

# NH TMCP PT TP. Hồ Chí Minh

(HDB VN)

## Duy trì mức tăng trưởng tốt

**Tăng Tỷ Trọng**  
(Điều chỉnh)TP: VND 24.200  
Upside: 11,5%Công Ty Chứng Khoán Mirae Assets (Vietnam)  
Nguyen Nguyen nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

### Triển vọng

#### Tăng trưởng tín dụng cao hỗ trợ thu nhập từ lãi; chất lượng tài sản giảm sút

- Danh mục tín dụng của ngân hàng TMCP phát triển thành phố Hồ Chí Minh (HDB) duy trì đà tăng trưởng như các năm gần đây. Hết 3Q20, tổng tín dụng ngân hàng đạt 172,7 nghìn tỷ, tăng 15%YTD và 20% YoY.
- Theo HDB, tính đến 3Q20 đã có khoảng 4.5% dư nợ đã được tái cấu trúc với giá trị xấp xỉ 7,4 nghìn tỷ.
- Chất lượng tài sản của ngân hàng có phần giảm sút so với đầu năm. Tổng nợ xấu đã tăng lên 3.000 tỷ (+51% YoY). Tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng lên 1,8% (+ 0,4%p YTD). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu cũng giảm xuống còn 64,1%.
- NIM của HDB đạt 5% vào 3Q20, tăng 0,4%p YTD nhưng giảm 0,2%p QoQ.
- Lợi nhuận trước thuế 9T20 đạt 4,4 nghìn tỷ (+ 27% YoY), hoàn thành 77,4% kế hoạch.

### Luận điểm

#### Tăng trưởng được kỳ vọng vẫn tiếp tục duy trì

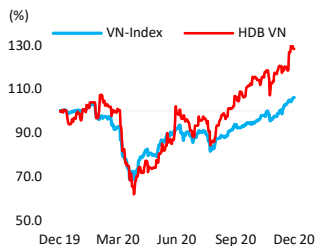
- Trong 4Q20, HDB dự kiến phát hành trái phiếu chuyển đổi trị giá khoảng 160 triệu USD, cho thấy khả năng cao là tín dụng của HDB trong quý 4 sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt. Trong quý 4 2020 và 2021, chúng tôi kỳ vọng rằng mảng ngân hàng bán lẻ sẽ là động lực chính cho tăng trưởng tín dụng.
- Tốc độ tăng trưởng NII dự kiến sẽ tương đương với mức tăng trưởng tín dụng do tác động của kỳ vọng huy động vốn giá thấp sẽ bù đắp cho thiếu hụt thu nhập từ lãi do tác động của các gói hỗ trợ COVID-19.

### Định giá

#### Nâng khuyến nghị lên Tăng Tỷ Trọng với giá mục tiêu 24,200

- Chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu mới cho HDB là 24.200 đồng/cổ phiếu từ mức 18.200 đồng, dựa trên hai phương pháp định giá là RSI và P/B mục tiêu.
- Hiện tại, HDB đang được giao dịch ở mức 1,5 lần giá trị sổ sách, là một mức cao so với mức định giá các ngân hàng tư nhân mà chúng tôi đang theo dõi. Chúng tôi cho rằng việc định giá cao hơn là nhờ vào kết quả hoạt động kinh doanh khả quan trong và sau đại dịch.
- Cùng với việc giảm đòn bẩy tài chính, các kế hoạch phát hành trái phiếu mới sẽ giúp cải thiện hệ số an toàn vốn (CAR) và tiếp tục cải thiện tính thanh khoản, thúc đẩy tăng trưởng danh mục tín dụng.
- Đối với việc phát hành trái phiếu chuyển đổi, giá chuyển đổi là 25.600 đồng/cổ phiếu, cao hơn 18,7% so với giá hiện tại.

#### Các chỉ số chính



#### Thay đổi giá cổ phiếu

| (%)       | 1 tháng | 6 tháng | 12 tháng |
|-----------|---------|---------|----------|
| Tuyệt đối | 9,3     | 30,7    | 28,8     |
| Tương đối | 0,4     | 17,2    | 22,8     |

|                                |        |                                  |        |
|--------------------------------|--------|----------------------------------|--------|
| Giá hiện tại (04/12/2020, VND) | 21.700 | Vốn hóa (tỷ đồng)                | 34.585 |
| Index                          | 1021,5 | SLCP ĐLH (triệu cổ phiếu)        | 1.594  |
| Tăng trưởng EPS (20F, %)       | -8,3   | Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%) | 68,3   |
| P/E (20F, x)                   | 6,5    | Beta (12M)                       | 1,0    |
| P/E Index (20F, x)             | 8,0    | Giá thấp nhất 52 tuần (VND)      | 9,758  |
| Tỷ suất cổ tức (%)             | N/A    | Giá cao nhất 52 tuần (VND)       | 22,950 |

#### Các chỉ tiêu tài chính và định giá

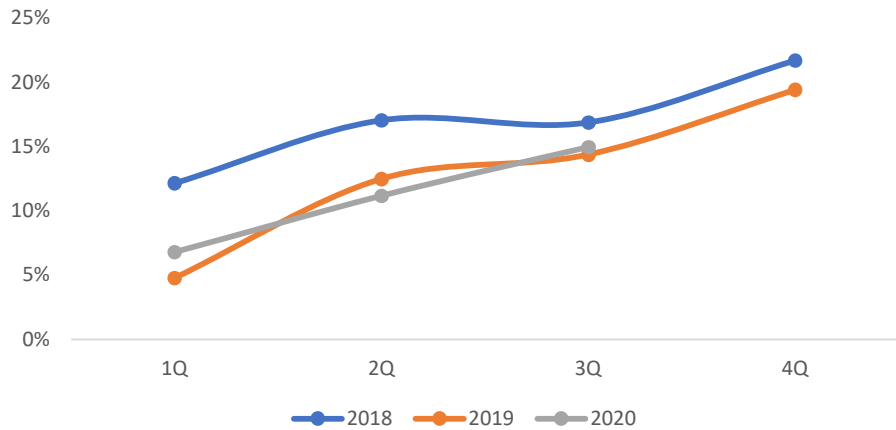
|                               | 2017   | 2018   | 2019   | 2020F  | 2021F  | 2022F  |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Năm tài chính (31/12)         |        |        |        |        |        |        |
| Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)  | 6.347  | 7.646  | 9.747  | 11.893 | 13.878 | 15.530 |
| Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)  | 1.159  | 1.795  | 1.641  | 1.668  | 1.827  | 2.047  |
| Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng) | 2.417  | 4.005  | 5.018  | 5.814  | 7.487  | 8.408  |
| Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)  | 1.746  | 2.842  | 3.605  | 4.208  | 5.414  | 5.928  |
| EPS (VND)                     | 1.780  | 2.897  | 3.697  | 3.392  | 4.364  | 4.778  |
| P/E (x)                       | 13,8   | 6,7    | 8,3    | 6,5    | 5,9    | 5,0    |
| GTSS (VND)                    | 15.045 | 17.154 | 20.902 | 18.514 | 22.877 | 27.655 |
| P/B (x)                       | 1,6    | 1,2    | 1,5    | 1,2    | 1,0    | 0,8    |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Research dự phóng

PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES AND DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

**Bảng cân đối**

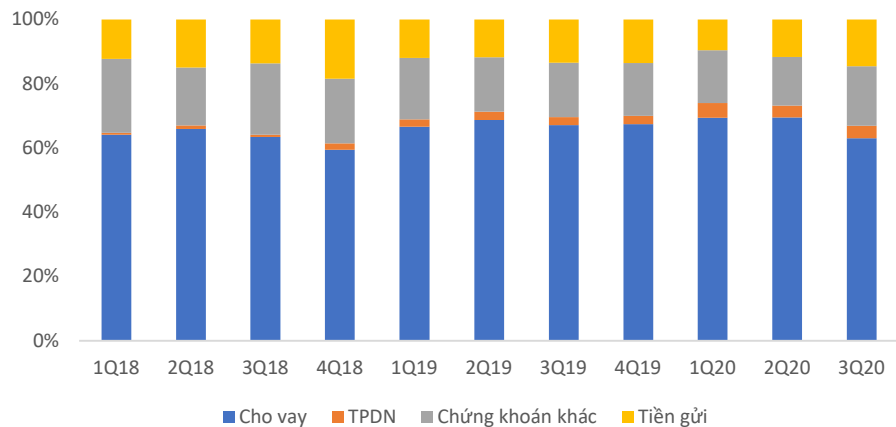
**Hình 1. Tăng trưởng tín dụng (YTD)**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Research

Tăng trưởng tín dụng của HDB rất khả quan so với mặt bằng chung của ngành. Đến hết 3Q20, tổng tín dụng của ngân hàng đạt 172,7 nghìn tỷ, tăng 15% YTD hoặc 20% YoY. Mức tăng trưởng tín dụng của HDB cao hơn mức tăng trưởng tín dụng của Việt Nam với 6,1% YTD sau 9T20. Chúng tôi kì vọng tăng trưởng tín dụng của HDB sẽ đạt 20% cả năm. Trong đó, mảng ngân hàng bán lẻ sẽ là yếu tố dẫn dắt cho tăng trưởng tín dụng cho phần còn lại của năm. Phần lớn các khoản giải ngân mới trong 9T20 tập trung chủ yếu vào cho vay doanh nghiệp và đầu tư trái phiếu, điều này mang lại rủi ro thấp hơn đặc biệt trong giai đoạn dịch bệnh.

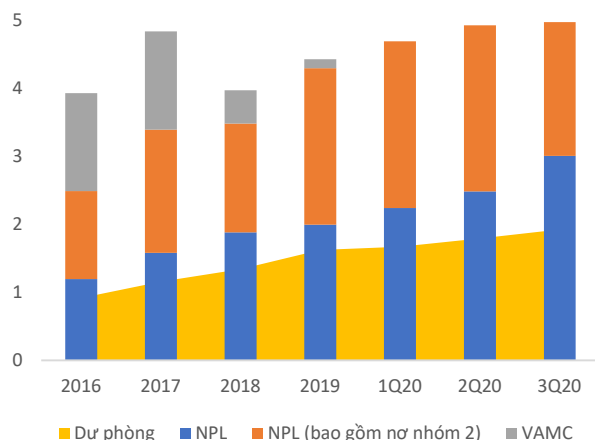
**Hình 2. Cơ cấu tài sản sinh lời**



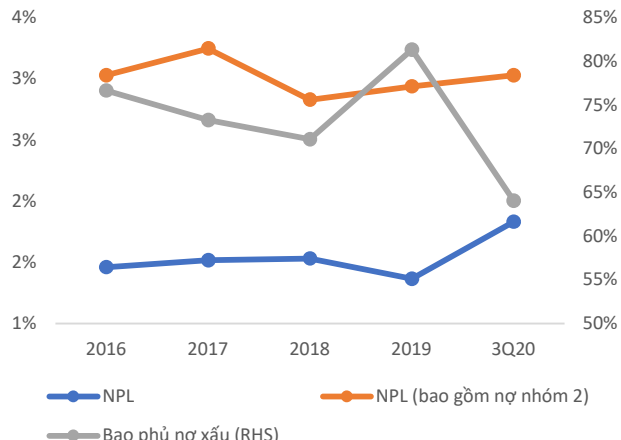
Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Research

Tỷ trọng tài sản rủi ro trong 3Q20 giảm so với cùng kì. Mảng cho vay cá nhân và đầu tư trái phiếu doanh nghiệp lần lượt tăng 12,3% YoY và 84,5% YoY, đạt 162.5 nghìn tỷ và 10.1 nghìn tỷ. Trong 2Q20, HDB cũng thành công trong việc tắt toán trái phiếu đặc biệt VAMC. Theo chia sẻ từ HDB, đến hết quý 3, khoảng 4,5% các dư nợ đã được tái cơ cấu, tương đương với VND7,4 nghìn tỷ (US\$332mn). Tỷ lệ tái cấu trúc của HDB khá thấp so với các ngân hàng khác.

**Hình 3. Nợ xấu và nợ ngoại bảng (nghìn tỷ)**



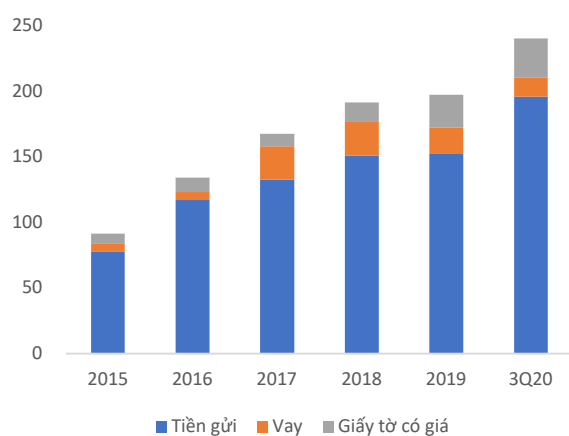
**Hình 4. Tỷ lệ nợ xấu và bao phủ nợ xấu**



Nguồn: dữ liệu công ty, Mirae Asset Research

Chất lượng tài của ngân hàng có phần suy yếu trong 9T20. Nợ xấu tăng lên trên 3 nghìn tỷ (+51% YoY), hoặ tương đương với tỷ lệ nợ xấu là 1.8% (+0.4%p YTD). Điểm tích cực từ chất lượng tài sản của ngân hàng là nợ nhóm 2 – bao gồm các khoản nợ trả trễ hạn dưới 30 ngày – đã giảm 14% YTD xuống còn 2 nghìn tỷ, giảm bớt lo ngại về nợ xấu gia tăng trong ngắn hạn. Tỷ lệ nợ xấu rộng tăng 0,1%p YTD lên 3%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm đáng kể xuống 64,1% (-17.3%p YTD), thấp thứ hai trong số các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi.

**Hình 5. Cấu trúc vốn vay (nghìn tỷ)**



**Figure 6. CASA**



Nguồn: dữ liệu công ty, Mirae Asset Research

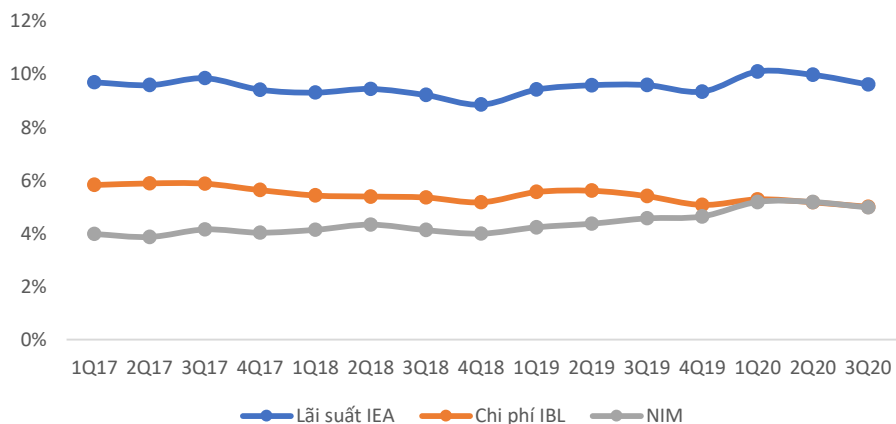
Thanh khoản của ngân hàng vẫn được duy trì tốt. Trong kỳ, ngân hàng đã huy động được hơn 42,4 nghìn tỷ từ tiền gửi của khách hàng. Do đó, tiền gửi của khách hàng tăng gần 34% so với đầu năm, nhờ mức lãi suất cạnh tranh. So với các ngân hàng quốc doanh và những ngân hàng như Techcombank (TCB) hay NH Quân Đội (MBB), mức lãi suất tiền gửi HDB thường cao hơn khoảng 100bps cho các kỳ hạn.

Mặt khác, tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) vẫn khá thấp do HDB thường phải cạnh tranh thị phần tiền gửi nhờ vào lãi suất cạnh tranh. CASA của ngân hàng giảm nhẹ xuống 11,7% (-0,9%p YTD) cuối 3Q20. Vào cuối quý 1 2020, HDB quyết định giảm phí giao dịch cho khách hàng doanh nghiệp và khách hàng cá nhân. Do đó, chúng tôi kỳ vọng chỉ số CASA của HDB sẽ cải thiện trong thời gian tới.

Vào tháng 9 năm 2020 HDB, đã ký một thỏa thuận với DEG – Deutsche Investitions – trong đó, DEG đồng ý đầu tư vào trái phiếu chuyển đổi (TPCĐ) do HDB phát hành trị giá 30 triệu USD. Đã phát hành vào tháng 11 vừa qua. Các điều khoản chính của đợt phát hành này bao gồm giá chuyển đổi 41.800 đồng/cổ phiếu (trước chia cổ tức), thời gian đáo hạn 5 năm 1 ngày, và lãi suất 4,5%. Ngoài ra, HDB cũng có kế hoạch phát hành thế TPCĐ trị giá 130 triệu USD thông qua các đợt phát hành riêng lẻ với kỳ hạn tương tự.

**Doanh thu và lợi nhuận**

**Hình 7. Lãi suất và chi phí lãi**

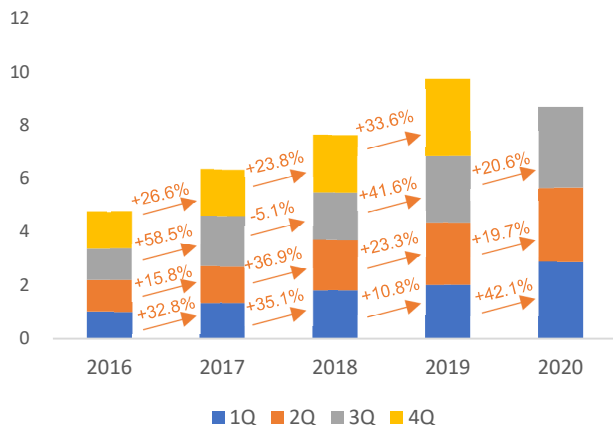


Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Research

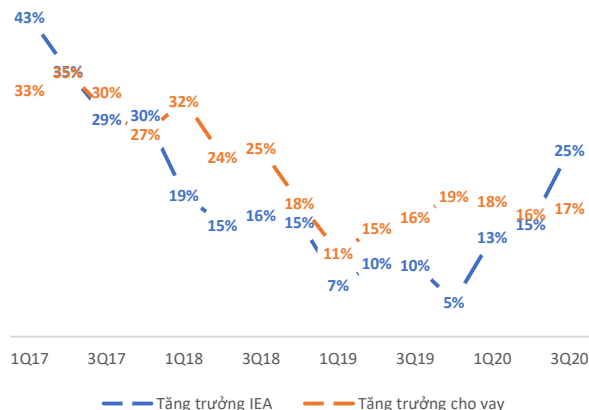
Lãi suất chung của tài sản sinh lãi (IEA) tiếp tục được mở rộng trong quý 1 2020 nhưng giảm dần trong hai quý tiếp theo. Biên lãi thuần (NIM) của HDB đạt 5% tính đến 3Q20, tăng 0,4%p YTD nhưng giảm 0,2%p QoQ. Lợi suất của IEA tăng lên 9,6% (+ 0,2%p YTD), nhờ tăng trưởng cho vay khả quan trong hai quý đầu năm. Trong khi đó, chi phí của vốn vay (IBL) giảm 0,1%p YTD xuống 4,9%. Để hỗ trợ nền kinh tế, NHNN đã tiến hành ba đợt cắt giảm lãi suất với tổng biên độ trên 150bps. Việc cắt giảm lãi suất có lợi cho các ngân hàng đang phải huy động với lãi suất cao như HDB.

NIM của HDB được dự kiến sẽ duy trì ở mức 5% trong năm 2020 nhờ vào: 1) tín dụng của ngân hàng có thể tiếp tục tăng trưởng tốt; 2) tiến hành đưa nợ xấu đã trích lập ra ngoài bảng sẽ làm giảm NPL và củng cố lãi suất IEA; 3) chi phí huy động ổn định nhờ linh động hơn trong cơ cấu vốn vay; và 4) giảm chi phí giấy tờ có giá nhờ trái phiếu chuyển đổi.

**Hình 8. NII (VND nghìn tỷ)**



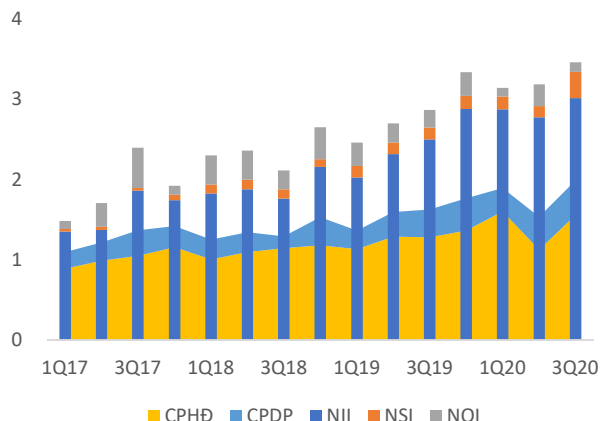
**Hình 9. Tăng trưởng tín dụng**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Research

Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (NII) tương đương với mức tăng trưởng IEA trong 9T20. Lũy kế 9T20, NII tăng lên 8.686 tỷ, tăng 27% YoY. Tăng trưởng NII không cao hơn IEA như thường lệ phản ánh phần nào ảnh hưởng của dịch bệnh đối với hoạt động của ngân hàng.

**Figure 10. Lợi nhuận so với chi phí**



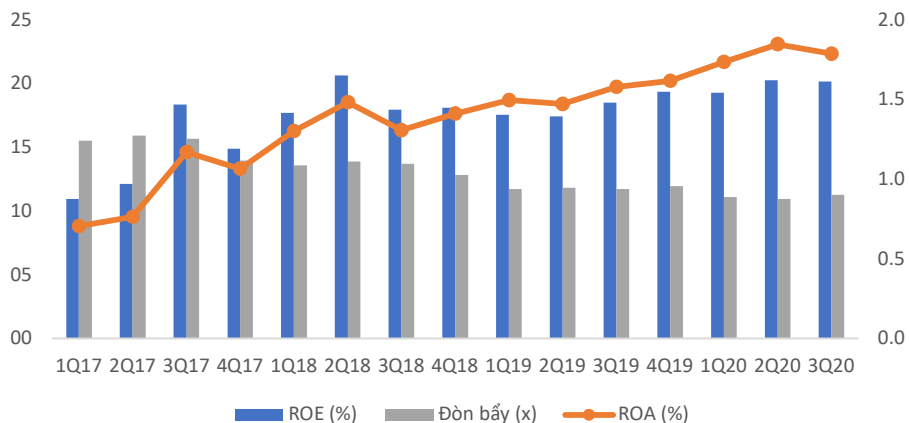
**Figure 11. CIR (%)**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Research

Ngoài tăng trưởng thu nhập lãi được duy trì, tỷ suất sinh lời và lợi nhuận ròng tăng trưởng cũng được duy trì nhờ quản lý tốt chi phí. Tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh (TOI) đạt 16,9 nghìn tỷ (+19% YoY) trong 9T20, nhờ tăng trưởng NII (+27% YoY) và thu nhập thuần dịch vụ (NSI) (+45% YoY). Trong khi đó, chi phí hoạt động và trích lập dự phòng lần lượt là 4,3 nghìn tỷ (+16% YoY) và 1,1 nghìn tỷ (+28% YoY). Lợi nhuận trước thuế 9 tháng đầu năm đạt 4,4 nghìn tỷ (+27% YoY), tương đương 77,4% kế hoạch năm. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt mức thấp với 64%. Nếu giả định tỷ lệ này bằng với mức của 3Q19 (73,3%) thì lợi nhuận trước thuế trong 9T20 sẽ giảm xuống 4,1 nghìn tỷ VND (+19,1% YoY). Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) giảm từ 44,6% năm 2019 xuống 43,1% cuối 3Q20.

**Hình 12. Tỷ suất sinh lời**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Research

Tỷ suất sinh lời của ngân hàng vẫn chưa bị ảnh hưởng nhiều từ dịch bệnh. Tính đến 3Q20, ROE và ROA 12 tháng lần lượt tăng 0,8%p và 0,2%p YTD, đạt 20,2% và 1,8%. Tỷ lệ này cao hơn so với tỷ lệ trung bình của các ngân hàng mà chúng tôi đang theo dõi. Các chỉ số thanh khoản của ngân hàng như hệ số LDR và hệ số nhân vốn chủ sở hữu cũng được cải thiện.

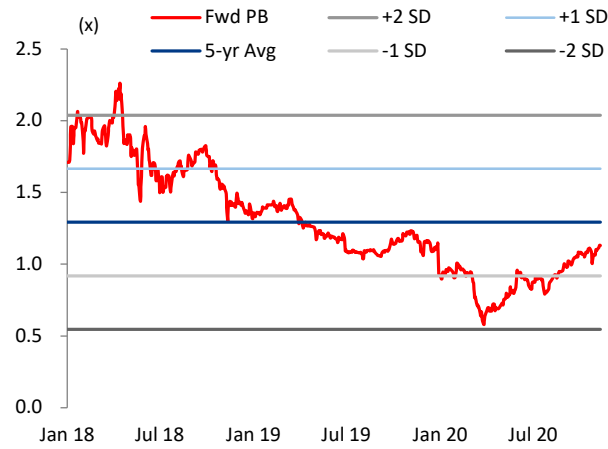
## Các giả định

**Bảng 1: Các dự phóng và giả định**

|                           | 2019 | 2020F | 2021F | Luận điểm  |
|---------------------------|------|-------|-------|--|
| <b>Tăng trưởng</b>        |      |       |       |  |
| <b>Cho vay</b>            | 18,8 | 18,2  | 16,3  | Trong bối cảnh mức tăng trưởng tín dụng chung chỉ đạt 6,1% YTD trong 9T20 do COVID-19, HDB vẫn khá lạc quan khi tiếp tục giải ngân mạnh và ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội với 15% YTD, một trong những mức tăng trưởng cao nhất trong ngành ngân hàng. HDB đã xin NHNN nới giới hạn tăng trưởng tín dụng lên 20%. Cho vay cá nhân và doanh nghiệp vừa và nhỏ là động lực tăng trưởng chính trong nửa đầu năm, trong khi mảng ngân hàng đầu tư thúc đẩy tăng trưởng tín dụng quý 3.   |
| <b>IEA</b>                | 4,7  | 23,7  | 14,3  |  |
| <b>Tín dụng</b>           | 18,0 | 19,1  | 15,8  |  |
| <b>Vốn vay</b>            | 5,6  | 35,2  | 14,2  | Trong 4Q20, ngoài 30 triệu đô TPCĐ đã phát hành, HDB có kế hoạch phát hành thêm trái phiếu chuyển đổi, cho thấy khả năng giải ngân tốt trong Q4. Trong 4Q20 và 2021, chúng tôi kỳ vọng rằng mảng bán lẻ sẽ là động lực chính trong tăng trưởng tín dụng. So với các ngân hàng tư nhân khác thì mức lãi suất tiền gửi của HDB vẫn đang khá cạnh tranh. Trong cơ cấu IBL của HDB, các khoản vay liên ngân hàng và tiền gửi chiếm tỉ trọng cao so với các ngân hàng khác. Do đó, nguồn vốn chủ yếu cho tín dụng trong thời gian tới là tiền gửi và phát hành GTCG.                |
| <b>Tổng tài sản</b>       | 6,2  | 22,4  | 14,4  |  |
| <b>NII</b>                | 27,5 | 22,0  | 16,7  | Tăng trưởng NII dự kiến sẽ tương đương với mức tăng trưởng tín dụng do ảnh hưởng của các gói hỗ trợ COVID-19 và chi phí huy động khó giảm trong thời gian ngắn.  |
| <b>NSI</b>                | 36,0 | 28,4  | 25,4  | Nhờ thu nhập từ dịch vụ so với tổng thu nhập còn khá thấp, khoản thu nhập này được kỳ vọng có thể được duy trì mức tăng trưởng tốt. Trong bối cảnh COVID-19, thương vụ sáp nhập với PGBank bị trì hoãn. HDB chia sẻ sự trì hoãn trong thương vụ sáp nhập không ảnh hưởng đến việc hợp tác với Tập đoàn Petrolimex. HDB đã trúng thầu cung cấp giải pháp thanh toán không dùng tiền mặt cho hệ thống cửa hàng xăng dầu toàn quốc của Petrolimex. Sự hợp tác này sẽ hỗ trợ lợi nhuận từ dịch vụ của ngân hàng cũng như giảm chi phí thu hút khách hàng và nhận diện thương hiệu. |
| <b>LN trước dự phòng</b>  | 26,2 | 23,6  | 16,8  | CIR dự kiến sẽ giảm dần nhờ thu nhập tăng trưởng tốt và CPHĐ ổn định, hỗ trợ lợi nhuận trước dự phòng.   |
| <b>LNTT</b>               | 25,3 | 15,9  | 28,8  | Lợi nhuận 9T20 của HDB ghi nhận mức tăng trưởng cao với 27% YoY, tương đương 77,4% kế hoạch cả năm. Chúng tôi kỳ vọng rằng ngân hàng sẽ trích lập dự phòng cao hơn trong quý vừa qua để tăng chất lượng bảng cân đối.  |
| <b>Chất lượng tài sản</b> |      |       |       |  |
| <b>NPL</b>                | 1,4  | 1,6   | 1,6   | Nhờ sự phục hồi kinh tế vĩ mô cùng với việc ngăn chặn tốt dịch bệnh, chúng tôi kỳ vọng nợ xấu của ngân hàng sẽ không tăng mạnh. Trong khi đó, tăng trưởng thu nhập ổn định cũng giúp HDB có khả năng đưa nợ xấu ra ngoài bảng và vẫn duy trì tăng trưởng lợi nhuận   |
| <b>NPL mở rộng</b>        | 2,9  | 3,2   | 3,1   |  |
| <b>Bao phủ nợ xấu</b>     | 81,4 | 77,3  | 79,8  |  |
| <b>Chi phí tín dụng</b>   | 0,6  | 0,7   | 0,5   |  |
| <b>Biên lợi nhuận</b>     |      |       |       |  |
| <b>NIM</b>                | 4,6  | 5,0   | 4,9   |  |
| <b>LNTDP</b>              | 2,8  | 3,1   | 3,0   |  |
| <b>ROA</b>                | 1,6  | 1,6   | 1,8   |  |
| <b>ROE</b>                | 19,4 | 18,7  | 19,5  |  |

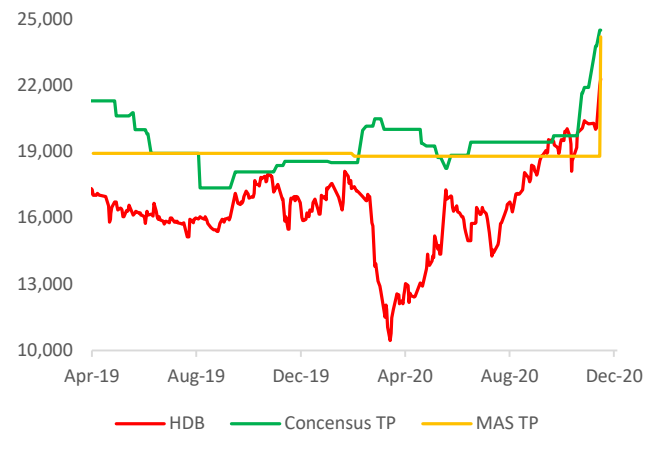
**Định giá**

**Hình 13. P/B dự phóng (x)**



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research

**Hình 14. Định giá**



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research

Chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu mới cho HDB là 24,200 đồng/cổ phiếu từ mức 18,200 đồng, dựa trên hai phương pháp định giá là RSI và P/B mục tiêu.

Hiện tại, HDB đang được giao dịch ở mức 1.5 lần giá trị sổ sách, là một mức cao so với mức định giá các ngân hàng tư nhân mà chúng tôi đang theo dõi. Chúng tôi cho rằng việc định giá cao hơn là nhờ vào kết quả hoạt động kinh doanh khá quan trọng và sau đại dịch.

Cùng với việc giảm đòn bẩy tài chính, các kế hoạch phát hành trái phiếu mới sẽ giúp cải thiện hệ số an toàn vốn (CAR) và tiếp tục cải thiện tính thanh khoản, thúc đẩy tăng trưởng danh mục tín dụng.

Đối với việc phát hành trái phiếu chuyển đổi, giá chuyển đổi là 25,600 đồng/cổ phiếu, cao hơn 18.7% so với giá hiện tại.

## Ngân hàng TMCP phát triển TP. Hồ Chí Minh (HDB VN EQUITY)

**Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh (tóm tắt)**

| (Tỷ đồng)                                     | FY19          | FY20F         | FY21F         | FY22F         |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu từ lãi                              | 19.618        | 23.921        | 28.465        | 32.729        |
| Chi phí lãi vay                               | 9.872         | 12.028        | 14.587        | 17.199        |
| <b>Thu nhập lãi thuần</b>                     | <b>9.747</b>  | <b>11.893</b> | <b>13.878</b> | <b>15.530</b> |
| Doanh thu thuần từ dịch vụ                    | 596           | 765           | 960           | 1.102         |
| Doanh thu thuần khác                          | 1.046         | 903           | 867           | 946           |
| <b>Thu nhập từ HDKD</b>                       | <b>11.388</b> | <b>13.561</b> | <b>15.705</b> | <b>17.577</b> |
| Chi phí hoạt động                             | 5.080         | 5.763         | 6.596         | 7.347         |
| Lợi nhuận trước dự phòng                      | 6.307         | 7.798         | 9.109         | 10.230        |
| Tổng chi phí dự phòng                         | 1.289         | 1.983         | 1.622         | 1.822         |
| <b>LNNT</b>                                   | <b>5.018</b>  | <b>5.814</b>  | <b>7.487</b>  | <b>8.408</b>  |
| Thuế TNDN                                     | 998           | 1.159         | 1.497         | 1.850         |
| <b>LNST</b>                                   | <b>4.020</b>  | <b>4.655</b>  | <b>5.990</b>  | <b>6.558</b>  |
| <b>Lợi nhuận thuần (trừ cổ đông thiểu số)</b> | <b>3.605</b>  | <b>4.208</b>  | <b>5.414</b>  | <b>5.928</b>  |

**Bản cân đối kế toán (tóm tắt)**

| (tỷ đồng)                       | FY19           | FY20F          | FY21F          | FY22F          |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Tiền và các khoản tương đương   | 2.005          | 2.305          | 2.651          | 3.049          |
| Chứng khoán                     | 40.685         | 59.132         | 65.422         | 71.809         |
| Cho vay                         | 169.365        | 199.745        | 230.294        | 261.125        |
| Tài sản cố định hữu hình        | 532            | 652            | 644            | 668            |
| Tài sản khác                    | 16.891         | 19.015         | 22.396         | 23.742         |
| <b>Tổng tài sản</b>             | <b>229.477</b> | <b>280.850</b> | <b>321.407</b> | <b>360.393</b> |
| Tiền gửi                        | 126.019        | 172.812        | 198.896        | 223.458        |
| Nợ vay                          | 49.230         | 44.806         | 49.981         | 55.220         |
| GTCG                            | 25.013         | 31.451         | 34.407         | 36.664         |
| Khoản nợ khác                   | 8.834          | 7.056          | 7.409          | 7.779          |
| <b>Tổng nợ</b>                  | <b>209.096</b> | <b>256.125</b> | <b>290.693</b> | <b>323.121</b> |
| Vốn góp chủ sở hữu              | 9.810          | 12.557         | 12.557         | 12.557         |
| Thặng dư vốn cổ phần            | 2.042          | 1.985          | 1.985          | 1.985          |
| <b>Lợi nhuận giữ lại</b>        | <b>6.131</b>   | <b>7.393</b>   | <b>12.576</b>  | <b>18.235</b>  |
| Quỹ dự trữ                      | 1.090          | 1.034          | 1.265          | 1.533          |
| Lợi ích cổ đông không kiểm soát | 1.309          | 1.756          | 2.332          | 2.962          |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>20.381</b>  | <b>24.725</b>  | <b>30.714</b>  | <b>37.272</b>  |

**Phân tích DuPont(%)**

|  | FY19         | FY20F        | FY21F        | FY22F        |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Thu nhập từ lãi                            | 8,81         | 9,37         | 9,45         | 9,60         |
| Chi phí lãi                                | 4,43         | 4,71         | 4,84         | 5,05         |
| <b>Lợi nhuận từ lãi</b>                    | <b>4,37</b>  | <b>4,66</b>  | <b>4,61</b>  | <b>4,56</b>  |
| Thu nhập ròng từ dịch vụ                   | 0,27         | 0,30         | 0,32         | 0,32         |
| Thu nhập ròng khác                         | 0,47         | 0,35         | 0,29         | 0,28         |
| <b>Tổng lợi nhuận hoạt động kinh doanh</b> | <b>5,11</b>  | <b>5,31</b>  | <b>5,22</b>  | <b>5,16</b>  |
| Tổng chi phí hoạt động kinh doanh          | 2,28         | 2,26         | 2,19         | 2,16         |
| <b>PPOP</b>                                | <b>2,83</b>  | <b>3,06</b>  | <b>3,02</b>  | <b>3,00</b>  |
| Tổng chi phí dự phòng                      | 0,58         | 0,78         | 0,54         | 0,53         |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>                | <b>2,25</b>  | <b>2,28</b>  | <b>2,49</b>  | <b>2,47</b>  |
| Thuế TNDN                                  | 0,45         | 0,45         | 0,50         | 0,54         |
| LNST (cổ đông không kiểm soát)             | 0,19         | 0,18         | 0,19         | 0,18         |
| <b>ROA</b>                                 | <b>1,62</b>  | <b>1,65</b>  | <b>1,80</b>  | <b>1,74</b>  |
| <b>Đòn bẩy (x)</b>                         | <b>12,0</b>  | <b>11,3</b>  | <b>10,9</b>  | <b>10,0</b>  |
| <b>ROE</b>                                 | <b>19,38</b> | <b>18,66</b> | <b>19,53</b> | <b>17,44</b> |
| Chất lượng tài sản (%)                     |              |              |              |              |
| Tỷ lệ nợ xấu                               | 1,36         | 1,60         | 1,60         | 1,60         |
| Tỷ lệ nợ xấu rộng                          | 2,94         | 3,20         | 3,10         | 3,00         |
| NPL coverage ratio                         | 81,37        | 77,32        | 79,79        | 82,04        |
| Reserves to Total credits                  | 0,67         | 0,76         | 0,79         | 0,83         |
| Chi phí tín dụng (% tổng cho vay)          | 0,88         | 1,16         | 0,82         | 0,80         |
| Chi phí tín dụng (% tổng tín dụng)         | 0,60         | 0,75         | 0,53         | 0,53         |
| <b>Chỉ số trên mỗi cổ phiếu (VNĐ)</b>      |              |              |              |              |
| EPS (theo báo cáo)                         | 3.675        |              |              |              |
| EPS (điều chỉnh)                           | 3.697        | 3.392        | 4.364        | 4.778        |
| GTSS                                       | 20.902       | 18.514       | 22.877       | 27.655       |
| LNTP/CP                                    | 6.430        | 6.210        | 7.254        | 8.147        |

Nguồn: dữ liệu công ty, Mirae Asset Research dự phóng

**Các chỉ số chính**

|                                      | FY19  | FY20F | FY21F | FY22F |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Tăng trưởng (YoY)</b>             |       |       |       |       |
| Cho vay                              | 18,8  | 16,7  | 16,3  | 13,8  |
| IEA                                  | 9,8   | 17,9  | 15,3  | 13,4  |
| Tiền gửi                             | -1,6  | 37,1  | 15,1  | 12,3  |
| Vốn chủ sở hữu                       | 21,1  | 21,3  | 24,2  | 21,4  |
| Tổng tài sản                         | 6,2   | 22,4  | 14,4  | 12,1  |
| Thu nhập ròng từ lãi                 | 27,5  | 22,0  | 16,7  | 11,9  |
| Thu nhập dịch vụ                     | 36,0  | 28,4  | 25,4  | 14,8  |
| LNTDP                                | 26,2  | 23,6  | 16,8  | 12,3  |
| Lợi nhuận HDKD                       | 25,3  | 15,9  | 28,8  | 12,3  |
| LNST                                 | 26,8  | 16,7  | 28,7  | 9,5   |
| <b>Tỷ suất sinh lời</b>              |       |       |       |       |
| Chênh lệch lãi ròng                  | 4,28  | 5,08  | 4,80  | 4,64  |
| NIM                                  | 4,65  | 4,96  | 4,88  | 4,82  |
| Biên LNTDP                           | 32,2  | 32,6  | 32,0  | 31,3  |
| ROA                                  | 1,62  | 1,65  | 1,80  | 1,7   |
| ROE                                  | 19,4  | 18,7  | 19,5  | 17,4  |
| <b>Thanh khoản</b>                   |       |       |       |       |
| LDR (loại trừ CDs)                   | 114,8 | 97,7  | 98,7  | 100,0 |
| Cho vay trên tài sản                 | 63,1  | 60,1  | 61,1  | 62,0  |
| <b>Tỷ Lệ An Toàn Vốn</b>             |       |       |       |       |
| CAR                                  |       |       |       |       |
| Tier 1                               |       |       |       |       |
| Tier 2                               |       |       |       |       |
| <b>Hiệu quả hoạt động kinh doanh</b> |       |       |       |       |
| Chi phí trên thu nhập                | 44,6  | 42,5  | 42,0  | 41,8  |
| Chi phí trên tài sản                 | 2,2   | 2,1   | 2,1   | 2,0   |



# Appendix 1

## Important disclosures and disclaimers

### Two-year rating and TP history

| Company                             | Date       | Rating      | TP (VND) |
|-------------------------------------|------------|-------------|----------|
| Hochiminh Development JSCB (HDB VN) | 04/18/2019 | Hold        | 18,930   |
| Hochiminh Development JSCB (HDB VN) | 02/17/2020 | Hold        | 18,800   |
| Hochiminh Development JSCB (HDB VN) | 12/07/2020 | Trading Buy | 24,200   |



### Stock ratings

|             |  |
|-------------|--|
| Buy         | Expected 12-month performance: +20% or greater |
| Trading Buy | Expected 12-month performance: +10% to +20%    |
| Hold        | Expected 12-month performance: -10% to +10%    |
| Sell        | Expected 12-month performance: -10% or worse   |

### Sector ratings

|             |  |
|-------------|--|
| Overweight  | Expected to outperform the market over 12 months           |
| Neutral     | Expected to perform in line with the market over 12 months |
| Underweight | Expected to underperform the market over 12 months         |

Rating and TP history: Share price (—), TP (—), Not Rated (≡), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆)

\* Our investment rating is a guide to the expected return of the stock over the next 12 months.

\* Outside of the official ratings of Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., analysts may call trading opportunities should technical or short-term material developments arise.

\* The TP was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on estimates of future earnings.

\* TP achievement may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

### Ratings distribution and investment banking services

|                             | Buy | Trading Buy | Hold | Sell |
|-----------------------------|-----|-------------|------|------|
| Ratings distribution        |     |             |      |      |
| Investment banking services |     |             |      |      |

\* Based on recommendations over the 12 months through

### Analyst certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS) policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

### Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees, and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations. No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

**Distribution**

**United Kingdom:** This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

**United States:** Mirae Asset Daewoo is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset Daewoo or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset Daewoo. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

**Hong Kong:** This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

**All other jurisdictions:** Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset Daewoo or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset Daewoo and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

**Mirae Asset Daewoo International Network****Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)**

One-Asia Equity Sales Team  
Mirae Asset Center 1 Building  
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539  
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

**Mirae Asset Securities (USA) Inc.**

810 Seventh Avenue, 37th Floor  
New York, NY 10019  
USA

Tel: 1-212-407-1000

**PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia**

Equity Tower Building Lt. 50  
Sudirman Central Business District  
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53  
Jakarta Selatan 12190  
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

**Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC**

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17  
1 Khoroo, Sukhbaatar District  
Ulaanbaatar 14240  
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

**Shanghai Representative Office**

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center  
100 Century Avenue, Pudong New Area  
Shanghai 200120  
China

Tel: 86-21-5013-6392

**Mirae Asset Securities (HK) Ltd.**

Units 8501, 8507-8508, 85/F  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon  
Hong Kong  
Tel: 852-2845-6332

**Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.**

555 S. Flower Street, Suite 4410,  
Los Angeles, California 90071  
USA

Tel: 1-213-262-3807

**Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.**

6 Battery Road, #11-01  
Singapore 049909  
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

**Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd**

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699

**Mirae Asset Securities (UK) Ltd.**

41st Floor, Tower 42  
25 Old Broad Street,  
London EC2N 1HQ  
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

**Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM**

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building  
Vila Olimpia  
Sao Paulo - SP  
04551-060  
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

**Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC**

7F, Saigon Royal Building  
91 Pasteur St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

**Beijing Representative Office**

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)