

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ28,200 (từ VNĐ27,083)

Tiềm năng tăng/giảm: 30.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (30/5/2025)	21,700
Mã Bloomberg	HDB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	17,889-26,650
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	22,240
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	758,428
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	29,120
Slg CP lưu hành (tr.đv)	34,951
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	6,116
Slg CP NN được mua (tr.đv)	22.8
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	17.5%
Tỷ lệ sở hữu của NN	17.4%
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	1.17	(5.86)	17.4
So với chỉ số	(6.93)	(10.3)	5.46
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,824	4,769	(19.8)
2026F	4,627	5,683	(18.6)
2027F	5,785	6,902	(16.2)

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 giữa 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

Nguyễn Bảo Ngọc

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

Triển vọng lợi nhuận ổn định; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào cho HDB nhưng tăng 4% giá mục tiêu lên 28.200đ sau khi điều chỉnh giả định định giá và giảm nhẹ dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi giảm 3,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 trong khi gần như giữ nguyên dự báo năm 2026 sau khi nâng dự báo tăng trưởng tín dụng nhưng hạ dự báo tỷ lệ NIM. Nhìn chung, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng bình quân 21,5% trong giai đoạn 2025-2027 - mức cao so với ngành.
- HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,03 lần, thấp hơn một chút so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,06 lần. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 30% và P/B dự phóng năm 2026 là 1,21 lần, cao hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2025-27 và định giá

HDB đã công bố KQKD Q1/2025 vững chắc với LNTT tăng mạnh 33% so với cùng kỳ đạt 5.355 tỷ đồng, vượt 6% dự báo Q1 của chúng tôi và hoàn thành 25,3% kế hoạch cả năm của BLĐ (21,2 nghìn tỷ đồng). Kết quả tốt này chủ yếu là nhờ thu nhập ngoài lãi tăng mạnh và kiểm soát chi phí hiệu quả, bù đắp cho thu nhập lãi thuần kém tích cực do tỷ lệ NIM thu hẹp đáng kể.

Tác động: Giảm nhẹ 3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025

Dựa trên giả định tín dụng tăng trưởng cao hơn nhưng tỷ lệ NIM thu hẹp, chúng tôi giảm 3,3% dự báo lợi nhuận năm 2025 trong khi gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2026. Nhìn chung, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 19%, 19,6% và 26% trong giai đoạn 2025-2027. Dự báo EPS của chúng tôi thấp hơn khoảng 18% so với thị trường - khả năng do chúng tôi điều chỉnh cho tỷ lệ pha loãng từ trái phiếu chuyển đổi.

Định giá và khuyến nghị

Diễn biến giá cổ phiếu HDB kém tích cực hơn so với ngành và chỉ số VNIndex kể từ đầu năm, có thể do tăng trưởng tín dụng tương đối khiêm tốn và tỷ lệ NIM thu hẹp trong Q1/2025 cùng những lo ngại về tác động tiềm ẩn của chính sách thuế quan. Theo đó, HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,03 lần, thấp hơn một chút so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,06 lần.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HDB nhưng tăng 4% giá mục tiêu lên 28.200đ chủ yếu sau khi điều chỉnh giả định định giá - bao gồm tăng 1 điểm phần trăm giả định phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh và chuyển thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026 - và giảm nhẹ dự báo lợi nhuận. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 30% và P/B dự phóng năm 2026 là 1,21 lần, cao hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân nhờ đã tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ, hệ số ROE vượt trội, cùng giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài ở mức 49% hỗ trợ hoạt động tăng vốn trong trung hạn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 1/6.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	22.2	30.9	32.7 ▼	39.4	48.1
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	26.4	34.0	38.5	45.5	55.0
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	10.1	12.9	15.3	18.5	23.1
EPS (đồng)	2,901	3,686	4,373	5,291	6,616
DPS (đồng)	1,000	1,000	500 ▲	500 ▲	500
BVPS (đồng)	12,811	15,674	19,514	24,299	31,438
P/E (lần)	7.48	5.89	4.96	4.10	3.28
Lợi suất cổ tức (%)	4.61	4.61	2.30	2.30	2.30
P/B (lần)	1.69	1.38	1.11	0.89	0.69
Tăng trưởng EPS (%)	30.0	27.0	18.6	21.0	25.0
ROAE (%)	24.7	26.0	25.0	24.3	23.9

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

Áp lực trong ngắn hạn nhưng vẫn là ngân hàng có lợi nhuận tăng trưởng mạnh & ROE cao

Sau khi phân tích KQKD gần đây và kế hoạch năm 2025 của HDB cũng như xu hướng ngành, HSC giảm 3% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025. Theo dự báo mới, bao gồm dự báo lần đầu cho năm 2027, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 21,5% trong 3 năm tới. Diễn biến giá cổ phiếu HDB kém tích cực hơn so với ngành và chỉ số VNIndex kể từ đầu năm, có thể do tăng trưởng tín dụng tương đối khiêm tốn và tỷ lệ NIM thu hẹp trong Q1/2025 cùng những lo ngại về tác động tiềm ẩn của chính sách thuế quan. Chúng tôi tin rằng những yếu tố này đã phản ánh vào định giá hiện tại. HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,03 lần, thấp hơn một chút so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,06 lần. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 30% và P/B dự phóng năm 2026 là 1,21 lần, cao hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân nhờ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ, hệ số ROE vượt trội cùng khả năng nâng giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài lên mức 49% hỗ trợ hoạt động tăng vốn trong trung hạn.

Nhìn lại Q1/2025 và triển vọng

HDB đã công bố KQKD Q1/2025 vững chắc với LNTT tăng mạnh 33% so với cùng kỳ đạt 5.355 tỷ đồng, vượt 6% dự báo Q1 của chúng tôi, bằng 26,8% dự báo cả năm 2025 của chúng tôi và hoàn thành 25,3% kế hoạch cả năm của BLĐ (21,2 nghìn tỷ đồng). Kết quả tốt này chủ yếu là nhờ thu nhập ngoài lãi tăng mạnh và kiểm soát chi phí hiệu quả, bù đắp cho thu nhập lãi thuần kém tích cực do tỷ lệ NIM thu hẹp đáng kể.

Tín dụng tăng trưởng khiêm tốn trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt

Tín dụng tăng trưởng khiêm tốn 1,2% so với quý trước nhưng tăng mạnh 21% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ tăng trưởng cho vay ở ngành nông nghiệp (tăng 30,9% so với quý trước) và BĐS (tăng 12,3% so với quý trước). Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ tăng tốc trong những quý sắp tới nhưng dự báo tăng trưởng tín dụng cả năm 2025 sẽ đạt khoảng 27%, thấp hơn một chút so với kế hoạch của BLĐ, phản ánh tình hình cạnh tranh gay gắt hiện tại.

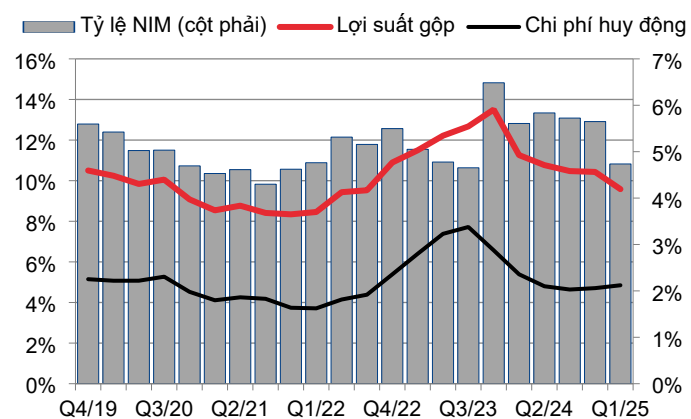
Đối với huy động vốn, tổng tiền gửi tăng 6,7% so với quý trước, tương đương hệ số LDR điều chỉnh giảm xuống 82% từ mức 86,5% tại thời điểm cuối năm 2024. Hệ số LDR giảm xuống cũng góp phần làm giảm tỷ lệ NIM.

Tỷ lệ NIM thu hẹp mạnh

Tỷ lệ NIM của HDB thu hẹp đáng kể (giảm 91 điểm cơ bản so với quý trước và giảm 87 điểm cơ bản so với cùng kỳ) do lợi suất tài sản giảm (giảm 85 điểm cơ bản so với quý trước và giảm 168 so với cùng kỳ) trong khi chi phí huy động tăng nhẹ (tăng 14 điểm cơ bản so với quý trước nhưng giảm 54 điểm cơ bản so với cùng kỳ). Tuy nhiên, HDB vẫn tiếp tục duy trì lợi suất tài sản ở mức cao nhất trong số các NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi, cho thấy lợi suất có thể sẽ tiếp tục gặp sức ép trong những quý tới.

Biểu đồ 1: Tỷ lệ NIM, HDB hợp nhất

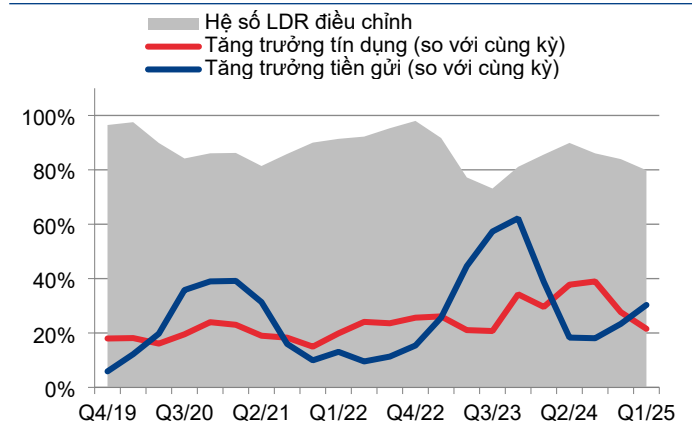
Sau khi duy trì ở mức cao trong 5 quý liên tiếp, tỷ lệ NIM đã giảm 91 điểm cơ bản so với quý trước



Nguồn: HDB, HSC

Biểu đồ 2: Hệ số LDR điều chỉnh

Hệ số LDR giảm do tăng trưởng chi phí tín dụng chậm hơn so với tăng trưởng tiền gửi, từ đó làm gia tăng áp lực lên tỷ lệ NIM trong Q1/2025



Nguồn: HDB, HSC

Thu nhập ngoài lãi tăng mạnh 200% so với cùng kỳ

Lãi thuần HĐ dịch vụ tăng mạnh 73% so với quý trước và tăng 105% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ dịch vụ tư vấn đầu tư/quản lý tài sản của HDB. Ngoài ra, lợi nhuận lớn từ HĐ mua bán trái phiếu & thu nhập khác đã hỗ trợ tổng thu nhập ngoài lãi tăng mạnh 200% so với cùng kỳ. Mặc dù chúng tôi kỳ vọng thu nhập phí sẽ tiếp tục đà tăng trưởng mạnh mẽ, lãi mua bán trái phiếu có thể sẽ giảm xuống trong những quý tới.

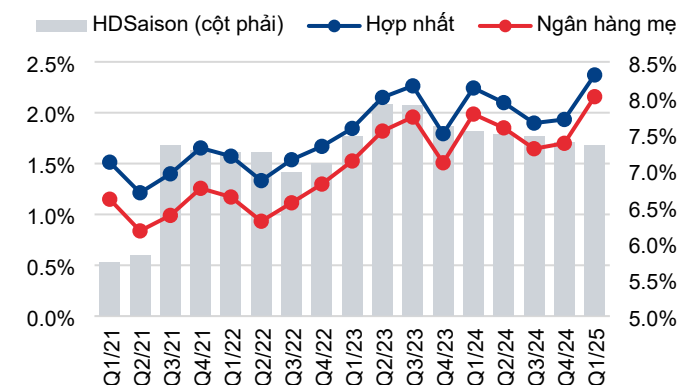
Áp lực lên chất lượng tài sản gia tăng

Chất lượng tài sản suy giảm vừa phải với nợ xấu tăng 24% so với quý trước, tương đương tỷ lệ nợ xấu tăng lên 2,37% (tăng 44 điểm cơ bản so với quý trước), chủ yếu do tỷ lệ nợ xấu ở Ngân hàng mẹ tăng lên 2,16% từ 1,7% tại thời điểm cuối năm 2024. Ngược lại, tỷ lệ nợ xấu tại HD Saison vẫn ổn định ở mức 7,35% (so với 7,39% tại thời điểm cuối năm 2024). Tỷ lệ nợ xấu mới hình thành (Nợ xấu mới hình thành/dư nợ tín dụng bình quân) tăng lên 0,81% (từ 0,46% trong Q4/2024 và 0,76% trong Q1/2024), trong đó khoảng 0,4 điểm phần trăm đến từ nợ liên đới CIC.

Tổng chi phí dự phòng là 1.325 tỷ đồng, tương đương chi phí tín dụng giảm xuống 0,3% từ mức 0,36% trong Q1/2024 và 0,44% trong Q4/2024. Tuy nhiên, Ngân hàng trích lập dự phòng chậm hơn so với tốc độ tăng của nợ xấu mới hình thành, từ đó làm tăng tỷ lệ nợ xấu và giảm tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR xuống 53,3% từ mức 68,7% tại thời điểm cuối năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng Ngân hàng sẽ chủ động tái cấu trúc khoản vay và đẩy mạnh trích lập dự phòng trong những quý tới.

Biểu đồ 3: Tỷ lệ nợ xấu

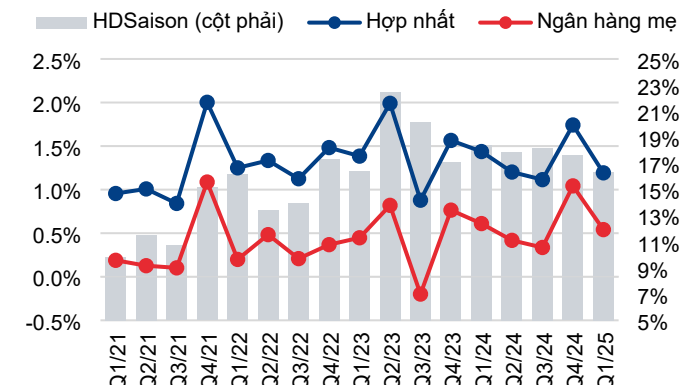
Tỷ lệ nợ xấu trong Q1 tăng, chủ yếu đến từ Ngân hàng mẹ...



Nguồn: HDB, HSC

Biểu đồ 4: Chi phí tín dụng

...nhưng chi phí tín dụng có xu hướng giảm so với quý trước



Nguồn: HDB, HSC

Kiểm soát chặt chẽ chi phí hoạt động nhưng hệ số CIR được dự báo sẽ trở lại bình thường

Chi phí hoạt động vẫn được kiểm soát chặt chẽ, tăng nhẹ 2,8% so với cùng kỳ. Do đó, hệ số CIR đã cải thiện đáng kể xuống 27,4% (từ 31,7% trong Q1/2024 và 34% trượt 12 tháng trước đó). Tuy nhiên, hệ số CIR thấp một phần do chênh lệch về thời điểm ghi nhận chi phí hoạt động. Chúng tôi dự báo hệ số CIR sẽ trở lại bình thường ở mức 32%-33% trong năm 2025.

Dự báo năm 2025-2026: Điều chỉnh giảm nhẹ

Sau khi phân tích KQKD gần đây & kế hoạch năm 2025 của HDB cùng xu hướng ngành, HSC điều chỉnh một số giả định chính - chủ yếu là nâng dự báo tăng trưởng tín dụng nhưng giảm dự báo tỷ lệ NIM. Từ đó, chúng tôi giảm 3,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 nhưng gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2026. Cùng với dự báo lần đầu cho năm 2027, HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 19%, 19,6% và 26% trong giai đoạn 2025-2027.

Bảng 5: Điều chỉnh các giả định chính, HDB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm nâng dự báo tăng trưởng tín dụng & hạ giả định tỷ lệ NIM

	Dự báo cũ				Dự báo mới			
	2023	2024F	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tín dụng, hợp nhất	31.8%	24.5%	24.5%	24.5%	27.0%	26.0%	26.3%	24.4%
Tăng trưởng tín dụng, HDB	34.2%	25.0%	25.0%	25.0%	27.7%	26.6%	26.8%	24.8%
Tăng trưởng tín dụng, HDS	-4.5%	15.0%	12.0%	12.0%	13.2%	12.0%	12.0%	12.0%
Tăng trưởng tiền gửi, hợp nhất	71.8%	11.0%	22.0%	22.0%	18.0%	23.0%	24.0%	22.0%
Tỷ lệ NIM, hợp nhất	5.13%	5.62%	5.44%	5.30%	5.53%	4.81%	4.76%	4.80%
Tỷ lệ NIM, HDB	4.12%	4.76%	4.69%	4.59%	4.66%	4.01%	4.05%	4.16%
Tỷ lệ NIM, HDS	28.94%	30.20%	28.83%	28.93%	30.62%	29.96%	29.78%	29.75%
Tỷ lệ nợ xấu, hợp nhất	1.79%	2.24%	2.00%	1.98%	1.93%	1.99%	1.97%	2.24%
Tỷ lệ nợ xấu, HDB	1.51%	2.00%	1.80%	1.80%	1.70%	1.80%	1.80%	1.80%
Tỷ lệ nợ xấu, HDS	7.61%	7.50%	7.00%	7.00%	7.39%	7.00%	7.00%	7.00%
Chi phí tín dụng, hợp nhất	1.41%	1.26%	1.17%	1.14%	1.35%	1.16%	1.15%	1.07%
Chi phí tín dụng, HDB	0.45%	0.48%	0.53%	0.57%	0.60%	0.56%	0.62%	0.59%
Chi phí tín dụng, HDS	18.09%	18.00%	16.15%	16.24%	17.89%	16.15%	16.24%	16.24%
Hệ số CIR, hợp nhất	34.6%	34.1%	33.3%	32.7%	35.2%	33.2%	31.8%	30.4%
Hệ số CIR, HDB	32.8%	33.5%	32.0%	31.5%	34.9%	32.0%	30.5%	29.0%
Hệ số CIR, HDS	39.0%	35.5%	37.0%	36.0%	35.4%	37.0%	36.0%	36.0%

Nguồn: HDB, HSC

Bảng 6: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, HDB hợp nhất

HSC điều chỉnh giảm 3,3% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025. Tuy nhiên, đà tăng trưởng được kỳ vọng vẫn sẽ duy trì vững chắc với tốc độ CAGR 3 năm là 21,5%

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			2024	Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F		2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	22,184	30,895	35,592	41,285	30,906	32,711	39,355	48,109
Tăng trưởng	23.2%	39.3%	15.2%	16.0%	39.3%	5.8%	20.3%	22.2%
Điều chỉnh						-8.1%	-4.7%	
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2,188	1,361	1,934	2,357	1,417	2,686	3,434	4,012
Tăng trưởng	-26.0%	-37.8%	42.1%	21.9%	-35.3%	89.6%	27.8%	16.8%
Điều chỉnh						38.9%	45.7%	
Thu nhập ngoài lãi khác	2,042	1,249	1,666	1,787	1,687	3,094	2,689	2,927
Tăng trưởng	104.5%	-38.9%	33.4%	7.3%	-17.4%	83.4%	-13.1%	8.8%
Điều chỉnh						85.7%	50.4%	
Tổng thu nhập HĐ	26,414	33,504	39,192	45,429	34,010	38,490	45,478	55,048
Tăng trưởng	20.2%	26.8%	17.0%	15.9%	28.8%	13.2%	18.2%	21.0%
Điều chỉnh						-1.8%	0.1%	
Chi phí HĐ	(9,129)	(11,431)	(13,048)	(14,842)	(11,981)	(12,789)	(14,448)	(16,738)
Tăng trưởng	5.8%	25.2%	14.2%	13.8%	31.2%	6.7%	13.0%	15.9%
Điều chỉnh						-2.0%	-2.7%	
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	17,284	22,074	26,144	30,587	22,029	25,702	31,030	38,309
Tăng trưởng		27.7%	18.4%	17.0%	27.5%	16.7%	20.7%	23.5%
Điều chỉnh						-1.7%	1.4%	
Chi phí dự phòng	(4,268)	(4,867)	(5,615)	(6,822)	(5,321)	(5,810)	(7,296)	(8,501)
Tăng trưởng	39.1%	14.0%	15.4%	21.5%	24.7%	9.2%	25.6%	16.5%
Điều chỉnh						3.5%	7.0%	
LNTT	13,017	17,207	20,528	23,765	16,708	19,892	23,734	29,808
Tăng trưởng	26.8%	32.2%	19.3%	15.8%	28.4%	19.1%	19.3%	25.6%
Điều chỉnh						-3.1%	-0.1%	
Lợi nhuận thuần	10,071	13,276	15,846	18,356	12,881	15,323	18,329	23,124
Tăng trưởng	30.0%	31.8%	19.4%	15.8%	27.9%	19.0%	19.6%	26.2%
Điều chỉnh						-3.3%	-0.1%	

Nguồn: HDB, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng tăng 4% giá mục tiêu lên 28.200đ chủ yếu sau khi điều chỉnh giả định định giá - bao gồm tăng 1 điểm phần trăm giả định phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh & chuyển thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026 - và giảm nhẹ dự báo lợi nhuận. Cổ phiếu HDB tăng tốt hơn đáng kể so với ngành trong năm 2023-2024 nhưng lại kém tích cực hơn kể từ đầu năm 2025. HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,03 lần, thấp hơn một chút so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,06 lần. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 30% và P/B dự phóng năm 2026 là 1,21 lần, cao hơn 10% so với bình quân ngành - chúng tôi cho rằng đây là định giá hợp lý nhờ đà tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ cùng hệ số ROE vượt trội.

HSC tăng 4% giá mục tiêu

HSC tăng 4% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư lên 28.200đ, tương đương tiềm năng tăng giá 30%. Những điều chỉnh dự báo và giả định chính bao gồm:

- Điều chỉnh nhẹ dự báo lợi nhuận thuần (giảm 3% cho năm 2025 và giữ nguyên cho năm 2026).
- Nâng giả định phần bù rủi ro vốn CSH lên 10% (từ 9% trước đó), dựa trên giả định chung của HSC là 8,75% (tăng 1,25 điểm phần trăm từ 7,5% trước đó) trong khi giảm 0,25 điểm phần trăm giả định phần bù phụ trội xuống 1,25 điểm phần trăm (từ 1,5 điểm phần trăm trước đó).
- Chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2026.

Chi tiết về định giá của HSC được trình bày trong Bảng 7 dưới đây. Trong khi đó, phân tích độ nhạy đối với các giả định định giá chính là lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được trình bày trong Bảng 8.

Bảng 7: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, HDB

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	15,323	18,329	23,124	25,249	27,331	28,833	29,986
- Chi phí vốn CSH	10,355	12,564	15,282	19,377	23,127	27,185	28,273
Lợi nhuận thặng dư	4,969	5,765	7,843	5,872	4,205	1,648	1,714
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư						13,708	
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.00	1.17	1.36	1.58	1.84	2.15	
Giá trị hiện tại	4,969	4,949	5,779	3,714	2,283	7,155	
Vốn CSH đầu tư =	76,145	92,616					
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư =	28,848	27,819					
Giá trị của vốn CSH =	104,993	120,435					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) =	3,997.2	3,997.2					
Giá trị của cổ phiếu (đồng) =	26,267	30,130					
Giá mục tiêu giữa năm 2026	28,200						

Nguồn: HSC

Bảng 8: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định chính (đồng), HDB

Giá mục tiêu 28.200đ của HSC dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 10%

Lãi suất phi rủi ro		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%
	3.0%	43,100	36,600	31,500	27,500	24,100
	3.5%	40,300	34,400	29,800	26,100	22,900
	4.0%	37,800	32,500	28,200	24,700	21,800
	4.5%	35,500	30,700	26,700	23,500	20,800
	5.0%	33,400	29,000	25,400	22,400	19,900

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Cổ phiếu HDB tốt hơn đáng kể so với ngành trong năm 2023-2024, tăng 142% trong giai đoạn từ ngày 1/1/2023-31/12/2024 (so với tăng 80% bình quân ngành). Tuy nhiên, diễn biến giá cổ phiếu kể từ đầu năm 2025 đã của Ngân hàng kém tích cực hơn, giảm 14,9% so với bình quân ngành giảm 0,6%. Điều này chủ yếu do hoạt động chốt lời, áp lực bán ra của khối ngoại, tăng trưởng tín dụng khiếm tốn và tỷ lệ NIM thu hẹp trong Q1/2025 cùng những lo ngại về tác động tiềm ẩn của chính sách thuế quan. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng những yếu tố này đã phản ánh đầy đủ vào định giá hiện tại.

HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,03 lần, thấp hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,06 lần. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, P/B dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 1,47 lần và 1,21 lần, cao hơn 10% so với bình quân ngành, nhờ đã tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ, hệ số ROE vượt trội (bình quân giai đoạn 2025-2027 dự báo đạt 24,5% so với bình quân ngành ở mức 17,4%) và giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài là 49% (chỉ có 3 NHTM tư nhân có đặc quyền này) hỗ trợ hoạt động tăng vốn trong trung hạn.

Biểu đồ 9: P/B trượt dự phóng 1 năm, HDB

HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,03 lần...



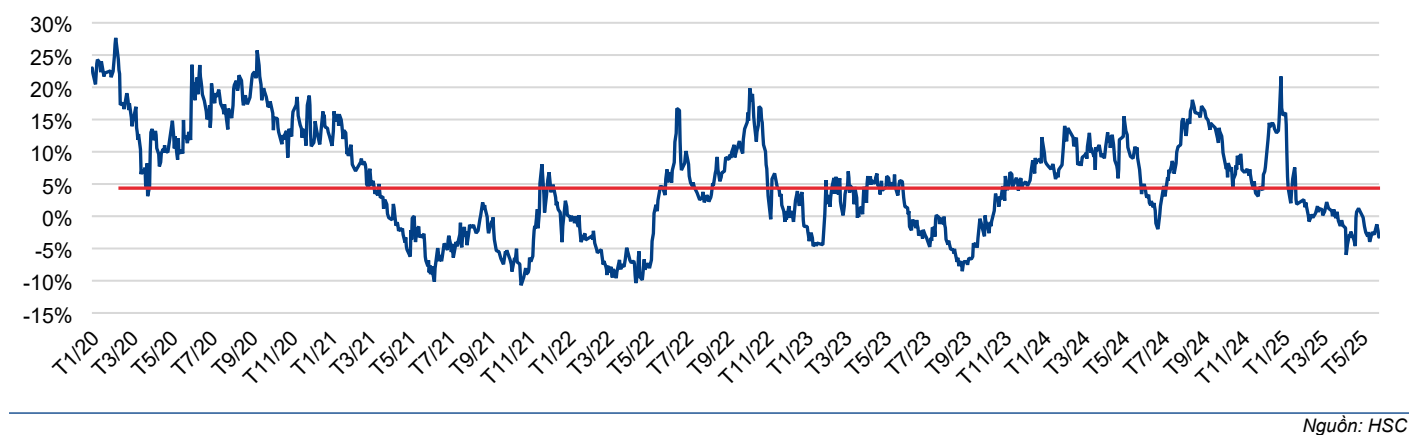
Biểu đồ 10: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân

...thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân



Biểu đồ 11: Chênh lệch định giá, HDB và các NHTM tư nhân khác

HDB đang giao dịch với chiết khấu 3% so với các NHTM tư nhân khác



BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi	52.6	57.9	65.6	80.3	97.2
Chi phí lãi	(30.5)	(27.0)	(32.9)	(41.0)	(49.1)
Thu nhập lãi thuần	22.2	30.9	32.7	39.4	48.1
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2.19	1.42	2.69	3.43	4.01
Lãi thuần HĐ KDNH	0.56	0.84	0.93	1.02	1.13
Lãi/lỗ từ mua bán CK	1.21	0.14	1.00	0.40	0.40
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.01	0	0	0	0
Thu nhập khác	0.26	0.71	1.16	1.27	1.40
Tổng thu nhập HĐ	26.4	34.0	38.5	45.5	55.0
Chi phí HĐ	(9.13)	(12.0)	(12.9)	(14.4)	(16.7)
LN trước dự phòng	17.3	22.0	25.5	31.0	38.3
Chi phí dự phòng	(4.27)	(5.32)	(5.70)	(7.09)	(8.50)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	13.0	16.7	19.8	23.9	29.8
Chi phí thuế TNDN	(2.68)	(3.34)	(3.97)	(4.79)	(5.96)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.27)	(0.48)	(0.59)	(0.66)	(0.72)
Lợi nhuận thuần	10.1	12.9	15.3	18.5	23.1
EPS (đồng)	2,901	3,686	4,373	5,291	6,616
DPS (đồng)	1,000	1,000	500	500	500
Sig CP bình quân (triệu đv)	3,471	3,495	3,495	3,495	3,495
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	3,471	3,477	3,477	3,477	3,477
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,973	3,979	3,979	3,979	3,979

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	2.81	3.11	5.38	6.67	8.14
Tiền gửi tại NHNN	41.5	26.7	27.1	33.6	40.9
Tiền gửi tại các TCTD khác	96.5	102	109	115	120
Chứng khoán kinh doanh	18.6	22.0	24.2	26.6	29.2
Các công cụ tài chính phái sinh	0.11	0	0.04	0.04	0.05
Số dư cho vay thuần	339	437	553	698	870
Tổng dư nợ cho vay	343	442	559	707	881
Dự phòng rủi ro	(4.05)	(5.88)	(6.63)	(8.79)	(10.9)
Chứng khoán đầu tư	44.1	48.8	53.6	59.0	64.9
CK đầu tư sẵn sàng để bán	31.9	31.4	34.5	38.0	41.8
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	12.3	17.4	19.2	21.1	23.2
Dự phòng rủi ro	(0.08)	(0.09)	(0.10)	(0.11)	(0.12)
Đầu tư dài hạn	0.14	0.86	0.86	0.86	0.86
Tài sản cố định	1.42	1.77	1.87	1.96	2.07
Tài sản khác	57.8	56.0	64.1	70.3	77.1
Tổng tài sản	602	697	839	1,012	1,214
Nợ phải trả	556	641	769	925	1,101
Tiền gửi của NHNN	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02
Tiền gửi của các TCTD khác	112	99.5	108	119	128
Tổng tiền gửi KH	371	438	538	667	814
Trái phiếu và CCTG	50.9	81.3	99.8	115	132
Nợ khác	22.1	22.4	22.7	24.2	27.4
Vốn chủ sở hữu	44.5	54.5	67.8	84.5	109
Vốn điều lệ	29.1	35.1	35.1	35.1	35.1
Thặng dư vốn cổ phần	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54
Lợi nhuận giữ lại	10.6	13.0	24.1	38.1	59.6
Quỹ & vốn khác của CSH	4.71	6.31	8.51	11.2	14.5
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.93	2.17	2.41	2.71	3.09
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	602	697	839	1,012	1,214
BVPS (đồng)	12,811	15,674	19,514	24,299	31,438

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	44.7	15.8	20.3	20.6	19.9
Tăng trưởng cho vay KH (%)	30.1	28.9	26.4	26.5	24.6
Tăng trưởng huy động KH (%)	71.8	18.0	23.0	24.0	22.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	62.2	23.0	22.9	22.6	21.0
Tăng trưởng VCSH (%)	20.3	22.5	24.5	24.5	29.4
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	23.2	39.3	5.84	20.3	22.2
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	5.78	31.2	8.06	11.6	15.9
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	29.6	27.5	16.0	21.5	23.5
Tăng trưởng LNTT (%)	26.8	28.4	18.8	20.6	24.5
Tăng trưởng LN thuần (%)	30.0	27.9	18.6	21.0	25.0
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	5.19	5.23	5.01	4.91	4.95
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.79)	(1.84)	(1.69)	(1.56)	(1.50)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	84.9	85.9	88.6	89.4	90.0
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.52	1.84	1.98	2.23	2.57
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	28.5	34.9	40.3	47.5	58.0
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	7.48	5.89	4.96	4.10	3.28
P/B (lần)	1.69	1.38	1.11	0.89	0.69
Lợi suất cổ tức (%)	4.61	4.61	2.30	2.30	2.30
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F	
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	38.1	37.9	39.7	40.7	42.0
ROAA (%)	1.98	1.98	1.99	2.00	2.08
ROAE (%)	24.7	26.0	25.0	24.3	23.9
Chi phí huy động BQ (%)	6.79	4.68	4.83	4.97	4.98
Lợi suất góp BQ (%)	12.2	10.4	9.65	9.71	9.71
Lợi suất thuần (%)	5.38	5.68	4.82	4.74	4.73
Tỷ lệ NIM (%)	5.13	5.53	4.81	4.76	4.80
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	8.28	4.17	6.98	7.55	7.29
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	84.0	90.9	85.0	86.5	87.4
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	7.73	4.96	8.04	5.91	5.32
Tỷ lệ CIR (%)	34.6	35.2	33.6	31.8	30.4
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	34.5	27.1	11.4	9.45	7.56
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.6	14.0	13.5	13.0	13.0
VCSH/Tổng TS (%)	7.38	7.81	8.09	8.35	9.00
Đòn bẩy vốn (lần)	13.5	12.8	12.4	12.0	11.1
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.79	1.93	1.99	1.97	2.94
Hệ số LLR (%)	65.8	68.7	59.6	63.2	42.0
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	92.6	101	104	106	108
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	21.0	16.1	14.5	13.2	11.9
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	57.0	63.5	66.6	69.9	72.6
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	353	369	379	389	399
Số lượng nhân viên	17,345	18,533	19,460	20,433	21,454

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

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn