

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

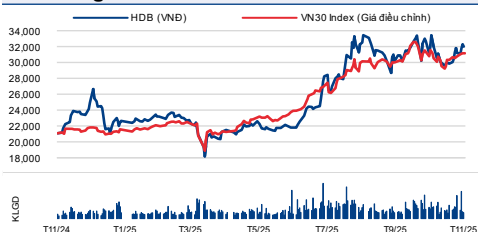
Giá mục tiêu: VNĐ37,500 (từ VNĐ36,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 17.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (28/11/2025)	32,000
Mã Bloomberg	HDB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	18,200-33,450
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	31,840
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	111,842
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,243
Slg CP lưu hành (tr.đv)	3,495
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	612
Slg CP NN được mua (tr.đv)	4.40
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 (12.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(0.62)	(1.54)	51.8
So với chỉ số	0.69	(4.75)	2.68
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,900	4,573	(14.7)
2026F	4,817	5,206	(7.5)
2027F	5,822	6,445	(9.7)

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 giữa ngân hàng truyền thống và cho vay tiêu dùng

Chuyên viên phân tích

Phạm Liên Hà, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
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

Giữ vững triển vọng tích cực; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho HDB nhưng tăng 3% giá mục tiêu lên 37.500đ sau khi chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026.
- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 do tác động tiêu cực từ việc hạ giá định tỷ lệ NIM được bù đắp bởi tác động tích cực từ việc nâng dự báo thu nhập phí và hạ giá định chi phí. Theo đó, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 22,4% trong 3 năm tới, cao hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức khoảng 17%. Bên cạnh đó, các kế hoạch chiến lược gần đây cho thấy HDB đang nỗ lực để cải thiện nền tảng vốn, hoàn thiện cơ cấu cổ đông và hỗ trợ tăng trưởng dài hạn.
- HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,34 lần, so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,29 lần. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 17% và P/B dự phóng năm 2026 là 1,63 lần, được hỗ trợ bởi triển vọng lợi nhuận sáng hơn và hệ số ROE vượt trội.

Sự kiện: Phân tích triển vọng

HDB đã ghi nhận KQKD Q3/2025 kém khả quan với LNTT đạt 4,7 nghìn tỷ đồng, tăng 5,4% so với cùng kỳ nhờ tổng thu nhập hoạt động tăng 11,5% so với cùng kỳ (trong đó thu nhập lãi thuần đi ngang và thu nhập ngoài lãi tăng 130,2%) và chi phí hoạt động giảm mạnh 15,7% so với cùng kỳ, bị bù trừ một phần do chi phí dự phòng tăng 109,8% so với cùng kỳ. Từ đó, lũy kế LNTT 9 tháng đầu năm 2025 hoàn thành 72% dự báo cả năm trước đó và thấp hơn một chút so với dự báo 9 tháng của chúng tôi do tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM thấp hơn kỳ vọng, mặc dù thu nhập ngoài lãi vượt dự báo.

Bước sang Q4/2025, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng hữu cơ sẽ tăng tốc, hỗ trợ cải thiện thu nhập lãi khác và tỷ lệ NIM, trong khi chi phí tín dụng, mặc dù vẫn ở mức cao, sẽ bắt đầu giảm xuống. Nhìn chung, những yếu tố này củng cố kỳ vọng về lợi nhuận cho cả năm của chúng tôi.

Tác động: Một vài thay đổi nhỏ, gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Nhìn chung, HSC hạ dự báo tăng trưởng tín dụng (chỉ trong năm 2025), tỷ lệ NIM và chi phí hoạt động, nhưng nâng dự báo thu nhập phí. Theo đó, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027, tương đương tăng trưởng trung bình 22,4% trong 3 năm tới. Đáng chú ý, EPS dự phóng của chúng tôi được tính toán trên cơ sở pha loãng hoàn toàn, một phần nguyên nhân khiến dự báo của chúng tôi thấp hơn so với thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi gần như đi ngang trong 1 tháng và 3 tháng qua, HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,34 lần, cao hơn khoảng 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,29 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng tăng 3% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thẳng dư lên 37.500đ sau khi chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026.

Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 17% so với thị giá hiện tại và P/B dự phóng năm 2026 là 1,63 lần, tương đương thẳng dư định giá khoảng 17% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân – nhờ triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ, hệ số ROE vượt trội và đáp ứng điều kiện để nâng trần sở hữu nước ngoài lên 49%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 1/12.

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	34.4 ▼	42.5	52.1
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	26.4	34.0	42.3	51.6	62.6
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	10.1	12.8	15.8	19.6	23.6
EPS (đồng)	2,901	3,652	4,511	5,068	6,125
DPS (đồng)	1,000	1,000	500	500	500
BVPS (đồng)	12,812	15,591	18,749	23,242	29,791
P/E (lần)	11.0	8.76	7.09	6.31	5.22
Lợi suất cổ tức (%)	3.13	3.13	1.56	1.56	1.56
P/B (lần)	2.50	2.05	1.71	1.38	1.07
Tăng trưởng EPS (%)	30.0	25.9	23.5	12.3	20.9
ROAE (%)	24.7	25.8	25.0	24.1	23.1

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

Triển vọng lợi nhuận vững chắc trong giai đoạn 2025-2027; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Mặc dù phải đối mặt với một số thách thức trong Q3/2025, triển vọng lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 vẫn tiếp tục vững chắc. HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 (tăng trưởng trung bình 22,4%) nhờ tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ, tỷ lệ NIM tương đối ổn định, thu nhập phí cải thiện và hoạt động hiệu quả, bù đắp cho áp lực gia tăng từ chi phí dự phòng. HSC giữ nguyên khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng tăng 3% giá mục tiêu lên 37.500đ sau khi chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang cuối năm 2026. HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,34 lần, so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,29 lần. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 17% và P/B dự phóng năm 2026 là 1,63 lần, cao hơn khoảng 17% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, nhờ triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ, hệ số ROE vượt trội và đáp ứng điều kiện để nâng trần sở hữu nước ngoài lên 49%.

Nhìn lại Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025

HDB đã công bố KQKD Q3/2025 thấp hơn kỳ vọng với LNTT đạt 4,7 nghìn tỷ đồng, tăng 5,4% so với cùng kỳ. Kết quả này được thúc đẩy bởi tổng thu nhập hoạt động tăng 11,5% so với cùng kỳ (thu nhập lãi thuần đi ngang và thu nhập ngoài lãi tăng 130,2%) và chi phí hoạt động giảm mạnh 15,7% so với cùng kỳ, bù trừ một phần do chi phí dự phòng tăng 109,8% so với cùng kỳ.

Tăng trưởng tín dụng chậm lại do bán nợ và gặp phải cạnh tranh

Tăng trưởng tín dụng chậm lại trong quý 3. Tổng dư nợ tín dụng tăng 11,5% kể từ đầu năm nhưng giảm 3,3% so với quý trước. Sau khi điều chỉnh các khoản vay chuyển nhượng cho Ngân hàng Vikki (39 nghìn tỷ đồng kể từ đầu năm; 10,4 nghìn tỷ đồng trong Q3/2025), tăng trưởng tín dụng hữu cơ đạt 20,2% kể từ đầu năm nhưng vẫn giảm 1,2% so với quý trước.

Cơ cấu tín dụng theo ngành, ngành BĐS (giảm 19,8% so với quý trước) & xây dựng (giảm 9,9% so với quý trước) giảm mạnh nhất, chủ yếu do bán nợ và nỗ lực của BLĐ nhằm giảm tỷ trọng dư nợ ở những ngành rủi ro cao này. Nhu cầu tín dụng ở những ngành khác còn yếu, khiến mức độ cạnh tranh trở nên gay gắt để giành được khách hàng chất lượng.

Tăng trưởng huy động nhìn chung sát với tăng trưởng danh mục cho vay. Tiền gửi tăng 11,5% kể từ đầu năm và tổng huy động vốn (tiền gửi + giấy tờ có giá) tăng 8,4% kể từ đầu năm và đi ngang so với quý trước. Hệ số LDR điều chỉnh đạt 89%, nhìn chung ổn định so với Q2/2025 (92%) và Q4/2024 (87%). Hệ số LDR điều chỉnh của HDB thấp hơn bình quân các NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi (101%), cho thấy dư địa thanh khoản dồi dào mặc dù tín dụng thu hẹp vừa phải.

NIM thu hẹp do tín dụng tăng trưởng chậm lại

Tỷ lệ NIM đạt 4,37%, giảm 144 điểm cơ bản so với quý trước (giảm 135 điểm cơ bản so với cùng kỳ) do lợi suất tài sản giảm 157 điểm cơ bản so với quý trước (giảm 139 điểm cơ bản so với cùng kỳ), chỉ được bù đắp một phần nhờ chi phí huy động giảm 12 điểm cơ bản so với quý trước (tăng 30 điểm cơ bản so với cùng kỳ).

Lợi suất liên tiếp thu hẹp chủ yếu do thu nhập lãi khác sụt giảm mạnh, trong khi lợi suất cho vay cải thiện 21 điểm cơ bản so với quý trước. Thu nhập lãi khác thường bao gồm phí cam kết cấp tín dụng thu được khi bảo lãnh các khoản vay mới và có xu hướng tăng mạnh khi tín dụng tăng mạnh. Do tăng trưởng tín dụng giảm tốc trong Q3/2025, các loại phí này sụt giảm, dẫn tới lợi suất gộp yếu hơn.

Thu nhập ngoài lãi vượt trội

Thu nhập ngoài lãi tăng 130,2% so với cùng kỳ nhờ các khoản phí dịch vụ & lãi mảng kinh doanh nguồn vốn. Trong đó, lãi thuần HĐ dịch vụ tăng mạnh trên mức nền thấp của Q3/2024 - tăng 188,1% so với cùng kỳ và lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối tăng 177,2% so với cùng kỳ. Mặc dù tăng trưởng đã chậm lại so với 6 tháng đầu năm 2025, kết quả này vẫn rất tích cực.

Chất lượng tài sản chịu sức ép mặc dù tốc độ suy giảm đã chứng lại so với quý trước

Chất lượng tài sản suy yếu so với quý trước và kể từ đầu năm. Tỷ lệ nợ xấu tăng lên 2,9% từ 2,5% trong Q2/2025 và 1,9% trong Q4/2024, phản ánh cả quy mô tín dụng thu hẹp & tỷ lệ nợ xấu mới hình thành đạt 2,8% (theo năm) cao hơn tỷ lệ nợ được xử lý (1,8%). Tỷ lệ nợ xấu mới hình thành Q3/2025 đã cải thiện từ mức 5.1% ghi nhận trong Q2/2025, nhưng vẫn cao hơn bình quân nhiều năm qua. Chi phí dự phòng tăng mạnh 110% so với cùng kỳ nhưng giảm đáng kể so với quý trước, cho thấy chi phí này dần trở lại bình thường sau khi trích lập mạnh trong nửa đầu năm 2025. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR giảm xuống 44% (từ 47% trong Q2/2025 và 69% trong Q4/2024), phản ánh việc cần thiết phải củng cố đệm dự phòng khi chất lượng tài sản vẫn được theo dõi chặt chẽ.

Tỷ lệ nợ xấu Ngân hàng mẹ đã tăng lên 2,72% từ 1,7% tại thời điểm cuối Q4/2024 và 2,36% tại thời điểm cuối Q2/2025, trong khi tỷ lệ nợ xấu của HDSaison vẫn ổn định ở mức khoảng 7,3% trong 4 quý vừa qua.

Chi phí hoạt động thắt chặt

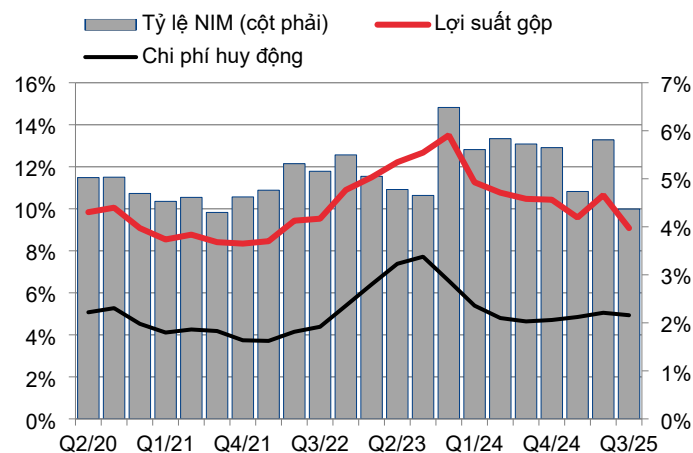
Chi phí hoạt động giảm 15,7% so với cùng kỳ (so với bình quân các NHTM trong phạm vi phân tích tăng khoảng 10% so với cùng kỳ), phản ánh đòn bẩy hoạt động đáng kể so với tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động khoảng 14-17%. Chi phí giảm xuống chủ yếu nhờ số lượng nhân viên giảm 2,6%.

Triển vọng Q4 và năm 2025

Bước sang Q4/2025, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng hữu cơ sẽ hỗ trợ thu nhập lãi khác và tỷ lệ NIM phục hồi, trong khi chi phí tín dụng, mặc dù vẫn ở mức cao, sẽ bắt đầu giảm xuống. Nhìn chung, những yếu tố này củng cố kỳ vọng về lợi nhuận cho cả năm của chúng tôi.

Biểu đồ 1: Tỷ lệ NIM, HDB hợp nhất

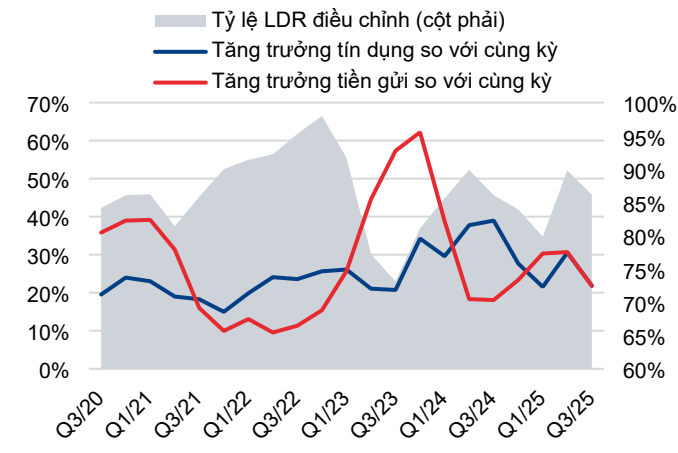
Tỷ lệ NIM trong Q3 giảm đáng kể do tăng trưởng tín dụng giảm



Nguồn: HDB, HSC

Biểu đồ 2: Hệ số LDR điều chỉnh, HDB hợp nhất

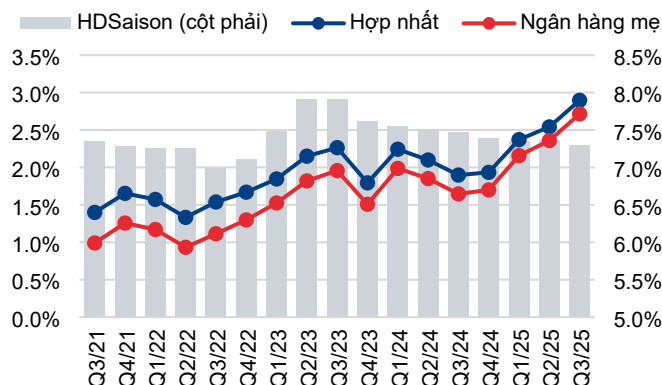
HDB hiện có tỷ lệ LDR ở mức thấp so với các NHTM khác



Nguồn: HDB, HSC

Biểu đồ 3: Tỷ lệ nợ xấu, HDB

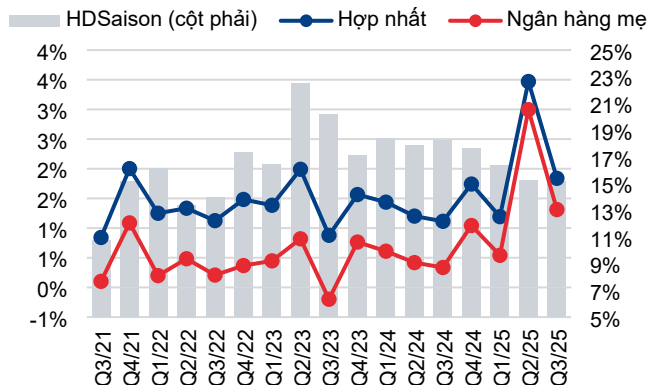
Tỷ lệ nợ xấu tăng trong 9 tháng đầu năm 2025, chủ yếu do Ngân hàng mẹ...



Nguồn: HDB, HSC

Biểu đồ 4: Chi phí tín dụng, HDB

Chi phí tín dụng (theo năm) giảm trong Q3 sau khi đạt đỉnh trong Q2



Nguồn: HDB, HSC

Các hành động và sáng kiến chiến lược của Ngân hàng

HDB đã triển khai một loạt hành động và sáng kiến chiến lược đáng chú ý nhằm củng cố nền tảng vốn, cải thiện cơ cấu cổ đông và định vị cho tăng trưởng dài hạn. Các hoạt động này bao gồm thực hiện kế hoạch chuyển đổi 160 triệu USD trái phiếu chuyển đổi, bán cổ phiếu quỹ, cập nhật kế hoạch phát hành ESOP, chuyển trụ sở chính sang Saigon Marina IFC và tiếp tục nỗ lực thu hút cổ đông chiến lược nước ngoài. Ngoài ra, Ngân hàng đang theo đuổi kế hoạch IPO cho HDSaison, hỗ trợ HDSecurities tăng vốn, đồng thời tham gia vào thị trường tài sản số, thể hiện rõ quyết tâm đa dạng hóa nguồn thu và nâng cao năng lực cạnh tranh trong tương lai.

Chúng tôi đã phân tích cụ thể về những hành động và sáng kiến này trong báo cáo trước đây: [Tăng trưởng mạnh mẽ & hệ số ROE vượt trội nhưng hạ khuyến nghị trên cơ sở định giá.](#)

Từ tích lũy có chủ đích đến chốt lời cổ phần VJC

Ngày 7/10/2025, HĐQT HDB đã thông qua nghị quyết thể hiện chủ trương tăng đầu tư cổ phần VJC (Bán ra, giá mục tiêu 119.700đ) và ủy quyền cho Tổng giám đốc thực hiện giao dịch. Tuy nhiên, sau khi giá cổ phiếu VJC tăng mạnh sau thông báo này, HDB đã quyết định không tiếp tục thương vụ mua lại theo kế hoạch.

Thay vào đó, ngày 25/11/2025, HĐQT đã thông qua nghị quyết thoái vốn của HDB tại VJC. HDB nắm giữ 6 triệu cổ phiếu VJC (tương đương 1,01% cổ phần) với giá vốn khoảng 200 tỷ đồng. Giá định HDB thoái toàn bộ cổ phần ở thị giá hiện tại khoảng 200.000đ/cp, Ngân hàng sẽ khoản lãi khoảng 1.000 tỷ đồng, tương đương khoảng 5% dự báo LNTT năm 2025 của chúng tôi. Chúng tôi cũng đánh giá việc thoái toàn bộ vốn tại VJC, một bên liên quan, là một bước đi tích cực trên góc độ quản trị doanh nghiệp.

Triển vọng và điều chỉnh dự báo giai đoạn 2025-2027

Sau khi phân tích KQKD Q3/2025 của HDB và cập nhật diễn biến ngành, chúng tôi điều chỉnh các giả định chính như sau:

- **Tăng trưởng tín dụng:** Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2025 do Ngân hàng bán nợ đáng kể cho Vikki. Chúng tôi hiện dự báo tăng trưởng tín dụng hữu cơ đạt khoảng 35% (tăng 157 nghìn tỷ đồng) và tổng giá trị khoản vay bán cho Vikki đạt khoảng 46 nghìn tỷ đồng (so với 39 nghìn tỷ đồng đã hoàn thành trong 9 tháng đầu năm 2025). Các khoản chuyển nhượng lớn dự kiến sẽ tập trung trong năm 2025 sau đó giảm mạnh kể từ năm 2026; do đó, chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng tín dụng cho năm 2026-2027.
- Giảm nhẹ 18 điểm cơ bản giả định **tỷ lệ NIM** cho năm 2025.
- Tăng bình quân 14% dự báo **lãi thuần HĐ dịch vụ**
- Giảm bình quân 12% dự báo **chi phí hoạt động**.

Nhìn chung, tác động tích cực từ việc nâng dự báo thu nhập phí và hạ dự báo chi phí hoạt động phần lớn đã bù trừ với tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM. Do đó, theo dự báo mới của chúng tôi, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 23%, 23,4% và 20,9% trong giai đoạn 2025-2027 – nhìn chung giữ nguyên so với dự báo trước đó.

Bảng 5: Các giả định quan trọng, HDB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm: hạ giả định tăng trưởng tín dụng năm 2025, giảm nhẹ giả định tỷ lệ NIM, nâng giả định lãi thuần hoạt động dịch vụ và giảm giả định chi phí hoạt động

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tín dụng, hợp nhất	27.0%	31.2%	29.4%	29.5%	24.5%	29.3%	29.4%
Tăng trưởng tín dụng, HDB	27.7%	32.0%	30.0%	30.0%	25.1%	30.0%	30.0%
Tăng trưởng tín dụng, HDS	13.2%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
Tăng trưởng tiền gửi, hợp nhất	18.0%	26.0%	26.0%	26.0%	17.0%	26.0%	26.0%
Tỷ lệ NIM, hợp nhất	5.53%	5.27%	5.19%	5.11%	5.09%	5.15%	5.09%
Tỷ lệ NIM, HDB	4.66%	4.50%	4.52%	4.51%	4.31%	4.45%	4.46%
Tỷ lệ NIM, HDS	30.62%	29.96%	29.78%	29.75%	29.46%	29.78%	29.75%
Tỷ lệ nợ xấu, hợp nhất	1.93%	2.47%	2.15%	2.13%	2.67%	2.45%	2.14%
Tỷ lệ nợ xấu, HDB	1.70%	2.30%	2.00%	2.00%	2.50%	2.30%	2.00%
Tỷ lệ nợ xấu, HDS	7.39%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
Chi phí tín dụng, hợp nhất	1.35%	2.04%	1.87%	1.79%	2.10%	1.98%	1.89%
Chi phí tín dụng, HDB	0.60%	1.49%	1.39%	1.37%	1.56%	1.47%	1.45%
Chi phí tín dụng, HDS	17.89%	16.15%	16.24%	16.24%	15.62%	16.24%	16.24%
Hệ số CIR, hợp nhất	35.2%	29.6%	29.3%	29.2%	26.7%	26.8%	26.7%
Hệ số CIR, HDB	34.9%	28.0%	28.0%	28.0%	24.5%	25.0%	25.0%
Hệ số CIR, HDS	35.4%	37.0%	36.0%	36.0%	37.0%	36.0%	36.0%

Nguồn: HSC

Bảng 6: Dự báo lợi nhuận, HDB hợp nhất

Lợi nhuận thuần đạt tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 22,4% nhờ tín dụng mở rộng, tỷ lệ NIM ổn định, thu nhập phí & hiệu suất chi phí hoạt động cải thiện

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	30,906	36,434	44,643	54,627	34,434	42,467	52,140
Tăng trưởng	39.3%	17.9%	22.5%	22.4%	11.4%	23.3%	22.8%
Điều chỉnh					-5.5%	-4.9%	-4.6%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	1,417	4,095	5,186	6,114	4,757	5,920	6,830
Tăng trưởng	-35.3%	189.1%	26.6%	17.9%	235.8%	24.5%	15.4%
Điều chỉnh					16.2%	14.2%	11.7%
Thu nhập ngoài lãi khác	1,687	3,465	3,529	3,979	3,100	3,173	3,598
Tăng trưởng	-17.4%	105.4%	1.8%	12.7%	83.8%	2.3%	13.4%
Điều chỉnh					-10.5%	-10.1%	-9.6%
Tổng thu nhập HĐ	34,010	43,994	53,358	64,719	42,291	51,560	62,569
Tăng trưởng	28.8%	29.4%	21.3%	21.3%	24.3%	21.9%	21.4%
Điều chỉnh					-3.9%	-3.4%	-3.3%
Chi phí HĐ	(11,981)	(13,012)	(15,641)	(18,900)	(11,290)	(13,824)	(16,677)
Tăng trưởng	31.2%	8.6%	20.2%	20.8%	-5.8%	22.4%	20.6%
Điều chỉnh					-13.2%	-11.6%	-11.8%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	22,029	30,982	37,717	45,819	31,002	37,737	45,892
Tăng trưởng	27.5%	40.6%	21.7%	21.5%	40.7%	21.7%	21.6%
Điều chỉnh					0.1%	0.1%	0.2%
Chi phí dự phòng	(5,321)	(10,441)	(12,455)	(15,378)	(10,443)	(12,481)	(15,450)
Tăng trưởng	24.7%	96.2%	19.3%	23.5%	96.2%	19.5%	23.8%
Điều chỉnh					0.0%	0.2%	0.5%
LNTT	16,708	20,541	25,262	30,441	20,559	25,256	30,442
Tăng trưởng	28.4%	22.9%	23.0%	20.5%	23.0%	22.8%	20.5%
Điều chỉnh					0.1%	0.0%	0.0%
Lợi nhuận thuần	12,881	15,843	19,552	23,631	15,848	19,558	23,640
Tăng trưởng	27.9%	23.0%	23.4%	20.9%	23.0%	23.4%	20.9%
Điều chỉnh					0.0%	0.0%	0.0%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 3% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư lên 37.500đ, tương đương tiềm năng tăng giá 17%, sau khi chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026. HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,34 lần, cao hơn một chút so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,29 lần. Tại giá mục tiêu điều chỉnh của chúng tôi, P/B dự phóng năm 2026 là 1,63 lần, cao hơn 17% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, nhờ tăng trưởng & khả năng sinh lời vượt trội, cũng như trần sở hữu nước ngoài ở mức 49%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và tiếp tục đánh giá HDB đang có vị thế tốt trong nhóm các NHTM tư nhân.

HSC tăng 3% giá mục tiêu

HSC tăng 3% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư lên 37.500đ, tương đương tiềm năng tăng giá 17% so với thị giá hiện tại, sau khi chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang cuối năm 2026, trong khi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận và các giả định định giá khác.

Chi tiết về định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư 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: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	15,848	19,558	23,640	26,713	30,124	33,975	38,487	43,022	47,917	55,464	57,683
- Chi phí vốn CSH	9,962	12,082	14,835	18,848	22,664	26,807	31,441	36,651	42,427	48,809	50,761
Lợi nhuận thặng dư	5,886	7,475	8,805	7,865	7,460	7,169	7,046	6,371	5,490	6,656	6,922
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư										60,719	
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.00	1.16	1.34	1.56	1.80	2.09	2.41	2.79	3.22	3.72	
Giá trị hiện tại	5,886	6,451	6,558	5,055	4,138	3,434	2,918	2,283	1,703	18,111	
Vốn CSH đầu tư	76,109	93,451									
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	56,537	58,692									
Giá trị của vốn CSH	132,646	152,142									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)*	4,060.2	4,060.2									
Giá trị của cổ phiếu (đồng)	32,700	37,500									

Ghi chú: *Trên cơ sở pha loãng hoàn toàn, giả định chuyển đổi toàn bộ lượng trái phiếu chuyển đổi đang lưu hành.
Nguồn: HSC

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

HSC đưa ra giá mục tiêu 37.500đ dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 9,5%

Lãi suất phi rủi ro		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%
	3.0%	52,100	47,400	43,200	39,600	36,400
	3.5%	48,200	43,900	40,200	36,900	34,000
	4.0%	44,600	40,800	37,500	34,500	31,800
	4.5%	41,500	38,000	35,000	32,300	29,800
	5.0%	38,600	35,500	32,700	30,200	28,000

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,34 lần, cao hơn một chút so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,29 lần. Trong khi đó, tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, P/B dự phóng năm 2026 là 1,63 lần, cao hơn 17% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi tin rằng HDB xứng đáng với mức định giá cao này, được hỗ trợ bởi triển vọng tăng trưởng lợi nhuận vượt trội (22,4% so với 17% bình quân ngành) và khả năng sinh lời cao hơn với hệ số ROE dự phóng bình quân đạt 22,7% trong giai đoạn 2025-2027 (so với 17,5%), cùng triển vọng nâng trần sở hữu nước ngoài lên 49% - một lợi thế mang tính cấu trúc chỉ có 3 NHTM tư nhân có được - điều này sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho việc huy động vốn và mở rộng bảng ĐCKT

trong tương lai. Tuy có thể pha loãng cổ phiếu ở mức độ vừa phải, chúng tôi tin rằng những lợi ích chiến lược - tăng cường sự linh hoạt của nền vốn, khả năng tiếp cận NĐT và năng lực tăng trưởng dài hạn - sẽ vượt trội hơn chi phí.

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và tiếp tục đánh giá tích cực về HDB trong số các NHTM tư nhân.

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

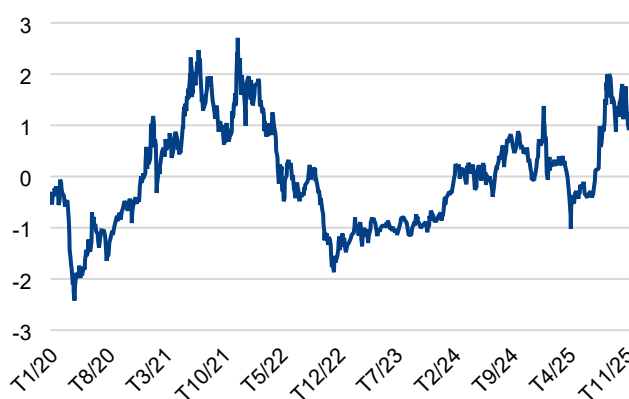
HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,34 lần...



Nguồn: HSC

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

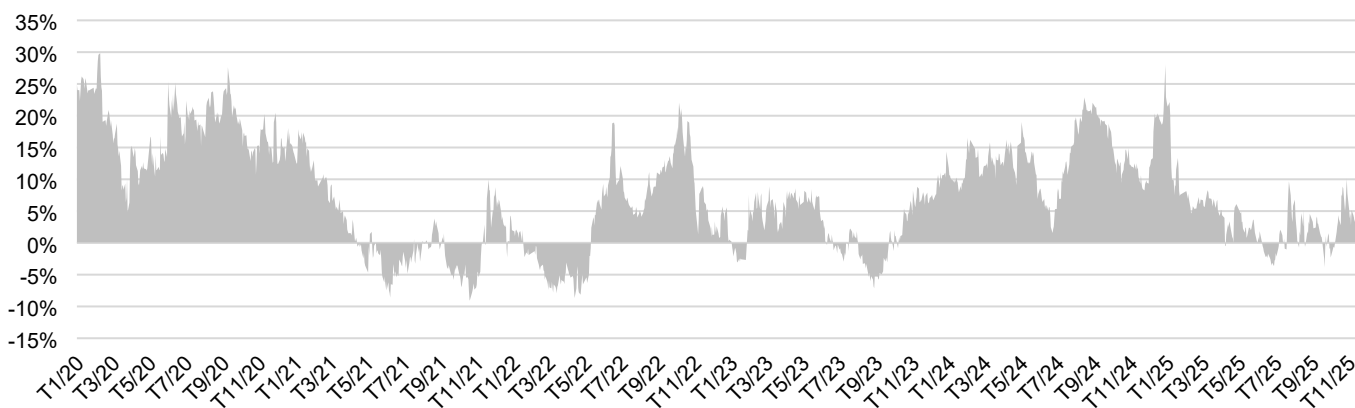
...cao hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân



Nguồn: HSC

Biểu đồ 11: Chênh lệch định giá, HDB & nhóm NHTM tư nhân

HDB đang giao dịch với định giá cao hơn 10% so với nhóm NHTM tư nhân



Nguồn: HSC

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	58.0	67.8	84.4	104
Chi phí lãi	(30.5)	(27.1)	(33.4)	(41.9)	(51.5)
Thu nhập lãi thuần	22.2	30.9	34.4	42.5	52.1
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2.19	1.42	4.76	5.92	6.83
Lãi thuần HĐ KDNH	0.56	0.84	1.10	1.32	1.59
Lãi/lỗ từ mua bán CK	1.21	0.14	0.95	0.70	0.70
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.01	0.07	0.20	0.24	0.29
Thu nhập khác	0.26	0.71	0.85	0.91	1.02
Tổng thu nhập HĐ	26.4	34.0	42.3	51.6	62.6
Chi phí HĐ	(9.13)	(12.0)	(11.3)	(13.8)	(16.7)
LN trước dự phòng	17.3	22.1	31.0	37.7	45.9
Chi phí dự phòng	(4.27)	(5.32)	(10.4)	(12.5)	(15.5)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	13.0	16.7	20.6	25.3	30.4
Chi phí thuế TNDN	(2.68)	(3.48)	(4.11)	(5.05)	(6.09)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.27)	(0.48)	(0.60)	(0.65)	(0.71)
Lợi nhuận thuần	10.1	12.8	15.8	19.6	23.6
EPS (đồng)	2,901	3,652	4,511	5,068	6,125
DPS (đồng)	1,000	1,000	500	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	3,471	3,495	3,513	3,859	3,859
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	3,471	3,477	3,859	3,859	3,859
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	4,026	4,031	4,060	4,060	4,060

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	5.12	6.45	8.13
Tiền gửi tại NHNN	41.5	26.7	25.8	32.4	40.8
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	545	704	911
Tổng dư nợ cho vay	343	442	551	712	922
Dự phòng rủi ro	(4.05)	(5.88)	(6.14)	(8.30)	(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	830	1,016	1,255
Nợ phải trả	556	641	755	924	1,136
Tiền gửi của NHNN	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02
Tiền gửi của các TCTD khác	112	99.5	137	155	172
Tổng tiền gửi KH	371	438	512	645	813
Trái phiếu và CCTG	50.9	81.3	83.2	99.4	123
Nợ khác	22.1	22.4	22.3	25.0	28.0
Vốn chủ sở hữu	44.5	54.5	72.4	89.7	115
Vốn điều lệ	29.1	35.1	38.6	38.6	38.6
Thặng dư vốn cổ phần	0.54	0.54	0.75	0.75	0.75
Lợi nhuận giữ lại	10.6	13.0	24.5	39.0	60.9
Quỹ & vốn khác của CSH	4.71	6.31	8.57	11.4	14.7
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.93	2.17	2.41	2.71	3.07
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	602	697	830	1,016	1,255
BVPS (đồng)	12,812	15,591	18,749	23,242	29,791

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	18.9	22.5	23.4
Tăng trưởng cho vay KH (%)	30.1	28.9	24.5	29.3	29.4
Tăng trưởng huy động KH (%)	71.8	18.0	17.0	26.0	26.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	62.2	23.0	14.7	25.1	25.7
Tăng trưởng VCSH (%)	20.3	22.5	32.8	24.0	28.2
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	23.2	39.1	11.6	23.3	22.8
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	5.78	31.2	(5.77)	22.4	20.6
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	29.6	27.6	40.6	21.7	21.6
Tăng trưởng LNTT (%)	26.8	28.5	22.9	22.8	20.5
Tăng trưởng LN thuần (%)	30.0	26.7	24.2	23.4	20.9
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	5.19	5.24	5.54	5.59	5.51
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.79)	(1.84)	(1.48)	(1.50)	(1.47)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	84.9	85.9	88.6	89.4	90.2
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.52	1.84	2.17	2.52	2.92
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	28.5	34.6	41.8	50.9	60.8
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	11.0	8.76	7.09	6.31	5.22
P/B (lần)	2.50	2.05	1.71	1.38	1.07
Lợi suất cổ tức (%)	3.13	3.13	1.56	1.56	1.56
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	38.1	37.5	37.5	37.9	37.8
ROAA (%)	1.98	1.96	2.08	2.12	2.08
ROAE (%)	24.7	25.8	25.0	24.1	23.1
Chi phí huy động BQ (%)	6.79	4.71	4.94	5.14	5.13
Lợi suất góp BQ (%)	12.2	10.4	10.0	10.2	10.1
Lợi suất thuần (%)	5.38	5.67	5.08	5.08	4.98
Tỷ lệ NIM (%)	5.13	5.52	5.09	5.15	5.09
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	8.28	4.16	11.2	11.5	10.9
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	84.0	90.7	81.4	82.4	83.3
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	7.73	5.17	7.33	6.15	5.75
Tỷ lệ CIR (%)	34.6	35.2	26.7	26.8	26.7
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	34.5	27.4	11.1	9.87	8.16
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.6	14.0	13.3	12.7	12.5
VCSH/Tổng TS (%)	7.38	7.81	8.72	8.83	9.16
Đòn bẩy vốn (lần)	13.5	12.8	11.5	11.3	10.9
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.79	1.93	2.67	2.45	2.14
Hệ số LLR (%)	65.8	68.7	41.8	47.5	55.5
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	92.6	101	108	110	113
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	21.0	16.1	18.8	17.2	15.6
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	57.0	63.5	66.4	70.1	73.5
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	353	369	379	384	389
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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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