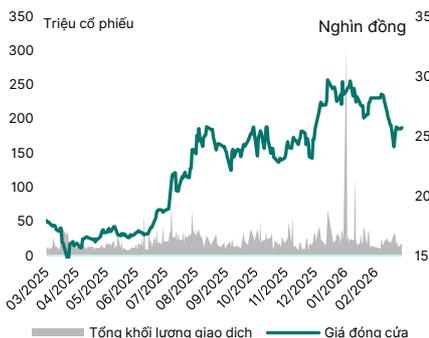


Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	25,700
Giá mục tiêu	32,000
Lợi nhuận kỳ vọng	25%

Thông tin giao dịch	
KLGD TB 3 tháng	30.9 triệu cp
SLCP lưu hành	5.0 triệu cp
Biên độ 52 tuần	14,034 – 29,700
Vốn hoá	128,635 tỷ đồng
Beta	0.96

Biến động giá cổ phiếu 1 năm



Cổ đông lớn	
Công ty Cổ phần Sovico	9.99%
Phạm Văn Đẩu	3.89%
Clarendelle Investment PTE. Ltd	3.69%
Core Capital PTE. Ltd	3.69%
Nguyễn Thị Phương Thảo	3.39%
Khác	75.35%

TĂNG TRƯỞNG TRONG THÁCH THỨC

Khuyến nghị

HDB bước vào năm 2026 với triển vọng tích cực, được hỗ trợ bởi tăng trưởng tín dụng vượt trội, nền tảng vốn vững chắc, hiệu quả sinh lời duy trì ở mức cao, cùng dư địa mở rộng thu nhập ngoài lãi và cải thiện chất lượng tài sản. Chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu HDB là 32,000 đồng/cp. Qua đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** HDB.

Kết quả kinh doanh 2025

LNTT tăng trưởng cao hơn trung bình ngành, đạt 27%YoY lên 21.3 nghìn tỷ đồng. Nhưng chất lượng tài sản giảm, kéo theo nhu cầu tăng trích lập dự phòng trong 2025.

Tín dụng bứt phá 34.3% (so với 19% toàn ngành) nhờ lợi thế đặc quyền từ tái cơ cấu DongA Bank (Vikki Bank). Tỷ lệ NIM hợp nhất đạt 4.8%, trong khi tỷ lệ NIM của NH mẹ đạt 4.1%. Với kết quả này, HDB duy trì vị thế top 2 ngân hàng có biên lãi thuần cao nhất thị trường. Thu nhập ngoài lãi bứt phá mạnh mẽ với mức tăng 133%YoY.

CAR hợp nhất đạt 16.7% cho thấy NH còn dư địa hỗ trợ tăng trưởng tài sản mà chưa chịu áp lực lớn về tăng vốn trong ngắn hạn. HDB duy trì bộ chỉ số sinh lời ở nhóm dẫn đầu ngành với ROE năm 2025 đạt 25.3%, ROA trên 2% và CIR giảm xuống 27.2%, phản ánh tăng trưởng của HDB không chỉ đến từ mở rộng quy mô, mà còn được hỗ trợ bởi nền tảng hiệu quả vận hành.

Luận điểm đầu tư

Năm 2026, HDB có nền tảng thuận lợi để duy trì tăng trưởng cao hơn ngành. HDB đặt kế hoạch tăng trưởng trên 30% năm 2026. Một trong những lợi thế quan trọng của HDB là hạn mức tăng trưởng tín dụng 35%, thuộc nhóm cao nhất hệ thống. Qua đó, tạo dư địa tiếp tục mở rộng tài sản sinh lãi, trong bối cảnh nhiều NH bị giới hạn hơn về hạn mức tăng trưởng 11-12%. Do đó, HDB có thể gia tăng quy mô và thị phần trong chu kỳ tăng trưởng hiện tại.

Năng lực vốn và hiệu quả hoạt động tiếp tục là động lực tăng trưởng dài hạn. Với ROE dẫn đầu và tỷ lệ CAR 16.7%, HDB bước vào năm 2026 với dư địa tăng trưởng và giữ vững chất lượng lợi nhuận. Chúng tôi ước tính LNTT năm 2026 đạt 26.8 nghìn tỷ đồng (+25.7%) nhờ tín dụng mạnh mẽ và khả năng mở rộng thu nhập ngoài lãi. Qua đó, ROE năm 2026 ước đạt 24%.

Việc hoàn thiện hệ sinh thái tài chính tiếp tục đóng góp vào triển vọng định giá của HDB.

Sự hiện diện ở ngân hàng thương mại, tài chính tiêu dùng, ngân hàng số, chứng khoán và bảo hiểm mở ra dư địa mở rộng thu nhập ngoài lãi và tăng giá trị vòng đời KH. Chúng tôi ước tính thu nhập ngoài lãi của HDB sẽ tăng khoảng 17% lên 9.3 nghìn tỷ đồng năm 2026. Kế hoạch IPO Công ty Chứng khoán HD năm 2026, nếu được triển khai thuận lợi, có thể là một catalyst hỗ trợ định giá, để thị trường nhìn nhận đầy đủ hơn giá trị hợp nhất của hệ sinh thái.

Chúng tôi cho rằng Chất lượng tài sản là yếu tố cần quan sát trong năm 2026, nhưng HDB có thể có dư địa cải thiện dần chất lượng tài sản nhờ hiệu suất sinh lời cao, bộ đệm vốn tốt và khả năng tạo lợi nhuận trước dự phòng. Nhưng mức độ cải thiện sẽ phụ thuộc vào khả năng kiểm soát nợ xấu mới trong giai đoạn tăng trưởng nhanh, mức độ ổn định của vĩ mô, cùng diễn biến NPL của tín dụng tiêu dùng. Chúng tôi ước tính tỷ lệ Nợ xấu và tỷ lệ bao phủ Nợ xấu 2026 lần lượt cải thiện nhẹ là 2.4% (-3 bps vs 2025) và 67% (vs 54.8% năm 2025).

Rủi ro

- (1) Khả năng hấp thụ tín dụng của KH SME, cá nhân và doanh nghiệp thấp hơn dự kiến.
- (2) Chất lượng tài sản giảm nhanh hơn dự kiến dưới tác động khó lường của bối cảnh vĩ mô.

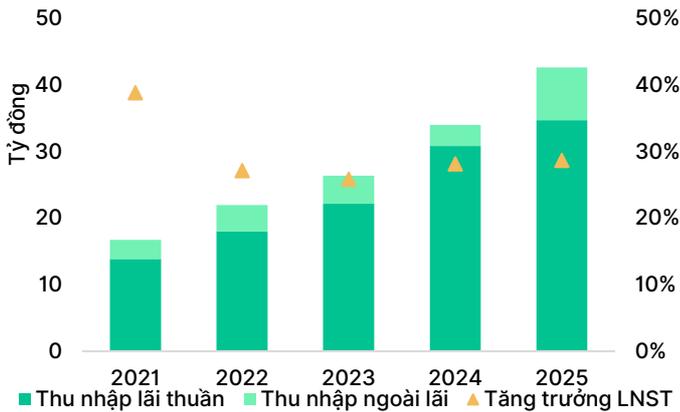
	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F
Thu nhập lãi thuần	18,012	22,184	30,857	34,746	43,621
Thu nhập ngoài lãi	3,956	4,230	3,176	7,940	9,324
Thu nhập trước thuế	10,268	13,017	16,730	21,322	26,803
Tăng trưởng tín dụng (%)	25.6%	31.8%	27.0%	25.7%	22.6%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	17.7%	71.8%	18.0%	28.2%	25.2%
NIM	5.12%	4.98%	5.44%	4.8%	4.54%
Tỷ lệ nợ xấu	1.67%	1.79%	1.93%	2.44%	2.41%

Nguồn: HDB, Kafi Research

KẾT QUẢ KINH DOANH 2025

HDB chứng kiến KQKD tăng trưởng khả quan nhờ hoạt động tín dụng và phi tín dụng đều đạt kết quả tích cực. LNTT tăng trưởng cao hơn trung bình ngành, đạt mức 27%YoY lên 21.3 nghìn tỷ đồng. Nhưng chất lượng tài sản giảm, kéo theo nhu cầu tăng trích lập dự phòng trong 2025.

Hình 1. Kết quả kinh doanh 2025 của HDB



Nguồn: HDB, Kafi Research

Hình 2. Thu nhập ngoài lãi của HDB

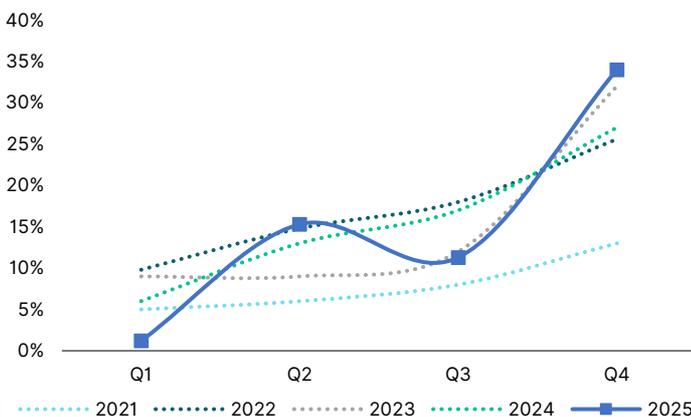


Nguồn: HDB, Kafi Research

Thu nhập ngoài lãi bứt phá mạnh mẽ với mức tăng 133%YoY. Động lực tăng trưởng chính đến từ phí thanh toán, ngân hàng đầu tư, các nền tảng số hóa và sự phục hồi của mảng bảo hiểm đưa ngân hàng vào top 5 doanh thu phí toàn thị trường. Cụ thể, lãi thuần từ hoạt động dịch vụ, kinh doanh ngoại hối, chứng khoán kinh doanh, chứng khoán đầu tư, xử lý tài sản đảm bảo tăng trưởng lần lượt là 191%, 51%, 826%, 1159%, và 73%.

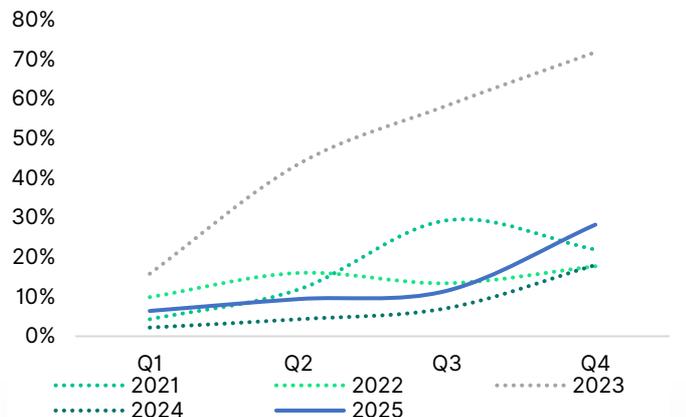
Tín dụng bứt phá 34.3% (bao gồm tín dụng của Vikki) (so với 19% toàn ngành) nhờ lợi thế đặc quyền từ tái cơ cấu DongA Bank (Vikki Bank). Nếu chỉ tính phần tín dụng riêng của HDB, thì tăng trưởng tín dụng đạt 25.7%. Động lực tăng trưởng tín dụng chủ yếu đến từ khối khách hàng doanh nghiệp với mức tăng 48%YoY, chiếm 71% dư nợ, nhờ chiến lược tài trợ chuỗi giá trị của hơn 100 tập đoàn. Trong khi mảng bán lẻ tăng trưởng khiêm tốn 3%YoY, chiếm 26% dư nợ.

Hình 3. Tăng trưởng tín dụng của HDB 2025



Nguồn: HDB, Kafi Research

Hình 4. Tăng trưởng tiền gửi của HDB 2025

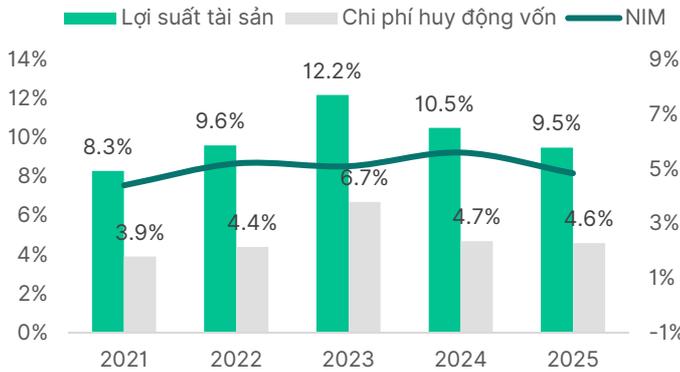


Nguồn: HDB, Kafi Research

Tăng trưởng tiền gửi mạnh mẽ, đạt 28.5%YTD, nhờ tiền gửi khách hàng bán lẻ tăng 34%, trong khi tiền gửi khách hàng doanh nghiệp ổn định. Thanh khoản an toàn khi Tỷ lệ LDR đạt 67%, thấp hơn mức trần (85%). Tỷ lệ cho vay trung dài hạn đạt 21% thấp hơn mức trần (30%).

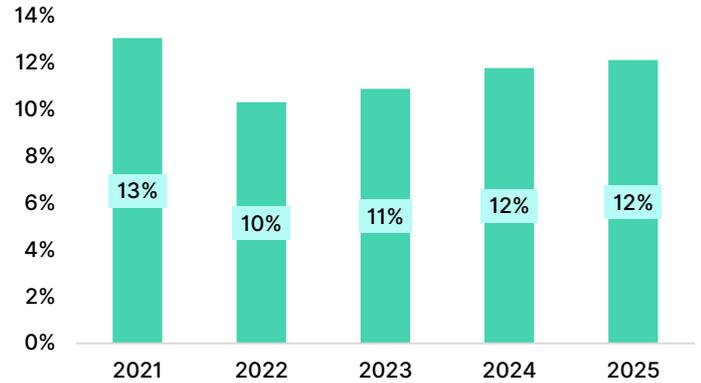
NIM hợp nhất thuộc top 2 thị trường. Dưới áp lực của việc giảm lãi suất cho vay, NIM của HDB cũng theo xu hướng giảm của ngành ngân hàng. Tỷ lệ NIM hợp nhất đạt 4.8%, trong khi tỷ lệ NIM của NH mẹ đạt 4.1%. Với kết quả này, HDB duy trì vị thế top 2 ngân hàng có biên lãi thuần cao nhất thị trường. Qua đó, Thu nhập lãi thuần đạt 34.8 nghìn tỷ đồng, ghi nhận mức tăng 12.6%.

Hình 5. NIM của HDB qua thời gian



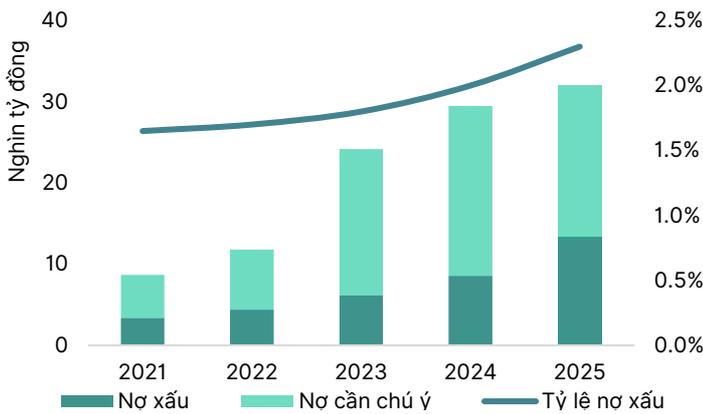
Nguồn: HDB, Kafi Research

Hình 6. Tỷ lệ CASA



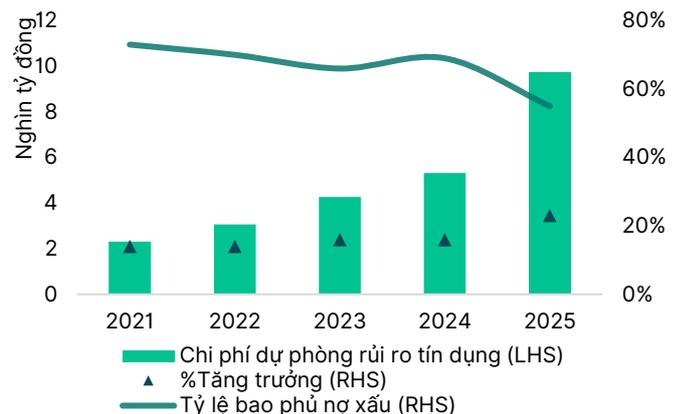
Nguồn: HDB, Kafi Res

Hình 7. Số dư nợ xấu và tỷ lệ nợ xấu của HDB



Nguồn: HDB, Kafi Research

Hình 8. Chi phí dự phòng rủi ro và tỷ lệ bao phủ nợ xấu

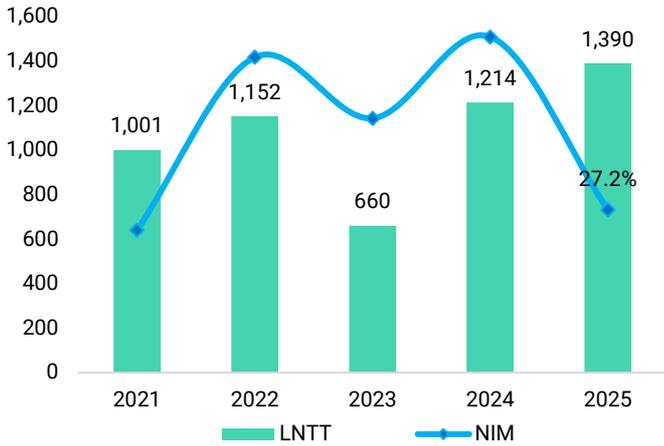


Nguồn: HDB, Kafi Res

Chất lượng tài sản sụt giảm so với năm trước. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) hợp nhất tăng từ 2% (2024) lên 2.3% (2025). Tỷ lệ Nợ xấu của riêng ngân hàng mẹ tăng từ 1.7% (2024) lên 2.2% (2025). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) tạo đáy vào Q3/2024 sau đó tăng lên 54.4%, nhưng giảm so năm 2024 (68.7%). Khoảng 95% tổng các khoản vay có tài sản thế chấp, với tỷ lệ cho vay trên giá trị tài sản (LTV) bị kiểm soát tối đa ở mức 49%. Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) duy trì đạt 16.7%, một trong những mức cao nhất ngành.

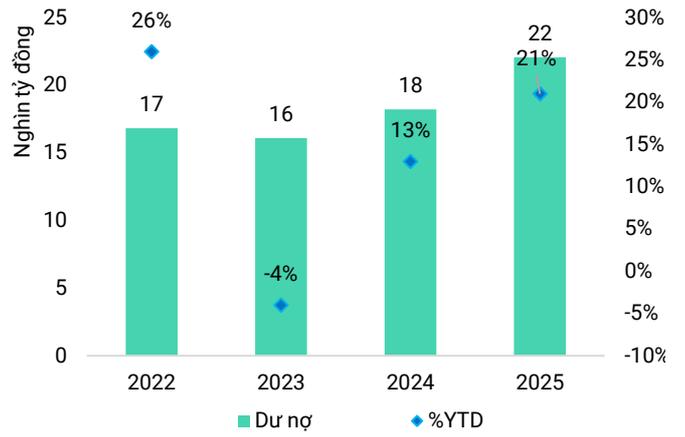
HDSaison: Đạt dư nợ kỷ lục 22 nghìn tỷ đồng, tăng mạnh nhất trong giai đoạn 2023-2025, đạt 21.2%. LNTT tăng 14% lên khoảng 1.4 nghìn tỷ đồng. NIM của HD Saison thể hiện sức mạnh tương đối khi chỉ giảm nhẹ so với cuối năm 2024 còn 27.2%. Chất lượng tài sản cải thiện khi tỷ lệ Nợ xấu giảm còn 6.9% (so với mức trên 7% của năm 2024).

Hình 9. LNTT và NIM của HD Saison



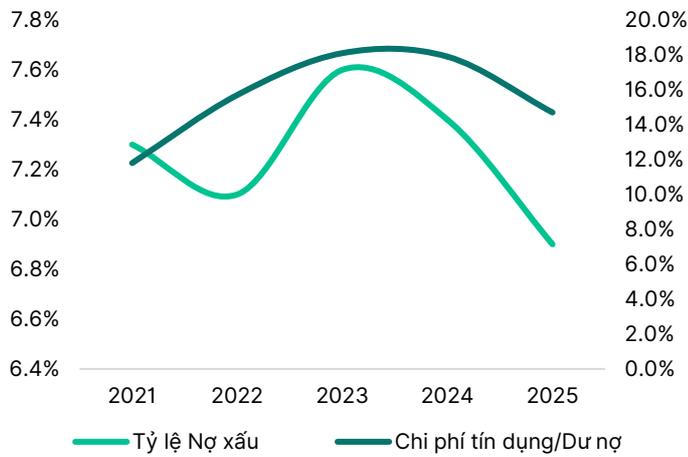
Nguồn: HDB, Kafi Research

Hình 10. Tăng trưởng dư nợ của HD Saison



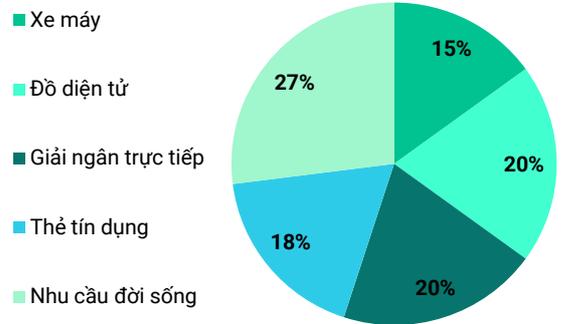
Nguồn: HDB, Kafi Research

Hình 11. Tỷ lệ Nợ xấu và chi phí tín dụng của HD Saison



Nguồn: HDB, Kafi Research

Hình 12. Cơ cấu cho vay của HD Saison



Nguồn: HDB, Kafi Research

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH 2026

Đơn vị: Tỷ đồng	2025	2026F	% YoY	Ghi chú
Tăng trưởng tín dụng (riêng HDB)	25.7%	22.6%	-3.1%	Tăng trưởng tín dụng tích cực nhờ: - Việc nhận chuyển giao bắt buộc Ngân hàng Đông Á (Vikki Bank) giúp HDB được phân bổ "room" tín dụng cao hơn. - Nghị Quyết 68-NQ/TW phát triển kinh tế tư nhân thúc đẩy cho vay chuỗi cung ứng tại các thành phố cấp 2 (7% dư nợ). - Ngân hàng sẽ tiếp tục sử dụng các tập đoàn lớn (bao gồm cả FDI) làm "mỏ neo" để cấp vốn cho toàn bộ mạng lưới nhà phân phối và nhà cung cấp. - Ngân hàng sẽ tiếp tục tập trung giải ngân vào các nhóm ngành đang có đà phục hồi mạnh như: chuỗi giá trị ô tô và phụ tùng, ngành xây dựng, logistics và kho bãi.
NIM	4.72%	4.54%	-0.2%	Dù NIM được hỗ trợ bởi khả năng vay ưu đãi từ NHNN khi nhận chuyển giao bắt buộc tổ chức tín dụng yếu kém, nhưng chúng tôi dự phóng NIM có thể giảm nhẹ do lãi suất huy động tăng sẽ gây áp lực lên chi phí vốn, trong khi ngân hàng chưa thể tăng mạnh lãi suất cho vay nhằm duy trì thị phần
Thu nhập lãi thuần	34,746	43,621	+26%	
Thu nhập ngoài lãi	7,940	9,324	+17%	Thu nhập ngoài lãi khá quan trọng nhờ thu nhập từ sức mạnh hiệp lực của toàn tập đoàn giúp tăng bán chéo, đẩy mạnh thu nhập từ bancassurance, dịch vụ thanh toán, xử lý tài sản đảm bảo, và kinh doanh ngoại hối.
Chi phí hoạt động	11,614	14,763	+27%	
Chi phí dự phòng rủi ro	9,751	11,379	+17%	
Lợi nhuận sau thuế	17,053	21,359	+25%	
Tỷ lệ Nợ xấu	2.44%	2.41%	-3 bps	HDB có dư địa cải thiện dần chất lượng tài sản năm 2026 nhờ: - Hiệu suất sinh lời cao, bộ đệm vốn tốt và khả năng tạo lợi nhuận trước dự phòng. Nhưng mức độ cải thiện sẽ phụ thuộc vào khả năng kiểm soát nợ xấu mới trong giai đoạn tăng trưởng nhanh, và mức độ ổn định của vĩ mô. - Tỷ lệ Nợ xấu có thể đã đạt đỉnh cuối Q3/2025. - Tỷ lệ hình thành Nợ xấu ở mức thấp nhất kể từ Q2/2023 - Môi trường pháp lý thuận lợi hơn cho bất động sản và sự phục hồi dần của thị trường phía Nam có thể là yếu tố hỗ trợ gián tiếp đối với chất lượng tài sản của HDB. - Khung pháp lý về xử lý tài sản bảo đảm được hoàn thiện hơn cũng có thể giúp ngân hàng rút ngắn thời gian xử lý nợ xấu, qua đó giảm áp lực kéo dài chi phí tín dụng, dù mức độ cải thiện thực tế vẫn sẽ phụ thuộc vào khả năng kiểm soát nợ xấu mới phát sinh. - HDB nằm trong nhóm ngân hàng triển khai sớm và tương đối toàn diện các chuẩn mực quản trị rủi ro theo định hướng Basel III.
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	54.8%	67.2%	+12.4%	

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

HDB bước vào năm 2026 với triển vọng tích cực, được hỗ trợ bởi tăng trưởng tín dụng vượt trội so với trung bình ngành, nền tảng vốn vững chắc, khả năng duy trì hiệu quả sinh lời ở mức cao, cùng dự địa mở rộng thu nhập ngoài lãi và cải thiện dần chất lượng tài sản. Bằng phương pháp thu nhập thặng dư và P/B, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu HDB là 32,000 đồng/cp. Qua đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** HDB.

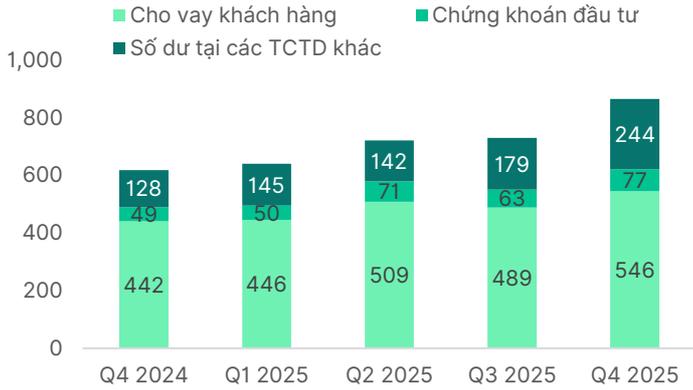
Thu nhập thặng dư	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Đơn vị
Chi phí VCSH	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	
Tăng trưởng dài hạn					3%	
Lợi nhuận ròng	21,359	25,264	28,816	31,777	33,829	Tỷ đồng
Thu nhập thặng dư	10,558	11,592	11,733	10,793	8,536	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của Thu nhập thặng dư (5 năm)	9,291	8,926	7,978	6,476	4,524	Tỷ đồng
Giá trị cuối cùng	43,146					Tỷ đồng
Tổng giá trị hiện tại của dòng thu nhập thặng dư	80,341					Tỷ đồng
Vốn chủ sở hữu	78,265					Tỷ đồng
Cổ phiếu lưu hành	5.005					Triệu cổ phiếu
Giá mục tiêu	31,688					Đồng

Phương pháp P/B	Số liệu	Đơn vị
LTM P/B của HDB	1.7x	Lần
Giá trị sổ sách/ cổ phiếu 2026F	19,794	Đồng
Giá mục tiêu theo Phương pháp P/B	33,650	Đồng

Tổng hợp	Số liệu	Tỷ trọng	Đơn vị
Thu nhập thặng dư	31,688	80%	
P/B	33,650	20%	
Giá mục tiêu	32,000		Đồng
Giá đóng cửa (18/3/2026)	25,700		Đồng
Lợi nhuận kỳ vọng	25%		

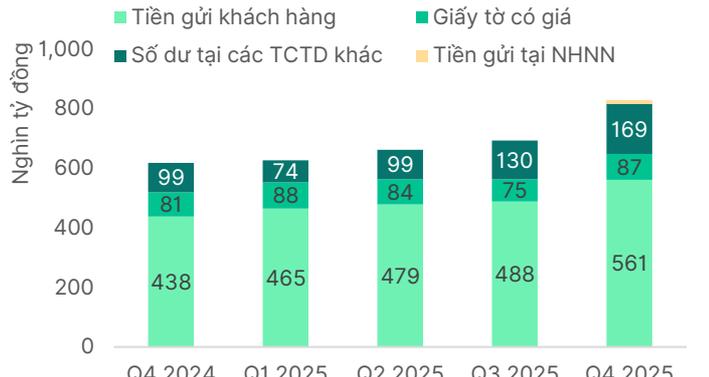
PHỤ LỤC

Hình 13. Cơ cấu tài sản sinh lãi



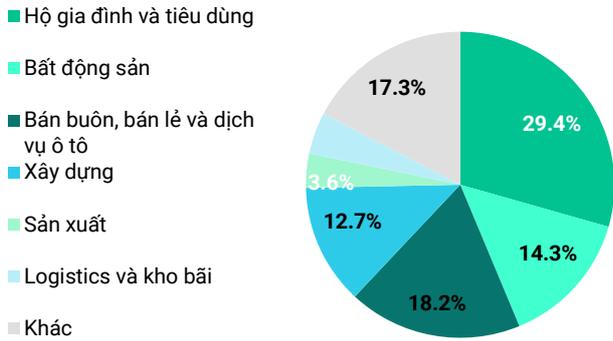
Nguồn: HDB, Kafi Research

Hình 14. Cơ cấu huy động vốn



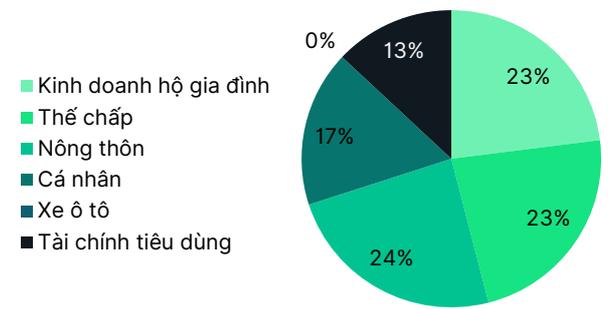
Nguồn: HDB, Kafi Research

Hình 15. Cơ cấu cho vay theo ngành



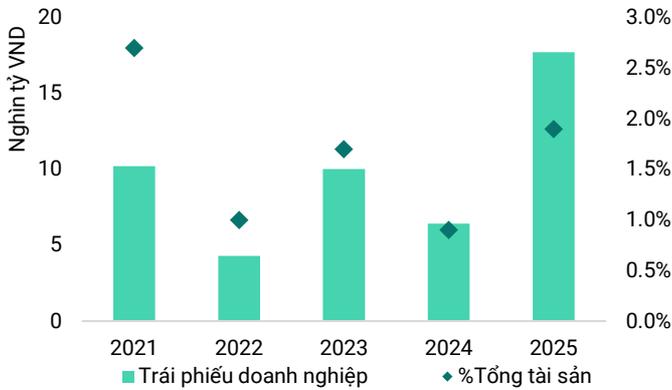
Nguồn: HDB, Kafi Research

Hình 16. Cơ cấu cho vay bán lẻ



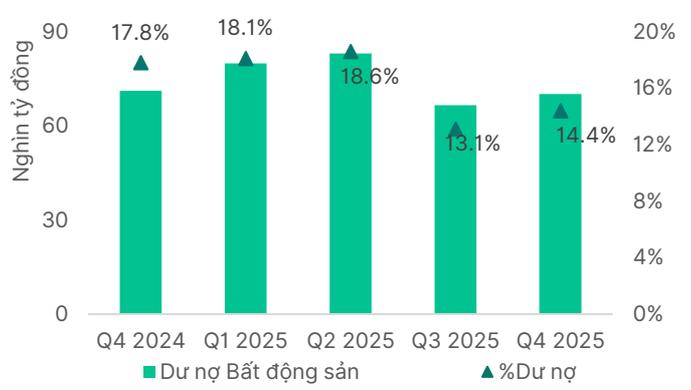
Nguồn: HDB, Kafi Research

Hình 17. Trái phiếu doanh nghiệp



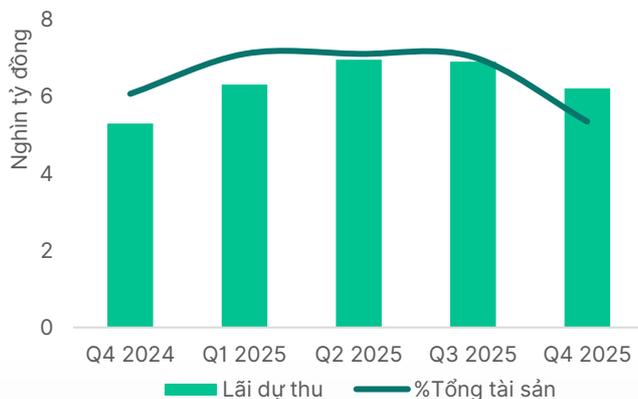
Nguồn: HDB, Kafi Research

Hình 18. Cho vay bất động sản



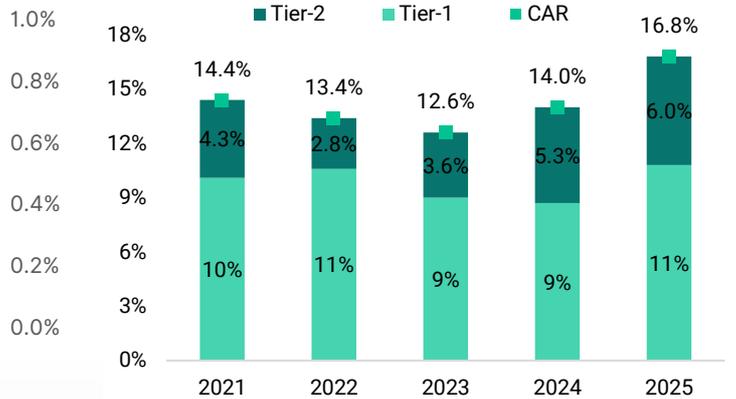
Nguồn: HDB, Kafi Research

Hình 19. Lãi dự thu của HDB



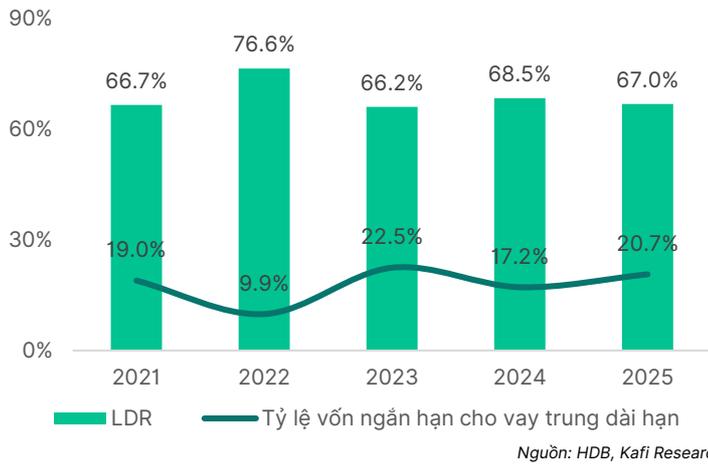
Nguồn: HDB, Kafi Research

Hình 20. Tỷ lệ an toàn vốn

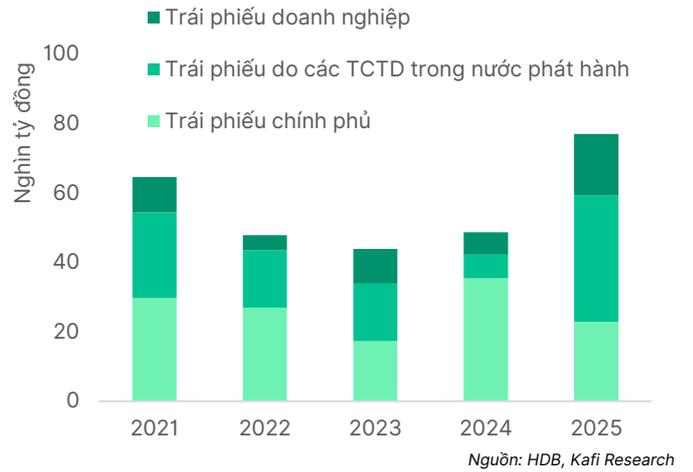


Nguồn: HDB, Kafi Research

Hình 21. Thanh khoản dồi dào



Hình 22. Danh mục trái phiếu



TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Khuyến nghị

Khuyến nghị đầu tư của Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI") được xây dựng trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (1) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố, (2) tỷ suất cổ tức dự kiến

Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Tuyên bố miễn trừ

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI"). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố theo nhận thức tốt nhất của KAFI. KAFI không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hay tính cập nhật của những thông tin này. Một số đường dẫn báo cáo này có thể liên kết với những trang web khác do các bên thứ ba quản lý, không thuộc quyền kiểm soát của KAFI. KAFI không đưa ra phát biểu nào về tính chính xác hoặc về bất kỳ khía cạnh nào khác của những thông tin đăng tải trên các trang web đó.

Các quan điểm, khuyến nghị trong báo cáo này được KAFI đưa ra sau khi xem xét kỹ càng, cẩn thận và dựa trên nhận thức tốt nhất cũng như trên cơ sở nỗ lực đem lại một quan điểm mang tính chất tham khảo cho nhà đầu tư. Những quan điểm, khuyến nghị này có thể thay đổi mà KAFI không cần thông báo trước hay có trách nhiệm cập nhật liên tục các thay đổi này.

Mua: Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

Nắm giữ: Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%.

Bán: Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%.

Không một thông tin cũng như khuyến nghị nào trong báo cáo này được trình bày nhằm mục đích mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Việc sử dụng bất kỳ nội dung, thông tin nào trong báo cáo này sẽ do các nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu hoàn toàn trách nhiệm và rủi ro. Các nhà đầu tư cần hiểu rõ kết quả đầu tư có thể phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố khách quan và hoàn toàn nằm ngoài khả năng nhận biết, dự đoán hoặc kiểm soát của KAFI. Do vậy, các nhà đầu tư nên xem xét mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về vấn đề tài chính, thuế, pháp lý và các khía cạnh khác trước khi thực hiện giao dịch đối với bất kỳ chứng khoán nào của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

KAFI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ hoặc liên quan đến các sai sót, bỏ sót hoặc hệ quả nào từ việc sử dụng các thông tin, áp dụng các khuyến nghị trong báo cáo này. Trong mọi trường hợp, KAFI cùng các đơn vị hợp danh hoặc pháp nhân hoặc thành viên, đại lý hoặc nhân viên của KAFI sẽ không chịu trách nhiệm đối với các nhà đầu tư hoặc bất kỳ tổ chức, cá nhân nào từ bất kỳ quyết định hoặc hành động nào được thực hiện dựa vào những thông tin, khuyến nghị trong báo cáo này hoặc bất kỳ thiệt hại mang tính hệ quả, cụ thể hoặc thiệt hại tương tự thậm chí trong trường hợp KAFI đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại đó.

Báo cáo này là sản phẩm thuộc quyền sở hữu của KAFI, không bên nào được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông (toàn bộ hoặc một phần) nội dung báo cáo mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KAFI.