượng tài sản</b>		
Tổng TS có rủi ro/ Tổng TS	92,6%	92,6%
Nợ xấu nhóm 3-5	1,52%	1,50%
<b>Khả năng thanh khoản</b>		
Cho vay/ huy động	79%	82%
Đi vay liên NH/ Tổng tiền gửi	22%	22%
<b>Khả năng sinh lợi</b>		
ROA	1,15%	1,53%
ROE	15,8%	19,3%
NIM	4,06%	4,60%
CIR	54,38%	46,13%

**Trưởng bộ phận Ngành Ngân hàng**  
 Đỗ Minh Trang  
 trang.dminh@hsc.com.vn

**Mô hình lợi nhuận và định giá**

Đơn vị: triệu đồng	FY2016A	FY2017	% y/y	FY2018F	% y/y
Tổng tài sản	150.294.272	189.334.259	25,98%	225.766.109	19,24%
Tổng dư nợ cho vay KH	82.233.062	104.504.776	27,08%	130.630.970	25,00%
Tổng tiền gửi khách hàng	103.299.771	120.537.469	16,69%	144.754.198	20,09%
Thu nhập lãi thuần	4.678.080	6.374.823	36,27%	8.957.249	40,51%
Thu nhập ngoài lãi	740.146	1.152.327	55,69%	1.285.150	11,53%
Tổng thu nhập	5.418.226	7.527.150	38,92%	10.242.399	36,07%
Chi phí hoạt động	-3.276.988	-4.093.625	24,92%	-4.724.951	15,42%
LN trước chi phí dự phòng rủi ro	2.141.238	3.433.525	60,35%	5.517.447	60,69%
Chi phí dự phòng	-993.605	-1.016.760	2,33%	-1.558.910	53,32%
Lợi nhuận trước thuế	1.147.633	2.416.765	110,59%	3.958.537	63,79%
LNST thuộc về cổ đông cty mẹ	738.132	1.746.472	136,61%	2.871.957	64,44%
NIM	4,13%	4,06%	-1,61%	4,60%	13,30%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	21,18%	32,11%	51,59%	38,65%	20,37%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	13,62%	23,20%	70,3%	28,04%	20,85%

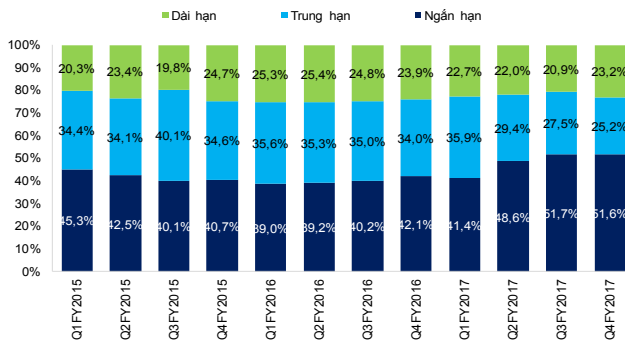
ĐỊNH GIÁ	FY2016A	FY2017	FY2018F
Số CP lưu hành bình quân	810.000.000	831.183.287	986.805.370
Số lượng CP lưu hành cuối kì	810.000.000	981.000.000	1.000.620.000
Giá trị hợp lý (đồng)	10.000	43.200	43.200
GT vốn hóa TT (triệu VND)	8.100.000	42.379.200	43.226.784
GT vốn hóa TT (triệu US\$)	358	1.871	1.908,47
BVPS (đồng)	11.502	14.348	17.143
EPS (đồng)	911	2.101	2.910
P/E (lần)	11,0	20,6	14,8
P/B (lần)	0,87	3,01	2,52

Nguồn: HDB, (F): HSC dự báo

- Ngân hàng TMCP Phát triển T.P Hồ Chí Minh (HDB; Khả quan) gần đây đã công bố KQKD năm 2017 với tăng trưởng rất tốt, cụ thể LNTT hợp nhất chưa kiểm toán tăng trưởng 110,59% (đạt 2.417 tỷ đồng).
- Thu nhập lãi thuần hợp nhất tăng trưởng 36,27% đạt 6.374 tỷ đồng.
- Thu nhập ngoài lãi hợp nhất tăng trưởng 55,69% đạt 1.152 tỷ đồng.
- Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất sau khi xóa nợ ở mức rất thấp là 1,52%; ở riêng Ngân hàng mẹ HDBank thì tỷ lệ này chỉ là 1,1%.
- Cho năm 2018, HSC giữ nguyên dự báo LNTT hợp nhất tăng trưởng 63,79% đạt 3.958 tỷ đồng.
- HDBank nằm trong top 8 các NHTMCP và top 3 công ty tài chính tiêu dùng. Cổ phiếu xứng đáng với mức định giá phản ánh đầy đủ triển vọng tăng trưởng cao hơn mức bình quân ngành trong 3 năm tới nhờ tình hình tài chính lành mạnh và các hệ số an toàn được kiểm soát tốt.
- Chúng tôi đưa ra đánh giá KHẢ QUAN đối với cổ phiếu HDB với giá trị hợp lý ước tính là 48.000 đồng; tương đương P/B dự phóng năm 2018 là 2,8 lần. Định giá của chúng tôi dựa trên P/B hiện tại bình quân ngành là 2,68 lần (có bao gồm VCB) và 2,0 lần (không bao gồm VCB).

**HDBank công bố KQKD năm 2017 vượt kỳ vọng. Triển vọng tương lai rất khả quan. Chúng tôi đánh giá Khả quan đối với cổ phiếu HDB.**

**HDB hợp nhất - Cơ cấu cho vay kỳ hạn**



Nguồn: HDB

**Ngân hàng TMCP Phát triển T.P Hồ Chí Minh (HDB; Khả quan)** gần đây đã công bố KQKD năm 2017 với tăng trưởng rất tốt, cụ thể LNTT hợp nhất chưa kiểm toán tăng trưởng 110,59% (đạt 2.417 tỷ đồng). Ngân hàng mẹ vẫn là động lực tăng trưởng chính trong năm nay với cho vay khách hàng tăng trưởng mạnh 28,08% và LNTT tăng trưởng vượt trội 145,9% nhờ chi phí dự phòng giảm mạnh 30,87%. Trong khi đó, HD Saison tăng trưởng chậm hơn một chút với cho vay khách hàng tăng trưởng 17,30% trong khi đó chi phí dự phòng tăng mạnh 54,72%. Do đó, HD Saison đóng góp khoảng 520 tỷ đồng LNTT (tăng trưởng 17,84% và chiếm 22% tổng LNTT hợp nhất).

**Kết luận nhanh – Chúng tôi đánh giá Khả quan đối với cổ phiếu HDBank với giá trị hợp lý ước tính là 48.000 đồng, tương đương P/B dự phóng 2018 là 2,8 lần. Định giá của chúng tôi dựa trên mức P/B bình quân các ngân hàng đã niêm yết là 2,68 lần. HDBank nằm trong top 8 các NHTMCP và top 3 công ty tài chính tiêu dùng. Cổ phiếu xứng đáng với mức định giá phản ánh đầy đủ triển vọng tăng trưởng cao hơn mức bình quân ngành trong 3 năm tới nhờ tình hình tài chính lành mạnh và các hệ số an toàn được kiểm soát tốt. Cùng với đó là tiềm năng tăng trưởng từ hệ sinh thái khách hàng độc nhất kết hợp với Vietjet Air. Chiến lược của Ngân hàng là tập trung vào mở rộng hệ thống mạng lưới chủ yếu tại khu vực nông thôn hướng đến đối tượng khách hàng cá nhân và các DNNVV. Trong khi đó, HDBank cũng là cổ phiếu NHTMCP đã niêm yết duy nhất còn room khối ngoại trên sàn.**

Do thiếu thông tin đầy đủ về BCTC 2017 của HD Saison, chúng tôi tập trung vào phân tích KQKD hợp nhất kết

**HDB - KQKD hợp nhất**

Đơn vị: triệu đồng	FY2016A	FY2017	y/y%
Thu nhập lãi thuần	4,678,080	6,374,823	36.27%
Thu nhập từ dịch vụ & lãi tỷ giá	118,224	178,751	51.20%
Lãi thuần từ hoạt động ngoại hối	209,284	129,913	-37.93%
Thu nhập từ mua bán CKKD	82,503	5,708	-93.08%
Thu nhập từ mua bán CKĐT	151,159	484,895	220.78%
Thu nhập khác	166,691	309,179	85.48%
Thu nhập từ HĐ góp vốn, mua cp	12,285	43,881	257.19%
Tổng thu nhập từ HĐKD	5,418,226	7,527,150	38.92%
Chi phí HĐKD	(3,276,988)	(4,093,625)	24.92%
Lợi nhuận trước dự phòng	2,141,238	3,433,525	60.35%
Chi phí dự phòng	(993,605)	(1,016,760)	2.33%
LNTT	1,147,633	2,416,765	110.59%

Nguồn: HDB

hợp với KQKD riêng lẻ của HDBank. KQKD của HD Saison được đề cập trong báo cáo này là kết quả được tính từ BCTC hợp nhất và BCTC ngân hàng mẹ dựa trên giả định của chúng tôi về các giao dịch nội bộ giữa HDBank và HD Saison.

**Cho vay khách hàng hợp nhất tăng trưởng 27,08% đạt 104,50 nghìn tỷ đồng** – Trong đó HDBank đạt tăng trưởng tín dụng 28,08%, tương đương 95,05 nghìn tỷ đồng và tăng trưởng cho vay khách hàng của HD Saison là 17,30% đạt 9,45 nghìn tỷ đồng.

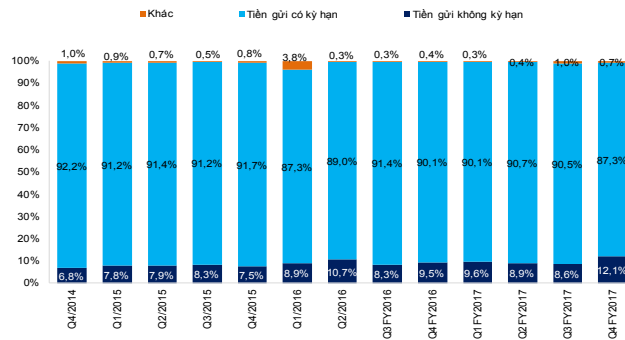
**Theo kỳ hạn, cho vay ngắn hạn là động lực tăng trưởng chính** – Cụ thể,

- Cho vay khách hàng ngắn hạn hợp nhất tăng trưởng 64,66% đạt 56,07 nghìn tỷ đồng (chiếm 53,66% tổng dư nợ so với tỷ trọng 41,41% trong năm 2016).
- Cho vay trung và dài hạn chỉ tăng trưởng 0,53% đạt 48,42 nghìn tỷ đồng (chiếm 46,34% tổng dư nợ so với tỷ trọng 58,59% trong năm 2016).

**Xu hướng tăng trưởng mạnh hơn của cho vay ngắn hạn được phản ánh rõ hơn ở ngân hàng mẹ - với;**

- Cho vay ngắn hạn tăng trưởng mạnh 70,91% đạt 51,76 nghìn tỷ đồng (chiếm 54,47% tổng dư nợ so với tỷ trọng 40,82% trong năm 2016).
- Cho vay trung và dài hạn giảm nhẹ 1,45% xuống 43,27 nghìn tỷ đồng (chiếm 45,53% tổng dư nợ so với tỷ trọng 59,18% trong năm 2016).

**HDB hợp nhất - Cơ cấu tiền gửi khách hàng**



Nguồn: HDB

HDBank có thể mạnh trong cung cấp các khoản vay bổ sung vốn lưu động cho các DNNVV. Và có vẻ như đây là động lực chính cho tăng trưởng cho vay khách hàng của Ngân hàng trong năm 2017.

Theo loại tiền,

- Cho vay bằng VND tăng trưởng 25,78% đạt 87,61 nghìn tỷ đồng (chiếm 92,17% tổng dư nợ so với tỷ trọng 93,86% trong năm 2016).
- Cho vay bằng USD tăng trưởng mạnh 63,20% đạt 7.440 tỷ đồng (chiếm 7,83% tổng dư nợ so với tỷ trọng 6,14% trong năm 2016).

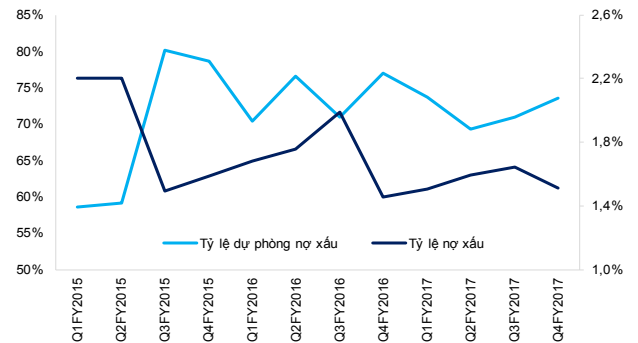
**Chúng tôi cũng thiếu thông tin về cơ cấu cho vay theo ngành và theo đối tượng khách hàng** – Tuy nhiên, từ báo cáo trước đó, chúng tôi nhận thấy HDBank có tỷ trọng cho vay lớn đối với các ngành sản xuất, xây dựng, BĐS và nông nghiệp.

**Tiền gửi khách hàng hợp nhất tăng trưởng 16,69% đạt 120,53 nghìn tỷ đồng** – Con số này rõ ràng chỉ phản ánh bức tranh của ngân hàng mẹ do HD Saison là công ty tài chính và do đó không thể huy động tiền gửi từ khách hàng cá nhân. Thay vào đó, HD Saison huy động vốn chủ yếu qua phát hành giấy tờ có giá và vay liên ngân hàng. Tuy nhiên, thậm chí bao gồm cả các giấy tờ có giá, tổng huy động hợp nhất cũng chỉ tăng trưởng khiêm tốn 14% đạt 130,33 nghìn tỷ đồng.

Theo kỳ hạn;

- Tiền gửi có kỳ hạn tăng trưởng 13,08% đạt 105,25 nghìn tỷ đồng (chiếm 87,25% tổng tiền gửi khách hàng).
- Tiền gửi không kỳ hạn tăng trưởng mạnh 49,8% đạt 15,37 nghìn tỷ đồng (chiếm 12,75% tổng tiền gửi khách hàng so với tỷ trọng 9,93% trong năm 2016).

**HDB hợp nhất - Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ dự phòng/nợ xấu**



Nguồn: HDB

Theo loại tiền;

- Tiền gửi khách hàng bằng VND tăng vừa phải 15,57% đạt 116,69 nghìn tỷ đồng (chiếm 96,74% tổng tiền gửi khách hàng so với tỷ trọng 97,56% trong năm 2016).
- Trong khi đó tiền gửi khách hàng bằng USD tăng trưởng mạnh 55,88% đạt 3,92 nghìn tỷ đồng (chiếm 3,26% tổng tiền gửi khách hàng so với tỷ trọng 2,44% trong năm 2016).

**HDBank sử dụng nguồn vốn vay liên ngân hàng nhiều hơn** – để bù đắp cho tăng trưởng tiền gửi khách hàng giảm. Do đó, vay liên ngân hàng tăng mạnh 89,07% lên 37,21 nghìn tỷ đồng, chiếm 22,21% tổng huy động so với tỷ trọng 14,69% trong năm 2016 và 7,41% trong năm 2015. Nhờ vậy, Ngân hàng có thể tăng tỷ lệ NIM mà không gặp rủi ro thanh khoản nghiêm trọng với tổng giá trị danh mục trái phiếu lớn, đạt 50,59 nghìn tỷ đồng (tăng 45,25%).

**Hệ số LDR thuần đạt 86,7% so với mức 79,6% trong năm 2016** – Hệ số LDR thuần của Ngân hàng mẹ chỉ là 78,80% (năm 2016 là 71,81%). Mặc dù tăng, hệ số LDR thuần của Ngân hàng vẫn ở mức thấp hơn so với hầu hết các ngân hàng khác.

**Tỷ lệ NIM hợp nhất giảm 0,1% xuống 4,06% (năm 2016 là 4,16%)** – mặc dù tỷ lệ NIM của HDBank tăng thêm 0,14% lên 2,46%. Như vậy tỷ lệ NIM của HD Saison vẫn tiếp tục giảm do áp lực về cạnh tranh. Lãnh đạo Ngân hàng cho biết, HDBank và HD Saison có một số khoản tiền gửi liên ngân hàng bằng USD với lãi suất 0% và phần lớn cho vay liên ngân hàng là từ giao dịch swap USD/VND dẫn đến giá trị tài sản sinh lãi lớn hơn thực tế, do đó tỷ lệ NIM hợp nhất thực tế là 4,2% trong năm 2017 (năm 2016 là 4,1%), và tỷ lệ NIM cho ngân hàng mẹ là 2,51% trong năm 2017.

**Về ngân hàng, chúng tôi lưu ý** – lợi suất gộp giảm 0,2% xuống 7,58% đồng thời chi phí huy động bình quân cũng giảm 0,23% xuống 5,08%. Mặc dù HDBank là ngân hàng tư nhân, lợi suất gộp cho vay khách hàng của Ngân hàng vẫn thấp hơn so với hầu hết các NHTM-CP nhờ có danh mục cho vay các DNNVV lớn bao gồm cho vay bổ sung vốn lưu động ngắn hạn và các khoản vay có giá trị lớn và rủi ro thấp cho các đơn vị phân phối của Vinamilk và siêu thị Co-op.

Cụ thể về lợi suất gộp các tài sản sinh lãi như sau;

- Lợi suất gộp cho vay khách hàng tăng 0,25% lên 9,76%.
- Lợi suất cho vay liên ngân hàng giảm 0,42% xuống 1,03%.
- Và lợi suất đầu tư trái phiếu giảm nhẹ 0,06% xuống 5,85%.

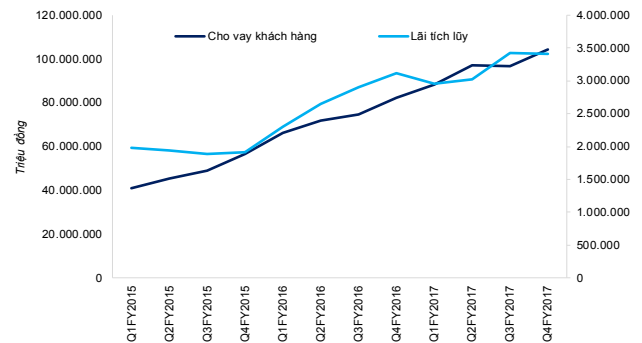
**Về cơ cấu tài sản sinh lãi** – Tỷ trọng đầu tư trái phiếu tăng từ 34,83 nghìn tỷ đồng (tương đương 26,97% tổng tài sản sinh lãi) lên 50,59 nghìn tỷ đồng (tương đương 30,12% tổng tài sản sinh lãi). Trong khi đó, tỷ trọng cho vay khách hàng giảm từ 58,14% xuống 56,59% tổng tài sản sinh lãi trong năm 2017.

**Về huy động, chi phí huy động bình quân giảm 0,23% xuống 5,08%** - Cụ thể, chúng tôi lưu ý thấy;

- Chi phí huy động tiền gửi khách hàng giảm 0,05% xuống 5,33% chủ yếu nhờ tỷ trọng tiền gửi không kỳ hạn tăng mạnh từ 9,93% trong năm 2016 lên 12,75% trong năm 2017.
- Chi phí vay liên ngân hàng tiếp tục giảm 0,68% xuống 1,83%. Như đã đề cập ở trên, HDBank sử dụng nguồn vốn vay liên ngân hàng nhiều hơn trong năm 2017 để tận dụng mức chi phí huy động thấp và đẩy mạnh tỷ lệ NIM.
- Chi phí huy động giấy tờ có giá tăng thêm 0,22% lên 8,06%.

**Tỷ lệ NIM của HD Saison giảm do cạnh tranh gia tăng** – Do không có số liệu chính xác, chúng tôi ước tính tỷ lệ NIM của HD Saison giảm từ 31,6% trong năm 2016 xuống 30,19% trong năm 2017. Nguyên nhân là do cạnh tranh gia tăng trong vài năm qua. Bên cạnh các công ty tài chính tiêu dùng như FE Credit, Home Credit, MBFinance, các ngân hàng cũng nỗ lực mở rộng sự hiện diện ở phân khúc cho vay không có tài sản đảm bảo. Trong một số trường hợp, các ngân hàng đã dành một phần dư nợ tương đối (khoảng 1.000 - 3.000 tỷ đồng) phục vụ cho hoạt động tài chính tiêu dùng và sau

**HDB hợp nhất - Cho vay khách hàng và lãi tích lũy**



Nguồn: HDB

đó sẽ chuyển đổi hoạt động cho vay tiêu dùng sang công ty tài chính sau khi đã thành lập/ mua công ty tài chính. Vì vậy, lãi suất cho vay tiêu dùng nhìn chung giảm nhẹ.

**Theo đó, thu nhập lãi thuần hợp nhất tăng trưởng 36,27% đạt 6.347 tỷ đồng** – Cho riêng ngân hàng, thu nhập lãi thuần tăng trưởng 43,52% đạt 3.601 tỷ đồng.

**Thu nhập ngoài lãi hợp nhất tăng trưởng 55,69% đạt 1.152 tỷ đồng** – chủ yếu nhờ thu nhập ngoài lãi Ngân hàng mẹ tăng trưởng 37,37% đạt 1.165 tỷ đồng. Cụ thể:

- Lãi thuần HD dịch vụ tăng trưởng 73,89% đạt 205,58 tỷ đồng. HDBank đã bắt đầu nâng phí dịch vụ để cải thiện nguồn thu từ phí và mức phí bình quân đã tăng gấp đôi lên bằng với mặt bằng của các ngân hàng lớn như Vietcombank. HD Saison cũng đã nâng phí dịch vụ đối với khách hàng đi vay.
- Thu nhập từ kinh doanh/đầu tư chứng khoán cũng tăng gấp đôi, tăng 110% lên 490 tỷ đồng. HDBank đã hiện thực hóa một phần lợi nhuận đối với danh mục trái phiếu lợi suất cao do lợi suất trái phiếu chính phủ đã giảm xuống mức thấp trong nửa cuối năm 2017 và tái đầu tư tiền vào trái phiếu chính phủ kỳ hạn dài hơn. Lưu ý là HDBank sở hữu 4,95% cổ phần VJC với tư cách cổ đông sáng lập với chi phí thấp. Tuy nhiên, theo chuẩn mức kế toán Việt Nam, hiện lợi nhuận từ đánh giá lại khoản đầu tư theo giá thị trường vẫn chưa được hạch toán vào thu nhập từ kinh doanh/ đầu tư chứng khoán.
- Thu nhập khác tăng 85,48% lên 309 tỷ đồng; trong đó 1/2 là từ thu hồi nợ xấu (153 tỷ đồng, tăng 72,2%).



- Tuy nhiên, lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối giảm 38,92% xuống còn 129 tỷ đồng.

Theo đó, tổng thu nhập hoạt động hợp nhất đạt 7.527 tỷ đồng (tăng trưởng 38,93%).

**Mặc dù cả HDBank và HD Saison tích cực mở rộng mạng lưới, thì chi phí hoạt động hợp nhất chỉ tăng 24,92%** - lên 4.093 tỷ đồng. Tại thời điểm cuối năm 2017, HDBank có 240 chi nhánh (tăng 8,5%) và 5.246 nhân viên (tăng 18,83%). Trong khi đó HD Saison có 11.502 điểm giao dịch (tăng 53,05%) và 8.461 nhân viên (tăng 26,81%).

Cơ cấu chi phí hoạt động như sau:

- Chi phí nhân viên tăng 36,58% lên 2.003 tỷ đồng do tổng số lượng nhân viên tăng 23,63% lên 13.725 người. Theo đó, lương bình quân/ người/ tháng là 11,42 triệu đồng (năm 2016 là 10,18 triệu đồng). Lương bình quân của HDBank so với các ngân hàng khác thấp do nhân viên của công ty tài chính tiêu dùng thường có lương cứng thấp và hoa hồng cao. Riêng ở HDBank, lương bình quân/ người/ tháng là 15,76 triệu đồng (năm 2016 là 14,18 triệu đồng); vẫn thuộc các ngân hàng có mức lương thấp nhất trong ngành vì Ngân hàng có chiến lược mở rộng mạng lưới tại các thành phố cấp 2 hoặc vùng nông thôn có mặt bằng lương thường thấp.
- Chi phí liên quan đến tài sản cũng gần như giữ nguyên, chỉ tăng 2,56% lên 544 tỷ đồng cho dù HDBank đã thành lập 19 chi nhánh/ phòng giao dịch mới trong năm 2017. Tuy nhiên chi phí khấu hao và chi phí thuê địa điểm gần như giữ nguyên.
- Chi phí quản lý khác tăng vừa phải ở mức 19,91% lên 1.395 tỷ đồng do Ngân hàng mở rộng mạng lưới điểm giao dịch.
- Phí bảo hiểm tiền gửi khách hàng tăng 31,57% lên 110,83 tỷ đồng.

**Chi phí dự phòng tăng nhẹ nhờ chất lượng tài sản tốt** – Chi phí dự phòng chỉ tăng 2,33% lên 1.016 tỷ đồng (năm 2016 tăng 6,31%). Sau 3 năm tái cơ cấu, HDBank hiện đã xử lý hầu hết tài sản xấu sau khi sáp nhập Dai-Abank vào năm 2013 và chi phí dự phòng đã bắt đầu giảm kể từ năm 2016. Theo HDBank, tỷ lệ nợ xấu phát sinh mới trong năm 2017 chỉ là 0,9% (năm 2016 là 0,8% và năm 2013 là 4%). Trong đó:

- 420 tỷ đồng là chi phí dự phòng tại HDBank, giảm 30,87% so với năm trước (năm 2016 chi phí dự phòng tại HDBank, giảm 20,43% so với năm trước).

- 596 tỷ đồng là chi phí dự phòng tại HD Saison, tăng 54,72% so với năm trước (năm 2016 chi phí dự phòng tại HD Saison tăng 126,27%).

Xu hướng trái ngược về chi phí dự phòng ở HDBank và HD Saison là do mức chấp nhận rủi ro ở 2 hoạt động kinh doanh khác nhau. Dự nợ cho vay của HDBank chủ yếu là cho vay ngắn hạn có tài sản đảm bảo với mức rủi ro tín dụng thấp (xét trong bối cảnh hiện tại của chu kỳ) so với HD Saison (hầu hết là cho vay không có tài sản đảm bảo).

HDBank có 1.839 tỷ đồng trái phiếu VAMC (theo mệnh giá) và đã trích lập lũy kế được 873 tỷ đồng tính tại thời điểm cuối năm 2017. Theo đó giá trị trái phiếu VAMC chưa trích lập là 965 tỷ đồng (bằng 0,92% tổng dự nợ cho vay của HDBank tại thời điểm cuối năm 2017).

Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất sau khi xóa nợ ở mức rất thấp là 1,52%; ở riêng Ngân hàng mẹ HDBank thì tỷ lệ này chỉ là 1,1%.

Tại HDBank, trong năm 2017 chỉ có 259 tỷ đồng nợ xấu mới phát sinh, cụ thể:

- Nợ nhóm 3 tăng 45,32% lên 309 tỷ đồng (bằng 0,33% tổng dự nợ).
- Nợ nhóm 4 ổn định, chỉ tăng 0,57% lên 216 tỷ đồng (bằng 0,23% tổng dự nợ).
- Nợ nhóm 5 tăng 45,77% lên 515 tỷ đồng (bằng 0,54% tổng dự nợ).

HDBank chỉ xóa 13,48 tỷ đồng nợ xấu trong năm 2017 (giảm 93,82%). Hệ số LLR là 82% tại thời điểm cuối năm 2017 (tại thời điểm cuối năm 2016 là 86%).

**Tại HD Saison, tỷ lệ nợ xấu tăng lên 5,74% từ 5,18% năm 2016** – Nợ xấu mới phát sinh trong năm 2017 là 124,85 tỷ đồng. Tuy nhiên, trong năm 2017, HD Saison đã xóa 541 tỷ đồng nợ xấu (tăng 29,93%), tương đương 5,73% tổng dự nợ tại thời điểm cuối năm.

- Nợ nhóm 3 tăng 24,97% lên 204 tỷ đồng (bằng 2,17% tổng dự nợ).
- Nợ nhóm 4 tăng 35,27% lên 332 tỷ đồng (bằng 3,52% tổng dự nợ).
- Nợ nhóm 5 tăng 35% lên chỉ 5 tỷ đồng (bằng 0,05% tổng dự nợ).

Hệ số LLR của HD Saison là 56,4% (năm 2016 là 60%).

**Cho năm 2018, HSC giữ nguyên dự báo LNTT hợp nhất tăng trưởng 63,79% đạt 3.958 tỷ đồng** dựa trên những giả định sau;

- Chúng tôi dự báo cho vay khách hàng tăng trưởng 25% đạt 130,63 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng HDBank và HD Saison sẽ đạt mức tăng trưởng cho vay là 25%, lần lượt đạt 188,82 nghìn tỷ đồng và 11,81 nghìn tỷ đồng.
- Tiền gửi khách hàng tăng trưởng 20% đạt 144 nghìn tỷ đồng. Tiền gửi khách hàng tăng chỉ tập trung ở Ngân hàng mẹ.
- Do đó hệ số LDR thuần của HDBank tiếp tục tăng lên 82% từ 78,8% trong năm 2017 còn hệ số LDR thuần hợp nhất sẽ tăng lên 90,2% từ 86,7% trong năm 2017.
- Chúng tôi dự báo tỷ lệ NIM sẽ tăng lên 4,6% từ 4,06% trong năm 2017. Trong đó, tỷ lệ NIM của HD-Bank sẽ tăng từ 2,43% trong năm 2017 lên 3,02%. Tỷ lệ NIM của HD Saison sẽ ổn định ở 30,13% trong năm 2018 khi công ty đưa được phần lớn sản phẩm mới ra thị trường trong năm 2018.
- Theo đó, thu nhập lãi thuần hợp nhất tăng trưởng 40,51% đạt 8.957 tỷ đồng. Trong đó, thu nhập lãi thuần của HDBank tăng trưởng 53,93% đạt 5.543 tỷ đồng còn của HD Saison tăng trưởng 25,13% đạt 3.414 tỷ đồng.
- Chúng tôi dự báo thu nhập ngoài lãi hợp nhất tăng 11,5% đạt 1.285 tỷ đồng. Chúng tôi giả định lãi thuần HĐ dịch vụ của HDBank sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2018 sau khi Ngân hàng áp dụng mức phí cao hơn đối với tất cả khách hàng của mình (chúng tôi dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ của HDBank sẽ tăng trưởng 140,36% đạt 429 tỷ đồng). Trong khi đó, chúng tôi ước tính thu nhập từ kinh doanh/đầu tư chứng khoán sẽ giảm mạnh 40% còn 290 tỷ đồng. Chúng tôi cũng chưa đưa khoản lợi nhuận tiềm năng có thể phát sinh nếu HDBank bán cổ phiếu VJC vào mô hình dự báo của mình.
- Chúng tôi giả định chi phí hoạt động hợp nhất chỉ tăng 15,42% lên 4.724 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo HDBank sẽ tiếp tục quản trị chặt chi phí hoạt động như trong năm 2017 và số điểm giao dịch mới của HD Saison trong năm 2018 sẽ tăng ít hơn so với trong năm 2017.
- Theo đó, hệ số CIR hợp nhất sẽ tăng lên 46,15 trong năm 2018 (năm 2017 là 54,4%).
- Chúng tôi giả định chi phí dự phòng sẽ tăng 53,32% lên 1.558 tỷ đồng từ mức khá thấp năm 2017. Chi phí dự phòng của HDBank sẽ tăng 77,37% lên 745 tỷ đồng còn của HD Saison sẽ tăng 36,37% lên 813 tỷ đồng. HDBank hiện có 1.839 tỷ đồng trái phiếu VAMC theo mệnh giá với chi phí dự phòng lũy kế đã trích lập tính đến cuối 2017 là 873 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo HDBank sẽ hạch toán khoảng 368 tỷ đồng dự phòng cho trái phiếu VAMC trong năm 2018 (với giả định chưa tính tới bất kỳ khả năng thu hồi nào).
- Theo đó, LNTT hợp nhất đạt 3.958 tỷ đồng (tăng trưởng 63,79%).
- HDBank có kế hoạch phát hành cổ phiếu ESOP (bằng khoảng 2% vốn điều lệ tại thời điểm cuối năm 2017). Kế hoạch này sẽ được trình tại ĐHCĐTN sắp tới đây.

Theo đó cho năm 2018, BVPS đạt 17.143 đồng và EPS đạt 2.910 đồng. Tại thị giá hiện tại, P/B dự phóng là 2,52 lần và P/E dự phóng là 14,8 lần.

**Quan điểm đầu tư – Chúng tôi đưa ra đánh giá Khá quan đối với cổ phiếu HDBank với giá trị hợp lý ước tính là 48.000 đồng; tương đương P/B dự phóng năm 2018 là 2,8 lần.** Định giá của chúng tôi dựa trên P/B hiện tại bình quân ngành là 2,68 lần (có bao gồm VCB) và 2,0 lần (không bao gồm VCB). HDBank nằm trong top 8 NHTMCP lớn nhất và sở hữu 1 trong 3 công ty tài chính lớn nhất với lượng khách hàng có giá trị từ hệ sinh thái hiếm có gồm: HDBank – HD Saison và Vietjet. Năm 2017 là một năm khởi sắc của HDBank với LNTT hợp nhất tăng trưởng 110,59%; đồng thời Ngân hàng đã phát hành riêng lẻ thành công để nâng vốn điều lệ. Và vào đầu năm nay HDBank cũng đã tiến hành niêm yết trên sàn chứng khoán. Tuy nhiên HD Saison có KQKD tăng trưởng kém hơn một chút với cho vay khách hàng tăng trưởng 17,3% và LNTT tăng trưởng 17,84%. Do vậy đóng góp của HD Saison vào KQKD hợp nhất giảm từ 38,47% trong năm 2016 xuống còn 21,53% trong năm 2017. Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng cả 2 mảng kinh doanh từ Ngân hàng mẹ và công ty tài chính sẽ có sự tăng trưởng khả quan nhờ chất lượng tài sản tốt, mạng lưới được mở rộng nhanh chóng và Ngân hàng tập trung vào cải thiện hiệu quả kinh doanh. Ngân hàng có vẻ sẽ tăng trưởng nhanh hơn bình quân ngành trong vài năm tới. HDBank cũng là NHTMCP duy nhất hiện còn room.

BÁO CÁO KQHĐKD (triệu đồng)	FY2016A	FY2017	%y/y	FY2018F	%y/y
<b>Thu nhập lãi ròng</b>	4.678.080	6.374.823	36,27%	8.957.249	40,51%
<b>Lãi từ hoạt động dịch vụ</b>	118.224	178.751	51,20%	429.649	140,36%
<b>Lãi từ hoạt động kinh doanh ngoại hối</b>	209.284	129.913	-37,93%	181.620	39,80%
<b>Lãi từ đầu tư/mua bán chứng khoán KD</b>	82.503	5.708	-93,08%	2.854	-50,00%
<b>Thu nhập khác</b>	151.159	484.895	220,78%	290.937	-40,00%
<b>Thu nhập từ HĐ góp vốn mua cổ phần</b>	166.691	309.179	85,48%	347.434	12,37%
<b>Tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh</b>	12.285	43.881	257,19%	32.657	-25,58%
<b>Chi phí trích lập/hoàn nhập dự phòng</b>	5.418.226	7.527.150	38,92%	10.242.399	36,07%
Chi phí hoạt động	(3.276.988)	(4.093.625)	24,92%	(4.724.951)	15,42%
<b>Lợi nhuận trước dự phòng rủi ro tín dụng</b>	2.141.238	3.433.525	60,35%	5.517.447	60,69%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(993.605)	(1.016.760)	2,33%	(1.558.910)	53,32%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	1.147.633	2.416.765	110,59%	3.958.537	63,79%
Thuế thu nhập	(233.135)	(462.373)	98,33%	(791.707)	71,23%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	914.498	1.954.392	113,71%	3.166.830	62,04%
Lợi ích cổ đông thiểu số	(176.366)	(207.920)	17,89%	(294.873)	41,82%
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông</b>	738.132	1.746.472	136,61%	2.871.957	64,44%

Chú thích: HSC dự báo (F); Nguồn: HDB

<b>BẢNG CÂN ĐỐI HỢP NHẤT</b> (trệu đồng)	<b>FY2016A</b>	<b>FY2017</b>	<b>%y/y</b>	<b>FY2018F</b>	<b>%y/y</b>
<b>Tiền và các khoản tương đương tiền</b>	<b>1.636.010</b>	<b>1.511.629</b>	<b>-7,60%</b>	<b>2.173.384</b>	<b>43,78%</b>
Tiền gửi tại NHNN	2.389.302	1.922.256	-19,55%	3.997.544	107,96%
Tiền gửi tại các TCTD khác	18.580.047	21.861.168	17,66%	27.596.024	26,23%
<b>Chứng khoán kinh doanh</b>	<b>396.937</b>	<b>4.690.398</b>	<b>1.081,65%</b>	<b>5.159.738</b>	<b>10,01%</b>
Chứng khoán kinh doanh	400.000	4.693.398	1.073,35%	5.162.738	10,00%
Dự phòng giảm giá chứng khoán KD	(3.063)	(3.000)	-2,06%	(3.000)	0,00%
<b>Các công cụ tài chính phái sinh</b>		-		-	
<b>Cho vay khách hàng</b>	<b>81.309.464</b>	<b>103.340.203</b>	<b>27,09%</b>	<b>129.097.235</b>	<b>24,92%</b>
Cho vay khách hàng	82.233.062	104.504.776	27,08%	130.630.970	25,00%
Dự phòng rủi ro cho vay khách hàng	(923.598)	(1.164.573)	26,09%	(1.533.735)	31,70%
<b>Chứng khoán đầu tư</b>	<b>34.261.091</b>	<b>45.802.141</b>	<b>33,69%</b>	<b>47.740.160</b>	<b>4,23%</b>
Chứng khoán đầu tư sẵn sàng để bán	24.267.353	37.417.732	54,19%	39.288.619	5,00%
Chứng khoán đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	11.020.813	9.614.647	-12,76%	10.095.379	5,00%
Dự phòng giảm giá chứng khoán đầu tư	(1.027.075)	(1.230.238)	19,78%	(1.643.838)	33,62%
<b>Góp vốn đầu tư dài hạn</b>	<b>384.406</b>	<b>378.237</b>	<b>-1,60%</b>	<b>427.246</b>	<b>12,96%</b>
Đầu tư công ty liên doanh liên kết					
Đầu tư dài hạn khác	495.945	490.087	-1,18%	539.096	10,00%
Dự phòng giảm giá	(111.539)	(111.850)	0,28%	(111.850)	0,00%
<b>Tài sản cố định</b>	<b>1.440.341</b>	<b>1.572.387</b>	<b>9,17%</b>	<b>1.671.107</b>	<b>6,28%</b>
Tài sản cố định hữu hình	613.365	572.217	-6,71%	620.929	8,51%
Tài sản cố định vô hình	826.976	1.000.170	20,94%	1.050.177	5,00%
<b>Tài sản khác</b>	<b>9.896.674</b>	<b>8.255.840</b>	<b>-16,58%</b>	<b>7.903.671</b>	<b>-4,27%</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>150.294.272</b>	<b>189.334.259</b>	<b>25,98%</b>	<b>225.766.109</b>	<b>19,24%</b>
<b>Các khoản nợ CP và NHNN</b>	<b>177.635</b>	<b>156.253</b>	<b>-12,04%</b>	<b>159.378</b>	<b>2,00%</b>
Tiền gửi của các TCTD khác	19.684.665	37.217.378	89,07%	43.743.230	17,53%
Tiền gửi của khách hàng	103.299.771	120.537.469	16,69%	144.754.198	20,09%
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	2.843.432	2.927.741	2,97%	3.220.515	10,00%
<b>Công cụ nợ phái sinh</b>	<b>9.326</b>	<b>70.098</b>	<b>651,64%</b>	<b>25.883</b>	<b>-63,08%</b>
<b>Chứng chỉ tiền gửi &amp; trái phiếu phát hành</b>	<b>11.027.014</b>	<b>9.793.000</b>	<b>-11,19%</b>	<b>11.571.500</b>	<b>18,16%</b>
<b>Các khoản nợ khác</b>	<b>3.309.786</b>	<b>3.873.229</b>	<b>17,02%</b>	<b>4.159.544</b>	<b>7,39%</b>
<b>Vốn và các quỹ</b>	<b>9.942.643</b>	<b>14.759.091</b>	<b>48,44%</b>	<b>18.131.861</b>	<b>22,85%</b>
Vốn điều lệ	8.100.000	9.810.000	21,11%	10.006.200	2,00%
Thặng dư vốn cổ phần	4.599	2.042.255	44.306,50%	2.042.255	0,00%
Cổ phiếu quỹ	(2)	(2)	0,00%	-	-100,00%
Các quỹ khác	465.369	453.797	-2,49%	873.288	92,44%
Chênh lệch tỷ giá hối đoái		-		-	
Định giá lại tài sản					
Lợi nhuận giữ lại	747.047	1.769.492	136,86%	4.231.725	139,15%
<b>Lợi ích của cổ đông thiểu số</b>	<b>625.630</b>	<b>683.549</b>	<b>9,26%</b>	<b>978.394</b>	<b>43,13%</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>150.294.272</b>	<b>189.334.259</b>	<b>25,98%</b>	<b>225.766.109</b>	<b>19,24%</b>

Nguồn: HDBank, (F): HSC dự báo



CHỈ SỐ CHÍNH	FY2015A	FY2016A	FY2017	FY2018F
<b>Quy mô</b>				
Số điểm giao dịch	219	221	240	280
Số lượng nhân viên	8.464	11.102	13.725	15.458
<b>Hệ số an toàn vốn</b>				
CAR	13,40%	12,53%	13,40%	12,50%
Vốn chủ sở hữu/ Tổng tài sản	9,24%	6,62%	7,80%	8,03%
Tổng tài sản/ Vốn chủ sở hữu	10,8	15,1	12,83	12,45
<b>Chất lượng tài sản</b>				
Tài sản rủi ro/ Tổng tài sản	84,09%	89,27%	92,60%	92,65%
Tỷ lệ nợ xấu nhóm 2-5	3,69%	3,03%	3,25%	3,31%
Tỷ lệ nợ xấu nhóm 3-5	1,59%	1,46%	1,52%	1,50%
Quỹ dự phòng/ Nợ nhóm 3-5	78,7%	76,8%	73,3%	78,4%
Quỹ dự phòng/ Nợ nhóm 2-5	33,8%	37,0%	34,2%	35,4%
<b>Khả năng thanh khoản</b>				
Tài sản thanh khoản/ Tổng tiền gửi	51,41%	55,43%	62,87%	59,87%
Cho vay/ huy động	75,87%	79,61%	86,70%	90,24%
Cho vay/ huy động (huy động + CDs + quỹ ủy thác)	66,37%	70,18%	78,42%	81,88%
Đi vay liên ngân hàng/ Tổng tiền gửi	7,18%	14,38%	21,83%	21,52%
<b>Hiệu quả sử dụng tài sản</b>				
Tổng doanh thu/ Tổng tài sản bình quân	8,60%	9,43%	9,53%	9,79%
Thu nhập thuần/ Tổng doanh thu	7,11%	7,55%	12,08%	15,58%
Tài sản sinh lãi bình quân/ Tổng tài sản bình quân	84,88%	88,26%	92,04%	93,72%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
ROA	0,61%	0,71%	1,15%	1,53%
ROE	6,62%	9,24%	15,82%	19,26%
Chi phí lãi/ Nguồn huy động sinh lãi bình quân	5,11%	5,74%	5,58%	5,33%
Thu nhập lãi/Tài sản sinh lãi bình quân	9,06%	9,99%	9,57%	9,73%
Lợi suất thuần	3,95%	4,25%	3,99%	4,40%
NIM	4,73%	4,78%	4,82%	5,27%
Chi phí hoạt động/ Tổng tài sản sinh lãi	3,71%	4,13%	4,06%	4,60%
Thu nhập lãi ròng/ Tổng thu nhập HĐKD	78,51%	86,34%	84,69%	87,45%
CIR	58,31%	60,48%	54,38%	46,13%
<b>Tỷ lệ tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng tổng tài sản	6,99%	41,14%	25,98%	19,24%
Tăng trưởng dư nợ cho vay	34,69%	45,39%	27,08%	25,00%
Tăng trưởng huy động	13,96%	38,58%	16,69%	20,09%
Tăng trưởng tổng huy động	6,99%	0,00%	48,44%	22,85%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	26,71%	45,56%	110,59%	63,79%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	7,58%	43,88%	136,61%	64,44%
Tăng trưởng PPOP	59,74%	24,27%	60,35%	60,69%

Nguồn: HDB, (F): HSC dự báo

# Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Khi sử dụng các nội dung đã được HSC chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Khuyến cáo này và theo quy định của pháp luật.

## GIẢI THÍCH CÁC MỨC ĐÁNH GIÁ CỔ PHIẾU

**MUA:** Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích vượt thị trường chung trên 10%/năm  
**KHẢ QUAN:** Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích vượt thị trường chung 10%/năm  
**GIỮ:** Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích bằng với thị trường chung  
**KÉM KHẢ QUAN:** Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích kém hơn thị trường chung 10%/năm  
**BÁN:** Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích kém hơn thị trường chung trên 10%/năm



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

### TRỤ SỞ CHÍNH

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

### CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

**E:** [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) **W:** [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)