

HD Bank (HDB)

22 April 2021

**MUA**

**Giá mục tiêu tăng (giảm) +16%**

Đóng cửa	20/04/2021
Giá	27.200 đồng
Mục tiêu 12T	31.656 đồng
Mục tiêu trước đó (*)	23.710 đồng
% thay đổi	+34%

**Tiêu điểm**

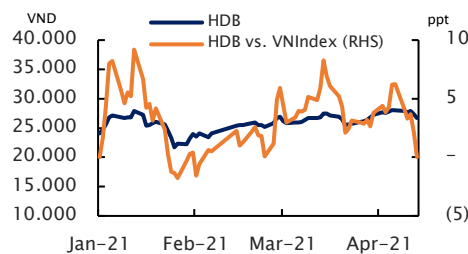
- ▶ Chúng tôi tăng giá mục tiêu 34% sau khi tăng dự báo lợi nhuận và giảm tỷ lệ chiết khấu.
- ▶ Chúng tôi tăng giá định tăng trưởng cho vay lên 22% trong năm 2021E.
- ▶ Dự báo lợi nhuận sau thuế sau CĐTS năm 2021E tăng 4%, đạt 5,3 nghìn tỷ đồng (+25% YoY).

**Quan điểm**

- ▶ Duy trì khuyến nghị MUA. Cổ phiếu đang giao dịch tương ứng với P/B 2021E là 1,5x và ROE 2021E là 19%
- ▶ Chất lượng tài sản và hệ số an toàn vốn vững chắc sẽ giúp thúc đẩy tăng trưởng tín dụng.
- ▶ HDB đã mua lại 100% trái phiếu từ VAMC trong năm 2020, điều này sẽ giúp giảm khoản trích lập dự phòng trong tương lai.
- ▶ Thương vụ Banca sẽ là chất xúc tác trong thời gian tới.

**Sơ lược về công ty:** HDB là một ngân hàng mạnh về mảng bán lẻ & SME và đang sở hữu HD Saison – Top 3 công ty tài chính tiêu dùng trên thị trường. Cho vay doanh nghiệp SME chiếm 51% trong tổng cho vay hợp nhất tính đến cuối Q4/2020, và cho vay cá nhân chiếm 38%. Chất lượng tài sản của cả HD Bank và HD Saison đều khá tốt, mặc dù phải chịu ảnh hưởng từ Covid-19.

Tương quan giá CP với VN-Index



Vốn hóa	1,8 tỷ USD
GTGD BQ6T	5,9 triệu USD
SLCP	1,594 triệu
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	70%
Sở hữu nước ngoài	16,9%
Cổ đông lớn	18,9%
2021E TS/VCSH (x)	12,8x
2021E P/E (x)	7,8x
2021E P/B (x)	1,5x
Room ngoại còn lại	4,6%

**Triển vọng tài chính (tỷ đồng)**

Năm tài chính	2020A	2021E	2022E	2023E
NIM (%)	4,70%	4,68%	4,80%	4,92%
TN phí (%)	52%	49%	30%	29%
CIR điều chỉnh	47%	45%	45%	44%
PPOP	21%	30%	19%	20%
LN ròng	4,249	5,301	6,375	7,636
ROAA	1,55%	1,55%	1,64%	1,71%
ROAE	18,8%	19,2%	19,0%	19,2%
PE	10,3	8,2	6,8	5,7
PB	1,9	1,5	1,3	1,1
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	1,5%	3,5%

\*Lợi nhuận ròng phân phối cho cổ đông (LNST sau CĐTS trừ cho quỹ phúc lợi).

Nguồn: FiinPro, Yuanta Vietnam

**HD BANK (HDB)**

**Chất lượng tốt kèm xúc tác ngắn hạn**

Chúng tôi tăng dự báo tăng trưởng cho vay năm 2021E với giả định nền kinh tế sẽ phục hồi và NHNN sẽ tiếp tục nới lỏng chính sách tiền tệ. Do đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng cho vay sẽ đạt 22% trong năm 2021E.

Dự báo NIM của chúng tôi giảm nhẹ -7 điểm cơ bản, còn 4,68% trong năm 2021E (-2 điểm cơ bản YoY) với lãi cho vay ở mức thấp và tài sản sinh lời tăng.

Chúng tôi tăng dự báo thu nhập phí lên 4%, đạt 1,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2021E (+49% YoY). Khả năng tái đàm phán thành công thương vụ bancassurance độc quyền giữa HDBank và Dai-ichi Life sẽ giúp thúc đẩy khoản thu nhập này tăng cao hơn.

Dự báo chi phí hoạt động tăng 13%, đạt 7,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2021E (+22% YoY). CIR (điều chỉnh) của chúng tôi đối với năm 2021E là 44,9% (-1,6 điểm phần trăm YoY).

Chúng tôi tăng dự báo trích lập dự phòng lên 14%, đạt mức 2,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2021 (+35% YoY).

Do đó, dự báo lợi nhuận sau thuế và CĐTS của chúng tôi đối với năm 2021E tăng 4% và năm 2022E tăng 8%, tương ứng với mức tăng trưởng lợi nhuận sau thuế sau CĐTS trong năm 2021E đạt 25% YoY và năm 2022E đạt 20%.

Sẽ không sáp nhập PG Bank. Như đã thảo luận trong báo cáo cập nhật trước đó, việc sáp nhập với PG Bank dường như sẽ không diễn ra. Điều này giúp cho triển vọng của HDB trở nên tích cực hơn.

Yuanta vs. các bên. Dự báo lợi nhuận của chúng tôi tương đương với các bên, nhưng khoản dự đoán trích lập dự phòng trong giai đoạn 2021E-23E của chúng tôi có thể cao hơn so với các bên sau khi thêm dự phòng nợ tái cơ cấu.

Duy trì khuyến nghị MUA. HDB đang giao dịch tương ứng với P/B năm 2021E là 1,5x, so với trung vị ngành là 1,6x. Chúng tôi kỳ vọng ROE điều chỉnh của HDB sẽ đạt 19%, so với trung vị ngành là 18% (nguồn: Bloomberg). Các chất xúc tác ngắn hạn bao gồm tăng trưởng cho vay khả quan và việc ghi nhận phí trả trước từ việc tái đàm phán thương vụ bancassurance độc quyền. Chúng tôi tăng giá mục tiêu lên 31.656 đồng, tương ứng với P/B năm 2021E đạt 1,7x và tỷ suất sinh lời 12 tháng đạt 16%. Do đó, chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị MUA.

**ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.**

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Chuyên viên phân tích:

Trần Tấn

+84 28 3622 6868 ext 3874

[tanh.tran@yuantavietnam.com.vn](mailto:tanh.tran@yuantavietnam.com.vn)

Bloomberg code: YUTA

# HDB: Chất lượng tốt kèm xúc tác ngắn hạn

**Bảng 1: Định giá**

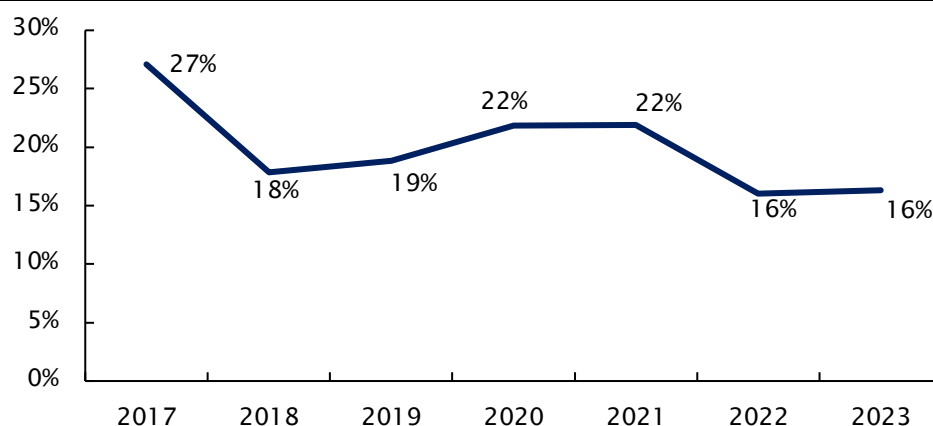
Chỉ số định giá	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
PER điều chỉnh (x)	9,0	12,2	10,3	8,2	6,8	5,7
PEG	0,2	(0,5)	0,5	0,3	0,3	0,3
ROA điều chỉnh (%)	1,40%	1,61%	1,55%	1,55%	1,64%	1,71%
ROE điều chỉnh (%)	18,0%	19,3%	18,8%	19,2%	19,0%	19,2%
PBR (x)	1,7	1,4	1,9	1,5	1,3	1,1
Tỷ suất cổ tức (%)	5,0%	0,4%	0,0%	0,0%	1,5%	3,5%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

## Sự hồi phục của nền kinh tế sẽ giúp thúc đẩy tăng trưởng cho vay

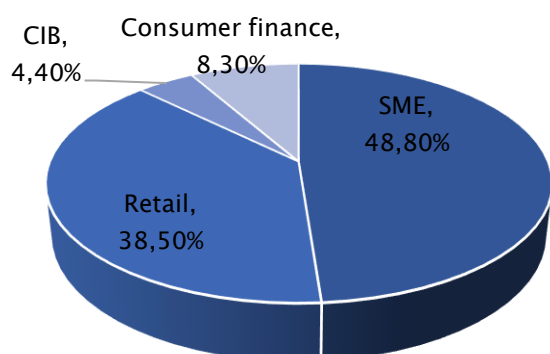
Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng cho vay của HDB sẽ đạt 22% trong năm 2021E vì chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế sẽ phục hồi trong năm 2021 và thanh khoản hệ thống tài chính vẫn tiếp tục dồi dào nhờ vào việc NHNN sẽ duy trì nới lỏng chính sách tiền tệ. Giả định này tương đối cao khi so sánh với dự báo tăng trưởng cho vay toàn hệ thống 14% của chúng tôi (so với mục tiêu của NHNN là 12%). Tuy nhiên, tăng trưởng tín dụng của HDB đã tăng 5,2% chỉ trong ba tháng đầu tiên, so với mức tăng trưởng tín dụng của toàn ngành vào khoảng 2,9%.

**Biểu đồ 1: Cho vay / tăng trưởng khách hàng của HDB từ năm 2018A – 2023E**



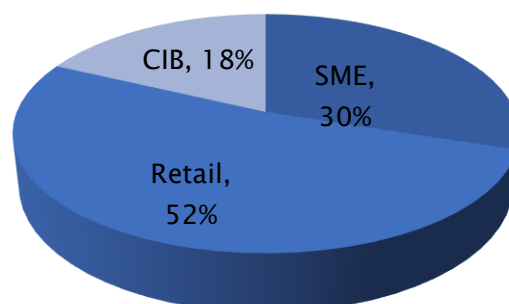
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

**Biểu đồ 2: Cơ cấu cho vay của HDB tính đến Q4/2020**



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

**Figure 3: Cơ cấu tiền gửi của HDB tính đến Q4/2020**

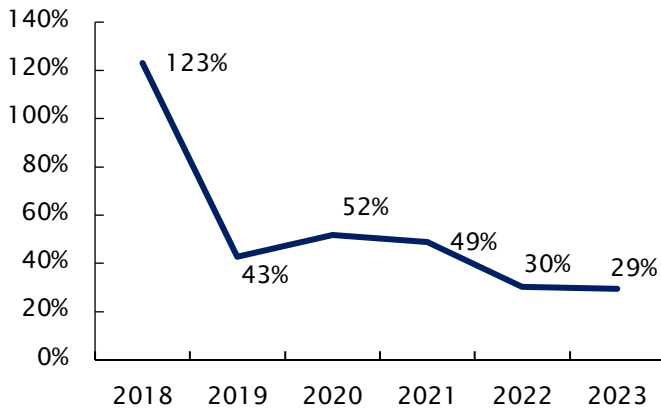


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

## Thu nhập từ hoạt động dịch vụ được thúc đẩy bởi doanh thu bancassurance

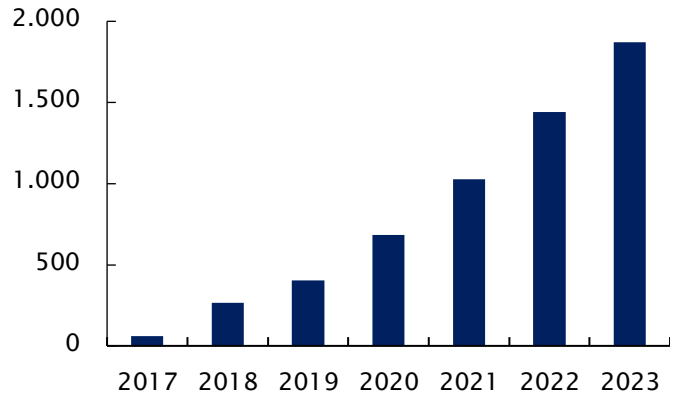
HDB đã ký hợp đồng với Dai-ichi Life vào tháng 07/2015 với một thỏa thuận 10 năm, nhưng ban lãnh đạo tiết lộ có khả năng thương vụ này sẽ được tái đàm phán. Nếu việc tái đàm phán thành công, đây sẽ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng thu nhập từ hoạt động dịch vụ, và có thể vượt trên mong đợi của chúng tôi. Chúng tôi dự báo thu nhập phí sẽ đạt 1,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2021E (+49% YoY) và 1,8 nghìn tỷ đồng vào năm 2022E (+30% YoY).

**Biểu đồ 4: Tăng trưởng TN phí từ năm 2018A – 2023E**



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

**Biểu đồ 5: Ước tính DT thuần từ bancassurance**



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Nếu HDB có thể ký một hợp đồng bancassurance độc quyền mới, chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ ghi nhận khoảng 6 – 7 nghìn tỷ đồng phí trả trước. Ước tính này được dựa trên thương vụ bancassurance giữa ACB (MUA) và Sun Life trong năm 2020.

**Bảng 2: Ước tính phí trả trước từ các thương vụ bancassurance độc quyền gần đây \***

Ngân hàng	Số lượng khách hàng tại thời điểm ký hợp đồng (triệu)	Số lượng chi nhánh / văn phòng	Mạng lưới (thành phố)	Năm (ký hợp đồng)	Kỳ hạn (năm)	Đối tác	Phí trả trước ước tính (tỷ đồng)
VCB	10	552	53	11/2019	15	FWD	9.000
TCB	5	315	45	09/2017	15	Manulife	1.500
VPB	5	216	51	10/2017	15	AIA	1.800
ACB	5	371	47	2020	15	Sun Life	8.500
CTG	14	1.150	63	2020	16	Manulife	N/A
<b>HDB*</b>	<b>10</b>	<b>308</b>		<b>2021?</b>	<b>15</b>	<b>???</b>	<b>7.000</b>

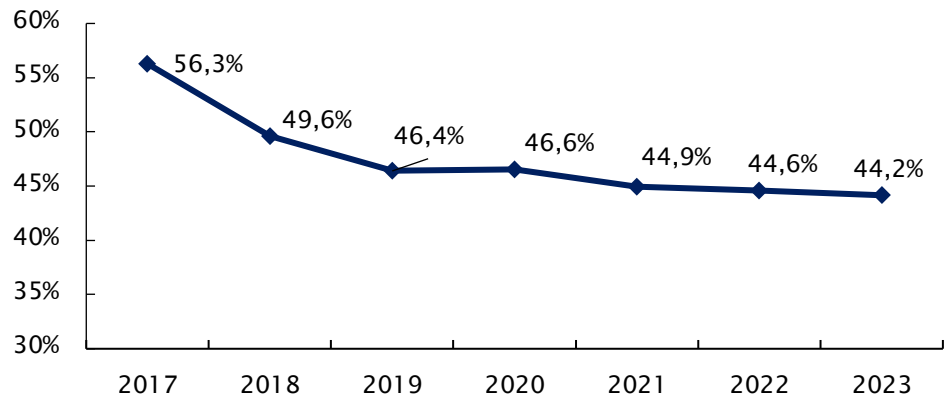
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, tapchitaichinh.vn, Yuanta Việt Nam

\* Ghi chú: Tất cả dữ liệu của ACB, VCB, TCB và VPB đều là những dữ liệu được ước tính tại thời điểm hợp đồng được ký kết. Yuanta Việt Nam ước tính cho HDB. Số lượng khách hàng của HDB bao gồm cả HDBank và HDSaison.

## Chi phí hoạt động được điều chỉnh tăng do doanh thu tăng cao hơn

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo chi phí hoạt động lên 13% đối với năm 2021E và 18% đối với năm 2022E. Chi phí hoạt động cao hơn kỳ vọng của chúng tôi trong năm 2020, và chúng tôi dự báo doanh thu năm 2021E và 2022E cao hơn tương ứng với chi phí hoạt động cũng cao hơn. Tuy nhiên, dự báo CIR điều chỉnh năm 2021E của chúng tôi là 44,9% (-1,6 điểm phần trăm YoY) và chúng tôi giảm hệ số này hàng năm khi đưa vào mô hình trong giai đoạn từ năm 2022E-2025E.

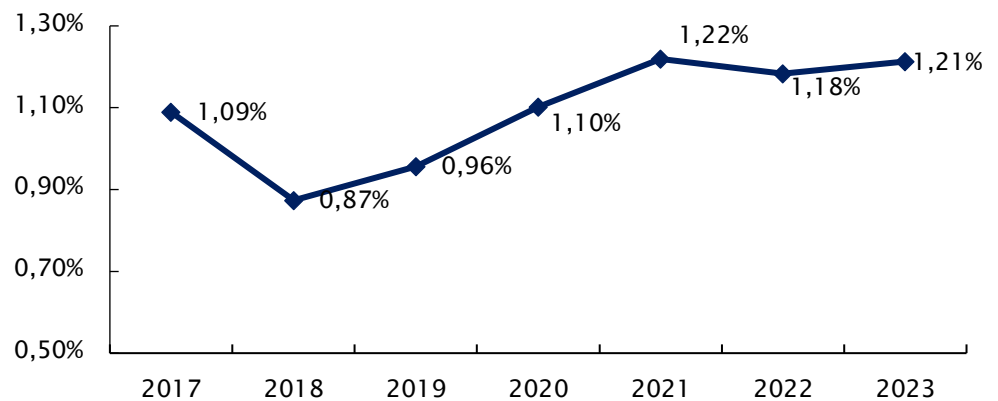
**Biểu đồ 6: CIR điều chỉnh của HDB từ năm 2017A-2023E**



*Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam*

**Chúng tôi tăng dự báo trích lập dự phòng lên 14%**, đạt 2,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2021E (+35% YoY), và chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí tín dụng (dự phòng/cho vay bình quân) sẽ tăng nhẹ lên 1,22% (+12 điểm cơ bản YoY).

**Biểu đồ 7: Hệ số chi phí tín dụng của HDB từ năm 2017A-2023E**



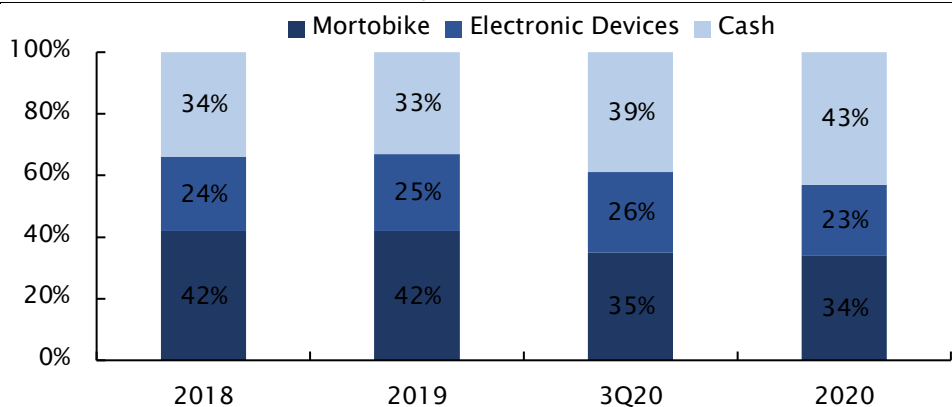
*Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam*

### **HD Saison - Sự lạc quan trong thận trọng đối với công ty tài chính tiêu dùng**

Covid-19 rõ ràng đã có tác động đáng kể đến các công ty tài chính tiêu dùng như HD Saison vì những người đi vay tài chính tiêu dùng thường có thu nhập tương đối thấp và chịu nhiều áp lực về tài chính. Chúng tôi tin rằng những tác động từ COVID có thể sẽ tiếp tục kéo dài trong năm 2021E.

**Tuy nhiên, chất lượng tài sản của HD Saison vẫn duy trì vững chắc.** Tính đến Q4/2020, tỷ lệ nợ xấu của HD Saison đã tăng lên 5,8% (+40 điểm cơ bản YoY), nhưng vaanc thấp hơn nhiều so với mục tiêu tỷ lệ nợ xấu năm 2020 của công ty này là dưới 7%.

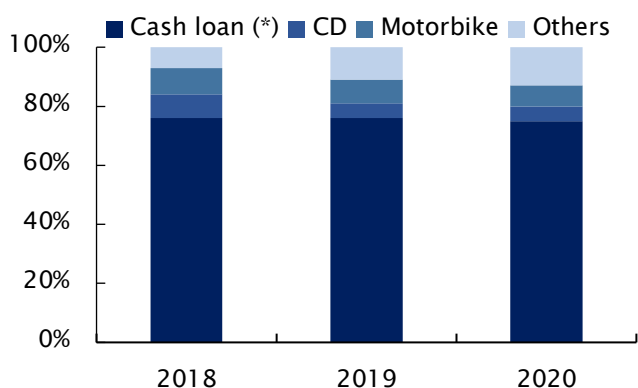
**Nhưng hãy cảnh giác với các khoản vay tiền mặt.** Các khoản cho vay tiền mặt tính theo tỷ lệ phần trăm trên tổng các khoản cho vay của HD Saison tăng 10 điểm phần trăm so với cùng kỳ 2020, đạt 43,0% (hay 33,5% theo định nghĩa các khoản cho vay tiền mặt của NHNN). Điều này chủ yếu là do tác động của Covid-19, khiến nhu cầu về xe máy và các thiết bị điện tử giảm. Do đó, HD Saison đã chuyển hướng sang cho vay tiền mặt để bù đắp cho sự sụt giảm trong năm 2020. Tuy nhiên, với chiếc lược kinh doanh thận trọng của HDB, chúng tôi không kỳ vọng tỷ lệ cho vay tiền mặt của HD Saison sẽ tiếp tục tăng trong tương lai. Sự hồi phục của nền kinh tế sẽ giúp thúc đẩy nhu cầu về xe máy và các thiết bị điện tử, do đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ cho vay tiền mặt của HD Saison sẽ giảm xuống dưới mức 40% trong năm 2021E.

**Biểu đồ 8: Cơ cấu các khoản cho vay của HD Saison năm 2018-2020**

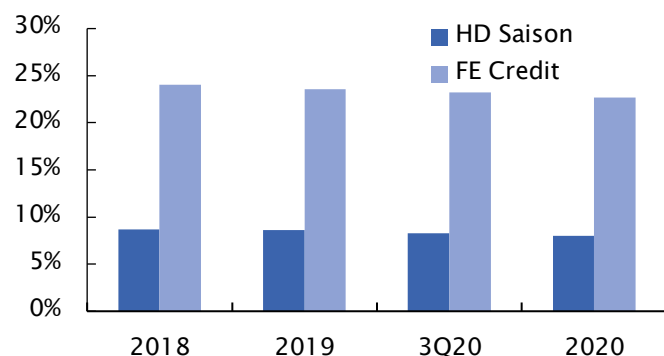
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

### Các hệ số so sánh trọng yếu giữa HD Saison và FE Credit

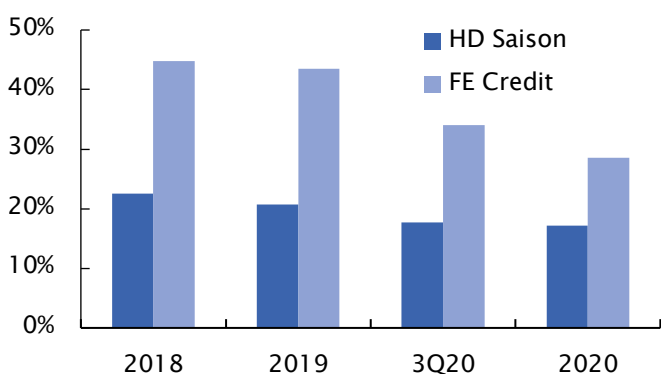
Các số liệu bên dưới trình bày chi tiết sự khác biệt giữa hai công ty tài chính tiêu dùng – công ty con của HDB (HD Saison) và của VPB (NĂM GIỮ - Kém khả quan) chịu nhiều rủi ro hơn từ mảng cho vay tài chính tiêu dùng không có tài sản đảm bảo khi so với HDB.

**Biểu đồ 9: Cơ cấu khoản cho vay của FE Credit**

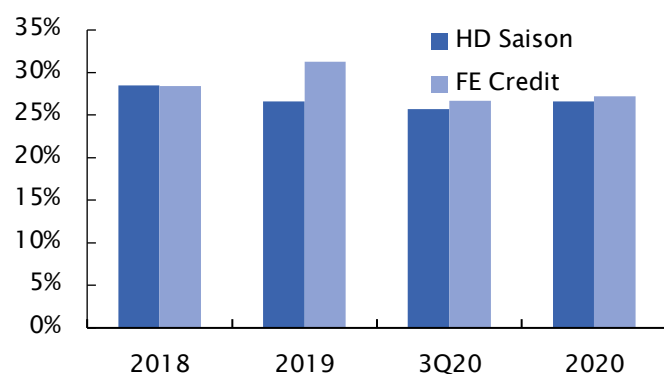
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

**Biểu đồ 10: % tổng cho vay hợp nhất**

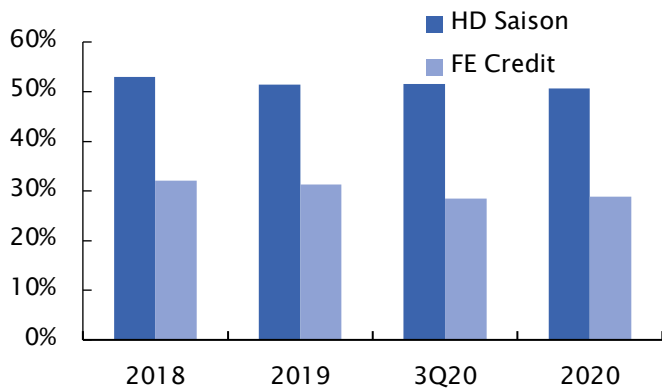
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

**Biểu đồ 11: % LNTT hợp nhất**

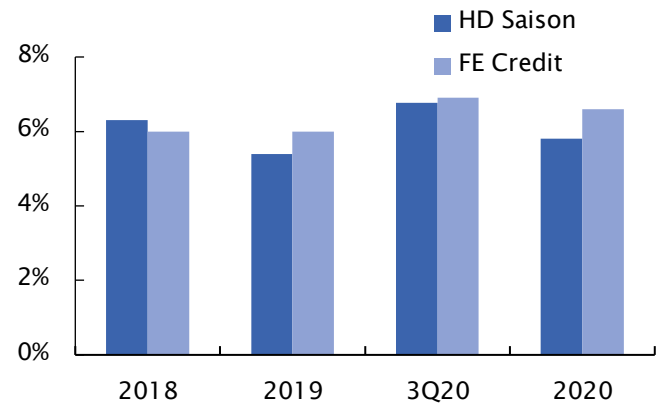
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

**Biểu đồ 12: NIM**

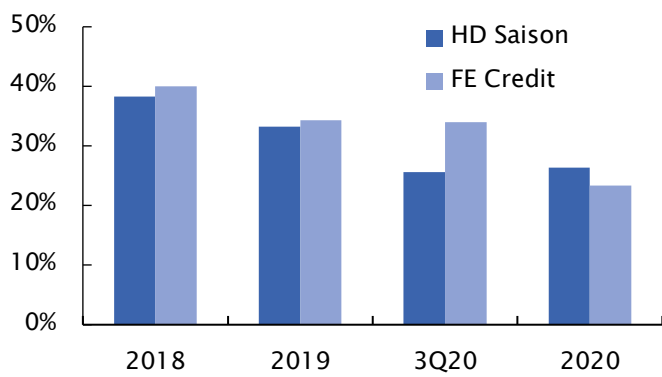
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

**Biểu đồ 13: CIR**

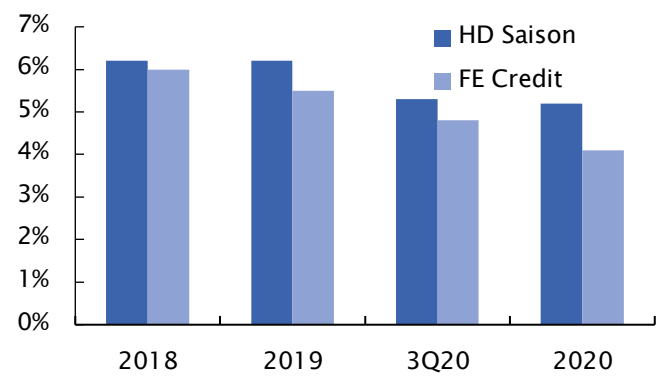
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

**Biểu đồ 14: Tỷ lệ NPL**

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

**Biểu đồ 15: ROE**

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

**Biểu đồ 16: ROA**

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

### Thanh khoản và nguồn vốn của HDB rất dồi dào

Tổng CAR trong Q4/2020 của ngân hàng (theo Basel II) là 12,1%, cao hơn nhiều so với mức yêu cầu tối thiểu là 8,0%, sau khi có thêm vốn cấp 2 từ đợt phát hành trái phiếu. Tỷ lệ vốn cấp 1 trong Q4/2020 của ngân hàng là 9,2%. Thanh khoản ổn định, thể hiện qua tỷ lệ vốn ngắn hạn dùng cho vay trung và dài hạn chỉ ở mức 24,8%, thấp hơn nhiều so với giới hạn quy định là 40,0%.

### Chất lượng tài sản vững chắc

**Tỷ lệ LLR của ngân hàng** trong Q4/2020 là 82% (+18 điểm phần trăm QoQ/+1 điểm phần trăm YoY). Tỷ lệ nợ xấu của HDB đạt 1,32% tính đến Q4/2020.

Thông tư 03/2021/TT-NHNN đã thay thế cho Thông tư 01/2020/TT-NHNN, yêu cầu các ngân hàng phải trích lập dự phòng cho các khoản cho vay tái cơ cấu. Tuy nhiên, Thông tư 03 cho phép các ngân hàng thực hiện phân bổ trích lập dự phòng trong vòng ba năm, điều này sẽ giúp các ngân hàng giảm bớt áp lực do tăng chi phí trích lập dự phòng.

Tổng các khoản cho vay được tái cơ cấu của HDB đạt 7,9 nghìn tỷ đồng, tương đương 4,4% tổng cho vay tại Q4/20/20. Kịch bản cơ sở của chúng tôi là 100% các khoản vay này sẽ được xếp vào Nợ xấu nhóm 3, trong đó HDB phải trích lập dự phòng cụ thể với tỷ lệ là 20% cho các khoản nợ xấu mới (theo Quyết định 493/2005/QĐ-NHNN), tương đương 1,6 nghìn tỷ đồng trong vòng ba năm. Điều này sẽ đưa tổng mức trích lập dự phòng cụ thể của HDB lên khoảng 3,0 nghìn tỷ đồng (dự phòng cụ thể trong năm 2020 của HDB là 1,5 nghìn tỷ đồng).

**Do đó, chúng tôi giả định HDB phải trích lập dự phòng bổ sung 1,5 nghìn tỷ đồng (0,84% tổng cho vay năm 2020)** trong vòng ba năm kể từ năm 2021. Vì vậy, chúng tôi giả định ngân hàng sẽ trích lập dự phòng bổ sung cho khoản nợ tái cơ cấu theo Thông tư 3 khoảng 450 tỷ đồng (tương đương 30% của 1,5 nghìn tỷ đồng) trong năm 2021, năm 2022 sẽ trích thêm 450 tỷ đồng và năm 2023 sẽ trích khoảng 600 tỷ đồng.

Kết quả trong thực tế có thể sẽ rất khác với giả định của chúng tôi khi chúng tôi cho rằng 100% các khoản nợ được tái cơ cấu và được phân loại vào nợ xấu nhóm 3. Ví dụ, một số



khoản nợ tái cơ cấu sẽ không cần phải phân loại; hay các khoản vay khác sẽ được tái cơ cấu và phân loại vào nhóm 4 (nợ nghi ngờ, tỷ lệ trích lập dự phòng cụ thể yêu cầu là 50%) và nhóm 5 (nợ có khả năng mất vốn, tỷ lệ trích lập dự phòng cụ thể yêu cầu là 100%).

Chúng tôi cũng không tính toán đến các tài sản thế chấp / nợ thu hồi, những khoản này rõ ràng sẽ làm giảm tác động của các khoản dự phòng, đặc biệt là đối với kịch bản xấu nhất sẽ được trình bày dưới đây. Ở trường hợp xấu nhất, chúng tôi giả định 100% nợ tái cơ cấu được trích lập trong ba năm và dẫn đến giá mục tiêu là 26.599 đồng (giá trị hợp lý của kịch bản này thấp hơn -16% so với kịch bản cơ sở của chúng tôi).

Dưới đây là ước tính của chúng tôi về khoản trích lập dự phòng bổ sung mà HDB trích lập cho khoản cho vay được tái cơ cấu 7,9 nghìn tỷ đồng dựa trên các nhóm nợ khác nhau:

### Biểu đồ 3- Giả định số tiền cần trích lập bổ sung

Giả định nhóm nợ của toàn bộ 7,9 nghìn tỷ đồng nợ tái cơ cấu	% tỷ lệ trích lập dự phòng cụ thể theo quy định của pháp luật	Tổng mức trích lập đối với nợ tái cơ cấu theo từng nhóm nợ (tỷ đồng) (1)	Tổng trích lập dự phòng cụ thể yêu cầu (2)	Trích lập dự phòng cụ thể của HDB tính đến Q4/2020 (tỷ đồng) (3)	Khoản dự phòng cần bổ sung (tỷ đồng) trong 3 năm theo Thông tư 03 (4) = (2) – (3)
Nợ nhóm 2	5%	395	1.812	1.498	<b>313</b>
Nợ nhóm 3	20%	1.580	2.997	1.498	<b>1.498</b>
Nợ nhóm 4	50%	3.950	5.367	1.498	<b>3.868</b>
Nợ nhóm 5	100%	7.900	9.317	1.498	<b>7.818</b>

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Bên cạnh đó, chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy để xem xét với các kịch bản trích lập dự phòng khác nhau sẽ ảnh hưởng như thế nào đến lợi nhuận và định giá của HDB.

**Kịch bản tích cực:** Giả định toàn bộ nợ tái cơ cấu được phân loại vào nợ nhóm 2

Category 2	2021E	2022E	2023E
Chi phí trích lập (tỷ đồng)	(2.057)	(2.422)	(2.832)
Lợi nhuận sau thuế sau CĐTS (tỷ đồng)	5.556	6.630	7.976
ROE điều chỉnh	20,0%	19,5%	19,6%
Giá mục tiêu (đồng)	<b>32.612</b>		

**Kịch bản cơ sở:** Giả định toàn bộ nợ tái cơ cấu được phân loại vào nợ nhóm 3

Category 3	2021E	2022E	2023E
Chi phí trích lập (tỷ đồng)	(2.412)	(2.777)	(3.306)
Lợi nhuận sau thuế sau CĐTS (tỷ đồng)	5.301	6.375	7.636
ROE điều chỉnh	19,2%	19,0%	19,2%
Giá mục tiêu (đồng)	<b>31.656</b>		

**Kịch bản tiêu cực:** Giả định toàn bộ nợ tái cơ cấu được phân loại vào nợ nhóm 4

Category 4	2021E	2022E	2023E
Chi phí trích lập (tỷ đồng)	(3.123)	(3.488)	(4.254)
Lợi nhuận sau thuế sau CĐTS (tỷ đồng)	4.791	5.865	6.956
ROE điều chỉnh	17,6%	18,0%	18,1%
Giá mục tiêu (đồng)	<b>29.751</b>		

**Kịch bản xấu nhất:** Giả định toàn bộ nợ tái cơ cấu được phân loại vào nợ nhóm 5

Category 5	2021E	2022E	2023E
Chi phí trích lập (tỷ đồng)	(4.308)	(4.673)	(5.834)
Lợi nhuận sau thuế sau CĐTS (tỷ đồng)	3.941	5.014	5.822
ROE điều chỉnh	14,8%	16,2%	16,2%
Giá mục tiêu (đồng)	<b>26.599</b>		

Nguồn: Yuanta Việt Nam

## Định Giá

**Bảng 4 – Định giá**

Phương pháp định giá	Giá hợp lý trung bình (đồng/cổ phiếu)		
	Giá ước tính	Tỷ trọng (%)	Giá
Thu nhập thặng dư	29.906	50,0%	14.953
Chiết khấu cổ tức (DDM)	33.130	12,5%	4.141
DDM Multiple	35.367	12,5%	4.421
Hồi quy	34.233	12,5%	4.279
So sánh công ty cùng ngành	30.897	12,5%	3.862
<b>Giá trị hợp lý ước tính</b>			<b>31.656</b>

Nguồn: Yuanta Việt Nam

**Bảng 5- Mô hình định giá thu nhập thặng dư**

Tỷ lệ tăng trưởng thu nhập ròng dài hạn	4,0%
Thu nhập ròng dự kiến một năm sau giai đoạn dự báo:	15.035
Giá trị dài hạn của thu nhập thặng dư:	21.420
(+) Vốn chủ sở hữu cổ đông hiện hữu:	24.704
(+) Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn Thu nhập thặng dư:	4.872
(+) Tổng giá trị hiện tại của Thu nhập thặng dư:	18.087
Giá trị vốn chủ sở hữu tương ứng:	47.663
% giá trị tương ứng từ giá trị hiện tại của giá trị dài hạn:	10,2%
<b>Giá cổ phiếu tương ứng:</b>	<b>29.906</b>
Giá cổ phiếu hiện tại:	27.300
P/B tương ứng	1,6x
<b>% so với hiện tại:</b>	<b>10%</b>

Nguồn: Yuanta Việt Nam

ROE dài hạn	Chi phí vốn chủ sở hữu							
	12,0%	12,5%	13,0%	13,1%	13,6%	14,1%	14,6%	
15,0%	44.381	39.696	35.688	35.002	31.631	28.693	26.112	
14,5%	42.674	38.199	34.368	33.712	30.488	27.675	25.202	
14,0%	40.981	36.714	33.059	32.433	29.354	26.665	24.300	
13,5%	39.303	35.242	31.761	31.164	28.229	25.663	23.405	
13,0%	37.638	33.782	30.473	<b>29.906</b>	27.113	24.670	22.518	
12,5%	35.988	32.335	29.197	28.658	26.007	23.685	21.637	
12,0%	34.352	30.899	27.931	27.421	24.910	22.708	20.765	
11,5%	32.729	29.476	26.676	26.194	23.822	21.740	19.899	
11,0%	31.120	28.065	25.431	24.978	22.743	20.779	19.041	

Nguồn: Yuanta Việt Nam

## Yuanta vs. các bên

**Table 6 – Yuanta vs. Consensus**

	2021E	2022E
<b>Thu nhập ròng (tỷ đồng)</b>		
Trung bình các bên	5.327	6.534
<b>Dự báo của Yuanta (*)</b>	<b>5.301</b>	<b>6.375</b>
% chênh lệch	-0,5%	-2,4%
Mức cao nhất của các bên	5.580	6.900
Mức thấp nhất của các bên	5.149	6.167
<b>EPS (đồng)</b>		
Trung bình các bên	3.448	4.098
<b>Dự báo của Yuanta (*)</b>	<b>3.326</b>	<b>4.000</b>
% chênh lệch	-3,5%	-2,4%
Mức cao nhất của các bên	3.610	4.327
Mức thấp nhất của các bên	3.231	3.869

(\*) EPS được tính toán dựa trên giá cổ phiếu trung bình đang lưu hành. Dự báo thu nhập ròng của chúng tôi đã trừ đi thu nhập của cổ đông thiểu số, lương thưởng và phúc lợi.

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam



## PHỤ LỤC

### Bảng Cân Đối Kế Toán

(tỷ đồng)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Tiền mặt và số dư tại NHNN	10.045	12.249	14.068	16.202
Cho vay các ngân hàng	44.811	45.430	52.177	60.089
CK kinh doanh và đầu tư	70.715	75.127	81.393	93.736
Khác	154	187	215	248
<b>Tổng cho vay gộp</b>	<b>178.323</b>	<b>217.360</b>	<b>252.199</b>	<b>293.313</b>
(-) Dự phòng cụ thể	(653)	(761)	(981)	(1.178)
(-) Dự phòng chung	(1.282)	(1.598)	(1.854)	(2.156)
<b>Tổng dự phòng</b>	<b>(1.935)</b>	<b>(2.359)</b>	<b>(2.835)</b>	<b>(3.334)</b>
<b>Cho vay ròng</b>	<b>176.388</b>	<b>215.001</b>	<b>249.364</b>	<b>289.979</b>
TSCĐ hữu hình	601	680	768	868
TSCĐ vô hình	458	458	458	458
Đầu tư BDS	21	21	21	21
Tiền lãi dự thu	3.091	3.091	3.091	3.091
Thuế hoãn lại	-	-	-	-
Các tài sản khác	12.844	12.844	12.844	12.844
<b>Tổng tài sản</b>	<b>319.128</b>	<b>365.035</b>	<b>414.334</b>	<b>477.451</b>
Tiền gửi:	174.620	212.846	244.445	281.499
Nợ NHNN và NH khác	75.318	79.316	92.029	107.032
Giấy tờ có giá	34.332	34.332	34.332	34.332
Nợ phải trả khác	10.153	8.144	6.969	11.421
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>294.423</b>	<b>334.638</b>	<b>377.774</b>	<b>434.284</b>
Vốn và thặng dư	16.624	16.624	16.624	16.624
Vốn dự trữ:	1.847	1.847	1.847	1.847
Cổ phiếu quỹ	(413)	(413)	(413)	(413)
Lợi nhuận giữ lại:	4.939	10.241	15.978	22.087
Lợi ích CĐTst:	1.707	2.099	2.524	3.023
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>24.704</b>	<b>30.397</b>	<b>36.559</b>	<b>43.168</b>
<b>Tổng nguồn vốn:</b>	<b>319.128</b>	<b>365.035</b>	<b>414.334</b>	<b>477.451</b>

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

### Báo Cáo Kết Quả Hoạt Động Kinh Doanh

(tỷ đồng)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Thu nhập lãi ròng	11.898	14.778	17.390	20.507
Thu nhập phí ròng	950	1.415	1.844	2.387
TN ngoài lãi khác	413	549	624	719
Tổng thu nhập ngoài lãi	1.363	1.965	2.467	3.106
<b>Tổng thu nhập điều chỉnh</b>	<b>13.261</b>	<b>16.742</b>	<b>19.857</b>	<b>23.613</b>
Tổng chi phí	(6.173)	(7.524)	(8.857)	(10.427)
<b>PPOP:</b>	<b>7.088</b>	<b>9.218</b>	<b>11.001</b>	<b>13.187</b>
Dự phòng gộp	(1.788)	(2.412)	(2.777)	(3.306)
Thu hồi nợ xấu	519	581	659	760
Dự phòng ròng	(1.270)	(1.831)	(2.118)	(2.546)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>5.818</b>	<b>7.387</b>	<b>8.883</b>	<b>10.640</b>
(-) thuế thu nhập	(1.171)	(1.477)	(1.777)	(2.128)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>4.647</b>	<b>5.910</b>	<b>7.106</b>	<b>8.512</b>
(-) Lợi ích CĐTS	(398)	(594)	(714)	(855)
(-) Lương thưởng và phúc lợi	-	(15)	(18)	(21)
<b>Lợi nhuận sau thuế sau CĐTS</b>	<b>4.249</b>	<b>5.301</b>	<b>6.375</b>	<b>7.636</b>

## Các hệ số tài chính trọng yếu

Chỉ số tài chính trọng yếu	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23
<b>DỰ PHÒNG TĂNG TRƯỞNG</b>							
Thu nhập lãi thuần	36%	20%	27%	22%	24%	18%	18%
Thu nhập phí	66%	123%	43%	52%	49%	30%	29%
Thu nhập ngoài lãi khác	52%	26%	-34%	-28%	33%	14%	15%
Chi phí hoạt động	24%	9%	14%	22%	22%	18%	18%
Dự phòng góp	2%	-2%	30%	39%	35%	15%	19%
Lợi nhuận trước dự phòng	60%	43%	30%	21%	30%	19%	20%
Lợi nhuận ròng đã điều chỉnh	137%	63%	27%	18%	25%	20%	20%
Tài sản	26%	14%	6%	39%	14%	14%	15%
<b>PHÂN TÍCH TÀI SẢN</b>							
Tài sản sinh lời trên tổng tài sản	94%	93%	92%	92%	93%	93%	94%
Lợi nhuận BQ trên tài sản sinh lời	1,11%	1,50%	1,74%	1,68%	1,68%	1,76%	1,83%
<b>PHÂN TÍCH TÍN DỤNG</b>							
Tăng trưởng cho vay (% YoY)	27,1%	17,8%	18,8%	21,9%	21,9%	16,0%	16,3%
<b>PHÂN TÍCH TIỀN GỬI</b>							
Tăng trưởng tiền gửi (YoY %)	16,7%	6,2%	-1,6%	38,6%	21,9%	14,8%	15,2%
<b>THANH KHOẢN</b>							
Tỷ lệ LDR thuần	86%	95%	115%	101%	101%	102%	103%
<b>CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN</b>							
Tỷ lệ NPL	1,52%	1,53%	1,36%	1,32%	1,34%	1,40%	1,44%
Dự phòng trên cho vay góp	73%	71%	81%	82%	81%	80%	79%
<b>PHÂN TÍCH CHÉNH LỆCH</b>							
Lãi suất nhận được trên TS sinh lời BQ	9,56%	8,88%	9,50%	9,15%	8,88%	9,21%	9,42%
Lãi suất trả trên tổng nợ BQ	5,47%	4,90%	4,84%	4,46%	4,22%	4,48%	4,61%
Chênh lệch lãi suất	4,09%	3,98%	4,66%	4,68%	4,66%	4,73%	4,81%
NIM	4,05%	4,04%	4,72%	4,70%	4,68%	4,80%	4,92%
<b>THU NHẬP KHÁC</b>							
Thu nhập phí trên tổng thu nhập	2,7%	4,9%	5,7%	7,2%	8,5%	9,3%	10,1%
Thu nhập ngoài lãi khác trên tổng thu nhập	9,6%	9,8%	5,3%	3,1%	3,3%	3,1%	3,0%
<b>HIỆU QUẢ VẬN HÀNH</b>							
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập	56%	50%	46%	47%	45%	45%	44%
<b>CHI PHÍ TÍN DỤNG</b>							
Dự phòng/ tổng cho vay BQ	1,09%	0,87%	0,96%	1,10%	1,22%	1,18%	1,21%
<b>LỢI NHUẬN</b>							
ROA điều chỉnh trước đó	1,86%	2,23%	2,63%	2,58%	2,69%	2,82%	2,96%
ROE điều chỉnh trước đó	25,6%	28,6%	31,5%	31,4%	33,5%	32,9%	33,1%
ROAA điều chỉnh	1,03%	1,40%	1,61%	1,55%	1,55%	1,64%	1,71%
ROAE điều chỉnh	14,1%	18,0%	19,3%	18,8%	19,2%	19,0%	19,2%
Tỷ suất cổ tức	0,6%	5,0%	0,4%	0,0%	0,0%	1,5%	3,5%
<b>Định giá</b>							
Hệ số P/E (x)	13,3x	9,0x	12,2x	10,3x	8,2x	6,8x	5,7x
Hệ số P/B (x)	1,7x	1,7x	1,4x	1,9x	1,5x	1,3x	1,1x

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

# Appendix A: Important Disclosures

## Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

## Ratings Definitions

**BUY:** We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

**HOLD-Outperform:** In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

**HOLD-Underperform:** In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

**SELL:** We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

**Under Review:** We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

**Restricted:** The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

## Global Disclaimer

© 2020 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research  
Yuanta Securities Investment Consulting  
4F, 225,  
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104  
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research  
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd  
23/F, Tower 1, Admiralty Centre  
18 Harcourt Road,  
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office  
Yuanta Securities Building  
Euljiro 76 Jung-gu  
Seoul, Korea 100-845  
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research  
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA  
(A member of the Yuanta Group)  
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH  
SCBD Lot 9  
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53  
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department  
Yuanta Securities (Thailand)  
127 Gaysorn Tower, 16th floor  
Ratchadamri Road, Pathumwan  
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department  
Yuanta Securities (Vietnam)  
4th Floor, Saigon Centre  
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,  
Ben Nghe Ward, District 1,  
HCMC, Vietnam

# YUANTA SECURITIES NETWORK



## YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

**Head office:** 4<sup>th</sup> Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

### Institutional Research

**Matthew Smith, CFA**  
Head of Research  
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)  
[matthew.smith@yuanta.com.vn](mailto:matthew.smith@yuanta.com.vn)

**Tam Nguyen**  
Analyst (Property)  
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)  
[tam.nguyen@yuanta.com.vn](mailto:tam.nguyen@yuanta.com.vn)

**Di Luu**  
Assistant Analyst  
Tel: +84 28 3622 6868 (3845)  
[di.luu@yuanta.com.vn](mailto:di.luu@yuanta.com.vn)

**Binh Truong**  
Deputy Head of Research (O&G, Energy)  
Tel: +84 28 3622 6868 (3845)  
[binh.truong@yuanta.com.vn](mailto:binh.truong@yuanta.com.vn)

**Tanh Tran**  
Analyst (Banks)  
Tel: +84 28 3622 6868 (3874)  
[tanh.tran@yuanta.com.vn](mailto:tanh.tran@yuanta.com.vn)

### Institutional Sales

**Huy Nguyen**  
Head of Institutional sales  
Tel: +84 28 3622 6868 (3808)  
[Huy.nguyen@yuanta.com.vn](mailto:Huy.nguyen@yuanta.com.vn)

**Trung Nguyen**  
Sales Trader  
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3890)  
[trung.nguyen2@yuanta.com.vn](mailto:trung.nguyen2@yuanta.com.vn)