

Ngân hàng TMCP Phát triển TP. HCM (HDB)

KHẢ QUAN +13,2%

Ngành	Ngân hàng
Ngày báo cáo	08/09/2025
Giá hiện tại	30.900 VND
Giá mục tiêu	34.000 VND
Giá mục tiêu gần nhất	27.000 VND
TL tăng	+10,0%
Lợi suất cổ tức	3,2%
Tổng mức sinh lời	+13,2%
GT vốn hóa	111,8 nghìn tỷ đồng
Room KN	104 tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	754 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	3,495 tỷ
Pha loãng*	4,069 tỷ

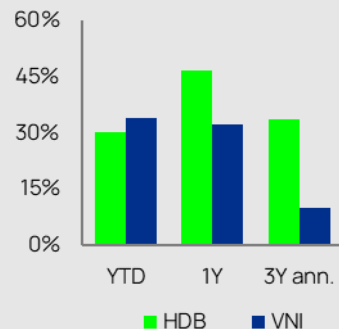
* Bao gồm 15 triệu cổ phiếu quỹ và ước tính của chúng tôi về khả năng phát hành 559 triệu cổ phiếu mới nếu trái chủ chuyển đổi thực hiện quyền.

	HDB	Peers	VNI
P/E (trung)	7,5x	10,1x	15,4x
P/B (ht)	1,7x	1,7x	2,1x
ROE	26,1%	18,4%	13,3%
ROA	2,1%	1,7%	2,0%

Tổng quan Ngân hàng

Được thành lập vào năm 1989, HDBank là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần đầu tiên tại Việt Nam. Ngân hàng đã được Moody's duy trì xếp hạng BCA là b1 vào năm 2025. HDBank cũng nắm giữ 51% quyền biểu quyết tại công ty tài chính tiêu dùng lớn thứ ba Việt Nam, HD Saison (HDS).

Diễn biến giá cổ phiếu



Huỳnh Thị Hồng Ngọc
Trưởng phòng

Hoàng Nam
Giám đốc

	2024	2025F	2026F	2027F
LN trước dự phòng (tỷ đồng)	22.051	31.578	37.853	45.576
% YoY	27,6%	43,2%	19,9%	20,4%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	12.763	16.161	20.002	23.902
% YoY	26,7%	26,6%	23,8%	19,5%
EPS	26,1%	26,4%	17,6%	10,9%
NIM	5,21%	5,10%	5,09%	5,07%
Tỷ lệ CASA	12,0%	13,0%	14,0%	15,0%
Nợ xấu/cho vay	1,93%	1,95%	1,90%	1,90%
Chi phí tín dụng	1,20%	1,76%	1,55%	1,53%
Chi phí/thu nhập	35,2%	28,1%	28,1%	27,2%
P/B	2,0x	1,6x	1,4x	1,1x
P/E	8,4x	6,7x	5,7x	5,1x
ROE	25,8%	26,6%	26,0%	24,2%
ROA	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%

Triển vọng ROE mạnh nhưng đối mặt rủi ro pha loãng trong ngắn hạn

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 26% giá mục tiêu của Ngân hàng TMCP Phát triển TP.HCM (HDB) lên mức 34.000 đồng/cổ phiếu, nhưng hạ khuyến nghị từ MUA xuống KHẢ QUAN do giá cổ phiếu đã tăng 41% trong 3 tháng qua.
- Mức tăng đối với giá mục tiêu chủ yếu đến từ việc chúng tôi (1) tăng 17% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-2029 (với các mức thay đổi lần lượt là +3%/+8%/+12%/+20%/+30% cho dự báo các năm 2025/26/27/28/29) và (2) nâng P/B mục tiêu từ mức 1,10 lần lên 1,70 lần, qua đó phản ánh triển vọng ROE mạnh và bền vững hơn, nhờ được hỗ trợ bởi điều kiện thị trường thuận lợi sau khi chính sách thuế quan của Mỹ trở nên rõ ràng hơn.
- P/B dự phóng năm 2025 của HDB là 1,61 lần, cao hơn 2% so với P/B trung vị dự phóng năm 2025 của nhóm các ngân hàng khác, trong khi ROE năm 2025 của HDB dự kiến sẽ đạt mức cao nhất là 26,6%, cao hơn so với mức trung vị của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi là 17,6%.
- HDB hiện đang tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược nước ngoài và đủ điều kiện nâng room ngoại lên mức 49%, dù chưa công bố đề xuất chính thức hoặc kế hoạch cụ thể.
- HDSaison: KQKD 6T 2025 khá tích cực. Chúng tôi dự báo LNTT năm 2025 của công ty này sẽ đạt 1,6 nghìn tỷ đồng (+35% YoY).
- Rủi ro:** NIM thấp hơn dự kiến; khó khăn trong việc kiểm soát chi phí tín dụng do tác động bất lợi từ chính sách thuế quan; hoạt động hỗ trợ Vikki Bank có khả năng sẽ kìm hãm tăng trưởng.

Chúng tôi kỳ vọng NIM của HDB sẽ duy trì ở mức tương đối cao trong giai đoạn 2025-2027.

Việc ngân hàng chuyển hướng sang cho vay doanh nghiệp/SME và áp dụng các chính sách lãi suất mới (ví dụ: phí trả trước cho hạn mức tín dụng/cam kết rút tiền) đã thúc đẩy NIM lên mức cao trong giai đoạn 2023-2024. Trong quý 2/2025, NIM tăng 112 điểm cơ bản YoY, được hỗ trợ bởi tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ trong phân khúc cho vay doanh nghiệp và thu nhập lãi khác cao hơn. Các khoản cho vay doanh nghiệp và SME chiếm 69% tổng dư nợ cho vay trong quý 2/2025 (so với 48% trong năm 2022), trong khi tỷ trọng cho vay bất động sản và xây dựng tăng gấp đôi lên 28% (từ mức 14% trong năm 2022). HDB đã tận dụng hiệu quả đà phục hồi sớm của thị trường BĐS và tối ưu hóa tỷ lệ dư nợ cho vay trên tổng huy động (LDR) để thúc đẩy NIM. Tuy nhiên, với cơ cấu cho vay hiện tại, chúng tôi tin rằng việc mở rộng NIM trong tương lai có thể sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào việc tăng đóng góp từ mảng cho vay khách hàng cá nhân - tại cả HDSaison và ngân hàng mẹ - cũng như cải thiện chất lượng tài sản. Ngoài ra, các dự án BĐS hiện được HDB tài trợ được kỳ vọng sẽ tạo ra nhu cầu cho vay mua nhà trong tương lai và củng cố triển vọng tăng trưởng của HDB.

Các nguồn thu nhập mạnh mẽ sẽ bù đắp chi phí tín dụng cao: Chúng tôi tin rằng các điều kiện vĩ mô hiện tại thuận lợi hơn cho các ngân hàng, được hỗ trợ bởi các sáng kiến của Chính phủ nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, khuyến khích sự tham gia của khu vực tư nhân và duy trì các chính sách tiền tệ nới lỏng. Trong bối cảnh này, ROE mạnh mẽ của HDB hiện có vẻ bền vững hơn với vị thế vốn vững chắc và hạn mức tín dụng cao, đặc biệt khi ngân hàng đã đẩy nhanh việc xử lý bằng

cân đối kế toán trong quý 2/2025 - báo hiệu một triển vọng tăng trưởng cân bằng hơn so với mức độ rủi ro của ngân hàng. Chúng tôi dự phóng ROE khoảng 24%-27% trong giai đoạn 2025-2027, dù dự kiến chi phí tín dụng sẽ ở mức cao, trung bình 1,61% trong cùng kỳ.

Chúng tôi đưa toàn bộ tác động của việc chuyển đổi 325 triệu USD trái phiếu chuyển đổi vào định giá: (1) 160 triệu USD sẽ chuyển đổi thành 349,3 triệu cổ phiếu (8,6% tổng số cổ phiếu pha loãng) với giá 10.600 đồng/cổ phiếu (đã được cổ đông phê duyệt), và (2) 165 triệu USD dự kiến sẽ chuyển đổi thành 209,3 triệu cổ phiếu (5,1% tổng số cổ phiếu pha loãng) với giá ước tính 18.100 đồng/cổ phiếu (chưa có kế hoạch thực hiện). Ngoài tác động pha loãng, chúng tôi tin rằng vốn chủ sở hữu mới sẽ củng cố bộ đệm vốn của HDB và hỗ trợ triển vọng tăng trưởng của ngân hàng.

Triển vọng năm 2025: Doanh thu tăng trưởng mạnh bù đắp cho mức tăng mạnh trong chi phí tín dụng

Hình 1: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 trước đây	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2025 mới/ 2024	Nhận định của Vietcap
Thu nhập lãi ròng (NII)	30.857	34.588	36.194	17,3%	* Chúng tôi nâng dự phóng cho cả tăng trưởng tín dụng và NIM.
Thu nhập phí ròng *	2.260	2.672	5.396	138,7%	* Thu nhập phí quý 2/2025 cao hơn nhiều so với kỳ vọng của chúng tôi (dịch vụ tư vấn tài chính, dịch vụ bảo lãnh phát hành trái phiếu và dịch vụ thanh toán là các động lực tăng trưởng chính). HDB kỳ vọng sẽ duy trì động lực tăng trưởng của mảng ngân hàng đầu tư. Thu nhập phí bancassurance 6T 2025 đi ngang so với cùng kỳ.
Tổng thu nhập ngoài lãi (NOII)	3.175	4.907	7.724	143,3%	* HDB ghi nhận lợi nhuận mạnh từ hoạt động đầu tư và lợi nhuận từ HĐKD ngoại hối trong 6T 2025. HDB xếp thứ 5 về khối lượng giao dịch ngoại hối.
TOI	34.032	39.496	43.918	29,0%	
OPEX	(11.981)	(12.819)	(12.340)	3,0%	* Chi phí hoạt động (OPEX) 6T 2025 thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi. HDB gần đây đã thành lập một bộ phận để tăng cường hiệu quả chi phí. Chi phí hoạt động sẽ tăng trong quý 4/2025 do các chi phí mang tính mùa vụ.
PPOP	22.051	26.676	31.578	43,2%	
Chi phí dự phòng	(5.321)	(6.128)	(10.157)	90,9%	* Dự phóng chi phí dự phòng cao hơn của chúng tôi bao gồm mức xử lý nợ cao trong quý 2/2025 (+2,8 lần YoY) và kỳ vọng của chúng tôi về chi phí tín dụng sẽ duy trì ở mức cao trong nửa cuối năm 2025 để tiếp tục cải thiện các chỉ số nợ xấu và bộ đệm dự phòng từ mức thấp lịch sử là 47,2% trong quý 2/2025.
Lợi nhuận ròng	12.763	15.565	16.161	26,6%	
NIM	5,21%	4,90%	5,10%	-11 đcb	* Dự phóng NIM cao hơn của chúng tôi là do nâng dự phóng LDR và phản ánh thu nhập lãi khác cao hơn mà HDB đã ghi nhận trong 6T 2025 (+93% YoY) từ các khoản phí cam kết rút vốn và phí cam kết hạn mức tín dụng dự phòng.
Lợi suất IEA	9,78%	9,72%	9,82%	4 đcb	
COF	4,69%	4,97%	4,87%	19 đcb	
Chỉ số CASA**	12,04%	12,04%	13,04%	1,0 điểm %	
CIR	35,2%	32,5%	28,1%	-7,1 điểm %	
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,93%	1,94%	1,95%	2 đcb	* Các khoản cho vay khách hàng cá nhân (bao gồm hộ kinh doanh, cho vay mua nhà, cho vay nông nghiệp) chiếm 68% nợ xấu. Ngoài ra, các khoản cho vay doanh nghiệp ở khu vực nông thôn (tức là cho vay nông nghiệp) đã ghi nhận mức giảm trong 6T 2025.
Tổng dư nợ cho vay	442.485	555.645	578.288	30,7%	* HDB đã bán 28,6 nghìn tỷ đồng các khoản vay tốt (khoảng 6,4% tổng dư nợ tín dụng năm 2024) cho Vikki (trước đây là Ngân hàng Đông Á) trong quý 2/2025 để hỗ trợ tái cơ cấu. Chúng tôi kỳ vọng HDB có thể lặp lại việc này hàng năm nhưng với số lượng nhỏ hơn, tùy thuộc vào điều kiện thị trường.
Tiền gửi khách hàng	437.505	538.131	542.506	24,0%	
Giấy tờ có giá	81.350	97.620	101.687	25,0%	
Tổng tài sản	697.366	838.889	848.023	21,6%	
Tổng vốn sở hữu	54.491	66.546	67.141	23,2%	
ROAE	25,8%	25,7%	26,6%	0,8 điểm %	
ROAA	2,0%	2,0%	2,1%	0,1 điểm %	
LDR quy định	71,0%	74,0%	76,1%	5,2 điểm %	

Nguồn: BCTC của HDB, dự báo của Vietcap. Đơn vị là tỷ đồng trừ khi có lưu ý khác — * Thu nhập phí ròng bao gồm thu nhập ngoại hối; ** CASA bao gồm tiền gửi không kỳ hạn và tiền kỳ quỹ.

Các trái chủ trái phiếu chuyển đổi sẽ thực hiện quyền chuyển đổi

Vào cuối tháng 8/2025, các cổ đông đã phê duyệt các đề xuất của HDB liên quan đến: (1) **nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài (FOL) từ 17,5% lên 27%** (trong đó, tỷ lệ sở hữu cổ phần của một cá nhân nước ngoài cụ thể không được vượt quá 5% và của một tổ chức nước ngoài không được vượt quá 15% vốn điều lệ của ngân hàng) và (2) **việc thực hiện chuyển đổi 160 triệu USD trái phiếu chuyển đổi đã phát hành vào năm 2020**. Sau khi thực hiện, không có thời gian hạn chế chuyển nhượng đối với các cổ phiếu mới được phát hành từ việc thực hiện quyền chuyển đổi.

Ngoài ra, HDB vẫn còn một lô trái phiếu chuyển đổi khác trị giá 165 triệu USD được phát hành vào năm 2021, mà chúng tôi kỳ vọng có thể dẫn đến một đợt chuyển đổi khác.

Do đó, trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi tính đến việc chuyển đổi 325 triệu USD trái phiếu chuyển đổi, trong đó (1) 160 triệu USD trái phiếu chuyển đổi sẽ được chuyển đổi thành 349,3 triệu cổ phiếu (tương đương 8,6% tổng số cổ phiếu pha loãng) vào giữa năm 2026F với giá thực hiện là 10.600 đồng/cổ phiếu (**đã được cổ đông phê duyệt**) và (2) 165 triệu USD trái phiếu chuyển đổi sẽ được chuyển đổi thành 209,3 triệu cổ phiếu (tương đương 5,1% tổng số cổ phiếu pha loãng) vào giữa năm 2027F với giá thực hiện là 18.100 đồng/cổ phiếu (**ước tính của chúng tôi; chưa có kế hoạch thực hiện**).

Tóm tắt thông tin trái phiếu chuyển đổi do HDB phát hành:

Tình trạng		Giá trị (triệu USD)	Ngày phát hành	Kỳ hạn	Lãi suất/năm	Nhà đầu tư	Giá chuyển đổi/cổ phiếu	Số lượng cổ phiếu nắm giữ trước chuyển đổi (triệu)	Số lượng cổ phiếu dự kiến phát hành (triệu)	% tổng số cổ phiếu pha loãng
Trái chủ dự kiến thực hiện quyền chuyển đổi trong 2025-quý 2/2026	Lô 1	30	04/11/2020	5 năm & 1 ngày	Cố định 4,5%	Sky Capital Advisor Pte. Ltd	10.600 đồng	13,3	65,6	1,6%
	Lô 2	65	24/12/2020			Clarendelle Investment PTE. LTD.		0	141,8	3,5%
		65	24/12/2020			Core Capital (1) PTE. LTD		0	141,8	3,5%
Chưa có kế hoạch thực hiện chuyển đổi	Lô 3*	165	29/12/2021			- IFC Group, Leapfrog Investment, DEG	18.100 đồng		209,3	5,1%

Nguồn: HDB, Vietcap tổng hợp. *Giá chuyển đổi được xác định tại thời điểm phát hành và được điều chỉnh cho các sự kiện pha loãng trong tương lai theo thỏa thuận. *Kế hoạch chuyển đổi Lô 3 là ước tính của Vietcap.

Do HDB đủ điều kiện để nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài (FOL) lên tới 49% nhờ hỗ trợ tái cấu trúc Ngân hàng Vikki, nên những lo ngại về tỷ lệ sở hữu nước ngoài khi thực hiện quyền chuyển đổi sẽ là hạn chế. Ngoài tác động pha loãng, chúng tôi tin rằng vốn chủ sở hữu mới sẽ giúp củng cố bộ đệm vốn của HDB và triển vọng tăng trưởng của ngân hàng, xét đến các mục tiêu tăng trưởng mạnh mẽ của HDB trong năm 2025 (tăng trưởng tín dụng +32%; tăng trưởng huy động +27%; LNST +26%). Nền tảng vốn vững chắc và thể mạnh tổng hợp lớn có thể tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng của HDB trong dài hạn, và nếu ngân hàng có thể duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ như trên, điều này sẽ bù đắp một phần tác động tiêu cực ngắn hạn từ pha loãng cổ phiếu.

Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá để ước tính giá mục tiêu, áp dụng tỷ trọng bằng nhau cho phương pháp thu nhập thẳng dư và phương pháp P/B mục tiêu.

Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 26% lên 34.000 đồng/cổ phiếu nhờ (1) mức tăng 17% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2025-2029 (tương ứng +3%/+8%/+12%/+20%/+30% cho dự báo các năm 2025/26/27/28/29) và (2) tăng P/B mục tiêu từ 1,10 lần lên 1,70 lần. Mức tăng trong lợi nhuận của chúng tôi chủ yếu đến từ (1) mức tăng 16% trong dự phóng NII nhờ CAGR tín dụng cao hơn là 22,3% (so với 18,0% trong dự báo trước đó) và (2) mức tăng 51% trong dự báo tổng NOI (nguồn thu nhập phí đa dạng hơn, bao gồm thu nhập cao từ dịch vụ tư vấn & dịch vụ thanh toán). Các yếu tố này được bù đắp một phần bởi chi phí dự phòng tăng 57%, do dự phóng tăng trưởng tín dụng cao hơn của chúng tôi và kỳ vọng của chúng tôi rằng HDB sẽ duy trì chi phí tín dụng ở mức cao để tiếp tục cải thiện các chỉ số nợ xấu hiện đang tương đối cao và củng cố bộ đệm dự phòng. Chúng tôi dự báo HDB sẽ trả cổ tức tiền mặt 1.000 đồng/cổ phiếu hàng năm trong giai đoạn 2025-2029.

Chúng tôi tiếp tục áp dụng hệ số beta riêng cho HDB, được ước tính dựa trên hệ số beta trượt 2 năm từ Bloomberg (tỷ trọng 50%) và beta là 1,0 (tỷ trọng 50%) để phản ánh giả định beta có xu hướng hồi quy về mức trung vị trong dài hạn.

Hình 2: Chi phí vốn chủ sở hữu

Chi phí vốn chủ sở hữu	Điều chỉnh	Trước đây
Tỷ lệ phi rủi ro	6,0%	6,0%
Beta	1,02	0,98
Phần bù rủi ro thị trường	8,0%	8,0%
Chi phí vốn chủ sở hữu	14,2%	13,8%

Nguồn: Vietcap

Hình 3: Tóm tắt định giá

(Tỷ đồng)	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Đóng góp
Phương pháp thu nhập thẳng dư	131.726	50%	65.863
Phương pháp P/B mục tiêu tại 1,70 lần	131.008	50%	65.504
Định giá tổng hợp			131.367
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tỷ)			3,859
Giá mục tiêu			34.000
Giá hiện tại			30.900
Tỷ lệ tăng			+10,0%
Lợi suất cổ tức			<u>3,2%</u>
Tổng mức sinh lời dự phóng (%)			+13,2%
P/B dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu			1,96x
P/B dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu			1,52x
KHUYẾN NGHỊ			KHẢ QUAN

Nguồn: Vietcap

Hình 4: Tổng hợp định giá trên số lượng cổ phiếu pha loãng với giả định chuyển đổi tất cả trái phiếu chuyển đổi

(tỷ đồng)	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	131.726	50%	65.863
P/B mục tiêu tại 1,70 lần	131.008	50%	65.504
Định giá tổng hợp			131.367
Số lượng cổ phiếu pha loãng (tỷ)			4,069
Giá trị hợp lý theo số lượng cổ phiếu pha loãng (đồng)			32.300

Nguồn: Vietcap

Hình 5: Mô hình thu nhập thặng dư

(tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
ROE (Vốn chủ sở hữu đầu kỳ)	29,7%	29,8%	27,5%	24,6%	23,3%
Chi phí vốn chủ sở hữu (COE)	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
Biên lợi nhuận kinh tế	15,5%	15,6%	13,3%	10,5%	9,1%
Giá trị vốn chủ sở hữu (đầu kỳ)	54.491	67.141	86.986	110.607	133.771
Thu nhập thặng dư (TNTD)	8.445	10.494	11.585	11.570	12.165
Giá trị hiện tại của TNTD	2.838	6.179	5.975	5.227	4.814
Tổng giá trị hiện tại của TNTD					25.033
Giá trị hiện tại của giá trị cuối (Tăng trưởng trung bình trong 10 năm là 4,0% và tăng trưởng ổn định là 3,0%)					45.877
Giá trị VCSH đầu kỳ (giá trị VCSH trung bình dự báo giai đoạn 2025-2026)					60.816
Giá trị VCSH hiện tại					131.726
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tỷ) dự phóng tính đến giữa năm 2026					3,859
Giá trị VCSH hợp lý dựa theo số lượng cổ phiếu lưu hành (đồng)					34.131
Số lượng cổ phiếu pha loãng (tỷ)					4,069
Giá trị VCSH hợp lý dựa theo số lượng cổ phiếu pha loãng (đồng)					32.736

Nguồn: Vietcap

So sánh với các ngân hàng và phương pháp P/B mục tiêu

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi nâng P/B mục tiêu cho HDB từ 1,10 lần lên 1,70 lần, phản ánh (1) triển vọng tích cực hơn sau khi những bất ổn về thuế quan của Mỹ giảm vào đầu tháng 7 và (2) lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ của HDB, bao gồm nguồn vốn vững chắc và hệ sinh thái đa dạng, tăng trưởng nhanh, hỗ trợ tăng trưởng dài hạn. P/B mục tiêu 1,70 lần của chúng tôi thuộc nhóm cao nhất trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi, được củng cố bởi hồ sơ ROE vững chắc của HDB.

Chúng tôi tin rằng các điều kiện vĩ mô hiện tại thuận lợi hơn cho các ngân hàng, được hỗ trợ bởi các sáng kiến của Chính phủ nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, khuyến khích sự tham gia của khu vực tư nhân và duy trì các chính sách tiền tệ hỗ trợ. Trong bối cảnh này, ROE mạnh mẽ của HDB hiện có vẻ bền vững hơn, đặc biệt khi ngân hàng đã đẩy nhanh việc xử lý bảng cân đối kế toán trong quý 2/2025 - báo hiệu một triển vọng tăng trưởng cân bằng hơn so với mức độ rủi ro của ngân hàng.

HDB hiện đang tìm kiếm một cổ đông chiến lược nước ngoài, tuy nhiên ngân hàng vẫn chưa trình đề xuất chính thức lên cổ đông. Ngoài ra, HDB đủ điều kiện để nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài (FOL) lên tới 49% do được NHNN ưu đãi do đã hỗ trợ tái cơ cấu Ngân hàng Vikki. Chúng tôi tin rằng dòng vốn chi phí thấp tiềm năng sẽ hỗ trợ chi phí huy động vốn của HDB trong tương lai và theo đó cải thiện NIM.

Tính đến ngày 08/09/2025, P/B dự phóng năm 2025F của HDB là 1,61 lần, cao hơn 2% so với mức trung vị P/B dự phóng năm 2025 của các ngân hàng khác (Hình 6).

Hình 6: Dự báo của Vietcap cho ngân hàng tại Việt Nam

Mã	Vốn hóa (tỷ USD)	P/E			P/B			ROE			ROA	Hệ số nhân VCSH	Tỷ lệ nợ xấu
		2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	TTM	2024	2024
ACB	5,2	8,2	7,7	6,5	1,63	1,42	1,21	22,4%	20,0%	20,1%	1,90%	10,4	1,51%
BID	10,8	12,7	12,3	11,5	2,01	1,68	1,47	19,5%	17,1%	15,8%	0,93%	19,1	1,41%
CTG	10,1	12,0	10,1	8,4	1,78	1,52	1,28	18,5%	18,6%	18,8%	1,26%	15,9	1,25%
MBB	8,2	9,5	8,3	6,8	1,92	1,57	1,30	22,1%	20,8%	20,8%	2,19%	9,6	1,62%
VCB	20,7	17,5	16,3	13,7	2,74	2,35	1,93	18,6%	16,9%	16,7%	1,68%	10,5	0,96%
VPB	9,4	15,7	13,0	10,0	1,74	1,59	1,41	11,0%	12,3%	14,4%	1,84%	6,3	4,20%
STB	3,9	11,2	8,0	4,3	1,85	1,50	1,11	20,0%	22,9%	33,1%	1,52%	13,6	2,40%
TCB	10,2	12,5	10,7	8,8	1,85	1,66	1,48	15,6%	16,4%	17,7%	2,22%	6,6	1,17%
TPB	1,9	8,4	7,7	7,1	1,36	1,16	0,99	17,3%	16,2%	15,2%	1,63%	11,1	1,52%
VIB	2,7	8,8	8,1	7,0	1,49	1,32	1,17	18,1%	17,6%	17,7%	1,57%	11,8	3,51%
LPB	4,8	13,9	12,6	12,4	2,95	2,78	2,39	25,1%	24,0%	21,9%	2,08%	11,7	1,57%
Trung vị		12,0	10,1	8,4	1,85	1,57	1,30	18,6%	17,6%	17,7%	1,68%	11,1	1,52%
HDB	4,1	8,4	6,7	5,7	1,99	1,61	1,37	25,8%	26,6%	26,0%	2,03%	12,3	1,98%

Nguồn: Dữ liệu của ngân hàng, Vietcap (tính đến ngày 08/09/2025)

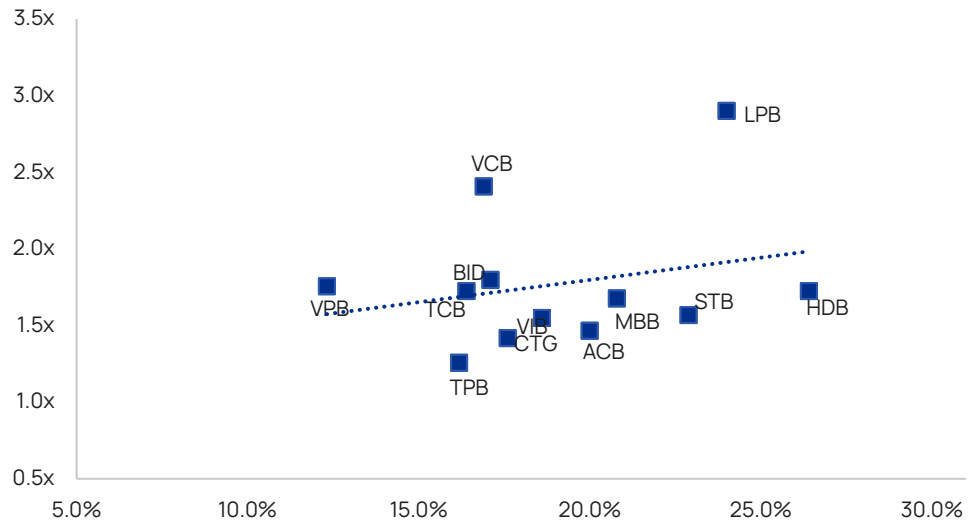
Hình 7: Độ nhạy của hệ số P/B hợp lý trong tương quan với ROE và tốc độ tăng trưởng ổn định từ mô hình tăng trưởng Gordon, giả định các biến số khác không đổi

		ROE trung bình giai đoạn 2019-2029				
Tốc độ tăng trưởng cuối%		19,5%	21,5%	23,5%	25,5%	27,5%
	1,5%	1,42	1,58	1,74	1,89	2,05
	2,0%	1,44	1,60	1,77	1,93	2,10
	2,5%	1,46	1,63	1,80	1,97	2,14
	3,0%	1,48	1,66	1,84	2,02	2,19
	3,5%	1,50	1,69	1,88	2,06	2,25
	4,0%	1,52	1,72	1,92	2,12	2,31

Nguồn: HDB, Vietcap

Bảng phân tích độ nhạy trên minh họa giá trị P/B hợp lý của HDB là 1,84 lần bằng cách sử dụng Mô hình tăng trưởng Gordon (GGM) với dự báo ROE trung bình giai đoạn 2019-2029 của chúng tôi là 23,5%, chi phí vốn chủ sở hữu là 14,2% (Hình 7) và giả định tăng trưởng ổn định là 3%. P/B mục tiêu của chúng tôi là 1,70 lần, thấp hơn 'P/B hợp lý' tính toán từ GGM do chất lượng tài sản quý 2/2025 của HDB thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi với các chỉ số nợ xấu cho thấy sự cải thiện hạn chế mặc dù phải đối mặt với chi phí tín dụng tăng đột biến do xử lý nợ xấu. Ngoài ra, LLR quý 2/2025 của HDB là 47%, thấp hơn LLR trung bình của các ngân hàng tư nhân là 63% mặc dù có ROE và bộ đệm vốn tương đối mạnh.

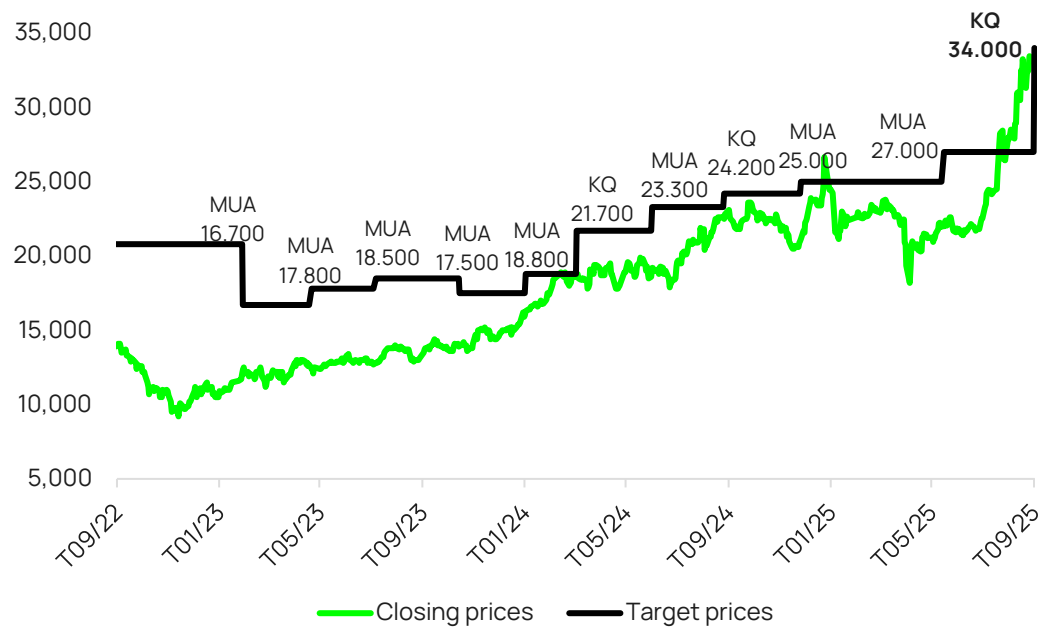
Hình 8: P/B (trục y) và ROE (trục x) của các ngân hàng Việt Nam (dự báo năm 2025)



Nguồn: Vietcap số liệu tính toán vào ngày 03/09/2025)

Diễn biến khuyến nghị

Hình 9: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap (Lưu ý: Giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành)

Báo cáo Tài chính

BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi vay	57.996	69.761	85.764	104.185
Chi phí lãi vay	(27.138)	(33.567)	(41.762)	(51.186)
Thu nhập lãi thuần	30.857	36.194	44.002	52.999
Thu nhập từ phí dịch vụ	1.417	4.383	5.260	6.049
Thu nhập ngoài lãi khác	1.759	3.341	3.399	3.558
Tổng thu nhập ngoài lãi	3.175	7.724	8.659	9.606
Tổng thu nhập từ HĐKD	34.032	43.918	52.661	62.606
Chi phí ngoài lãi	(11.981)	(12.340)	(14.808)	(17.029)
Chi phí quản lý khác	0	0	0	0
Tổng chi phí hoạt động	(11.981)	(12.340)	(14.808)	(17.029)
LN từ HĐKD trước dự phòng	22.051	31.578	37.853	45.576
Chi phí dự phòng	(5.321)	(10.157)	(11.356)	(13.785)
Thu nhập/chi phí khác	0	0	0	0
LN trước thuế	16.730	21.422	26.496	31.791
Thuế	(3.482)	(4.459)	(5.515)	(6.617)
LN ròng	13.248	16.963	20.981	25.174
Lợi ích CĐTS	(485)	(802)	(980)	(1.271)
LNST sau lợi ích CĐTS	12.763	16.161	20.002	23.902
SL CP cuối năm (tr)*	3.495	3.495	3.859	4.069
SL CP trung bình có tỷ trọng (tr)*	3.489	3.495	3.677	3.964
EPS (VND)	3.658	4.624	5.440	6.030
DPS (VND)	1.000	1.000	1.000	1.000

TỶ LỆ (%)	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Cho vay	28,9	30,7	26,9	22,9
Tiền gửi	18,0	24,0	22,0	20,0
LN từ HĐKD	28,8	29,0	19,9	18,9
LN từ HĐKD trước dự phòng	27,6	43,2	19,9	20,4
LNST sau lợi ích CĐTS	26,7	26,6	23,8	19,5
Chất lượng tài sản				
Nhóm 2 / Tổng dư nợ	4,73	3,50	3,00	2,50
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,93	1,95	1,90	1,90
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	68,7	67,1	70,0	77,4
Chi phí dự phòng/Tổng dư nợ	1,20	1,76	1,55	1,53
Thanh khoản				
CAR theo Basel II	14,0	13,1	13,5	14,0
Tỷ lệ cho vay/ tiền gửi theo quy định	71,0	76,1	80,4	83,1

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tiền đương tiền	3.105	3.787	4.560	5.418
Tiền gửi tại NHNN	26.680	32.991	40.548	49.075
Tiền gửi tại và cho vay các TCTD khác	101.600	83.115	72.476	69.439
Đầu tư ngắn hạn	53.270	59.925	66.690	72.192
Cho vay khách hàng	436.606	570.722	723.821	888.332
Chứng khoán đầu tư - HTM	17.437	24.717	35.049	49.700
Đầu tư dài hạn	858	858	844	832
Tài sản và trang thiết bị	1.766	1.854	1.947	2.044
Tài sản khác	56.044	70.054	77.060	84.766
Tổng tài sản	697.366	848.023	1.022,996	1.221,797
Nợ NHNN	15	19	23	27
Huy động & vay liên ngân hàng	99.461	109.407	120.347	132.382
Vốn cho vay & ủy thác khác	2.788	2.766	2.744	2.721
Tiền gửi khách hàng	437.505	542.506	661.858	794.229
Công cụ tài chính khác	18	0	0	0
Giấy tờ có giá	81.350	101.687	123.409	150.561
Nợ khác	19.571	21.529	23.681	26.050
Tổng nợ	640.709	777.914	932.062	1.105,971
Vốn CSH của cổ đông	54.491	67.141	86.986	110.607
Lợi ích CĐTS	2.166	2.968	3.948	5.219
Tổng nợ và vốn CSH	697.366	848.023	1.022,996	1.221,797

TỶ LỆ (%)	2024	2025F	2026F	2027F
Khả năng sinh lời				
NIM	5,21	5,10	5,09	5,07
Lợi suất tài sản sinh lãi	9,78	9,82	9,93	9,97
Chi phí huy động	4,69	4,87	5,02	5,15
Chi phí / thu nhập	35,2	28,1	28,1	27,2
Cơ cấu ROE (trong % tổng tài sản)				
NII	4,75	4,68	4,70	4,72
Dự phòng	-0,82	-1,31	-1,21	-1,23
NII sau dự phòng	3,93	3,37	3,49	3,49
Thu nhập ngoài lãi	0,49	1,00	0,93	0,86
Chi phí hoạt động	-1,84	-1,60	-1,58	-1,52
Thuế & Lợi ích CĐTS	-0,61	-0,68	-0,69	-0,70
ROAA	1,96	2,09	2,14	2,13
Tổng tài sản trên VCP	13,1	12,7	12,1	11,4
ROAE	25,8	26,6	26,0	24,2

Nguồn: HDB, dự báo của Vietcap. * Số lượng cổ phiếu không bao gồm khả năng phát hành cổ phiếu mới nếu trái chủ chuyển đổi thực hiện quyền.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

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

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

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

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

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