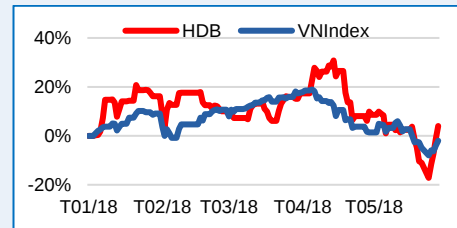


Ngành: Ngân hàng
Ngày báo cáo: 12/06/2018

Giá hiện tại: 41.900VND
Giá mục tiêu: 39.800VND
Sàn: HOSE
TL tăng: -5,0%
Lợi suất cổ tức: 3,6%
Lợi suất cổ tức (quasi): 7,2%
Tổng mức sinh lời: +5,7%

	2017	2018F	2019F	2020F
TT LN trước dự phòng	60,4%	39,9%	16,3%	15,1%
TT LNST	114%	45,2%	13,8%	14,2%
NIM	4,1%	4,5%	4,3%	4,1%
Nợ xấu	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%
Chi phí/Thu nhập	54,4%	52,0%	51,0%	50,0%
Cổ tức/CP (VND)	0	1.500	N/A	N/A
P/B	2,8x	2,6x	2,2x	1,9x



GT vốn hóa: 1,8 tỷ USD
Room KN: 33,7tr USD
GTGD/ngày (30n): 3,2tr USD
Cổ phần Nhà nước: 0%
SL cổ phiếu lưu hành: 0,981 tỷ
Pha loãng: 0,981 tỷ

	HDB	Peers	VNI
P/E (trượt)	16,8x	15,0x	19,3x
P/B (hiện tại)	2,6x	2,1x	2,9x
ROE	15,7%	14,9%	15,0%
ROA	1,3%	0,9%	2,3%

Tổng quan doanh nghiệp

Thành lập năm 1989, HDB là một trong những ngân hàng TMCP đầu tiên tại Việt Nam. Ngân hàng được xếp hạng huy động B2 với triển vọng ổn định bởi Moody's năm 2016. HDB cũng sở hữu 50% cổ phần tại công ty tài chính tiêu dùng lớn thứ ba tại Việt Nam, là HD Saison.

Tổng Nguyễn Tiến Sơn
Chuyên viên

Ngô Hoàng Long
Trưởng phòng cao cấp

Hai sự lựa chọn: HDSaison (hạn chế rủi ro) hoặc FE (đà tăng trưởng)

- Chúng tôi công bố báo cáo lần đầu dành cho Ngân hàng TMCP Phát triển TP. HCM (HDB) với khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** và tổng mức sinh lời 5,7%, bao gồm lợi suất cổ tức, lợi suất quasi-dividend là 7,2% (đến từ mua lại cổ phiếu liên quan đến hoạt động M&A là 13.000 đồng/CP).
- Chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ lãi thuần hợp nhất của HDB sẽ tăng với tốc độ tăng trưởng kép 21,4% giai đoạn 2017-2020 và duy trì là yếu tố chính trong tổng thu nhập từ HĐKD (TOI) với khoảng 88% tỷ trọng, trong khi chúng tôi không nhận thấy triển vọng khả quan cho thu nhập ngoài lãi (NOII) trong trung hạn.
- Chúng tôi dự báo danh mục cho vay tài chính tiêu dùng của HD Saison và danh mục cho vay bán lẻ của ngân hàng mẹ HDB sẽ tăng với CAGR lần lượt 22,6% và CAGR 28,2%, trong giai đoạn 2017-2020.
- HDB hiện đang giao dịch với P/B dự phóng 2,6 lần so với các mức lần lượt của VPB, các ngân hàng ở thị trường mới nổi và cận biên là 2,1 lần, 1,8 lần và 2,6 lần.

HD Saison là một mảng kinh doanh tốt, dù chúng tôi vẫn đánh giá cao “đà tăng trưởng nhanh có kiểm soát” tại FE Credit. HD Saison ghi nhận lợi suất cao đáng kể trong danh mục cho vay dù tỷ trọng cho vay mua xe máy chiếm 41%. Tổng nợ đã xóa của HD Saison là dẫn đầu ngành. Tuy nhiên, xu hướng giảm của tỷ lệ CIR (chi phí/thu nhập)⁽¹⁾ điều chỉnh đã bù trừ hoàn toàn cho mức tăng trưởng lớn tại FE Credit. (hình 66). HD Saison cũng đang sử dụng nhanh nguồn vốn của cổ đông với bằng chứng đến từ chi phí huy động gia tăng⁽²⁾. FE Credit đã duy trì ROE xấp xỉ 18 điểm % cao hơn so với HD Saison trong 3 năm qua.

HD Saison và FE Credit đều là những viên ngọc quý, dù FE Credit có mức đóng góp cho bảng cân đối kế toán của công ty mẹ cao gấp 2 lần so với HD Saison. HD Saison đóng góp 38,6% trong TOI của HDB năm 2017, trong khi FE Credit đóng góp 51,8% cho VPB năm 2017. Chúng tôi cho rằng mức đóng góp của HD Saison trong tổng cho vay khách hàng phần nào đó bị lu mờ bởi bóng dáng của sự tăng trưởng mạnh mẽ trong danh mục cho vay bán lẻ của chính HDB.

Kế hoạch tham vọng cho hệ sinh thái khi ký kết với Petrolimex (PLX) và được hỗ trợ từ Credit Saison của Nhật Bản. Hệ sinh thái của Sovico Holdings bao gồm bộ ba Vietjet Air, HD Saison và HDB được ban lãnh đạo cho rằng là lợi thế chính của HDB. Sau khi ký kết hợp đồng độc quyền 10 năm với đối tác chiến lược mới Petrolimex, HDB dự kiến sẽ cải thiện tỷ lệ CASA (tiền gửi không kỳ hạn), NOII và hệ thống bán hàng. Chúng tôi cho rằng việc đưa PLX vào hệ thống này là hợp lý trong bối cảnh hệ thống chi nhánh sau M&A cho phép PLX một nền tảng lớn hơn để giảng rộng cánh phát triển.

Chúng tôi thay đổi đánh giá mức định giá của PGBank trở nên lạc quan hơn. Mức giá mua lại PGBank được phê duyệt tương ứng với P/B 2,6 lần vào thời điểm ĐHCĐ, mức định giá khá đắt so với các ngân hàng khác khi so sánh các chỉ số sinh lời ở năm hiện tại. Tuy nhiên, thương vụ này được thiết kế một cách thông minh nhằm hạn chế các tác động đến cổ phiếu của HDB sau khi niêm yết các

cổ phiếu mới sau M&A, và chúng tôi hiện đang đánh giá tích cực hơn về thương vụ tích hợp chiến lược.

Ngân hàng mẹ có các vấn đề ảnh hưởng đến định giá của chúng tôi, bao gồm tỷ lệ NIM và huy động vốn liên ngân hàng. Diễn biến hợp nhất ngân hàng Đại Á trong năm 2013 ảnh hưởng đến NIM của ngân hàng mẹ (xem **Hình 40**) và hiện đang ở mức khoảng 2,5% ⁽³⁾, tương đồng với các chỉ số ở các Ngân hàng Quốc doanh. Thương vụ M&A với PG Bank sẽ có thể mở ra các rủi ro khác, dù có một điều chắc chắn rằng diễn biến này sẽ kéo dài thời gian HDB xử lý trái phiếu VAMC từ năm 2019 thêm 1 hoặc 2 năm nữa. Trong bối cảnh bảng cân đối kế toán của ngân hàng mẹ chiếm tới 90% sổ sách kế toán hợp nhất, chúng tôi đặt P/B mục tiêu của HDB là 2,6 lần (bao gồm M&A) so với P/B mục tiêu của VPB là 3 lần.

Ghi chú trang 1:

(1) Kể cả sau khi tính toán “CIR điều chỉnh” của FE Credit bằng cách cộng thêm hoa hồng trả cho đại lý vào Chi phí HĐKD, xu hướng giảm của CIR tại FE Credit vẫn được duy trì.

(2) Tính toán nội bộ của HD Saison không cho thấy mức tăng của chi phí huy động, nhưng áp dụng phương pháp chuẩn của VCSC về tính toán chi phí huy động ghi nhận mức tăng trong chi phí huy động. HD Saison cũng cho biết dòng tín dụng mới giá rẻ được cấp từ Credit Saison chưa được sử dụng tới.

(3) NIM điều chỉnh của ngân hàng mẹ cho các khoản vay liên quan đến Ngân hàng Thế giới (World Bank) không có nhiều tác động đáng kể.

Mục lục

Thâu tóm PGBank và tác động đến kinh doanh và định giá.....	4
HDB hợp nhất sau M&A	7
HDB nhiều khả năng sẽ không đi theo hướng của Ngân hàng TMCP Phát triển nhà Mekong (sáp nhập vào BIDV) và Ngân hàng TMCP Phương Nam (vào STB) sau niêm yết	11
Tổng quan ngành ngân hàng Việt Nam.	12
Tổng quan ngân hàng	12
Cơ cấu cổ đông.....	13
Ban lãnh đạo và chiến lược kinh doanh	13
Quan điểm tổng quan về thị trường tài chính tiêu dùng Việt Nam	14
HD Saison.....	14
Phân tích tài chính.....	19
Phân tích ngân hàng hợp nhất.....	19
Phân tích ngân hàng mẹ	23
Phân tích HD Saison	30
So sánh tình hình hoạt động	34
Định giá	38
Định giá tương đối.....	40
Báo cáo Tài chính	42



Thâu tóm PGBank và tác động đến kinh doanh và định giá

Tại ĐHCĐ thường niên 2018, cổ đông đã thông qua kế hoạch thâu tóm PGBank của HDB. Tương ứng, HDB sẽ phát hành 300 triệu cổ phiếu (+30,6% so với lượng cổ phiếu hiện tại) với giá trị mệnh giá 10.000 đồng, sẽ làm tăng thêm 3 nghìn tỷ đồng cho vốn điều lệ, nâng vốn điều lệ HDB lên 12,8 nghìn tỷ đồng sau M&A và sẽ chi 341 tỷ đồng tiền mặt để mua lại bắt buộc.

Cổ đông cũng thông qua tỷ lệ chuyển đổi 1:0,621 (1 cổ phiếu PGBank được chuyển đổi 0,621 cổ phiếu HDB). Do đó, trong số 300 triệu cổ phiếu HDB phát hành, 186,3 triệu cổ phiếu sẽ được phân bổ cho cổ đông hiện hữu của PGBank. Giao dịch này tương ứng với P/B trượt 2,6 lần cho PGBank, tính vào thời điểm được cổ đông thông qua, và cao hơn 24,4% so với giá cổ phiếu PGBank trên thị trường OTC trước khi công bố thông tin này.

113,7 triệu cổ phiếu còn lại sẽ được phân bổ cho cổ đông hiện hữu của HDB (hoặc 1 cổ phiếu HDB sẽ nhận được thêm 0,111 cổ phiếu HDB), sẽ được mua lại bắt buộc và sẽ trở thành cổ phiếu quỹ trong vòng 30 ngày sau sự kiện M&A (cổ đông HDB sẽ phải thanh toán 10.000 đồng cổ phiếu theo tiêu chuẩn phân bổ pro-rata từ 113,7 triệu cổ phiếu và sau đó được mua lại với giá 13.000 đồng/CP). Ngày chuyển đổi trái phiếu dự kiến sẽ trong tháng 7/2018, sau khi Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) chấp thuận phát hành. Sau khi mua lại HDB sẽ thực hiện điều chỉnh room nước ngoài bằng việc khóa room hờ từ việc phát hành 300 triệu cổ phiếu mới, cho đến khi HDB tìm được đối tác ngoại mới. HDB sẽ khóa room FOL của 300 triệu cổ phiếu phát hành thêm tại mức 27,9%, do đó tương ứng với mức trần FOL sau khi phát hành cổ phiếu M&A là 23,9%.

Hình 1: Khung thời gian M&A

Diễn biến	Thời gian dự kiến
Bộ Công Thương chấp thuận “nguyên tắc”	Trước ĐHCĐ
ĐHCĐ của HDB và PGBank thông qua đề xuất M&A giữa 2 ngân hàng.	21/04/2018
Hoàn tất hồ sơ nộp cho NHNN để phê duyệt.	04/2018
NHNN phê duyệt hồ sơ	05/2018
Thống đốc NHNN công bố quyết định chính thức về phê duyệt M&A	06/2018
Cổ đông thực hiện hoán đổi cổ phiếu.	07/2018
Hoàn thành M&A.	08/2018
PGBank dừng hoạt động và HDB nhận chuyển giao tất cả tài sản và nghĩa vụ pháp lý của PGBank.	
Niêm yết cổ phiếu HDB mới.	09/2018
Tái cơ cấu ban lãnh đạo và nhân sự.	

Nguồn: thông tin từ HDB, VCSC

Hình 2: Tỷ lệ sở hữu trước và sau M&A

Cổ đông	Cơ cấu cổ đông trước M&A		Cơ cấu cổ đông sau M&A		
	Số cổ phiếu	%	Lượng cổ phiếu mới	Tổng số cổ phiếu	%
Sovico Holdings	130.899.221	13,3%		130.899.221	10,2%
	<i>Pro-rata (được mua lại)</i>		15.122.100	146.021.321	N/A
Khác	850.100.758	86,7%		850.100.758	66,4%
	<i>Pro-rata (được mua lại)</i>		98.577.900	948.678.658	N/A
Cổ đông của PGBank, Bao gồm:			186.300.000¹	186.300.000	14,5%
- Petrolimex			74.520.000	74.520.000	5,8%
- Maritime Bank			18.592.740	18.592.740	1,5%
- Khác			93.187.260	93.187.260	7,3%
Tổng số cổ phiếu sau M&A	980.999.979	100%	300.000.000	1.280.999.979	100,0%
Tổng số cổ phiếu sau khi được mua lại				1.167.299.979	91,1%

Nguồn: thông tin từ HDB, VCSC

Ngân hàng có khả năng so sánh tương đồng nhất với PGBank là STB, khi cả 2 ngân hàng có các chỉ số khác biệt đáng kể so với trung bình nhóm các ngân hàng khác. Về mặt nợ xấu và khả năng sinh lời:

Hình 3: So sánh PGB, STB và trung bình các ngân hàng TMCP Tư nhân năm 2017

Tỷ lệ	STB	PGB	Nhóm các Ngân hàng Tư nhân
(Nợ xấu báo cáo + VAMC)/Tổng cho vay	20,8%	9,9%	2,4%
Khoản phải thu/Tổng cho vay	10,8%	1,2%	3,9%
Lãi dự thu/Tổng cho vay	11,1%	3,4%	2,2%
ROAE	5,1%	1,8%	16,3%
ROAA	0,3%	0,2%	1,3%

Nguồn: thông tin từ HDB, VCSC. Nhóm các ngân hàng TMCP Tư nhân bao gồm ACB, MBB, VPB (ngân hàng mẹ) và HDB (ngân hàng mẹ)

Yếu tố khác biệt lớn nhất giữa STB và PGBank là tỷ lệ nợ xấu công bố chính thức tại STB² có mức độ nặng nề khác biệt hơn so với tại PGBank. Trong khi đó các khoản phải thu và lãi dự thu tại PGBank dù ở mức cao hơn so với nhóm các Ngân hàng Tư nhân nhưng vẫn ở gần nhóm các ngân hàng khác so với STB. Chúng tôi cho rằng PGBank sẽ cần 3 năm để xử lý trái phiếu VAMC. STB có thể thực hiện điều này trong 3 năm trong kịch bản tích cực nhất, cho dù đây chỉ là một suy nghĩ đầy mong ước. Do đó, PGBank có tình trạng tốt hơn STB, nhưng tại mức giá M&A, P/B trước của PGBank tương ứng với 2,6 lần so với chỉ 1,2 lần của STB.

Thêm nữa, PGBank đã từng là đối tượng sáp nhập của một số ngân hàng trong vài năm qua nhưng không có thương vụ nào thành công. Đối tác tiềm năng nhất trước đây là mối liên hệ với CTG được công bố vào tháng 4/2014³. Sau đó 4 năm, và PGBank là đối tượng sáp nhập của HDB,

¹ Sau khi nhận được 186,3 triệu cổ phiếu HDB mới, cổ đông của PGB chỉ được bán tối đa 30% lượng cổ phiếu mới sau 6 tháng và 70% còn lại sau 12 tháng

² Được diễn giải là tỷ lệ nợ xấu chính thức + nợ VAMC

³ Phê duyệt thương vụ CTG/PGB của NHNN được cho là trở ngại lớn nhất. Với 40% sở hữu Nhà nước chính thức tại PGB và 64% của CTG. Thương vụ được cho là khá phức tạp do liên quan đến nhiều bộ ngành. Tại ĐHCĐ thường niên 2017 của CTG tháng 4/2017. Đại diện của CTG cho biết NHNN nêu lên các vấn đề về tỷ lệ chuyển đổi đề xuất tại PGB.

được thu hút bởi khả năng có thêm 16 chi nhánh của PGBank, và do đó nhảy cóc so với quy định của NHNN về việc mỗi ngân hàng chỉ được phép mở mới tối đa 5 chi nhánh⁴, cũng như nhắm đến khả năng tác hợp mạnh mẽ so với các ngân hàng đối thủ bởi các yếu tố sau:

Cơ hội cho PLX mở rộng sự hiện diện từ 16 chi nhánh của PGBank sang 73 chi nhánh của HDB. Petrolimex có hơn 20 triệu khách hàng với khoảng 2.500 điểm bán lẻ xăng dầu và 5,200 đại lý trên toàn quốc. Hợp đồng độc quyền 10 năm giữa HDB và PLX ký kết trong tháng 4/2018 và do đó làm gia tăng tỷ lệ thành công của thương vụ sáp nhập HDB. Hợp tác với Petrolimex có thể thúc đẩy tỷ lệ CASA của HDB khi tham gia vào hợp đồng cho phép HDB tiếp cận và quản lý tiền lương CB-CNV của Petrolimex (HDB cho biết tiền gửi không kỳ hạn là 5.700 tỷ đồng⁵ có thể đạt được từ mối quan hệ với PLX). Chúng tôi cho rằng diễn biến này là khá khả thi khi nhìn nhận từ kinh nghiệm thực tế rằng các nhân viên CTCK Bản Việt sẽ phải sử dụng một ngân hàng trong nước để nhận tiền lương; và

Hình 4: Các thỏa thuận hợp đồng chính theo thỏa thuận 10 năm với PLX

Quản lý dòng tiền	Tín dụng	Bán chéo
HDB quản lý tài khoản thanh toán	HDB tài trợ vốn lưu động	Phát hành thẻ đồng thương hiệu
HDB quản lý quỹ bình ổn xăng dầu (2,4 nghìn tỷ đồng)	HDB tài trợ vốn trung và dài hạn	Bán chéo sản phẩm bảo hiểm, ngân hàng bán lẻ và tài chính tiêu dùng tại các điểm bán lẻ của PLX và công ty thành viên của PLX
HDB thực hiện dịch vụ chi lương	HDB cung cấp tất cả dịch vụ thư tín dụng (LC) và bảo lãnh tín dụng	
HDB thực hiện phát hành trái phiếu	Cung cấp sản phẩm bán lẻ, tài chính tiêu dùng cho CB-CNV của PLX	
HDB thực hiện các dịch vụ thu tiền mặt		

Nguồn: thông tin từ HDB

Sự tích hợp lớn hơn giữa Vietjet Air và PLX. Dù không phải là cổ đông có lợi ích thiểu số của HDB, một điều dễ nhận thấy là mối quan hệ với PLX sẽ mang lại một số lợi ích cho mảng hàng không.

PGBank đã được hưởng lợi từ PLX theo những cách sau:

1) Lợi suất tài sản phát sinh lãi: PGBank là ngân hàng tập trung vào mảng bán lẻ, có thể dễ nhận thấy khi quan sát tỷ trọng danh mục cho vay bán lẻ trong tổng cho vay, chiếm 31,7% tổng danh mục cho vay năm 2017. Lợi suất tài sản có sinh lãi của PGB xếp thứ tư trong danh sách các ngân hàng chúng tôi theo dõi khi đạt 7,9%, chỉ xếp sau VPB – tính riêng ngân hàng mẹ (9,8%), STB (8,3%) và ACB (8,3%) - đều là các tên tuổi lớn trong mảng cho vay bán lẻ, đặc biệt là VPB ngân hàng mẹ, vốn cũng có một tỷ trọng nhỏ trong danh mục cho vay tương tự các khoản vay không tài sản đảm bảo.

2) Tỷ lệ CASA (PGBank là ngân hàng nhỏ và không phụ thuộc vào vấn đề liên ngân hàng): Tỷ lệ CASA của PGBank khá hấp dẫn với tỷ lệ 23,6% vào cuối năm 2017, so với trung bình trọng số các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi là 20%. Có một nguyên nhân thông thường để lý giải cho tỷ lệ CASA cao tại các ngân hàng Việt Nam là từ các cổ đông chiến lược trong nước là các tập đoàn lớn. MBB, vốn có tỷ lệ CASA cao nhất ngành với 30,1%, được hỗ trợ

⁴ Thông tư 21/2013/TT-NHNN

⁵ Tổng huy động ngắn hạn tại Petrolimex (dưới 3 tháng) tính đến ngày 31/12/2017 là 14.233 tỷ đồng, bao gồm 5.706 tỷ đồng tiền gửi thanh toán.

bởi Viettel. VCB là một ngoại lệ cho nguyên tắc này vì thu hút lượng CASA từ bán lẻ cao bất thường và mảng bán buôn mạnh mẽ được hưởng lợi từ nhận thức khách hàng rằng VCB là ngân hàng có sự đảm bảo từ Chính Phủ và có uy tín hình ảnh tốt từ rất lâu. TCB có tỷ lệ CASA 24,1% nhờ vào các mối quan hệ tốt với những công ty lớn hàng đầu trong nước (ngoài cổ đông lớn của TCB là Masan) và có vị thế thống trị trong mảng khách hàng bán lẻ cao cấp. Đối với PGBank, PLX là Tập đoàn Nhà nước lớn hỗ trợ cho ngân hàng. Khoảng 3 nghìn tỷ đồng tiền gửi thanh toán (lãi suất 0,1-0,3%), vốn là quỹ Bình ổn giá xăng dầu của PLX được gửi tại PGBank. Ngoài ra, PLX cũng thanh toán lương cho CB-CNV thông qua PGBank.

3) Chi phí huy động: Trong năm 2017, PGBank ghi nhận chi phí huy động 4,7% trong khi trung bình trọng số trong danh mục các ngân hàng chúng tôi theo dõi là 4,2% trong năm 2017, vốn bị ảnh hưởng bởi chi phí huy động thấp từ các ngân hàng quốc doanh. Tuy nhiên, PGBank đã vượt các ngân hàng tư nhân như VPB (5,3%), STB (5,1%), HDB (5,1%) và ACB (4,9%) nhờ tỷ lệ CASA vượt trội được đề cập ở trên.

4) NIM: Lợi thế từ chi phí huy động là không đủ để bù đắp cho lợi suất thấp từ tài sản sinh lãi vì NIM đạt 3,3% trong năm 2017, cao hơn 40 điểm cơ bản so với trung bình trọng số trong danh mục các ngân hàng chúng tôi theo dõi (2,9%), nhưng thấp hơn 10 điểm cơ bản so với nhóm Ngân hàng Tư nhân (3,4%).

5) CIR: Tỷ lệ CIR của PGBank thấp hơn trung bình ngành là 46,8% so với danh mục các ngân hàng theo dõi là 44,3% trong năm 2017, nhưng vẫn đã gia tăng so với năm 2016 khi chỉ đạt 54%. PGBank xếp thứ 7 trong danh mục các ngân hàng chúng tôi theo dõi, vẫn cao hơn ACB (-54,4%), HDB ngân hàng mẹ (48,4%) và STB (73%).

Hình 5: So sánh PGB với trung bình ngành

Tỷ lệ	Nhóm các ngân hàng tư nhân	PGB	Xếp hạng trong nhóm các Ngân hàng tư nhân
Lợi suất tài sản sinh lãi	8,1%	7,9%	4
Tỷ lệ CASA	18,6%	23,6%	3
Chi phí huy động	4,6%	4,7%	3
Tỷ lệ NIM	3,4%	3,3%	5
Tỷ lệ CIR	48,8%	46,8%	4

Nguồn: thông tin từ HDB, VCSC. Nhóm các ngân hàng TMCP Tư nhân bao gồm ACB, MBB, STB, TCB, VPB (ngân hàng mẹ) và HDB (ngân hàng mẹ)

HDB hợp nhất sau M&A

Với các vấn đề về HDB và PGB được nhắc đến ở trên, sáp nhập 2 thực thể này dự kiến sẽ mang lại các biến động trong các chỉ số được thể hiện trong hình 6. 3 chỉ số đáng để đề cập nhất là ROE, tỷ lệ dự phòng trên nợ xấu và tỷ lệ nợ xấu cộng gộp bao gồm nợ VAMC. Nợ tồn đọng từ PGBank sẽ được cộng với nợ VAMC từ HDB và do đó, thực thể sau sáp nhập có vẻ như sẽ cần ít nhất 2 năm và khả năng là 3 năm để dự phòng, và sẽ ảnh hưởng đến ROE trong kỳ, giả định môi trường vĩ mô ổn định. Thực thể sau hợp nhất sẽ có tỷ lệ dự phòng trên nợ xấu gần hơn với mức 77% của nhóm Ngân hàng Tư nhân sẽ càng ảnh hưởng đến ROE.

Hình 6: Con số hợp nhất giữa HDB và PGB năm 2017

Tỷ đồng	Trước hợp nhất	Sau hợp nhất	% thay đổi
Tổng cho vay khách hàng	104.497	125.918	20,5%
Huy động khách hàng	120.538	143.415	19,0%
Thu nhập lãi ròng	6.347	7.159	12,8%
NOII (Doanh thu phí)	1.159	1.388	19,8%
TOI (Doanh thu từ HĐKD)	7.506	8.547	13,9%
LN trước dự phòng	3.433	3.976	15,8%
Chi phí dự phòng	(1.017)	(1.478)	45,3%
LNST	1.954	2.021	3,4%
Tỷ lệ tài chính	Trước hợp nhất	Sau hợp nhất	% thay đổi
Lợi suất tài sản	9,6%	9,4%	(21,2)
Tỷ lệ CASA	12,1%	13,9%	183
Chi phí huy động	5,6%	5,5%	(12,1)
NIM	4,1%	4,0%	(9,6)
ROE	14,9%	11,9%	(304)
ROA	1,0%	0,9%	(10,9)
CIR	54,3%	53,5%	(89,7)
Nợ xấu	1,5%	1,8%	29,1
Dự phòng nợ xấu	73,3%	61,1%	(1.223)
(Nợ xấu + VAMC)/ Tổng cho vay	2,4%	3,7%	125
Hệ số P/E	13,5x	12,4x	
Tỷ lệ LDR thuần	86,7%	87,8%	111
Tỷ lệ LDR quy định	69,5%	72,4%	293

Nguồn: thông tin từ HDB, VCSC.

Tiếp theo, chúng tôi xem xét mức định giá mua lại PGBank so với các ngân hàng cùng ngành, nếu mức giá này cao hơn và nếu chúng tôi nhận thấy đủ sự tích hợp để điều chỉnh giá định giá của chúng tôi cho HDB sau sáp nhập. Trong **Hình 7**, chúng tôi sử dụng ACB, VPB, EIB và STB – các ngân hàng trong danh mục chúng tôi theo dõi phù hợp nhất khi so sánh với PGB khi có tương đồng các tài sản vẫn đề trong vòng 6 năm qua. Tỷ lệ ROE và ROA trung bình của các ngân hàng này lần lượt là 14,1% và 0,6% trong năm 2017, và tỷ lệ P/B trượt là 2,3 lần tính theo giá đóng cửa ngày 21/05/2018. Nếu so sánh con số này với P/E trượt mà HDB đề xuất để mua lại PGB là 2,2 lần, giá định giá cổ phiếu của HDB giữ ở mức 41.100 đồng vào ngày chuyển đổi, chúng tôi nhận thấy định giá của PGB là không hợp lý nếu chỉ tính thuần theo ROE (1,8%) và ROA (0,2%) của PGB, vốn thấp hơn đáng kể so với trung vị các ngân hàng trong nhóm so sánh. Nhìn lại thời điểm CTG đề xuất mua lại PGB trong tháng 4/2014, hệ số ROA cũng là 0,2%, do đó khả năng sinh lời của PGB đã không thay đổi nhiều trong vòng 4 năm qua. Tuy nhiên, CTG chỉ đề xuất mua lại với P/B trượt 1,0 lần trong năm 2014.

Hình 7: So sánh với các ngân hàng phù hợp năm 2017 (giá đóng cửa ngày 24/05/2018)

	P/B	ROAE	ROAA
ACB	2,7x	14,1%	0,8%
VPB	2,4x	27,5%	2,5%
EIB	1,3x	5,9%	0,6%
STB	1,0x	5,1%	0,3%
Trung vị	1,9x	10,0%	0,7%
PGB tại tháng 4/2014 (thời điểm CTG đề xuất sáp nhập PGB)	1,0x	1,2%	0,2%
PGB* (HDB đề xuất sáp nhập PGB)	2,2x	1,8%	0,2%

Nguồn: thông tin từ HDB, VCSC.; * Giá cổ phiếu PGB tính theo thị trường OTC

Một nguyên nhân có thể được lý giải cho diễn biến này từ HDB cho mức biến động không đáng kể trong ROA và ROE kể từ năm 2014 là CTG yêu cầu PGB duy trì trạng thái của ngân hàng khi ngân hàng này xin chấp thuận của cơ quan quản lý trong thương vụ M&A. Dù vậy, chúng tôi ghi nhận tốc độ tăng trưởng cho vay 26,2% trong năm 2017, một tỷ lệ tăng thuộc vào hàng cao nhất được ghi nhận trong nhóm các ngân hàng quy mô nhỏ của Việt Nam.

Trong khi thương vụ sáp nhập PGB vào HDB có nhiều ý kiến về định giá, chúng tôi có đánh giá tích cực hơn về khả năng tích hợp và dự báo lợi nhuận 2019 và 2020 của chúng tôi phản ánh quan điểm này. Bên dưới là tổng hợp các thay đổi trong dự báo của chúng tôi.

Hình 8: Tác động của M&A trong dự báo của HDB

Chỉ báo	Giả định trước M&A		Giả định sau M&A	
	Dự báo 2018	Trung bình 2019-2020	Dự báo 2018	Trung bình 2019-2020
Tăng trưởng tổng cho vay	25,0%	19,7%	48,8%	18,5%
Tăng trưởng huy động khách hàng	21,0%	18,5%	44,0%	17,5%
Tăng trưởng chi phí HĐKD	27,0%	11,2%	42,4%	21,0%
Tăng trưởng chi phí dự phòng	23,6%	20,5%	64,3%	18,3%
Tăng trưởng thu nhập ròng	44,9%	14,0%	34,8%	33,4%

Nguồn: thông tin từ HDB, VCSC.; * Giá cổ phiếu PGB tính theo thị trường OTC

- **Tăng trưởng tổng cho vay.** Sau thấu tóm, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng cho vay sẽ là khá thận trọng hơn khi HDB sẽ cần duy trì sự tập trung vào quá trình tái cơ cấu và giải quyết các khoản vay có vấn đề tại các chi nhánh của PGB. Qua đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng cho vay khách hàng sẽ đạt 48,8% trong năm 2018 và trung bình 18,5% trong giai đoạn 2019-2020.
- **Tăng trưởng huy động khách hàng.** Tương tự, tăng trưởng huy động khách hàng dự kiến sẽ được tri ở mức thận trọng và có thể kiểm soát để ngân hàng tập trung vào xử lý vấn đề tồn đọng tại PGB. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ LDR (cho vay/huy động) sẽ biến động trong khoảng 67-71% trong vòng 3 năm tới.
- **Tăng trưởng chi phí hoạt động.** Tỷ lệ CIR của HDB là khá cao ở mức 70% trong năm 2013 (do thương vụ M&A với Ngân hàng Đại Á) và biến động trong khoảng 58%-63% trong giai đoạn 2014-2016 gây ra bởi việc mở rộng hệ thống tốn kém. Trong năm 2017, tỷ lệ CIR của HDB đã giảm đáng kể còn 54,4% nhờ các chi nhánh/phòng giao dịch mới đi vào hoạt động. Thấu tóm PGB sẽ tạo thêm áp lực gia tăng cho CIR của HDB do chi phí tái cơ cấu. Dù vậy, không giống như Đại Á với tỷ lệ CIR cao bất thường, CIR của PGB là khá thấp với mức trung bình 50,4% trong năm 2016-2017 so với các ngân hàng đang gặp khó khăn khác. Chúng tôi cho rằng CIR của HDB sau M&A sẽ không tăng, mà sẽ duy trì ở mức 54%, tăng 42,4% trong năm 2018 và trung bình 21% trong giai đoạn 2019-2020.
- **Tăng trưởng chi phí dự phòng.** Sáp nhập PGB sẽ làm gia tăng nợ xấu thêm 43,6% lên 2,3 nghìn tỷ đồng và trái phiếu VAMC ròng tăng 146% đạt 2,4 nghìn tỷ đồng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng HDB sẽ ghi nhận chi phí dự phòng thêm 400-500 tỷ đồng cho các tài sản có vấn đề mỗi năm của PGB, ngoài kế hoạch dự phòng của HDB. Ban lãnh đạo của HDB cho biết rằng PGB có thể thu hồi khoảng 38% (912 tỷ đồng) trái phiếu VAMC trong tương lai gần, và có thể con số dự phòng của chúng tôi sẽ vượt kế quả thực tế. Kịch bản tích cực nhất là HDB có thể hoàn thành dự phòng hoàn toàn trái phiếu VAMC trong vòng 3 năm tới, nhưng chúng tôi thận trọng dự báo sẽ hoàn thành trong 4 năm.
- **Tăng trưởng thu nhập ròng.** M&A thường rất khó để dự báo. HDB đã từng tiếp cận PGB năm 2014, nhưng đã rút lui thời điểm đó khi quy mô của PGB quá nhỏ. HDB có kinh nghiệm hợp nhất với một ngân hàng khác khi sáp nhập ngân hàng Đại Á trong năm 2013. Chúng

tôi cho rằng PLX có thể phát huy được tiềm năng tốt hơn với sự hỗ trợ của HDB. Dù chúng tôi ghi nhận chi phí dự phòng cao hơn đáng kể sau M&A để xử lý tài sản có vấn đề của PGB, chúng tôi cho rằng thực thể sau M&A trong năm 2019 và 2020 sẽ có tăng trưởng thu nhập ròng trung bình đáng kể so với giả định trước M&A trong cùng kỳ.

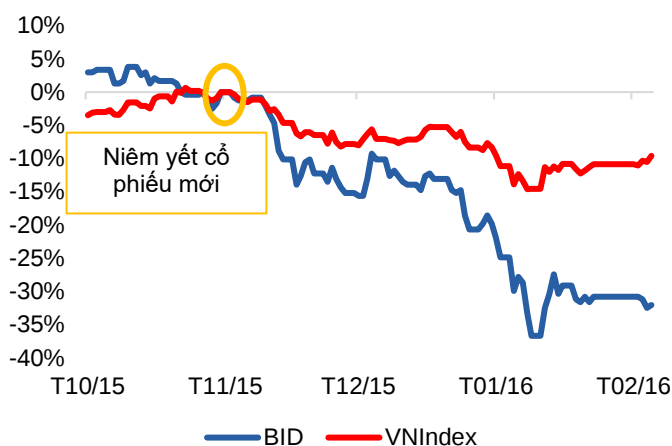
Chúng tôi nghĩ rằng khả năng NHNN phê duyệt thương vụ này là cao hơn nhiều so với các thương vụ trước đây vì:

- Ngân hàng đi thầu tóm không phải là ngân hàng quốc doanh và do đó sự kiểm soát chặt chẽ về định giá là không quá lớn.
- Nhu cầu cần hợp nhất trong ngành ngân hàng giờ đã lớn hơn so với năm 2014.
- NHNN nhận thức được việc không phê duyệt hàng loạt các thương vụ sẽ gửi tín hiệu không tốt cho giới đầu tư.

HDB nhiều khả năng sẽ không đi theo hướng của Ngân hàng TMCP Phát triển nhà Mekong (sáp nhập vào BIDV) và Ngân hàng TMCP Phương Nam (vào STB) sau niêm yết.

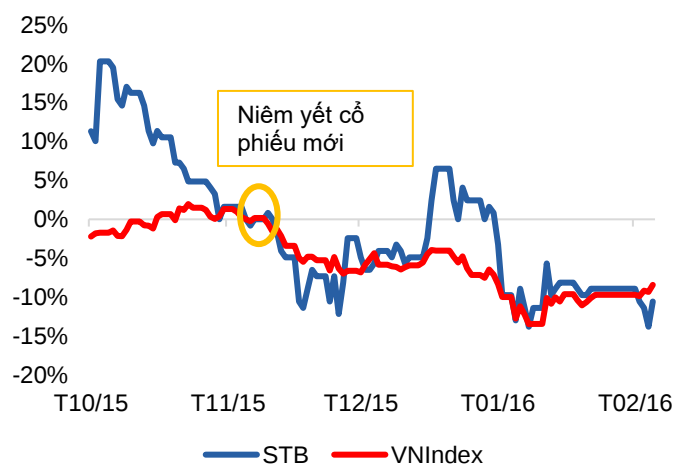
Chúng tôi thêm vào phần này do làn sóng M&A thứ hai và thứ ba trong ngành ngân hàng bao gồm các ngân hàng niêm yết và cung/cầu cổ phiếu cũng cần được xem xét. Làn sóng M&A ngân hàng lần đầu tiên bao gồm sáp nhập ngân hàng Tín Nghĩa và Ngân hàng Đệ nhất vào Ngân hàng TMCP Sài Gòn (2010), Ngân hàng TMCP Nhà Hà Nội (Habubank) sáp nhập vào Ngân hàng TMCP Sài Gòn – Hà Nội (2012), Ngân hàng Đại Á sáp nhập vào HDB (2013) và ngân hàng Phương Tây vào PVFC (2010). Làn sóng thứ hai bao gồm sáp nhập Ngân hàng TMCP Phát triển nhà Mekong vào BIDV (2015) và Ngân hàng Phương Nam vào STB (2015). **Hình 9** và **Hình 10** bên dưới cho thấy giá cổ phiếu BID và STB trước và sau ngày niêm yết cổ phiếu mới sau M&A các giao dịch kể trên.

Hình 9: Diễn biến cổ phiếu BID và VN-Index trong 1 tháng trước và 3 tháng sau ngày niêm yết lượng cổ phiếu mới



Nguồn: Bloomberg, VCSC

Hình 10: Diễn biến cổ phiếu STB và VN-Index trong 1 tháng trước và 3 tháng sau ngày niêm yết lượng cổ phiếu mới



Nguồn: Bloomberg, VCSC

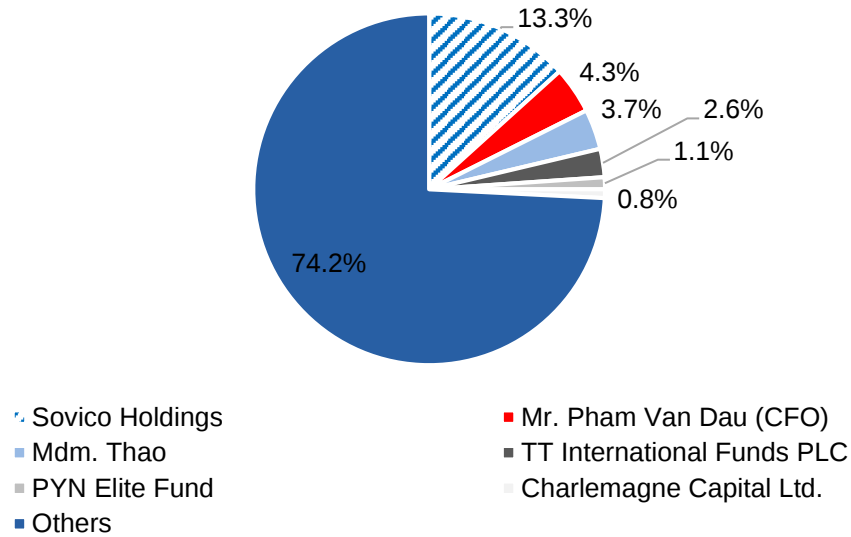
Chúng tôi nhận thấy việc sáp nhập PGB vào HDB là một phần của làn sóng M&A của ngành ngân hàng với sự thay đổi môi trường vĩ mô trong năm 2015. Chúng tôi đánh giá cao ban lãnh đạo của HDB và đơn vị tư vấn thương vụ này khi đã cấu trúc thương vụ PGB nhằm hạn chế tối đa nguồn cung cổ phiếu HDB vào thời điểm niêm yết cổ phiếu M&A:

- Cổ đông của PGB chỉ được phép bán 30% lượng cổ phần nắm giữ sau 6 tháng từ ngày niêm yết lượng cổ phiếu mới sau M&A và 70% còn lại sau 12 tháng.
- Cổ đông hiện tại của HDB nhận được phân bổ M&A theo tỷ lệ nắm giữ sẽ phải mua cổ phiếu với giá 10.000 đồng/CP và được mua lại bắt buộc với giá 13.000 đồng/CP trong vòng 1 tháng sau phát hành.
- PLX sẽ nhận được 5,8% cổ phần HDB (xem hình 2) sau khi thanh toán và được phép giảm tỷ lệ này còn 4,9% nhằm tránh công bố thông tin đối với các cổ đông lớn. Tỷ lệ 4,9% của PLX sẽ được hạn chế giao dịch trong 5 năm sau khi niêm yết cổ phiếu.
 - o 0,9% tương ứng với 11,5 triệu cổ phiếu, hay 6,1 ngày giao dịch tính theo giá trị giao dịch trung bình hiện tại của HDB.

Trong bối cảnh lượng cổ phiếu mới được cung cho thị trường ngay lập tức sau khi niêm yết cổ phiếu M&A mới sẽ chỉ là 11,5 triệu cổ phiếu của PLX, chúng tôi cho rằng **Hình 9** và **Hình 10** sẽ không phải là diễn biến sau M&A của HDB.

Cơ cấu cổ đông

Hình 12: Cơ cấu cổ đông tính đến hết năm 2017



Nguồn: thông tin từ HDB, VCSC, Bloomberg

Ban lãnh đạo và chiến lược kinh doanh

Bà Lê Thị Băng Tâm (chủ tịch HĐQT CTCP Sữa Việt Nam – VNM) gia nhập HDB với vai trò chủ tịch HĐQT năm 2010 và bà Nguyễn Thị Phương Thảo (Tổng giám đốc CTCP Vietjet và là chủ tịch HĐQT Sovico Holdings) đã là Phó Chủ tịch HĐQT ngân hàng kể từ năm 2007. Ngoài ra, HDB có đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm với một vài chuyên gia đã từng làm việc tại các ngân hàng quốc tế. Ban lãnh đạo đã có thể tạo dựng tên tuổi trong thị trường ngách khi tập trung vào mảng khách hàng bán lẻ/SME tại ngân hàng mẹ dựa vào lợi thế cạnh tranh với mạng lưới nhỏ đến trung bình và cơ sở khách hàng đến từ các công ty liên kết (VJC) và đối tác (VNPT và Saigon Coop). HDB hiện đang tập trung vào phát triển tích hợp CNTT và ngân hàng số. Sau đây là các cơ hội chính của ngân hàng:

- Mối quan hệ đối tác chiến lược mạnh mẽ mang lại lợi thế cạnh tranh cho HDB:** ngân hàng có thể tận dụng hệ thống phân phối nhằm cung cấp các dịch vụ/ sản phẩm phi ngân hàng và gia tăng bán chéo. Với hợp đồng bancassurance độc quyền 10 năm cùng Dai-ichi trong tháng 5/2015, HDB hiện đang tập trung vào các sản phẩm bảo hiểm trong phân khúc khách hàng thu nhập trung bình. Về bảo hiểm phi nhân thọ, ngân hàng đang nhắm đến bảo hiểm du lịch cho các khách hàng của VJC. Gia tăng sự thâm nhập và chào bán sản phẩm sẽ giúp ngân hàng cải thiện (1) tỷ trọng thu nhập phí (bao gồm giao dịch ngoại hối) trong tổng thu nhập HKKD (TOI) và (2) gia tăng cơ sở khách hàng lên 15 triệu (từ 4,8 triệu hiện tại) vào năm 2021, ban lãnh đạo cho biết.
- Kênh ngân hàng số tiềm năng.** HDB cũng nhắm đến phát triển hạ tầng CNTT nhằm cung cấp dịch vụ số cho khách hàng bán lẻ và SME, cùng với hệ thống chi nhánh vật lý. Khi tích hợp hệ thống khách hàng của ngân hàng với các khách hàng của HD Saison và Vietjet vào một nền tảng số trung tâm, HDB sẽ có thể cải thiện trải nghiệm của khách hàng và hiệu quả vận hành. Ngân hàng số được hỗ trợ bởi (1) ước tính CAGR 27,6% trong thị trường thương mại điện tử với quy mô thị trường giai đoạn 2015-2020 và (2) tỷ lệ tài chính toàn diện (financial inclusion) là 31% (so với 78% của Thái Lan), dự kiến sẽ tăng nhờ tăng lớp dân số thu nhập trung bình và trên trung bình của Việt Nam, theo Frost and Sullivan.



Quan điểm tổng quan về thị trường tài chính tiêu dùng Việt Nam

Ba công ty tài chính tiêu dùng hàng đầu Việt Nam có các cách thức tiếp cận thận trọng và cho vay khác nhau. Quan điểm nhìn chung của VCSC về tài chính tiêu dùng như sau:

- **Tính thận trọng:** Không liên quan nhiều đến khoảng thời gian một công ty cần để phê duyệt một khoản vay tại điểm bán lẻ (POS). Cũng không thể nói rằng tỷ lệ xóa nợ gộp là chỉ báo hoàn toàn, khi xóa nợ cũng phụ thuộc khả năng thu nợ. Tuy nhiên, khi không có các chỉ báo cụ thể hơn, tỷ lệ xóa nợ gộp là chỉ báo cho tính thận trọng của công ty.
- **Cho vay tiền mặt:** Khi chúng tôi theo dõi các công ty tài chính tiêu dùng ở Việt Nam, chúng tôi được nghe các công ty cạnh tranh mô tả về đối thủ của mình theo cách khác với cách mà họ tự miêu tả về bản thân công ty mình. Chúng tôi cho rằng các công ty top đầu sẽ không dễ dàng cho vay tiền mặt với một khách hàng mới. Nhưng cách để các công ty giảm rủi ro bằng cách chấm điểm khách hàng sẽ quyết định triển vọng của từng công ty cụ thể.

HD Saison

Sau đây chúng tôi sẽ đánh giá HD Saison vì công ty mang lại khoảng 40% TOI hợp nhất

Hình 13: Các cột mốc chính của HD Saison

Năm	Sự kiện
2007	Được thành lập với tên gọi Societe Generale Viet Finance; sở hữu 100% bởi Societe Generale
2013	Được mua lại 100% bởi HDB và đổi tên thành HDFinance. Có trên 1.100 điểm POS tại 53 tỉnh/thành
2015	Ký kết hợp đồng đối tác chiến lược với Credit Saison và đổi tên thành HD Saison; trên 4.500 POS; 1,2 triệu khách hàng
2017	Hơn 11.500 POS; khoảng 3,6 triệu khách hàng; thị phần số 1 trong mảng cho vay xe máy

Nguồn: thông tin từ HDB, VCSC

Phân khúc khách hàng theo nhân khẩu học, thu nhập

Nhóm khách hàng mục tiêu của HD Saison là các khách hàng không tiếp cận với dịch vụ của ngân hàng và phân khúc bình dân với thu nhập trung bình tháng dưới 7 triệu USD. Nhóm này chiếm khoảng 83% dân số lao động tại Việt Nam, cho thấy một thị trường hấp dẫn và chưa được khai thác cho các sản phẩm tài chính tiêu dùng (TCTD). Theo Nielsen, các mảng này dự kiến sẽ tăng với CAGR chung là 20%, đến từ việc phát triển đô thị hóa, tăng trưởng kinh tế và nhân khẩu học.

Tăng trưởng danh mục cho vay, sử dụng các sản phẩm, quy mô và cán cân cho vay cho từng khách hàng

HD Saison đã trở thành một trong những công ty TCTD hàng đầu tính theo thị phần. Công ty có danh mục sản phẩm tài chính với ba sản phẩm chính:

- Cho vay mua xe máy (2W). HD Saison hiện đang là công ty dẫn đầu thị trường trong thị trường cho vay mua xe máy, thường được coi là mảng cho vay an toàn nhất. Theo HD Saison, công ty hiện có 36% thị phần trong mảng cho vay mua xe máy. VCSC cũng nhận định đây là mảng có tính cạnh tranh nhất với lợi suất thấp nhất.
 - Tuy nhiên, bài thuyết trình của Home Credit đặt thị phần của HD Saison trong mảng 2W tại mức 33% nhưng vẫn là công ty dẫn đầu.

- Cho vay mua hàng tiêu dùng gia dụng (CD). HDB cho biết giữ vị trí thứ hai trong mảng này với “30% thị phần”.
 - Tuy nhiên, bài thuyết trình của Home Credit đặt thị phần CD của HD Saison ở mức 9%, xếp xa ở vị trí thứ ba.
- Cho vay tiền mặt bán chéo cho một số khách hàng chọn lọc trong danh mục 2W và CD với lịch sử trả nợ tốt.
- Các khoản vay khác bao gồm cho vay mua xe tải nhỏ, cho vay giáo dục, cho vay du lịch và cho vay đám cưới.

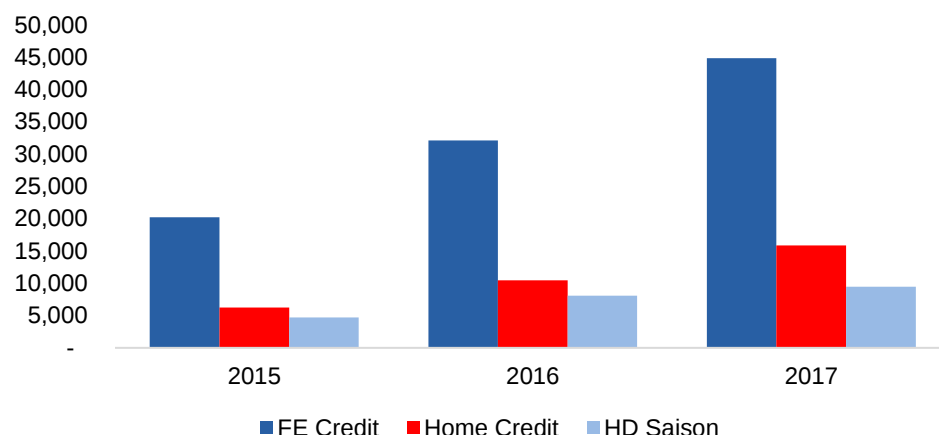
Hình 14: Danh mục sản phẩm

Khoản mục	Xe máy	Tiêu dùng gia dụng	Vay tiền mặt
Khoản vay trung bình một hợp đồng (USD)	450	180	600
Thời hạn (tháng)	06-36	06-24	12-24
Lãi suất trung bình	46%	43%	42,5%

Nguồn: thông tin từ HDB, VCSC

HD Saison ghi nhận tăng trưởng CAGR danh mục cho vay từ 41,8% năm 2015 lên 2017, xếp sau FE Credit và Home Credit với lần lượt 48,9% và 59,5%. HD Saison có dư nợ khoản vay thấp hơn nhiều trong khi số lượng khách hàng tương tự như FE Credit và Home Credit, tương ứng với quy mô nhỏ của từng khoản vay trên khách hàng.

Hình 15: Tổng danh mục cho vay của top 3 công ty tài chính tiêu dùng hàng đầu tại Việt Nam (tỷ đồng)



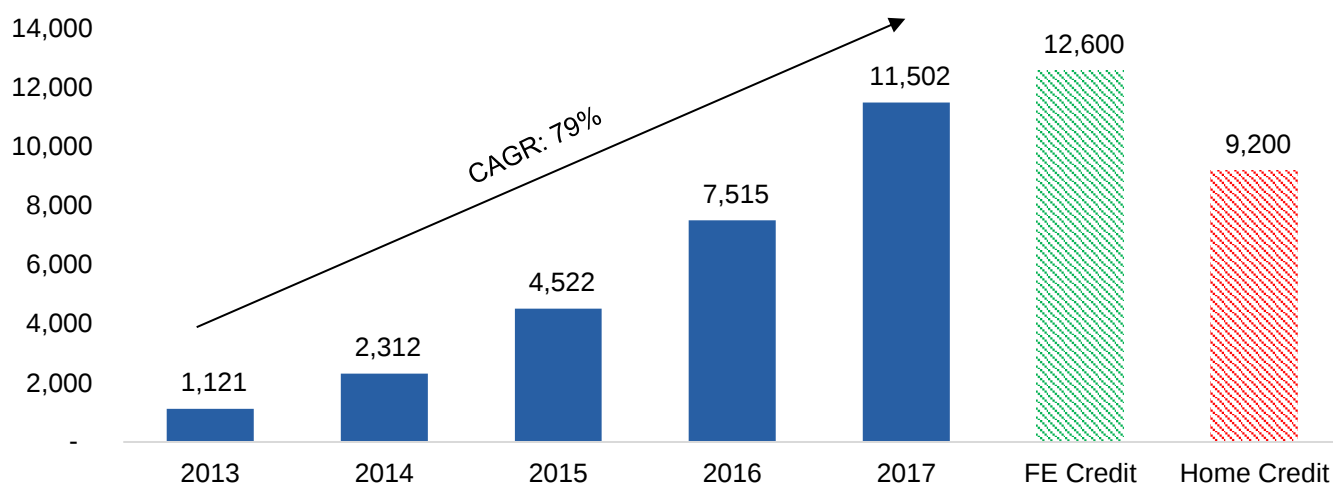
Nguồn: thông tin từ HDB, VCSC

Chiến lược của HD Saison là đa dạng hóa rủi ro trong số các khách hàng, nhằm đến tăng dư nợ cho vay khách hàng cao hơn qua việc thu hút thêm khách hàng mới thay vì thu hút thêm khoản vay từ một tập các khách hàng nhỏ. Kết quả là dư nợ cho vay trung bình mỗi khách hàng là 8,6 triệu đồng- khá thấp so với trung bình ngành 15 triệu đồng - 20 triệu đồng. Vì dư nợ cho vay trên mỗi khách hàng thấp nên rủi ro trên mỗi khách hàng của HD Saison cũng thấp hơn. Ngoài ra, HD Saison cũng tập trung vào các khoản vay có kỳ hạn ngắn hơn, với 1 lượng lớn khoản vay có kỳ hạn dưới 1 năm. HD Saison cũng kéo dài khoản cho vay tiền mặt cho khách hàng có lịch sử trả nợ phù hợp nhằm đa dạng hóa danh mục cho vay và cải thiện khả năng sinh lời.

Hệ thống phân phối

Hệ thống phân phối rộng khắp của HD Saison với sự thâm nhập sâu rộng là một trong những lợi thế cạnh tranh lớn nhất của công ty. Hệ thống phân phối là rất quan trọng trong ngành TCTD, khi ngành kinh doanh này phục vụ các khách hàng bình dân và không thể tiếp cận ngân hàng do thu nhập thấp, phần đông trong số đó là các công nhân, vừa tốt nghiệp phổ thông hoặc sinh viên đại học, cũng như những người lao động được thanh toán lương bằng tiền mặt thay vì chuyển khoản ngân hàng. Các khách hàng này có nhiều khả năng mua xe máy và hàng tiêu dùng gia dụng lần đầu tiên hơn, và cần thực tế trải nghiệm, nhìn và cầm vào sản phẩm. Sự hiện diện các POS của HD Saison đóng vai trò quan trọng trong thiết lập danh mục khách hàng.

Hình 16: POS của HD Saison so với các công ty cùng ngành



Nguồn: thông tin từ HDB, VCSC

HD Saison hiện có 11.502 POS trên khắp 63 tỉnh/thành của Việt Nam, với khoảng 3,6 triệu khách hàng vào cuối năm 2017. HD Saison đang phát triển và gia tăng kênh bán hàng POS bằng cách gia tăng lực lượng bán hàng và đại lý trực tiếp. Trong tương lai, HD Saison có kế hoạch tiếp tục thành lập các kênh phân phối mới, bao gồm sản phẩm thẻ tín dụng đồng thương hiệu và marketing số.

Hình 17: Kênh phân phối của HD Saison

Kênh phân phối	
Điểm POS	Các điểm giới thiệu dịch vụ tại các cửa hàng bán xe máy và bán lẻ của các đối tác trên toàn quốc, tư vấn về sản phẩm của HD Saison
Đại lý	Các đối tác từ xe máy, hàng tiêu dùng gia dụng, điện thoại di động, cửa hàng nội thất và nhà hàng tiệc cưới
Bán hàng trực tiếp	Bán hàng qua điện thoại
Hợp tác với các công ty Nhật Bản	Hợp tác với các nhà bán lẻ, tiện ích, giáo dục, chăm sóc sức khỏe, chủ yếu cho sản phẩm thẻ tín dụng

Nguồn: thông tin từ HDB, VCSC

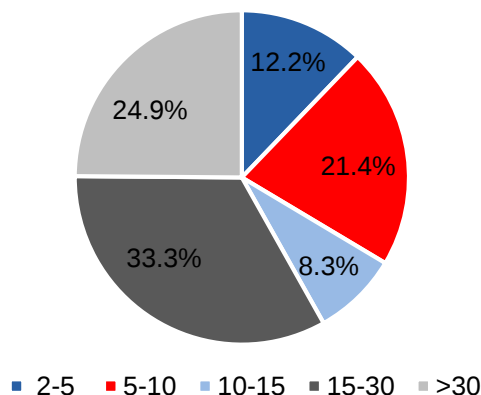
Phân tích quy mô khoản vay khách hàng, thời hạn và mảng kinh doanh của HD Saison

Hơn một nửa (58,2%) khách hàng của HD Saison thực hiện vay tiêu dùng với khoảng vay từ 15-30 triệu đồng, hoặc cao hơn 30 triệu đồng. Tuy nhiên, quy mô khoản vay trung bình mỗi khách hàng chỉ xấp xỉ 8,6 triệu đồng, thấp hơn đáng kể so với trung bình ngành là 15-20 triệu đồng. Con số này phản ánh chiến lược của HD Saison nhằm gia tăng khoản vay khách hàng hiện hữu khi thu

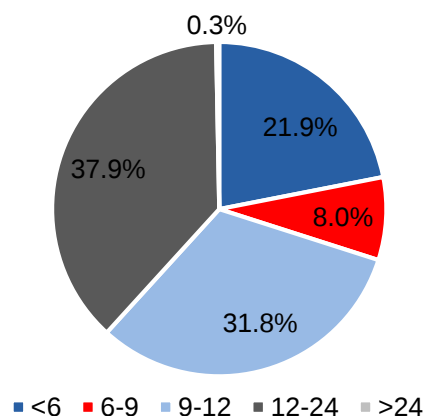
hút và gia tăng lượng khách hàng và duy trì quy mô khoản vay ổn định, thay vì thu tóm các khách hàng có khoản vay lớn hơn.

Đa số khách hàng (69,7%) được ghi nhận vay hơn 9 tháng và dưới 24 tháng trong năm 2017. Mảng cho vay xe máy và tiền mặt là các trọng tâm của HD Saison và bản chất của các khoản vay này là lý do hợp lý cho kỳ hạn vay dài tại HD Saison.

Hình 18: Quy mô khoản vay, triệu đồng

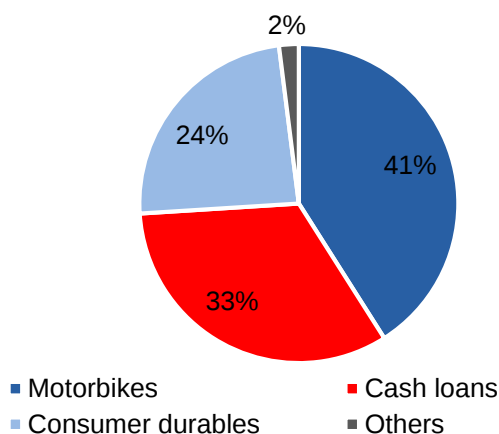


Hình 19: Thời hạn khoản vay, tháng



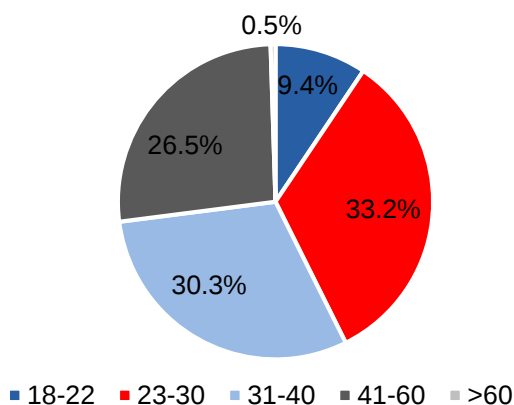
Nguồn: thông tin từ HDB

Hình 20: Khoản vay theo từng mảng



Nguồn: thông tin từ HDB

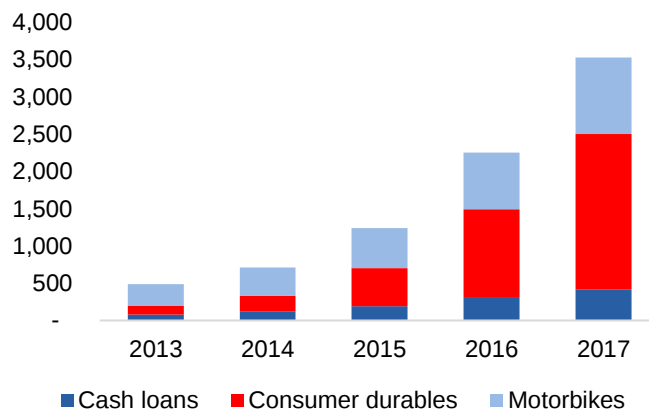
Hình 22: Độ tuổi của khách hàng



Nguồn: thông tin từ HDB

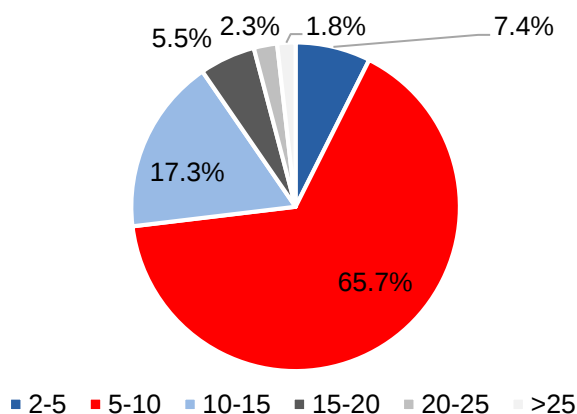
Nguồn: thông tin từ HDB

Hình 21: Tăng trưởng khách hàng theo từng khoản vay ('000)



Nguồn: thông tin từ HDB

Hình 23: Khách hàng tính theo thu nhập, triệu đồng



Nguồn: thông tin từ HDB

Tính theo quy mô khoản vay, FE Credit cao hơn nhiều so với HD Saison với tổng cho vay khách hàng đạt 44,8 nghìn tỷ đồng so với chỉ 9,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2017. NIM của 2 công ty hàng đầu này là tương tự nhau trong năm 2017 đạt 27,7%. Trước đó, HD Saison có mức NIM cao hơn FE Credit nhờ lợi suất tài sản cao hơn (340-640 điểm cơ bản) và do phí huy động thấp hơn nhẹ (10-220 điểm cơ bản) trong năm 2015-2016. Tuy nhiên, HD Saison không thể duy trì diễn biến này khi chi phí huy động tăng mạnh năm 2017⁶, làm NIM giảm 210 điểm cơ bản còn 27,7%.

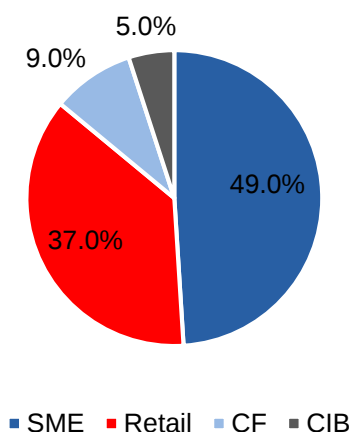
⁶ Chúng tôi áp dụng tiêu chuẩn chuẩn hóa nhằm tính chi phí huy động trong các ngân hàng và công ty TCTD chúng tôi theo dõi. Áp dụng tiêu chuẩn chuẩn hóa này ghi nhận mức tăng chi phí huy động năm 2017

Phân tích tài chính

Phân tích ngân hàng hợp nhất

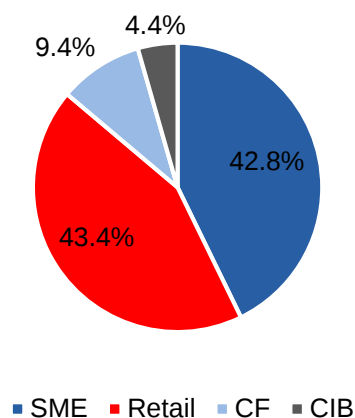
Tăng trưởng cho vay tại HD Saison giảm trong năm 2017 chỉ còn 17,3% so với 71,5% năm 2016 (thông tin phân tích chi tiết hơn cho HD Saison trong trang 30). Chúng tôi ghi nhận danh mục TCTD của HD Saison chiếm khoảng 9,0-9,4% con số cho vay hợp nhất trong giai đoạn 2017-2021. Cho vay SME chiếm 49% năm 2017, nhưng được dự báo giảm còn 42,8% năm 2020 do mức sinh lời thấp hơn của mảng này (NIM 3,6% năm 2016) so với các ngân hàng khác (4-5%), trong khi cho vay bán lẻ trở thành mảng thống trị của ngân hàng mẹ. Chúng tôi dự báo danh mục cho vay của ngân hàng mẹ sẽ tăng từ 37% năm 2017 lên 43,4% trong tổng khoản vay gộp năm 2020.

Hình 24: Tổng cho vay KH hợp nhất (2017)



Nguồn: thông tin từ HDB

Hình 25: Tổng cho vay KH hợp nhất (2020F)

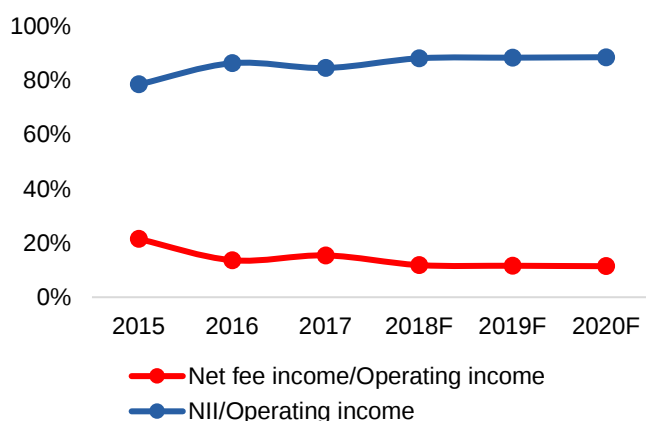


Nguồn: thông tin từ HDB

Thu nhập lãi thuần là yếu tố đóng góp chính cho TOI với 84,7% năm 2017, trong khi doanh thu phí (NOII) vẫn duy trì khá thấp trong thu nhập từ hoạt động. Chúng tôi dự báo xu hướng này sẽ vẫn duy trì trong trung hạn. Mặt khác, chúng tôi cho rằng HDB sẽ tiếp tục phụ thuộc lớn vào cho vay khi ngân hàng vẫn chưa có kế hoạch đáng kể nào trong khai thác NOII như bancassurance⁷, phí ngân hàng giao dịch hoặc dịch vụ quản lý tài sản. Dù Dai-ichi Nhân Thọ đã đẩy mạnh hoạt động bảo hiểm nhân thọ trong 3 năm qua, diễn biến mảng bancassurance của HDB là không quá đáng kể trong các giai đoạn 2016-2017 để chúng tôi có thể ghi nhận mảng này là yếu tố dẫn dắt tăng trưởng trong kỳ dự báo. Chúng tôi dự báo TOI sẽ đạt CAGR 19,5% trong giai đoạn 2017-2020, đến từ NII với CAGR 21,4%. Về mặt chi phí, CIR đã giảm còn 54,4% năm 2017 từ mức cao 70% năm 2013 sau khi sáp nhập ngân hàng Đại Á. Mức CIR thường ở mức cao do HDB tích cực mở rộng hệ thống với tăng trưởng POS và các chi nhánh – phòng giao dịch đạt lần lượt 79%/năm và 9%/năm.

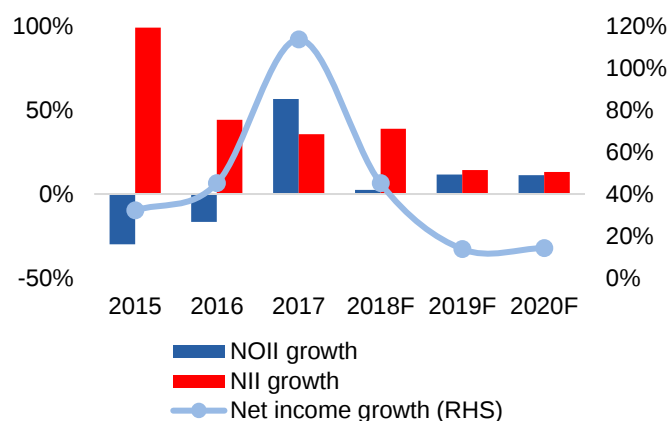
⁷ Trong tháng 5/2015, HDB và Dai-ichi Life ký kết hợp đồng bancassurance 10 năm đưa HDB trở thành nhà phân phối bảo hiểm độc quyền cho Dai-ichi. Đây là một trong những thỏa thuận bancassurance sớm nhất trong ngành ngân hàng, HDB chỉ nhận được khoản phí ứng trước 92 triệu đồng (4 triệu USD) so với khoản phí ứng trước của AIA cho VPB là hơn 1 nghìn tỷ đồng (45 triệu USD) năm 2018.

Hình 26: Các yếu tố trong thu nhập



Nguồn: thông tin từ HDB

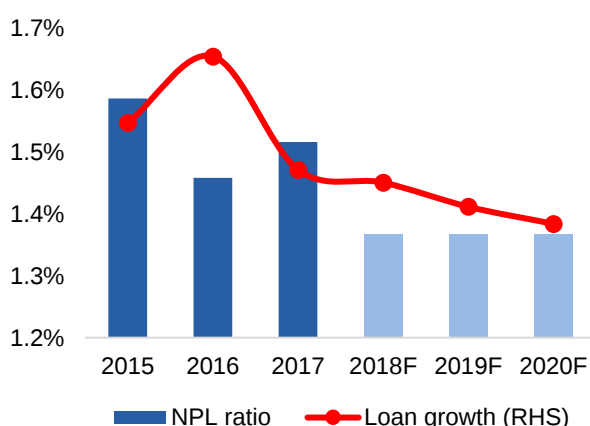
Hình 27: Tăng trưởng thu nhập



Nguồn: thông tin từ HDB

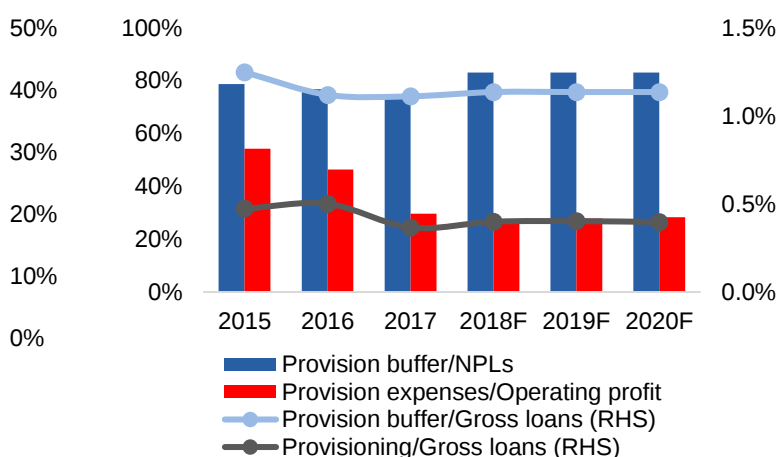
Nợ xấu báo cáo cộng trái phiếu đặc biệt VAMC chiếm 8,2% năm 2014 sau khi sáp nhập Đại Á hoàn thành vào cuối năm 2013, nhưng nhanh chóng giảm còn 2,4% năm 2017 nhờ tăng trưởng LN trước dự phòng ổn định cho phép dư địa để thực hiện dự phòng. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu không tính VAMC và tính VAMC sẽ đạt lần lượt 1,4% và 1,7% năm 2018. Chúng tôi kỳ vọng HDB sẽ xử lý hết tài sản VAMC có vấn đề trong năm 2019 (giả định chưa tính M&A PGB) và tỷ lệ nợ xấu duy trì ở mức 1,4% đến năm 2020. Nhìn chung, chiến lược của HDB khi tập trung vào mở rộng danh mục cho vay bán lẻ của ngân hàng mẹ và danh mục TCTD của HD Saison cao hơn nhiều so với tăng trưởng tín dụng hợp nhất. Chúng tôi phân tích diễn biến tín dụng của ngân hàng mẹ và HD Saison riêng bên dưới và nhận thấy HD Saison thực tế đã hoạt động một cách xuất sắc trong ngành kinh doanh cực kỳ cạnh tranh. Do đó chúng tôi dự báo dự phòng trong kỳ dự báo sẽ xoay quanh mức 0,4% giai đoạn 2017-2020 trong khi nguồn đệm dự phòng dự báo tăng từ 73,3% năm 2017 lên 83% năm 2018, và duy trì ở mức này đến 2020 (giả định chưa tính sáp nhập PGB).

Hình 28: Tỷ lệ nợ xấu và tăng trưởng cho vay khách hàng



Nguồn: thông tin từ HDB

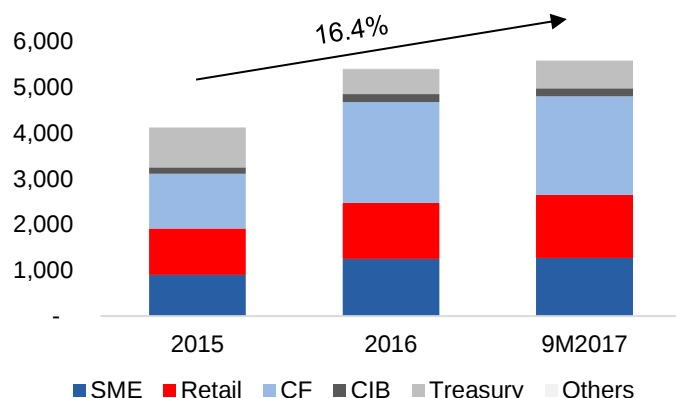
Hình 29: Dự phòng (%) (giả định không có M&A với PGB)



Nguồn: thông tin từ HDB

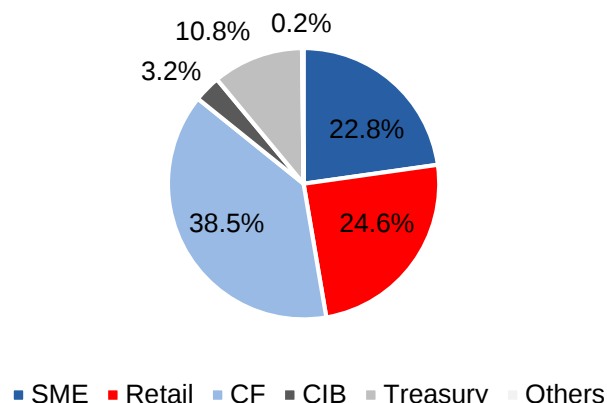
Tính đến 9 tháng 2017, cho vay bán lẻ và SME của ngân hàng mẹ cũng như tài chính tiêu dùng của công ty con là 3 yếu tố đóng góp chính cho TOI với lần lượt 24,6%, 22,8% và 38,5%. Trong trung hạn, chúng tôi dự báo mảng TCTD của công ty con cũng như mảng bán lẻ của ngân hàng mẹ sẽ duy trì là yếu tố dẫn dắt cho tăng trưởng của HDB, trong khi kỳ vọng tăng trưởng mảng SME sẽ chỉ ảnh hưởng nhẹ đến tăng trưởng chung của ngân hàng. Ở thời điểm nay, có vẻ như việc HDB hưởng lợi từ tài chính từ chuỗi giá trị các công ty dịch vụ như VNM và Co.op mart là không đủ để thay đổi quan điểm mảng SME sẽ giảm tăng trưởng của chúng tôi.

Hình 30: TOI (tỷ đồng) và CAGR (2015-9 tháng 2017)



Nguồn: thông tin từ HDB

Hình 31: TOI theo từng mảng (9 tháng 2017)

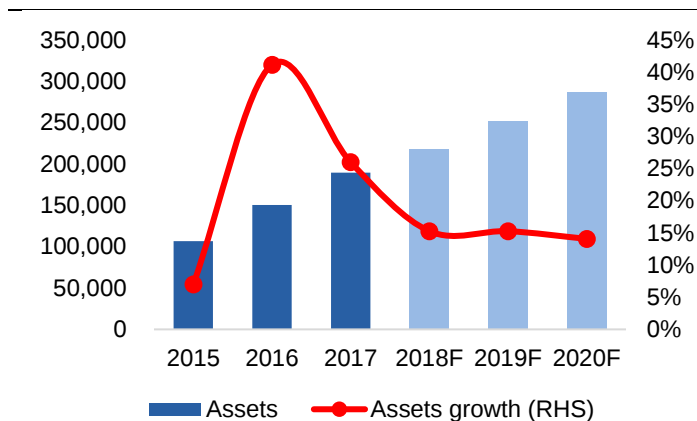


Nguồn: thông tin từ HDB

Trong thời qua, tỷ lệ CASA của HDB là khá thấp do tích cực mở rộng hệ thống chi nhánh và phòng giao dịch ở các khu vực ngoại thành tại các thành phố lớn cũng như các thành phố cấp 2 trên cả nước, trong khi khách hàng mới thường mở tài khoản tiền gửi dài hạn là tài khoản đầu tiên. Do đó, tỷ lệ CASA của HDB chỉ là 12,1% trong năm 2017 so với trung bình các ngân hàng khác là 20,3% (có trọng số theo tài sản). Mức giảm 44 điểm cơ bản trong lợi suất tài sản (9,6%) năm 2017 là do tăng trưởng cho vay HD Saison chỉ còn 17,3% năm 2017 so với 71,5% năm 2016. Chi phí huy động của HDB nhích nhẹ 16 điểm cơ bản lên 5,6%, dẫn đến mức NIM giảm 6 điểm cơ bản (4,1%) trong năm 2017. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo NIM 2018 sẽ bắt đầu tăng lên 4,5%, tăng 43 điểm cơ bản, do:

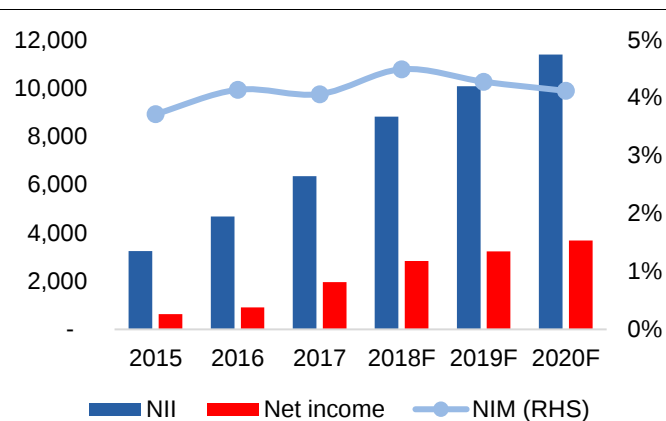
- I. Lợi suất tài sản phát sinh lãi nhiều khả năng sẽ gia tăng nhờ sự tái tập trung của ban lãnh đạo ngân hàng vào mảng TCTD. Chúng tôi dự báo tăng trưởng cho vay TCTD tại HD Saison sẽ là 25% năm 2018 (so với kế hoạch của ban lãnh đạo là 45%) và tăng trưởng cho vay bán lẻ tính riêng tại HDB là 35%. Tổng hợp, mảng TCTD của HD Saison và cho vay bán lẻ công ty mẹ dự kiến sẽ là các động lực dẫn dắt tăng trưởng lợi suất tài sản sinh lời. Chúng tôi kỳ vọng lợi suất tài sản sinh lời sẽ đạt 9,8% năm 2018, tăng 27 điểm cơ bản YoY.
- II. Chi phí của các khoản nợ phát sinh lãi dự kiến sẽ duy trì ổn định trong trung hạn và tăng nhẹ 4 điểm cơ bản nhờ cải thiện tỷ lệ CASA từ 12,1% năm 2017 lên 15,3% năm 2018. Trong trung hạn, sau khi có cơ sở để mở rộng sang các lĩnh vực mới, cụ thể là các vùng ngoại thành và thành phố cấp 2 có cạnh tranh thấp hơn và biên LN cao hơn, HDB sẽ bắt đầu gia tăng mối quan hệ với các khách hàng hiện hữu khi cung cấp các dòng sản phẩm giá trị gia tăng, bao gồm tài khoản thanh toán, cho vay cá nhân và hộ gia đình cũng như thẻ tín dụng. HDB cũng làm việc chặt chẽ với các công ty lớn nhằm cung cấp giải pháp ngân hàng toàn diện, bao gồm dịch vụ thanh toán lương và quản lý chuỗi giá trị.

Hình 32: Tài sản (tỷ đồng) và tăng trưởng



Nguồn: thông tin từ HDB

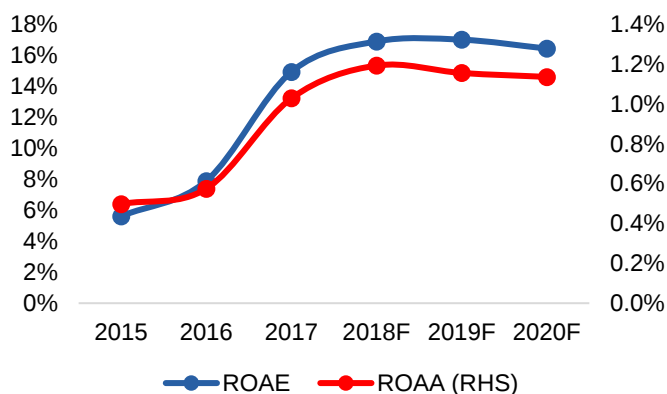
Hình 33: NII (tỷ đồng) và biên lợi nhuận



Nguồn: thông tin từ HDB

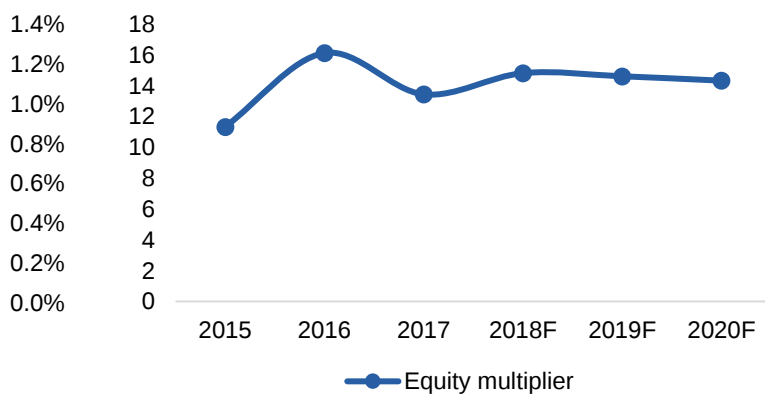
Mức tăng ROE đến chủ yếu từ ROA, trong khi hệ số tài sản trên VCSH đã giảm từ 16,1 năm 2016 còn 13,5 lần năm 2017. CAR và tỷ lệ vốn cấp 1 báo cáo đạt lần lượt 13,4% và 12,3% năm 2017, với CAR cao hơn nhiều so với mức tối thiểu quy định theo Basel I.

Hình 34: ROA và ROE



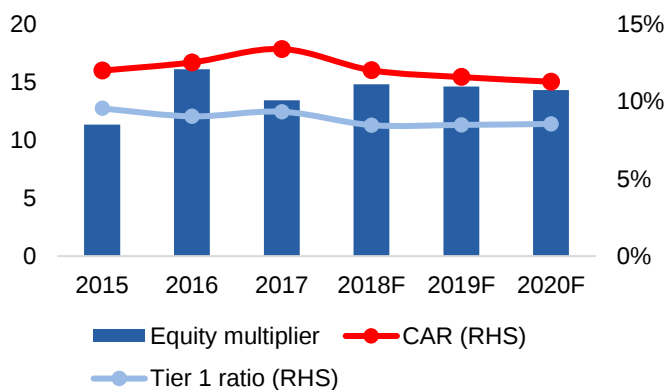
Nguồn: thông tin từ HDB

Hình 35: Tổng tài sản/Tổng VCSH



Nguồn: thông tin từ HDB

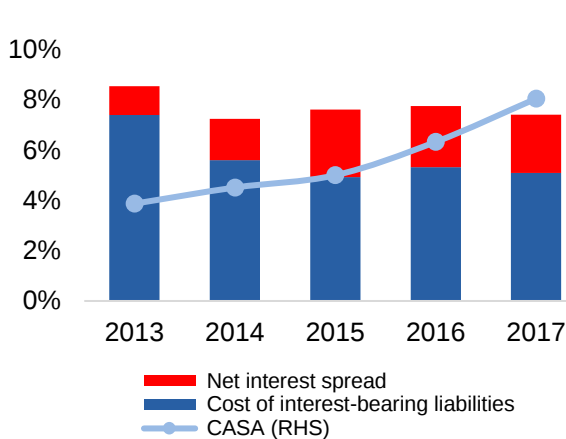
Hình 36: Tổng tài sản/Tổng VCSH và CAR (Basel I)



Nguồn: thông tin từ HDB

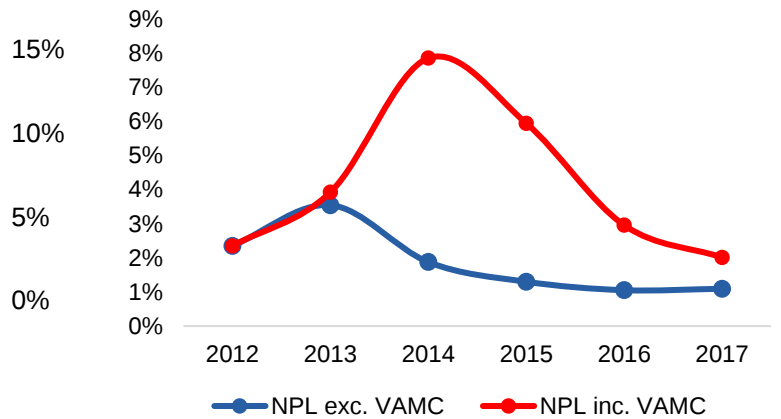
Phân tích ngân hàng mẹ

Hình 37: Lợi suất tài sản ngân hàng mẹ



Nguồn: Số liệu của ngân hàng

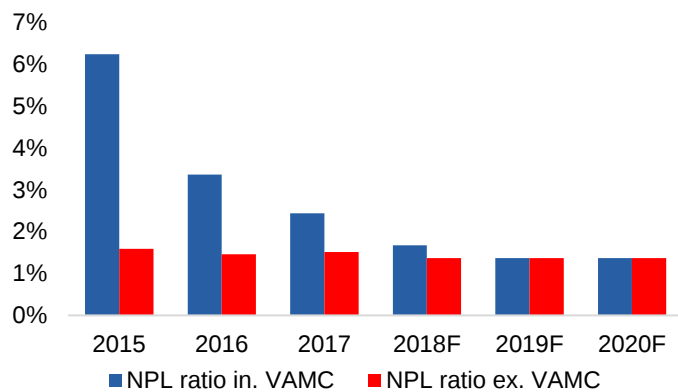
Hình 38: Tỷ lệ nợ xấu của HDB (tính riêng)



Nguồn: Số liệu của ngân hàng

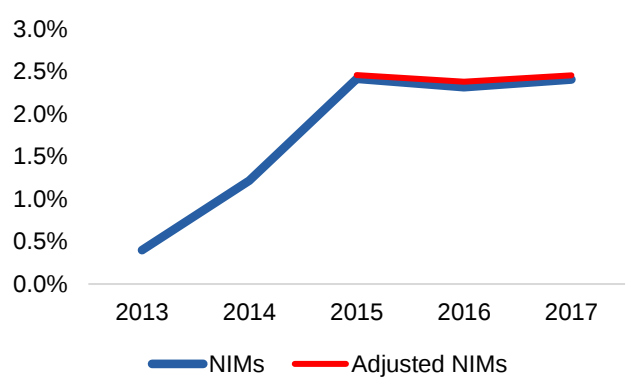
Tỷ lệ nợ xấu của HDB tăng mạnh từ 2,4% năm 2012 lên 3,5% năm 2013 sau khi mua lại Ngân hàng Đại Á. Sau đó, tỷ lệ nợ xấu nhanh chóng giảm còn 1,9% năm 2014 và biến động trong khoảng 1,1%-1,3% trong các năm 2015-2017. Tuy nhiên, nếu tính cả trái phiếu VAMC vào nợ xấu thì tỷ lệ nợ xấu năm 2014 tăng mạnh lên 7,9% từ 3,9% năm 2013. Con số này năm 2017 chỉ còn 2%, phản ánh tình hình hoạt động tích cực của HDB, qua đó cho phép ngân hàng giải quyết và dự phòng cho tài sản của mình cũng như của Ngân hàng Đại Á.

Hình 39: Tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng mẹ



Nguồn: Số liệu của ngân hàng

Hình 40: NIM của HDB (tính riêng)

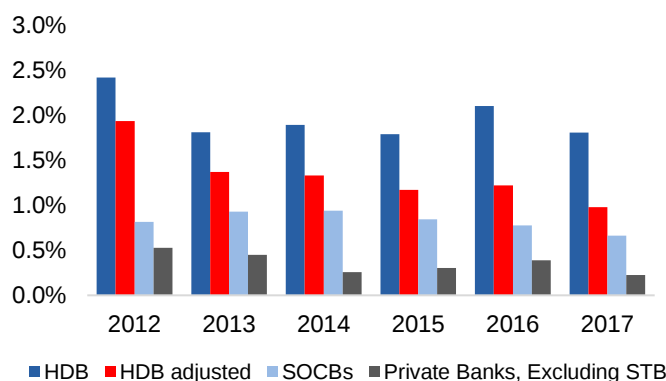


Nguồn: Số liệu của ngân hàng. "NIM điều chỉnh" không bao gồm NIM thu nhập lãi liên quan đến các khoản vay của Ngân hàng Thế giới

NIM ngân hàng mẹ làm tệ đi quan điểm của chúng tôi đối với HDB và NIM ngân hàng mẹ là đặc biệt quan trọng vì tính đến cuối năm 2017, ngân hàng mẹ chiếm đến 91% dư nợ tín dụng của ngân hàng hợp nhất. Việc hợp nhất Ngân hàng Đại Á năm 2013 đã khiến NIM bị ảnh hưởng và ngân hàng mẹ đến nay vẫn chưa phục hồi được. Trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi, HDB chỉ có NIM cao hơn so với STB, một ngân hàng đang gặp khó khăn về tài chính và trong các năm qua phải hoàn nhập thu nhập lãi. Khi NIM thấp, cần so sánh lãi phải thu với các ngân hàng khác và trong **Hình 41**, ta có thể thấy hai kịch bản khác nhau tùy theo ta tập trung vào cột màu đỏ hay màu xanh. Vì trái phiếu Chính phủ mà HDB nắm giữ chiếm đến khoảng 19% tài sản sinh lời nên cần tập trung vào cột màu đỏ. Tuy nhiên chúng tôi không có đủ cơ sở để kết luận ngân hàng mẹ có vấn đề về hoàn nhập thu nhập lãi. Tuy nhiên, dù có xem xét điều chỉnh NIM của ngân hàng mẹ đến đâu, và dù có loại bỏ khoản vay của Ngân hàng Thế giới ra hay không, thì NIM khoảng 2,5%

chỉ bằng với các ngân hàng quốc doanh, chứ không phải của ngân hàng chỉ tập trung vào bán lẻ và doanh nghiệp nhỏ và vừa.

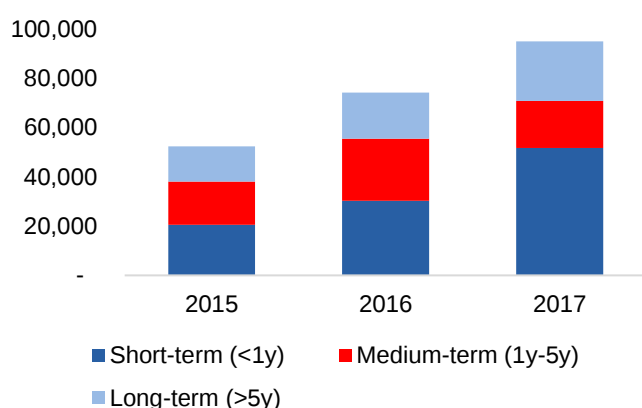
Hình 41: Lãi phải thu / tổng tài sản (các ngân hàng VCSC theo dõi)



Nguồn: Số liệu của ngân hàng; *Ghi chú: “Các ngân hàng tư nhân” bao gồm MBB, ACB và VPB; ** “HDB điều chỉnh” không bao gồm lãi phải thu liên quan đến chứng khoán đầu tư (chủ yếu là trái phiếu Chính phủ)

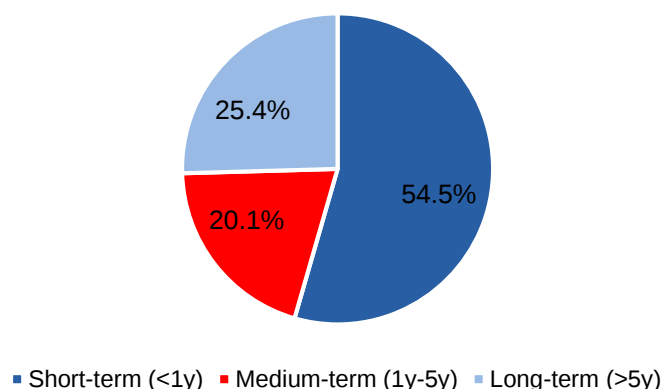
Về kỳ hạn, cho vay ngắn và trung hạn là hai hoạt động cho vay chính tại HDB năm 2015 với lần lượt 39,2% và 33,4% dư nợ tín dụng. Tuy nhiên, số liệu 2017 cho thấy cho vay ngắn hạn chiếm hơn một nửa tổng dư nợ tín dụng (54,5%) còn cho vay trung hạn giảm xuống 20,1%, thấp hơn một chút so với cho vay dài hạn (25,4%).

Hình 42: Dư nợ tín dụng ngân hàng mẹ theo kỳ hạn (tỷ VND)



Nguồn: Số liệu của ngân hàng

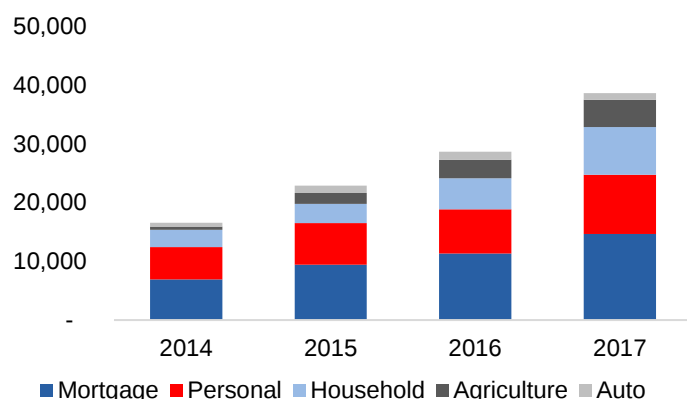
Hình 43: Cơ cấu dư nợ tín dụng ngân hàng mẹ 9 tháng đầu năm 2017 theo kỳ hạn



Nguồn: Số liệu của ngân hàng

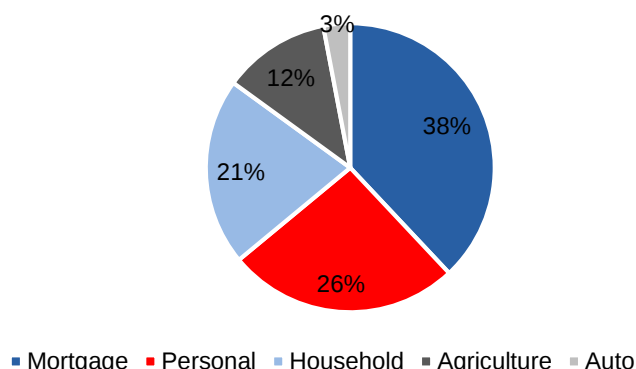
Các khoản vay có tài sản đảm bảo chiếm khoảng 38% tổng dư nợ tín dụng bán lẻ của ngân hàng mẹ. HDB sẽ tiếp tục tập trung vào cho vay có tài sản đảm bảo và theo chúng tôi, thị trường này của Việt Nam đầy hấp dẫn vì tỷ lệ thâm nhập còn thấp so với các nước trong khu vực cũng như tỷ lệ tỷ trọng rủi ro (risk weighting treatment) thuận lợi. Tổng tín dụng cho vay mua nhà năm 2016 tại Việt Nam chỉ bằng 4,7% GDP, trong khi tỷ lệ này tại Thái Lan là 16%, Malaysia 44%, và Singapore 52%. Cứ 1.000 người tại TP. HCM thì chỉ có 10 căn hộ được sở hữu năm 2016 và dự báo con số này năm 2019 sẽ tăng lên 19, trong khi con số này năm 2016 tại Jakarta là 19, Bangkok là 37, Kuala Lumpur là 38 và Manila là 39.

Hình 44: Dự nợ tín dụng bán lẻ của ngân hàng mẹ qua các năm (tỷ VND)



Nguồn: Số liệu của ngân hàng

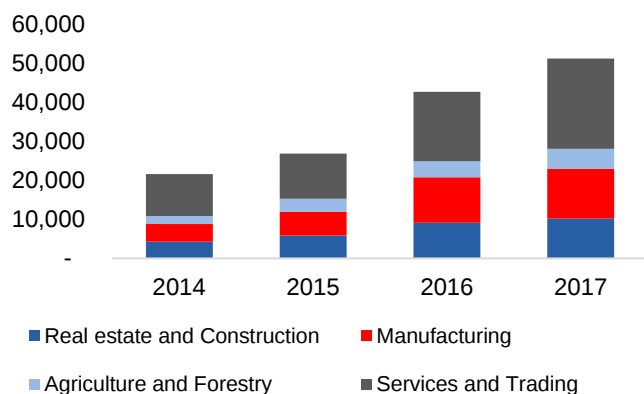
Hình 45: Cơ cấu dự nợ tín dụng bán lẻ của ngân hàng mẹ (2017)



Nguồn: Số liệu của ngân hàng

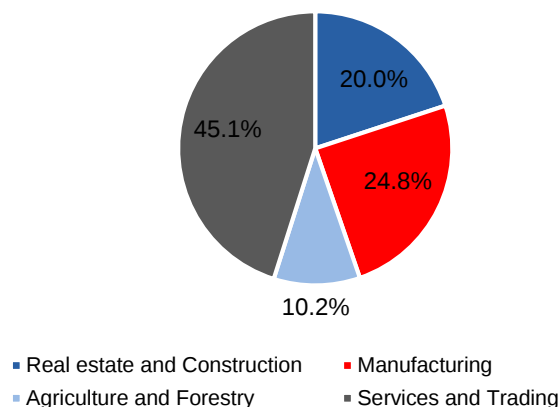
Mảng doanh nghiệp nhỏ và vừa vẫn là hoạt động cho vay lớn nhất của HDB (Hình 24). Về lý thuyết, chiến lược của ngân hàng là khai thác thị trường thương mại điện tử mà các cổ đông lớn và các đối tác có quan hệ mật thiết như HD Saison, Vietjet Air (VJC), Vinamilk (VNM) và Saigon Co-op cũng như đối tác mới Petrolimex (PLX) đang xây dựng để tiếp cận khách hàng và số liệu tín dụng. Điều này sẽ cung cấp các dịch vụ giá trị gia tăng kịp thời hơn cho cả các khách hàng bán lẻ và doanh nghiệp nhỏ và vừa thông qua công nghệ số. Nhờ phối hợp chặt chẽ với chuỗi cung ứng của khách hàng doanh nghiệp nhỏ và vừa, HDB hy vọng sẽ đưa ra nhiều sản phẩm tài chính đa dạng như cho vay vốn lưu động, tài chính thương mại và quản lý tiền mặt cho chuỗi cung và hệ thống phân phối của các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Trên thực tế, NIM của hoạt động cho vay doanh nghiệp nhỏ và vừa không đủ để bù đắp cho chi phí tín dụng liên quan đến hoạt động này (NIM năm 2016 đạt 3,6%). Tình trạng này xảy ra không chỉ tại HDB mà tất cả các ngân hàng chúng tôi theo dõi và vấn đề này càng trở nên nghiêm trọng khi cho vay doanh nghiệp nhỏ và vừa chiếm đến 49% dự nợ tín dụng hợp nhất.

Hình 46: Tín dụng doanh nghiệp nhỏ và vừa của ngân hàng mẹ (tỷ VND)



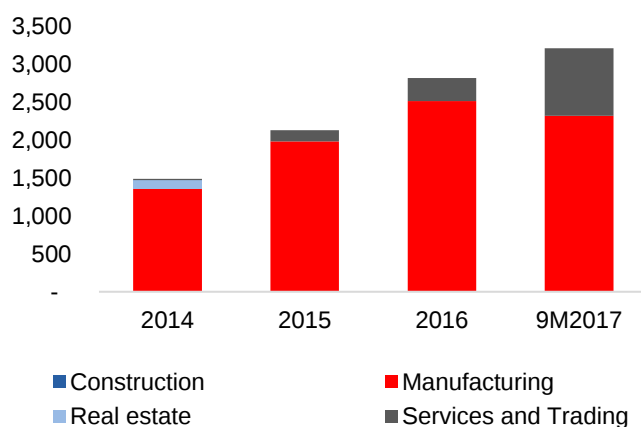
Nguồn: Số liệu của ngân hàng

Hình 47: Cơ cấu tín dụng doanh nghiệp nhỏ và vừa của ngân hàng mẹ (2017)



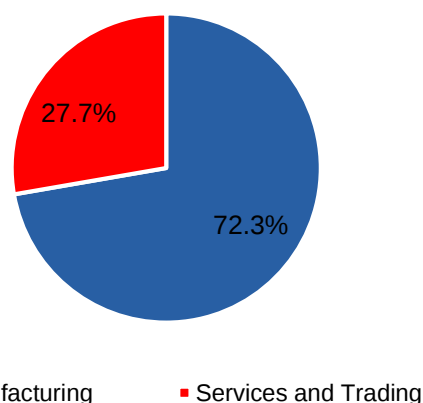
Nguồn: Số liệu của ngân hàng

Hình 48: Cho vay khối khách hàng doanh nghiệp lớn của ngân hàng mẹ (tỷ VND)



Nguồn: Số liệu của ngân hàng

Hình 49: Cơ cấu cho vay khối khách hàng doanh nghiệp lớn của ngân hàng mẹ (9 tháng đầu 2017)

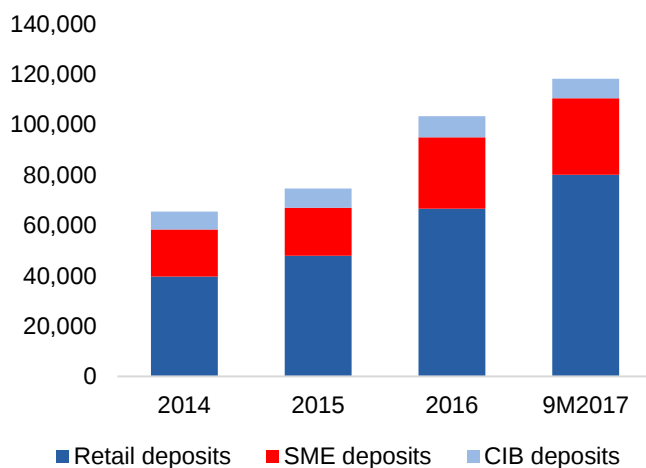


Nguồn: Số liệu của ngân hàng

Tính đến cuối năm 2017, khối khách hàng doanh nghiệp lớn (CIB) chỉ chiếm 5% dư nợ tín dụng hợp nhất và do đó **Hình 48** và **Hình 49** chỉ có mục đích cung cấp thêm thông tin. CIB của HDB rõ ràng còn rất nhỏ.

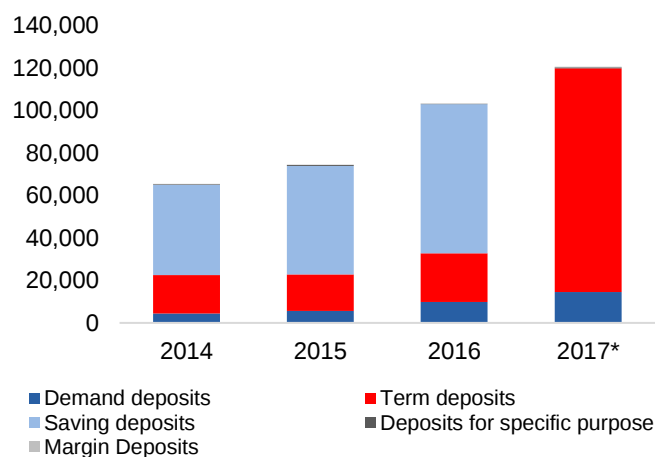
Tiền gửi khách hàng bán lẻ chiếm 60,7% tổng tiền gửi năm 2014 nhưng tăng mạnh lên 67,8% trong Quý 3/2017 nhờ HDB nhanh chóng mở rộng sang các khu vực ngoại thành và các đô thị loại hai, cạnh tranh thấp hơn so với trung tâm các thành phố lớn.

Hình 50: Cơ cấu tiền gửi của ngân hàng mẹ theo đối tượng (tỷ VND)



Nguồn: Số liệu của ngân hàng

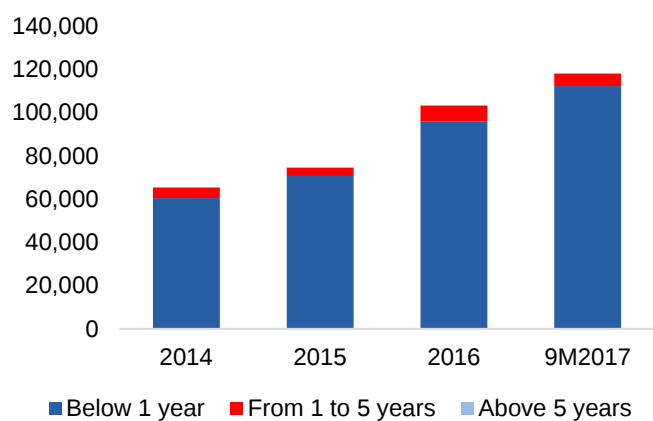
Hình 51: : Cơ cấu tiền gửi của ngân hàng mẹ theo loại hình tiền gửi (tỷ VND)



Nguồn: Số liệu của ngân hàng, * Tiền gửi tiết kiệm năm 2017 được tính vào tiền gửi có kỳ hạn



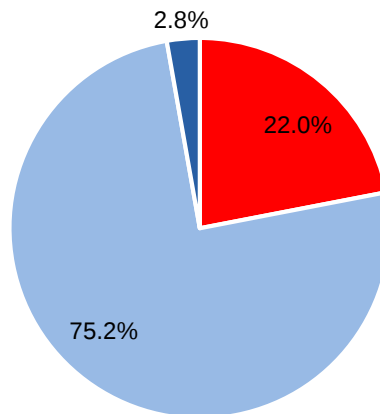
Hình 52: Cơ cấu tiền gửi khách hàng tại HDB theo kỳ hạn (tỷ VND)



Nguồn: Số liệu của ngân hàng

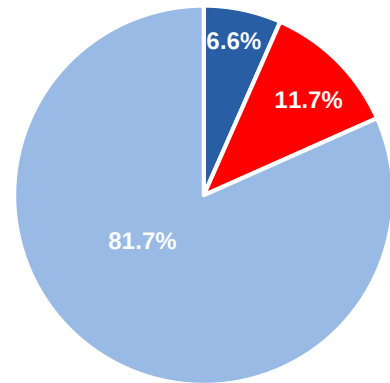
Hình 53: Cơ cấu nợ phát sinh lãi

HDB (ngân hàng mẹ) (2017)



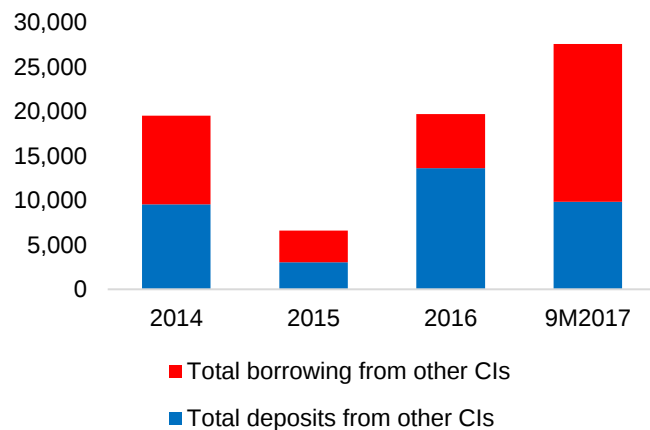
- Interbank funding
- Customer deposits
- Valuable papers issued

Các ngân hàng tư nhân khác* (2017)



- Valuable papers issued
- Interbank funding
- Customer deposits

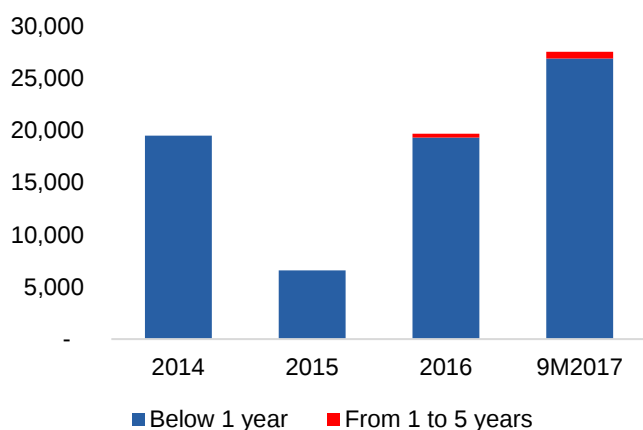
Cơ cấu huy động vốn liên ngân hàng của HDB (tỷ VND)



Nguồn: Số liệu của ngân hàng and VCSC, (*) Tài sản trung bình trọng số

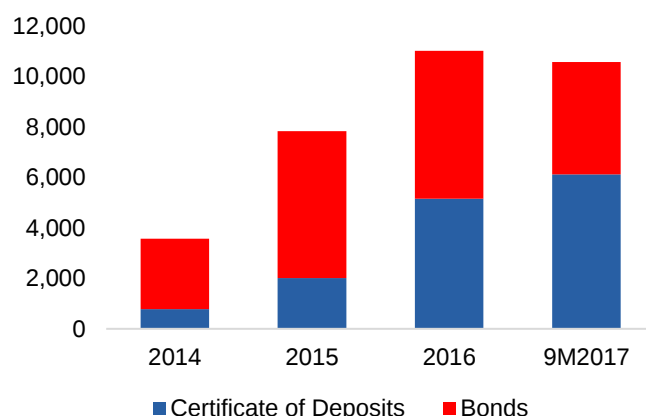
Chúng tôi đã đặt vấn đề về việc phụ thuộc vào huy động vốn liên ngân hàng trong báo cáo niêm yết dành cho Ngân hàng Tiên Phong (TPB) và cần đặt vấn đề này với HDB (ngân hàng mẹ) vì ngân hàng này chuẩn bị tăng gấp đôi nhóm Ngân hàng Tư nhân. Tuy tình hình tại HDB (ngân hàng mẹ) không nghiêm trọng như tại TPB với tỷ lệ cuối năm 2017 là 34,1% nhưng có thể nói rằng hệ thống ngân hàng khi có biến động lớn có thể chuyển hóa bằng cách tăng chi phí huy động trên thị trường liên ngân hàng.

Hình 54: Huy động vốn liên ngân hàng của HDB theo kỳ hạn (tỷ VND)



Nguồn: Số liệu của ngân hàng

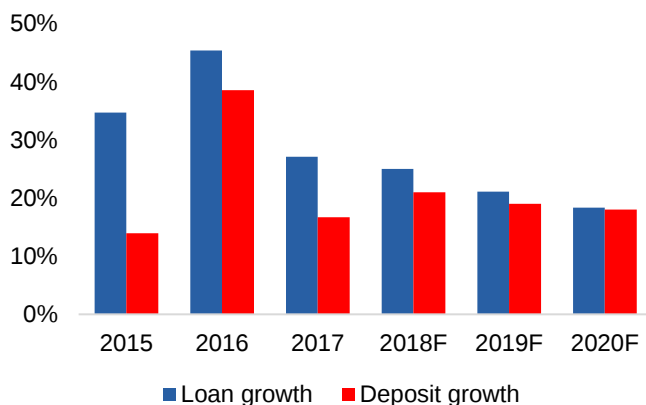
Hình 55: Cơ cấu công cụ tiền tệ của HDB (tỷ VND)



Nguồn: Số liệu của ngân hàng

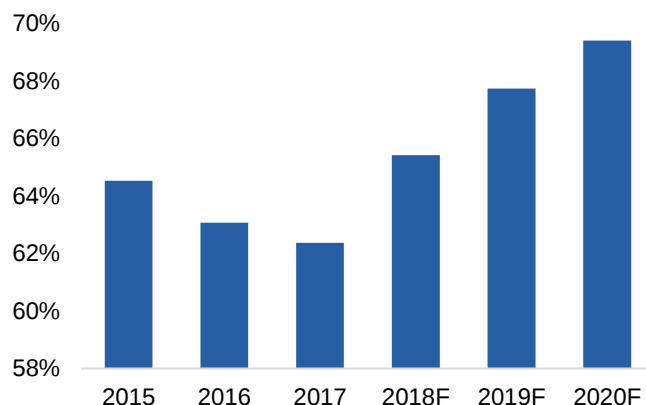
Tỷ lệ cho vay/tiền gửi quy định của HDB năm 2017 là 69,5%, thấp hơn nhiều so với mức trần của NHNN. Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng và huy động 2017-2020 sẽ đạt lần lượt 21,5% và 19,3%.

Hình 56: Tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng tiền gửi



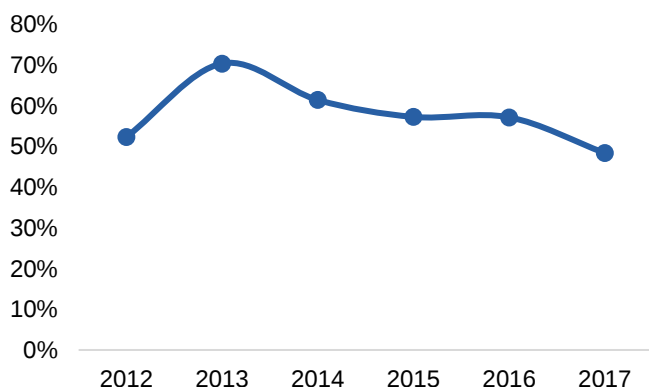
Nguồn: Số liệu của ngân hàng

Hình 57: Tỷ lệ cho vay/tiền gửi quy định theo ước tính



Nguồn: Số liệu của ngân hàng

Hình 58: CIR của ngân hàng mẹ

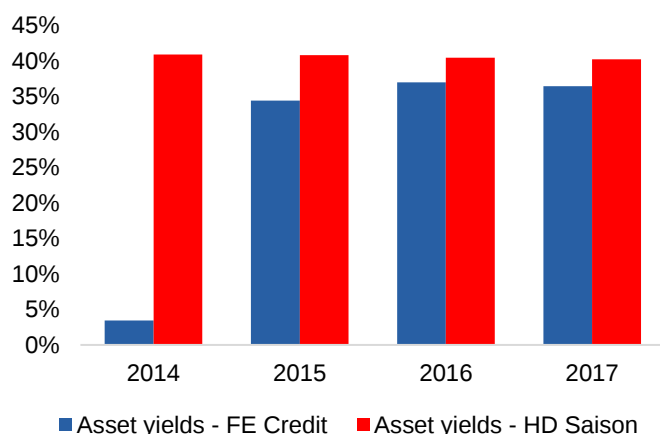


Nguồn: Số liệu của ngân hàng

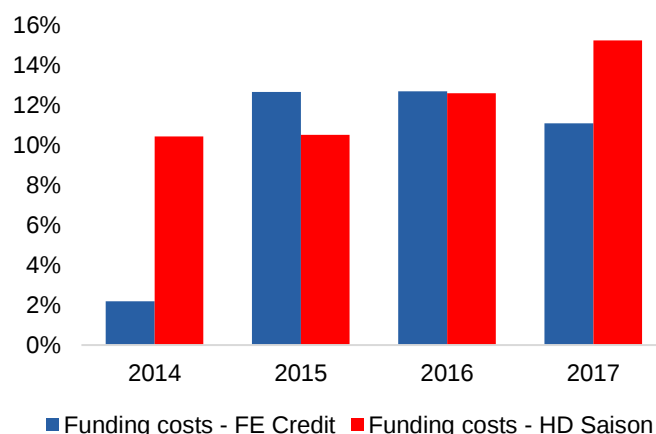
HDB (ngân hàng mẹ) đã thành công trong việc giảm tỷ lệ chi phí / thu nhập sau khi sáp nhập Ngân hàng Đại Á năm 2013 xuống 48,4% năm 2017 và con số này nằm ở mức xấp xỉ trung bình các ngân hàng tư nhân.

Phân tích HD Saison

Hình 59: So sánh lợi suất tài sản sinh lãi



Hình 60: So sánh chi phí huy động vốn



Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC

Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC

Hình 59 cho thấy lợi suất tại HD Saison luôn cao hơn so với FE Credit, một điều khiến chúng tôi bất ngờ, dù 41% dư nợ tín dụng của HD Saison là cho vay để mua xe máy (**Hình 20**). Chúng ta chỉ có thể giả định rằng HD Saison cho vay để mua hàng gia dụng và cho vay tiền mặt đã bù đắp cho mảng xe máy, vốn được biết là khá cạnh tranh.

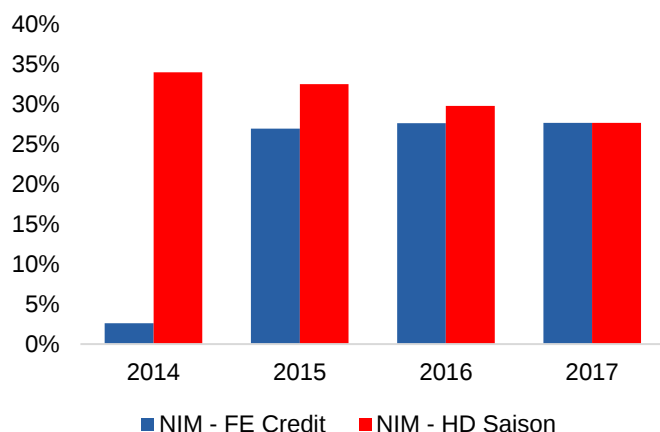
Chúng tôi nhận thấy trong 2 năm qua, chi phí huy động của HD Saison diễn biến trái chiều so với FE Credit (**Hình 60**). Chúng tôi cho rằng nguyên nhân là FE Credit có quy mô lớn tại giai đoạn sớm hơn nhiều so với HD Saison (**Nguồn**: thông tin từ HDB, VCSC)

HD Saison ghi nhận tăng trưởng CAGR danh mục cho vay từ 41,8% năm 2015 lên 2017, xếp sau FE Credit và Home Credit với lần lượt 48,9% và 59,5%. HD Saison có dư nợ khoản vay thấp hơn nhiều trong khi số lượng khách hàng tương tự như FE Credit và Home Credit, tương ứng với quy mô nhỏ của từng khoản vay trên khách hàng.

Hình 15) và FE Credit không được công ty mẹ hỗ trợ tại giai đoạn sớm hơn nhiều mà học hỏi được kinh nghiệm trên thị trường tài trợ bán buôn ngay từ năm 2015. Với tình hình này, HD Saison hiện đang đẩy mạnh huy động bán buôn từ bên ngoài⁸. Lợi thế về quy mô trong việc khai thác một lượng lớn huy động nợ bán buôn được phản ánh rõ ràng trong chi phí cấp vốn của FE Credit trong khi vẫn chưa rõ ràng với HD Saison. Sự khác biệt về chi phí huy động là nguyên nhân chính khiến NIM chênh lệch (**Hình 61**) giữa hai đơn vị tài chính tiêu dùng hàng đầu này.

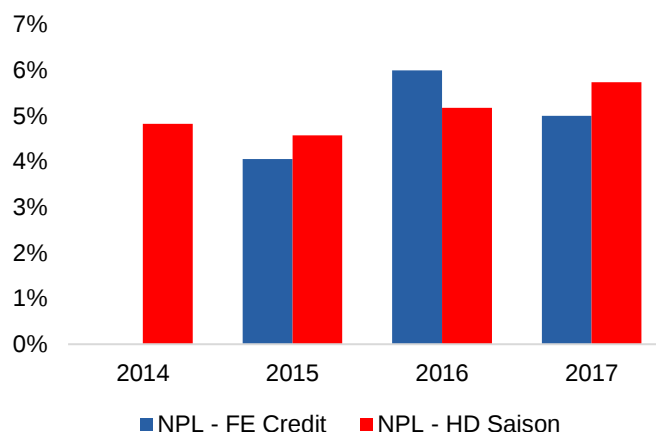
⁸ HD Saison cho biết các dòng cấp vốn tín dụng mới từ đối tác Saison nhưng vẫn chưa được tính vào. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo xu hướng trên sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào huy động vốn bán buôn bên ngoài để trở thành một xu hướng phổ thông không thể tránh được.

Hình 61: So sánh NIM



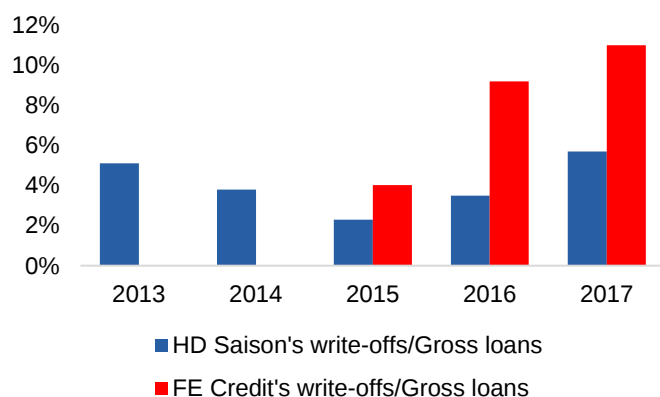
Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC

Hình 62: So sánh tỷ lệ nợ xấu



Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC

Hình 63: So sánh xóa nợ gộp



Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC

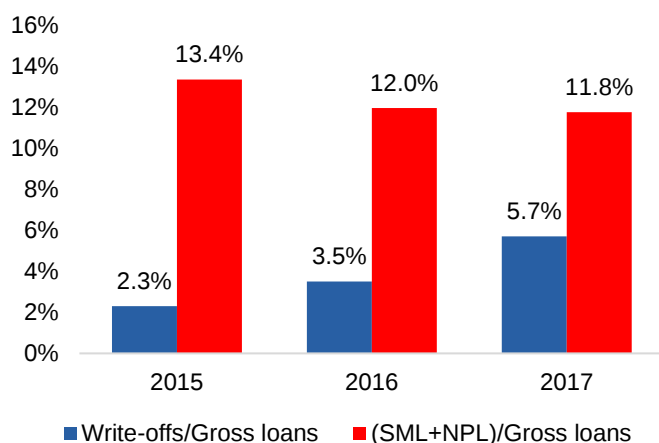
Hình 63 cho thấy HD Saison thận trọng hơn trong mảng bán chéo cho vay tiền mặt, cụ thể là HD Saison duy trì tỷ lệ xóa nợ tương đối thấp trong 5 năm còn FE Credit trong phần phân tích này bị lấy mẫu không đầy đủ. Theo kinh nghiệm của chúng tôi trong việc phân tích các tổ chức tín dụng của Việt Nam, chúng tôi có thể miêu tả sai một khoản mục trong một vài năm nhưng không thể trong 5 năm nên chúng tôi đánh giá cao HD Saison cho việc họ thực hiện tốt trong gia hạn khoản vay trong thời điểm này.

Tuy nhiên, **Hình 66** khiến chúng tôi bớt ưa chuộng HD Saison bởi quy mô lớn, đến từ dư nợ tín dụng lớn của FE Credit. HD Saison tập trung vào các khoản cho vay nhỏ nên tỷ lệ chi phí/thu nhập khá cao trong khi FE Credit tập trung vào các khoản vay tiền mặt có biên lợi nhuận cao hơn (74% dư nợ tín dụng) bằng cách tích cực bán chéo hoặc sử dụng dữ liệu mua ngoài⁹ để cải thiện tình hình cho vay đã tạo đủ tín dụng để giảm chi phí hoạt động. Trước khi tiếp tục xem xét nợ xấu, chúng tôi cần lưu ý rằng báo cáo tài chính của HD Saison minh bạch hơn so với FE Credit nhưng

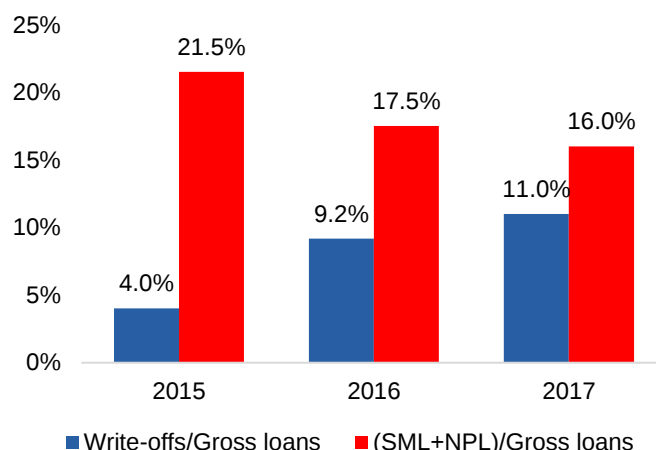
⁹ HD Saison đặt vấn đề với giá trị không đáng kể của dữ liệu mua ngoài. Tuy nhiên, tại cuộc họp với nhà đầu tư tháng 05/2018 Giám đốc quản lý rủi ro của Home Credit Vietnam Ondrej Mares cho biết big data giúp cải thiện cho điểm tín nhiệm và nguồn big data duy nhất mà ông cho rằng mang lại ít giá trị là từ truyền thống xã hội.

ngay cả nếu tiếp tục cắt dán số liệu để điều chỉnh theo phân loại khác nhau tại FE Credit¹⁰, thì FE Credit vẫn tỏ ra vượt trội về tỷ lệ chi phí/thu nhập (**Hình 66**).

Hình 64: (Nợ nhóm 2 + Nợ xấu và Xóa nợ) / Tổng tín dụng của HD Saison



Hình 65: (Nợ nhóm 2 + Nợ xấu và Xóa nợ) / Tổng tín dụng của FE Credit

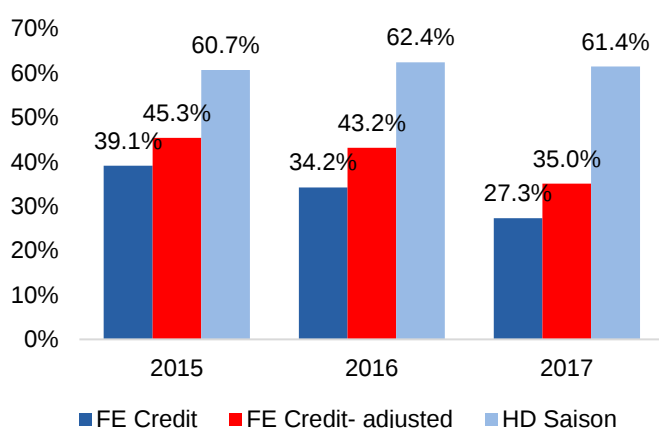


Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC

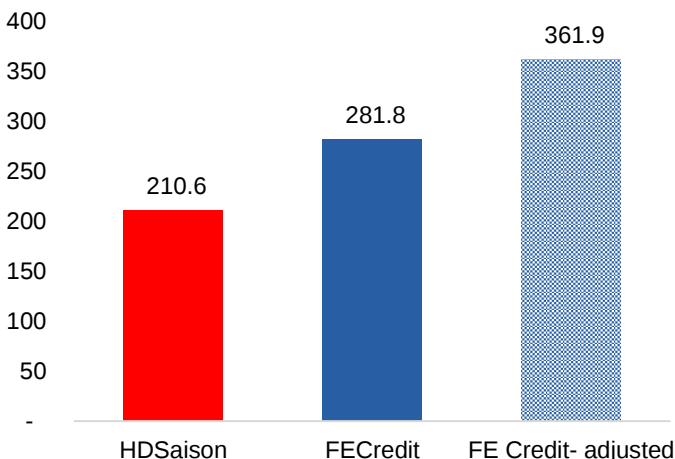
Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC

Hình 64 và **Hình 65** một lần nữa cho thấy sự chênh lệch lớn về phương pháp giữa HD Saison và FE Credit. Vì nợ xóa rất lớn nên chúng tôi cho rằng phần màu đỏ (SML và nợ xấu/tổng tín dụng) chỉ phản ánh một phần do khoản này đang sụt giảm tại cả HD Saison và FE Credit trong các năm 2016 và 2017 trong khi nợ xóa gia tăng. Vấn đề nằm ở chỗ nợ xóa và cái mà chúng tôi gọi là “tốc độ tăng trưởng hỗn loạn có kiểm soát” của FE Credit, được chứng minh với việc nợ xóa gia tăng, có các phần khác bù đắp như tỷ lệ chi phí/thu nhập điều chỉnh và chi phí huy động ở mức tốt.

Hình 66: So sánh CIR



Hình 67: Chi phí hoạt động/Nhân viên, triệu VND (2017)

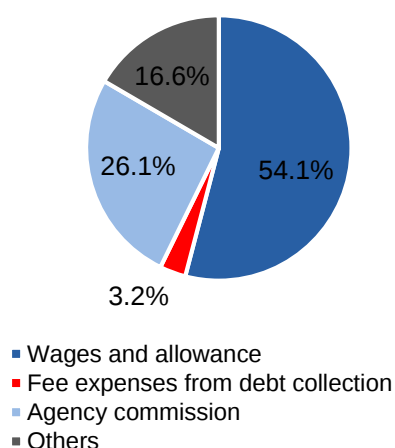


Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC

Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC

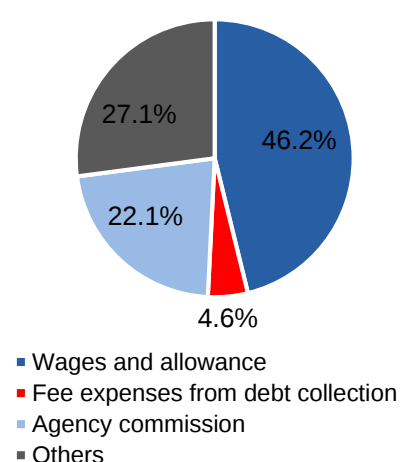
¹⁰ Hoa hồng cho đại lý được HD Saison xem là chi phí hoạt động nhưng FE Credit xem là chi phí hoạt động thu phí (ngay dưới thu nhập lãi thuần). Vì vậy, chúng tôi đưa ra “FE Credit điều chỉnh” bằng cách điều chỉnh cách tính CIR và chi phí hoạt động của FE Credit bằng cách cộng hoa hồng cho đại lý vào lại chi phí hoạt động.

Hình 68: Cơ cấu chi phí hoạt động của HD Saison theo khoản mục (2017)



Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC

Hình 69: Cơ cấu chi phí hoạt động điều chỉnh của FE Credit theo khoản mục (2017)



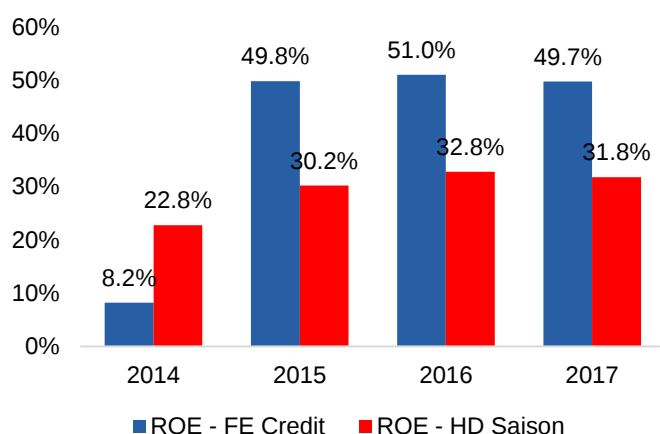
Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC

Về cơ cấu chi phí hoạt động của HD Saison và FE Credit, tiền lương và phụ cấp chiếm khoảng một nửa tổng chi phí. Trong khi HD Saison phân bổ 26,1% tổng chi phí hoạt động dành cho hoa hồng đại lý, 3,2% dành cho công ty thu hồi nợ bên ngoài, và 16,6% là “các khoản khác”, thì tại FE Credit, “các khoản khác” có tỷ lệ lớn hơn nhiều và có ý kiến cho rằng điều này kém minh bạch. “Các khoản khác” tại FE Credit gồm 18 khoản mục nhỏ với giá trị từ 3,2 triệu đồng đến 228 triệu đồng như chi phí truyền thông, thuế, tư vấn, tiếp thị và khuyến mãi.

Về tổng chi phí hoạt động/số nhân viên, HD Saison có hiệu suất cao hơn với 211 triệu VND/nhân viên, thấp hơn 25,3% so với FE Credit và 41,8% nếu không tính hoa hồng cho đại lý (**Hình 67**).

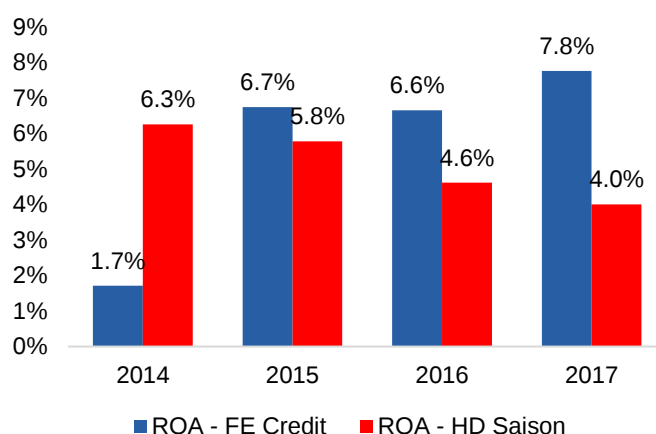
Kết hợp các yếu tố đã đề cập trên đây, tỷ lệ chi phí/thu nhập điều chỉnh của FE Credit vẫn khả quan, còn ROE và ROA của HD Saison thấp hơn nhiều so với của FE Credit. Năm 2017, FE Credit có ROE 49,7% và ROA 7,8%, cao hơn so với ROE và ROA của HD Saison (lần lượt 31,8% và 4%).

Hình 70: So sánh ROAE



Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC

Hình 71: So sánh ROAA



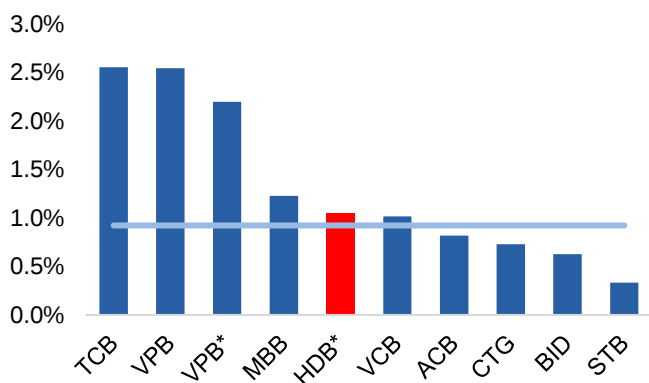
Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC

HD Saison dự kiến sẽ mở rộng bằng cách mở thêm 1.567 điểm bán lẻ trong năm 2018 để đẩy mạnh tỷ lệ thâm nhập mảng tài chính tiêu dùng. Chúng tôi cho rằng hoạt động này của HD Saison hoàn toàn có thể đạt tăng trưởng 30% năm 2018, 25% năm 2019, và 20% năm 2020.

So sánh tình hình hoạt động

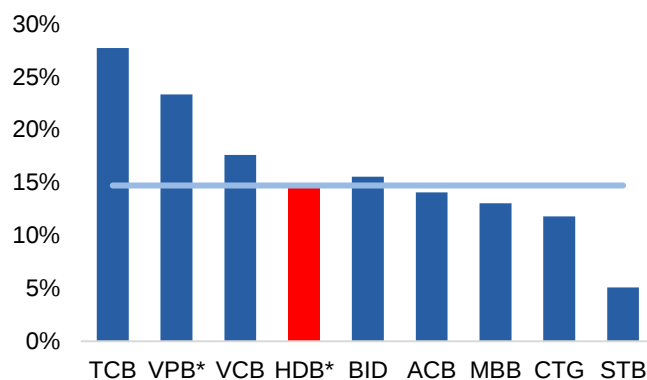
ROA và ROE xấp xỉ mức trung bình ngành ngân hàng. ROA 2017 của HDB đạt 1%, cao hơn một chút so với trung bình các ngân hàng trong nước (0,9%). ROA của HDB đã cải thiện rất nhiều khi năm 2016 chỉ đạt 0,6% so với trung bình ngành là 0,7%. ROE của HDB năm 2017 đạt 14,7%, cao thứ tư trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi và bằng trung bình ngành.

Hình 72: ROAA (2017)



Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC, (*) chỉ bao gồm ngân hàng hàng mẹ

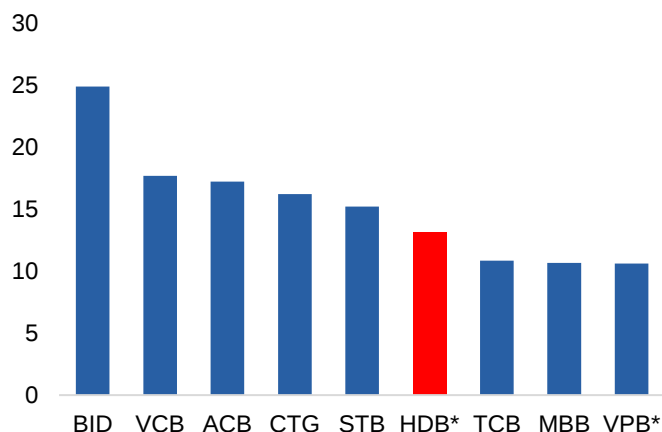
Hình 73: ROAE (2017)



Nguồn: VCSC, (*) chỉ bao gồm ngân hàng hàng mẹ

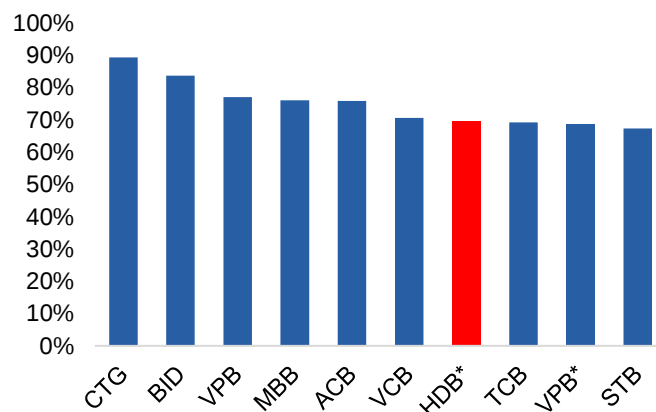
Hệ số vốn chủ sở hữu và tỷ lệ cho vay/tiền gửi vào loại thấp. HDB (ngân hàng mẹ) năm 2017 có hệ số vốn chủ sở hữu 13,1, thấp hơn nhiều so với trung bình ngành ngân hàng là 17,1 và xấp xỉ các ngân hàng khác tại các thị trường mới nổi và cận biên (lần lượt 9,4 lần và 8,9 lần). Tỷ lệ cho vay/tiền gửi tại HDB chỉ đạt 69,5%, thấp nhất trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi. Điều này cho thấy tăng trưởng tín dụng còn có thể mạnh hơn rất nhiều.

Hình 74: Hệ số vốn chủ sở hữu (2017)



Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC. (*) chỉ bao gồm ngân hàng hàng mẹ

Hình 75: Tỷ lệ cho vay/tiền gửi quy định theo ước tính (2017)



Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC. (*) chỉ bao gồm ngân hàng hàng mẹ

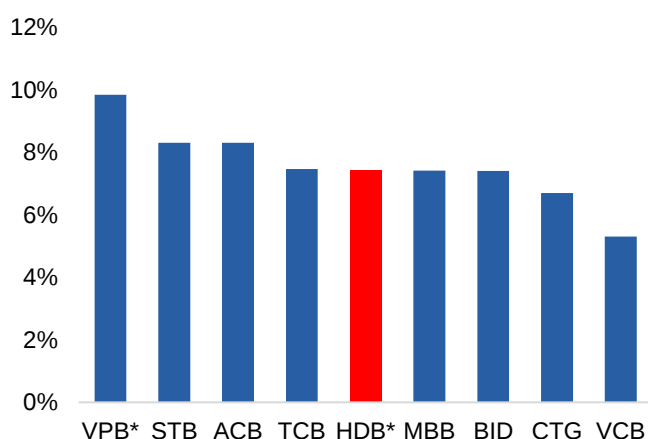
NIM giảm do cạnh tranh gia tăng

Trong số các ngân hàng cho vay tập trung vào bán lẻ và doanh nghiệp nhỏ và vừa, HDB (ngân hàng mẹ) có lợi suất tài sản sinh lãi trung bình. Cụ thể, năm 2017 con số trên là 7,4%, thấp hơn một chút so với TCB, ACB, và STB, nhưng thấp hơn đáng kể so với VPB (ngân hàng mẹ). Vì cả VPB ngân hàng mẹ và HDB ngân hàng mẹ cũng đều đã tham gia vào cho vay tài chính nhắm vào khách hàng mức lương tháng không dưới 6 triệu, khả năng sinh lời của HDB thấp hơn so với VPB.

Tuy nhiên, về mặt chi phí huy động của ngân hàng mẹ HDB thuộc loại cao (5,1%) khi chỉ thấp hơn một chút so với mức cao nhất (5,3%). Về CASA, tuy đã cải thiện nhiều trong những năm gần đây nhưng tỷ lệ CASA của HDB vẫn thấp nhất trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi.

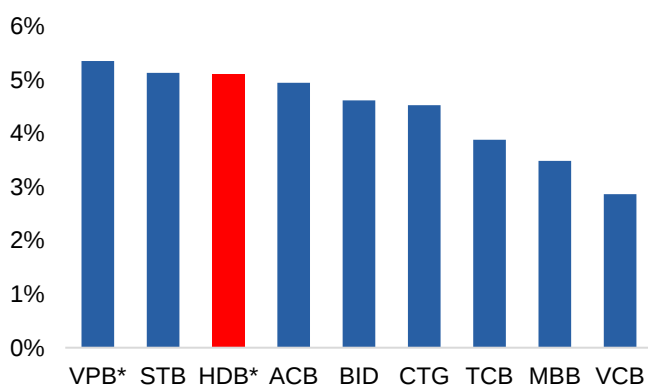
Vì vậy, NIM của HDB (2,4%) chỉ cao hơn STB (2%) và thấp hơn so với các ngân hàng còn lại, trong đó có các ngân hàng chính sách như VCB (2,5%), CTG (2,8%) và BID (2,9%).

Hình 76: Lợi suất tài sản sinh lãi, 2017



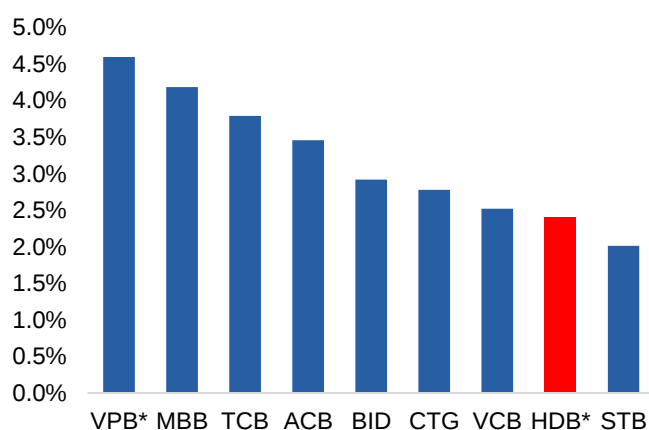
Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC. (*) chỉ bao gồm ngân hàng mẹ

Hình 78: Chi phí huy động, 2017



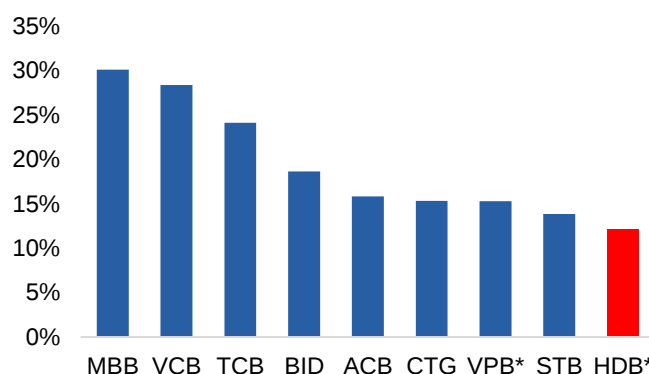
Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC. (*) chỉ bao gồm ngân hàng mẹ

Hình 77: NIM, 2017



Nguồn: VCSC. (*) chỉ bao gồm ngân hàng mẹ

Hình 79: CASA, 2017



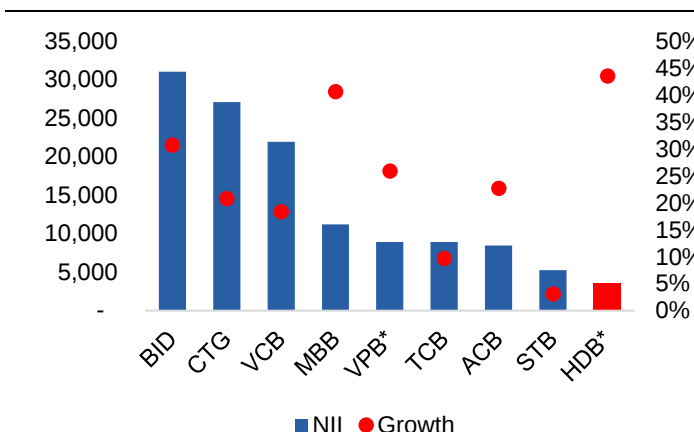
Nguồn: VCSC. (*) chỉ bao gồm ngân hàng mẹ

Phần lớn tăng trưởng tổng thu nhập từ hoạt động, nếu không phải tất cả, của HDB sẽ là thu nhập lãi thuần cốt lõi. Ngân hàng mẹ đạt thu nhập lãi thuần 3.600 tỷ đồng năm 2017, cũng là mức thấp nhất trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi do quá trình hình thành và hoạt động ngắn hơn so với các ngân hàng khác chúng tôi theo dõi. Tuy thu nhập lãi thuần tương đối nhỏ so với các ngân hàng khác nhưng năm 2017 HDB đạt tăng trưởng thu nhập lãi thuần cao nhất (43,5%).

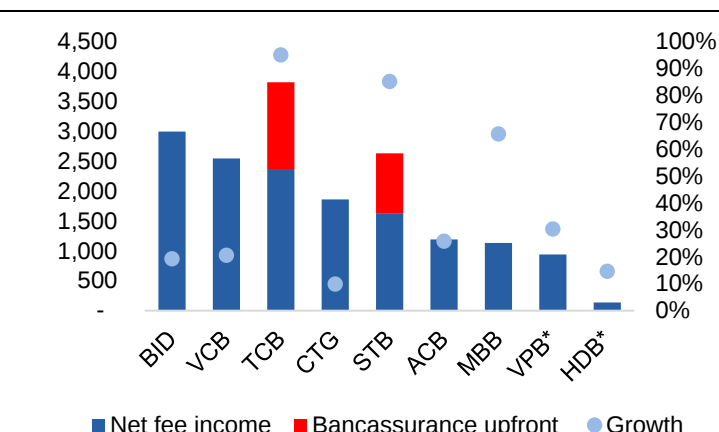
Tuy nhiên, thu nhập ngoài lãi dự kiến sẽ đóng vai trò quan trọng. Thu nhập phí thuần/Tổng thu nhập từ hoạt động của các ngân hàng chúng tôi theo dõi năm 2017 đạt 10% (có hệ số), còn

thấp so với các nước khác (Bangladesh và Ấn Độ: 18%, Thổ Nhĩ Kỳ: 21%, Brazil: 25%, và Thái Lan 26%). Vì vậy, với tỷ lệ thâm nhập thị trường còn thấp, trong khi tỷ lệ tài chính toàn diện chỉ đạt 31% so với 65% tại các nước trong khu vực, các ngân hàng Việt Nam hoàn toàn có thể tận dụng cơ hội đầu tư hiện nay vào cơ sở hạ tầng ngân hàng cốt lõi để thu về thu nhập phí và thúc đẩy lợi nhuận. Cụ thể, thu nhập ngoài lãi của HDB (ngân hàng mẹ) tăng 37,7%.

Hình 80: Thu nhập ngoài lãi (nghìn tỷ đồng) và tăng trưởng (2017)



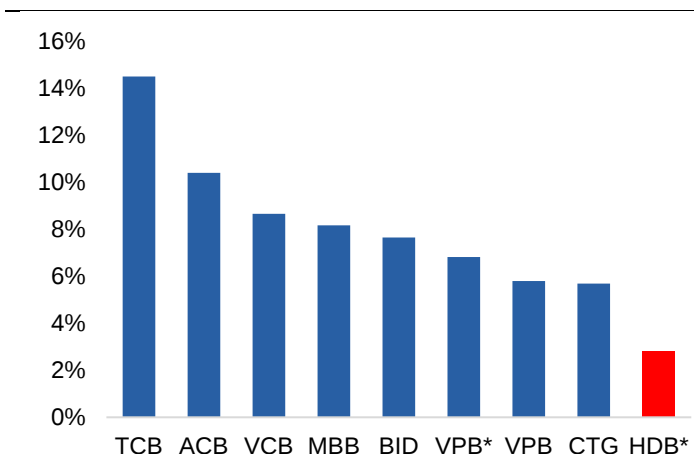
Hình 81: Thu nhập phí thuần (nghìn tỷ đồng) và tăng trưởng (2017)



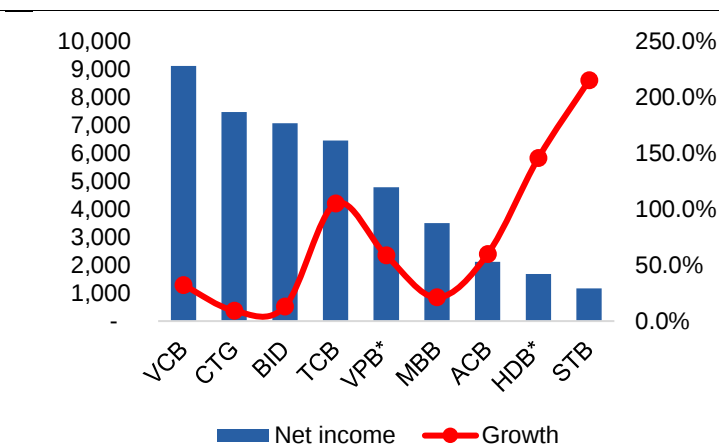
Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC. (*) chỉ bao gồm ngân hàng mẹ. Trên cơ sở tính toán của VAS.

Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC. (*) chỉ bao gồm ngân hàng mẹ. STB vẫn chưa công bố phí bancassurance trả ngay cho năm 2017 nên đây là ước tính của chúng tôi. Trên cơ sở tính toán của VAS.

Hình 82: Thu nhập phí / tổng thu nhập (2017)



Hình 83: Thu nhập thuần (nghìn tỷ đồng) và tăng trưởng (2017)

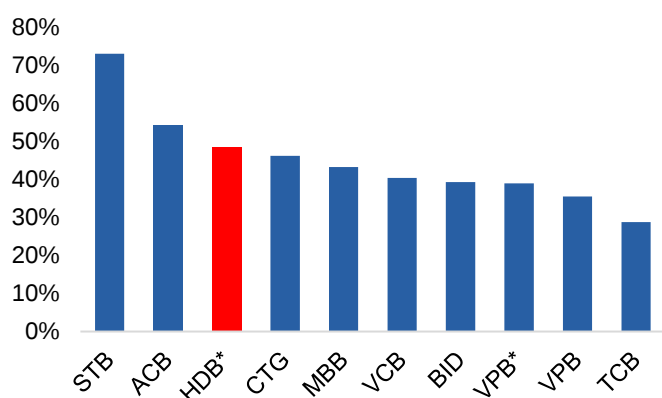


Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC. (*) chỉ bao gồm ngân hàng mẹ

Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC. (*) chỉ bao gồm ngân hàng mẹ

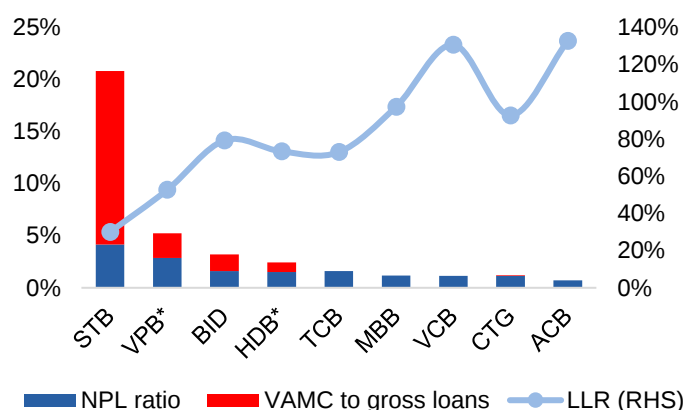
Tỷ lệ chi phí/Thu nhập của HDB tiếp tục cao so với các ngân hàng chúng tôi theo dõi. Vì ngân hàng mẹ nỗ lực tăng cường hoạt động cho vay bán lẻ và doanh nghiệp nhỏ và vừa nên chi phí hoạt động tăng mạnh, vào loại cao cùng với STB và ACB. Năm 2017, tỷ lệ chi phí / thu nhập của HDB giảm xuống 54,5%, bằng ACB nhưng cao hơn phần lớn các ngân hàng chúng tôi theo dõi (trung bình trọng số là 42,3%). HDB là một trong số các ngân hàng tích cực nhất trong việc mở rộng chi nhánh và văn phòng giao dịch (trung bình mở rộng 19,2%/năm từ 2012-2017). Tỷ lệ chi phí / thu nhập của HDB năm 2017 giảm xuống 54,4% sau khi đạt đỉnh 70% do sáp nhập Ngân hàng Đại Á nhưng kế hoạch mở thêm 45 chi nhánh và văn phòng giao dịch nhiều khả năng sẽ gây áp lực về chi phí đối với ngân hàng. BID và VCB đạt tỷ lệ chi phí / thu nhập ấn tượng vì tuy có mạng lưới chi nhánh và văn phòng giao dịch lớn nhất nhưng tiền gửi và tiền tuổi ngân hàng vào loại hiệu quả nhất ngành ngân hàng, một phần nhờ là đối tác ưu đãi của Chính phủ. TCB có tỷ lệ chi phí / thu nhập thấp nhất ngành ngân hàng nhờ thu nhập ngoài lãi lớn, vượt xa nhiều ngân hàng khác, nhưng năm 2018 con số này có thể sẽ tăng nhẹ do kế hoạch đầu tư mạnh vào công nghệ.

Hình 84: Tỷ lệ chi phí/Thu nhập (2017)



Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC. (*) chỉ bao gồm ngân hàng mẹ. Trên cơ sở tính toán của VAS.

Hình 85: Nợ xấu và dự phòng (2017)



Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC. (*) chỉ bao gồm ngân hàng mẹ. Trên cơ sở tính toán của VAS.

Định giá

Các giả định chính

1. Tăng trưởng tín dụng – Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng hợp nhất năm 2018 đạt 25%, năm 2019 đạt 21,1% và năm 2020 đạt 18,4%, với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm 2017-2023 đạt 17%.
2. Tăng trưởng tiền gửi – Chúng tôi dự báo tăng trưởng tiền gửi hợp nhất năm 2018 đạt 21%, năm 2019 đạt 19% và năm 2020 đạt 18% với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm 2017-2023 đạt 16%.
3. Lợi suất – Chúng tôi dự báo lợi suất ròng hợp nhất sẽ tăng 27 điểm cơ bản năm 2018, 50 điểm cơ bản năm 2019 và 94 điểm cơ bản năm 2020 so với năm 2017.
4. Chất lượng tài sản – Chúng tôi dự báo nợ xấu sẽ chiếm 0,5% tổng tín dụng trong giai đoạn 2017-2020. Tỷ lệ nợ xấu nhiều khả năng sẽ ổn định xung quanh mức 1,4% trong thời gian này.
5. Thu nhập ngoài lãi – Chúng tôi dự báo thu nhập ngoài lãi 2017-2020 sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 8,3%.
6. Chi phí vốn chủ sở hữu – Chúng tôi giả định con số này là 11,7% với giả định lãi suất phi rủi ro là 3,5%, hệ số beta là 1 và phần bù rủi ro thị trường là 8,2%.

Hình 86: Chi phí vốn chủ sở hữu

Chi phí vốn CSH	
Lãi suất phi rủi ro	3,5%
Hệ số beta	1,0
Phần bù rủi ro thị trường	8,2%
Chi phí vốn CSH	11,5%

Nguồn: VCSC

Chúng tôi áp dụng 2 phương pháp định giá với tỷ trọng bằng nhau để tính giá cơ bản. Phương pháp thứ nhất là thu nhập thặng dư. Đây là phương pháp phổ biến nhất trong việc định giá các ngân hàng Việt Nam vì thiên về trực giác. Phương pháp này có nhược điểm là giả định lợi nhuận kế toán phản ánh chính xác lợi nhuận kinh tế, đồng thời kéo theo nhiều vấn đề khi ngân hàng huy động vốn chủ sở hữu để đạt tiêu chuẩn Basel II và rất khó có thể dự báo thời điểm huy động vốn. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn áp dụng phương pháp này vì tính phổ biến và ấn định tỷ trọng 50%.

Phương pháp so sánh với đối thủ cùng ngành của chúng tôi có P/B mục tiêu 2018 là 2,6 lần. Chúng tôi cho rằng con số trên hợp lý vì HDB có mô hình kinh doanh tăng trưởng tốt hơn so với các ngân hàng khác tại Việt Nam, cũng như tại các thị trường mới nổi và cận biên. Chúng tôi dự báo thu nhập thuần đạt tăng trưởng kép hàng năm 33,6% từ 2017-2020 và ROE tăng từ 14,9% năm 2017 lên 20% năm 2020 nhờ tăng trưởng thu nhập ngoài lãi, tỷ lệ chi phí / thu nhập giảm và các hoạt động tích cực chiếm tỷ trọng cao hơn trong dư nợ tín dụng.

Hình 87: Mô hình thu nhập thặng dư

Thu nhập thặng dư (tỷ VND)	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
ROE (đầu kỳ)	16,9%	17,0%	16,4%	16,5%	16,9%
Chi phí vốn CSH	11,5%	11,6%	11,7%	11,8%	11,9%
TEM	5,4%	5,4%	4,8%	4,7%	5,0%
Giá trị vốn CSH (đầu kỳ)	14.075	15.062	17.859	21.055	24.838
Thu nhập thặng dư	763	819	852	996	1.247
Chiết khấu	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	685	734	763	892	1.115
Tổng giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư			4.197		
Giá trị hiện tại của thu nhập cuối kỳ			20.732		
Giá trị vốn CSH đầu kỳ			14.075		
Giá trị vốn CSH hiện nay			39.004		
Giá trị hợp lý / Cổ phiếu			39.759		

Nguồn: VCSC

Hình 88: Tổng hợp các phương pháp định giá

Tổng hợp các phương pháp định giá	
Thu nhập thặng dư	39.800
P/B mục tiêu	39.900
Giá mục tiêu	39.800
Giá hiện tại	41.900
Lợi suất cổ tức	3,6%
Lợi suất cổ tức (quasi)	7,2%
TL tăng	+5.7%
Khuyến nghị	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG

Nguồn: VCSC

Định giá tương đối

Hình 89: Các ngân hàng khác tại các thị trường mới nổi

Mã Bloomberg	GTVH (triệu USD)	P/E			P/B			ROE			TL vốn Cấp 1 2017	LS cổ tức 2017	Chỉ số CSH 2017	Nợ xấu 2017
		2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F				
UNB UH	2.734	6,3	6,1	5,6	0,6	0,6	0,5	8,4%	9,3%	9,5%	18,3%	5,5%	5,5	4,3%
BBCA IJ	39.279	23,0	21,1	18,8	4,0	3,7	3,2	17,7%	17,3%	17,2%	22,1%	1,1%	5,7	1,4%
BBRI IJ	27.732	12,9	11,8	10,4	2,4	2,1	1,8	17,3%	17,6%	17,7%	22,0%	3,4%	6,7	1,1%
TMB TB	3.392	12,3	11,4	9,5	1,2	1,1	1,0	9,7%	9,9%	10,9%	13,2%	2,4%	9,4	2,7%
TISCO TB	2.179	10,9	9,9	9,3	1,9	1,8	1,7	17,5%	18,6%	18,1%	15,0%	5,7%	8,7	2,1%
QNBK QD	40.673	11,8	11,2	10,4	2,4	1,9	1,7	16,7%	17,2%	16,5%	16,5%	3,7%	10,3	1,8%
MARK QD	7.140	12,7	12,5	11,7	2,2	1,9	1,8	15,1%	15,5%	15,8%	19,2%	5,8%	7,7	0,5%
HDFC IN	45.984	18,4	15,8	13,0	3,6	2,9	2,4	17,8%	18,5%	18,3%	11,8%	1,1%	6,2	
SBIN IN	37.445	40,5	32,7	26,4	5,0	4,4	3,8	12,3%	13,4%	14,5%	17,8%	0,1%	6,7	
HBL PA	2.392	82,1	9,7	7,7	1,4	1,3	1,2	4,1%	13,9%	16,1%	7,3%	0,5%	14,2	8,2%
UBL PA	1.961	10,6	9,9	7,6	1,4	1,3	1,2	15,0%	13,4%	15,8%		7,0%	12,1	7,7%
BDO PM	11.325	21,7	18,3	15,0	2,0	1,9	1,7	9,4%	10,2%	11,2%	13,1%	0,9%	8,9	0,5%
BPI PM	8.393	17,9	16,4	13,5	2,1	1,9	1,7	12,2%	11,5%	12,6%	11,8%	1,8%	10,4	1,3%
PBK MK	23.569	16,7	16,1	15,1	2,5	2,3	2,1	14,2%	14,4%	14,1%	13,0%	2,5%	10,3	0,5%
HLBK MK	9.808	15,7	15,5	14,4	1,6	1,7	1,6	9,5%	10,7%	10,8%	13,7%	2,4%	8,6	1,0%
Trung vị		12,7	11,4	10,4	1,9	1,8	1,7	14,2%	14,4%	15,8%	14,2%	2,5%	8,6	2,1%

Nguồn: Bloomberg, giá ngày 11/06/2017

Hình 90: Các ngân hàng khác tại các thị trường cận biên

Mã Bloomberg	GTVH (triệu USD)	P/E			P/B			ROE			TL vốn Cấp 1 2017	LS cổ tức 2017	Chỉ số CSH 2017	Nợ xấu 2017
		2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F				
NBK KK	15.304	14,4	12,4	10,6	1,6			9,1%	11,3%	12,3%	15,8%	3,8%	7,3	1,4%
BURG KK	1.840	9,8	8,5	7,7	0,8			7,5%	9,0%	9,4%	13,5%	2,7%	8,5	2,7%
GGAL AR	7.186	18,1	13,8	11,9		3,4	2,8	20,2%	24,6%	23,2%		0,7%	8,3	
BMA AR	5.512	12,7	9,3	8,3	2,8	2,4	2,0	21,7%	26,0%	24,1%	23,1%	2,4%	5,2	0,6%
FRAN AR	3.521	25,1	11,3	9,8	2,8	2,6	2,2	14,5%	22,6%	22,5%		1,1%	8,5	0,3%
ISLAMI BD	459	8,7	12,0	11,9	0,7	0,7	0,7	9,3%	6,1%	5,8%		4,2%	17,9	
BRAC BD	994	16,2	15,3	12,2	3,0	2,6	2,2	18,3%	17,0%	17,7%	10,6%		11,2	
SAMP SL	555	5,0	5,6	5,2	1,0	0,9	0,8	18,4%	16,7%	15,7%	10,2%		12,0	
HNB SL	715	7,0	6,6	5,7	1,0	0,9	0,8	12,7%	13,4%	13,8%	13,7%	2,7%	8,0	
Trung vị		12,7	11,3	9,8	1,3	2,6	2,2	14,5%	16,7%	15,7%	13,6%	2,7%	8,5	1,0%

Nguồn: Bloomberg, giá ngày 11/06/2017

Hình 91: Các ngân hàng khác tại Việt Nam

Mã Bloomberg	GTVH (triệu USD)	P/E			P/B			ROE			TL vốn Cấp 1	LS cổ tức	Chỉ số CSH	Nợ xấu
		2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2017	2017	2017
ACB VN	2.027	19,8	11,1	8,2	2,6	2,1	1,7	17,5%	21,9%	21,4%	8,3%		17,7	1,8%
BID VN	4.649	15,0	12,2	8,5	2,3	2,0	1,7	15,1%	14,8%	16,9%	9,0%	2,3%	24,6	1,6%
CTG VN	4.582	14,0	9,0	7,2	1,6	1,4	1,2	12,6%	13,9%	15,8%	8,0%	2,5%	17,2	1,1%
MBB VN	2.413	15,8	9,9	7,7	2,0	1,7	1,4	15,2%	18,0%	19,8%	10,8%	2,0%	10,6	1,2%
VCB VN	9.312	23,3	17,5	15,4	3,9	3,4	2,8	19,6%	18,6%	19,8%	7,9%	1,4%	19,7	1,1%
VPB VN	3.495	12,4	9,0	7,6	2,7	2,1	1,6	26,9%	24,2%	24,1%			9,4	3,4%
STB VN	997	19,4	11,8	9,6	1,0	0,9	0,8	5,8%	6,6%	8,3%	6,3%		15,9	4,7%
HDB VN	1.803	21,0	14,5	12,7	2,8	2,6	2,2	14,9%	21,0%	19,1%	9,3%		12,8	1,5%
Trung vị		15,8	11,1	8,2	2,3	2,0	1,6	15,2%	18,6%	19,1%	8,3%	2,1%	15,9	1,6%

Nguồn: Bloomberg, giá ngày 11/06/2017

Báo cáo Tài chính

Hình 92: Tóm tắt Báo cáo KQLN và Bảng cân đối kế toán

Báo cáo KQLN (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Thu nhập lãi	7.922	11.321	14.959	19.316	23.739	29.073
Chi phí lãi vay	(4.678)	(6.643)	(8.612)	(10.497)	(13.661)	(17.681)
Thu nhập lãi thuần	3.245	4.678	6.347	8.820	10.078	11.392
Thu nhập phí	188	118	196	284	334	384
Thu nhập ngoài lãi khác	700	622	962	896	983	1.081
Tổng thu nhập ngoài lãi	888	740	1.159	1.179	1.316	1.465
Tổng thu nhập từ HĐKD	4.133	5.418	7.506	9.999	11.395	12.857
Chi phí ngoài lãi	(2.410)	(3.277)	(4.072)	(5.199)	(5.811)	(6.428)
Chi phí quản lý khác	-	-	-	-	-	-
Tổng chi phí hoạt động	(2.410)	(3.277)	(4.072)	(5.199)	(5.811)	(6.428)
LN từ HĐKD trước dự phòng và thuế	1.723	2.141	3.433	4.799	5.583	6.428
Chi phí dự phòng	(935)	(994)	(1.017)	(1.257)	(1.553)	(1.824)
Thu nhập/chi phí khác	-	-	-	-	-	-
LN trước thuế	788	1.148	2.417	3.543	4.030	4.604
Thuế	(158)	(233)	(462)	(709)	(806)	(921)
LN ròng	630	914	1.954	2.834	3.224	3.684
Lợi ích CĐTS/ cổ tức ưu đãi	(117)	(176)	(208)	(376)	(427)	(488)
LN ròng chia cổ đông	513	738	1.746	2.459	2.797	3.195

Bảng cân đối kế toán (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Tiền và tiền đương tiền	1.472	1.636	1.512	1.887	2.177	2.510
Tiền gửi tại Ngân hàng Nhà nước	2.742	2.389	1.922	2.247	2.663	3.126
Tiền gửi tại và cho vay các TCTD khác	11.994	18.580	21.862	25.141	28.410	31.535
Đầu tư ngắn hạn	17.102	23.637	40.878	50.038	57.276	65.585
Cho vay và cho thuê tài chính khách hàng	55.853	81.304	103.336	129.160	156.440	185.171
Chứng khoán đầu tư - HTM	5.017	11.026	9.619	9.176	9.635	10.116
Đầu tư dài hạn và liên kết	419	384	378	370	363	356
Tài sản và trang thiết bị	870	1.440	1.572	1.682	1.803	1.874
Tài sản khác	11.015	9.897	8.255	3.686	2.445	1.729
Tổng tài sản	106.486	150.294	189.334	223.388	261.212	302.003
Nợ NHNN	2.488	178	156	188	222	261
Huy động và vay liên ngân hàng	6.595	19.685	37.217	44.048	50.233	55.256
Vốn cho vay và ủy thác khác	2.823	2.843	2.928	3.045	3.136	3.231
Tiền gửi khách hàng	74.543	103.300	120.538	145.851	173.563	204.804
Công cụ tài chính khác	0	9	70	0	0	0
Giấy tờ có giá	7.847	11.027	9.793	9.793	9.793	9.793
Nợ khác	2.349	3.310	3.873	4.648	5.577	6.693
Vốn CSH của cổ đông	9.392	9.317	14.075	15.062	17.859	21.055
Lợi ích CĐTS	449	626	684	752	828	910
Tổng nợ và vốn CSH	106.486	150.294	189.334	223.388	261.212	302.003

Nguồn: Số liệu của ngân hàng, VCSC. Trên cơ sở tính toán của VAS.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Tổng Nguyễn Tiến Sơn, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp ext 147

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124
- Trần Thu Trang, Chuyên viên ext 149

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588 ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Barry Weissblatt, Giám đốc ext 105

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên ext 132

Ngân hàng, Tài Chính và Bảo Hiểm

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp ext 123

- Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163
- Diên Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên ext 139

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên ext 129

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.