

NGÂN HÀNG TMCP PHÁT TRIỂN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH (HOSE: HDB)

NGÂN HÀNG

KHUYẾN NGHỊ 12T

Khả quan

Giá mục tiêu (12T)

VND33,400

Tiềm năng tăng giá

30.3%

 Giá đóng cửa gần nhất
(07/04/26)

VND25,100

Tăng trưởng tín dụng dẫn dắt triển vọng lợi nhuận

Luận điểm đầu tư

➤ Tăng trưởng tín dụng vượt trội

Chúng tôi kỳ vọng HDB duy trì mức tăng trưởng tín dụng cao hơn trung bình ngành trong giai đoạn 2026–27, nhờ lợi thế chính sách từ việc tham gia tái cơ cấu tổ chức tín dụng yếu kém có thể giúp ngân hàng được cấp hạn mức tín dụng cao hơn so với mặt bằng chung của hệ thống. Bên cạnh đó, dư địa thanh khoản tương đối dồi dào cho phép HDB chủ động mở rộng cho vay. Sự phục hồi của nhu cầu tiêu dùng cũng được kỳ vọng hỗ trợ tăng trưởng dư nợ thông qua công ty tài chính HD Saison.

➤ Biên lãi ròng duy trì ổn định

Chúng tôi kỳ vọng NIM của HDB duy trì tương đối ổn định trong giai đoạn 2026–2027 nhờ cơ cấu tài sản tập trung vào các phân khúc có lợi suất cao. Ngân hàng tiếp tục mở rộng cho vay hộ kinh doanh và doanh nghiệp vừa và nhỏ, trong khi mảng tài chính tiêu dùng thông qua HD Saison đóng góp mức NIM vượt trội so với ngân hàng mẹ. Đồng thời, cấu trúc nguồn vốn tương đối thuận lợi với tỷ lệ LDR thấp giúp HDB hạn chế áp lực cạnh tranh lãi suất huy động trong bối cảnh mặt bằng lãi suất của ngành có xu hướng tăng trở lại.

➤ Hệ sinh thái đa dạng thúc đẩy tăng trưởng thu nhập ngoài lãi bền vững

Sự phối hợp chặt chẽ giữa các đơn vị trong hệ sinh thái giúp đẩy mạnh bán chéo sản phẩm trong các mảng tín dụng, ngân hàng đầu tư, bảo hiểm và dịch vụ thanh toán. Với tăng trưởng phí dự kiến ~40% YoY, TNHL sẽ ngày càng đóng vai trò quan trọng trong tăng trưởng LN, đặc biệt trong bối cảnh NIM toàn ngành ổn định hơn.

➤ Chất lượng tài sản cần theo dõi trong bối cảnh tăng trưởng cao

Dù tỷ lệ nợ xấu còn ở mức tương đối cao và LLR thấp, HDB đã cho thấy nỗ lực cải thiện chất lượng tài sản. Chúng tôi kỳ vọng NPL duy trì quanh 2,4% (-8bps svck) trong năm 2026, đi kèm áp lực tăng trích lập dự phòng. Trong trung hạn, nhờ môi trường vĩ mô thuận lợi và chính sách hỗ trợ tăng trưởng, chất lượng tài sản có thể cải thiện từ năm 2027, tạo nền tảng cho tăng trưởng lợi nhuận bền vững.

➤ Định giá hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng

Hiện tại, HDB đang giao dịch ở mức P/B forward 2026 khoảng 1.3 lần, thấp hơn so với mức trung bình 5 năm khoảng 1.6 lần. Chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại vẫn tương đối hợp lý, xét đến triển vọng tăng trưởng tín dụng cao hơn ngành cùng với CAGR lợi nhuận trước thuế dự kiến đạt khoảng 32.4% trong giai đoạn 2025–2027. Ngoài ra kế hoạch IPO hai công ty con HD Saison và HDS trong giai đoạn 2026–2027 có thể mang lại thêm định giá tích cực cho HDB trong trung hạn.

Rủi ro đầu tư

- Mặc dù chất lượng tài sản của HDB đã có dấu hiệu cải thiện gần đây, rủi ro tín dụng vẫn cần được theo dõi trong bối cảnh ngân hàng duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng cao. NPL đã giảm so với quý trước nhưng vẫn cao hơn mức trung bình ngành, trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu ở mức thấp. Kết quả là áp lực trích lập mạnh hơn có thể làm hạn chế tăng trưởng lợi nhuận.
- Căng thẳng địa chính trị kéo dài tại khu vực Trung Đông có thể gây áp lực lên kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và làm gia tăng biến động thị trường trong ngắn hạn.

Giá hiện tại	VND25,100
Cao nhất 52 tuần	VND29,700
Thấp nhất 52 tuần	VND14,030
Giá mục tiêu	VND33,400
Tiềm năng tăng giá	30.3%
Tỷ suất cổ tức	0%
Tổng tỷ suất sinh lời	30.3%

Thị giá vốn (tỷ đồng)	128,135
KLGG BQ 10 phiên (tr)	13.5
Số CP lưu hành (tr)	5,005.3

	HDB	VNI
P/E trượt 12T	7.8x	13.6x
P/B hiện tại	1.7x	2.0x
ROAA	2.1%	2.4%
ROAE	25.3%	16.1%

*Dữ liệu ngày 07/04/2026

Diễn biến giá cổ phiếu



Thay đổi giá	1T	3T	12T
HDB	-1.2	-11.9	59.6
VN-INDEX	-5.3	-7.8	38.1

Cơ cấu sở hữu

Sovico Holdings	9.99%
Phạm Văn Đầu	3.9%
Nguyễn Thị Phương Thảo	3.4%
Đào Duy Tường	2.5%
Khác	80.1%

Tổng quan doanh nghiệp

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Phát Triển Thành phố Hồ Chí Minh (HDB) tiền thân là Ngân hàng Phát triển Nhà Thành phố Hồ Chí Minh được thành lập vào năm 1989. Ngân hàng hoạt động chính trong lĩnh vực huy động vốn và cho vay tín dụng. HDB lần lượt được niêm yết và giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ 05/01/2018.

Chuyên viên phân tích

Hà Thu Hiến

hienht1@vpbanks.com.vn

KẾT QUẢ KINH DOANH

Tóm tắt kết quả Q4/25: Lợi nhuận phục hồi mạnh nhờ thu nhập lãi cải thiện

Hình 1: Các chỉ số chính

	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25
Thu nhập lãi/ thu nhập HD	80.8%	90.5%	92.4%	93.1%	91.1%	86.8%	80.5%	84.4%	81.6%	79.1%
Thu nhập ngoài lãi/ Thu nhập HD	19.2%	9.5%	7.6%	6.9%	8.9%	13.2%	19.5%	15.6%	18.4%	20.9%
Tăng trưởng tín dụng svck	18.7%	31.8%	28.4%	36.2%	37.7%	27.0%	21.0%	29.6%	21.5%	31.0%
NIM	4.4%	6.0%	5.3%	5.6%	5.5%	5.4%	4.6%	5.7%	4.3%	4.9%
Lợi suất tài sản	12.0%	12.5%	10.6%	10.3%	10.0%	9.9%	9.2%	10.4%	8.9%	9.4%
Chi phí vốn	7.7%	6.6%	5.4%	4.8%	4.6%	4.7%	4.8%	5.0%	4.9%	4.8%
LDR	67.4%	66.2%	70.9%	72.6%	74.3%	71.0%	71.0%	77.5%	71.3%	67.0%
NPL	2.3%	1.8%	2.2%	2.1%	1.9%	1.9%	2.4%	2.5%	2.9%	2.4%
LLR	54.2%	65.8%	56.6%	58.8%	65.9%	68.7%	53.3%	47.2%	43.4%	54.8%
Chi phí tín dụng	0.9%	1.6%	1.4%	1.2%	1.1%	1.7%	1.2%	3.5%	1.8%	1.5%
CIR	37.8%	31.9%	31.7%	36.5%	34.6%	37.5%	27.4%	23.9%	26.1%	31.0%
CP dự phòng/ LN trước dự phòng	16.8%	22.1%	24.0%	21.4%	19.6%	31.0%	19.8%	46.8%	32.6%	23.4%
ROAA	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%	2.4%	2.0%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
ROAE	21.7%	24.2%	25.1%	26.6%	27.9%	25.7%	26.0%	25.2%	24.7%	25.3%
CASA	7.2%	11.1%	8.5%	9.8%	8.9%	12.0%	9.9%	12.4%	10.4%	12.4%

* Tăng trưởng tín dụng bao gồm cho vay khách hàng và trái phiếu doanh nghiệp

** Tỷ lệ LDR tính trên số liệu BCTC riêng lẻ

Nguồn: HDB, VPBankS Research

Hình 2: Kết quả hợp nhất của HDB trong Q4/25

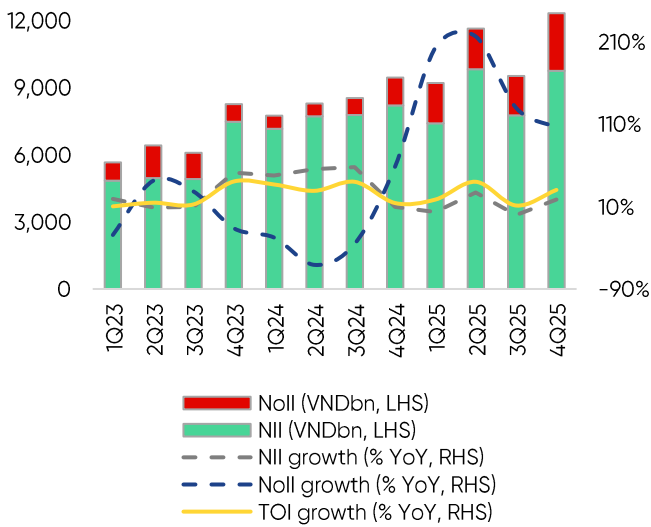
	Q4/24	Q4/25	2024	2025	% sv dự phóng của VPBS	% sv dự phóng thị trường
Thu nhập lãi (svck)	9.8%	18.9%	39.1%	12.6%	92.0%	
Thu nhập ngoài lãi (svck)	59.0%	106.2%	-24.9%	150.1%	115.8%	
Tổng TN hoạt động (svck)	14.5%	30.4%	28.8%	25.4%	95.7%	103.1%
Chi phí hoạt động (svck)	34.8%	7.7%	31.2%	-3.1%	80.8%	
LN trước dự phòng (svck)	5.0%	44.1%	27.6%	40.9%	102.7%	97.5%
Chi phí dự phòng (svck)	47.4%	8.7%	24.7%	83.2%	102.0%	104.6%
Lợi nhuận trước thuế (svck)	-7.1%	60.0%	28.5%	27.4%	103.0%	94.0%
Tăng trưởng cho vay	28.9%	23.5%	28.9%	23.5%	95.7%	
Tăng trưởng tiền gửi	18.0%	28.2%	18.0%	28.2%	102.3%	
Biên lãi thuần	5.6%	4.9%	5.4%	4.7%		
Lợi suất tài sản	10.3%	9.4%	10.1%	9.1%		
Chi phí vốn	4.7%	4.8%	4.7%	4.6%		
Tỷ lệ CASA	12.0%	12.4%	12.0%	12.4%		
Tỷ lệ chi phí/Thu nhập	37.5%	31.0%	35.2%	27.2%		
ROAE	25.7%	25.3%	25.7%	25.3%		
Tỷ lệ nợ xấu/Dư nợ cho vay	1.93%	2.44%	1.93%	2.44%		
Tỷ lệ nợ nhóm 2/Dư nợ cho vay	4.7%	3.4%	4.7%	3.4%		
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	68.7%	54.8%	68.7%	54.8%		

Nguồn: HDB, VPBankS Research

Tổng thu nhập hoạt động cải thiện nhờ thu nhập lãi phục hồi mạnh

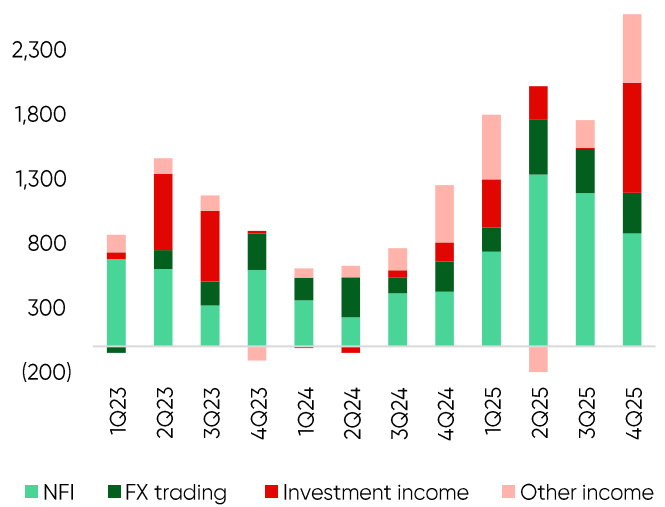
Tổng thu nhập hoạt động tăng 30.4% svck trong Q4/25, ghi nhận sự tăng tốc rõ rệt so với Q3/25 và phản ánh sự phục hồi trên cả thu nhập lãi thuần (TNLT) và thu nhập ngoài lãi (TNNL). TNLT tăng 18.9% svck, được hỗ trợ bởi tăng trưởng quy mô tín tài sản sinh lời 35.3% svck. Trong khi đó, TNNL tăng mạnh 106.2% svck, chủ yếu nhờ lãi lớn từ khoản mục mua bán chứng khoán đầu tư (+499% svck), chúng tôi cho rằng đến từ việc HDB giảm sở hữu tại Vietjet trong tháng 12/2025. Trong khi đó, lãi thuần từ kinh doanh ngoại hối và vàng cũng tăng 34.9% svck, trong khi thu nhập cổ tức tăng vọt 220.6% svck cũng củng cố hiệu quả hoạt động ngoài lãi mạnh mẽ trong Q4/25.

Hình 3: Tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động



Nguồn: HDB, VPBankS Research

Hình 4: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi



Nguồn: HDB, VPBankS Research

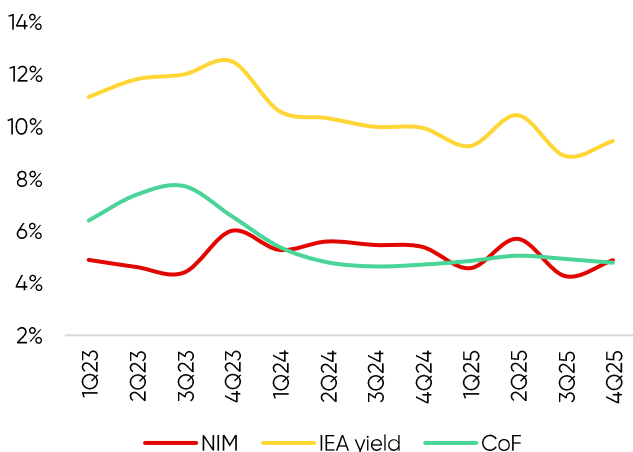
TNLT cải thiện nhờ tăng trưởng tín dụng và cơ cấu nguồn vốn thuận lợi

Tăng trưởng TNLT được đẩy mạnh khi NIM cải thiện lên 4.9% trong Q4/25, từ mức 4.3% trong Q3/25, phản ánh khả năng định giá tài sản tốt hơn. Lợi suất tài sản sinh lãi tăng lên 9.4% trong Q4/25 từ 8.9% trong Q3/25, trong khi chi phí vốn giảm nhẹ xuống 4.8% từ 4.9%, giúp NIM cải thiện theo quý. Chúng tôi cho rằng hạn mức tăng trưởng tín dụng tương đối cao của HDB so với các ngân hàng cùng ngành cho phép ngân hàng linh hoạt hơn trong định giá lãi suất cho vay và tận dụng tốt nhu cầu tín dụng cao vào cuối năm 2025, trong bối cảnh nhiều ngân hàng khác đã gần cận hạn mức tín dụng.

Thêm vào đó, chúng tôi quan sát lợi suất từ đầu tư tăng tích cực (+0.6 điểm % so với quý trước) cũng góp phần cải thiện lợi suất tài sản sinh lãi trong Q4/25. Chúng tôi cho rằng sự cải thiện về lợi suất đầu tư được thúc đẩy bởi cả môi trường lãi suất cao hơn và sự thay đổi trong cơ cấu danh mục đầu tư.

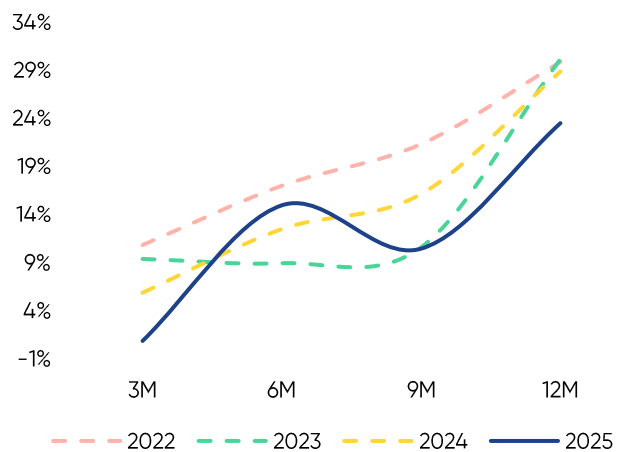
Tỷ lệ CASA cải thiện nhẹ lên 12.4% (+0.4 điểm % svck), bất chấp cạnh tranh huy động gay gắt trong toàn ngành. Hiệu quả chi phí cũng được cải thiện rõ rệt, với CIR giảm mạnh xuống 31.0% trong Q4/25 từ 37.5% trong Q4/24.

Hình 5: Biên lãi ròng cải thiện 0.6 điểm % sv quý trước trong Q4/25



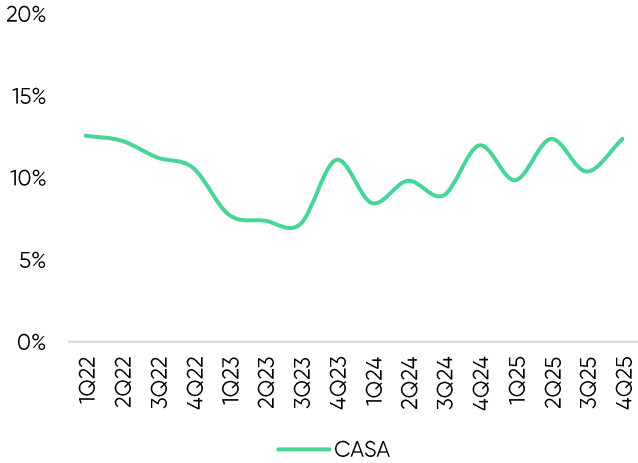
Nguồn: HDB, VPBankS Research

Hình 6: Tăng trưởng cho vay khách hàng vượt trội so với ngành tuy nhiên vẫn thấp hơn các năm trước



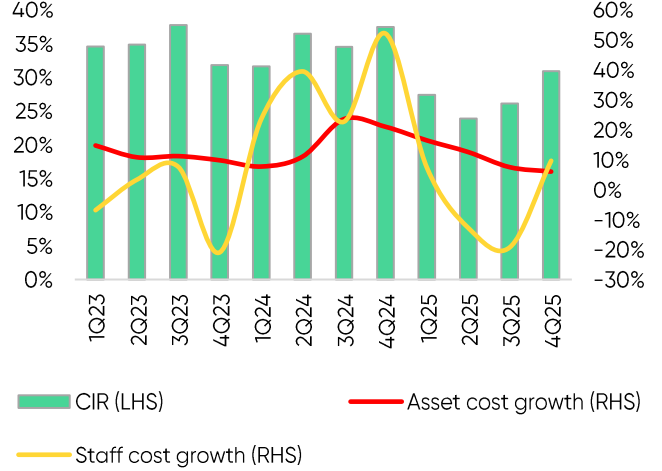
Nguồn: HDB, VPBankS Research

Hình 7: Tỷ lệ CASA cải thiện nhẹ bất chấp cạnh tranh gay gắt trong toàn ngành



Nguồn: HDB, VPBankS Research

Hình 8: Hiệu quả chi phí hoạt động cải thiện đáng kể trong năm 2025



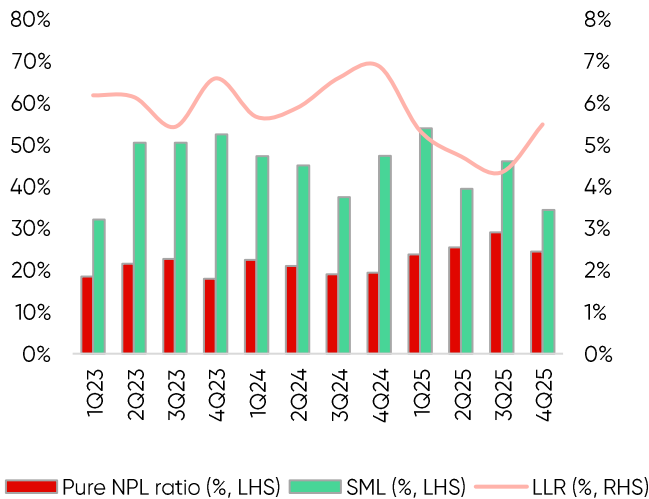
Nguồn: HDB, VPBankS Research

Chất lượng tài sản cải thiện so với quý trước tuy nhiên nợ xấu vẫn ở mức cao

Chất lượng tài sản được cải thiện rõ rệt trong Q4/25 so với Q3/25, với tỷ lệ nợ xấu cộng xóa nợ giảm xuống 2.6% từ 3.4% trong Q3/25. Tuy nhiên con số này vẫn cao hơn mức 2.1% trong Q4/24 cho thấy chất lượng tài sản vẫn chưa thực sự quay lại trạng thái ổn định.

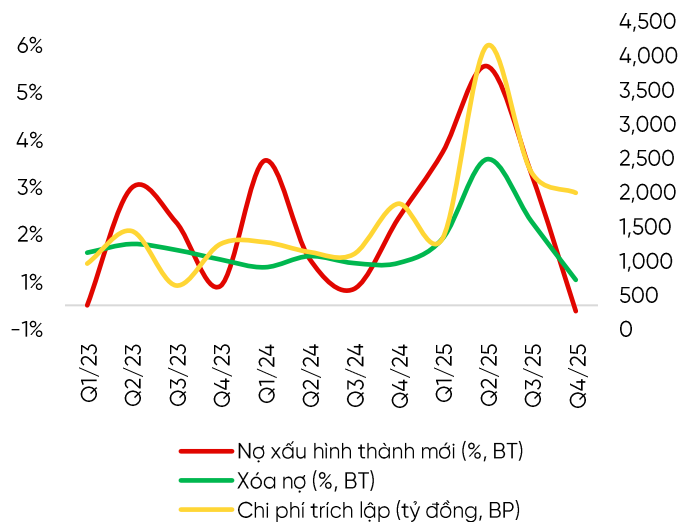
Tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm mạnh xuống 3.4% từ 4.7% trong Q4/24 và 4.6% trong Q3/25, cho thấy áp lực rủi ro tín dụng đang hạ nhiệt. Nhờ đó, chi phí trích lập dự phòng giảm 13.2% so với quý trước trong Q4/25, trong khi vẫn được kiểm soát ở mức hợp lý cho cả năm. Chi phí tín dụng có xu hướng giảm theo quý. Chúng tôi đánh giá diễn biến này là tín hiệu tích cực cho khả năng duy trì tăng trưởng lợi nhuận bền vững của HDB trong năm 2026.

Hình 9: Tỷ lệ nợ xấu giảm so với quý trước



Nguồn: HDB, VPBankS Research

Hình 10: Tỷ lệ nợ xấu hình thành mới giảm đáng kể



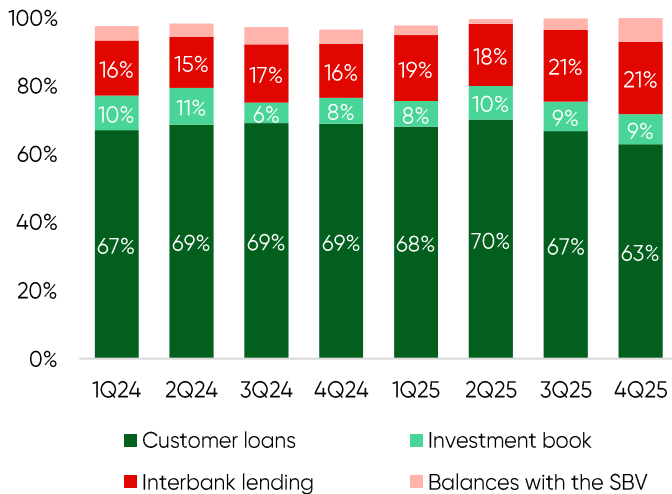
Nguồn: HDB, VPBankS Research

Chỉ số bảng cân đối kế toán Q4/25

Tăng trưởng tín dụng điện rộng được dẫn dắt bởi khối khách hàng doanh nghiệp

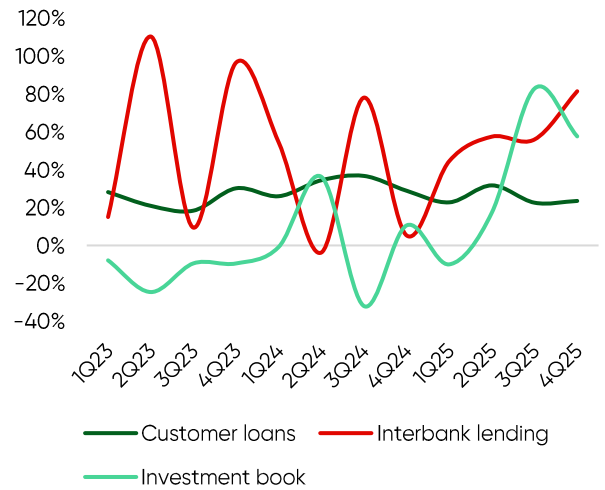
Trong Q4/25, HDB ghi nhận tài sản sinh lãi tăng trưởng 35.3% svck và 18.7% so với quý trước đó nhờ danh mục đầu tư và cho vay liên ngân hàng tăng trưởng mạnh. Cho vay liên ngân hàng tăng 81.4% svck, đóng góp 21.2% vào tổng tài sản sinh lãi (cao hơn mức 16.4% trong Q4/24). Trong khi đó, danh mục đầu tư tăng trưởng ấn tượng 57.5% svck chủ yếu nhờ trái phiếu doanh nghiệp tăng 175.9% svck trong bối cảnh môi trường lãi suất TPCP thuận lợi.

Hình 11: Cơ cấu tài sản sinh lãi của HDB



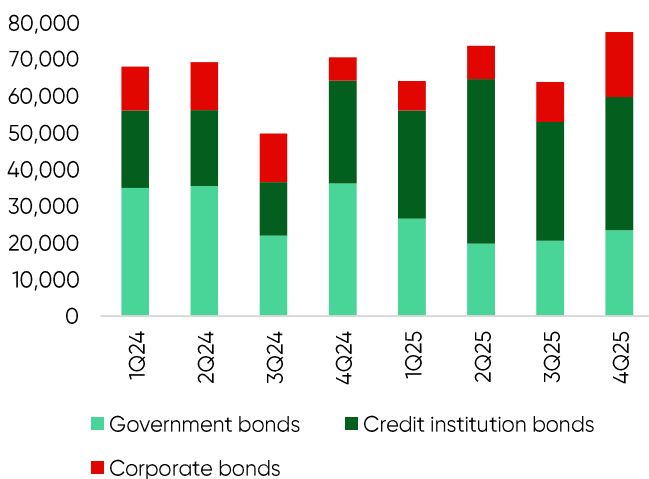
Nguồn: HDB, VPBankS Research

Hình 12: Tăng trưởng huy động



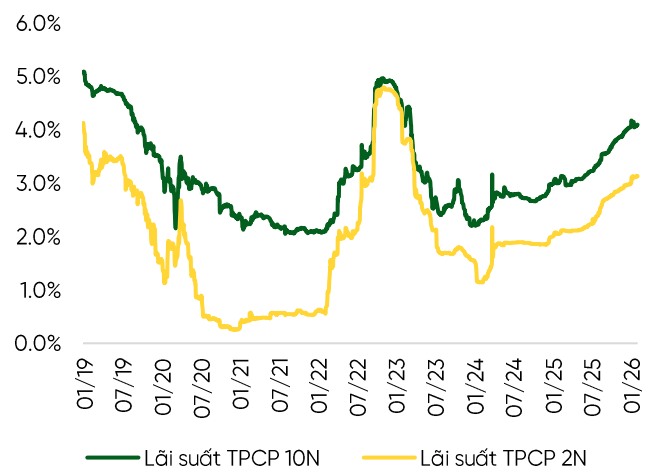
Nguồn: HDB, VPBankS Research

Hình 13: Tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp tăng đáng kể svck trong Q4/25



Nguồn: HDB, VPBankS Research

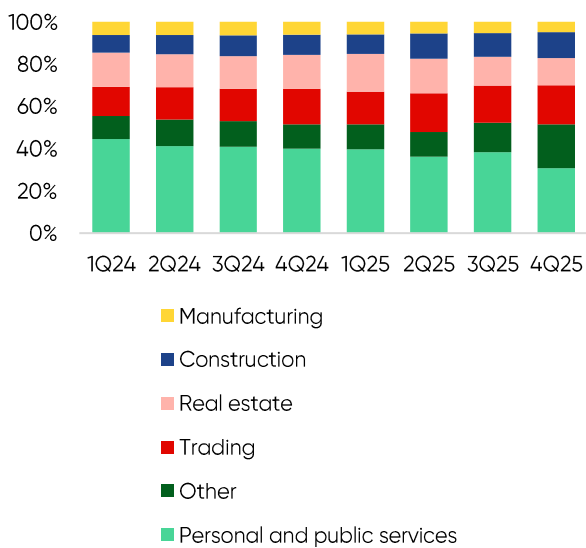
Hình 14: Môi trường lãi suất thuận lợi tại Việt Nam trong 2025



Nguồn: HDB, VPBankS Research

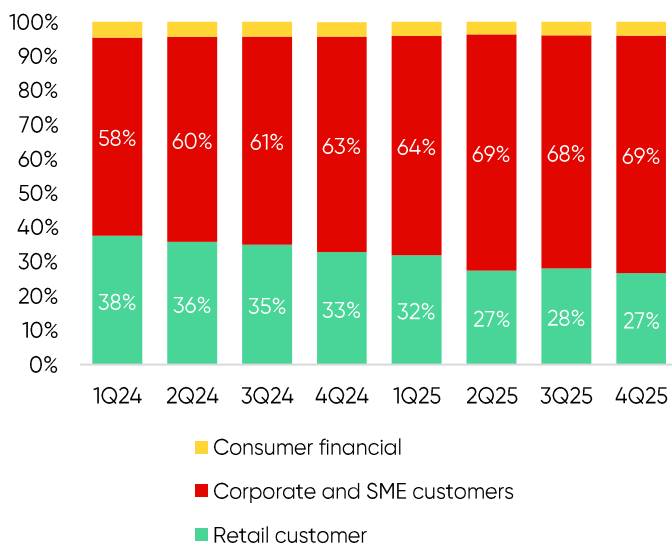
Tăng trưởng tín dụng năm 2025 của HDB (bao gồm cho vay khách hàng, trái phiếu doanh nghiệp và mua nợ) đạt mức 30.9%. Dư nợ cho vay khách hàng tăng 23.5% svck, trong đó cho vay khách hàng cá nhân tăng 5.0% svck, đóng góp 30.7% tổng dư nợ, trong khi cho vay khách hàng doanh nghiệp tăng mạnh 33.9% svck, chiếm 69.3% danh mục. Ngoài ra, dư nợ trái phiếu doanh nghiệp tăng đột biến 175.9% svck. Đáng chú ý, HDB ghi nhận một khoản mua nợ trị giá 23,746 tỷ trong Q4/25 (tăng 100% svck) và hoàn tất các giao dịch bán nợ trị giá 85,611 tỷ cho Vikki Bank (ngân hàng chuyển giao bắt buộc) trong năm 2025.

Hình 15: Cơ cấu dư nợ khách hàng theo lĩnh vực



Nguồn: HDB, VPBankS Research

Hình 16: Cơ cấu dư nợ cho vay khách hàng



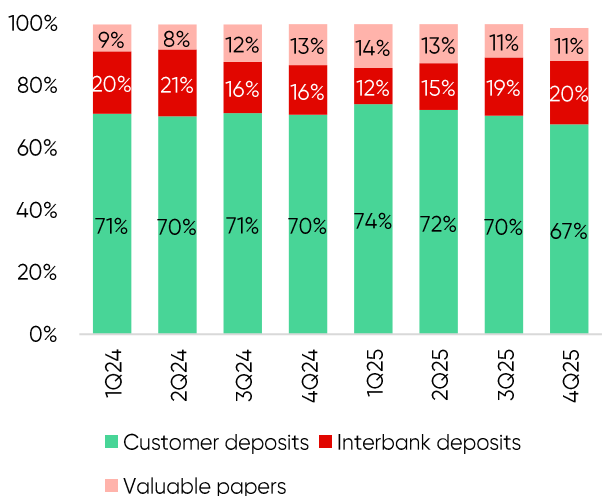
Nguồn: HDB, VPBankS Research

Cơ cấu nợ phải trả có lãi: Huy động tiền gửi tăng trưởng tích cực

Trong Q4/25, tổng nợ phải trả có lãi tăng trưởng 33.9% svck và 19.6% so với quý trước, chủ yếu được hỗ trợ bởi huy động tiền gửi khách hàng tăng 28.2% svck và 14.9% so với quý trước. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng huy động mạnh là diễn biến hợp lý trong bối cảnh nhu cầu vay vốn có xu hướng gia tăng trong quý cuối năm và HDB có hạn mức tín dụng cao hơn toàn ngành là 35% nhờ tiếp nhận chuyển giao ngân hàng 0 đồng. Đáng chú ý, tỷ lệ LDR được kiểm soát tốt ở mức 67% trong bối cảnh nhiều ngân hàng tiến sát ngưỡng LDR.

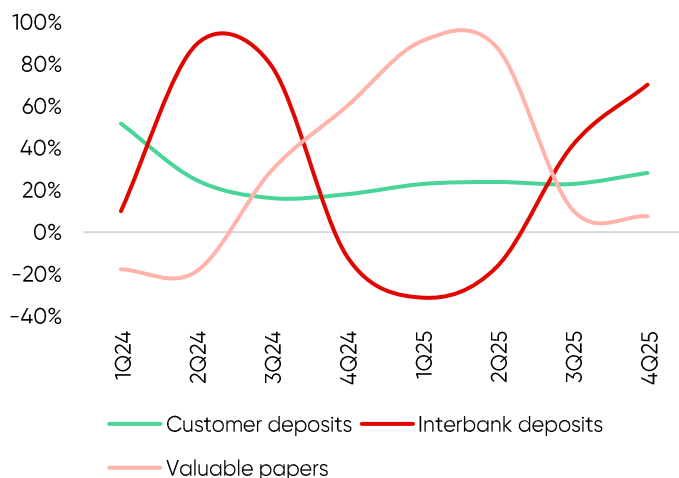
Bên cạnh đó, tiền gửi liên ngân hàng và giấy tờ có giá tăng trưởng mạnh (70.1% svck/7.5% svck), lần lượt đóng góp 20%/11% vào tổng nợ phải trả có lãi.

Hình 17: Cơ cấu nợ phải trả có lãi



Nguồn: HDB, VPBankS Research

Hình 18: Tăng trưởng huy động svck



Nguồn: HDB, VPBankS Research

Triển vọng 2026:

Hình 19: Các giả định chính

Tỷ đồng	2025	% svck	2026	% svck	2027	% svck
Thu nhập lãi thuần	34,746	12.6%	45,624	31.3%	59,893	31.3%
NIM	4.6%	-60bps	4.5%	-6bps	4.7%	11bps
Tăng trưởng tín dụng	34.3%	729bps	34.9%	61bps	30.0%	-489bps
Thu nhập ngoài lãi	7,941	150.1%	10,748	35.3%	12,263	14.1%
Tổng thu nhập hoạt động	42,687	25.4%	56,372	32.1%	72,156	28.0%
Chi phí hoạt động	(11,614)	-3.1%	(15,225)	31.1%	(19,488)	28.0%
Tỷ lệ CP/thu nhập	27.2%	-800bps	27.0%	-20bps	27.0%	0bps
Lợi nhuận trước dự phòng	31,073	40.9%	41,147	32.4%	52,668	28.0%
Chi phí dự phòng	(9,751)	83.2%	(12,937)	32.7%	(15,317)	18.4%
CP dự phòng/cho vay KH	1.97%	62bps	2.00%	3bps	1.77%	-23bps
Lợi nhuận trước thuế	21,322	27.4%	28,210	32.3%	37,350	32.4%
Lợi nhuận sau thuế	16,503	29.3%	21,835	32.3%	28,910	32.4%
Tỷ lệ nợ xấu	2.4%	50bps	2.4%	-8bps	2.2%	-16bps
Tỷ lệ xóa nợ	1.6%	76bps	1.5%	-15bps	1.3%	-20bps

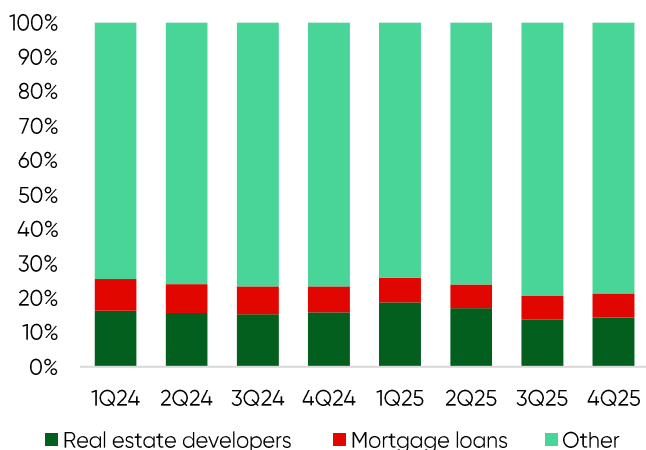
Nguồn: HDB, VPBankS Research

Tín dụng duy trì tăng trưởng mạnh mẽ nhờ lợi thế chính sách và đa dạng kênh cho vay

Chúng tôi kỳ vọng HDB sẽ có mức tăng trưởng tín dụng cao hơn trung bình ngành trong năm 2026 nhờ các động lực chính:

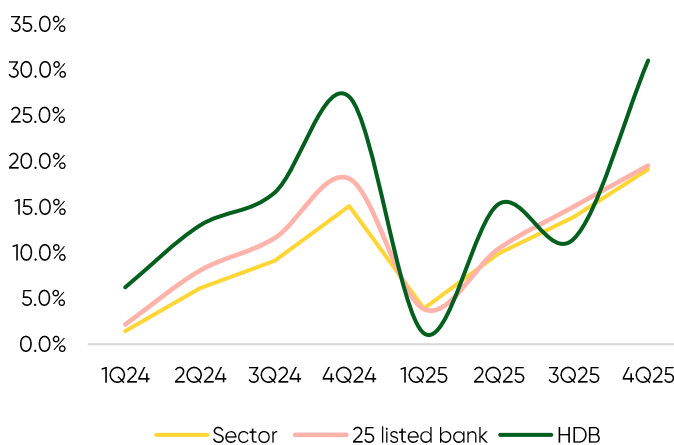
- Lợi thế chính sách:** Một trong những động lực quan trọng hỗ trợ tăng trưởng tín dụng của HDB đến từ lợi thế chính sách khi ngân hàng tham gia tái cơ cấu tổ chức tín dụng yếu kém. Việc tiếp nhận DongA Bank (Vikki Digital Bank) có thể giúp HDB được ưu tiên cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng cao hơn mặt bằng chung (35% cho cả năm 2026 so với hạn mức tín dụng cấp cho các NHTM khác là 13%). Trong bối cảnh nhiều ngân hàng bị hạn chế hạn mức tăng trưởng tín dụng, lợi thế này giúp HDB duy trì tốc độ mở rộng dư nợ cao hơn ngành, qua đó gia tăng thị phần và mở rộng quy mô bảng cân đối. Trong khi đó, dư nợ liên quan đến bất động sản của HDB chiếm khoảng 21,3% tổng cho vay khách hàng, không quá cao so với nhiều ngân hàng trong hệ thống. Nhờ đó, chúng tôi đánh giá HDB ít chịu tác động hơn từ các quy định siết tín dụng đối với lĩnh vực bất động sản của NHNN. Ngoài ra, việc HDB mua lại các khoản vay trong 4Q25, trong bối cảnh nhiều ngân hàng đã hết hạn mức tín dụng, đã giúp ngân hàng thu hút thêm khách hàng doanh nghiệp mới trong 2025. Trong năm 2026, HDB đặt mục tiêu tận dụng tối đa hạn mức tín dụng thông qua việc thu hút khách hàng trong chuỗi cung ứng, mở rộng hệ sinh thái và gia tăng thị phần. Trong Q1/26, tín dụng doanh nghiệp tăng trưởng nhanh hơn mảng bán lẻ, với SME tăng tốt và nhóm doanh nghiệp lớn và trung bình ghi nhận tăng trưởng cao. Mảng bán lẻ đang phục hồi, trong khi tài trợ chuỗi và tín dụng xanh—đặc biệt là năng lượng tái tạo—tiếp tục là các động lực tăng trưởng.
- Dư địa thanh khoản hỗ trợ mở rộng cho vay:** HDB đang duy trì các chỉ số thanh khoản ở mức tương đối an toàn, với tỷ lệ cho vay trên huy động 67.0% và tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn khoảng 20.7%, thấp hơn đáng kể so với ngưỡng quy định. Điều này cho thấy ngân hàng vẫn còn dư địa thanh khoản để mở rộng tín dụng mà không gây áp lực lớn lên cấu trúc nguồn vốn. Trong bối cảnh một số ngân hàng phải thận trọng hơn trong tăng trưởng cho vay, lợi thế thanh khoản giúp HDB chủ động hơn trong việc đẩy mạnh giải ngân.

Hình 20: Dư nợ cho vay khách hàng theo các lĩnh vực



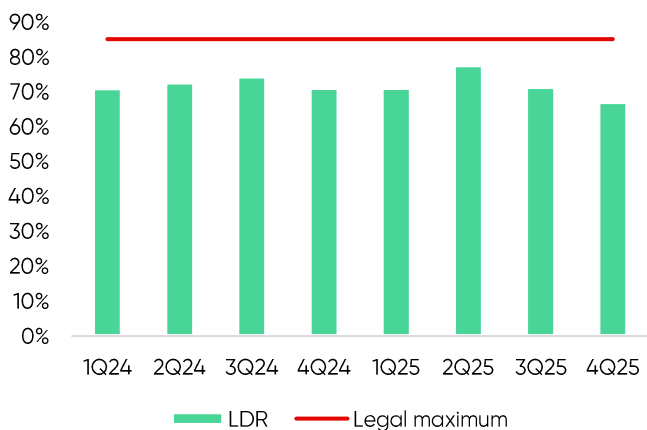
Nguồn: HDB, VPBankS Research

Hình 21: HDB tăng trưởng TD vượt trội so với toàn ngành



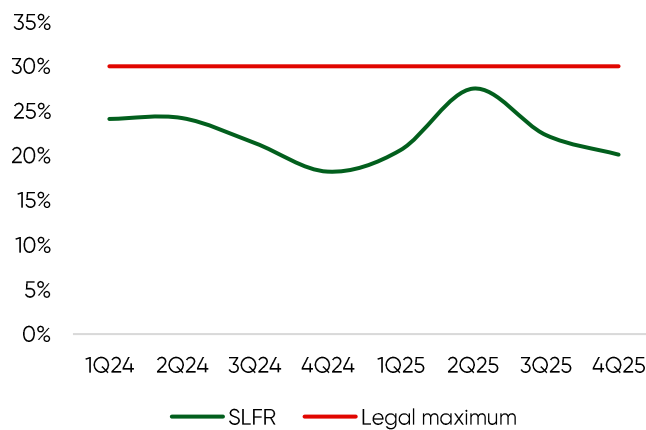
Nguồn: HDB, VPBankS Research

Hình 22: Tỷ lệ LDR được kiểm soát tốt



Nguồn: HDB, VPBankS Research

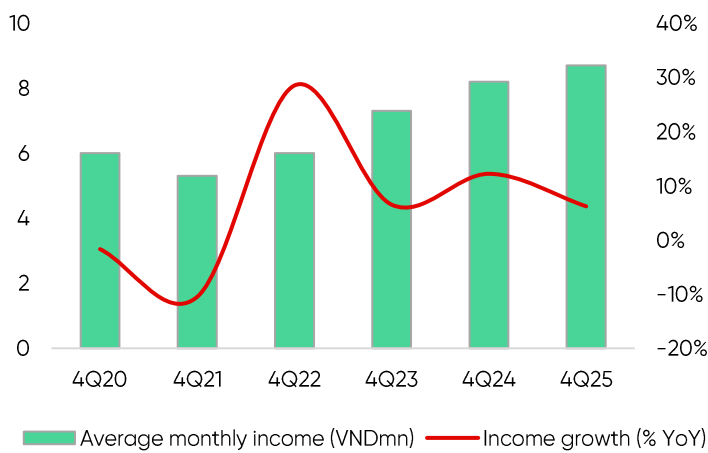
Hình 23: Dư địa thanh khoản hỗ trợ tăng trưởng tín dụng



Nguồn: HDB, VPBankS Research

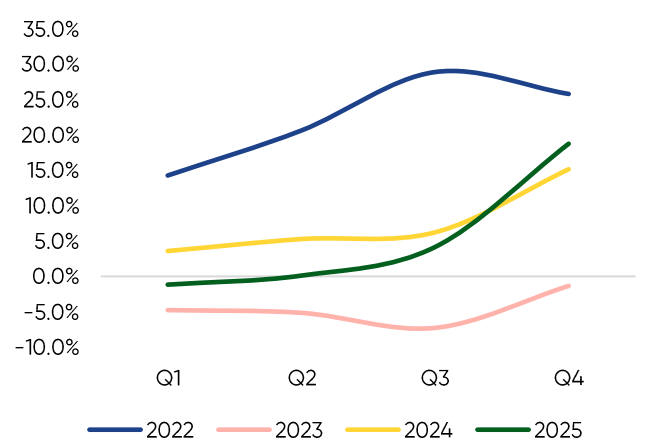
- **Kênh cho vay tiêu dùng phục hồi:** Sau giai đoạn chịu áp lực từ môi trường kinh tế khó khăn, chúng tôi cho rằng nhu cầu vay tiêu dùng đang dần phục hồi khi thu nhập và chi tiêu của hộ gia đình cải thiện nhờ sản xuất và đầu tư công tăng tốc sẽ thúc đẩy số lượng việc làm trong các lĩnh vực thâm dụng lao động. Bên cạnh đó, các chính sách tài khóa hỗ trợ như kéo dài giảm thuế VAT 8% đến năm 2026, giảm học phí, nâng mức giảm trừ gia cảnh đối với người nộp thuế lên 15,5 triệu đồng/tháng và mức giảm trừ đối với mỗi người phụ thuộc là 6,2 triệu đồng/tháng sẽ hỗ trợ cho tiêu dùng nội địa. Với mạng lưới điểm bán rộng khắp và tập khách hàng lớn, HD Saison có lợi thế trong việc mở rộng dư nợ ở các khoản vay tiêu dùng nhỏ lẻ như xe máy và điện máy, qua đó hỗ trợ tăng trưởng tín dụng hợp nhất của ngân hàng.

Hình 24: Thu nhập của người lao động cải thiện



Nguồn: GSO, VPBankS Research

Hình 25: Tăng trưởng dư nợ của HD Saison



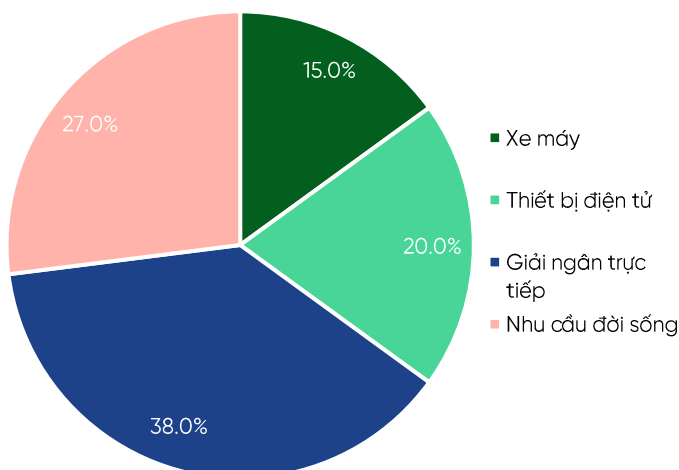
Nguồn: HDB, VPBankS Research

NIM duy trì ổn định

Chúng tôi kỳ vọng NIM của HDB duy trì xu hướng ổn định trong 2026–27 (giảm nhẹ 12 điểm cơ bản svck trong FY26 và tăng 17 điểm cơ bản svck trong 2027) nhờ cơ cấu tài sản tập trung vào các phân khúc có lợi suất cao. Ngân hàng tiếp tục đẩy mạnh cho vay hộ kinh doanh, doanh nghiệp SME, trong khi mảng tài chính tiêu dùng thông qua HD Saison tăng tỷ trọng đóng góp với mức NIM vượt trội, duy trì quanh 29–31% trong phần lớn năm 2024–2025, cao hơn nhiều so với NIM khoảng 4.3% của ngân hàng mẹ. Chúng tôi kỳ vọng NIM của HD Saison duy trì ổn định nhờ 1) danh mục cho vay tập trung vào các sản phẩm tài chính tiêu dùng có lợi suất cao với lãi suất cho vay trung bình ước tính khoảng 35%/năm cho sản phẩm giải ngân trực tiếp, mua xe máy và thiết bị điện tử và 2) vị thế dẫn đầu thị phần trong phân khúc cho vay mua xe máy (35.3% thị phần trong năm 2025) và 3) chi phí vốn ổn định giúp giảm rủi ro biến động NIM trong môi trường lãi suất biến động.

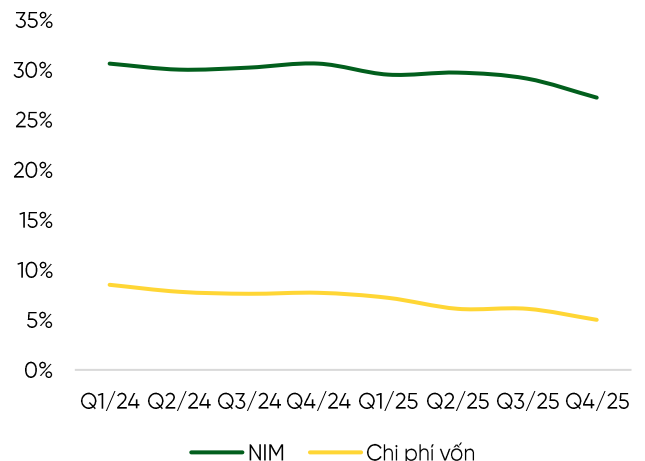
Bên cạnh đó, cấu trúc nguồn vốn của HDB tương đối thuận lợi với tỷ lệ LDR ở mức thấp, giúp ngân hàng hạn chế áp lực trong việc cạnh tranh lãi suất huy động. Thực tế cho thấy trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tiền gửi của ngành có xu hướng tăng trở lại từ cuối năm 2025, lãi suất huy động của HDB vẫn duy trì ở mức tương đối ổn định so với trung bình ngành. Nhờ đó, chi phí vốn được kiểm soát tốt, góp phần giúp NIM của HDB duy trì xu hướng đi ngang trong 2026–27 trước bối cảnh chi phí huy động vốn tăng.

Hình 26: Cấu trúc cho vay của HD Saison trong 2025



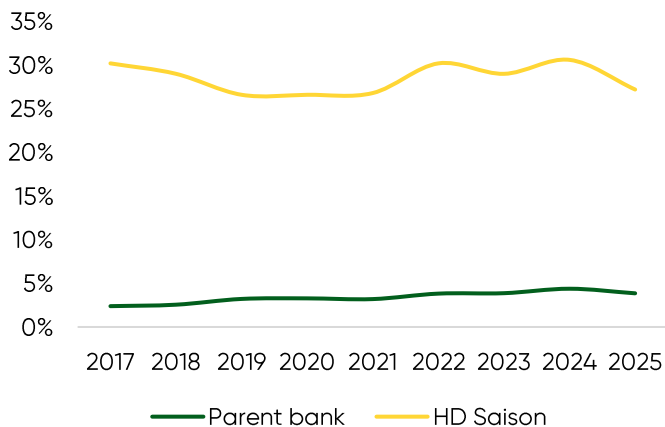
Nguồn: GSO, VPBankS Research

Hình 27: NIM và chi phí vốn của HD Saison



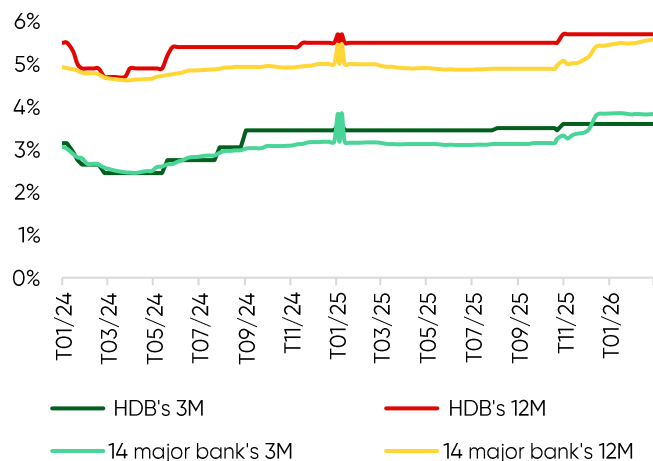
*Dữ liệu tính theo TTM
 Nguồn: HDB, VPBankS Research

Hình 28: Chúng tôi kỳ vọng HD Saison tăng tỷ trọng đóng góp vào TNL từ đó thúc đẩy NIM của HDB cải thiện



Nguồn: GSO, VPBankS Research

Hình 29: Lãi suất huy động của HDB có xu hướng ổn định trong bối cảnh toàn ngành tăng lãi suất



Nguồn: HDB, VPBankS Research

Thu nhập ngoài lãi duy trì tăng trưởng nhờ mở rộng hệ sinh thái tài chính

Bên cạnh hoạt động tín dụng, chúng tôi kỳ vọng TNNL của HDB duy trì đà tăng trưởng tích cực, được hỗ trợ bởi sự phối hợp giữa các đơn vị trong hệ sinh thái. Ngân hàng đang chuyển từ mô hình cho vay truyền thống sang mô hình tư vấn tích hợp—tham gia cùng khách hàng doanh nghiệp từ giai đoạn cấu trúc tài chính, xác định nhu cầu vốn và cung cấp các giải pháp phù hợp. Điều này bao gồm cho vay vốn lưu động từ HDB, kết hợp với phát hành trái phiếu doanh nghiệp từ HDS, cùng với bảo lãnh thanh toán. Hệ sinh thái này giúp đẩy mạnh bán chéo, gia tăng thu nhập phí từ bảo lãnh, tư vấn và dịch vụ quản lý dòng tiền, đồng thời thúc đẩy doanh thu ngân hàng đầu tư.

Bên cạnh đó, mảng bảo hiểm đang phục hồi, trong khi bảo hiểm phi nhân thọ tiếp tục mở rộng tệp khách hàng. Hoạt động tài trợ thương mại và thanh toán quốc tế duy trì tăng trưởng ổn định. Nhìn chung, các yếu tố này giúp TNNL duy trì tăng trưởng mạnh, với thu nhập phí dự kiến tăng khoảng 40% YoY. Trong bối cảnh NIM toàn ngành dần ổn định, sự mở rộng của thu nhập ngoài lãi sẽ đóng vai trò ngày càng quan trọng trong việc duy trì tăng trưởng lợi nhuận ổn định trong dài hạn.

Rủi ro chất lượng tài sản cần được theo dõi

Mặc dù tăng trưởng tín dụng mạnh hỗ trợ triển vọng lợi nhuận của HDB, điều này cũng đặt ra yêu cầu theo dõi chặt chẽ hơn đối với chất lượng tài sản. Tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng đạt khoảng 2,4% vào cuối năm, cải thiện so với mức 2,9% trong Q3/25, cho thấy tín hiệu tích cực trong công tác xử lý nợ. Tuy nhiên, mức này vẫn cao hơn so với Q4/24 là 1,9% và trung bình của khoảng 25 ngân hàng niêm yết trong hệ thống trong Q4/25. Đồng thời, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của HDB ước tính khoảng 54,8%, thấp hơn so với một số ngân hàng cùng phân khúc, cho thấy bộ đệm dự phòng vẫn ở mức tương đối hạn chế. Do đó, diễn biến chất lượng tài sản và chính sách trích lập dự phòng sẽ là các yếu tố cần tiếp tục theo dõi trong thời gian tới.

Chúng tôi nhận thấy nỗ lực chủ động của HDB trong việc cải thiện chất lượng tài sản trong Q4/25 và kỳ vọng ngân hàng sẽ tiếp tục duy trì xử lý nợ xấu trong năm 2026. Tuy nhiên, trong môi trường lãi suất gia tăng, chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ xấu sẽ duy trì tương đối ổn định quanh mức 2,4%. Đồng thời, LLR ở mức thấp có thể đòi hỏi gia tăng trích lập dự phòng 32.7% svck trong năm 2026. Về trung hạn, dưới bối cảnh chính sách hỗ trợ tăng trưởng, môi trường vĩ mô ổn định và khả năng trả nợ của người tiêu dùng cải thiện, chúng tôi cho HDB rằng vẫn còn dư địa để cải thiện chất lượng tài sản từ 2027. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng lợi nhuận trước thuế của HDB tăng 32,3% svck trong năm 2026.

ĐỊNH GIÁ: Khả quan với giá mục tiêu là 33,400 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng kết hợp hai phương pháp thu nhập thặng dư và định giá P/B với tỷ trọng bằng nhau để đưa ra giá mục tiêu của HDB ở mức 33,400 đồng/cổ phiếu.

Trong mô hình định giá, chúng tôi duy trì giả định chi phí vốn chủ sở hữu với lãi suất phi rủi ro là 4.0%, phần bù rủi ro cổ phiếu là 8.0% và beta trung bình ở mức 1.3 lần.

Đối với phương pháp định giá P/B, chúng tôi tính toán giá trị hợp lý của HDB dựa trên BVPS tại năm FY26 ở mức 19,486 đồng/cp, áp dụng hệ số P/B mục tiêu 1.56x (P/B trung bình 5 năm). Giả định định giá bao gồm hệ số P/B mục tiêu ở mức phù hợp so với ngành, dựa trên giả định tăng trưởng dư nợ cho vay bình quân 32.4% giai đoạn FY25–27F (vượt trội so với ngành) cùng với CAGR lợi nhuận trước thuế đạt 32.4% trong cùng giai đoạn.

Hình 30: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đồng/cp)	Đóng góp (đồng/cp)
Thu nhập thặng dư	50%	36,341	18,171
Định giá P/B	50%	30,398	15,199
Giá mục tiêu (làm tròn)			33,400

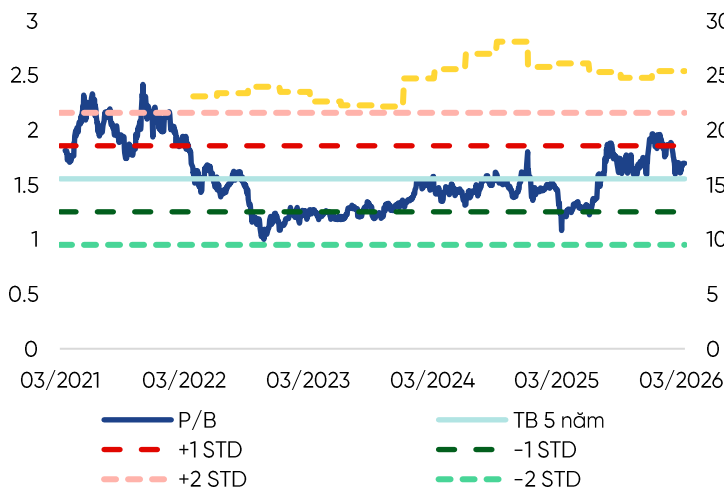
Nguồn: HDB, VPBankS Research

Hình 31: Phương pháp thu nhập thặng dư

Các giả định	2026	2027	2028	2029	Năm
Lãi suất phi rủi ro (lãi suất TPCP kì hạn 10N)	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Beta	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Chi phí vốn chủ sở hữu	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
% ROE	27.9%	28.7%	29.3%	25.7%	20.7%
Tăng trưởng dài hạn					2.00%
Giá trị sổ sách cuối kì	100,826	130,698	170,258	215,530	
% ROE	27.9%	28.7%	29.3%	25.7%	20.7%
Thu nhập thặng dư	10,377	14,149	19,151	18,888	103,926
Giá trị chiết khấu	0.9	0.8	0.7	0.6	
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	9,052	10,766	12,711	10,935	60,170
Giá trị sổ sách đầu kỳ	78,265				
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	43,464				
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	60,170				
Giá trị vốn chủ sở hữu	181,899				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	5,005				
Giá trị 1 cổ phiếu (đ/cp)	36,341				

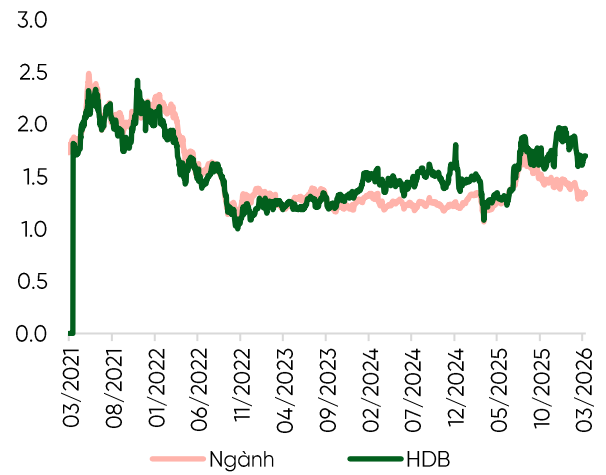
Nguồn: HDB, VPBankS Research

Hình 32: P/B của HDB so với dữ liệu lịch sử



Nguồn: HDB, VPBankS Research

Hình 33: P/B của HDB so với ngành



Nguồn: HDB, VPBankS Research

Báo cáo GKGD (tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026
TN lãi và các khoản TN tương tự	52,641	57,996	67,992	88,615
Chi phí lãi và các khoản tương tự	(30,457)	(27,138)	(33,246)	(42,991)
TN lãi thuần	22,184	30,857	34,746	45,624
TN phi & hoa hồng thuần	2,188	1,417	4,126	5,983
TN ngoài lãi khác	2,042	1,759	3,815	4,765
Tổng TN ngoài lãi	4,230	3,175	7,941	10,748
Tổng TN hoạt động	26,414	34,032	42,687	56,372
Chi phí HD và quản lý chung	(9,129)	(11,981)	(11,614)	(15,225)
LN thuần từ HKGD trước dự phòng	17,284	22,051	31,073	41,147
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(4,268)	(5,321)	(9,751)	(12,937)
Lợi nhuận trước thuế	13,017	16,730	21,322	28,210
Thuế thu nhập DN	(2,681)	(3,482)	(4,269)	(5,648)
Lợi nhuận sau thuế	10,071	12,763	16,503	21,835

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026
Tiền mặt & tiền gửi tại NHNN	44,292	29,786	64,034	71,309
Cho vay liên ngân hàng	96,515	101,600	184,262	239,541
Chứng khoán đầu tư	62,673	70,707	77,302	85,179
Cho vay khách hàng	339,350	436,606	539,069	737,572
Dư nợ cho vay gộp	343,404	442,485	546,371	748,102
Dự phòng rủi ro tín dụng	(4,054)	(5,879)	(7,302)	(10,530)
Tài sản cố định ròng	713	887	973	1,184
Tài sản khác	57,809	55,958	39,678	43,650
Tổng tài sản	602,315	697,281	931,101	1,204,678
Vay NHNN	27	15	11,426	11,540
Nhận tiền gửi từ TCTD khác	112,087	99,461	169,207	219,969
Tiền gửi khách hàng	370,778	437,505	560,714	730,269
Giấy tờ có giá	50,938	81,350	87,434	100,549
Các khoản phải trả khác	19,274	19,485	21,332	38,802
Tổng nợ phải trả	555,915	640,623	852,837	1,103,852
Vốn chủ sở hữu	29,199	35,224	51,328	51,328
Quỹ dự trữ	4,708	6,313	7,075	7,075
Lợi nhuận chưa phân phối	10,562	12,954	17,146	38,981
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	46,400	56,658	78,265	100,826
Tổng nguồn vốn	602,315	697,281	931,101	1,204,678

Các chỉ số tài chính	2023	2024	2025	2026
Chỉ số định giá				
P/B	1.9	1.6	1.4	1.3
EPS	2,885	3,647	3,876	4,369

Tăng trưởng (% svck)	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng dư nợ cho vay	30.1%	28.9%	23.5%	23.5%
Tăng trưởng tiền gửi	71.8%	18.0%	28.2%	30.2%
Tăng trưởng TN lãi thuần	23.2%	39.1%	12.6%	31.3%
Tăng trưởng TN ngoài lãi	6.9%	-24.9%	150.1%	35.3%
Tăng trưởng tổng TN hoạt động	20.2%	28.8%	25.4%	32.1%
Tăng trưởng PPOP	29.6%	27.6%	40.9%	32.4%
Tăng trưởng LN trước thuế	26.8%	28.5%	27.4%	32.3%
Tăng trưởng LN sau thuế	30.0%	26.7%	29.3%	32.3%

Chỉ số sinh lời	2023	2024	2025	2026
Lợi suất tài sản sinh lãi	11.5%	9.8%	9.0%	8.8%
Chi phí vốn	6.7%	4.7%	4.6%	4.5%
Biên lãi ròng (NIM)	4.8%	5.2%	4.6%	4.5%
Tỷ lệ chi phí/ TN (CIR)	34.6%	35.2%	27.2%	27.0%
Biên lợi nhuận ròng	38.1%	37.5%	38.7%	38.7%
ROAA	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
ROAE	23.6%	24.8%	24.5%	24.4%

Chất lượng tài sản	2023	2024	2025	2026
Tỷ lệ nợ nhóm 2	5.2%	4.7%	3.4%	3.4%
Tỷ lệ nợ xấu	1.8%	1.9%	2.4%	2.4%
Tỷ lệ xóa nợ	1.1%	0.9%	1.6%	1.5%
Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu (LLR)	65.8%	68.7%	54.8%	59.8%

Nguồn: HDB, VPBankS Research

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

Công ty cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 21 và 25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, phường Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn