

**HDBANK - HDB**

**Khả quan**

**Vững vàng trước thử thách**

Giá mục tiêu (12T)

Tài chính | CẬP NHẬT

VND25.000

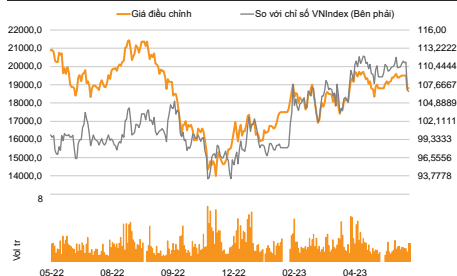
Consensus\*: Mua:7 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu / Consensus: 4,8%

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

Khuyến nghị trước đó	Khả quan
Giá mục tiêu trước đó	VND25.000
Giá thị trường	VND18.800
Cao nhất 52 tuần (VND)	21.440
Thấp nhất 52 tuần (VND)	14.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	38.845
Thị giá vốn (tỷ VND)	47.287
Free float	70%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
P/E trượt (x)	6,3
P/B hiện tại (x)	1,3

**Diễn biến giá**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Cơ cấu sở hữu**

Sovico	14,4%
Phạm Văn Đầu	4,3%
Nguyễn Thị Phương Thảo	3,7%
Khác	77,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**



**Trần Thị Thu Thảo**

thao.tranthu2@vndirect.com.vn

- Lợi nhuận (LN) ròng trong Q1/23 của HDB tăng 8,8% svck, đạt 2.088 tỷ đồng (hoàn thành 23% dự phóng năm 2023 của chúng tôi).
- LN ròng của HDB dự kiến tăng 18-21% trong giai đoạn 2023-24, cao hơn trung bình ngành nhờ tăng trưởng tín dụng và NIM ổn định.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi là 25.000đ/cp.

**Tăng trưởng lợi nhuận Q1/23 khiêm tốn do áp lực chi phí dự phòng**

LN ròng trong Q1/23 tăng 8,8% svck lên 2.088 tỷ đồng (hoàn thành 23% dự phóng 2023 của chúng tôi) do lãi từ chứng khoán đầu tư giảm sâu (-92,2% svck) và chi phí dự phòng tăng mạnh. Tăng trưởng thu nhập lãi của HDB đạt 19% svck nhờ tài sản sinh lãi tăng 19,7% svck và NIM tăng 18 điểm cơ bản svck. Tỷ lệ chi phí/thu nhập được kiểm soát tốt ở mức 34,6% trong Q1/23 (so với 37,6% trong Q1/22). Tuy nhiên, chi phí dự phòng tăng 42,8% svck (tỷ lệ chi phí dự phòng/LN trước dự phòng là 26% - cao hơn mức bình quân các quý trước), do rủi ro nợ xấu tăng là khó tránh khỏi với một NH có tỷ trọng cho vay tiêu dùng và cho vay cá nhân lớn trong cơ cấu cho vay như HDB.

**Tăng trưởng tín dụng ổn định nhưng chất lượng tài sản cần chú ý**

Tín dụng của HDB tăng 9% so với đầu năm tính đến cuối Q1/23, chủ yếu đến từ cho vay doanh nghiệp (+15,1% so với đầu năm; chiếm 50,3% tổng cho vay, bao gồm SME) do tình trạng thiếu thanh khoản trước đó tại DN đã thúc đẩy nhu cầu vay. Trong khi đó, môi trường lãi suất cao đã làm giảm chi tiêu của người tiêu dùng cũng như khả năng thực hiện nghĩa vụ trả nợ, làm giảm nhu cầu vay và khiến các NH thận trọng hơn khi giải ngân vào nhóm này để giảm thiểu rủi ro nợ xấu. Do đó, tăng trưởng cho vay cá nhân đã chậm lại (+5,9% so với đầu năm) và cho vay tiêu dùng giảm 7,8%. Chất lượng tài sản cũng có dấu hiệu suy yếu trong Q1/23 (hình 6). Chúng tôi kỳ vọng mọi thứ sẽ khả quan hơn trong nửa cuối năm 2023 nhờ (1) NHNN có sự đảo chiều trong chính sách tiền tệ với ba lần cắt giảm lãi suất điều hành; và (2) tác động của các chính sách hỗ trợ (xem báo cáo tại [đây](#)).

**Một trong số ít ngân hàng có khả năng giảm thiểu rủi ro thu hẹp NIM**

Cho vay doanh nghiệp và tiền gửi cá nhân tăng là xu hướng chính hiện nay, theo đó NIM toàn ngành nhìn chung sẽ thu hẹp (xem báo cáo tại [đây](#)). Tuy nhiên, các NH có (1) dư nợ cho vay bán lẻ cao và đặc biệt là (2) thanh khoản dồi dào có thể hạn chế được rủi ro này; và HDB là một trong số đó. Mặc dù tài chính tiêu dùng (TCTD) bị ảnh hưởng nặng nề trong giai đoạn khó khăn này, khiến lợi suất tài sản giảm, nhưng HDB vẫn có thể quản lý tốt chi phí vốn nhờ thanh khoản ổn định với (1) LDR không quá cao ~73% cuối Q1/23 và (2) cơ cấu huy động đa dạng (hình 6). Dự kiến NIM của HDB sẽ giảm 7 điểm cơ bản và đạt ~5% trong 2023-24.

**Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi 25.000đ/cp**

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của HDB sẽ tăng 18%/21% svck trong 2023-24 (tăng trưởng kép 2020-22 là 35%) – cao hơn mức trung bình ngành 12% - nhờ tăng trưởng tín dụng và NIM ổn định bất chấp áp lực từ các khoản trích lập dự phòng. HDB đang giao dịch ở mức chỉ 1 lần P/B 2023 (so với mức trung bình ngành là 1,2x); ngang mức -1 độ lệch chuẩn P/B trung bình 3 năm. Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra dựa trên tỷ trọng bằng nhau giữa P/B mục tiêu là 1,3 lần và phương pháp định giá thu nhập thặng dư (COE: 15,9%, LTG: 3%). Rủi ro giảm giá bao gồm (1) lãi suất hạ nhiệt chậm hơn dự kiến và (2) tác động của các chính sách hỗ trợ chậm hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	13.891	18.012	20.381	24.175
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,3%	5,0%	5,0%	5,0%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	16.758	21.967	25.346	30.052
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(2.306)	(3.068)	(3.886)	(4.334)
LN ròng (tỷ)	6.054	7.750	9.119	11.018
Tăng trưởng LN ròng	42,5%	28,0%	17,7%	20,8%
EPS điều chỉnh	2.992	3.405	3.606	4.357
BVPS	14.430	14.693	17.258	21.639
ROAE	21,8%	22,2%	22,0%	22,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Vững vàng trước thử thách

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi là 25.000đ/cp

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 25.000đ/cp cho HDB dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau của hệ số P/B (1,3 lần P/B trong năm 2023) và phương pháp thu nhập thặng dư (COE: 16,1%, LTG: 3%). Hiện tại, HDB đang giao dịch ở mức 1 lần P/B 2023 (so với mức trung bình ngành là 1,2x); ngang mức -1 độ lệch chuẩn P/B trung bình 3 năm. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) lãi suất hạ nhiệt chậm hơn dự kiến và (2) tác động của các chính sách hỗ trợ chậm hơn dự kiến.

Về dài hạn, chúng tôi ưa thích HDB bởi (1) NH có mô hình kinh doanh độc đáo khi tiếp cận khu vực nông thôn, nơi vẫn có nhu cầu vay rất lớn; (2) Mạng banca tiềm năng giúp tăng thu nhập từ phí; (3) Chất lượng tài sản tốt hơn so với các ngân hàng có khẩu vị rủi ro cao khác; và (4) Thanh khoản dồi dào.

Hình 1: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư

Giá định chính	2023	2024	2025	2026	2027	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Phần bù rủi ro	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Chi phí vốn chủ sở hữu	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
<b>(tỷ VND)</b>						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	38.995					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	13.859					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	12.084					
Giá trị vốn chủ sở hữu	64.939					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	2.515					
Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)	<b>25.820</b>					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Giá mục tiêu theo ước tính của chúng tôi

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	25.820	12.910
Hệ số P/B (1,3 lần cho năm 2023)	50%	24.161	12.081
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			24.991
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu, làm tròn)			<b>25.000</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: So sánh giữa các ngân hàng Việt Nam (dữ liệu ngày 26/05/2023)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (tiền nội tệ)	Giá mục tiêu (tiền nội tệ)	Vốn hóa (tỷ đô)	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm	ROE (%)		ROA (%)	
						2023	2024	2023	2024		2023	2024	2023	2024
VietinBank	CTG VN	Khả quan	28.100	36.200	8,0	1,1	0,9	7,2	6,0	16,7%	16,2%	16,9%	1,0%	1,2%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	30.000	42.000	5,5	0,8	0,6	4,2	3,7	17,0%	19,9%	18,7%	3,5%	3,5%
VPBank	VPB VN	Khả quan	19.350	25.700	10,8	1,2	1,0	7,5	6,1	25,4%	16,3%	17,0%	2,5%	2,7%
NHTMCP Quân đội	MBB VN	Khả quan	18.600	29.300	4,7	0,9	0,7	4,4	3,8	19,5%	22,5%	21,0%	2,4%	2,4%
NHTMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	23.900	31.000	5,9	1,0	0,8	5,2	4,4	16,7%	20,2%	19,6%	2,1%	2,2%
NHTMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	25.100	30.000	5,8	1,5	1,2	5,5	4,8	2,3%	26,0%	22,5%	2,4%	2,4%
HD Bank	HDB VN	Khả quan	18.650	25.000	5,9	1,3	1,0	5,4	5,2	11,9%	24,5%	23,2%	2,1%	2,2%
NH Quốc tế VIB	VIB VN	Khả quan	21.100	27.000	5,1	1,4	1,2	4,7	4,7	8,4%	32,0%	29,3%	2,5%	2,6%
<b>Trung bình</b>						<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>5,5</b>	<b>4,8</b>	<b>14,7%</b>	<b>22,2%</b>	<b>21,0%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,4%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**KQKD Q1/23: Phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi**

**Hình 4: So sánh KQKD Q1/23 và dự phóng (tỷ đồng, trừ khi có ghi chú khác)**

	Q1/23	Q1/22	% svck	Dự phóng		% svck	% dự phóng	Ghi chú
				phóng 2023	2022			
Thu nhập lãi thuần (NII)	4.841	4.043	19,7%	20.381	18.012	13,2%	23,8%	Phù hợp với dự phóng
Thu nhập ngoài lãi (non-II)	817	1.079	-24,3%	4.965	3.955	25,5%	16,4%	Thấp hơn dự phóng do lãi từ chứng khoán đầu tư giảm mạnh
Tổng thu nhập HĐ (TOI)	5.657	5.122	10,4%	25.346	21.967	15,4%	22,3%	
Chi phí HĐ	(1.959)	(1.926)	1,7%	(9.378)	(8.631)	8,7%	20,9%	
LN trước dự phòng (PPOP)	3.699	3.197	15,7%	15.968	13.336	19,7%	23,2%	
Chi phí dự phòng	(956)	(669)	42,8%	(3.886)	(3.068)	26,6%	24,6%	Phù hợp với dự phóng
LNTT	2.743	2.528	8,5%	12.082	10.268	17,7%	22,7%	
LN ròng	2.088	1.918	8,8%	9.119	7.750	17,7%	22,9%	Phù hợp với dự phóng

Nguồn: HDB, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 5: Các chỉ số chính của HDB theo quý**

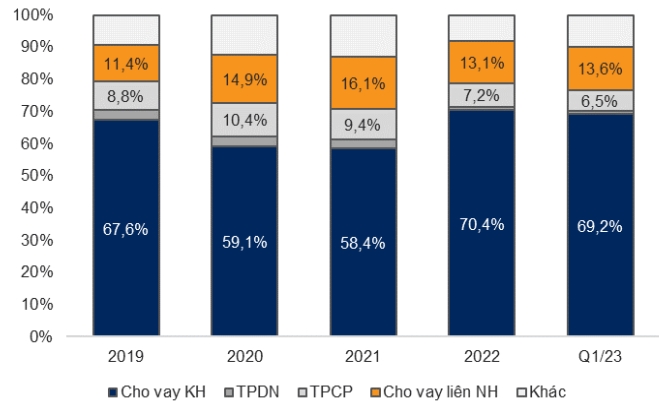
	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23
NII/TOI	91,5%	84,8%	87,1%	81,0%	80,7%	81,5%	89,2%	81,1%	78,9%	81,5%	83,1%	84,0%	85,6%
Non-II/TOI	8,5%	15,2%	12,9%	19,0%	19,3%	18,5%	10,8%	18,9%	21,1%	18,5%	16,9%	16,0%	14,4%
NIM	5,4%	4,9%	5,1%	4,8%	4,6%	4,6%	4,3%	4,6%	4,7%	5,2%	5,0%	5,4%	4,9%
CIR	51,0%	35,4%	45,0%	47,2%	39,1%	39,6%	38,1%	35,8%	37,6%	36,4%	37,1%	45,5%	34,6%
NPL	1,5%	1,6%	1,8%	1,3%	1,5%	1,2%	1,4%	1,7%	1,6%	1,3%	1,5%	1,7%	1,8%
LLR	74,5%	72,2%	64,1%	82,1%	68,6%	87,9%	80,9%	73,0%	75,9%	93,0%	81,0%	70,4%	61,8%
Tỷ lệ chi phí tín dụng	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%	1,2%	1,2%	1,3%	1,2%	1,3%	1,4%
Dự phòng/PPOP	19,0%	19,8%	22,7%	31,3%	17,2%	18,6%	17,6%	33,2%	20,9%	21,8%	20,1%	29,6%	25,8%
ROA	1,7%	1,8%	1,8%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	1,9%
ROE	20,5%	21,6%	21,5%	20,2%	22,3%	22,4%	22,6%	23,3%	23,1%	23,4%	24,0%	23,5%	22,6%

Nguồn: HDB, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 6: Một số các chỉ tiêu trên bảng cân đối kế toán của HDB**

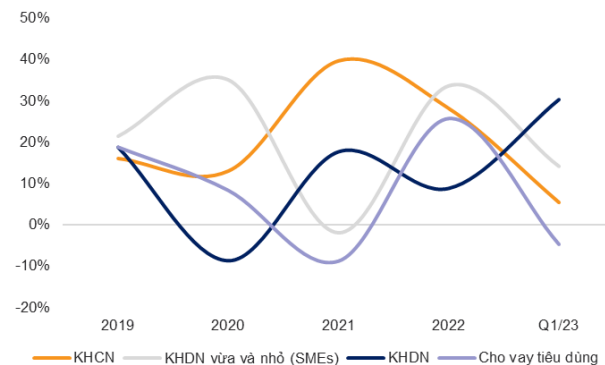
**Cơ cấu tài sản sinh lời**

- Tính đến cuối Q1/23, tài sản sinh lời của HDB tăng 11% so với đầu năm (+20% svck), trong đó cho vay liên ngân hàng tiếp tục tăng trưởng mạnh 15% sv đầu năm. Cho vay KH tăng 9% sv đầu năm, chiếm 71% cơ cấu tài sản sinh lời. NH đã đa dạng hóa tài sản sinh lãi, giảm bớt sự phụ thuộc vào cho vay KH, từ đó giảm bớt rủi ro tập trung.
- Trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) giảm 12,9% sv đầu năm do ảnh hưởng từ những khó khăn trên thị trường này. Tuy nhiên, mảng TPDN không đóng góp nhiều vào cơ cấu tài sản của HDB.
- Mặt khác, HDB đã đẩy mạnh cho vay đối với các tổ chức tín dụng trong nước thông qua mua trái phiếu sau khi căng thẳng thanh khoản đã phần nào giảm bớt, hỗ trợ mảng này tăng trưởng 56% sv đầu năm.



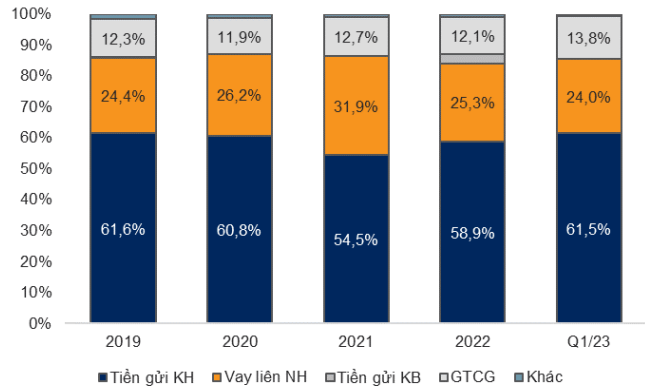
**Cơ cấu và tăng trưởng tín dụng**

- Dư nợ tín dụng của HDB tăng 9% sv đầu năm vào cuối Q1/23, chủ yếu nhờ cho vay doanh nghiệp (+15,1% sv đầu năm, chiếm 50,3% tổng dư nợ cho vay, bao gồm SME), do tình trạng thiếu thanh khoản trước đó ở các DN đã thúc đẩy nhu cầu vay vốn.
- Trong khi đó, môi trường lãi suất cao hiện tại đã khiến chi tiêu của người tiêu dùng và khả năng trả nợ giảm sút, làm giảm nhu cầu vay vốn và khiến các NH thận trọng hơn khi cho vay nhóm KH này nhằm giảm thiểu rủi ro nợ xấu. Do đó, đã tăng trưởng cho vay KH cá nhân đã giảm (+5,9% sv đầu năm; chiếm 44% tổng dư nợ) và tài chính tiêu dùng giảm 7,8% sv đầu năm (~5,4% tổng dư nợ).



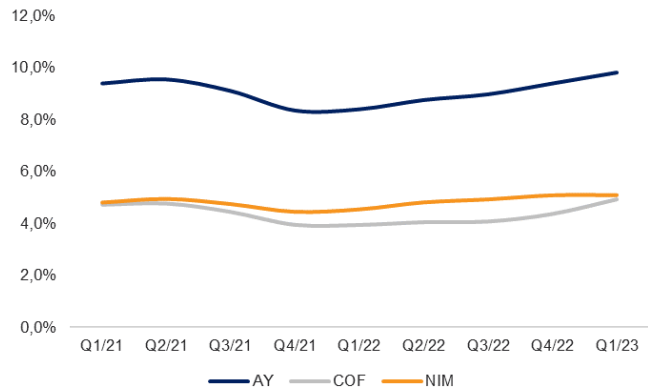
**Cơ cấu nguồn vốn, tiền gửi và CASA**

- Tiền gửi của HDB tăng 15,8% sv đầu năm (sv mức tăng 10,9% của tổng nguồn vốn). Thay vì phụ thuộc vào tiền gửi của khách hàng, HDB đã đa dạng hóa cơ cấu nguồn vốn nhờ tăng huy động từ liên ngân hàng và chứng chỉ tiền gửi.
- Hệ số LDR duy trì ở mức ổn định 73% vào cuối Q1/23 (76% vào cuối năm 2022; ngưỡng quy định là 85%). HDB đã thành công trong việc duy trì tỷ lệ LDR trong khoảng 70-75% trong 5 năm gần đây, cho thấy khả năng quản lý thanh khoản tốt.
- Tính đến cuối Q1/23, tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn của HDB ở mức rất thấp là 3,4% (cuối 2022 là 9,9%), giúp ngân hàng tránh được rủi ro mất cân đối thanh khoản.
- Tuy nhiên, CASA giảm xuống 7,7% (từ mức 10,6% vào cuối năm 2022), do KH cá nhân tiếp tục rút tiền nhân rồi để đáp ứng tình hình tài chính của họ và/hoặc chuyển sang tiền gửi có kỳ hạn trong bối cảnh lãi suất cao.



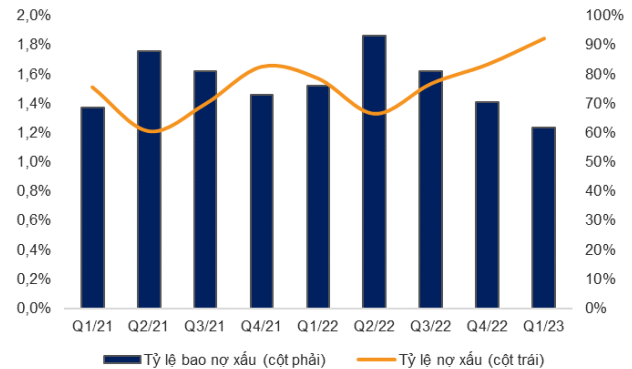
### Diễn biến NIM của NH mẹ

- NIM của HDB đi ngang trong Q1/23, HDB là một trong số ít các NH có thể duy trì mức NIM không đổi trong khoảng thời gian khó khăn hiện nay.
- Như đã đề cập, NH có (1) dư nợ cho vay bán lẻ cao và đặc biệt là (2) thanh khoản dồi dào sẽ có thể duy trì NIM cao trong thời gian này; HDB là một trong số đó.
- Mặc dù mảng tài chính tiêu dùng bị ảnh hưởng nặng nề bởi khó khăn vĩ mô gia tăng, khiến cho lợi suất tài sản (AY) giảm, nhưng HDB vẫn có thể quản lý tốt chi phí vốn (COF) nhờ có thanh khoản ổn định với (1) tỷ lệ LDR không quá cao và (2) cơ cấu huy động vốn đa dạng.



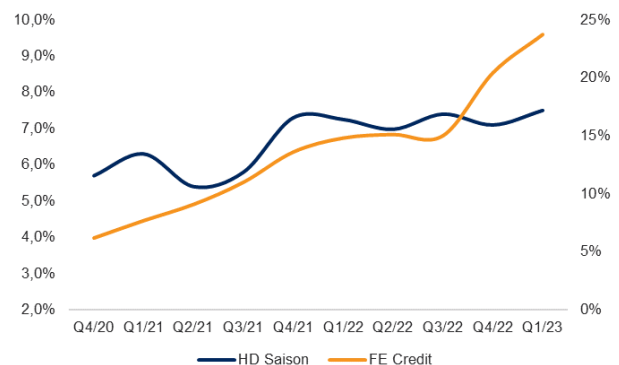
### Chất lượng tài sản của ngân hàng mẹ

- Nợ xấu của HDB tăng 20,9% so với đầu năm, trong đó nợ nhóm 3 tăng 45,4% so với mức cuối năm 2022.
- Tỷ lệ nợ xấu NPL là 1,85% (cuối 2022 là 1,7%). LLR giảm xuống 61,8% (cuối 2022 là 70,4%). Chất lượng tài sản của ngân hàng đã suy yếu với những lý do như chúng tôi đã đề cập.
- Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng mọi thứ sẽ tốt hơn kể từ nửa cuối năm 2023 do (1) NHNN có sự đảo chiều trong chính sách tiền tệ với ba lần cắt giảm lãi suất điều hành; và (2) tác động của các chính sách hỗ trợ.



### Mảng tài chính tiêu dùng của HDB (HD Saison)

- HD Saison ghi nhận 261 tỷ đồng LNTT trong Q1/23 (+1,1% svck); đóng góp 9,5% vào LNTT hợp nhất của HDB.
- Dư nợ cho vay giảm 7,8% so với đầu năm. NIM lũy kế là 28,4% - thấp hơn 1,8% so với năm 2022.
- Không bất ngờ khi nợ xấu của HD Saison tăng lên 7,5% (từ 7,1% vào cuối năm 2022), nhưng điều tích cực là tỷ lệ NPL của HD Saison vẫn thấp hơn so với các ngân hàng có khẩu vị rủi ro cao là khoảng 20-23% (xem biểu đồ bên phải; số liệu của HD Saison ở cột trái).



Nguồn: HDB, VNDIRECT RESEARCH

**Chúng tôi thận trọng trong dự phóng KQKD của HDB trong năm 2023-24**



Do những khó khăn của toàn ngành như đã đề cập ở trên, HDB sẽ ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận chậm hơn ở mức 18-21% svck trong giai đoạn 2023-24 (sv mức tăng trưởng kép trong giai đoạn 2020-22 là 35%), do...

- Tăng trưởng tín dụng sẽ giảm xuống 20% trong 2023-24. Tuy nhiên, đây vẫn là mức tăng trưởng tốt hơn so với các ngân hàng cùng ngành, được củng cố bởi hệ số CAR vững mạnh, thanh khoản tốt và cơ cấu tín dụng lành mạnh như chúng tôi đã đề cập ở trên.
- NIM gần như giữ nguyên ở mức 5% trong giai đoạn 2023-24.
- HDB sẽ phải tăng cường trích lập dự phòng để đề phòng nợ xấu có thể tăng đột biến, dẫn đến chi phí trích lập dự phòng tăng 27% svck.

**Hình 7: Dự phóng các chỉ số chính trong báo cáo kết quả kinh doanh**

(Đơn vị: tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR 2020-22	CAGR 2022-24
NII	9.747	11.898	13.891	18.012	20.381	24.175	23,0%	15,9%
% svck	27,5%	22,1%	16,8%	29,7%	13,2%	18,6%		
Non-II	1.641	1.882	2.867	3.955	4.965	5.877	45,0%	21,9%
% svck	-8,5%	14,6%	52,4%	37,9%	25,5%	18,4%		
TOI	11.388	13.779	16.758	21.967	25.346	30.052	26,3%	17,0%
% svck	20,6%	21,0%	21,6%	31,1%	15,4%	18,6%		
Chi phí HD	5.080	6.173	6.383	8.631	9.378	11.119	18,2%	13,5%
% svck	14,4%	21,5%	3,4%	35,2%	8,7%	18,6%		
PPOP	6.307	7.607	10.375	13.336	15.968	18.932	32,4%	19,1%
% svck	26,2%	20,6%	36,4%	28,5%	19,7%	18,6%		
Chi phí dự phòng	1.289	1.788	2.306	3.068	3.886	4.334	31,0%	18,9%
% svck	29,7%	38,7%	28,9%	33,1%	26,6%	11,5%		
LNTT	5.018	5.818	8.070	10.268	12.082	14.598	32,8%	19,2%
% svck	25,3%	15,9%	38,7%	27,2%	17,7%	20,8%		
LN ròng	3.605	4.249	6.054	7.750	9.119	11.018	35,1%	19,2%
% svck	26,8%	17,9%	42,5%	28,0%	17,7%	20,8%		

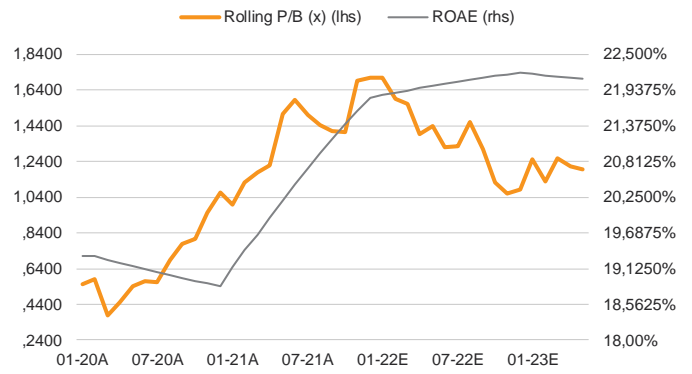
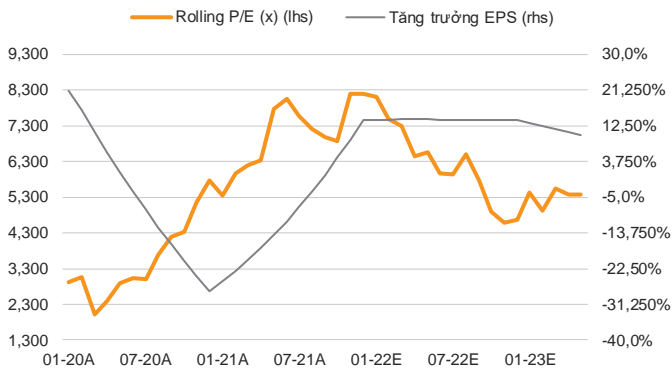
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 8: Dự phóng các chỉ số chính trong bảng cân đối kế toán**

(Đơn vị: tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR 2020-22	CAGR 2022-24
Tài sản sinh lời	211.939	289.247	336.614	373.081	441.241	522.910	13,6%	18,4%
%svck	3,5%	36,5%	16,4%	10,8%	18,3%	18,5%		
Cho vay KH	144.700	176.388	200.759	260.755	310.315	370.487	21,6%	19,2%
%svck	19,8%	28,2%	7,8%	25,6%	18,7%	19,3%		
Cho vay liên NH	24.665	44.811	55.943	49.132	58.959	70.751	4,7%	20,0%
%svck	-23,9%	81,7%	24,8%	-12,2%	20,0%	20,0%		
Chứng khoán	41.089	70.802	76.810	50.617	57.447	65.226	-15,4%	13,5%
%svck	-11,1%	72,3%	8,5%	-34,1%	13,5%	13,5%		
Huy động	204.092	287.523	336.327	366.520	427.993	500.625	12,9%	16,9%
% svck	4,9%	40,9%	17,0%	9,0%	16,8%	17,0%		
Tiền gửi KH	126.019	174.620	183.283	215.797	258.957	310.748	11,2%	20,0%
% svck	-1,6%	38,6%	5,0%	17,7%	20,0%	20,0%		
Giấy tờ có giá	25.013	34.332	42.756	44.162	48.578	53.436	13,4%	10,0%
% svck	67,6%	37,3%	24,5%	3,3%	10,0%	10,0%		
Vay liên NH	49.794	75.176	107.243	92.653	106.551	122.534	11,0%	15,0%
% svck	22,4%	51,0%	42,7%	-13,6%	15,0%	15,0%		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>18.012</b>	<b>20.381</b>	<b>24.175</b>
<b>Thu nhập lãi suất ròng</b>	<b>3.955</b>	<b>4.965</b>	<b>5.877</b>
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>21.967</b>	<b>25.346</b>	<b>30.052</b>
Tổng chi phí hoạt động	(8.631)	(9.378)	(11.119)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>13.336</b>	<b>15.968</b>	<b>18.932</b>
<b>Tổng trích lập dự phòng</b>	<b>(3.068)</b>	<b>(3.886)</b>	<b>(4.334)</b>
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
<b>LN trước thuế</b>	<b>10.268</b>	<b>12.082</b>	<b>14.598</b>
Thuế	(2.059)	(2.422)	(2.927)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>8.209</b>	<b>9.660</b>	<b>11.672</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(460)	(541)	(654)
<b>LN ròng</b>	<b>7.750</b>	<b>9.119</b>	<b>11.018</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>263.856</b>	<b>314.411</b>	<b>375.468</b>
Cho vay các ngân hàng khác	49.132	58.959	70.751
<b>Tổng cho vay</b>	<b>312.989</b>	<b>373.370</b>	<b>446.218</b>
Chứng khoán - Tổng cộng	50.617	57.447	65.226
Các tài sản sinh lãi khác	11.273	12.401	13.641
<b>Tổng các tài sản sinh lãi</b>	<b>374.879</b>	<b>443.218</b>	<b>525.085</b>
<b>Tổng dự phòng</b>	<b>(3.132)</b>	<b>(4.129)</b>	<b>(5.017)</b>
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>260.755</b>	<b>310.315</b>	<b>370.487</b>
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>371.747</b>	<b>439.089</b>	<b>520.068</b>
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	2.938	3.144	3.364
Tổng đầu tư	144	154	165
Các tài sản khác	41.444	44.345	47.449
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>44.526</b>	<b>47.642</b>	<b>50.977</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>416.273</b>	<b>486.732</b>	<b>571.046</b>
Nợ khách hàng	215.797	258.957	310.748
Dư nợ tín dụng	44.162	48.578	53.436
Tài sản nợ chịu lãi	259.959	307.534	364.184
Tiền gửi	92.653	106.551	122.534
Tổng tiền gửi	352.612	414.086	486.717
Các khoản nợ lãi suất khác	13.908	13.908	13.908
<b>Tổng các khoản nợ lãi suất</b>	<b>366.520</b>	<b>427.993</b>	<b>500.625</b>
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	10.758	14.793	14.804
<b>Tổng nợ không lãi suất</b>	<b>10.758</b>	<b>14.793</b>	<b>14.804</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>377.278</b>	<b>442.786</b>	<b>515.429</b>
Vốn điều lệ và	25.303	25.150	25.150
Thặng dư vốn cổ phần	536	536	536
Cổ phiếu quỹ	(413)	(413)	(413)
LN giữ lại	8.000	14.604	25.622
Các quỹ thuộc VCSH	3.528	3.528	3.528
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>36.954</b>	<b>43.404</b>	<b>54.422</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.041	541	1.194
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>38.995</b>	<b>43.945</b>	<b>55.617</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>416.273</b>	<b>486.732</b>	<b>571.046</b>

	12-22E	12-23E	12-24E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	17,7%	20,0%	20,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	29,8%	19,2%	19,4%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	29,7%	13,2%	18,6%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	28,5%	19,7%	18,6%
Tăng trưởng LN ròng	28,0%	17,7%	20,8%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	7,7%	18,1%	18,4%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	3.424	3.626	4.381
BVPS (VND)	14.693	17.258	21.639
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	13,8%	5,9%	20,8%

**Các chỉ số chính**

	12-22E	12-23E	12-24E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	5,0%	5,0%	5,0%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(39,3%)	(37,0%)	(37,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,7%	1,8%	1,6%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,7%	1,8%	1,7%
LN/ TB cho vay	1,3%	1,3%	1,3%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	13,4%	14,9%	15,8%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	101,5%	102,2%	103,1%
<b>Biên lợi và độ đàn trải</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	9,2%	9,7%	9,5%
Chi phí cho các quỹ	4,4%	4,9%	4,7%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	4,6%	4,5%	4,6%
ROAE	22,2%	22,0%	22,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

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

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Thị Thu Thảo – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [thao.tranthu2@vndirect.com.vn](mailto:thao.tranthu2@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>