

Cần thêm thời gian để phục hồi mạnh mẽ

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Nguyễn Thanh Tùng, CFA

Chuyên Viên, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.nguyenthanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4869

Lê Khánh Tùng

Chuyên Viên, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.lkhanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4844

- Môi trường kinh doanh của ngành ngân hàng nhìn chung khá khó khăn kể từ đầu năm với nhu cầu tín dụng yếu mặc dù mặt bằng lãi suất thấp, trong khi sức ép lên chất lượng tài sản vẫn lớn.
- HSC cho rằng triển vọng ngành ngân hàng có thể sẽ khởi sắc từ nửa cuối năm 2024 nhờ nhu cầu tín dụng cải thiện & tỷ lệ NIM ổn định bù đắp việc chi phí tín dụng tăng lên. Chúng tôi hiện dự báo tổng lợi nhuận thuần của các ngân hàng trong danh sách khuyến nghị tăng trưởng lần lượt 17,9%, 20,7% và 20,8% trong giai đoạn 2024-2026.
- P/B trượt dự phóng 1 năm của ngành hiện là 1,18 lần, thấp hơn 0,54 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Lựa chọn hàng đầu của chúng tôi bao gồm cả những cổ phiếu có tính chất phòng thủ như ACB & VCB và những cổ phiếu có lợi nhuận kỳ vọng cũng như rủi ro cao hơn như CTG, STB, TCB & VPB.

Môi trường kinh doanh thách thức kể từ đầu năm...

Môi trường kinh doanh của ngành ngân hàng nhìn chung khá khó khăn kể từ đầu năm với nhu cầu tín dụng chung yếu mặc dù mặt bằng lãi suất thấp, trong khi sức ép lên chất lượng tài sản vẫn cao. Ngoài ra, sức ép gia tăng lên tỷ giá cũng dẫn đến việc đảo ngược xu hướng lãi suất diễn sớm hơn dự báo.

...nhưng triển vọng dự kiến sẽ khởi sắc từ nửa cuối năm

Trong Q1/2024, tổng LNTT của các ngân hàng trong danh sách khuyến nghị tăng trưởng vừa phải (tăng 10,4% so với cùng kỳ và tăng 1,8% so với quý trước), thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi. HSC kỳ vọng sức ép lên tỷ giá sẽ chỉ diễn ra trong ngắn hạn và từ đó chỉ ảnh hưởng nhẹ & trong tầm kiểm soát tới tỷ lệ NIM. Chúng tôi cũng kỳ vọng nhu cầu tín dụng sẽ cải thiện trong phần còn lại của năm nhờ việc đẩy mạnh đầu tư công (đặc biệt là đối với các dự án cơ sở hạ tầng lớn) & sự hồi phục dần của phân khúc khách hàng cá nhân sẽ bù đắp sự gia tăng của chi phí dự phòng. Đà tăng trưởng lợi nhuận dự kiến sẽ mạnh nhất vào Q3/2024 do mức nền thấp cùng kỳ năm ngoái.

HSC hiện dự báo tổng lợi nhuận thuần của các ngân hàng trong danh sách khuyến nghị tăng trưởng lần lượt 17,9%, 20,7% và 20,8% trong giai đoạn 2024-2026.

Định giá

Giá các cổ phiếu ngành ngân hàng đã tăng 17,5% kể từ đầu năm, tích cực hơn 6% so với chỉ số VNIndex. Sau đợt điều chỉnh nhẹ gần đây, P/B trượt dự phóng 1 năm của ngành hiện là 1,18 lần (bình quân giản đơn), thấp hơn 0,54 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

Theo dự báo mới, HSC định giá ngành ngân hàng với P/B dự phóng năm 2024 & 2025 lần lượt là 1,48 lần và 1,24 lần, với tiềm năng tăng giá bình quân 19,8% đối với các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi. Lựa chọn hàng đầu của chúng tôi bao gồm các cổ phiếu có tính chất phòng thủ như ACB (Mua vào, giá mục tiêu 30.435đ) & VCB (Mua vào, 106.500đ) cùng với những cổ phiếu có lợi nhuận kỳ vọng cũng như rủi ro cao hơn như CTG (Mua vào, giá mục tiêu 41.000đ), STB (Mua vào, giá mục tiêu 37.200đ), TCB (Mua vào, giá mục tiêu 56.500đ) & VPB (Mua vào, giá mục tiêu 23.000đ).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 4/6.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.Suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
ACB	24,650	Mua vào	-	30,435	-	23.5	6.42	5.78	1.31	1.11	3.53	4.06
BID	47,100	Tăng tỷ trọng	-	52,800	-	12.1	10.4	8.75	1.88	1.58	0	1.27
CTG	31,900	Mua vào	-	41,000	-	28.5	7.63	5.50	1.19	0.99	-	-
HDB	23,250	Tăng tỷ trọng	-	27,700	-	19.1	5.27	4.51	1.20	0.97	2.15	2.15
LPB	25,800	Bán ra	-	16,500	-	(36.0)	12.8	11.2	1.67	1.45	0	0
MBB	21,750	Mua vào	-	27,900	-	28.3	5.51	4.93	1.02	0.87	2.32	2.65
MSB	14,300	Mua vào	-	18,200	-	27.3	5.24	5.14	0.78	0.68	0	0
OCB	14,750	Tăng tỷ trọng	-	17,100	8.23	15.9	6.80	6.03	0.91	0.79	-	-
STB	27,850	Mua vào	-	37,200	-	33.6	5.64	4.11	0.96	0.79	-	-
TCB	47,000	Mua vào	-	56,500	-	20.2	7.22	6.11	1.12	0.98	3.19	3.19
TPB	17,650	Tăng tỷ trọng	-	20,400	-	15.6	6.58	5.23	1.03	0.90	2.83	4.53
VCB	87,200	Mua vào	-	106,500	-	22.1	13.5	12.0	2.46	1.92	0	0.92
VIB	21,750	Tăng tỷ trọng	-	25,800	-	18.6	5.45	4.37	1.22	1.00	4.60	4.60
VPB	18,000	Mua vào	-	23,000	-	27.8	8.95	7.42	1.00	0.92	5.56	5.56

Giá cổ phiếu tại ngày 31/5/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Hồi phục nhẹ nhưng vẫn còn thách thức	3
Lãi suất: Dự kiến tăng nhưng chỉ tác động vừa phải lên tỷ lệ NIM	3
Tăng trưởng tín dụng: Xuất phát chậm trong Q1/2024 nhưng triển vọng dần khởi sắc	6
Chất lượng tài sản vẫn tiếp tục gây lo ngại	7
Phân tích KQKD Q1/2024 của các ngân hàng trong danh sách khuyến nghị	9
Giảm nhẹ dự báo lợi nhuận năm 2024-2025	16
Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 17,9% trong năm 2024 nhờ 6 tháng cuối năm 2024 khởi sắc	16
...và tăng trưởng 20% trong năm 2025-2026 nhờ điều kiện kinh tế và thị trường BĐS hồi phục	16
Định giá hợp lý với tiềm năng tăng giá bình quân là 19,8%	20
Định giá tương đối rẻ đối với hầu hết các ngân hàng	20
Phương pháp và giả định định giá	21
Rủi ro đối với dự báo và định giá của chúng tôi	23
Báo cáo thành phần	
Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB)	24
NHTMCP ĐT và PT Việt Nam (BID)	30
NHTMCP Phát triển TP HCM (HDB)	37
NHTMCP Bưu điện Liên Việt (LPB)	44
Ngân hàng TMCP Hàng hải Việt Nam (MSB)	52
Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB)	60
Ngân hàng TMCP Phương Đông (OCB)	66
NHTMCP Sài Gòn Thương Tín (STB)	72
NHTMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB)	80
Ngân hàng TMCP Tiên Phong (TPB)	89
NHTMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB)	96
NHTMCP Công thương Việt Nam (CTG)	103
Ngân hàng TMCP Quốc tế Việt Nam (VIB)	110
NHTMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB)	116

Hồi phục nhẹ nhưng vẫn còn thách thức

Môi trường kinh doanh của ngành ngân hàng nhìn chung khá thách thức kể từ đầu năm với nhu cầu tín dụng chung yếu mặc dù mặt bằng lãi suất thấp, trong khi sức ép lên chất lượng tài sản vẫn cao. Ngoài ra, sức ép gia tăng lên tỷ giá cũng khiến việc đảo ngược xu hướng lãi suất đến sớm hơn dự báo. Tuy nhiên, HSC kỳ vọng sức ép lên tỷ giá sẽ chỉ diễn ra trong ngắn hạn và từ đó tác động tới tỷ lệ NIM là có thể kiểm soát. Chúng tôi cũng kỳ vọng nhu cầu tín dụng sẽ cải thiện trong phần còn lại của năm nhờ việc đẩy mạnh đầu tư công (đặc biệt là đối với các dự án cơ sở hạ tầng lớn) và sự hồi phục dần của phân khúc khách hàng cá nhân.

Lãi suất: Dự kiến tăng nhưng chỉ tác động vừa phải lên tỷ lệ NIM

Lãi suất có vẻ đã chạm đáy vào Q1/2024 và áp lực đang gia tăng

Nhờ chính sách tiền tệ nới lỏng, lãi suất đã giảm xuống kể từ tháng 3/2023 và duy trì ở mức rất thấp, thậm chí thấp hơn so với giai đoạn COVID-19. Tuy nhiên, mức lãi suất này ngày càng cho thấy tính không bền vững kể từ cuối Q1/2024 khi sức ép lên tỷ giá ngày càng tăng.

Sức ép lên đồng VND chủ yếu do chênh lệch lãi suất âm giữa VND & USD và tình trạng thâm hụt thương mại gần đây. Kể từ đầu năm, VND đã mất giá 4,7%, mức vừa phải nếu so với các đồng tiền khác trong khu vực và toàn cầu, một phần nhờ sự can thiệp của NHNN, chủ yếu thông qua:

- Phát hành tín phiếu để hút bớt thanh khoản VND khỏi thị trường (Biểu đồ 1).
- Bán USD (kể từ ngày 19/4/2024).

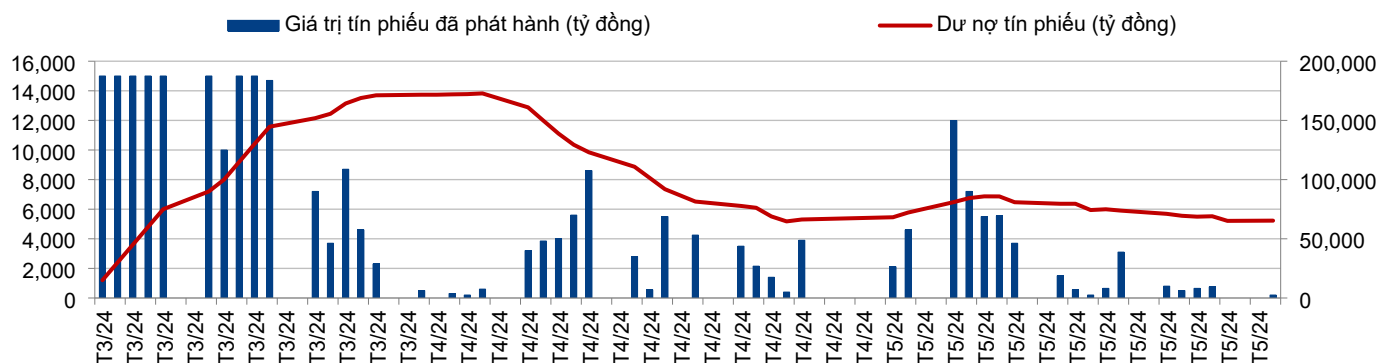
Những động thái can thiệp này đã hút bớt lượng VND dư thừa và làm lãi suất tăng lên, bao gồm lãi suất OMO và lãi suất liên ngân hàng. Lãi suất liên ngân hàng hiện thậm chí cao hơn so với lãi suất tiền gửi áp dụng cho khách hàng doanh nghiệp và cá nhân, từ đó ảnh hưởng tiêu cực tới các ngân hàng đi vay ròng trên thị trường liên ngân hàng. Đây là một trong những lý do khiến một số NHTM bắt đầu nâng lãi suất, đặc biệt là ở các kỳ hạn ngắn.

HSC trước đó đã kỳ vọng chính sách tiền tệ sẽ nới lỏng trong cả năm 2024 như một phần trong chính sách hỗ trợ tăng trưởng của Chính phủ. Mặc dù kỳ vọng này vẫn chính xác cho tới hiện tại (nghĩa là chúng tôi tin rằng NHNN nhiều khả năng sẽ không nâng lãi suất điều hành), nhưng dưới sức ép lên tỷ giá, Fed cắt giảm lãi suất chậm hơn dự kiến & NHNN không còn nhiều công cụ/nguồn lực khả dụng để can thiệp (dự trữ ngoại hối hiện ước tính ở mức 86 tỷ USD, tương đương 2,85 tháng nhập khẩu), HSC không thể loại trừ khả năng NHNN sẽ tăng lãi suất một lần trong năm nay (mặc dù chúng tôi vẫn cho rằng điều này không nhiều khả năng xảy ra).

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sức ép lên đồng VND chỉ là tạm thời và sẽ dần hạ nhiệt trên cơ sở (1) hoạt động xuất khẩu tăng tốc trong 6 tháng cuối năm 2024 với thặng dư thương mại năm 2024 dự báo đạt 28,6 tỷ USD và (2) Fed nhiều khả năng sẽ cắt giảm lãi suất trong Q4/2024.

Biểu đồ 1: Phát hành tín phiếu ngắn hạn

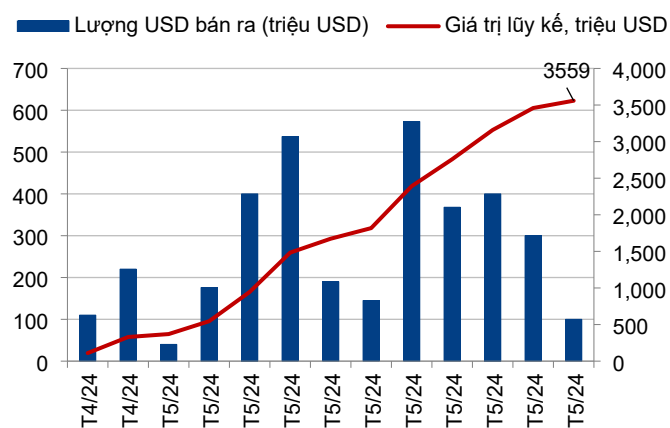
NHNN bắt đầu phát hành tín phiếu kỳ hạn 30 ngày từ ngày 11/3 để hút đồng VNĐ khỏi thị trường



Nguồn: SBV

Biểu đồ 2: Sự can thiệp của NHNN vào thị trường ngoại hối

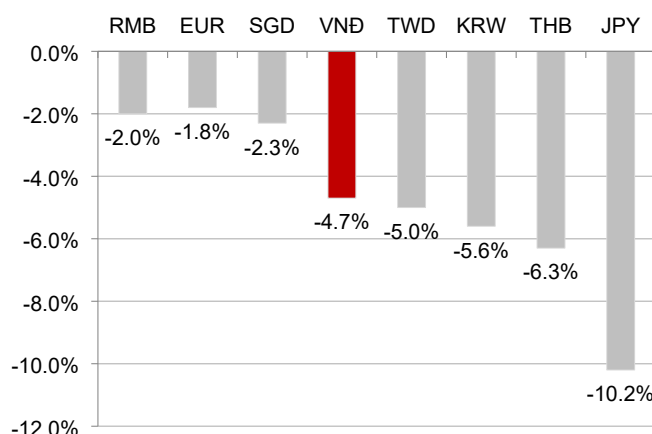
NHNN đã bán ra khoảng 3,6 tỷ USD kể từ cuối tháng 4 nhằm giảm bớt áp lực lên đồng VNĐ



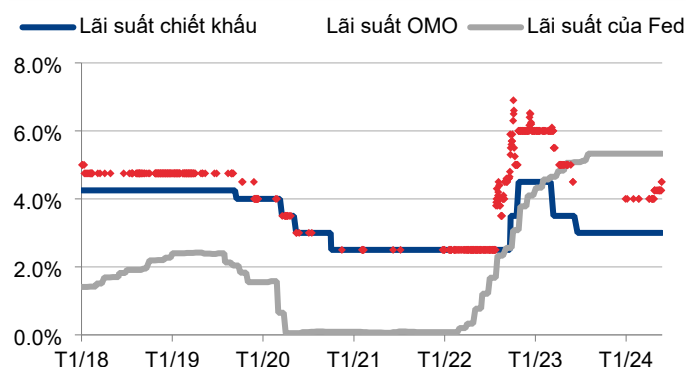
Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 3: Một số đồng tiền mất giá so với đồng USD

Đồng VNĐ mất giá 4,7% từ đầu năm so với đồng USD



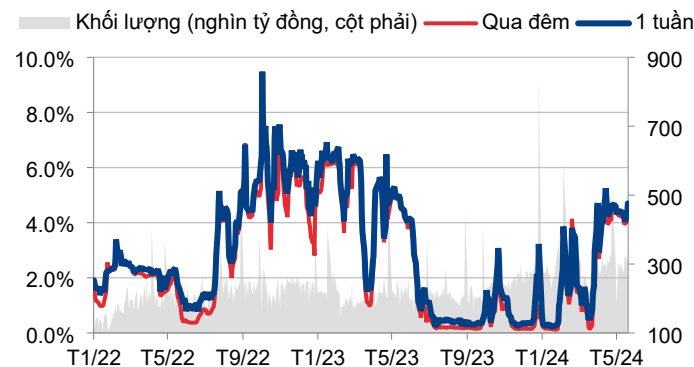
Nguồn: Investing.com, HSC

Biểu đồ 4: Lãi suất điều hành

Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 5: Lãi suất liên ngân hàng

Lãi suất liên ngân hàng ổn định ở mức 3-5% kể từ cuối tháng 3



Nguồn: CEIC, HSC

Tác động của việc lãi suất gia tăng đối với các ngân hàng sẽ ở mức vừa phải

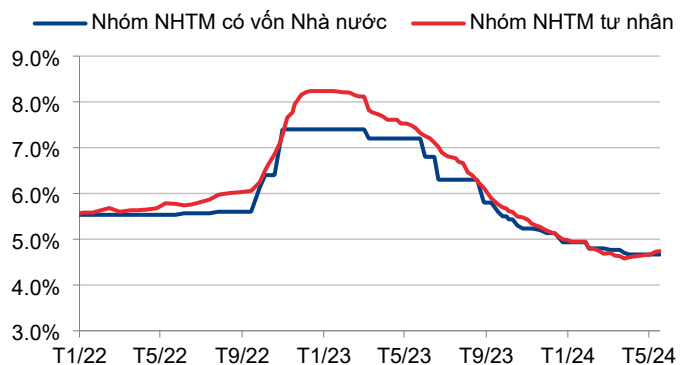
Theo HSC, lãi suất tăng, nhìn chung, sẽ không thuận lợi cho các NHTM. Ngoài ra, trong giai đoạn nhu cầu tín dụng thấp, các ngân hàng sẽ gặp nhiều khó khăn hơn để chuyển áp lực tăng của chi phí huy động sang cho khách hàng vay vốn.

Mặc dù sức ép gia tăng lãi suất như đã đề cập ở trên, HSC đánh giá tác động của việc này đối với các NHTM trong 6 tháng cuối năm 2024 là không lớn:

- Do nhu cầu tín dụng khiêm tốn kể từ đầu năm, các NHTM sẽ không chạy đua nâng lãi suất huy động mà sẽ điều hành quá trình này một cách từ từ để tăng trưởng tiền gửi phù hợp với tăng trưởng tín dụng
- Chi phí huy động bình quân thường có độ trễ 1,5-2 quý so với xu hướng lãi suất. Do đó, HSC kỳ vọng tác động lên lãi suất huy động sẽ trở nên đáng kể hơn vào Q4/2024. Tuy nhiên, chúng tôi cũng kỳ vọng tăng trưởng kinh tế và nhu cầu tín dụng sẽ khởi sắc trong 6 tháng cuối năm 2024, từ đó làm giảm tác động của việc tăng chi phí huy động đến tỷ lệ NIM.
- Lãi suất tăng lên có thể gây sức ép tài chính lên một số khách hàng, từ đó có khả năng làm gia tăng tỷ lệ nợ xấu, đặc biệt nếu lãi suất tăng mạnh như giai đoạn cuối năm 2022. Nhưng chúng tôi cho rằng điều này không nhiều khả năng xảy ra trong năm nay.
- Lợi suất trái phiếu tăng lên cũng làm hạn chế khả năng ghi nhận lãi mua bán trái phiếu của các NHTM.

Biểu đồ 6: Bình quân lãi suất tiền gửi 12 tháng niêm yết

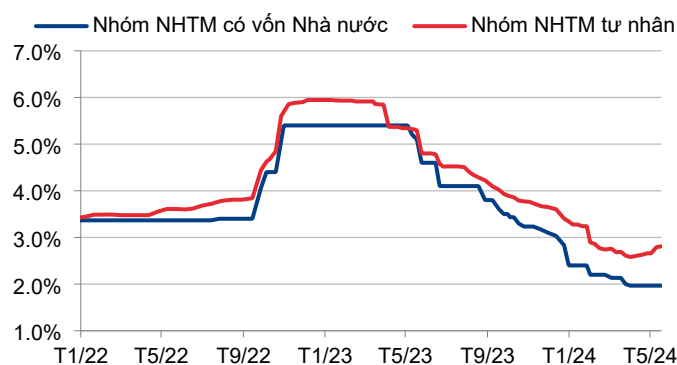
Một số ngân hàng tư nhân bắt đầu nâng lãi suất 12 tháng...



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 7: Bình quân lãi suất tiền gửi 3 tháng niêm yết

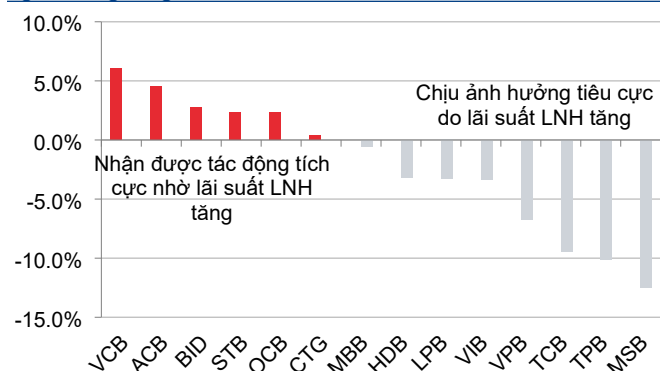
... và lãi suất 3 tháng



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 8: Vị thế cho vay ròng liên ngân hàng / tổng tài sản (%)

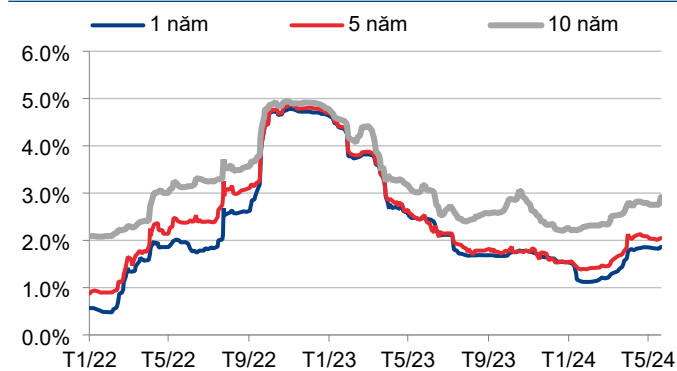
Các ngân hàng cho vay ròng được hưởng lợi nhờ lãi suất liên ngân hàng tăng



Ghi chú: TCB & VPB có các khoản vay khá lớn từ các ngân hàng nước ngoài, giá trị tính bằng đồng USD và trong dài hạn, và nhờ đó không bị ảnh hưởng khi lãi suất liên ngân hàng trong nước tăng mạnh
Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 9: Lợi suất trái phiếu chính phủ

Lợi suất trái phiếu bắt đầu tăng từ mức nền thấp



Nguồn: VBMA, HSC

Tăng trưởng tín dụng: Xuất phát chậm trong Q1/2024 nhưng triển vọng dần khởi sắc

Mặt bằng lãi suất thấp không đủ để đẩy mạnh tín dụng

Mặc dù mặt bằng lãi suất thuận lợi trong Q1/2024, nhu cầu tín dụng vẫn yếu. Tăng trưởng tín dụng kể từ đầu năm chỉ đạt 1,4% tính đến cuối tháng 4/2024, thấp hơn đáng kể so với cùng kỳ trong 3 năm qua. Tuy nhiên, nếu tách riêng 'hiệu ứng tháng 12' năm ngoái (tăng trưởng tín dụng 4,4% so với mức tăng trưởng tín dụng bình thường là 2,5%), tăng trưởng tín dụng thực có thể đạt 3,4% kể từ đầu năm, tương đương mức tăng trưởng trung bình của một năm bình thường.

Động lực chính đến từ phân khúc khách hàng doanh nghiệp lớn và DNVVN nhờ doanh thu & nhu cầu vốn phục hồi (Biểu đồ 11) trong khi phân khúc khách hàng cá nhân vẫn kém tích cực. Trong số các ngành nghề, HSC vẫn nhận thấy ngành phát triển BĐS là động lực chính giúp đẩy mạnh tăng trưởng.

Đối với nhu cầu vay mua nhà, mặc dù triển vọng thị trường BĐS khởi sắc, HSC vẫn chưa nhận thấy điều này phản ánh vào danh mục cho vay của các NHTM do không có nhiều đợt mở bán trong Q1/2024.

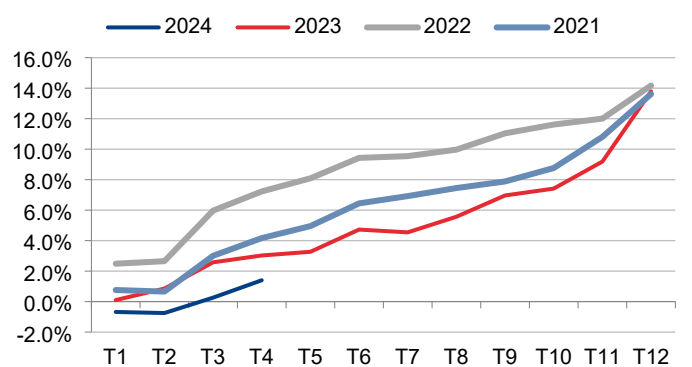
Nhu cầu nhiều khả năng cải thiện trong nửa cuối năm 2024

Chúng tôi cũng kỳ vọng nhu cầu tín dụng sẽ cải thiện trong phần còn lại của năm nhờ việc đẩy mạnh đầu tư công (đặc biệt là đối với các dự án cơ sở hạ tầng lớn). Chúng tôi cũng tin rằng mảng cho vay khách hàng cá nhân sẽ bắt đầu hồi phục dần nhờ thu nhập bình quân cải thiện trong bối cảnh điều kiện kinh tế chung khởi sắc và nhờ 'hiệu ứng tài sản' (người dân chi tiêu nhiều hơn khi giá trị tài sản của họ tăng lên) khi mà cả thị trường chứng khoán và BĐS phục hồi.

HSC kỳ vọng thị trường BĐS sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn vào cuối năm nay với nhiều dự án mới mở bán ([Doanh số bán nhà dự kiến phục hồi nửa cuối năm 2024, hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận](#), HSC, 3/6/2024) và nhu cầu vay mua nhà cũng sẽ hồi phục theo đó. Tính đến ngày 20/4/2024, lĩnh vực BĐS tiếp tục là lĩnh vực thu hút vốn FDI lớn thứ hai của Việt Nam với hơn 1,6 tỷ USD (tăng hơn 4 lần so với cùng kỳ), một chỉ báo khác cho thấy sự hồi phục sắp diễn ra.

Biểu đồ 10: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm, ngành Ngân hàng

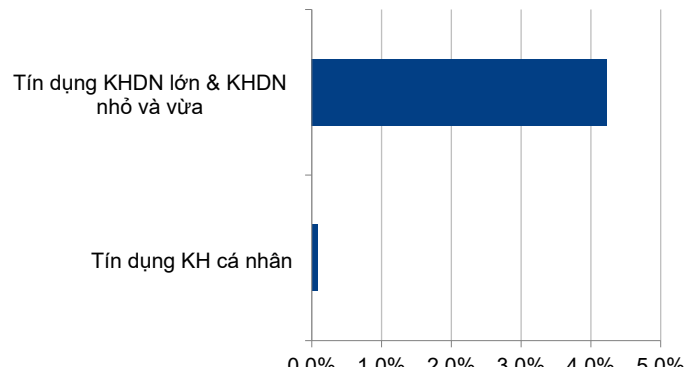
Nhu cầu tín dụng vẫn yếu...



Nguồn: SBV, HSC

Biểu đồ 11: Tăng trưởng so với đầu năm theo phân khúc khách hàng, các NHTM HSC khuyến nghị

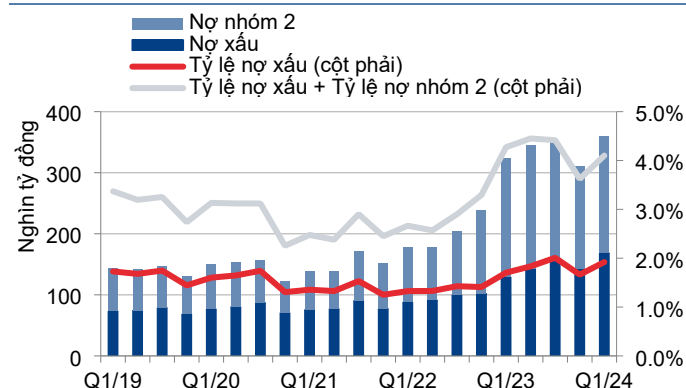
... đặc biệt là phân khúc khách hàng cá nhân



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 12: Các khoản nợ quá hạn, các NHTM trong danh sách khuyến nghị của HSC

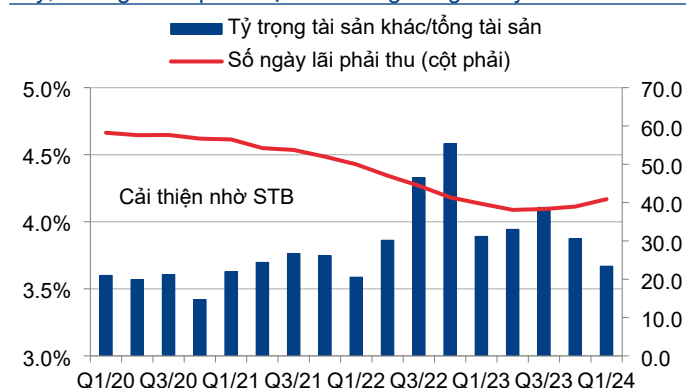
Tỷ lệ nợ xấu tăng trở lại trong Q1/2024



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 13: Các tài sản khác & các khoản dự thu, NHTM HSC khuyến nghị

Tài sản khác & các khoản dự thu tăng nhẹ trong những quý gần đây, nhưng chưa phải một xu hướng đáng chú ý



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Chất lượng tài sản vẫn tiếp tục gây lo ngại

Tỷ lệ nợ xấu tiếp tục tăng trong Q1/2024 mặc dù nền kinh tế chung hồi phục vừa phải. Ngành ngân hàng có sự phân hóa trong đó các NHTM có vốn nhà nước vẫn có thể kiểm soát chất lượng tài sản trong khi nợ xấu của các NHTM tư nhân tăng mạnh (Phân tích cụ thể bên dưới).

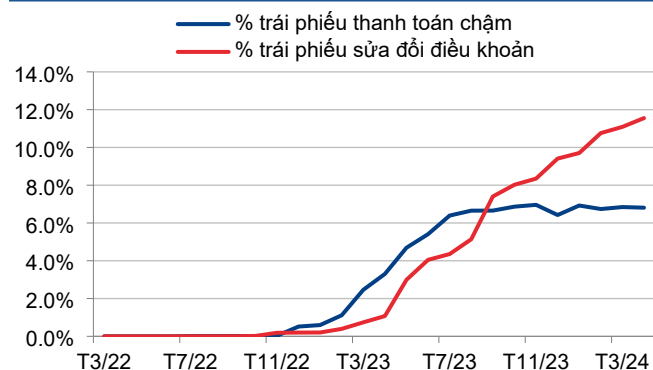
Về mặt tích cực, chất lượng tín dụng của các khách hàng doanh nghiệp có sự cải thiện theo sự phục hồi của nền kinh tế. Doanh thu và LNTT của các công ty niêm yết đã cho thấy sự phục hồi mạnh mẽ kể từ Q4/2023, trong khi tình hình tài chính của những công ty này – dựa trên tỷ lệ nợ vay và hệ số thanh toán nhanh – được cải thiện đáng kể (Biểu đồ 16-17).

Tuy nhiên, lưu ý rằng rủi ro liên quan đến TPDN và các khoản vay liên quan tới BĐS vẫn còn đó. Tỷ trọng TPDN với điều khoản sửa đổi có xu hướng tăng. Tương tự các khoản vay được tái cơ cấu, hầu hết những TPDN có điều khoản sửa đổi được phân loại là nợ nhóm 1 trên bảng CĐKT của các ngân hàng. Trong khi đó, sức ép đáo hạn trái phiếu dự kiến sẽ gia tăng trong những quý tới.

Trong khi đó, ngành BĐS đã trải qua nhiều năm đẩy mạnh vay nợ để gia tăng quỹ đất và phát triển các dự án mới. Những doanh nghiệp này vẫn chưa ghi nhận dòng tiền HĐKD đáng kể để chi trả các khoản vay này, tuy nhiên, như đã đề cập ở trên, HSC kỳ vọng tình hình sẽ cải thiện trong nửa cuối năm 2024 và năm 2025 nhờ doanh số bán nhà phục hồi.

Biểu đồ 14: Tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp cần chú ý

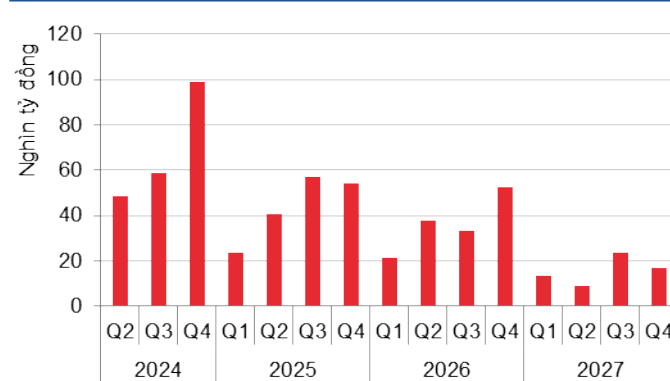
Tỷ lệ TPDN cần sửa đổi điều khoản gia hạn tiếp tục tăng



Nguồn: HNX, HSC

Biểu đồ 15: Kỳ hạn TPDN ngoài ngành Tài chính

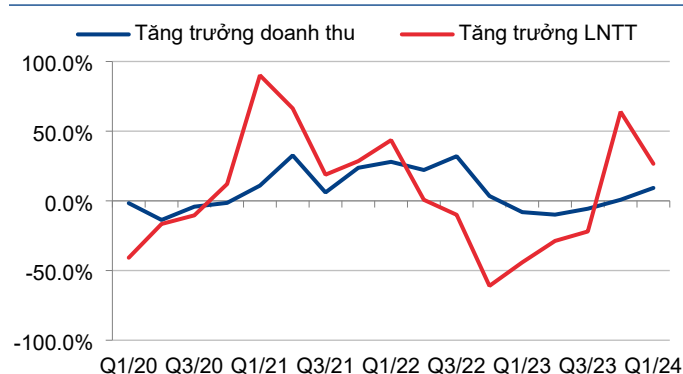
Áp lực đáo hạn duy trì ở mức cao trong năm 2024



Nguồn: HNX, HSC

Biểu đồ 16: Lợi nhuận của doanh nghiệp

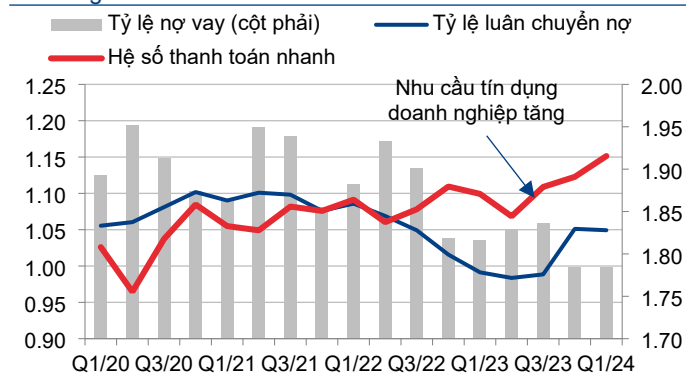
Doanh thu & lợi nhuận phục hồi mạnh mẽ



Ghi chú: Dữ liệu của các công ty niêm yết trên sàn HOSE và HNX, ngoại trừ các công ty tài chính & các công ty liên quan đến VIC (VIC, VHM, VRE).
Nguồn: FiinPro, HSC

Biểu đồ 17: Tình hình tài chính doanh nghiệp

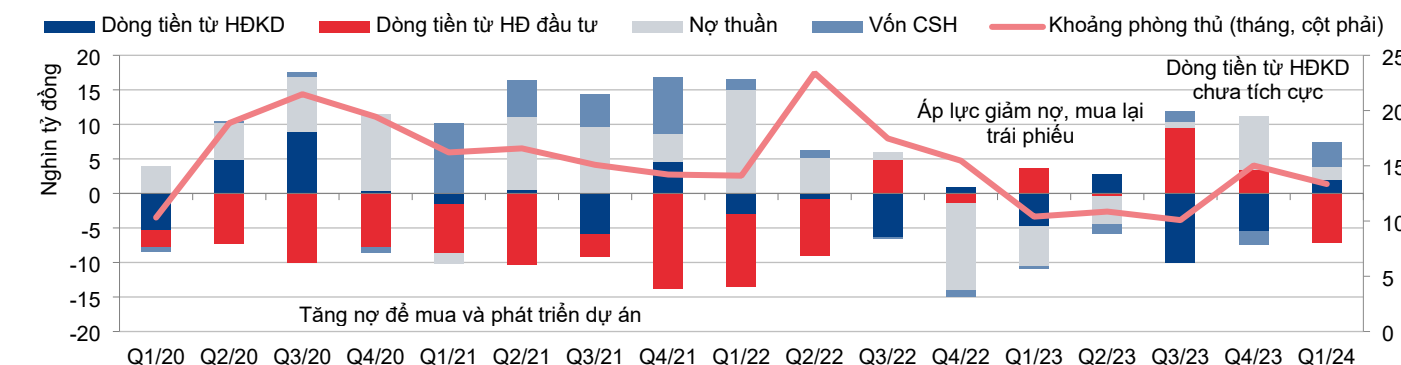
Tình hình tài chính doanh nghiệp tốt hơn & nhu cầu tín dụng bất đầu tăng



Ghi chú: Dữ liệu của các công ty niêm yết trên sàn HOSE và HNX, ngoại trừ các công ty tài chính & các công ty liên quan đến VIC (VIC, VHM, VRE); tỷ lệ luân chuyển nợ = Vay mới / Trả nợ
Nguồn: FiinPro, HSC

Biểu đồ 18: Dòng tiền của các doanh nghiệp BĐS (loại trừ các công ty liên quan đến VIC)

Các doanh nghiệp chưa ghi nhận dòng tiền dương từ đáng kể từ hoạt động kinh doanh



Ghi chú: Dữ liệu từ các công ty BĐS niêm yết trên sàn HOSE & HNX, loại trừ các công ty liên quan đến VIC (VIC, VHM, VRE); khoảng phòng thủ = số dư tiền mặt / chi phí bình quân hàng tháng (chi phí quản lý + chi phí lãi vay phải trả) trong 12 tháng qua
Nguồn: FiinPro, HSC

Phân tích KQKD Q1/2024 của các ngân hàng trong danh sách khuyến nghị

Trong Q1/2024, tổng LNTT của các ngân hàng trong danh sách khuyến nghị tăng trưởng vừa phải (tăng 10,4% so với cùng kỳ và tăng 1,8% so với quý trước), bằng 23,3% dự báo cả năm 2024 của chúng tôi. Những điểm đáng chú ý trong KQKD Q1/2024 bao gồm tổng thu nhập hoạt động khiêm tốn do (1) tăng trưởng tín dụng tương đối yếu (tăng 2,4% so với quý trước và tăng 15,4% so với cùng kỳ), (2) tỷ lệ NIM giảm nhẹ (giảm 12 điểm cơ bản so với quý trước và giảm 21 điểm cơ bản so với cùng kỳ), lãi thuần HĐ dịch vụ khiêm tốn (tăng 6,1% so với cùng kỳ và giảm 19% so với quý trước), trong khi cả chi phí hoạt động (tăng 6,4% so với cùng kỳ) & chi phí dự phòng (tăng 7,2% so với cùng kỳ) đều được kiểm soát tốt. Tuy nhiên, chất lượng tài sản, với tỷ lệ nợ xấu tăng lên 1,98% (so với 1,78% tại thời điểm cuối năm 2023) và hệ số LLR giảm xuống 99% (từ 108% tại thời điểm cuối năm 2023), vẫn cho thấy sức ép lớn.

Trong Q1/2024, tổng LNTT của các ngân hàng trong danh sách khuyến nghị tăng trưởng vừa phải (tăng 10,4% so với cùng kỳ và tăng 1,8% so với quý trước), bằng 23,3% dự báo cả năm 2024 của chúng tôi, chủ yếu do tổng thu nhập hoạt động thấp hơn dự báo. Lợi nhuận tiếp tục có sự phân hóa lớn giữa các ngân hàng, dao động từ giảm 11% đến tăng 84% so với cùng kỳ.

Cơ cấu lợi nhuận cho thấy lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng trưởng nhẹ, trong đó thu nhập lãi thuần tăng 9,2% so với cùng kỳ (tăng trưởng tín dụng đạt 15,4% so với cùng kỳ và giảm 20 điểm cơ bản so với cùng kỳ) và lãi thuần HĐ dịch vụ tăng 6,1% so với cùng kỳ. Trong khi đó, các khoản thu nhập ngoài lãi khác diễn biến trái chiều với lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối (tăng 63,3% so với cùng kỳ) và lãi mua bán trái phiếu (tăng 255% so với cùng kỳ) tăng mạnh, trong khi thu nhập khác (chủ yếu bao gồm thu nhập từ thu hồi nợ xấu ngoại bảng) giảm mạnh (giảm 61% so với cùng kỳ, một phần do thanh khoản thị trường BĐS yếu).

Bảng 19: KQKD Q1/2024, 14 NHTM HSC khuyến nghị

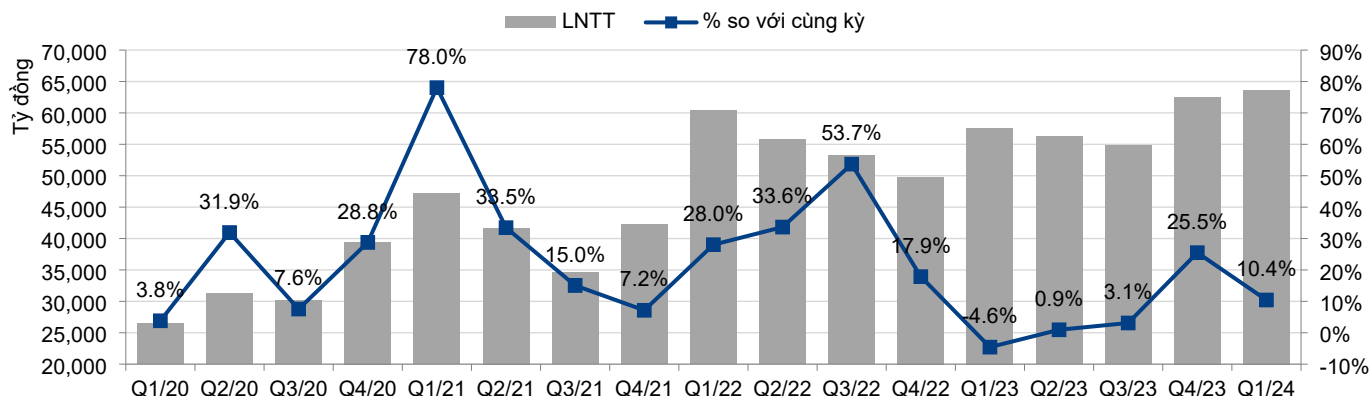
Tăng trưởng lợi nhuận của các ngân hàng có sự khác nhau tương đối

LNTT (tỷ đồng)	Q1/2024	% sv cùng kỳ	Kế hoạch 2024	Tăng trưởng	2024F HSC dự báo	Tăng trưởng	% đạt dự báo
LPB	2.886	84,4%	9.500	35,0%	7.094	0,8%	40,7%
VPB	4.182	64,0%	23.165	114,4%	20.466	89,4%	20,4%
HDB	4.028	46,8%	15.852	21,8%	15.834	21,6%	25,4%
TCB	7.802	38,7%	27.100	18,4%	29.008	26,7%	26,9%
OCB	1.214	23,5%	6.885	66,3%	5.568	34,5%	21,8%
STB	2.654	11,4%	10.600	10,5%	11.643	21,3%	22,8%
Tổng	63.633	10,4%			273.184	18,9%	23,3%
BID	7.390	6,8%	N/a		32.500	19,0%	22,7%
CTG	6.210	3,8%	N/a		28.242	13,0%	22,0%
TPB	1.829	3,6%	7.500	34,2%	7.380	32,1%	24,8%
MSB	1.530	0,2%	6.800	16,6%	6.842	17,4%	22,4%
VCB	10.718	-4,5%	N/a		45.015	9,1%	23,8%
ACB	4.892	-5,1%	22.000	9,6%	21.990	9,6%	22,2%
VIB	2.502	-7,1%	12.045	12,5%	12.664	18,3%	19,8%
MBB	5.795	-11,0%	28.410	8,0%	28.605	8,7%	20,3%

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 20: Đà tăng trưởng lợi nhuận, 14 NHTM HSC khuyến nghị

Lợi nhuận tăng trưởng khiêm tốn trong Q1/2024 sau khi tăng mạnh trong Q4/2023



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Đối với chất lượng tài sản, tỷ lệ nợ xấu tăng lên 1,98% (từ 1,78% tại thời điểm cuối năm 2023) do tỷ lệ nợ xấu mới hình thành tăng lên (một phần do việc phân loại lại nợ liên đới CIC), trong khi chi phí dự phòng và xóa nợ xấu giảm xuống.

HSC tóm tắt xu hướng và so sánh KQKD của các NHTM trong danh sách khuyến nghị trong Bảng & Biểu đồ 19-38.

Bảng 21: Tóm tắt tổng lợi nhuận trong Q1/2024, 14 NHTM HSC khuyến nghị

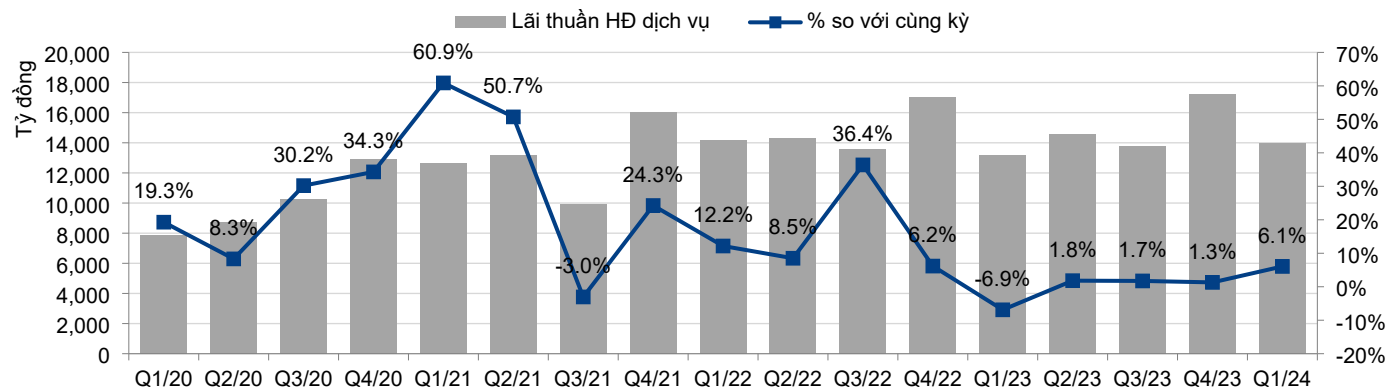
Lợi nhuận cốt lõi (thu nhập lãi thuần & lãi thuần HĐ dịch vụ) tăng nhẹ, thu nhập ngoài lãi khác trái chiều trong khi chi phí (chi phí HĐ & chi phí dự phòng) được kiểm soát tốt

Đơn vị tính	Q1/2023	Q1/2024	% so với cùng kỳ
Thu nhập lãi thuần	97,709	106,706	9.2%
Thu nhập ngoài lãi	25,752	27,184	5.6%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	13,172	13,971	6.1%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	4,447	7,264	63.3%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	845	2,996	254.5%
Thu nhập khác	6,969	2,740	-60.7%
Cổ tức	319	213	-33.3%
Tổng thu nhập HĐ	123,461	133,889	8.4%
Chi phí HĐ	(38,629)	(41,085)	6.4%
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng	84,832	92,805	9.4%
Chi phí dự phòng	(27,210)	(29,172)	7.2%
LNTT	57,623	63,633	10.4%
Lợi nhuận thuần	46,438	51,496	10.9%

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Bảng 22: Lãi thuần HĐ dịch vụ, 14 NHTM trong danh sách khuyến nghị của HSC

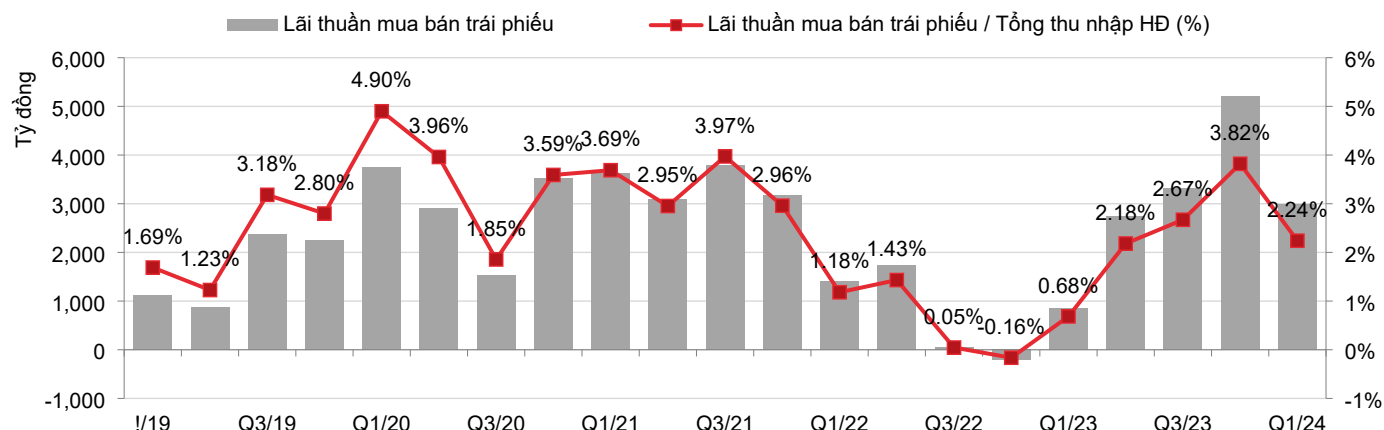
Đà tăng tương đối yếu (tăng 6,1% so với cùng kỳ & giảm 19% so với quý trước), một phần do yếu tố mùa vụ & doanh thu HĐ bancassurance yếu



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Bảng 23: Lãi thuần mua bán trái phiếu, 14 NHTM trong danh sách khuyến nghị của HSC

Lãi thuần mua bán trái phiếu trong Q1/2024 cao bằng quý trước nhưng cao hơn đáng kể so với cùng kỳ



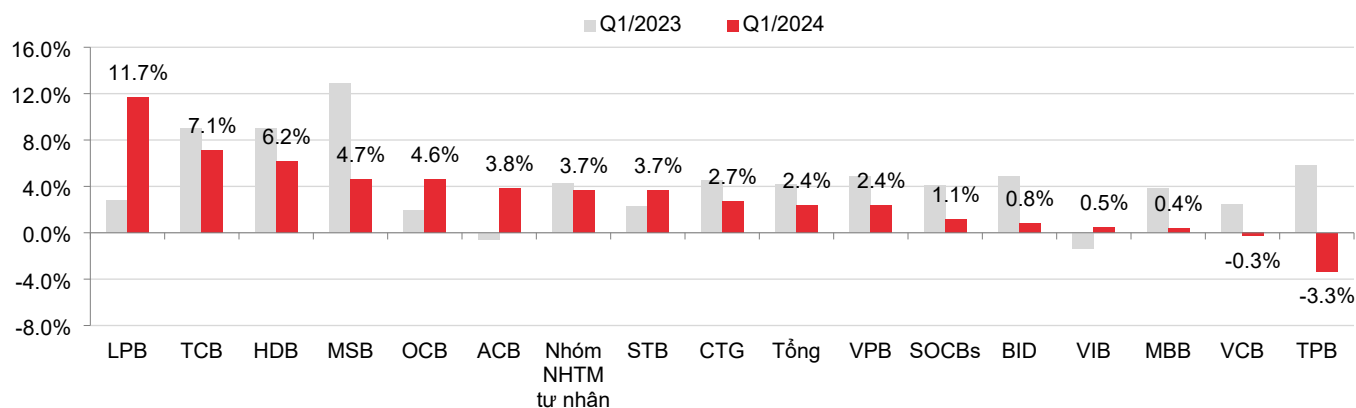
Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Tăng trưởng tín dụng của các NHTM trong danh sách khuyến nghị đạt 2,4% trong Q1/2024, cao hơn đáng kể so với tăng trưởng của toàn ngành là 0,9% nhưng thấp hơn tăng trưởng tín dụng Q1/2023 là 4,2%.

Các NHTM có tỷ trọng cho vay cao đối với ngành BĐS ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng mạnh và trên thực tế các dự án BĐS vẫn là động lực tăng trưởng chính, tương tự xu hướng trong năm 2023.

Biểu đồ 24: So sánh tăng trưởng tín dụng, Q1/2024

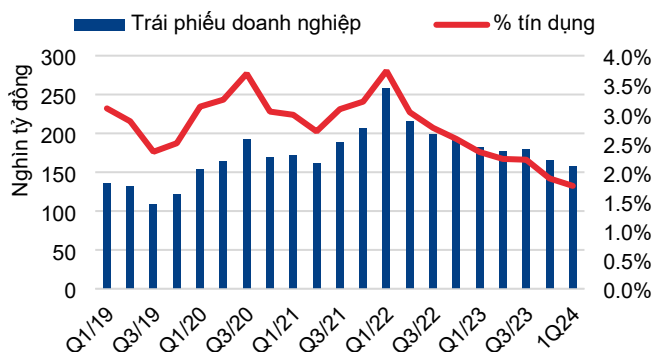
Các ngân hàng có tỷ trọng cho vay liên quan đến lĩnh vực BĐS cao ghi nhận tăng trưởng tín dụng cao trong năm 2023 và Q1/2024



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 25: Tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp, 14 NHTM HSC khuyến nghị

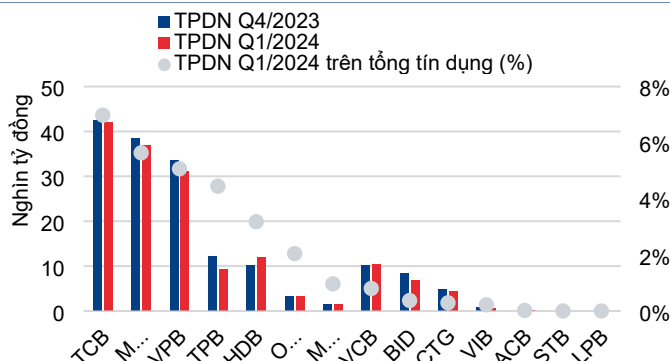
Trái phiếu doanh nghiệp chỉ chiếm 1,9% tổng tín dụng



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 26: So sánh tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp

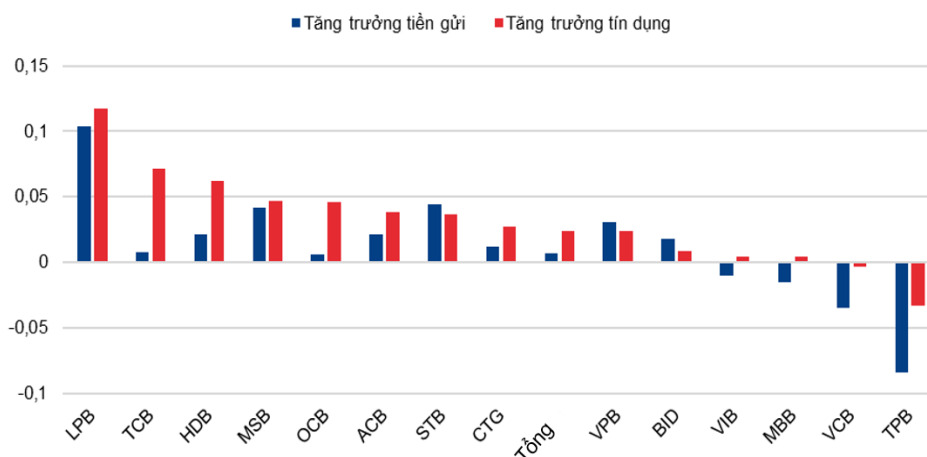
...và dao động trong khoảng 0-7% ở từng ngân hàng



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 27: Tăng trưởng tiền gửi, 14 NHTM trong danh sách khuyến nghị của HSC

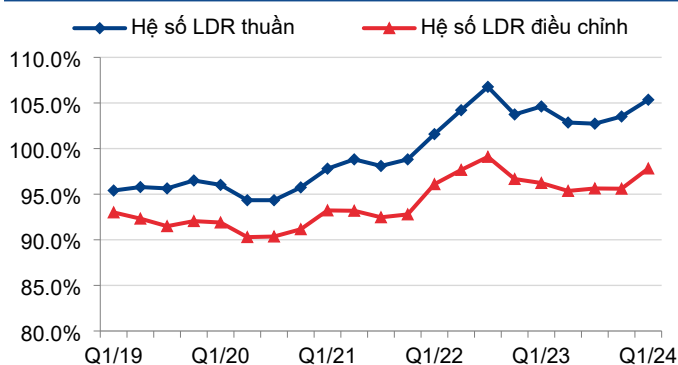
Tăng trưởng tiền gửi vẫn chậm hơn so với tăng trưởng tín dụng, một phần do mặt bằng lãi suất thấp và ý định cải thiện hệ số LDR & tỷ lệ NIM của các ngân hàng



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 28: Hệ số LDR, 14 NHTM HSC khuyến nghị

Hệ số LDR tăng để hỗ trợ tỷ lệ NIM nhưng đang tiến gần đến mức đỉnh



Ghi chú: Hệ số LDR thuần = Cho vay KH / Tiền gửi KH; hệ số LDR điều chỉnh = (Cho vay KH + TPDN) / (Tiền gửi KH + Giấy tờ có giá).
 Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 29: Tỷ lệ CASA, 14 NHTM HSC khuyến nghị

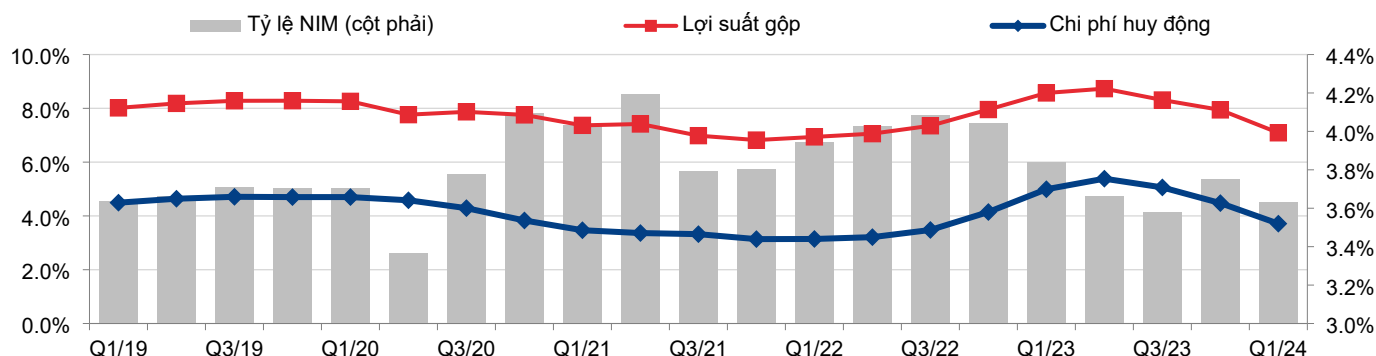
Tỷ lệ giảm nhẹ, một phần do hiệu ứng mùa vụ



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 30: Diễn biến tỷ lệ NIM, 14 NHTM HSC khuyến nghị

Việc tỷ lệ NIM giảm 12 điểm cơ bản so với quý trước trong Q1/2024 có phần gây thất vọng, một phần do nhu cầu tín dụng yếu



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 31: Cơ cấu và so sánh tỷ lệ NIM, Q1/2024

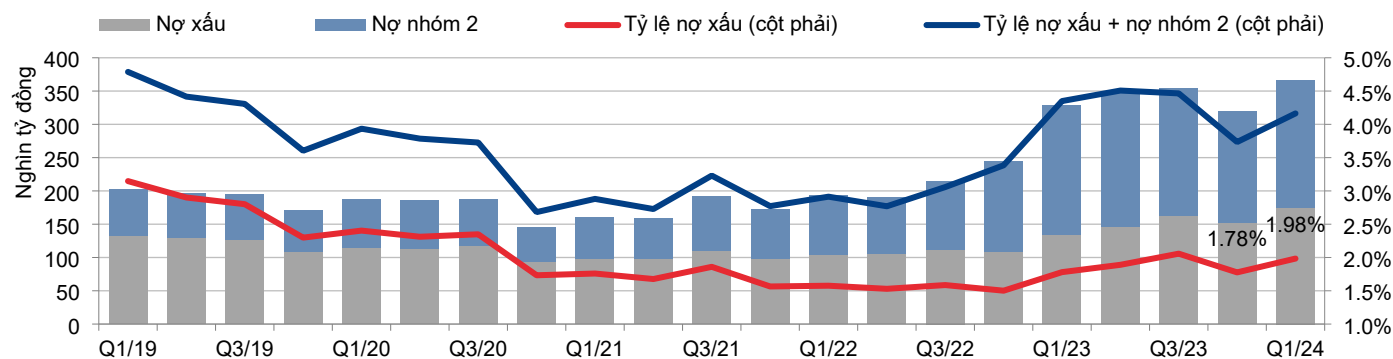
So với quý trước, 4/14 NHTM HSC khuyến nghị ghi nhận tỷ lệ NIM tăng trong khi 10 ngân hàng còn lại có tỷ lệ NIM giảm. So với quý trước & so với cùng kỳ, lợi suất gộp và chi phí huy động đều giảm đáng kể

	Tỷ lệ NIM	% q/q	% y/y	Lợi suất gộp	% q/q	% y/y	Chi phí huy động	% q/q	% y/y
BID	2,4%	-0,33%	-0,40%	6,0%	-1,07%	-1,64%	3,8%	-0,68%	-1,10%
CTG	3,1%	-0,04%	0,13%	6,3%	-0,71%	-1,35%	3,4%	-0,69%	-1,48%
VCB	3,2%	0,24%	-0,16%	5,5%	-0,36%	-1,10%	2,5%	-0,62%	-0,88%
OCB	3,4%	-0,09%	-0,41%	7,7%	-0,91%	-2,23%	4,8%	-0,93%	-1,92%
Tổng	3,6%	-0,13%	-0,20%	7,1%	-0,86%	-1,47%	3,7%	-0,76%	-1,28%
LPB	3,7%	-0,08%	0,25%	8,7%	-1,20%	-0,81%	5,3%	-1,17%	-1,18%
MSB	3,7%	-0,24%	-0,48%	6,8%	-0,84%	-2,05%	3,9%	-0,73%	-1,84%
STB	3,8%	0,11%	-0,41%	8,0%	-0,99%	-2,06%	4,4%	-1,23%	-1,80%
ACB	3,9%	0,05%	-0,36%	6,9%	-0,70%	-2,10%	3,4%	-0,85%	-1,97%
VIB	4,0%	-0,48%	-1,10%	7,7%	-1,08%	-3,18%	4,0%	-0,66%	-2,16%
TPB	4,3%	-0,81%	0,60%	8,1%	-1,71%	-0,86%	3,9%	-0,91%	-1,44%
MBB	4,3%	-0,19%	-1,43%	7,7%	-0,61%	-2,03%	3,7%	-0,54%	-0,88%
TCB	4,5%	0,14%	0,27%	7,7%	-0,61%	-1,21%	3,4%	-0,75%	-1,64%
HDB	5,6%	-0,88%	0,56%	11,3%	-2,24%	-0,24%	5,4%	-1,18%	-1,07%
VPB	5,9%	-0,04%	-0,47%	10,1%	-0,91%	-1,98%	4,9%	-0,88%	-1,48%

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 32: Tỷ lệ nợ xấu & nợ nhóm 2, 14 NHTM trong danh sách khuyến nghị của HSC

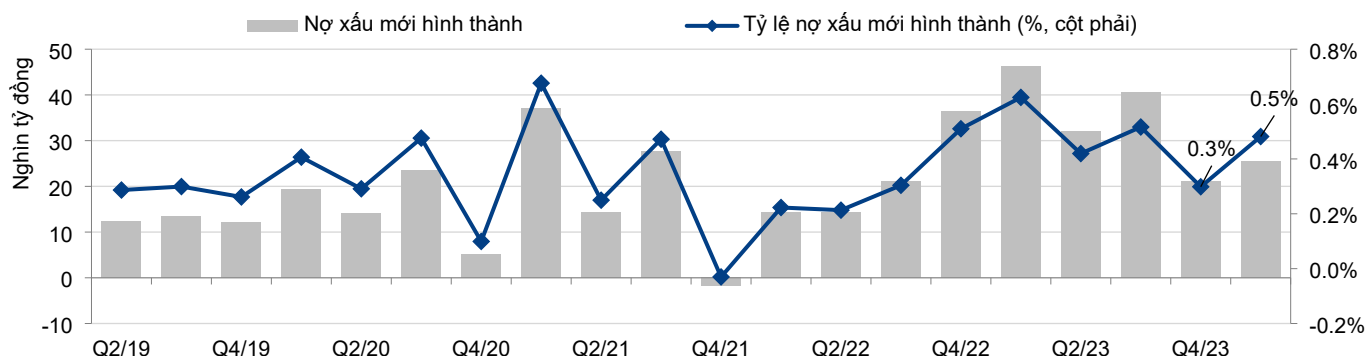
Tỷ lệ nợ xấu tăng trở lại trong Q1/2024



Ghi chú: HSC đưa trái phiếu VAMC ròng vào khoản nợ xấu
Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 33: Nợ xấu mới hình thành, 14 NHTM trong danh sách khuyến nghị của HSC

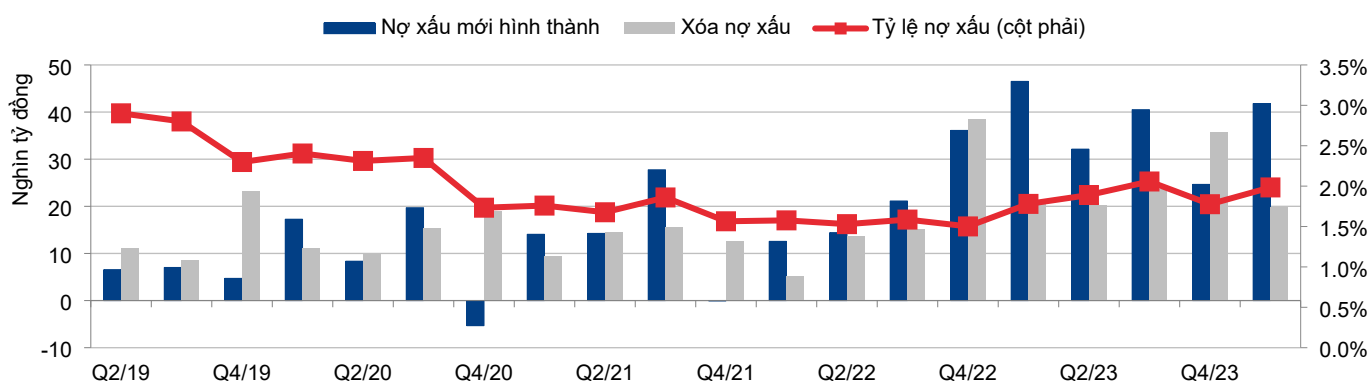
HSC lo ngại về tình trạng nợ xấu mới hình thành tăng trở lại trong Q1/2024



Ghi chú: Nợ xấu mới hình thành là các khoản nợ xấu mới phát sinh (trước khi xóa nợ) mỗi quý
 Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 34: So sánh nợ xấu mới hình thành và xóa nợ, 14 NHTM HSC khuyến nghị

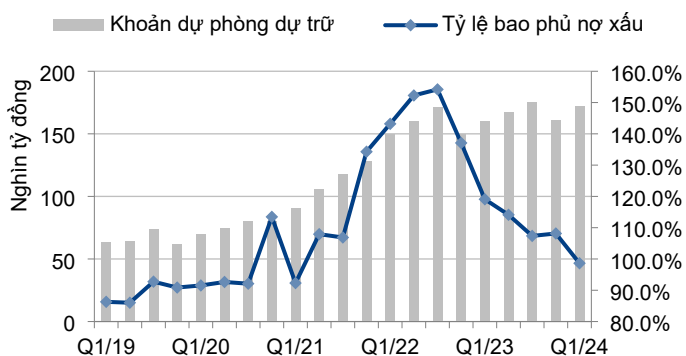
Tỷ lệ nợ xấu Q1/2024 tăng do tỷ lệ xử lý nợ xấu thấp hơn so với nợ xấu mới hình thành; Q1 thường xóa ít nợ xấu.



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 35: Đệm dự phòng, 14 NHTM HSC khuyến nghị

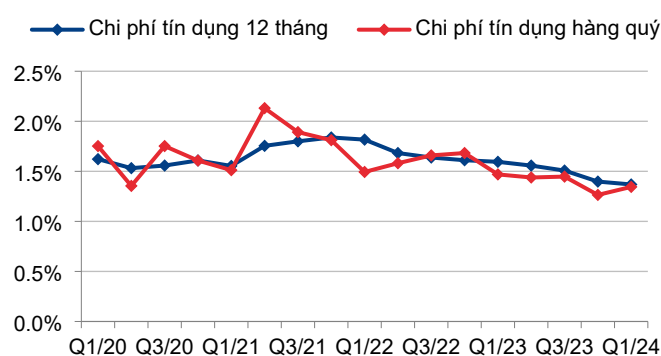
Tỷ lệ LLR đạt 100%, các ngân hàng đã sử dụng hết đệm dự phòng bổ sung tích lũy trong giai đoạn 2021-2022



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 36: Chi phí tín dụng, 14 NHTM HSC khuyến nghị

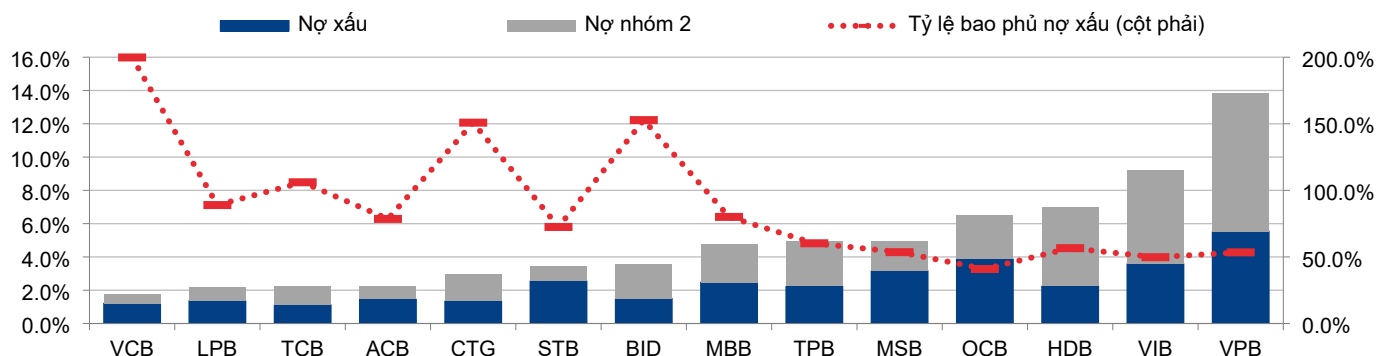
Tổng chi phí tín dụng nhiều khả năng tăng nhẹ trong những quý tiếp theo nhưng sẽ khác nhau giữa các ngân hàng



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 37: Chất lượng tài sản (Q1/2024), 14 NHTM trong danh sách khuyến nghị của HSC

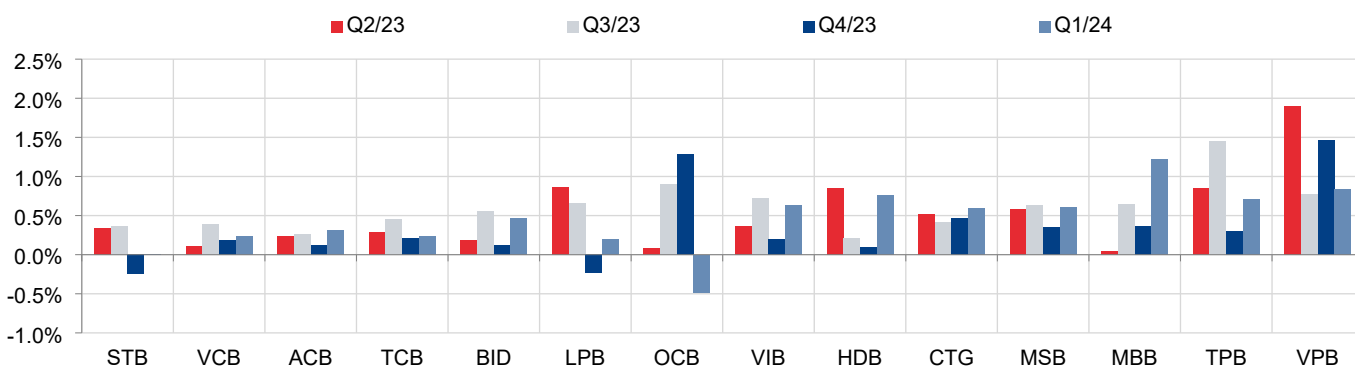
Các NHTM có vốn Nhà nước duy trì chất lượng tài sản vững chắc và có đệm dự phòng tăng đáng kể



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 38: So sánh tỷ lệ nợ xấu mới hình thành (%), 4 quý gần nhất

STB, VCB, ACB, TCB, và BID là nhóm 5 ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu mới hình thành thấp nhất trong 4 quý vừa qua



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Giảm nhẹ dự báo lợi nhuận năm 2024-2025

HSC giảm lần lượt 3% và 4,5% dự báo lợi nhuận thuần của ngành cho năm 2024-2025 sau khi giảm nhẹ giả định tỷ lệ NIM, giảm vừa phải dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ & nâng dự báo chi phí dự phòng, được bù đắp một phần nhờ việc tiết kiệm chi phí hoạt động. Từ đó, HSC dự báo tổng lợi nhuận của các NHTM trong danh sách khuyến nghị sẽ tăng trưởng lần lượt 17,9%, 20,5% và 20,6% trong giai đoạn 2024-2026.

Sau khi phân tích xu hướng chính và môi trường hoạt động của ngành, cũng như KQKD Q1/2024 của các NHTM trong danh sách khuyến nghị, HSC điều chỉnh dự báo năm 2024-2025 cho 14 NHTM. Chúng tôi cũng tóm tắt các dự báo chính đối với toàn bộ các ngân hàng cũng như dự báo cho từng ngân hàng như sau.

Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 17,9% trong năm 2024 nhờ 6 tháng cuối năm 2024 khởi sắc

Những thông tin chính về dự phóng KQKD của ngành như sau:

- Tăng trưởng tín dụng bình quân đạt 15,5% (so với 17,6% trong năm 2023) nhờ phân khúc khách hàng doanh nghiệp lớn (BDS và xây dựng, xuất khẩu). Phân khúc khách hàng cá nhân được kỳ vọng sẽ hồi phục vừa phải từ nửa cuối năm 2024 và mạnh mẽ hơn trong năm 2025-2026 nhờ nhu cầu vay mua nhà.
- Tỷ lệ NIM bình quân cải thiện 10 điểm cơ bản lên 3,73%. Mặc dù môi trường lãi suất đối mặt với sức ép và lãi suất dự kiến sẽ tăng lên (tăng 100-150 điểm cơ bản), HSC dự báo chi phí huy động sẽ chỉ chịu tác động nhẹ và từ từ so với mức nền thấp hiện tại, trong khi tăng trưởng kinh tế và nhu cầu tín dụng khởi sắc sẽ giúp nâng cao lợi suất gộp.
- Chi phí hoạt động được kiểm soát tốt nhưng không chặt chẽ như năm 2023 (tăng 10,6% so với cùng kỳ) với tỷ lệ CIR là 31,8%.
- Chất lượng tài sản và dự phòng: HSC giả định tỷ lệ nợ xấu mới hình thành bình quân là 1,45% (so với 1,69% trong năm 2023 và bình quân giai đoạn 2014-2022 là 1,12%); chi phí tín dụng là 1,39%, tương đương năm 2023.

...và tăng trưởng 20% trong năm 2025-2026 nhờ điều kiện kinh tế và thị trường BDS hồi phục

Dựa trên quan điểm triển vọng kinh tế tích cực và thị trường BDS hồi phục đáng kể trong năm 2025-2026, HSC kỳ vọng tín dụng sẽ tăng trưởng vững chắc, tỷ lệ NIM cải thiện nhẹ, lãi thuần HĐ dịch vụ tăng trưởng vừa phải và chi phí tín dụng hạ nhiệt trong năm 2025-2026.

HSC tóm tắt điều chỉnh dự báo trong Bảng 39-45.

Bảng 39: Tăng trưởng lợi nhuận thuần, các NHTM HSC khuyến nghị

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	CAGR 2013-23	CAGR 2023-26	CAGR 2013-26
ACB	27.8%	25.0%	42.5%	17.2%	9.6%	11.1%	20.0%	34.5%	13.5%	29.3%
BID	-16.4%	51.1%	72.1%	18.2%	20.5%	21.9%	20.0%	18.2%	20.8%	18.8%
CTG	44.6%	3.0%	19.1%	18.6%	12.8%	38.8%	24.7%	13.1%	25.0%	15.8%
HDB	17.9%	42.5%	28.0%	30.0%	21.8%	16.4%	17.7%	46.7%	18.6%	39.7%
LPB	16.3%	58.8%	52.5%	23.5%	1.7%	14.7%	18.0%	25.7%	11.2%	22.2%
MBB	5.6%	53.7%	37.7%	18.3%	8.2%	12.9%	21.4%	24.7%	14.0%	22.1%
MSB	92.7%	100.6%	14.4%	0.6%	17.2%	2.1%	14.7%	30.3%	11.1%	25.6%
OCB	36.9%	24.6%	-20.3%	-5.9%	34.8%	12.4%	18.4%	29.9%	21.5%	27.9%
STB	9.3%	27.2%	47.8%	53.1%	20.7%	37.3%	30.1%	13.9%	29.2%	17.3%
TCB	22.4%	46.5%	11.6%	-10.7%	27.3%	18.2%	18.4%	39.2%	21.2%	34.8%
TPB	13.5%	37.7%	29.6%	-28.7%	32.3%	25.8%	21.2%	27.9%	26.3%	27.5%
VCB	-0.3%	18.8%	36.4%	10.5%	8.9%	18.4%	13.9%	22.5%	13.7%	20.4%
VIB	42.1%	38.1%	32.1%	1.1%	18.3%	24.6%	23.3%	67.2%	22.0%	55.5%
VPB	26.1%	12.6%	55.0%	-45.1%	59.9%	20.7%	28.9%	25.6%	35.5%	27.9%
Tổng	16.4%	30.4%	33.5%	5.1%	17.9%	20.5%	20.6%	23.2%	19.6%	22.3%
Bình quân các NHTM có vốn NN	7.7%	19.1%	39.2%	14.8%	13.3%	24.9%	18.9%	18.0%	19.0%	18.2%
Bình quân các NHTM tư nhân	22.8%	37.6%	30.3%	-0.6%	21.1%	17.6%	21.7%	28.8%	20.1%	26.8%

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Bảng 40: Tăng trưởng tín dụng, các NHTM HSC khuyến nghị

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
ACB	21.5%	16.2%	16.6%	15.9%	16.2%	14.3%	17.9%	15.8%	15.1%	15.1%
BID	19.3%	12.8%	12.6%	8.1%	11.1%	12.1%	16.3%	12.0%	12.0%	11.0%
CTG	13.3%	7.4%	7.1%	6.4%	11.1%	12.1%	15.5%	14.0%	12.0%	12.0%
HDB	22.7%	17.8%	18.0%	23.0%	13.4%	25.6%	31.8%	24.5%	24.5%	24.5%
LPB	26.3%	18.5%	18.2%	25.7%	18.1%	12.7%	17.0%	16.0%	16.0%	16.0%
MBB	20.9%	17.5%	18.8%	22.9%	24.5%	24.8%	28.0%	20.3%	19.6%	19.7%
MSB	0.0%	30.3%	23.2%	25.1%	23.1%	17.8%	22.3%	18.0%	18.0%	18.0%
OCB	25.0%	19.1%	25.5%	24.4%	14.8%	18.5%	22.5%	12.2%	0.0%	0.0%
STB	12.6%	14.1%	15.4%	14.9%	14.0%	13.1%	10.1%	14.0%	13.0%	13.0%
TCB	16.3%	20.3%	19.0%	24.0%	26.5%	12.5%	21.6%	15.4%	15.0%	15.0%
TPB	22.7%	18.0%	22.1%	30.7%	21.7%	14.3%	19.1%	15.4%	15.4%	14.5%
VCB	17.2%	14.6%	16.0%	14.0%	15.1%	18.8%	10.7%	14.4%	14.9%	13.9%
VIB	27.0%	17.6%	31.3%	29.5%	19.2%	14.5%	14.2%	15.0%	16.0%	16.0%
VPB	24.0%	17.5%	17.6%	19.0%	18.9%	22.9%	27.0%	23.3%	23.6%	20.7%
Tổng	17.7%	13.7%	14.5%	14.3%	15.3%	15.6%	17.6%	15.5%	15.1%	14.6%
Bình quân các NHTM có vốn NN	16.5%	11.3%	11.5%	9.1%	12.2%	14.0%	14.4%	13.3%	12.8%	12.2%
Bình quân các NHTM tư nhân	19.7%	17.7%	19.0%	21.6%	19.3%	17.5%	21.3%	17.9%	17.4%	17.1%

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Bảng 41: Tỷ lệ NIM, các NHTM HSC khuyến nghị

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
ACB	3.53%	3.67%	3.61%	3.66%	4.02%	4.26%	3.87%	3.96%	4.04%	4.03%
BID	2.97%	2.93%	2.82%	2.60%	3.01%	3.07%	2.67%	2.85%	2.98%	3.06%
CTG	2.81%	2.08%	2.91%	2.94%	3.10%	3.03%	2.91%	2.99%	3.06%	3.12%
HDB	4.08%	4.04%	4.61%	4.63%	4.44%	5.14%	5.13%	5.15%	5.08%	5.05%
LPB	3.89%	3.30%	3.44%	3.17%	3.53%	3.96%	3.23%	3.67%	3.79%	3.73%
MBB	4.31%	4.69%	4.96%	4.73%	5.04%	5.66%	4.79%	4.29%	4.88%	4.76%
MSB	2.41%	2.90%	2.54%	3.38%	3.66%	4.36%	4.10%	3.75%	4.18%	4.07%
OCB	3.47%	3.98%	3.98%	3.93%	3.69%	4.04%	3.42%	3.69%	3.73%	3.82%
STB	1.84%	2.37%	2.52%	2.79%	2.63%	3.36%	3.77%	3.78%	3.91%	4.01%
TCB	3.81%	4.22%	4.42%	4.98%	5.80%	5.37%	4.14%	4.45%	4.74%	5.06%
TPB	3.00%	3.80%	4.31%	4.49%	4.57%	4.20%	4.06%	4.14%	4.26%	4.36%
VCB	2.62%	2.90%	3.16%	3.00%	3.22%	3.51%	3.13%	3.19%	3.29%	3.48%
VIB	3.21%	3.85%	4.21%	4.51%	4.82%	5.00%	4.82%	4.71%	4.70%	4.67%
VPB	8.80%	8.84%	9.42%	8.79%	7.77%	7.70%	5.73%	5.95%	5.99%	6.02%
Tổng	3.31%	3.33%	3.64%	3.63%	3.86%	4.05%	3.62%	3.72%	3.89%	3.98%
Bình quân các NHTM có vốn NN	2.81%	2.64%	2.95%	2.83%	3.11%	3.19%	2.89%	3.00%	3.10%	3.20%
Bình quân các NHTM tư nhân	4.05%	4.33%	4.57%	4.61%	4.72%	5.01%	4.40%	4.45%	4.65%	4.68%

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Bảng 42: Tăng trưởng thu nhập lãi thuần, các NHTM HSC khuyến nghị

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
ACB	22.7%	22.5%	16.9%	20.4%	29.9%	24.2%	6.1%	19.0%	16.9%	16.3%
BID	32.1%	12.9%	3.0%	-0.5%	30.8%	19.7%	0.1%	18.1%	15.7%	13.1%
CTG	20.8%	-18.0%	49.5%	7.2%	17.4%	14.4%	10.8%	16.5%	14.6%	13.7%
HDB	36.3%	19.9%	27.5%	22.1%	17.2%	29.2%	23.2%	27.7%	17.4%	18.3%
LPB	29.9%	-4.0%	20.8%	10.9%	34.2%	32.0%	-5.9%	30.2%	20.0%	17.1%
MBB	40.6%	30.0%	23.4%	12.7%	29.2%	37.5%	7.4%	9.6%	36.6%	19.6%
MSB	-28.9%	81.2%	5.5%	57.5%	28.9%	33.9%	10.4%	8.5%	29.0%	17.2%
OCB	44.6%	43.1%	19.4%	21.5%	14.1%	22.2%	-2.6%	27.5%	15.3%	16.7%
STB	31.3%	44.6%	20.3%	25.6%	3.8%	43.3%	28.7%	13.3%	17.1%	16.0%
TCB	9.7%	27.5%	25.2%	31.5%	42.4%	13.5%	-8.6%	24.9%	18.9%	17.3%
TPB	49.6%	38.0%	28.7%	29.4%	36.5%	14.5%	9.1%	15.0%	16.7%	16.1%
VCB	18.4%	29.5%	21.7%	4.8%	17.0%	25.6%	0.7%	10.7%	15.0%	15.6%
VIB	31.6%	39.6%	28.8%	36.7%	39.1%	26.6%	16.0%	15.3%	15.4%	15.1%
VPB	35.9%	19.8%	23.4%	6.1%	6.2%	19.4%	-6.9%	31.4%	20.9%	19.3%
Tổng	26.4%	16.4%	22.0%	12.0%	22.7%	23.2%	4.5%	18.2%	18.9%	16.3%
Bình quân các NHTM có vốn NN	24.2%	7.0%	21.3%	3.7%	21.7%	19.9%	3.6%	15.1%	15.1%	14.1%
Bình quân các NHTM tư nhân	28.8%	26.2%	22.7%	19.2%	23.4%	25.6%	5.1%	20.3%	21.4%	17.7%

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Bảng 43: Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ, các NHTM HSC khuyến nghị

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
ACB	25.8%	26.0%	26.6%	-10.6%	70.8%	21.8%	-17.1%	15.4%	18.8%	15.1%
BID	18.2%	19.7%	20.2%	23.3%	25.8%	-14.5%	16.1%	14.4%	21.7%	12.6%
CTG	9.3%	49.4%	46.4%	7.0%	14.3%	18.2%	21.4%	6.8%	12.0%	14.8%
HDB	51.2%	145.1%	36.0%	59.4%	102.9%	53.4%	-26.0%	-24.9%	22.8%	19.4%
LPB	-14.7%	135.0%	158.0%	59.3%	36.9%	93.7%	114.6%	-62.3%	34.8%	32.6%
MBB	65.6%	126.5%	24.4%	12.2%	22.1%	-5.3%	-1.2%	6.7%	18.1%	19.6%
MSB	46.7%	98.9%	92.3%	57.1%	250.1%	-61.3%	43.6%	-21.7%	32.0%	18.0%
OCB	100.6%	72.7%	61.6%	54.0%	-6.7%	29.3%	-13.0%	14.6%	17.9%	16.4%
STB	83.5%	2.2%	23.9%	12.7%	16.0%	19.6%	-49.6%	31.1%	32.4%	27.8%
TCB	94.9%	-14.1%	-0.6%	28.8%	52.4%	33.6%	2.2%	14.3%	20.4%	20.4%
TPB	91.7%	309.7%	58.6%	18.2%	21.7%	74.5%	-15.3%	21.8%	21.9%	20.0%
VCB	20.5%	34.1%	26.6%	53.4%	12.1%	-7.7%	-15.5%	8.9%	-2.4%	5.4%
VIB	59.2%	80.6%	144.6%	32.9%	14.8%	16.3%	4.3%	30.2%	26.5%	24.1%
VPB	71.4%	10.3%	84.2%	13.0%	20.9%	58.6%	12.0%	11.0%	14.7%	14.6%
Tổng	45.1%	28.0%	34.3%	23.2%	30.5%	13.6%	0.1%	6.9%	18.0%	17.4%
Bình quân các NHTM có vốn NN	16.6%	32.1%	29.9%	28.3%	17.1%	-3.3%	6.0%	10.0%	11.2%	11.5%
Bình quân các NHTM tư nhân	72.4%	25.3%	37.4%	19.9%	39.7%	23.4%	-2.6%	5.3%	21.5%	20.1%

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Bảng 44: Tăng trưởng chi phí hoạt động, các NHTM HSC khuyến nghị

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
ACB	32.9%	8.0%	23.8%	-8.2%	8.6%	40.1%	-6.3%	10.2%	16.5%	15.1%
BID	14.6%	4.0%	7.2%	2.4%	9.4%	16.5%	11.2%	10.1%	10.8%	10.8%
CTG	17.1%	-6.5%	11.7%	2.1%	7.0%	11.7%	6.5%	8.2%	11.0%	11.0%
HDB	24.9%	8.5%	14.4%	21.5%	3.4%	35.2%	5.8%	19.4%	15.9%	16.1%
LPB	38.5%	8.4%	32.3%	15.2%	9.6%	4.3%	8.5%	11.1%	13.2%	16.0%
MBB	43.7%	45.6%	11.3%	8.6%	17.3%	19.7%	0.7%	6.1%	39.9%	19.6%
MSB	8.9%	41.5%	-14.4%	43.3%	9.6%	12.6%	8.7%	7.0%	16.7%	18.0%
OCB	38.2%	29.3%	31.0%	-4.9%	3.2%	28.0%	3.1%	11.4%	10.8%	11.9%
STB	11.6%	23.7%	18.2%	18.9%	-10.8%	11.6%	17.6%	5.1%	12.7%	10.8%
TCB	12.5%	24.4%	25.2%	18.0%	29.5%	16.6%	1.8%	14.8%	16.2%	16.1%
TPB	45.9%	46.6%	20.2%	22.9%	8.7%	30.1%	12.7%	12.7%	14.1%	14.3%
VCB	19.3%	14.7%	16.2%	1.4%	9.6%	21.0%	3.1%	5.8%	10.0%	12.3%
VIB	11.6%	15.2%	27.8%	29.9%	18.3%	17.3%	6.7%	16.9%	17.2%	15.2%
VPB	34.3%	19.5%	16.0%	-7.6%	-5.9%	31.7%	-1.2%	19.6%	21.4%	16.8%
Tổng	21.7%	13.6%	15.1%	6.6%	7.8%	20.1%	5.2%	10.6%	16.0%	14.2%

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Bảng 45: Chi phí tín dụng (chi phí dự phòng/dư nợ cho vay), các NHTM HSC khuyến nghị

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
ACB	0.79%	0.22%	0.02%	0.29%	0.38%	0.31%	0.85%	0.69%	0.52%	0.35%
BID	1.10%	2.27%	2.01%	1.54%	0.85%	1.27%	1.25%	1.78%	1.13%	1.07%
CTG	1.16%	0.83%	1.09%	0.53%	0.93%	1.70%	1.87%	1.76%	1.20%	1.20%
HDB	0.37%	0.48%	0.66%	0.98%	1.35%	1.29%	1.48%	1.64%	1.04%	1.14%
LPB	0.19%	0.81%	0.39%	0.37%	0.36%	0.84%	1.63%	1.38%	1.38%	1.47%
MBB	0.73%	1.22%	1.99%	1.78%	1.00%	1.34%	1.86%	1.62%	1.66%	1.49%
MSB	2.81%	1.71%	1.36%	1.73%	0.92%	0.87%	1.96%	1.69%	1.52%	1.52%
OCB	0.61%	1.70%	1.12%	1.51%	0.69%	1.60%	3.34%	-0.31%	1.21%	1.10%
STB	-1.50%	-1.94%	0.16%	0.06%	0.06%	0.07%	1.46%	0.15%	0.47%	0.43%
TCB	1.30%	1.73%	0.23%	0.57%	0.47%	0.34%	1.09%	0.79%	0.63%	0.73%
TPB	0.61%	0.32%	1.00%	1.06%	1.88%	1.42%	2.85%	1.56%	1.33%	1.13%
VCB	1.01%	0.65%	0.50%	0.32%	0.36%	0.46%	0.82%	0.74%	0.54%	0.52%
VIB	1.30%	2.24%	0.26%	0.53%	1.30%	0.71%	2.36%	1.37%	1.06%	0.80%
VPB	4.81%	5.52%	5.29%	5.26%	7.02%	6.28%	4.79%	3.46%	3.66%	3.51%
Tổng	1.06%	1.29%	1.28%	1.06%	1.01%	1.32%	1.69%	1.45%	1.21%	1.17%

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Định giá hợp lý với tiềm năng tăng giá bình quân là 19,8%

Giá cổ phiếu ngành ngân hàng đã tăng 17,5% kể từ đầu năm, tích cực hơn một chút so với chỉ số VNIndex (tăng 11,7% kể từ đầu năm). Sau khi giảm nhẹ gần đây, P/B trượt dự phóng 1 năm bình quân ngành hiện là 1,18 lần, thấp hơn 0,54 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Theo dự báo mới, P/B dự phóng năm 2024 & 2025 lần lượt là 1,48 lần và 1,24 lần, tương đương tiềm năng tăng giá 19,8% đối với các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị. Lựa chọn hàng đầu của chúng tôi bao gồm các cổ phiếu có tính phòng thủ như ACB & VCB cùng với những cổ phiếu có lợi nhuận kỳ vọng đi kèm với rủi ro cao hơn như CTG, STB, TCB & VPB.

Định giá tương đối rẻ đối với hầu hết các ngân hàng

Kể từ đầu năm, giá các cổ phiếu ngân hàng trong danh sách khuyến nghị của HSC đã tăng 17,5%, tích cực hơn 6% so với chỉ số VNIndex (tăng 11,7% kể từ đầu năm) và đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,18 lần, thấp hơn 0,54 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Hầu hết các cổ phiếu đều tương đối rẻ so với bình quân quá khứ, với cổ phiếu đang có định giá rẻ nhất là VCB, VPB và một số NHTM có quy mô nhỏ hơn như MSB, OCB, TPB.

So sánh tương đối, VCB & BID đang giao dịch với định giá cao hơn đáng kể so với so với bình quân nhóm NHTM. Sau khi tăng giá mạnh kể từ đầu năm, LPB (tăng 64%) hiện đang có định giá đắt nhất trong số các NHTM tư nhân. HSC cho rằng nền tảng thay đổi là không đủ để LPB có mức định giá hiện tại.

Bảng 46: P/B trượt dự phóng 1 năm

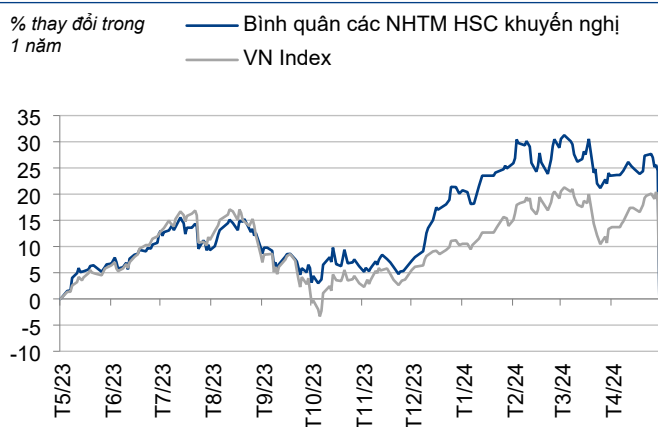
Định giá của phần lớn các ngân hàng vẫn tương đối rẻ so với giá trị bình quân quá khứ, đặc biệt là VCB, VPB và các ngân hàng nhỏ hơn là MSB, OCB

	Dự báo thị trường của Bloomberg	Ước tính của HSC	Độ lệch chuẩn (thấp)/cao	
			Dữ liệu từ 2017	Dữ liệu từ 2020
ACB	1.19	1.22	(0.27)	0.18
BID	1.74	1.74	(0.12)	(0.52)
CTG	1.10	1.10	(0.24)	0.02
HDB	1.10	1.11	(0.44)	0.46
LPB	1.58	1.58	2.20	1.83
MBB	1.00	0.95	(0.56)	(0.36)
MSB	0.73	0.74	(0.95)	(0.95)
OCB	0.83	0.84	(0.60)	(0.60)
STB	0.87	0.88	(0.31)	(0.51)
TCB	1.05	1.06	(0.03)	0.82
TPB	1.01	0.98	(0.72)	(0.33)
VCB	2.23	2.21	(1.45)	(1.57)
VIB	1.06	1.12	(0.19)	(0.04)
VPB	0.96	0.96	(0.75)	(0.67)
Bình quân giản đơn	1.17	1.18	(0.54)	

Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 47: Diễn biến giá một năm, các NHTM HSC khuyến nghị

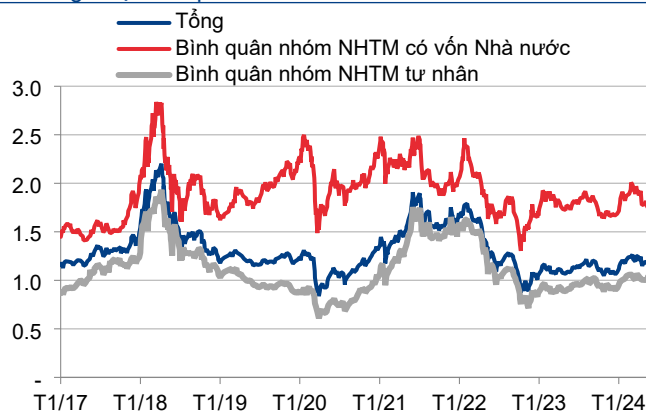
Các NHTM HSC khuyến nghị diễn biến tích cực hơn 5% so với VN Index trong 12 tháng qua



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 48: P/B trượt dự phóng 1 năm, các NHTM HSC khuyến nghị

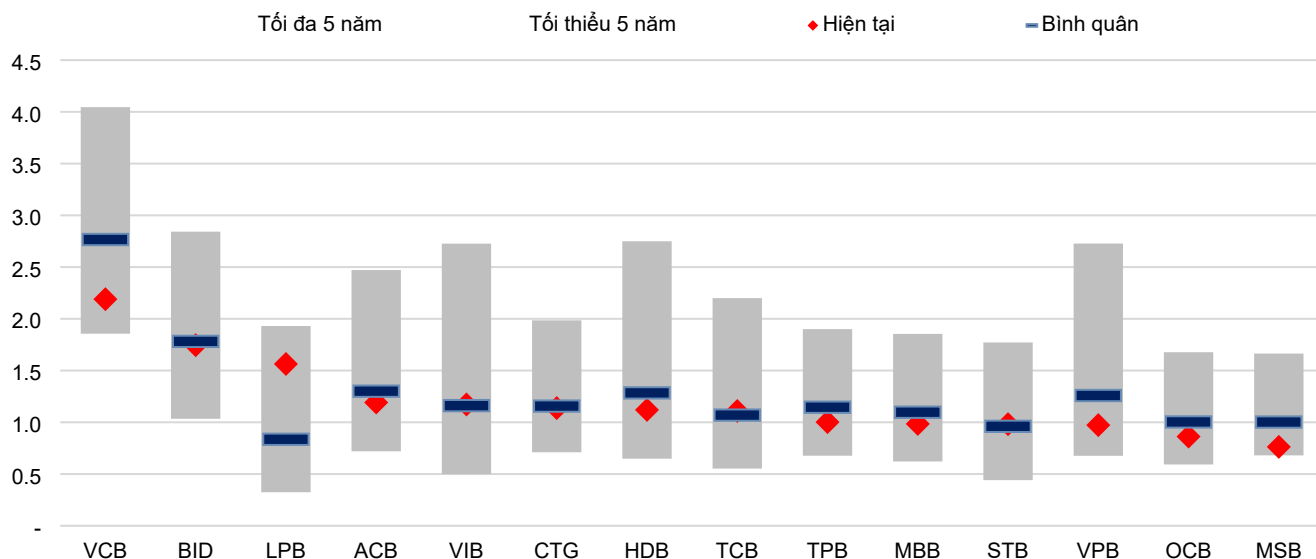
Các NHTM HSC khuyến nghị đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm bình quân là 1,18 lần, thấp hơn 0,54 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 49: So sánh P/B trượt dự phóng 1 năm

Ngoại trừ LPB, các ngân hàng khác đều đang giao dịch xung quanh (BID, ACB, VIB, TCB, STB) và thấp hơn (VCB, HDB, MBB, TPB, OCB, MSB) mức bình quân quá khứ từ năm 2017



Nguồn: HSC

Phương pháp và giả định định giá

HSC áp dụng phương pháp thu nhập thặng dư để định giá cổ phiếu ngân hàng, với 3 năm dự báo chi tiết (2024-2026) và sau đó giai đoạn chuyển tiếp từ 3 đến 5 năm trước khi đến giai đoạn tăng trưởng dài hạn ổn định (3-4%). Chúng tôi sử dụng những giả định sau:

- Lãi suất phi rủi ro: 4% (giả định chung của HSC, giữ nguyên)
- Phần bù rủi ro vốn CSH: 8,5% (giả định chung của HSC, giữ nguyên) cho 4 NHTM. Tuy nhiên, HSC áp dụng thêm phần bù rủi ro đặc thù để đưa ra 'phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh' đối với một số NHTM có tỷ trọng cho vay lĩnh vực BĐS và TPDN cao hơn bình quân hoặc những NHTM nhóm 2 có mức độ phụ thuộc vào lợi nhuận từ mảng kinh doanh nguồn vốn hoặc vốn vay liên ngân hàng cao hơn mặt bằng chung, vì chúng tôi coi đây là những rủi ro riêng lẻ của mô hình kinh doanh của những NHTM này.

- Theo đó, phần bù rủi ro vốn CSH áp dụng cho ACB, BID, CTG và VCB là 8,5%; cho MBB, STB, TPB & VIB là 9,5% và HDB, LPB, MSB, TCB, VPB & OCB là 10%. Đây là giả định cho thấy quan điểm và cách tiếp cận định giá tương đối thận trọng của chúng tôi.
- Hệ số beta, tốc độ tăng trưởng dài hạn và hệ số ROE dài hạn sẽ tùy thuộc vào từng ngân hàng.
- Chuyển thời gian định giá sang giữa năm 2025.

Theo dự báo mới, P/B dự phóng năm 2024 & 2025 của ngành ngân hàng lần lượt là 1,48 lần và 1,24 lần, tương đương tiềm năng tăng giá bình quân là 19% đối với các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị. Lựa chọn hàng đầu của chúng tôi bao gồm các cổ phiếu có tính phòng thủ như ACB & VCB cùng với những cổ phiếu có lợi nhuận kỳ vọng đi cùng rủi ro cao hơn như CTG, STB, TCB & VPB.

Bảng 50: Phân tích Dupont, các NHTM HSC khuyến nghị

Theo thời gian, HSC nhận thấy ROE có xu hướng ngày càng tăng nhờ ROA cải thiện trong khi các ngân hàng giảm dần tỷ lệ nợ (cải thiện vùng đệm vốn). HSC kỳ vọng sự phục hồi mạnh mẽ trong năm 2025-2026 sẽ khiến ROE và ROA đạt lần lượt 1,8% và 18,2%

% tài sản bình quân	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	3.0%	3.1%	3.4%	3.4%	3.6%	3.8%	3.4%	3.5%	3.7%	3.8%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Thu nhập ngoài lãi khác	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
Chi phí HĐ	-1.7%	-1.7%	-1.8%	-1.7%	-1.6%	-1.6%	-1.5%	-1.4%	-1.5%	-1.5%
Trích lập dự phòng	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.1%	-1.3%	-1.1%	-0.9%	-1.0%	-1.0%	-0.9%
Thuế & lợi ích của cổ đông thiểu số	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.5%
ROA	1.0%	1.1%	1.3%	1.4%	1.5%	1.7%	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%
Tài sản/Vốn CSH	16.2	14.8	13.6	12.8	12.4	11.9	11.2	10.8	10.2	9.9
ROE	15.4%	16.6%	17.7%	17.4%	19.1%	20.8%	17.7%	17.6%	17.7%	18.2%

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Bảng 51: Các số liệu hoạt động chính & định giá

%	ACB	BID	CTG	HDB	LPB	MBB	MSB	OCB	STB	TCB	TPB	VCB	VIB	VPB
Hệ số CAR	12.5	9.2	9.3	12.6	12.2	10.7	12.8	13.3	9.1	14.4	12.4	11.6	11.7	17.1
Nợ xấu	1.2	1.1	1.1	1.8	1.3	1.6	2.9	2.8	2.7	1.2	2.0	1.0	3.1	5.8
Nợ nhóm 2	0.7	1.6	1.5	5.2	1.1	2.3	1.8	2.1	0.7	0.9	2.8	0.4	5.6	6.9
Hệ số LLR	91.2	213.8	167.2	65.8	93.8	117.0	55.2	50.3	59.0	102.1	63.7	230.3	51.0	44.8
Tỷ trọng cho vay BĐS	4.9	8.3	10.0	25.4	29.1	12.8	18.1	16.5	8.0	38.9	16.9	9.8	1.5	27.7
Tỷ lệ CIR	36.0	38.0	34.1	31.9	24.6	33.0	65.7	36.4	50.8	32.8	41.5	36.0	30.3	27.1
Tỷ lệ NIM – đã điều chỉnh rủi ro	3.6	1.5	1.1	3.7	2.2	3.8	2.9	2.8	3.0	3.4	1.9	2.8	2.8	0.7
ROA	2.5	1.0	1.1	2.0	1.6	2.5	1.9	1.9	1.2	2.3	1.3	1.8	2.2	1.3
ROE	24.4	18.7	16.8	24.7	20.0	24.1	15.6	15.0	18.0	14.6	14.2	21.2	24.4	9.1
2024 tăng trưởng EPS	9.6	18.1	0.5	10.7	0.2	7.2	16.8	34.8	12.2	27.2	32.3	0.1	17.0	40.3
2024 tăng trưởng tín dụng	15.8	12.0	14.0	24.5	16.0	20.3	18.0	12.2	14.0	15.4	15.4	14.4	15.0	23.3
P/B trượt dự phóng 1 năm (lần)	1.22	1.74	1.10	1.11	1.58	0.95	0.74	0.84	0.88	1.06	0.98	2.21	1.12	0.96

Ghi chú: EPS, tăng trưởng tín dụng & P/B trượt dự phóng 1 năm (dữ liệu giá từ ngày 31/5) dựa trên dự báo của HSC; những số liệu khác là dữ liệu thực tế cuối năm 2023

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Bảng 52: So sánh các ngân hàng

Ngân hàng	Thị giá	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	P/B (lần)		P/E (lần)		ROE (%)			Tăng trưởng EPS (%)		PB tại giá mục tiêu (lần)
	Đồng		Đồng	2024F	2025F	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2024F	2025F	
ACB	24,650	Mua vào	30,435	1.31	1.11	6.4	5.8	24.8	22.7	21.3	9.6	11.1	1.61
BID	47,100	Tăng tỷ trọng	52,800	1.88	1.58	12.2	10.2	18.9	18.8	18.5	18.1	20.4	2.11
CTG	31,900	Mua vào	41,000	1.19	0.99	8.5	6.0	17.1	16.6	19.6	0.5	41.5	1.52
HDB	23,250	Tăng tỷ trọng	27,700	1.20	1.00	6.0	5.2	24.2	23.6	22.3	10.7	16.9	1.43
LPB	25,800	Bán ra	16,500	1.67	1.45	12.8	11.2	19.2	15.4	15.3	0.2	14.7	1.07
MBB	21,750	Mua vào	27,900	1.02	0.87	5.5	4.9	24.0	20.9	19.8	7.2	11.7	1.31
MSB	14,300	Mua vào	18,200	0.78	0.68	5.2	5.1	16.0	16.0	14.1	16.8	1.8	1.00
OCB	14,750	Tăng tỷ trọng	17,100	0.91	0.79	6.8	6.0	12.3	14.4	14.0	34.8	12.8	1.06
STB	27,850	Mua vào	37,200	0.96	0.79	6.1	4.3	18.3	18.6	21.1	12.2	40.2	1.28
TCB	47,000	Mua vào	56,500	1.12	0.98	7.2	6.1	14.8	16.3	16.8	27.2	18.2	1.35
TPB	17,650	Tăng tỷ trọng	20,400	1.03	0.90	6.6	5.2	13.7	17.1	19.0	32.3	25.8	1.20
VCB	87,200	Tăng tỷ trọng	106,500	2.46	1.92	14.7	13.0	21.8	19.8	18.1	0.1	13.8	3.00
VIB	21,750	Tăng tỷ trọng	25,800	1.22	1.00	5.5	4.4	24.3	24.3	25.1	17.0	24.8	1.44
VPB	18,000	Mua vào	23,000	1.00	0.92	9.0	7.4	8.4	11.0	12.3	40.3	20.7	1.27
Bình quân ngành				1.27	1.07	8.0	6.8	18.4	18.3	18.4	16.2	19.6	1.48
Bình quân các NHTM có vốn Nhà nước				1.84	1.49	11.8	9.7	19.3	18.4	18.7	6.2	25.2	2.21
Bình quân các NHTM tư nhân				1.11	0.95	7.0	6.0	18.2	18.2	18.3	18.9	18.1	1.28

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 31/5
Nguồn: HSC

Rủi ro đối với dự báo và định giá của chúng tôi

Rủi ro đối với dự báo của chúng tôi bao gồm:

- Tăng trưởng tín dụng chậm hơn dự báo: Trong khi chúng tôi không quá lo ngại về khả năng các NHTM có thể hoàn thành hạn mức tăng trưởng tín dụng vào cuối năm, việc giải ngân các khoản vay chậm cùng các khoản vay 'kỹ thuật' có thể làm tỷ lệ NIM thấp hơn dự báo.
- Sức ép lên tỷ giá kéo dài hơn dự kiến có thể làm lãi suất biến động bất lợi và tác động tiêu cực tới tỷ lệ NIM.
- Thị trường BĐS hồi phục chậm hơn dự kiến.
- Chi phí tín dụng (chi phí dự phòng) cao hơn dự báo ở một số NHTM do nợ xấu liên đới.

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ30,435 (từ VNĐ30,435)

Tiềm năng tăng/giảm: 23.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (31/5/2024)	24,650
Mã Bloomberg	ACB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	17,724-24,906
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	24,712
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	110,105
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,326
Slg CP lưu hành (tr.đv)	4,467
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,340
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	30.0%
Tỷ lệ freefloat	77.7%
Cổ đông lớn	luy , người liên quan (6.90%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	9.29	4.80	38.3
So với chỉ số	6.26	3.96	15.6
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2024F	3,838	4,021	(4.5)
2025F	4,265	4,733	(9.9)
2026F	5,116	5,467	(6.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Ngân hàng TMCP Á Châu là một trong những ngân hàng tư nhân lớn nhất tại Việt Nam, tập trung vào phân khúc khách hàng cá nhân và DN/VN.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thanh Tùng, CFA

Chuyên Viên , Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.nguyenthanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4869

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Hệ số ROE cao bền vững & an toàn; lặp lại khuyến nghị Mua vào

- HSC nhắc lại khuyến nghị Mua vào đối với ACB và giữ nguyên giá mục tiêu là 30.435đ (tiềm năng tăng giá 23,5%).
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026, tương đương lợi nhuận thuần tăng trưởng 9,6% trong năm 2024 và tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 13,5%. Tăng trưởng tín dụng ấn tượng kể từ đầu năm cùng chất lượng tài sản vững chắc đã giúp ACB đi đúng hướng để hoàn thành kế hoạch năm 2024 của Ngân hàng.
- ACB đang giao dịch với P/B dự phóng là 1,22 lần, thấp hơn 0,27 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ nhưng cao hơn 17% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi tin rằng chất lượng tài sản & lợi nhuận tích cực sẽ giúp ACB xứng đáng có được định giá cao hơn bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Sự kiện: Giá cổ phiếu tăng mạnh trong 1 tháng qua

Giá cổ phiếu ACB đã tăng 9,3% trong 1 tháng qua, diễn biến tích cực hơn chỉ số VNIndex và so với bình quân nhóm NHTM tư nhân trong cùng kỳ. HSC tin rằng đây là thành quả từ tăng trưởng tín dụng chất lượng và chất lượng tài sản vững chắc của ACB.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026, với lợi nhuận thuần tăng trưởng 9,6% trong năm 2024 và tốc độ tăng trưởng CAGR lợi nhuận thuần trong 3 năm tới đạt 13,5%. Tăng trưởng tín dụng của ACB kể từ đầu năm khá ấn tượng, đạt khoảng 6%, cao hơn so với bình quân ngành ở mức khoảng 2,5% đồng thời giữ vững tỷ lệ nợ xấu ở mức rất thấp. Lãi suất liên ngân hàng tăng lên gần đây cũng có lợi cho ACB nhờ vị thế cho vay rộng của Ngân hàng.

Lưu ý rằng dự báo EPS giai đoạn 2024-2026 của chúng tôi thấp hơn bình quân khoảng 6,9% dự báo của thị trường một phần do chúng tôi loại trừ khoản trích quỹ khen thưởng phúc lợi khỏi lợi nhuận thuần (khoảng 2,5% lợi nhuận hợp nhất).

Định giá và khuyến nghị

HSC lặp lại khuyến nghị Mua vào và giữ nguyên giá mục tiêu là 30.435đ, tương đương tiềm năng tăng giá là 23,5% và P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,4 lần, cao hơn khoảng 10-20% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Cùng với lợi suất cổ tức kỳ vọng cho năm 2025 là 4%, tổng lợi nhuận kỳ vọng vào khoảng 27,5%.

ACB đang giao dịch với P/B dự phóng là 1,22 lần, thấp hơn 0,27 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,3 lần nhưng cao hơn 17% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,04 lần. Chúng tôi tin rằng nghịch lý tích cực đang tồn tại ở ACB, đó là vừa giữ được khẩu vị rủi ro thận trọng nhưng vẫn có thể duy trì được tăng trưởng vững chắc và chất lượng so với ngành. Trong bối cảnh vĩ mô bất ổn hiện nay, ACB hiện không chỉ là cơ hội đầu tư có tính phòng thủ mà còn là một cơ hội đầu tư tăng trưởng ổn định.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	23,534	24,960	29,692	34,705	40,348
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	17,185	21,872	24,524	28,091	33,198
LN thuần (tỷ đồng)	13,688	16,045	17,584	19,539	23,440
EPS (đồng)	3,031	3,503	3,838	4,265	5,116
DPS (đồng)	0	756	870	1,000	1,150
BVPS (đồng)	13,083	15,885	18,860	22,125	26,092
P/E (lần)	8.13	7.04	6.42	5.78	4.82
Lợi suất cổ tức (%)	0	3.07	3.53	4.06	4.67
P/B (lần)	1.88	1.55	1.31	1.11	0.94
Tăng trưởng EPS (%)	43.2	15.6	9.58	11.1	20.0
ROAE (%)	26.5	24.8	22.7	21.3	21.8

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Tăng trưởng tốt với khẩu vị rủi ro thấp

HSC duy trì giả định/dự báo chính và tin rằng ACB đang đi đúng hướng để hoàn thành kế hoạch kinh doanh đặt ra tại ĐHCĐ. Ngân hàng ghi nhận tăng trưởng tín dụng ấn tượng kể từ đầu năm đạt khoảng 6%, cao hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 2,5%, đồng thời giữ vững tỷ lệ nợ xấu ở mức rất thấp. Lãi suất liên ngân hàng tăng lên gần đây cũng có lợi cho ACB nhờ vị thế cho vay thuận của Ngân hàng. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ACB.

Giả định & dự báo chính

HSC giữ nguyên quan điểm và dự báo như trong Báo cáo cập nhật gần nhất ([Chất lượng tài sản vững chắc; tăng 6,4% giá mục tiêu](#), 13/5/2024). Những giả định và dự báo chính như sau:

- **Tăng trưởng bằng CĐKT:** HSC kỳ vọng tăng trưởng tín dụng hợp nhất của ACB (trên 15%) sẽ cao hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân (dự báo đạt 14%) nhờ chất lượng tài sản tốt hơn và nhờ khoản đầu tư lớn vào ACBS gần đây (về vốn và nhân lực, ...). Tiền gửi có thể sẽ tăng trưởng nhanh hơn tín dụng nhằm giảm dần hệ số LDR từ 88,3% tại thời điểm cuối năm 2023 xuống 85% trong 5 năm tới.
- **Tỷ lệ NIM:** HSC dự báo tỷ lệ NIM bắt đầu hồi phục từ năm 2024 nhờ khả năng kiểm soát chi phí huy động rất tốt và vị thế cho vay rộng trên thị trường liên ngân hàng giúp ACB hưởng lợi từ đợt lãi suất liên ngân hàng tăng mạnh gần đây.
- **Chi phí tín dụng:** HSC dự báo chi phí tín dụng giai đoạn 2024-2026 sẽ tăng lên mặc dù tỷ lệ nợ xấu mới hình thành giảm xuống do chúng tôi tin rằng ACB sẽ ghi nhận chi phí dự phòng bổ sung để xóa nợ xấu, từ đó giảm tỷ lệ nợ xấu xuống mức thấp.
- **Thu nhập ngoài lãi:** HSC dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ sẽ cải thiện trong năm 2024 từ mức nền thấp năm ngoái, trong khi lãi mua bán trái phiếu có thể giảm từ mức nền cao cùng kỳ. Lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối nhiều khả năng sẽ tích cực nhờ sự chuyển dịch sang phân khúc khách hàng doanh nghiệp lớn gần đây. Thu nhập từ thu hồi nợ xấu (bao gồm trong thu nhập khác) được dự báo sẽ tăng mạnh trong năm 2026 sau khi nền kinh tế và thị trường BĐS tích cực hơn.

Bảng 53: Các giả định chủ chốt, ACB

	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng tín dụng	17.9%	15.8%	15.1%	15.1%
Tăng trưởng tiền gửi	16.61%	15.7%	17.6%	17.7%
Tỷ lệ NIM	3.87%	3.96%	4.04%	4.03%
Tỷ lệ nợ xấu	1.21%	1.50%	1.40%	1.20%
Chi phí tín dụng	0.40%	0.48%	0.60%	0.56%
Nợ xấu mới hình thành	1.00%	0.80%	0.60%	0.40%

Nguồn: HSC

Bảng 54: Dự báo lợi nhuận, ACB

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	24,960	29,692	34,705	40,348
Tăng trưởng		19.0%	16.9%	16.3%
Tổng thu nhập ngoài lãi	7,787	6,817	7,348	8,916
Tăng trưởng		(12.5%)	7.8%	21.3%
Tổng thu nhập HĐ	32,747	36,509	42,053	49,264
Tăng trưởng		11.5%	15.2%	17.1%
Chi phí HĐ	-10,874	-11,985	-13,962	-16,066
Tăng trưởng		10.2%	16.5%	15.1%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	21,872	24,524	28,091	33,198
Tăng trưởng		12.1%	14.5%	18.2%
Chi phí dự phòng	-1,804	-2,533	-3,666	-3,898
Tăng trưởng		40.4%	44.7%	6.3%
LNTT	20,068	21,990	24,424	29,300
Tăng trưởng		9.6%	11.1%	20.0%
Lợi nhuận thuần	16,045	17,584	19,539	23,440
Tăng trưởng		9.6%	11.1%	20.0%

Nguồn: HSC

Bảng 55: Chi tiết dự báo thu nhập ngoài lãi, ACB

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2,922	3,371	4,007	4,610
Tăng trưởng		15.4%	18.8%	15.1%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	1,110	1,354	1,578	1,886
Tăng trưởng		22.0%	16.5%	19.5%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	2,816	1,217	777	977
Tăng trưởng		(56.8%)	(36.2%)	25.7%
Thu nhập vốn CSH	76	53	56	56
Tăng trưởng		(29.8%)	5.5%	0.0%
Thu nhập khác	863	821	930	1,387
Tăng trưởng		(4.9%)	13.2%	49.1%
Tổng thu nhập ngoài lãi	7,787	6,817	7,348	8,916
Tăng trưởng		(12.5%)	7.8%	21.3%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ACB và giữ nguyên giá mục tiêu là 30.435đ (tiềm năng tăng giá 23,5%). Chúng tôi tin rằng nghịch lý tích cực tồn tại ở ACB khi vừa giữ được khẩu vị rủi ro thận trọng nhưng vẫn có thể duy trì được tăng trưởng vững chắc và chất lượng so với ngành. Trong bối cảnh bất ổn hiện nay, ACB hiện không chỉ là cơ hội đầu tư có tính phòng thủ mà còn đem lại cơ hội tăng trưởng vững chắc.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ACB với giá mục tiêu là 30.435đ, tiềm năng tăng giá 23,5% và P/B dự phóng năm 2024 & 2025 lần lượt là 1,31 lần và 1,11 lần, cao hơn khoảng 25% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi tin rằng ACB xứng đáng có định giá P/B cao hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân nhờ chất lượng tài sản an toàn, rủi ro tiềm ẩn thấp và biến động lợi nhuận & giá cổ phiếu đều thấp.

HSC áp dụng phương pháp thu nhập thặng dư dựa trên giả định chi phí vốn CSH là 14,2% với giả định lãi suất phi rủi ro là 4%, phần bù rủi ro vốn CSH là 8,5% và beta là 1,2.

Bảng 56: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, ACB

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	17,144	19,051	22,854	26,586	30,865	32,520	33,136	30,952	31,881	32,837
Chi phí vốn CSH	-10,076	-11,963	-14,034	-16,549	-19,486	-22,904	-26,388	-28,356	-29,207	-30,083
Lợi nhuận thặng dư	7,068	7,088	8,820	10,036	11,379	9,616	6,747	2,596	2,674	2,754
Giá trị dài hạn										25,328
Hệ số chiết khấu đến cuối 2024	100.0%	87.6%	76.7%	67.2%	58.8%	51.5%	45.1%	39.5%	34.6%	30.3%
Giá trị hiện tại đến cuối 2024	7,068	6,207	6,765	6,741	6,692	4,952	3,043	1,025	925	8,502
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ năm 2025	40,413									
Giá trị sổ sách cuối năm 2024	84,244									
Giá trị vốn CSH cuối năm 2024	124,656									
Giá trị vốn CSH giữa năm 2025	136,038									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	4,467									
Giá mục tiêu giữa năm 2025	30,435									

Nguồn: HSC

Bảng 57: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, ACB

Giá mục tiêu 30.435đ dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4%, phần bù rủi ro vốn CSH là 8,5% & beta là 1,2

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%	40,100	37,500	35,100	33,000	31,100
	8.0%	37,000	34,700	32,600	30,700	29,000
	8.5%	34,200	32,200	30,435	28,700	27,200
	9.0%	31,900	30,000	28,400	26,900	25,500
	9.5%	29,700	28,100	26,600	25,300	24,000

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau diễn biến giao dịch tích cực hơn chỉ số VNIndex và bình quân ngành trong 1 tháng qua, ACB đang giao dịch với P/B dự phóng là 1,22 lần, thấp hơn 0,27 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,3 lần nhưng cao hơn 17% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,04 lần. HSC tin rằng ACB xứng đáng có mức định giá cao nhờ tăng trưởng tín dụng cao nhưng chất lượng và chất lượng tài sản an toàn (sẽ tiếp tục được giữ vững và đánh giá cao), đặc biệt là trong bối cảnh khó khăn hiện nay.

Biểu đồ 58: P/B trượt dự phóng 1 năm, ACB

ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,22 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 59: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/B bình quân, ACB

...thấp hơn 0,27 giá trị P/B bình quân là 1,3 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi	40,699	52,347	52,161	63,242	74,746
Chi phí lãi	(17,165)	(27,387)	(22,469)	(28,536)	(34,397)
Thu nhập lãi thuần	23,534	24,960	29,692	34,705	40,348
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3,526	2,922	3,371	4,007	4,610
Lãi thuần HĐ KDNH	1,048	1,110	1,354	1,578	1,886
Lãi/lỗ từ mua bán CK	(367)	2,816	1,217	777	977
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	59.5	75.6	53.1	56.0	56.0
Thu nhập khác	990	863	821	930	1,387
Tổng thu nhập HĐ	28,790	32,747	36,509	42,053	49,264
Chi phí HĐ	(11,605)	(10,874)	(11,985)	(13,962)	(16,066)
LN trước dự phòng	17,185	21,872	24,524	28,091	33,198
Chi phí dự phòng	(70.8)	(1,804)	(2,533)	(3,666)	(3,898)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	17,114	20,068	21,990	24,424	29,300
Chi phí thuế TNDN	(3,426)	(4,023)	(4,407)	(4,885)	(5,860)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	13,688	16,045	17,584	19,539	23,440
EPS (đồng)	3,031	3,503	3,838	4,265	5,116
DPS (đồng)	0	756	870	1,000	1,150
Slg CP bình quân (triệu đv)	4,467	4,467	4,467	4,467	4,467
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	4,467	4,467	4,467	4,467	4,467
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	4,467	4,467	4,467	4,467	4,467

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	8,461	6,909	7,364	8,661	10,193
Tiền gửi tại NHNN	13,658	18,505	8,935	19,704	23,188
Tiền gửi tại các TCTD khác	85,971	114,874	139,242	142,098	173,646
Chứng khoán kinh doanh	1,131	7,177	8,562	10,755	13,466
Các công cụ tài chính phái sinh	100	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	408,857	482,235	557,978	642,216	739,038
Tổng dư nợ cho vay	413,706	487,602	564,543	649,586	747,467
Dự phòng rủi ro	(4,850)	(5,367)	(6,566)	(7,371)	(8,429)
Chứng khoán đầu tư	75,535	73,463	78,745	98,914	123,845
CK đầu tư sẵn sàng để bán	31,855	44,904	53,222	66,854	83,704
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	43,680	28,560	25,523	32,060	40,141
Dự phòng rủi ro	0	0	0	(0.32)	(0.40)
Đầu tư dài hạn	147	140	140	140	140
Tài sản cố định	4,158	4,940	4,892	5,039	5,190
Tài sản khác	9,858	10,552	11,763	13,859	16,137
Tổng tài sản	607,875	718,795	817,618	941,386	#####
Nợ phải trả	549,437	647,839	733,375	842,558	988,298
Tiền gửi của NHNN	506	0.09	67.0	67.0	67.0
Tiền gửi của các TCTD khác	67,841	89,507	95,972	77,950	89,696
Tổng tiền gửi KH	413,953	482,703	558,407	656,804	772,949
Trái phiếu và CCTG	44,304	52,410	55,227	64,959	76,445
Nợ khác	22,772	23,060	23,146	42,223	48,585
Vốn chủ sở hữu	58,439	70,956	84,244	98,828	116,545
Vốn điều lệ	33,774	38,841	44,667	51,367	59,072
Thặng dư vốn cổ phần	272	272	272	272	272
Lợi nhuận giữ lại	15,172	20,286	25,075	29,794	36,289
Quỹ & vốn khác của CSH	9,220	11,557	14,230	17,395	20,912
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	607,875	718,795	817,618	941,386	#####
BVPS (đồng)	13,083	15,885	18,860	22,125	26,092

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	15.2	18.2	13.7	15.1	17.4
Tăng trưởng cho vay KH (%)	14.3	17.9	15.8	15.1	15.1
Tăng trưởng huy động KH (%)	8.96	16.6	15.7	17.6	17.7
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	11.6	16.8	14.7	17.6	17.7
Tăng trưởng VCSH (%)	30.2	21.4	18.7	17.3	17.9
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	24.2	6.06	19.0	16.9	16.3
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	41.0	(6.30)	10.2	16.5	15.1
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	12.1	27.3	12.1	14.5	18.2
Tăng trưởng LNTT (%)	42.6	17.3	9.58	11.1	20.0
Tăng trưởng LN thuần (%)	42.5	17.2	9.59	11.1	20.0
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	5.07	4.94	4.75	4.78	4.82
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(2.04)	(1.64)	(1.56)	(1.59)	(1.57)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	97.2	97.2	97.6	97.7	97.7
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.21	2.40	2.60	2.90	3.30
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	35.6	41.8	45.8	50.5	60.6
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	8.13	7.04	6.42	5.78	4.82
P/B (lần)	1.88	1.55	1.31	1.11	0.94
Lợi suất cổ tức (%)	0	3.07	3.53	4.06	4.67

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	47.5	49.0	48.2	46.5	47.6
ROAA (%)	2.41	2.42	2.29	2.22	2.29
ROAE (%)	26.5	24.8	22.7	21.3	21.8
Chi phí huy động BQ (%)	3.46	4.76	3.37	3.78	3.96
Lợi suất góp BQ (%)	7.38	8.12	6.96	7.36	7.47
Lợi suất thuần (%)	3.91	3.36	3.59	3.58	3.52
Tỷ lệ NIM (%)	4.26	3.87	3.96	4.04	4.03
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	12.2	8.92	9.23	9.53	9.36
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	81.7	76.2	81.3	82.5	81.9
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	18.3	23.8	18.7	17.5	18.1
Tỷ lệ CIR (%)	40.3	33.2	32.8	33.2	32.6
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	21.6	22.7	23.4	22.5
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.8	12.5	13.1	13.3	13.5
VCSH/Tổng TS (%)	9.61	9.87	10.3	10.5	10.5
Đòn bẩy vốn (lần)	10.4	10.1	9.71	9.53	9.48
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	0.74	1.21	1.50	1.40	1.20
Hệ số LLR (%)	159	91.2	77.5	81.0	94.0
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	99.9	101	101	98.9	96.7
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	12.9	14.3	13.5	9.75	9.55
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	68.1	67.8	69.0	69.0	67.7
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	384	384	384	387	387
Số lượng nhân viên	13,035	13,655	14,064	14,485	14,919

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

Giá mục tiêu: VNĐ52,800 (từ VNĐ49,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 12.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (31/5/2024)	47,100
Mã Bloomberg	BID VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	35,496-54,400
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	48,280
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	189,437
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	7,443
Slg CP lưu hành (tr.đv)	4,022
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,207
Slg CP NN được mua (tr.đv)	512
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	17.3%
Tỷ lệ freefloat	4.01%
Cổ đông lớn	Ngân hàng Nhà nước (81.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(4.27)	(11.1)	20.6
So với chỉ số	(6.93)	(11.8)	0.81
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	3,852	3,781	1.9
2025F	4,639	4,599	0.9
2026F	5,366	5,731	(6.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam là ngân hàng thương mại lớn nhất tại Việt Nam xét trên quy mô tổng tài sản.

Chuyên viên phân tích

Lê Khánh Tùng

Chuyên Viên , Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.lkhanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4844

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Triển vọng nguyên vẹn; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng trên cơ sở định giá

- HSC tăng 6% giá mục tiêu đối với BID lên 52.800đ sau khi điều chỉnh thời điểm định giá, và nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) do tiềm năng tăng giá tăng lên.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 với tốc độ CAGR lợi nhuận thuần 3 năm đạt 20% và hệ số ROE bình quân là 19%. Tổng thu nhập hoạt động vững chắc và chi phí tín dụng kiểm soát tốt là động lực chính giúp đẩy mạnh lợi nhuận của Ngân hàng.
- BID đang giao dịch với P/B dự phóng 1 năm là 1,74 lần, cao hơn 49% so với bình quân nhóm NHTM niêm yết ở mức 1,17 lần và thấp hơn 23% so với ngân hàng tốt nhất là VCB (2,2 lần). Tại giá mục tiêu, tiềm năng tăng giá là 12% và P/B dự phóng năm 2024 là 2,03 lần.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q1/2024 & thông điệp tại ĐHCĐ

LNTT Q1/2024 của BID đạt 7.390 tỷ đồng (tăng 7% so với cùng kỳ và bằng 22,5% dự báo cả năm 2024 của chúng tôi) nhờ chi phí dự phòng giảm (giảm 20% so với cùng kỳ) trong khi tổng thu nhập hoạt động đi ngang. Do Q1 thường là giai đoạn kém tích cực nhất của BID, HSC tin rằng kết quả này sát với dự báo. Chúng tôi kỳ vọng tổng thu nhập hoạt động sẽ tăng trưởng mạnh mẽ hơn trong những quý tới và giúp lợi nhuận hoàn thành dự báo cả năm của chúng tôi.

Tại ĐHCĐ (ngày 27/4/2024), BID đã được cổ đông thông qua đợt 1 trong kế hoạch phát hành riêng lẻ. Đợt 1 dự kiến sẽ phát hành 2,89% số lượng cổ phiếu đang lưu hành (trên tổng số 9% số lượng cổ phiếu đang lưu hành trong cả kế hoạch) trong giai đoạn 2024-2025.

Tác động: Duy trì dự báo lợi nhuận, tương đương tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 20%

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận, tương đương tốc độ CAGR LNTT 3 năm đạt 20%. Dự báo của HSC sát với dự báo của thị trường.

Đối với kế hoạch tăng vốn CSH, HSC ước tính BID sẽ phát hành đợt 1 (30% tổng số lượng cổ phiếu phát hành dự kiến) trong năm 2024 và phát hành số lượng cổ phiếu còn lại vào năm 2025. Chúng tôi trước đó cho rằng BID sẽ hoàn thành toàn bộ kế hoạch tăng vốn CSH trong năm 2024.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu BID đã giảm 4% trong 1 tháng qua, tương đương diễn biến của các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị. Từ đó, BID đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,74 lần, cao hơn 49% so với bình quân nhóm NHTM niêm yết ở mức 1,17 lần và thấp hơn 23% so với ngân hàng tốt nhất là VCB (2,2 lần).

HSC tin rằng BID đang giao dịch quanh mức định giá hợp lý do nền tảng tốt dựa trên quy mô lớn và danh mục cho vay đa dạng của Ngân hàng đã phản ánh vào giá cổ phiếu, trong khi kế hoạch phát hành riêng lẻ vẫn đang chậm hơn dự kiến.

Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 12% và P/B dự phóng năm 2024 là 2,03 lần, cao hơn 40% so với bình quân nhóm NHTM niêm yết ở mức 1,45 lần và thấp hơn 22% so với VCB (2,6 lần). HSC nâng khuyến nghị đối với BID lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ).

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	56.1	56.4	66.3	76.7	86.8
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	47.0	48.2	55.2	65.8	75.8
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	18.2	21.7	25.9	31.6	37.9
EPS (đồng)	3,194	3,812	4,544	5,385	6,156
DPS (đồng)	0	-	0 ▼	600 ▲	700 ▲
BVPS (đồng)	17,466	20,692	25,042	29,879	34,545
P/E (lần)	14.7	12.4	10.4	8.75	7.65
Lợi suất cổ tức (%)	0	-	0	1.27	1.49
P/B (lần)	2.70	2.28	1.88	1.58	1.36
Tăng trưởng EPS (%)	72.1	19.4	19.2	18.5	14.3
ROAE (%)	19.9	20.0	19.6	19.1	19.1

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Triển vọng lợi nhuận nguyên vẹn + kế hoạch tăng vốn tích cực

HSC duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng lợi nhuận của BID; do đó, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, tương đương tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 2023-2026 đạt 20% và hệ số ROD bình quân là 18,9% trên cơ sở tổng thu nhập hoạt động tăng trưởng vững chắc và chi phí tín dụng/chi phí dự phòng được kiểm soát. Đối với kế hoạch phát hành riêng lẻ, chúng tôi ước tính thương vụ này sẽ được chia ra 2 năm 2024 (30% tổng số lượng phát hành dự kiến) và 2025 (70% tổng số lượng phát hành dự kiến), so với phát hành toàn bộ vào năm 2024 như dự báo trước đó. Chúng tôi lưu ý rằng điều chỉnh này không có ảnh hưởng đáng kể tới định giá của BID.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 20%

Dựa trên quan điểm triển vọng lợi nhuận của BID vẫn nguyên vẹn, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Một số giả định chính của chúng tôi như sau:

- **Dự báo tăng trưởng tín dụng:** 12%/năm trong năm 2024-2025 và 11% cho năm 2026.
- **Dự báo tỷ lệ NIM:** Lần lượt 2,86%, 2,98% và 3,06% cho năm 2024, 2025 và 2026. Tỷ lệ NIM sẽ cao hơn một chút mức 3% khi nhu cầu tín dụng hồi phục đáng kể.
- **Dự báo tỷ lệ nợ xấu:** 1,2% cho năm 2024-2025 và 1,1% cho năm 2026.
- **Dự báo chi phí tín dụng:** Khoảng 1,2%/năm trong giai đoạn 2024-2026. Chi phí tín dụng sẽ thấp hơn so với quá khứ (khoảng 2%) nhờ hoạt động tái cấu trúc và tỷ trọng cho vay lĩnh vực BĐS thấp của BID.

Nhìn chung, HSC dự báo lợi nhuận của BID sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2026 là 20% và hệ số ROE sẽ khoảng 19%, tương đương so với bình quân nhóm NHTM. Những giả định và dự báo chủ chốt của HSC được trình bày tóm tắt như dưới đây.

Bảng 60: Các giả định quan trọng, BID

HSC giả định tăng trưởng tín dụng & tăng trưởng tiền gửi đi ngang trong năm 2024 nhưng ước tính tỷ lệ NIM sẽ tăng 5 điểm cơ bản/năm

	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng cho vay	12.0%	12.0%	11.0%
Tăng trưởng tiền gửi	11.0%	11.0%	12.0%
Tỷ lệ NIM	2.85%	2.98%	3.06%
Tỷ lệ nợ xấu	1.20%	1.20%	1.10%
Chi phí tín dụng	1.19%	1.22%	1.18%
Nợ xấu mới hình thành	1.78%	1.13%	2.12%

Nguồn: BIDV, HSC dự báo

Bảng 61: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, BID

HSC dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2023-2026 sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 20% nhờ doanh thu vững chắc & chi phí tín dụng giảm

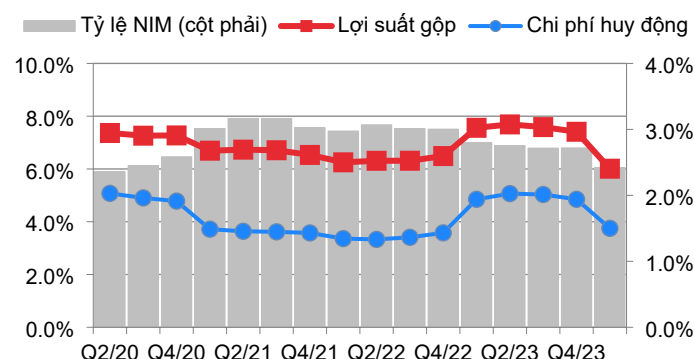
Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	66,295	76,728	86,817
Tăng trưởng	17.6%	15.7%	13.1%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	7,518	9,147	10,297
Tăng trưởng	14.4%	21.7%	12.6%
Thu nhập ngoài lãi	16,499	19,670	22,879
Tăng trưởng	-2.2%	19.2%	16.3%
Tổng thu nhập HĐ	82,794	96,398	109,697
Tăng trưởng	13.0%	16.4%	13.8%
Chi phí HĐ	(27,620)	(30,614)	(33,934)
Tăng trưởng	10.1%	10.8%	10.8%
Chi phí dự phòng	(22,340)	(25,757)	(27,743)
Tăng trưởng	8.7%	15.3%	7.7%
LNTT	32,834	40,027	48,019
Tăng trưởng	18.8%	21.9%	20.0%
Lợi nhuận thuần	25,904	31,586	37,893
Tăng trưởng	19.2%	21.9%	20.0%

Nguồn: BIDV, HSC dự báo

Các số liệu khác về BID sau KQKD Q1/2024 được tóm tắt như sau.

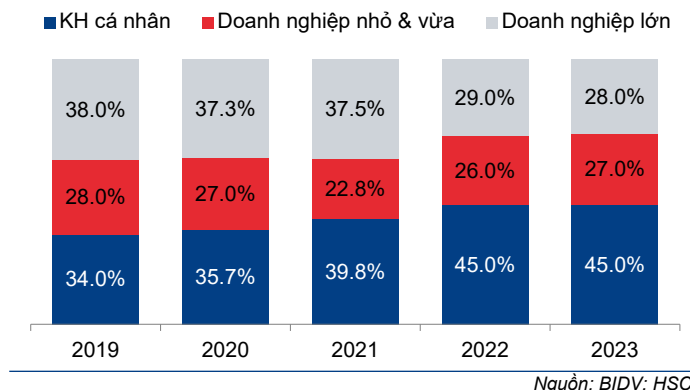
Biểu đồ 62: Tỷ lệ NIM, BID

Tỷ lệ NIM giảm 30 điểm cơ bản so với quý trước xuống 2,42% trong Q1/2024



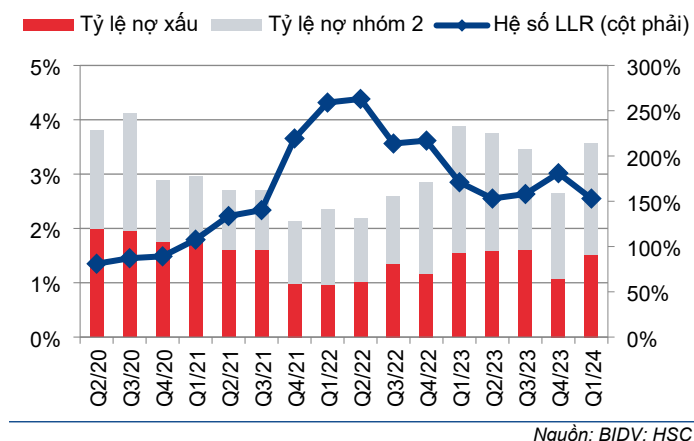
Biểu đồ 63: Cơ cấu cho vay, BID

BID tập trung mở rộng mảng khách hàng cá nhân



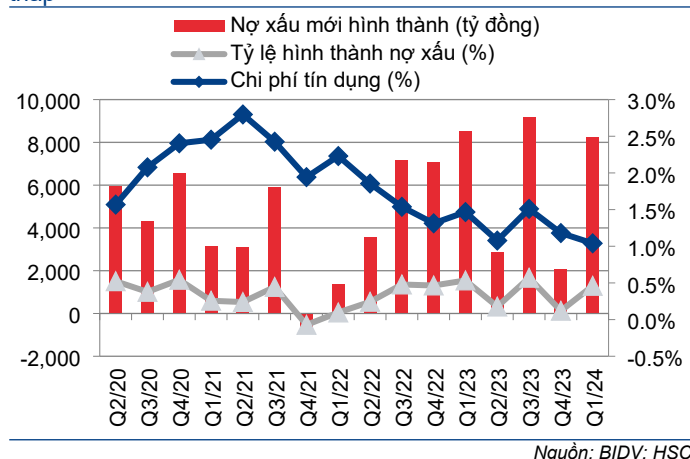
Biểu đồ 64: Chỉ số chất lượng tài sản, BID

Nợ xấu của BID tăng lên 1,51% trong Q1/2024 nhưng vẫn ở mức ổn định...



Biểu đồ 65: Nợ xấu mới hình thành & chi phí tín dụng, BID

... Nợ xấu mới hình thành ở mức cao trong khi chi phí tín dụng thấp



Bảng 66: Thông tin về đợt phát hành riêng lẻ của BID

	Tiêu chí	2024	2025
Dự báo mới	Số lượng cp phát hành (triệu)	165	290
	Tiền thu được (tỷ đồng)	7,585	13,357
Dự báo cũ	Số lượng cp phát hành (triệu)	455	
	Tiền thu được (tỷ đồng)	20,942	

Nguồn: BID; HSC

Điều chỉnh giả định về kế hoạch phát hành riêng lẻ

Lưu ý rằng, BID đã lên kế hoạch phát hành riêng lẻ đợt 1 là 164,9 triệu cổ phiếu (2,89% số lượng cổ phiếu đang lưu hành tại thời điểm cuối năm 2023) tại ĐHCĐ năm 2024 trong tổng số 455 triệu cổ phiếu (9% số lượng cổ phiếu đang lưu hành) vào giai đoạn 2024-2025.

Theo đó, chúng tôi ước tính đợt phát hành đầu tiên (30% tổng số lượng cổ phiếu dự kiến phát hành) sẽ được thực hiện vào năm 2024 và đợt phát hành thứ 2 (70% tổng số lượng cổ phiếu dự kiến phát hành) sẽ được hoàn thành vào năm 2025. Trong năm sau, giả định môi trường lãi suất quốc tế thuận lợi hơn, BID có thể thu hút được nhiều NĐT NN tham gia vào thương vụ này.

HSC giữ nguyên giả định giá phát hành là 46.000đ, tương đương P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,77 lần, sát với định giá ở đợt phát hành trước (1,81 lần) cho NĐT chiến lược KEB Hana Bank vào năm 2019.

Lưu ý rằng việc điều chỉnh này không ảnh hưởng đáng kể tới định giá cũng như triển vọng lợi nhuận của BID.

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng giá mục tiêu đối với BID lên 52.800đ (tiềm năng tăng giá 12%) và nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) nhờ tiềm năng tăng giá tăng lên. P/B trượt dự phóng 1 năm của BID giảm xuống 1,74 lần, thấp hơn 23% so với VCB (2,2 lần) và cao hơn 49% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,17 lần - vẫn rẻ theo quan điểm của chúng tôi. HSC vẫn ưa thích nền tảng của BID nhưng động lực tăng giá liên quan đến kế hoạch phát hành riêng lẻ sẽ cần thêm thời gian để hoàn thành. Thời điểm hiện tại, chúng tôi ưa thích các cổ phiếu NHTM có vốn nhà nước khác có định giá tốt hơn.

Tăng 6% giá mục tiêu...

HSC tăng 6% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư đối với BID lên 52.800đ sau khi chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025. Các giả định khác được giữ nguyên.

Chúng tôi tóm tắt giả định chính và phân tích độ nhạy giá mục tiêu trong Bảng 67-68.

Bảng 67: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, BID

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	21,712	27,199	33,033	40,322	46,273	46,823
- Chi phí vốn CSH	14,744	19,999	22,937	26,528	31,266	32,516
Lợi nhuận thặng dư	6,968	7,200	10,096	13,794	15,007	14,307
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư						168,319
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.00	1.13	1.27	1.42	1.60	1.60
Giá trị hiện tại	6,968	6,400	7,977	9,688	9,369	105,080
Giá trị theo phương pháp thu nhập thặng dư (đồng)	50,171	55,496				
Giá trị của cổ phiếu (đồng)	52,833					

Nguồn: BIDV; HSC

Bảng 68: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định định giá chính (đồng), BID

Lãi suất phi rủi ro	Phản bù rủi ro vốn CSH					
		6.5%	7.5%	8.5%	9.5%	10.5%
3.0%		86,962	72,106	61,194	52,833	46,216
3.5%		78,917	66,263	56,755	49,343	43,398
4.0%		72,106	61,194	52,833	46,216	40,844
4.5%		66,263	56,755	49,343	43,398	38,518
5.0%		61,194	52,833	46,216	40,844	36,390

Nguồn: HSC

... giá trị vẫn hiện hữu

Giá cổ phiếu BID đã giảm 4% trong 1 tháng qua, tương đương diễn biến của các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị. Từ đó, BID đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,74 lần, cao hơn 49% so với bình quân nhóm NHTM niêm yết ở mức 1,17 lần và thấp hơn 23% so với ngân hàng tốt nhất là VCB (2,2 lần).

Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 12% và P/B dự phóng năm 2024 là 2,03 lần, cao hơn 40% so với bình quân nhóm NHTM niêm yết ở mức 1,45 lần và thấp hơn 22% so với VCB (2,6 lần). Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với BID lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ). HSC tin rằng BID vẫn có tiềm năng tăng giá nhờ nền tảng tốt dựa trên quy mô lớn và danh mục cho vay đa dạng – ngay cả khi kế hoạch phát hành riêng lẻ bị chậm trễ.

Biểu đồ 69: P/B trượt dự phóng 1 năm, BID

BID đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,74 lần...



Nguồn: BIDV, HSC dự báo

Biểu đồ 70: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/B bình quân, BID

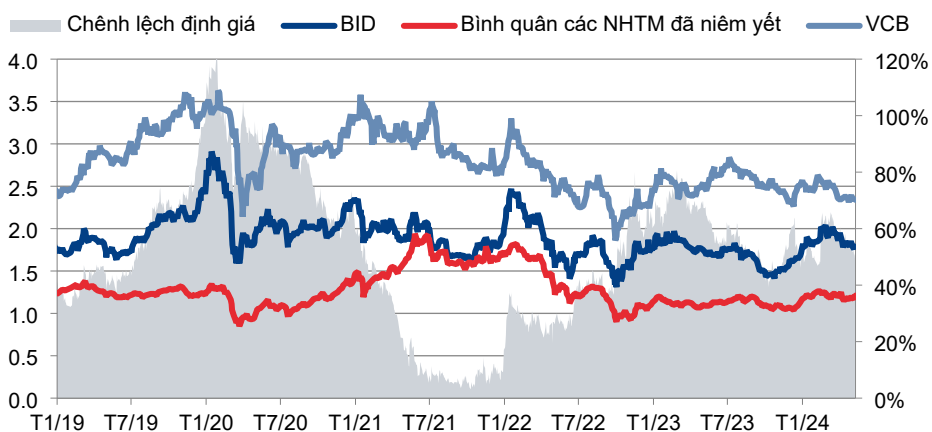
... bằng giá trị bình quân từ năm 2017



Nguồn: BIDV, HSC dự báo

Biểu đồ 71: P/B trượt dự phóng 1 năm quá khứ của BID so với bình quân 3 năm qua của các NHTM đã niêm yết

BID đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,74 lần, cao hơn 49% so với bình quân các NHTM đã niêm yết khác; trong khi đó, chênh lệch định giá của BID và VCB là 23%



Nguồn: BIDV, HSC dự báo

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi	121	153	150	176	200
Chi phí lãi	(65.1)	(96.6)	(83.7)	(99.2)	(113)
Thu nhập lãi thuần	56.1	56.4	66.3	76.7	86.8
Lãi thuần HĐ dịch vụ	5.66	6.57	7.52	9.15	10.3
Lãi thuần HĐ KDNH	3.14	4.71	5.18	5.70	6.27
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.23	3.18	0.97	0.78	0.76
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.29	0.35	0.38	0.42	0.50
Thu nhập khác	4.21	2.08	2.46	3.62	5.05
Tổng thu nhập HĐ	69.6	73.3	82.8	96.4	110
Chi phí HĐ	(22.5)	(25.1)	(27.6)	(30.6)	(33.9)
LN trước dự phòng	47.0	48.2	55.2	65.8	75.8
Chi phí dự phòng	(24.0)	(20.6)	(22.3)	(25.8)	(27.7)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	23.1	27.6	32.8	40.0	48.0
Chi phí thuế TNDN	(4.60)	(5.61)	(6.57)	(8.01)	(9.60)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.26)	(0.30)	(0.36)	(0.44)	(0.52)
Lợi nhuận thuần	18.2	21.7	25.9	31.6	37.9
EPS (đồng)	3,194	3,812	4,544	5,385	6,156
DPS (đồng)	0	-	0	600	700
Slg CP bình quân (triệu đv)	5,696	5,700	5,700	5,865	6,156
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	5,696	5,700	5,865	6,156	6,156
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	5,696	5,700	5,865	6,156	6,156

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	13.7	11.0	13.6	16.5	21.9
Tiền gửi tại NHNN	111	51.6	37.8	47.2	62.3
Tiền gửi tại các TCTD khác	221	212	205	210	214
Chứng khoán kinh doanh	1.70	6.97	7.51	8.13	8.83
Các công cụ tài chính phái sinh	1.04	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	1,484	1,737	1,962	2,198	2,441
Tổng dư nợ cho vay	1,522	1,778	1,991	2,230	2,475
Dự phòng rủi ro	(38.2)	(40.4)	(28.8)	(32.3)	(34.0)
Chứng khoán đầu tư	236	222	242	264	287
CK đầu tư sẵn sàng để bán	162	128	138	149	161
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	73.7	95.7	105	116	127
Dự phòng rủi ro	(0.38)	(0.90)	(0.82)	(0.75)	(0.69)
Đầu tư dài hạn	2.98	3.11	3.14	3.18	3.21
Tài sản cố định	10.5	11.1	11.7	12.2	12.8
Tài sản khác	38.3	45.5	43.3	45.4	47.7
Tổng tài sản	2,121	2,301	2,527	2,804	3,099
Nợ phải trả	2,016	2,178	2,375	2,614	2,881
Tiền gửi của NHNN	153	35.9	36.3	45.3	47.6
Tiền gửi của các TCTD khác	179	182	184	197	199
Tổng tiền gửi KH	1,474	1,704	1,892	2,100	2,352
Trái phiếu và CCTG	157	189	193	197	201
Nợ khác	40.9	53.5	57.2	62.9	69.2
Vốn chủ sở hữu	99.5	118	147	184	213
Vốn điều lệ	50.6	57.0	58.7	61.6	61.6
Thặng dư vốn cổ phần	15.4	15.4	21.3	31.7	31.7
Lợi nhuận giữ lại	24.3	33.6	51.1	70.2	93.5
Quỹ & vốn khác của CSH	9.23	11.7	15.8	20.4	25.9
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.72	4.97	5.15	5.36	5.58
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	2,121	2,301	2,527	2,804	3,099
BVPS (đồng)	17,466	20,692	25,042	29,879	34,545

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	20.4	8.50	9.82	11.0	10.5
Tăng trưởng cho vay KH (%)	12.4	16.8	12.0	12.0	11.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	6.75	15.7	11.0	11.0	12.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	8.42	16.1	10.1	10.2	11.1
Tăng trưởng VCSH (%)	19.6	18.6	24.5	25.2	15.6
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	19.7	0.59	17.6	15.7	13.1
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	16.5	11.2	10.1	10.8	10.8
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	9.32	2.45	14.5	19.2	15.2
Tăng trưởng LNTT (%)	69.5	19.9	18.8	21.9	20.0
Tăng trưởng LN thuần (%)	72.1	19.5	19.2	21.9	20.0
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	3.58	3.31	3.43	3.62	3.72
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.16)	(1.13)	(1.14)	(1.15)	(1.15)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	94.1	95.0	96.5	96.5	96.2
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.45	2.51	2.75	3.11	3.43
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	15.6	18.1	21.0	24.9	29.0
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	14.7	12.4	10.4	8.75	7.65
P/B (lần)	2.70	2.28	1.88	1.58	1.36
Lợi suất cổ tức (%)	0	-	0	1.27	1.49

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	26.1	29.7	31.3	32.8	34.5
ROAA (%)	0.94	0.98	1.07	1.19	1.28
ROAE (%)	19.9	20.0	19.6	19.1	19.1
Chi phí huy động BQ (%)	3.62	4.74	3.79	4.09	4.24
Lợi suất góp BQ (%)	6.63	7.29	6.44	6.84	7.04
Lợi suất thuần (%)	3.00	2.54	2.65	2.75	2.80
Tỷ lệ NIM (%)	3.07	2.69	2.85	2.98	3.06
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	8.13	8.97	9.08	9.49	9.39
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	80.6	77.0	80.1	79.6	79.1
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	19.4	23.0	19.9	20.4	20.9
Tỷ lệ CIR (%)	32.4	34.2	33.4	31.8	30.9
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	-	0	11.1	11.4
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	9.34	9.40	9.22	10.2	10.5
VCSH/Tổng TS (%)	4.69	5.13	5.81	6.56	6.86
Đòn bẩy vốn (lần)	21.3	19.5	17.2	15.2	14.6
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.16	1.26	1.20	1.20	2.15
Hệ số LLR (%)	217	181	121	121	63.9
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	103	104	105	106	105
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	9.88	8.78	8.11	7.90	7.23
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	71.8	77.3	78.8	79.5	79.9
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	1,163	1,198	1,234	1,271	1,309
Số lượng nhân viên	28,381	29,233	30,110	31,013	31,943

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

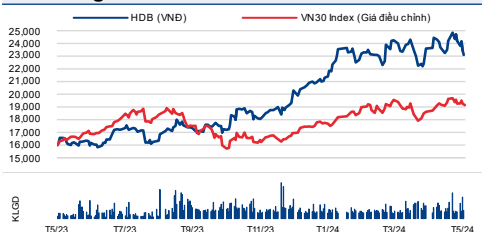
Giá mục tiêu: VNĐ27,700 (từ VNĐ26,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 19.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (31/5/2024)	23,250
Mã Bloomberg	HDB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	15,827-24,850
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	23,550
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	67,717
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,661
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,913
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	583
Slg CP NN được mua (tr.đv)	42.8
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	20.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	18.5%
Tỷ lệ freefloat	71.4%
Cổ đông lớn	Sovico (14.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(1.48)	(0.21)	45.3
So với chỉ số	(4.22)	(1.01)	21.4
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2024F	3,854	4,430	(13.0)
2025F	4,504	4,901	(8.1)
2026F	5,281	5,540	(4.7)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

HDB là một ngân hàng có sự cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận và giữ vai trò ngân hàng truyền thống và cho vay tiêu dùng

Chuyên viên phân tích

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính

ha.plien@hsc.com.vn

+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhờ triển vọng vững chắc

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với HDB nhưng tăng 4% giá mục tiêu lên 27.700đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025.
- Trên cơ sở KQKD mạnh mẽ trong Q1/2024, HSC tăng 3,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 do tác động từ việc nâng giả định tỷ lệ NIM lớn hơn tác động từ việc hạ dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ & nâng dự báo chi phí dự phòng. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 27%, 17% và 17% trong năm 2024, 2025 và 2026.
- Diễn biến giá cổ phiếu HDB tích cực hơn đáng kể so với chỉ số VNIndex trong 12 tháng qua nhưng kém tích cực hơn trong thời gian gần đây. HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,11 lần, cao hơn 7% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, mức định giá phù hợp nhờ hệ số ROE vượt trội.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q1/2024 và triển vọng giai đoạn 2024-2026

HDB công bố KQKD Q1/2024 mạnh mẽ với lợi nhuận thuần đạt 3.110 tỷ đồng – tăng 49% so với cùng kỳ nhờ tỷ lệ NIM và tăng trưởng tín dụng (tăng 6,5% so với quý trước) mạnh hơn kỳ vọng.

HSC kỳ vọng HDB có thể giữ vững đà tăng trưởng nhưng tỷ trọng các mảng kinh doanh rủi ro hơn (đáng chú ý là mảng BĐS) tăng lên sẽ là yếu tố cần theo dõi và có thể làm chi phí dự phòng tăng lên trong giai đoạn 2024-2026.

Tác động: Điều chỉnh nhẹ dự báo lợi nhuận

HSC tăng 3,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 nhưng gần như giữ nguyên dự báo năm 2025-2026 với các điều chỉnh tích cực gồm nâng giả định tỷ lệ NIM & hạ dự báo chi phí hoạt động, bù đắp tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ & nâng dự báo chi phí dự phòng. Nhìn chung, dự báo mới của chúng tôi (điều chỉnh rủi ro pha loãng từ trái phiếu chuyển đổi của HDB) – thấp hơn bình quân 8,6% so với dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng kép 3 năm đạt 20%.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu HDB tăng 15% kể từ đầu năm, thấp hơn một chút so với bình quân nhóm NHTM trong danh sách khuyến nghị, HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,11 lần, thấp hơn 0,44 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ khi niêm yết nhưng cao hơn 7% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân (chúng tôi cho rằng định giá này là hợp lý nhờ tăng trưởng và hệ số ROE của HDB cao hơn mức bình quân ngành).

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với HDB với tiềm năng tăng giá là 19% tại giá mục tiêu mới (tăng 4% nhờ tác động tích cực từ việc nâng dự báo lợi nhuận và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025).

Lưu ý rằng với tỷ trọng cho vay các ngành nghề rủi ro hơn (như BĐS) tăng lên và tăng trưởng bằng CĐKT dự kiến sẽ tương đối mạnh mẽ trong những năm tới, HDB đang lên kế hoạch tăng vốn CSH 500 triệu USD. Kế hoạch này chưa nằm trong mô hình dự báo nhưng chúng tôi cho rằng kế hoạch tham vọng này của HDB sẽ đem lại tác động tích cực.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	18.0	22.2	29.2 ▲	34.2	40.0
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	13.3	17.3	21.5	25.2	29.6
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	7.75	10.1	12.8	14.9	17.5
EPS (đồng)	2,679	3,482	4,412	5,155	6,045
DPS (đồng)	-	1,000	500	500	500
BVPS (đồng)	12,775	15,374	19,381	23,983	29,489
P/E (lần)	8.68	6.68	5.27	4.51	3.85
Lợi suất cổ tức (%)	-	4.30	2.15	2.15	2.15
P/B (lần)	1.82	1.51	1.20	0.97	0.79
Tăng trưởng EPS (%)	26.7	30.0	26.7	16.9	17.3
ROAE (%)	23.5	24.7	25.4	23.8	22.6

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Tăng trưởng & hệ số ROE vượt trội mới chỉ phản ánh một phần vào giá cổ phiếu; khuyến nghị Tăng tỷ trọng

HSC tăng 3,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 nhưng gần như giữ nguyên dự báo năm 2025-2026 với tác động tích cực từ việc nâng giá định tỷ lệ NIM & hạ dự báo chi phí hoạt động lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ & nâng dự báo chi phí dự phòng. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 27%, 17% và 17% trong năm 2024, 2025 và 2026.

Tăng nhẹ dự báo lợi nhuận thuần năm 2024

Sau khi phân tích (1) KQKD Q1/2024 của HDB và (2) triển vọng ngành ngân hàng, HSC tăng 3,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 đồng thời gần như giữ nguyên dự báo năm 2025-2026 (mặc dù vẫn có một số điều chỉnh trái chiều). Nhìn chung, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 tăng trưởng lần lượt 26,7%, 16,9% và 17,3%, tương đương tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 20%.

Những điều chỉnh chính bao gồm:

- Tăng bình quân 20 điểm cơ bản giả định tỷ lệ NIM, dẫn tới thu nhập lãi thuần tăng bình quân 4,2% trong giai đoạn 2024-2026.
- Giảm bình quân 30% dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ trong giai đoạn 2024-2026.
- Tăng bình quân 6% dự báo chi phí dự phòng.

Lưu ý rằng HDB hiện có 325 triệu USD trái phiếu chuyển đổi đủ điều kiện để chuyển đổi thành khoảng 360 triệu cổ phiếu (14,5% số lượng cổ phiếu đang lưu hành). Lưu ý rằng dự báo EPS và BVPS – thấp hơn so với dự báo của thị trường – đã được điều chỉnh đầy đủ rủi ro này và đây là nguyên nhân dẫn đến sự chênh lệch giữa dự báo của chúng tôi và thị trường.

Bảng 72: Những điều chỉnh quan trọng đối với dự báo lợi nhuận, HDB hợp nhất

HSC điều chỉnh tăng 3,6% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 trong khi duy trì phần lớn dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026, đồng thời dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 20%

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	22,184	27,474	33,041	38,873	29,250	34,165	39,971
Tăng trưởng	23.2%	23.8%	20.3%	17.7%	31.9%	16.8%	17.0%
Điều chỉnh					6.5%	3.4%	2.8%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2,188	2,442	2,952	3,584	1,643	2,086	2,492
Tăng trưởng	-26.0%	11.6%	20.9%	21.4%	-24.9%	26.9%	19.5%
Điều chỉnh					-32.7%	-29.3%	-30.5%
Thu nhập ngoài lãi khác	2,042	1,851	2,024	2,054	1,851	1,974	2,117
Tăng trưởng	104.5%	-9.3%	9.4%	1.5%	-9.3%	6.7%	7.2%
Điều chỉnh					0.0%	-2.5%	3.1%
Tổng thu nhập HĐ	26,414	31,767	38,017	44,510	32,744	38,225	44,580
Tăng trưởng	20.2%	20.3%	19.7%	17.1%	24.0%	16.7%	16.6%
Điều chỉnh					3.1%	0.5%	0.2%
Chi phí HĐ	(9,129)	(11,192)	(13,221)	(15,297)	(11,202)	(13,010)	(14,967)
Tăng trưởng	5.8%	22.6%	18.1%	15.7%	22.7%	16.1%	15.0%
Điều chỉnh					0.1%	-1.6%	-2.2%
Chi phí dự phòng	(4,268)	(4,753)	(5,758)	(6,590)	(5,087)	(5,989)	(7,064)
Tăng trưởng	39.1%	11.4%	21.1%	14.4%	19.2%	17.7%	17.9%
Điều chỉnh					7.0%	4.0%	7.2%
LNTT	13,017	15,823	19,038	22,624	16,455	19,226	22,550
Tăng trưởng	26.8%	21.6%	20.3%	18.8%	26.4%	16.8%	17.3%
Điều chỉnh					4.0%	1.0%	-0.3%
Lợi nhuận thuần	10,071	12,321	14,768	17,556	12,762	14,912	17,485
Tăng trưởng	30.0%	22.3%	19.9%	18.9%	26.7%	16.9%	17.3%
Điều chỉnh					3.6%	1.0%	-0.4%

Nguồn: HDB, HSC

Bảng 73: Các giả định chủ chốt, HDB

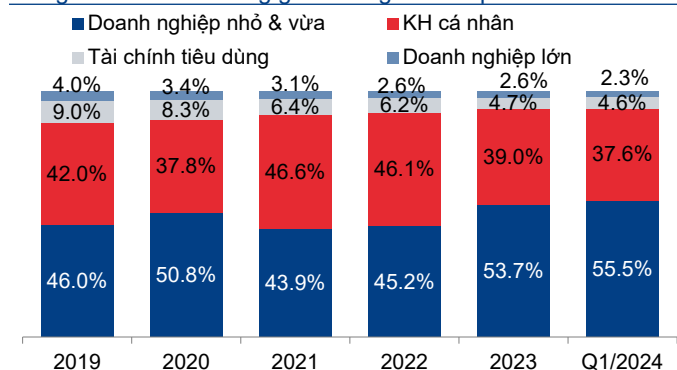
HSC nâng giả định tỷ lệ NIM, giả định tỷ lệ nợ xấu & giả định chi phí tín dụng nhưng hạ giả định hệ số CIR

	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng tín dụng, hợp nhất	31.8%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%
Tăng trưởng tín dụng, HDB	34.2%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Tăng trưởng tín dụng, HDS	-4.5%	15.0%	12.0%	12.0%	15.0%	12.0%	12.0%
Tăng trưởng tiền gửi, hợp nhất	71.8%	15.0%	22.0%	20.0%	15.0%	22.0%	22.0%
Tỷ lệ NIM, hợp nhất	5.13%	5.00%	5.05%	5.03%	5.32%	5.23%	5.13%
Tỷ lệ NIM, HDB	4.12%	4.19%	4.31%	4.32%	4.49%	4.46%	4.41%
Tỷ lệ NIM, HDS	28.94%	28.14%	28.10%	28.18%	29.03%	29.07%	29.15%
Tỷ lệ nợ xấu, hợp nhất	1.79%	1.81%	1.68%	1.66%	2.19%	1.96%	1.95%
Tỷ lệ nợ xấu, HDB	1.51%	1.60%	1.50%	1.50%	2.00%	1.80%	1.80%
Tỷ lệ nợ xấu, HDS	7.61%	6.50%	6.00%	6.00%	6.50%	6.00%	6.00%
Chi phí tín dụng, hợp nhất	1.41%	1.23%	1.20%	1.10%	1.32%	1.25%	1.18%
Chi phí tín dụng, HDB	0.45%	0.47%	0.56%	0.55%	0.56%	0.59%	0.61%
Chi phí tín dụng, HDS	18.09%	17.55%	16.11%	15.66%	17.55%	16.64%	16.19%
Hệ số CIR, hợp nhất	34.6%	35.2%	34.8%	34.4%	34.2%	34.0%	33.6%
Hệ số CIR, HDB	32.8%	34.0%	33.5%	33.0%	33.0%	32.5%	32.0%
Hệ số CIR, HDS	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	38.0%	39.0%	39.0%

Nguồn: HDB, HSC

Biểu đồ 74: Cơ cấu tổng dư nợ cho vay, HDB

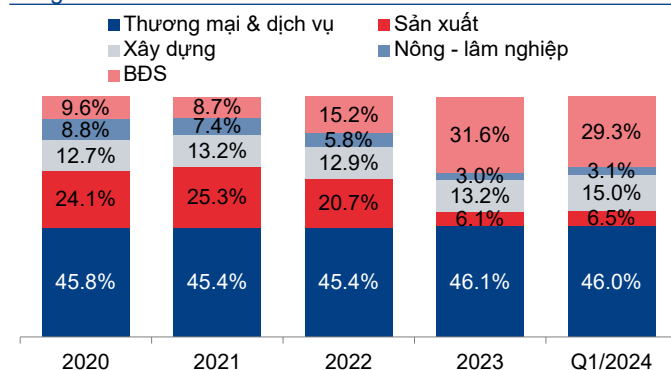
Tỷ trọng cho vay mảng doanh nghiệp nhỏ và vừa tăng trong khi mảng tài chính tiêu dùng giảm trong 5 năm qua



Nguồn: HDB, HSC

Biểu đồ 75: Cơ cấu dư nợ cho vay mảng doanh nghiệp nhỏ và vừa & mảng doanh nghiệp lớn, HDB

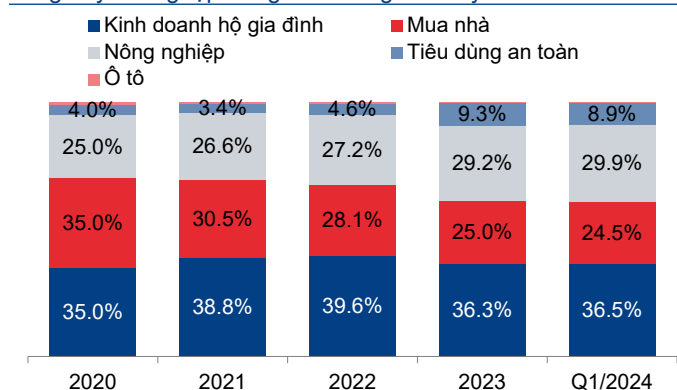
Tỷ trọng cho vay các dự án/doanh nghiệp BĐS tăng đáng kể trong năm 2023



Nguồn: HDB, HSC

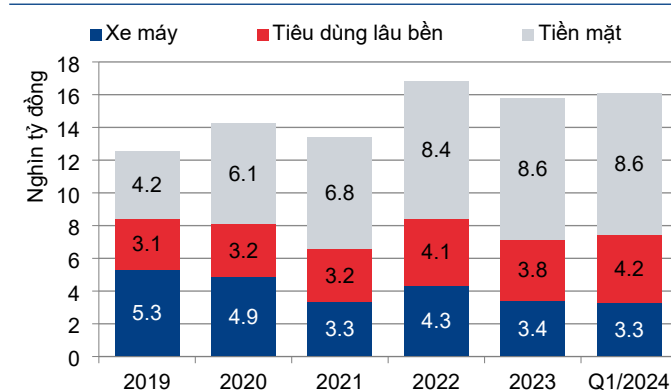
Biểu đồ 76: Cơ cấu dư nợ cho vay mảng KH cá nhân, HDB

Cho vay lĩnh vực nông nghiệp là thị trường ngách của HDB; Ngân hàng này không tập trung vào mảng cho vay mua nhà



Nguồn: HDB, HSC

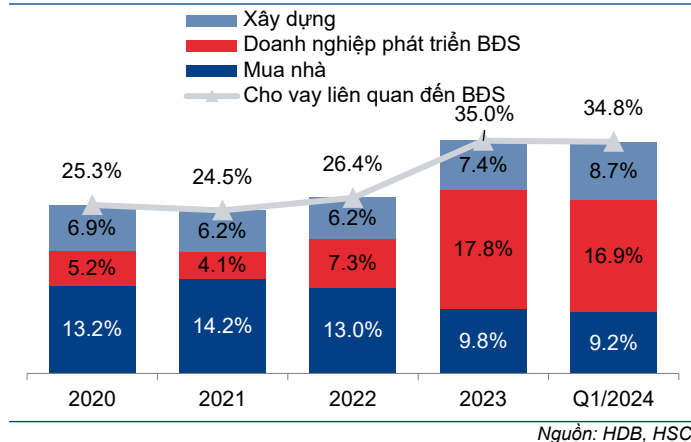
Biểu đồ 77: Cơ cấu dư nợ cho vay mảng tài chính tiêu dùng, HDBSaison



Nguồn: HDB, HSC

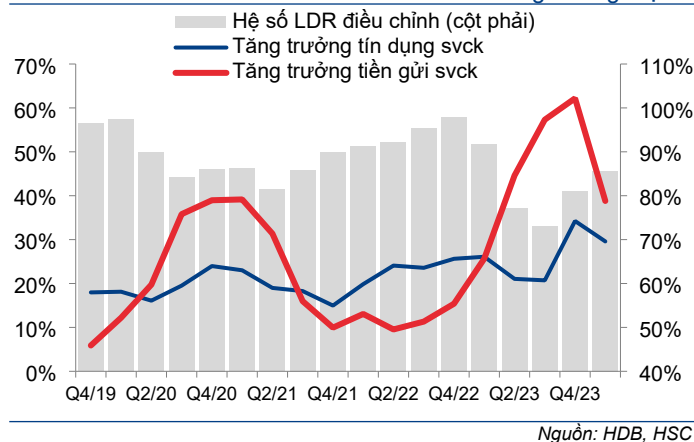
Biểu đồ 78: Tỷ trọng cho vay liên quan đến lĩnh vực BĐS, HDB

Tỷ trọng cho vay liên quan đến lĩnh vực BĐS tăng lên 35% trong năm 2023 và Q1/2024



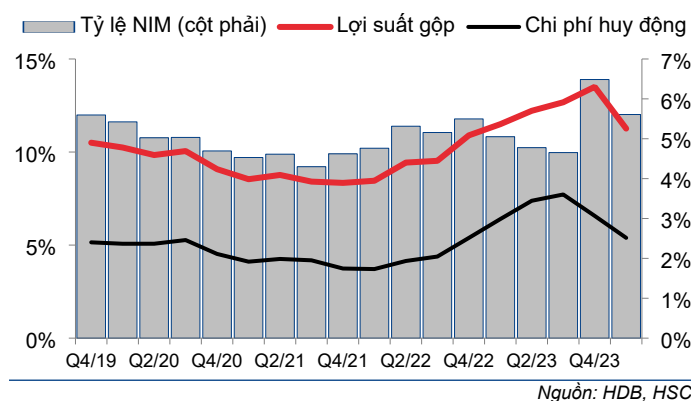
Biểu đồ 79: Tăng trưởng tín dụng, tăng trưởng tiền gửi và hệ số LDR, HDB

HDB có dự địa để tăng LDR và cải thiện tỷ lệ NIM trong năm 2024-2025 nhờ thanh khoản dồi dào sau khi tiền gửi tăng mạnh



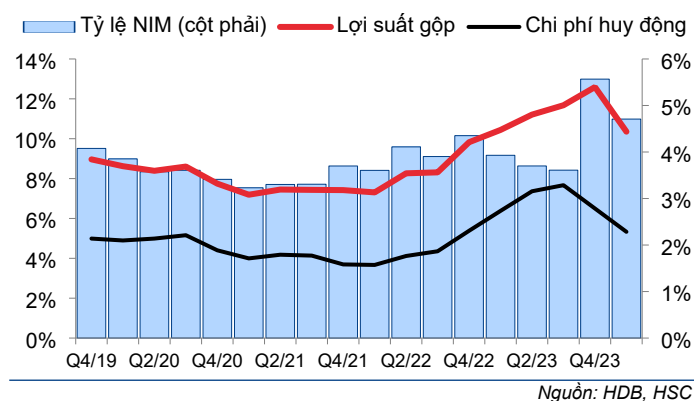
Biểu đồ 80: Tỷ lệ NIM, HDB

Tỷ lệ NIM đã trở lại mức bình thường trong Q1/2024, đạt 5,6% (tăng 56 điểm cơ bản so với cùng kỳ & giảm 88 điểm cơ bản so với quý trước) sau khi tăng cao bất thường trong Q4/2023



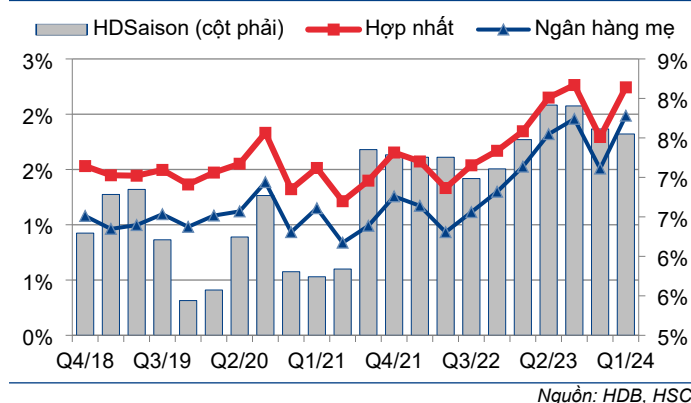
Biểu đồ 81: Tỷ lệ NIM, HDB

Tỷ lệ NIM tại Ngân hàng mẹ cũng có xu hướng tương tự. Trong Q1, tỷ lệ NIM đạt 4,7%, tăng 78 điểm cơ bản so với cùng kỳ nhưng giảm 86 điểm cơ bản so với quý trước



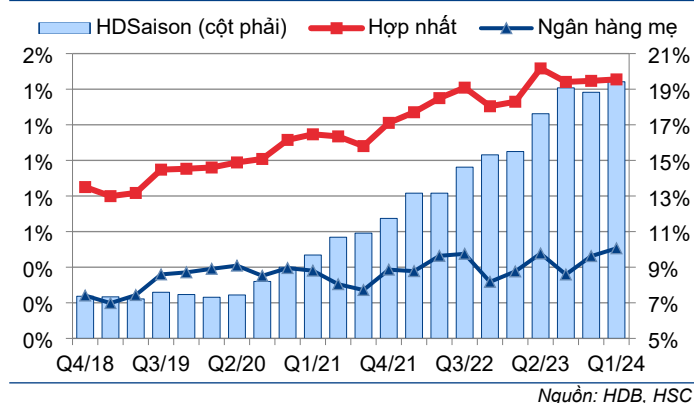
Biểu đồ 82: Tỷ lệ nợ xấu, HDB

Tỷ lệ nợ xấu giảm trong Q4/2023 chủ yếu nhờ danh mục cho vay mở rộng đáng kể



Biểu đồ 83: Chi phí tín dụng (bình quân 12 tháng), HDB

Chi phí tín dụng của HDSaison có xu hướng tăng kể từ Q3/2020 trong khi chi phí tín dụng của Ngân hàng mẹ vẫn duy trì ổn định ở mức thấp



Định giá và khuyến nghị

Diễn biến giá cổ phiếu HDB tích cực hơn đáng kể so với chỉ số VNIndex trong 12 tháng qua nhưng kém tích cực hơn trong thời gian gần đây, HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,11 lần, thấp hơn 0,44 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ nhưng cao hơn 7% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, mức định giá phù hợp nhờ hệ số ROE vượt trội. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với HDB với tiềm năng tăng giá 19% so với giá mục tiêu mới là 27.700đ (tăng 4% nhờ tác động tích cực từ việc nâng dự báo lợi nhuận và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025).

Tăng 4% giá mục tiêu lên 27.700đ

HSC tăng 4% giá mục tiêu lên 27.700đ, tương đương tiềm năng tăng giá 19% so với thị giá. Điều chỉnh này phản ánh những thay đổi định giá chính như sau:

- HSC tăng 3,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 và gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026.
- Chúng tôi chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025.

Các giả định khác – bao gồm lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh 10% và ROE dài hạn 17,5% - được giữ nguyên.

Thông tin về định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư của HSC được trình bày trong Bảng 84 dưới đây. Trong khi đó, phân tích độ nhạy đối với các giả định định giá đầu vào chính là lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được trình bày trong Bảng 85.

Bảng 84: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, HDB

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	12,762	14,912	17,485	18,589	19,710	19,929
- Chi phí vốn CSH	8,376	10,191	12,240	14,724	17,520	18,220
Lợi nhuận thặng dư	4,386	4,721	5,245	3,865	2,190	1,708
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư					14,235	
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.00	1.16	1.35	1.56	1.81	
Giá trị hiện tại	4,386	4,070	3,898	2,476	9,071	
Giá trị hợp lý cuối năm (đồng)	26,456	28,999				
Giá mục tiêu 12 tháng (đồng)	27,700					

Nguồn: HDB, HSC

Bảng 85: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định định giá quan trọng (đồng), HDB

Giá mục tiêu 27.700đ dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH là 10%

Lãi suất phi rủi ro		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
	3.0%	35,025	32,725	30,679	28,846	27,195
	3.5%	33,090	31,004	29,138	27,459	25,941
	4.0%	31,335	29,435	27,727	26,183	24,782
	4.5%	29,738	28,000	26,430	25,006	23,708
	5.0%	28,277	26,681	25,234	23,917	22,712

Nguồn: HSC

Diễn biến giá cổ phiếu HDB tích cực hơn đáng kể so với chỉ số VNIndex trong 12 tháng qua nhưng kém tích cực hơn trong thời gian gần đây, HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,11 lần, thấp hơn 0,44 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ nhưng cao hơn 7% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, mức định giá phù hợp nhờ hệ số ROE vượt trội. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với HDB với tiềm năng tăng giá 19% với giá mục tiêu mới là 27.700đ (tăng 4% nhờ tác động tích cực từ việc nâng dự báo lợi nhuận và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025). Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2024 của HDB là 1,43 lần (so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,28 lần).

Biểu đồ 86: P/B trượt dự phóng 1 năm, HDB

HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,11 lần...



Nguồn: Dữ liệu giá, HSC

Biểu đồ 87: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/B bình quân, HDB

...thấp hơn 0,44 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi niêm yết



Nguồn: Dữ liệu giá, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi	33.3	52.6	60.6	72.0	83.8
Chi phí lãi	(15.3)	(30.5)	(31.3)	(37.9)	(43.9)
Thu nhập lãi thuần	18.0	22.2	29.2	34.2	40.0
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2.96	2.19	1.64	2.09	2.49
Lãi thuần HĐ KDNH	0.13	0.56	0.70	0.78	0.87
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.33	1.21	0.55	0.55	0.55
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.01	0.01	0	0	0
Thu nhập khác	0.53	0.26	0.60	0.64	0.70
Tổng thu nhập HĐ	22.0	26.4	32.7	38.2	44.6
Chi phí HĐ	(8.63)	(9.13)	(11.2)	(13.0)	(15.0)
LN trước dự phòng	13.3	17.3	21.5	25.2	29.6
Chi phí dự phòng	(3.07)	(4.27)	(5.09)	(5.99)	(7.06)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	10.3	13.0	16.5	19.2	22.5
Chi phí thuế TNDN	(2.06)	(2.68)	(3.29)	(3.85)	(4.51)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.46)	(0.27)	(0.40)	(0.47)	(0.55)
Lợi nhuận thuần	7.75	10.1	12.8	14.9	17.5
EPS (đồng)	2,679	3,482	4,412	5,155	6,045
DPS (đồng)	-	1,000	500	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,893	2,893	2,893	2,893	2,893
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,893	2,893	2,893	2,893	2,893
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,311	3,311	3,311	3,311	3,311

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	2.94	2.81	4.26	5.20	6.35
Tiền gửi tại NHNN	11.3	41.5	21.5	26.2	31.9
Tiền gửi tại các TCTD khác	49.1	96.5	102	104	104
Chứng khoán kinh doanh	1.80	18.6	20.4	22.5	24.7
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0.11	0.06	0.06	0.07
Số dư cho vay thuần	261	339	422	525	653
Tổng dư nợ cho vay	264	343	428	532	662
Dự phòng rủi ro	(3.10)	(4.05)	(5.34)	(6.83)	(9.01)
Chứng khoán đầu tư	48.8	44.1	47.9	52.0	56.6
CK đầu tư sẵn sàng để bán	35.4	31.9	35.1	38.6	42.4
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	13.4	12.3	12.9	13.6	14.2
Dự phòng rủi ro	(0.03)	(0.08)	(0.09)	(0.10)	(0.11)
Đầu tư dài hạn	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14
Tài sản cố định	1.32	1.42	1.53	1.61	1.70
Tài sản khác	40.1	57.8	68.6	78.5	89.9
Tổng tài sản	416	602	689	816	969
Nợ phải trả	377	556	631	745	882
Tiền gửi của NHNN	10.8	0.03	0.03	0.03	0.03
Tiền gửi của các TCTD khác	92.7	112	124	134	145
Tổng tiền gửi KH	216	371	426	520	635
Trái phiếu và CCTG	44.2	50.9	56.3	62.3	68.9
Nợ khác	13.6	22.1	24.3	28.1	33.6
Vốn chủ sở hữu	37.0	44.5	56.1	69.4	85.3
Vốn điều lệ	25.3	29.1	29.1	29.1	29.1
Thặng dư vốn cổ phần	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54
Lợi nhuận giữ lại	8.00	10.6	20.7	31.8	45.2
Quỹ & vốn khác của CSH	3.53	4.71	6.20	8.36	10.9
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.04	1.93	1.98	2.10	2.31
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	416	602	689	816	969
BVPS (đồng)	12,775	15,374	19,381	23,983	29,489

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	11.1	44.7	14.4	18.4	18.8
Tăng trưởng cho vay KH (%)	29.8	30.1	24.5	24.4	24.5
Tăng trưởng huy động KH (%)	17.7	71.8	15.0	22.0	22.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	15.0	62.2	14.5	20.7	20.8
Tăng trưởng VCSH (%)	27.3	20.3	26.1	23.7	23.0
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	29.7	23.2	31.9	16.8	17.0
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	35.2	5.78	22.7	16.1	15.0
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	28.5	29.6	24.6	17.0	17.4
Tăng trưởng LNTT (%)	27.2	26.8	26.4	16.8	17.3
Tăng trưởng LN thuần (%)	28.0	30.0	26.7	16.9	17.3
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	5.56	5.19	5.07	5.08	4.99
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(2.18)	(1.79)	(1.73)	(1.73)	(1.68)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	88.3	84.9	85.2	86.9	87.2
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.35	1.52	1.80	2.00	2.22
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	22.5	28.5	35.2	40.0	45.7
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	8.68	6.68	5.27	4.51	3.85
P/B (lần)	1.82	1.51	1.20	0.97	0.79
Lợi suất cổ tức (%)	-	4.30	2.15	2.15	2.15
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	35.3	38.1	39.0	39.0	39.2
ROAA (%)	1.96	1.98	1.98	1.98	1.96
ROAE (%)	23.5	24.7	25.4	23.8	22.6
Chi phí huy động BQ (%)	4.39	6.79	5.49	5.72	5.61
Lợi suất góp BQ (%)	9.55	12.2	11.0	11.0	10.8
Lợi suất thuần (%)	5.15	5.38	5.52	5.29	5.16
Tỷ lệ NIM (%)	5.16	5.13	5.32	5.23	5.13
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	13.5	8.28	5.02	5.46	5.59
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	82.0	84.0	89.3	89.4	89.7
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	18.0	16.0	10.7	10.6	10.3
Tỷ lệ CIR (%)	39.3	34.6	34.2	34.0	33.6
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	28.7	11.3	9.70	8.27
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	13.4	12.4	11.7	11.3	11.0
VCSH/Tổng TS (%)	8.88	7.38	8.13	8.50	8.80
Đòn bẩy vốn (lần)	11.3	13.5	12.3	11.8	11.4
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.67	1.79	1.23	2.85	2.79
Hệ số LLR (%)	70.4	65.8	101	45.1	48.7
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	122	92.6	100	102	104
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	26.3	21.0	20.4	18.7	17.0
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	63.4	57.0	62.1	65.2	68.3
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	345	353	363	373	383
Số lượng nhân viên	16,326	17,345	18,212	19,123	20,079

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Bán ra (từ Giảm tỷ trọng)

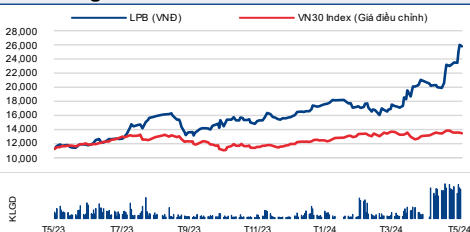
Giá mục tiêu: VNĐ16,500 (từ VNĐ14,500)

Tiềm năng tăng/giảm: -36.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (31/5/2024)	25,800
Mã Bloomberg	LPB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	11,380-26,050
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	25,270
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	65,986
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,593
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,558
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	128
Slg CP NN được mua (tr.đv)	103
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	5.00%
Tỷ lệ sở hữu của NN	0.97%
Tỷ lệ freefloat	83.2%
Cổ đông lớn	VNPost (6.54%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	23.4	50.9	129
So với chỉ số	20.0	49.7	91.4
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,015	2,086	(3.4)
2025F	2,312	2,477	(6.7)
2026F	2,727	3,086	(11.6)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Ngân hàng LP là ngân hàng quy mô vừa, được thành lập vào năm 2008, tập trung cho vay bán lẻ và doanh nghiệp SME. Cổ đông chiến lược VNPOST đang dần thoái vốn, cổ đông mới tiếp quản và bắt đầu chuyển dịch sang hướng kinh doanh mới.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thanh Tùng, CFA

Chuyên Viên, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.nguyenthanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4869

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Giá cổ phiếu đã vượt xa giá trị; hạ khuyến nghị xuống Bán ra

- HSC hạ khuyến nghị đối với LPB xuống Bán ra (từ Giảm tỷ trọng) nhưng tăng 13% giá mục tiêu lên 16.500đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025. Tại giá mục tiêu mới, rủi ro giảm giá là 36%.
- Chúng tôi tăng bình quân 24,1% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 nhờ hiệu quả hoạt động cải thiện sau khi thay đổi cơ cấu cổ đông. HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026. Từ đó, lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 11,2%.
- LPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,7 lần, cao hơn 54% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Nền tảng thay đổi không đủ để giải thích cho mức định giá cao hiện tại.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q1/2024 và điều chỉnh dự báo

LPB ghi nhận lợi nhuận thuần ấn tượng trong 5 quý vừa qua. Giá cổ phiếu cũng tăng mạnh và hiện trở thành NHTM tư nhân có định giá cao nhất hiện nay. Tuy nhiên, chúng tôi không đảo ngược khuyến nghị do mô hình định giá của chúng tôi hiện nay cho thấy giá cổ phiếu LPB đã cao hơn nhiều so với giá trị hợp lý. Mô hình này hiện đã phản ánh giả định & dự báo mới cho Ngân hàng.

Tác động: Tăng 24,1% dự báo lợi nhuận năm 2024-2025

HSC tăng bình quân 24,1% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026, theo đó lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 11,2%. Việc điều chỉnh tăng dự báo chủ yếu dựa trên kỳ vọng cổ đông mới sẽ tối ưu hóa hiệu quả hoạt động của Ngân hàng để nâng cao hệ số ROE thông qua việc cải thiện thu nhập ngoài lãi và chuyển dịch sang cho vay các mảng rủi ro hơn (có thể giúp nâng cao tỷ lệ NIM nhưng cũng làm tăng chi phí tín dụng). Trong ngắn hạn, chúng tôi dự báo tăng trưởng sẽ chậm lại trong những quý tới do không còn khoản thu nhập không thường xuyên cùng với chi phí tín dụng tăng lên.

Dự báo mới của chúng tôi thấp hơn thị trường do chỉ có hai CTCK (bao gồm HSC) đưa ra khuyến nghị đối với LPB và chúng tôi thận trọng hơn đối với chi phí tín dụng của Ngân hàng nhưng lạc quan hơn đối với triển vọng tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động.

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị đối với LPB xuống Bán ra (từ Giảm tỷ trọng) do nền tảng cơ bản cải thiện chưa đủ để giải thích cho mức định giá cao hiện tại và đợt tăng giá mạnh gần đây.

Theo mô hình dự báo của chúng tôi, giá trị hợp lý tại thời điểm giữa năm 2025 của LPB là 16.500đ, tương đương rủi ro giảm giá 36,7% và P/B dự phóng năm 2024 là 1,07 lần. LPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng và P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,7 lần (hoặc 1,6 lần dựa trên kế hoạch lợi nhuận của Ngân hàng cho năm 2024), cao hơn khoảng 50% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Mức định giá cao hơn này càng cho thấy LPB đang được định giá quá cao.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	11,900	11,203	14,584 ▲	17,495 ▲	20,487
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	8,863	9,865	10,953 ▲	13,153 ▲	15,788
LN thuần (tỷ đồng)	4,510	5,572	5,665 ▲	6,497	7,664
EPS (đồng)	1,610	2,012	2,015 ▲	2,312	2,727
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	9,679	13,340	15,436 ▲	17,748 ▲	20,474
P/E (lần)	16.0	12.8	12.8	11.2	9.46
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	2.67	1.93	1.67	1.45	1.26
Tăng trưởng EPS (%)	55.6	25.0	0.19	14.7	18.0
ROAE (%)	22.1	19.2	15.4	15.3	15.7

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Giá cổ phiếu đang lớn hơn đáng kể so với giá trị nội tại

Lợi nhuận thuần tăng trưởng ấn tượng trong 5 quý vừa qua nhờ khoản thu nhập không thường xuyên bao gồm trong lãi thuần HĐ dịch vụ, thu nhập ngoài lãi phục hồi và chi phí dự phòng & chi phí hoạt động giảm. HSC cho rằng hầu hết những động lực tăng trưởng này là không bền vững trong ngắn hạn ngoại trừ tăng trưởng thu nhập lãi thuần. Đối với triển vọng trung & dài hạn, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ NIM và thu nhập ngoài lãi của LPB sẽ tiếp tục cải thiện nhưng chi phí tín dụng có thể cũng tăng lên do khẩu vị rủi ro tăng lên. Mặc dù nâng dự báo giai đoạn 2024-2026 và tăng 13,8% giá mục tiêu lên 16.500đ, giá cổ phiếu hiện tại vẫn lớn hơn đáng kể so với giá trị hợp lý. Do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Bán ra (từ Giảm tỷ trọng).

Điều chỉnh giả định chính

Các giả định chính và quan điểm của chúng tôi như sau:

- Tăng trưởng tín dụng: HSC giữ nguyên giả định tăng trưởng hàng năm ở mức 16%, cao hơn một chút so với bình quân ngành ở mức khoảng 14% nhờ quy mô trung bình của ngân hàng không tác động đáng kể đến nền kinh tế cũng như việc điều hành chính sách tiền tệ.
- Tỷ lệ NIM, chi phí tín dụng: Sau khi có sự thay đổi cổ đông lớn, HSC kỳ vọng Ngân hàng sẽ gia tăng khẩu vị rủi ro từ đó có thể giúp nâng tỷ lệ NIM nhưng cũng làm gia tăng chi phí tín dụng.

Bảng 88: Các giả định chủ chốt, LPB

Các điều chỉnh quan trọng bao gồm tăng giả định tỷ lệ NIM & tăng giả định chi phí tín dụng

	2023	Dự báo cũ		Dự báo mới		
		2024F	2025F	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng tín dụng	16.8%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
Tăng trưởng tiền gửi	9.96%	16.9%	16.9%	15.8%	20.5%	20.7%
Tỷ lệ NIM	3.23%	3.45%	3.51%	3.67%	3.79%	3.73%
Tỷ lệ nợ xấu	1.34%	2.33%	1.91%	1.40%	1.40%	1.40%
Chi phí tín dụng	1.11%	1.01%	1.01%	1.30%	1.46%	1.55%
Nợ xấu mới hình thành	1.91%	0.90%	0.80%	1.60%	1.60%	1.70%

Nguồn: HSC

Bảng 89: Chi tiết giả định tỷ lệ NIM, LPB

Điều chỉnh quan trọng là hạ giả định chi phí huy động

	2023	Dự báo cũ		Dự báo mới		
		2024F	2025F	2024F	2025F	2026F
Lợi suất gộp	9.33%	8.47%	8.61%	8.35%	8.70%	8.46%
Điều chỉnh				-11.6 điểm cơ bản	9.3 điểm cơ bản	
Chi phí huy động	6.72%	5.44%	5.51%	5.22%	5.46%	5.25%
Điều chỉnh				-22.0 điểm cơ bản	-5.1 điểm cơ bản	
Tỷ lệ NIM	3.23%	3.45%	3.51%	3.67%	3.79%	3.73%
Điều chỉnh				22.0 điểm cơ bản	28.1 điểm cơ bản	

Nguồn: HSC

Những thay đổi này, cùng với việc nâng dự báo thu nhập ngoài lãi, HSC tăng bình quân 24,1% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025. Lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 11,2%. Chúng tôi tin rằng cổ đông mới sẽ giúp Ngân hàng tối ưu hóa hiệu quả hoạt động để gia tăng thu nhập ngoài lãi nhằm cải thiện hệ số ROE. Tuy nhiên, thu nhập ngoài lãi năm 2024 được dự báo sẽ giảm xuống do không còn khoản phí bancassurance trả trước

Lợi nhuận năm 2024 hiện được dự báo đạt 5.665 tỷ đồng, tăng trưởng 1,7%, nhưng vẫn thấp hơn 26% so với kế hoạch tại ĐHCĐ là 7.600 tỷ đồng. Nguyên nhân chính là do những lo ngại của chúng tôi về thu nhập không thường xuyên và chi phí tín dụng của Ngân hàng. Thông tin chi tiết được phân tích bên dưới.

Bảng 90: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, LPB

HSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận nhờ kỳ vọng hiệu quả hoạt động sẽ cải thiện

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ		Dự báo mới		
		2024F	2025F	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	11,203	13,287	15,656	14,584	17,495	20,487
Tăng trưởng		18.6%	17.8%	30.2%	20.0%	17.1%
Điều chỉnh				9.8%	11.7%	
Tổng thu nhập ngoài lãi	4,422	1,602	1,860	2,769	2,905	3,707
Tăng trưởng		(63.8%)	16.1%	(37.4%)	4.9%	27.6%
Điều chỉnh				72.8%	56.2%	
Tổng thu nhập HĐ	15,625	14,889	17,516	17,353	20,400	24,194
Tăng trưởng		(4.7%)	17.6%	11.1%	17.6%	18.6%
Điều chỉnh				16.5%	16.5%	
Chi phí HĐ	-5,760	-6,471	-7,247	-6,399	-7,247	-8,406
Tăng trưởng		12.3%	12.0%	11.1%	13.2%	16.0%
Điều chỉnh				-1.1%	0.0%	
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	9,865	8,418	10,269	10,953	13,153	15,788
Tăng trưởng		(14.7%)	22.0%	11.0%	20.1%	20.0%
Điều chỉnh				30.1%	28.1%	
Chi phí dự phòng	-2,826	-2,953	-3,426	-3,860	-5,032	-6,208
Tăng trưởng		4.5%	16.0%	36.6%	30.4%	23.4%
Điều chỉnh				30.7%	46.9%	
LNTT	7,039	5,465	6,843	7,094	8,121	9,580
Tăng trưởng		(22.4%)	25.2%	0.8%	14.5%	18.0%
Điều chỉnh				29.8%	18.7%	
Lợi nhuận thuần	5,572	4,372	5,475	5,665	6,497	7,664
Tăng trưởng		(21.5%)	25.2%	1.7%	14.7%	18.0%
Điều chỉnh				29.6%	18.7%	

Nguồn: HSC

Bảng 91: Chi tiết dự báo thu nhập ngoài lãi, LPB

HSC dự báo thu nhập ngoài lãi năm 2024 sẽ tăng trưởng âm do không còn khoản phí bancassurance trả trước

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ		Dự báo mới		
		2024F	2025F	2024F	2025F	2026F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3,566	961	1,106	1,344	1,812	2,402
Tăng trưởng		(73.0%)	15.0%	(62.3%)	34.8%	32.6%
Điều chỉnh				39.8%	63.9%	
Lãi thuần HĐKD ngoài hối	435	110	121	499	414	480
Tăng trưởng		(74.7%)	10.0%	14.7%	(17.0%)	16.0%
Điều chỉnh				353.7%	242.2%	
Lãi thuần mua bán trái phiếu	25	46	55	426	102	132
Tăng trưởng		83.5%	19.2%	1,605.6%	(75.9%)	28.9%
Điều chỉnh				829.5%	87.8%	
Thu nhập vốn CSH	49	-	-	35	35	35
Tăng trưởng		(100.0%)	-	(28.2%)	(1.6%)	-
Điều chỉnh				-	-	
Thu nhập khác	347	485	579	464	542	658
Tăng trưởng		39.7%	19.3%	33.8%	16.7%	21.4%
Điều chỉnh				(4.2%)	(6.3%)	
Tổng thu nhập ngoài lãi	4,422	1,602	1,860	2,769	2,905	3,707
Tăng trưởng		(63.8%)	16.1%	(37.4%)	4.9%	27.6%
Điều chỉnh				72.8%	56.2%	

Nguồn: HSC

Điều gì giúp Ngân hàng đạt lợi nhuận ấn tượng trong năm 2023 và Q1/2024?

Lợi nhuận năm 2023 tăng trưởng 23,5% chủ yếu nhờ lãi thuần HĐ dịch vụ tăng mạnh và chi phí dự phòng giảm xuống. Kết quả này là nhờ việc ghi nhận phí bancassurance trả trước trong Q4/2023 (ước tính khoảng 2.000 tỷ đồng, đóng góp 20% LNTT năm 2023) và tận dụng khoản dự phòng 'dư thừa' ghi nhận trong năm trước. Lợi nhuận Q1/2024 tiếp tục tăng ấn tượng 84,9% nhờ thu nhập lãi thuần (tăng 24,9%), thu nhập

dịch vụ khác (758 tỷ đồng, đóng góp 86% lãi thuần HĐ dịch vụ Q1/2024) và chi phí tín dụng thấp.

Những động lực tăng trưởng này có bền vững?

Theo chúng tôi, trong số những động lực tăng trưởng này, chỉ có tăng trưởng thu nhập lãi thuần là bền vững trong những quý tới do tăng trưởng tín dụng cao trong năm 2023 (16,8%) & Q1/2024 (tăng 11,7% kể từ đầu năm, cao nhất trong toàn ngành) và sự hồi phục của tỷ lệ NIM. Tỷ lệ NIM của LPB hồi phục so với cùng kỳ sớm hơn các NHTM khác chủ yếu do mức nền thấp, do Ngân hàng chịu ảnh hưởng nghiêm trọng vì chi phí huy động tăng mạnh trong năm ngoái.

Đối với thu nhập không thường xuyên trong lãi thuần HĐ dịch vụ, HSC tin rằng LPB đã ghi nhận toàn bộ phí bancassurance trả trước nên chúng tôi cho rằng lãi thuần HĐ dịch vụ sẽ trở lại bình thường từ Q2/2024. Chúng tôi cũng dự báo chi phí tín dụng sẽ tăng lên trong những quý sắp tới do dự phòng 'dư thừa' đã sử dụng hết và tỷ lệ nợ xấu mới hình thành nhiều khả năng sẽ tăng theo xu hướng của ngành.

Bảng 92: Tóm tắt lợi nhuận, LPB

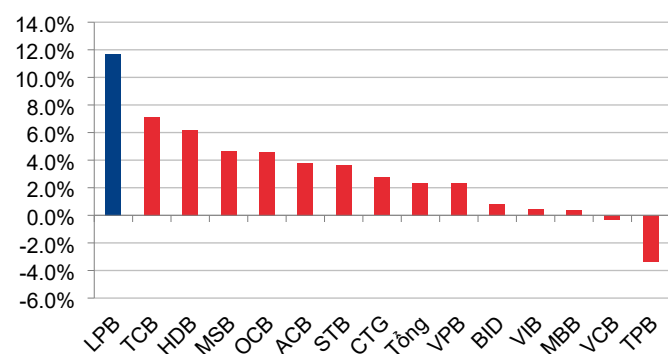
Thu nhập ngoài lãi là động lực chính thúc đẩy lợi nhuận thuần tăng trưởng

Tỷ đồng	2022	2023	Tăng trưởng	Q1/2023	Q1/2024	% so với cùng kỳ
Thu nhập lãi thuần	11,900	11,203	-5.9%	2,774	3,464	24.9%
Thu nhập ngoài lãi	2,270	4,422	94.8%	360	1,013	181.6%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	1,662	3,566	114.6%	226	819	262.1%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	10	435	4058.4%	145	148	2.3%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	343	25	-92.7%	0	(0)	-175.0%
Thu nhập khác	201	347	72.6%	(12)	28	-340.8%
Cổ tức	54	49	-8.4%	-	18	#DIV/0!
Tổng thu nhập HĐ	14,170	15,625	10.3%	3,134	4,477	42.9%
Chi phí HĐ	(5,307)	(5,760)	8.5%	(1,344)	(1,376)	2.4%
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng	8,863	9,865	11.3%	1,790	3,101	73.3%
Chi phí dự phòng	(3,174)	(2,826)	-11.0%	(224)	(215)	-4.1%
LNTT	5,690	7,039	23.7%	1,566	2,886	84.4%
Lợi nhuận thuần	4,510	5,572	23.5%	1,243	2,299	84.9%

Nguồn: LPB, HSC

Biểu đồ 93: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm, các NHTM HSC khuyến nghị

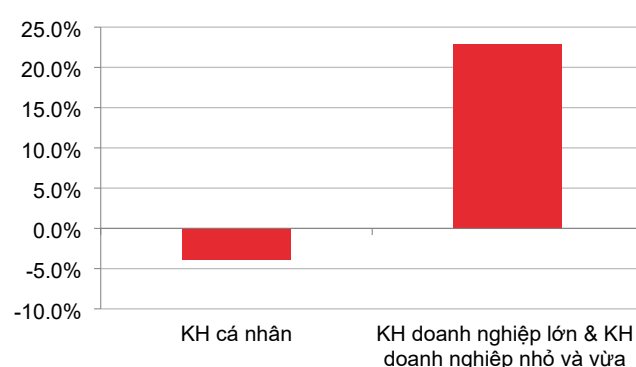
LPB ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng cao nhất trong ngành



Nguồn: LPB, HSC

Biểu đồ 94: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm theo phân khúc khách hàng, LPB

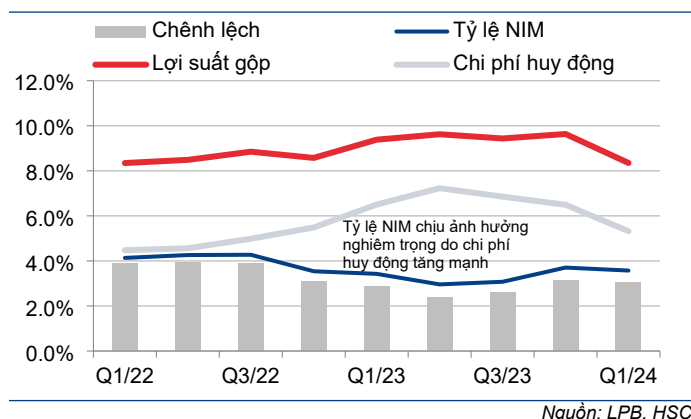
Nhóm KH doanh nghiệp lớn và KH doanh nghiệp nhỏ & vừa là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng tín dụng



Nguồn: LPB, HSC

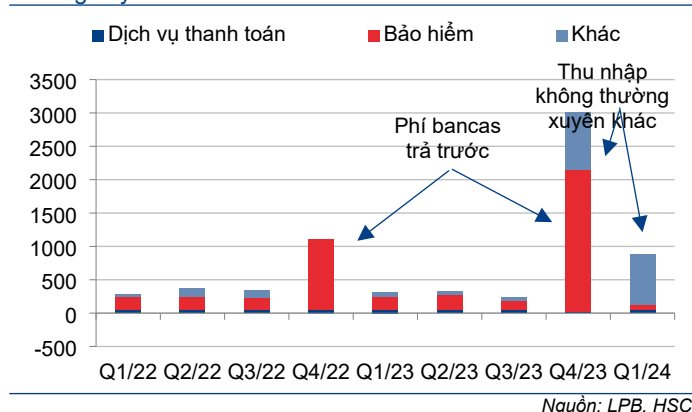
Biểu đồ 95: Cơ cấu tỷ lệ NIM, LPB

Tỷ lệ NIM bắt đầu cải thiện từ Q4/2023



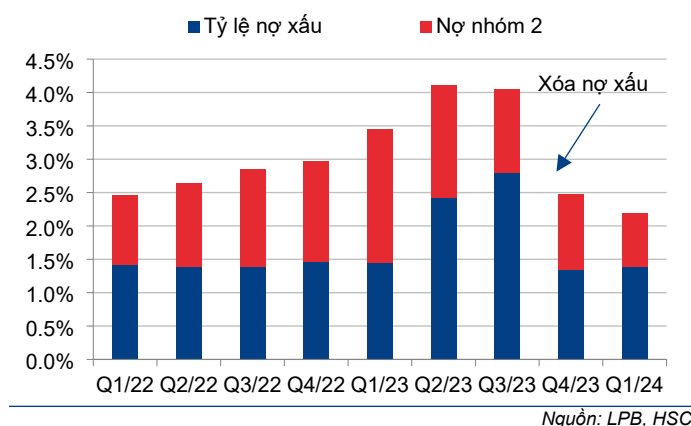
Biểu đồ 96: Lãi thuần HĐ dịch vụ theo mảng (tỷ đồng), LPB

LPB ghi nhận lãi thuần HĐ dịch vụ cao nhờ thu nhập không thường xuyên



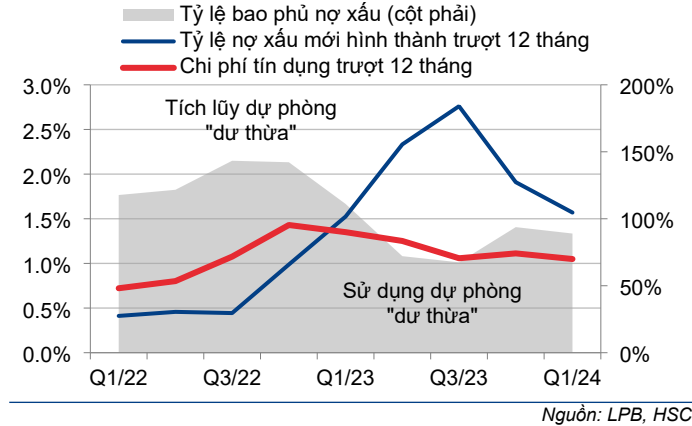
Biểu đồ 97: Tỷ lệ nợ quá hạn, LPB

Tỷ lệ nợ xấu giảm trong Q4/2023 nhờ xóa nợ xấu



Biểu đồ 98: Chi phí tín dụng & hệ số LLR, LPB

Chi phí tín dụng thấp nhờ tận dụng khoản dự phòng "dư thừa"



Tăng trưởng tín dụng cao làm gia tăng lo ngại về chất lượng tài sản trong trung hạn

LPB ghi nhận tăng trưởng tín dụng ấn tượng kể từ đầu năm đạt 11,7% trong Q1/2024, mức cao nhất trong ngành, chủ yếu nhờ phân khúc khách hàng doanh nghiệp lớn và DNNVV. Theo ngành, tổng tín dụng ngành bán lẻ & bán buôn tăng mạnh nhất đạt 15,1 nghìn tỷ đồng (chiếm 47% tăng trưởng tín dụng), tiếp theo là ngành xây dựng (4,2 nghìn tỷ đồng, 13%) và nông lâm nghiệp & thủy sản (3,1 nghìn tỷ đồng, 9,6%). Tỷ trọng các khoản vay khách hàng cá nhân chiếm 36%, giảm từ 41% tại thời điểm cuối năm 2023, cho thấy sự thay đổi so với chiến lược trước đó là tập trung vào phân khúc khách hàng cá nhân ở khu vực nông thôn.

Tăng trưởng cao trong bối cảnh nhu cầu thấp, với lợi thế cạnh tranh không đáng kể của LPB, cùng công bố gần đây về gói tín dụng cho các công ty trong lĩnh vực BĐS và các công ty có liên quan tới Chủ tịch HĐQT, làm gia tăng những lo ngại về rủi ro tín dụng trong trung hạn, khi Ngân hàng có thể đánh đổi rủi ro để đạt được tăng trưởng.

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị xuống Bán ra (từ Giảm tỷ trọng) do chúng tôi tin rằng đợt tăng gần đây đã làm giá cổ phiếu vượt xa giá trị hợp lý. Dựa trên mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư của chúng tôi, sau khi điều chỉnh tăng dự báo, giá trị hợp lý của LPB là 16.500đ tại thời điểm giữa năm 2025 (rủi ro giảm giá 36%). LPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,7 lần (hoặc 1,6 lần dựa trên kế hoạch lợi nhuận năm 2024 của Ngân hàng), cao hơn khoảng 50% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân và cũng cao hơn đáng kể so với giá trị.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC hạ khuyến nghị xuống Bán ra do tại giá trị hợp lý tại thời điểm giữa năm 2025 của chúng tôi là 16.500đ, rủi ro giảm giá ở mức 36,7%.

Chúng tôi áp dụng phương pháp thu nhập thặng dư với giả định chi phí vốn CSH là 16%, cao hơn giả định trước đó là 14,8%. Chi phí vốn CSH được tính toán dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 10% (bao gồm 8,5% phần bù rủi ro thị trường, 1,5% phần bù rủi ro đặc thù) và beta là 1,2. Chúng tôi bổ sung phần bù rủi ro đặc thù do những rủi ro tiềm ẩn của một ngân hàng quy mô trung bình và rủi ro từ việc gia tăng tỷ trọng cho vay đối với phân khúc mới có mức độ rủi ro cao hơn.

Bảng 99: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, LPB

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	5,155	5,912	6,974	8,189	9,943	11,517	13,329	15,415	17,815	20,572
Chi phí vốn CSH	-5,459	-6,317	-7,263	-8,379	-9,689	-11,280	-13,122	-15,255	-17,722	-20,572
Lợi nhuận thặng dư	-304	-404	-288	-189	255	237	207	160	93	0
Giá trị dài hạn										0
Hệ số chiết khấu đến cuối 2024	100.0%	86.2%	74.3%	64.1%	55.2%	47.6%	41.1%	35.4%	30.5%	26.3%
Giá trị hiện tại đến cuối 2024	-304	-349	-214	-121	141	113	85	57	28	0
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ năm 2025	-261									
Giá trị sổ sách cuối năm 2024	39,479									
Giá trị vốn CSH cuối năm 2024	39,218									
Giá trị vốn CSH giữa năm 2025	45,493									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	2,558									
Giá mục tiêu giữa năm 2025	16,500									

Nguồn: HSC

Bảng 100: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, LPB

Giá mục tiêu của HSC dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4%, phần bù rủi ro vốn CSH là 10% (bao gồm phần bù rủi ro thị trường là 8,5% & phần bù rủi ro cụ thể là 1,5%) & beta là 1,2

Đồng	Lãi suất phi rủi ro					
	9.0%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh	9.0%	9,200	11,600	13,600	15,400	16,600
	9.5%	12,100	14,000	15,700	16,600	16,200
	10.0%	14,400	16,000	16,500	16,100	15,700
	10.5%	16,300	16,400	16,000	15,600	15,300
	11.0%	16,300	15,900	15,600	15,200	14,900

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

LPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,7 lần (hoặc 1,6 lần dựa trên kế hoạch lợi nhuận năm 2024 của Ngân hàng), cao hơn 2,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 0,8 lần. Định giá của LPB cao hơn khoảng 50% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,1 lần. Nền tảng của Ngân hàng thay đổi không đủ để có được mức định giá cao hiện tại.

Biểu đồ 101: P/B trượt dự phóng 1 năm, LPB

LPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,7 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 102: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, LPB

...cao hơn 2,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 0,8 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC