

HDBank (HSX: HDB)

Nâng giá mục tiêu theo định giá của ngành Ngân hàng

- LNST 2025 ước tính đạt 17,420 tỷ đồng, hoàn thành 103.6% KHKD cả năm nhờ LNST 6T25 tăng khả quan 24.3% svck, đạt 47.5% KH.
- Chi phí trích lập dự phòng 2025 dự kiến tăng 64.3% svck nhằm đưa NPL tại cuối năm xuống dưới 2% và đưa LLR lên mức 68.3%.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho **HDB** và điều chỉnh giá mục tiêu lên mức **39,450 VND/cổ phiếu**. Bên cạnh KQKD và triển vọng tăng trưởng lợi nhuận khả quan, diễn biến rất tích cực của TTCK đưa P/B toàn ngành ngân hàng lên hơn 1.7x cũng đóng góp vào việc điều chỉnh lần này.

Kỳ vọng hoàn thành kế hoạch cả năm nhờ KQKD 6T25 tiếp tục đà khả quan

Tổng thu nhập hoạt động (TOI) trong 6T25 ghi nhận đạt 20,840 tỷ đồng (+29.9% svck) trong đó thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi tăng lần lượt 15.8% và 210.2% svck. TTTD đến cuối Q2/25 đạt 15.3% trong đó riêng Q2/25 tín dụng tăng 14.0% so với Q1/25. Mức tăng tín dụng khả quan giúp thu nhập lãi thuần tăng tích cực dù NIM đi ngang svck ở mức 5.8%. NIM đã có sự phục hồi tốt trong Q2/25 khi so sánh với mức thấp 4.7% trong Q1/25. Thu nhập ngoài lãi tăng mạnh mẽ nhờ sự phục hồi của thu phí tăng hơn 3.5 lần svck và thu nhập từ nợ xấu tăng 42% svck. Chi phí trích lập 6T25 đạt 5,466 tỷ đồng (+128.1% svck). LNST 6T25 đạt 8,034 tỷ đồng (+24.3% svck) hoàn thành 47.5% KH cả năm và dự báo của MBS.

Chúng tôi kỳ vọng LNST 2025-26F đạt lần lượt 17,420 và 23,401 tỷ đồng, tăng lần lượt 31.5% và 34.3% svck. TTTD 2025/26F dự báo đạt lần lượt 32.1% và 27.6% cùng NIM trên 5% sẽ là động lực chính cho tăng trưởng lợi nhuận.

Đảm bảo các chỉ số về chất lượng tài sản theo đúng kế hoạch

Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 cuối Q2/25 đạt 2.54% và 3.94%, lần lượt tăng 61 và giảm 79 đcb so với đầu năm. LLR giảm mạnh xuống mức 47.2% do tỷ lệ sử dụng trích lập trong 6T25 đạt 105.7%, cao hơn nhiều so với mức 81% cùng kỳ năm trước. Chúng tôi kỳ vọng NPL và LLR cuối năm đạt lần lượt 1.9% và 63.5% với giả định trích lập nửa cuối 2025 tương đương nửa cuối 2024 và tỷ lệ sử dụng trích lập cả năm đạt 98%.

Khuyến nghị **KHẢ QUAN** và nâng P/B mục tiêu lên 1.7x

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu 12 tháng của HDB lên **39,450 đồng/cp** chủ yếu nhờ điều chỉnh P/B mục tiêu lên 1.7x áp dụng cho giá trị sổ sách trung bình tại cuối 2025-26. Diễn biến khả quan của TTCK đưa mức định giá toàn ngành lên 1.5x. Chúng tôi cho rằng HDB với tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận bình quân trên cùng ROE duy trì trên 20%/năm xứng đáng với mức P/B cao hơn toàn ngành.

Hình 1: Tổng hợp các chỉ số tài chính (Đơn vị: tỷ VND)

Chỉ tiêu tài chính	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Tổng thu nhập hoạt động	26,414	34,032	43,217	55,859
Thu nhập lãi thuần	22,184	30,857	37,228	48,684
NIM	5.1%	5.5%	5.1%	5.2%
Chi phí dự phòng	4,268	5,321	8,746	8,514
LNST	10,336	13,248	17,420	23,402
Tăng trưởng LNST	25.9%	28.2%	31.5%	34.3%
Tăng trưởng tín dụng	31.8%	27.0%	32.1%	27.6%
Tăng trưởng huy động	51.0%	15.7%	29.0%	27.6%
Giá trị sổ sách	12,723	15,591	20,452	26,983
P/B	2.5x	2.0x	1.6x	1.2x

Nguồn: HDB, MBS Research

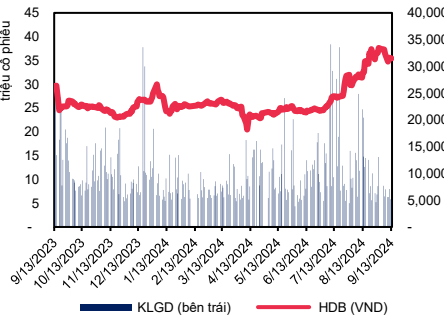
KHẢ QUAN

Giá mục tiêu 39,450 VND
Tiềm năng tăng giá +26.2%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Nâng P/B mục tiêu lên 1.7x nhờ diễn biến khả quan của giá cp toàn ngành.

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Giá thị trường (VND)	31,250
Cao nhất 52 tuần (VND)	33,450
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,200
Vốn hóa (tỷ VND)	110,094
P/E (TTM)	1.8x
P/B (TTM)	7.2x
Tỷ suất cổ tức (%)	0.00%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	17.22%

Nguồn: FiinproX, VSD

Cơ cấu sở hữu (11/09/2025)

Công ty cổ phần Sovico	12.86%
Phạm Văn Đầu	4.28%
Nguyễn Thị Phương Thảo	3.73%
Đào Duy Tường	2.73%
Công ty ĐTTT Nhà nước TPHCM	2.67%

Chuyên viên phân tích



Đinh Công Luyên

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

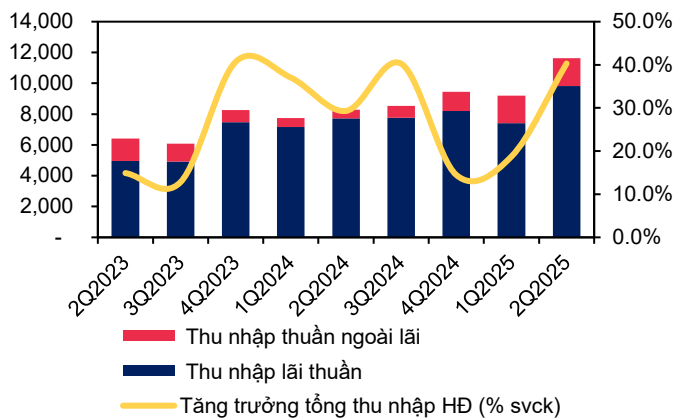
TTTD ấn tượng cùng với NIM hồi phục trong Q2/25
hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận khả quan trong 6T25

Hình 2: Cập nhật KQKD Q2/25 và 6T25 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	2Q2025	% svck	6T2025	% svck	% dự báo MBS	Đánh giá
Tổng thu nhập hoạt động	11,636	40.3%	20,840	29.9%	51.9%	
Thu nhập lãi thuần	9,819	27.2%	17,227	15.8%	47.8%	Sự phục hồi của NIM và TTTD ấn tượng trong Q2/25 giúp thu nhập lãi thuần trong 6T25 tăng trưởng khả quan svck.
Thu nhập thuần ngoài lãi	1,817	217.0%	3,613	210.2%	87.8%	Thu nhập thuần ngoài lãi trong Q2/25 và 6T25 ghi nhận phục hồi ở tất cả các mảng kinh doanh như thu phí tăng gần 3.5 lần trong 6T25, KD vàng & ngoại hối tăng hơn 26.5% svck và thu nhập từ xử lý nợ cũng cao hơn 87.2% svck.
Chi phí trích lập dự phòng	4,141	267.7%	5,466	128.1%	88.4%	Trích lập dự phòng được tăng cường trong Q2/25 nhằm đạt mục tiêu đưa LLR về mức quanh 70% tại cuối năm 2025 như kế hoạch đề ra.
LNTT	4,713	13.9%	10,068	23.3%	48.1%	LNTT 6T25 đạt 47% KH cả năm.
Tăng trưởng tín dụng (YTD)	15.3%	235 đcb				TTTD trong Q2/25 cực kỳ khả quan khi đạt mức tăng 14% so với Q1/25 đưa TTTD 6T25 đạt hơn 15%, hoàn thành 50% KH cả năm. Dư nợ cho vay theo chuỗi giá trị tại các vùng nông thôn, mảng chủ lực của HDB tăng trưởng khả quan 17.4% so với đầu năm.
Tăng trưởng huy động (YTD)	7.0%	398 đcb				Tăng trưởng huy động tương đương so với toàn ngành với CASA cải thiện. CASA từ nhóm KH khu vực nông thôn đóng góp 75% tổng CASA của HDB.
NIM	5.8%	-2 đcb	5.2%	-53 đcb		NIM trong Q2/25 có sự hồi phục mạnh so với quý trước. Các khoản vay trung dài hạn tăng lên trong quý với lãi suất cho vay cao hơn đóng góp đáng kể vào sự phục hồi NIM của HDB.
CIR	23.9%	-1263 đcb	25.5%	-1008 đcb		CIR giảm mạnh trong Q2/25 chủ yếu nhờ TOI tăng khả quan. Mức CIR này rất khả quan so với toàn ngành.
CASA	12.4%	255 đcb				
NPL	2.5%	44 đcb				NPL tiếp tục có dấu hiệu nhích nhẹ so với quý trước và so với đầu năm chủ yếu đến từ nhóm cho vay KHCN. Dư nợ cho vay tại đô thị loại 2 & nông thôn có mức NPL tốt hơn so với NPL tổng thể, đạt chỉ 1.3%.
LLR	47.2%	-1163 đcb				Mặc dù chi phí trích lập tăng mạnh nhưng việc gia tăng xử lý nợ xấu, LLR của HDB vẫn còn cách khá xa với mục tiêu đề ra. Tỷ lệ sử dụng trích lập trong Q2/25 đạt 105.9%.
ROE	25.3%	-165 đcb				HDB vẫn duy trì ROE vượt trội so với toàn ngành và các ngân hàng top đầu.
ROA	2.0%	-15 đcb				

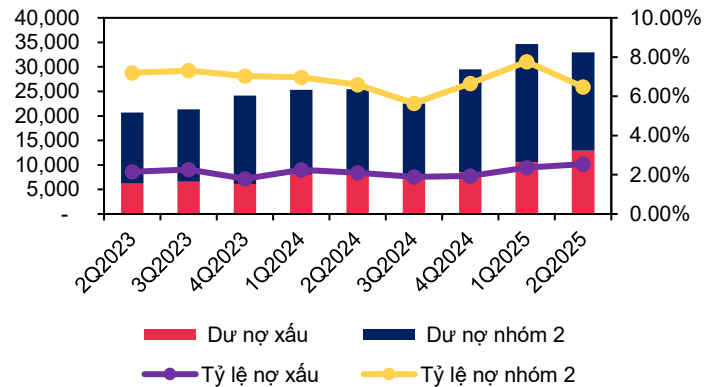
Nguồn: HDB, MBS Research

Hình 3: KQKD theo quý của HDB (Đơn vị: tỷ VND, %)



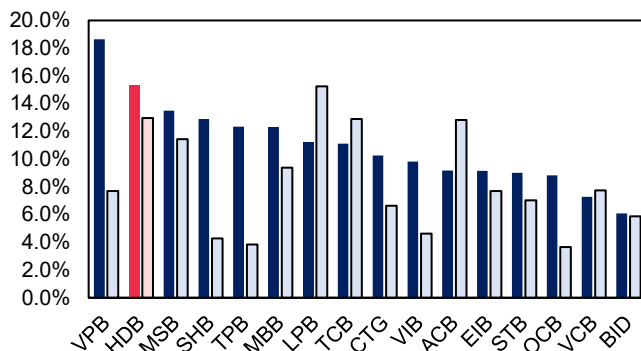
Nguồn: HDB, MBS Research

Hình 4: Chất lượng tài sản theo quý của HDB (% , tỷ VND)



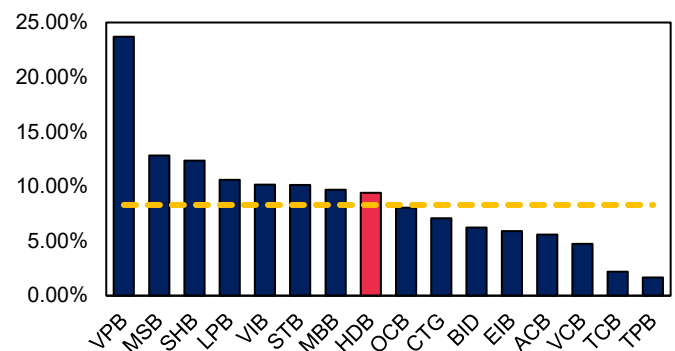
Nguồn: HDB, MBS Research

Hình 5: TTTD các NHNY theo quý (% sv đầu năm)



Nguồn: HDB, MBS Research

Hình 6: TTHĐ các NHNY theo quý (% sv đầu năm)



Nguồn: HDB, MBS Research

Tăng trưởng lợi nhuận đạt kế hoạch nhờ phục hồi tốt trong Q2/25

TTTD đạt kế hoạch 32% trong năm 2025.

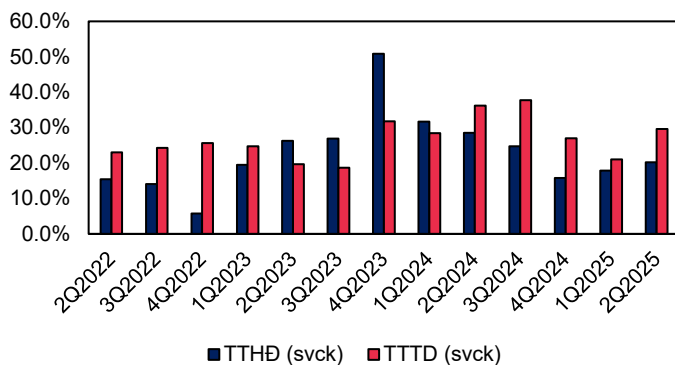
Tính đến ngày 30/06/2025, tăng trưởng tín dụng (TTTD) đạt 15.0% so với đầu năm, cao hơn nhiều so với mức trung bình toàn ngành đạt 10% và mức 13.0% cùng kỳ năm trước. Dư nợ dành cho nhóm KHDN vừa và nhỏ tại các đô thị loại 1 và nông thôn tăng khả quan 16.4% so với đầu năm, chiếm 40% tổng dư nợ của toàn ngân hàng.

Việc ưu tiên tiến vào phân khúc cho vay hộ KD, KHDN vừa và nhỏ cũng như cung cấp chuỗi giá trị cho cả KHCN tại những khu vực đô thị loại 2 và nông thôn giúp HDB có được thị phần lớn, từ đó tạo ra những sản phẩm được “may đo” cho từng nhóm KH. Tính đến cuối Q2/25, dư nợ tại khu vực này đạt hơn 219 nghìn tỷ tập trung vào các sản phẩm cho vay thanh toán tại các cơ quan y tế, trường học, trạm xăng dầu,... Đối với KHCN tại khu vực này, dư nợ cho vay tập trung vào các sản phẩm mua nhà, chi lương,...

HDSaison ghi nhận TTTD đạt 2.2% so với đầu năm tại cuối Q2/25, mặc dù thấp hơn nhiều so với mức 5.3% cùng kỳ năm trước nhưng vẫn đang cho thấy sự phục hồi rất vững chắc, bổ sung một ngách vào mảng cho vay KHCN của HDB.

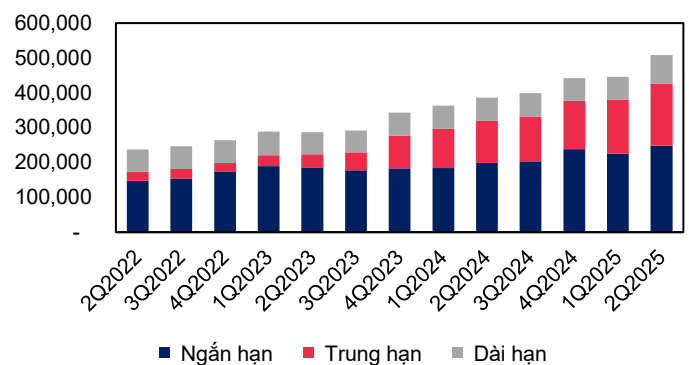
Với định hướng nói lòng từ NHNN nhằm hỗ trợ tối đa cho mục tiêu tăng trưởng GDP 8%, chúng tôi cho rằng TTTD toàn ngành ngân hàng sẽ đạt trên 17% trong năm 2025, trong đó nhóm NHTMCP được kỳ vọng sẽ có mức tăng mạnh hơn so với nhóm NHTM quốc doanh (NHTMQD). HDB cùng với VPB và MBB nằm trong nhóm NHTMCP được cấp hạn mức tín dụng cao hơn so với các ngân hàng khác nhờ nhận chuyển giao ngân hàng 0 đồng. Hạn mức tín dụng hiện tại của HDB là 35%, điều này đồng nghĩa với việc HDB đã sử dụng khoảng 43% HMTD được cấp và đạt 46% KH cả năm. Nhu cầu tín dụng cao hơn trong nửa cuối năm, đặc biệt sau khi có kết quả về thuế quan có thể thúc đẩy nhu cầu tín dụng trong dân và các chuỗi cung ứng. Lãi suất cho vay duy trì ở mức thấp tiếp tục sẽ là động lực chính của mảng cho vay mua nhà nửa cuối năm 2025. Chúng tôi tin rằng HDB hoàn toàn có thể đạt được kế hoạch TTTD đề ra ở mức 32%.

Hình 7: TTTD và TTHĐ của HDB theo quý (%)



Nguồn: HDB, MBS Research

Hình 8: Cơ cấu cho vay theo kỳ hạn của HDB theo quý (% tỷ đồng)



Nguồn: Các ngân hàng NY, MBS Research

NIM có dấu hiệu tạo đáy trong Q1/25 tạo tiền đề duy trì trên 5% cho cả năm.

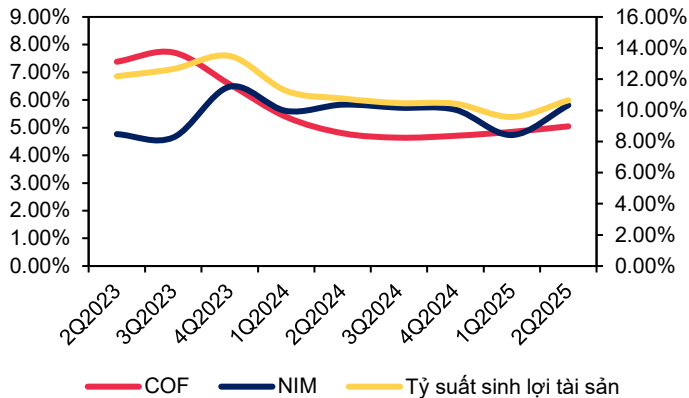
NIM của HDB trong Q2/25 đạt 5.8%, đi ngang svck và tăng 98 điểm cơ bản (đcb) so với Q1/25. Các khoản cho vay trung dài hạn trong Q2/25 tăng cao kéo theo lãi suất cho vay cao hơn so với Q1/25 giúp NIM hồi phục tốt. Trong khi đó, chi phí vốn vẫn đang trong xu hướng nhích nhẹ khi đạt 5.05% trong Q2/25, tăng 20 đcb so với quý trước và tăng 25 đcb svck.

Lãi suất cho vay trung bình của HDB, theo quan sát của chúng tôi, vẫn đang duy trì quanh mức 10% đến Q1/25 và giảm xuống còn 9.5% trong Q2/25, tiếp tục theo xu hướng của toàn ngành và chỉ đạo của NHNN nhằm hỗ trợ tối đa cho mục tiêu tăng trưởng GDP 8%.

Chúng tôi cho rằng lãi suất cho vay sẽ duy trì tương đương mức hiện tại nhằm hỗ trợ cho nền kinh tế trong khi đó sự chênh lệch giữa TTTD và TTHĐ vẫn đang được duy trì có thể khiến cho lãi suất huy động nhích nhẹ trong nửa cuối năm 2025, đặc biệt đối với những ngân hàng có huy động thấp. Những khó lường của môi trường vĩ mô như quyết định của FED hay thanh khoản thị trường 2 có thể khiến lãi suất đầu vào của các ngân hàng tiếp tục chịu áp lực. Do đó, chúng tôi dự báo rằng NIM của các NHTM sẽ không tăng trong nửa cuối 2025 so với nửa đầu năm. Nghĩa là, NIM của cả năm 2025 sẽ giảm nhẹ so với 2024.

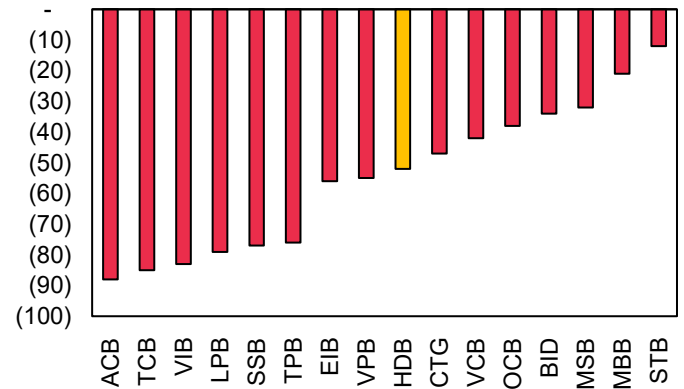
Xu hướng cải thiện NIM của HDB trong Q2/25 có thể tạo tiền đề cho việc duy trì NIM trên mức 5% cho cả năm 2025. Nhu cầu tín dụng đối với các DN vừa và nhỏ sau khi vấn đề thuế quan đã rõ ràng có thể là chất xúc tác giúp nhu cầu tín dụng hồi phục, từ đó hỗ trợ đà phục hồi của NIM. Chúng tôi ước tính NIM của HDB có thể đạt mức 5.1% trong năm 2025, giảm 42 đcb svck và sẽ hồi phục nhẹ lên mức 5.2% trong năm 2026 khi nhu cầu tín dụng hồi phục tốt hơn.

Hình 9: NIM, COF và Asset yield theo quý của HDB (%)



Nguồn: HDB, MBS Research

Hình 10: Thay đổi NIM của các NHNY trong 6T2025 (đcb)



Nguồn: HDB, MBS Research

Tăng cường trích lập và xử lý nợ xấu nhằm đạt các chỉ tiêu về chất lượng tài sản tại cuối 2025

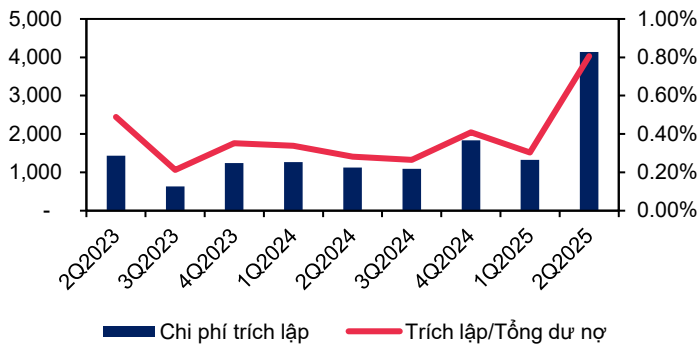
Chất lượng tài sản tại cuối Q2/25 không có nhiều thay đổi so với cuối 2024. Nợ xấu tại cuối tháng 6/2025 tăng nhẹ lên mức 2.54% (+61 đcb so với đầu năm) trong khi nợ nhóm 2 giảm 79 đcb so với đầu năm xuống 3.94%. Chất lượng tài sản của HDSaison được duy trì ổn định so với quý trước và so với đầu năm khi NPL đạt 7.4% tại cuối Q2/25.

Chi phí trích lập dự phòng trong Q2/25 đạt 4,141 tỷ đồng (+267.7% svck và 212.6% so với quý trước) tương đương với chi phí tín dụng trong quý đạt 3.41%, cao gấp 3 so với cả năm 2024. Chất lượng tài sản mặc dù không xấu đi quá nhiều dù TTTD rất khả quan nhưng cũng chưa cho thấy đà cải thiện rõ rệt, do đó việc tăng cường trích lập và sử dụng trích lập trong Q2/25 nhằm giúp HDB đảm bảo bám sát các chỉ số về chất lượng tài sản theo kế hoạch cả năm. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) tại cuối Q2/25 đạt 47.2%, giảm mạnh so với mức 68.7% tại cuối năm 2024. Lũy kế 6T25, chi phí trích lập dự phòng đạt 5,466 tỷ đồng (+128.1% svck) và tỷ lệ sử dụng trích lập đạt 105.7%.

Trong nửa cuối năm 2025, chúng tôi dự kiến áp lực gia tăng NPL sẽ giảm nhờ tăng trưởng tín dụng cao hơn tập trung vào khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ (CMB/SME) vốn có nhu cầu tín dụng cao và chất lượng tài sản tốt hơn so với khách hàng bán lẻ. Với xu hướng gia tăng cho vay trung dài hạn tập trung vào mảng cho vay theo chuỗi cung ứng sẽ giúp bình ổn khả năng bung nợ xấu khi tình hình kinh tế thuận lợi hơn, đặc biệt sau khi bức tranh thuế quan rõ ràng. Mặc dù tỷ lệ cho vay tiền mặt của HDSaison vẫn còn cao và gia tăng nhanh, các khoản cho vay này chỉ dành cho khách hàng trung thành có lịch sử tín dụng tốt và chắc chắn không dành cho khách hàng mới. Do đó, chúng tôi tin rằng NPL của HDSaison sẽ duy trì quanh mức 7.5% vào cuối năm 2025, ảnh hưởng không đáng kể đến NPL của HDB.

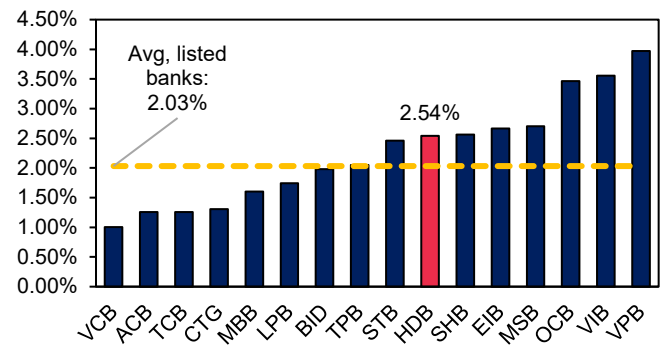
Tổng quan, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ NPL hợp nhất của HDB sẽ giảm nhẹ xuống 1.9% trong khi nợ nhóm 2 sẽ bình ổn quanh mức 3.8% tại cuối năm 2025. Chi phí trích lập dự phòng cả năm 2025 dự kiến đạt 8,745 tỷ đồng (+64.3% svck). Điều này có nghĩa là dự phòng trong nửa cuối năm 2025 sẽ tăng 12.0% nửa cuối 2024. Ngoài ra, chúng tôi cũng dự báo tỷ lệ sử dụng chi phí dự phòng tại cuối 2025 sẽ đạt 63.5% với giả định tỷ lệ sử dụng trích lập trong năm 2025 đạt 98.0%. Chúng tôi cho rằng HDB sẽ giảm tốc việc sử dụng trích lập trong nửa cuối 2025 khi áp lực gia tăng NPL dịu đi dần.

Hình 11: Chi phí trích lập và trích lập/tổng dư nợ theo quý của HDB (%)



Nguồn: HDB, MBS Research

Hình 12: Chất lượng tài sản của các NHNY cuối Q2/25 (đcb)



Nguồn: HDB, MBS Research

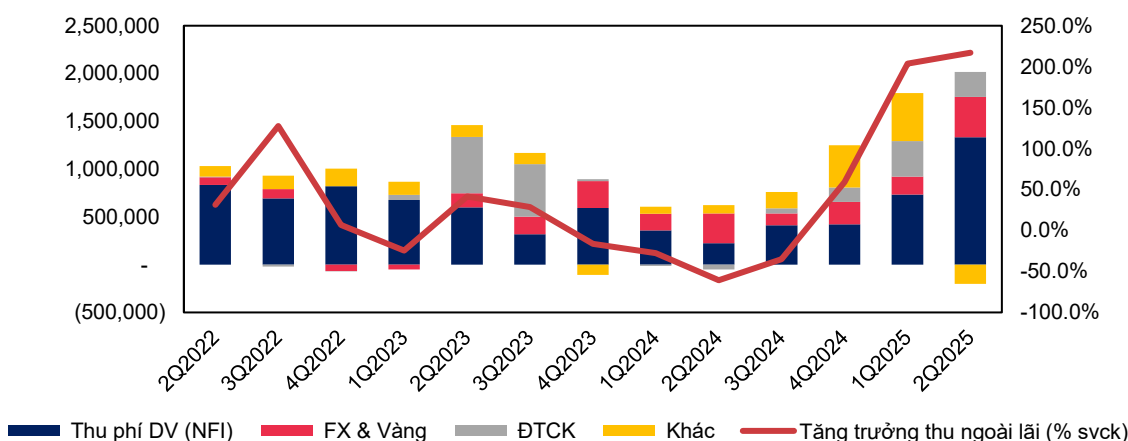
Thu nhập ngoài lãi là điểm sáng trong nửa đầu năm 2025.

Thu nhập thuần ngoài lãi trong 6T25 đạt 3,613 tỷ đồng, tăng hơn 3 lần so với cùng kỳ năm trước. Thu nhập này được hỗ trợ chủ yếu bởi tăng trưởng vượt trội của thu nhập từ phí (NFI), một phần do nền so sánh thấp của năm trước. NFI trong 6T25 đạt 2,065 tỷ đồng (+255.2% so với cùng kỳ) nhờ các khoản thu từ thanh toán tăng gần gấp đôi so với cùng kỳ. Hoạt động ĐTKK cũng ghi nhận lợi nhuận 633 tỷ đồng so với mức lỗ hơn 63 tỷ đồng trong 6T24. Các khoản thu nhập từ xử lý nợ cũng tăng hơn 42% so với cùng kỳ nhờ dư nợ được xử lý tăng lên mức 26k tỷ, tăng gần 30% so với cùng kỳ.

Trong bối cảnh lãi suất cho vay được duy trì ở mức thấp, việc cạnh tranh lãi suất sẽ được xem là công cụ chính để các ngân hàng thu hút tín dụng do đó khiến cho các hoạt động bán chéo phần nào sẽ ít thu hút khách hàng hơn. Do đó, chúng tôi cho rằng thu nhập ngoài lãi vẫn sẽ tiếp tục chủ yếu đến từ các hoạt động thanh toán và thu hồi nợ xấu.

HDB có lợi thế lớn trong việc gia tăng các loại hình sản phẩm bán chéo đi kèm cho vay nhờ tiếp cận vào nhóm KH có thu nhập trung bình khá ở các vùng nông thôn và đô thị loại 2. Chúng tôi đánh giá rằng tiềm năng tăng trưởng các khoản thu từ hoạt động thanh toán từ các hoạt động cho vay theo chuỗi cung ứng, thẻ và cho vay tiêu dùng ở thị trường này còn nhiều tiềm năng khi tỷ lệ tiếp cận các sản phẩm tài chính vẫn còn thấp, chưa tương xứng với tốc độ đô thị hóa. Ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng hoạt động thu hồi và xử lý nợ cũng sẽ được đẩy mạnh từ nay đến hết năm 2025.

Hình 13: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi của HDB theo quý (tỷ VND, %)



Nguồn: NHTM, MBS Research

Dự phóng KQKD 2025-2026: LNST 2025 đạt kế hoạch dù giảm tốc so với 2024

Hình 14: Dự báo KQKD 2025-2026

Các tiêu chí KQKD	2024F	2025F	% svck	2026F	% svck	Nhận xét
Tổng thu nhập hoạt động	34,032	43,217	27.0%	55,859	29.3%	
Thu nhập lãi thuần	30,857	37,228	20.6%	48,684	30.8%	
Thu nhập thuần ngoài lãi	3,175	5,989	88.6%	7,176	19.8%	
Chi phí trích lập dự phòng	5,321	8,746	64.3%	8,514	-2.7%	
LNTT	16,730	21,938	31.1%	29,471	34.3%	LNTT 2025 hoàn thành 100% kế hoạch cả năm
Tăng trưởng tín dụng (YTD)	27.0%	32.1%	509 đcb	27.6%	-447 đcb	
Tăng trưởng huy động (YTD)	15.7%	29.0%	1324 đcb	20.9%	-813 đcb	Tăng trưởng huy động trong nửa cuối 2025 sẽ là một thách thức khi 6T25 huy động từ KH chỉ tăng 9.2% so với đầu năm.
NIM	5.5%	5.1%	-43 đcb	5.2%	11 đcb	
CIR	35.2%	29.0%	-620 đcb	32.0%	300 đcb	
CASA	12.0%	11.4%	-68 đcb	10.5%	-84 đcb	CASA vẫn thấp so với toàn ngành vì cơ cấu cho vay tập trung vào các DN vừa và nhỏ do vậy khả năng tăng CASA cũng bị hạn chế hơn so với các DN lớn.
NPL	1.9%	1.9%	-3 đcb	2.3%	44 đcb	Nợ xấu được kỳ vọng sẽ giảm về mức dưới 2% cuối 2025.
LLR	68.7%	63.5%	-524 đcb	70.1%	667 đcb	
ROE	26.8%	27.7%	88 đcb	28.2%	57 đcb	ROE vẫn duy trì top 1 so với toàn ngành.
ROA	2.0%	2.2%	15 đcb	2.3%	11 đcb	

Nguồn: HDB, MBS Research

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi nâng giá mục tiêu 12 tháng cho HDB lên **39,450 VND/cp** với mức P/B mục tiêu 1.7x do:

- Tăng trưởng LNST kỳ vọng duy trì trên 20%/năm cho 5 năm tới tương tự như trong 5 năm vừa qua. Động lực chính vẫn đến từ NIM được duy trì trên 5% trong khi tăng trưởng tín dụng trên 25%.
- ROE duy trì mức cao hàng đầu ngành nhờ khả năng tối ưu hóa hiệu quả hoạt động và sử dụng vốn, đóng góp cho tỷ lệ P/B của HDB luôn vượt trội hơn các ngân hàng tương đương.
- Diễn biến khả quan của TTCK nâng mức định giá chung toàn ngành lên 1.5x, do đó chúng tôi tin rằng HDB xứng đáng với mức premium 20% so với trung bình ngành.

Tóm tắt các giả định trong phương pháp định giá

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp nhằm định giá cổ phiếu HDB: Thu nhập thặng dư và so sánh P/B.

- **P/B:** Chúng tôi sử dụng tỷ lệ P/B mục tiêu 1.7x để áp dụng cho giá trị sổ sách cuối kỳ bình quân của HDB trong 2025-2026.
- Về phương pháp chiết khấu thu nhập thặng dư, tỷ lệ giá trị sổ sách trong thành phần định giá đạt 41.7%, cân bằng với tỷ trọng của Phương pháp so sánh P/B cho thấy tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận được phản ánh tích cực vào mức P/B mục tiêu.

Rủi ro đầu tư

- Lãi suất cho vay tiếp tục giảm có thể sẽ thách thức đà hồi phục của NIM.
- Thu nhập ngoài lãi từ hoạt động banca và bán chéo có thể chưa hồi phục kịp trong trung hạn do nhu cầu thấp.

Định giá

Hình 15: Định giá thu nhập thẳng dư

	2025	2026	2027	2028	2029
LS phí rủi ro	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
Phần bù rủi ro	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Beta	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55
Chi phí vốn cổ phần	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
(ĐVT: tỷ đồng)					
Thu nhập thẳng dư (RI)	5,721	8,035	10,042	11,613	12,913
Giá trị hiện tại (GTHT) RI	5,721	6,854	7,307	7,208	6,837
VCSH đầu kỳ	54,491				
Tổng Giá trị hiện tại RI (5 năm)	33,928				
GTHT terminal value	42,216				
Giá trị VCSH cuối kỳ	130,635				
SLCP lưu hành (tr cp)	3,495				
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)	37,400				

Nguồn: MBS Research

Hình 16: Bảng so sánh giữa các ngân hàng Việt Nam (giá đóng cửa ngày 15/09/2025)

Ngân hàng	Vốn hóa	Khuyến nghị	P/B định giá	P/E		P/B		Tăng trưởng LN ròng		ROE		ROA	
	Tỷ đồng			2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
ACB	135,608	KHẢ QUAN	1.6x	8.0x	6.5x	1.4x	1.2x	1.5%	22.0%	19.0%	19.6%	1.8%	1.9%
BID	296,301	TRUNG LẬP	1.8x	10.6x	8.9x	1.7x	1.5x	9.5%	18.4%	17.6%	17.7%	1.0%	1.0%
CTG	277,092	KHẢ QUAN	1.9x	9.2x	7.3x	1.6x	1.3x	19.1%	25.9%	18.8%	20.1%	1.2%	1.3%
EIB	51,225	KÉM KHẢ QUAN	1.5x	14.6x	12.9x	1.8x	1.6x	5.1%	13.7%	13.0%	12.7%	1.4%	1.4%
HDB	109,221	KHẢ QUAN	1.7x	6.5x	4.9x	1.5x	1.2x	30.3%	32.0%	27.4%	27.6%	2.2%	2.2%
LPB	133,083	N/A	N/A	11.4x	9.7x	2.5x	2.0x	19.9%	17.8%	23.9%	22.6%	2.1%	2.2%
MBB	216,277	N/A	N/A	6.4x	4.8x	1.2x	1.0x	14.0%	31.5%	20.1%	21.5%	2.0%	2.2%
OCB	32,302	N/A	N/A	9.3x	7.5x	0.9x	0.8x	9.4%	24.7%	10.4%	11.6%	1.2%	1.3%
STB	105,572	TRUNG LẬP	1.5x	9.8x	8.8x	1.6x	1.4x	12.7%	5.1%	18.8%	16.7%	1.5%	1.4%
TCB	275,529	KHẢ QUAN	1.7x	10.3x	9.4x	1.6x	1.4x	25.9%	8.5%	17.1%	15.7%	2.5%	2.3%
TPB	52,311	KHẢ QUAN	1.3x	7.3x	6.4x	1.2x	1.0x	18.3%	14.1%	18.0%	17.7%	1.7%	1.7%
VCB	549,803	KHẢ QUAN	2.8x	15.4x	13.9x	2.4x	2.1x	5.7%	10.8%	16.8%	16.0%	1.6%	1.6%
VIB	73,016	TRUNG LẬP	1.5x	8.9x	7.6x	1.5x	1.3x	14.2%	17.4%	18.4%	18.5%	1.5%	1.5%
VPB	250,315	KHẢ QUAN	1.7x	13.2x	9.8x	1.6x	1.3x	25.1%	34.6%	13.3%	15.5%	1.9%	2.1%
Trung bình (Không tính các NH quốc doanh)				9.6x	8.0x	1.5x	1.3x	17.6%	21.7%	18.1%	18.2%	1.8%	1.8%
Trung bình				10.0x	8.5x	1.6x	1.4x	15.0%	20.2%	18.0%	18.1%	1.7%	1.7%

Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Hình 17: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Đóng góp
Thu nhập thẳng dư	37,400	50%	18,700
So sánh P/B (P/B mục tiêu = 1.7x)	41,500	50%	20,750
Giá mục tiêu			39,450

Nguồn: MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	31/12/24	31/12/25	31/12/26	31/12/27	Tỷ số tài chính	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Thu nhập lãi thuần	30,857	37,228	48,684	61,550	Tăng trưởng				
Lãi thuần từ Dịch vụ	1,417	3,952	4,564	5,373	Tổng tài sản	44.7%	15.8%	28.3%	27.9%
Lãi thuần từ vàng và ngoại hối	844	1,038	1,307	1,645	Cho vay và CK	29.1%	26.2%	30.0%	29.9%
Lãi thuần từ CKKD	69	245	274	280	Tiền gửi KH & GTCG	46.4%	15.7%	29.0%	27.6%
Lãi thuần từ CKĐT	68	414	580	901	LNTT	25.9%	28.2%	31.5%	34.3%
Lãi thuần từ HĐ khác	706	339	450	550					
Tổng thu nhập hoạt động	34,032	43,217	55,859	70,299	An toàn vốn				
Chi phí hoạt động	11,981	12,533	17,875	22,496	CAR	14.4%	14.5%	N/A	N/A
Chi phí DPRRTD	5,321	8,746	8,514	9,775	VCSH/Tổng tài sản	8.4%	7.9%	8.2%	8.4%
LNTT	16,730	21,938	29,471	38,028	Đòn bẩy tài chính	11.93	12.61	12.18	11.89
Chi phí thuế TNDN	3,482	4,518	6,069	7,832					
LNST	13,248	17,420	23,402	30,197	Chất lượng tài sản				
LN cổ đông thiểu số	(485)	(436)	(585)	(755)	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	1.8%	1.9%	1.9%	2.3%
LNST cho Ngân hàng	12,763	16,985	22,816	29,442	Tỷ lệ nợ nhóm 2	5.2%	4.7%	3.8%	4.0%
					Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	65.8%	68.7%	63.5%	70.1%
Cân đối kế toán (tỷ đồng)	31/12/24	31/12/25	31/12/26	31/12/27					
Tiền và tương đương tiền	3,105	2,080	1,179	852	Thanh khoản				
Tiền gửi tại NHNN	26,680	28,421	35,998	44,286	Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	65.9%	72.3%	74.0%	74.1%
Tiền gửi và cho vay các TCTD	101,600	124,772	146,615	161,608	TS thanh khoản/TTS	33.8%	29.0%	26.9%	28.4%
Chứng khoán kinh doanh (CKKD)	21,956	29,069	36,386	45,359	TS thanh khoản/tiền gửi KH	42.2%	37.6%	34.4%	36.1%
Phái sinh và các CCTC khác	-	-	-	-					
Hoạt động mua nợ	-	-	-	-	Khả năng sinh lợi				
Cho vay khách hàng	442,485	581,374	727,730	907,182	ROA	2.0%	2.0%	2.2%	2.3%
Dự phòng cho vay	(5,879)	(7,015)	(11,929)	(15,053)	ROE	25.4%	26.8%	27.7%	28.2%
Chứng khoán đầu tư	48,751	56,030	104,657	130,550	NIM	5.1%	5.5%	5.1%	5.2%
Đầu tư dài hạn khác	858	139	140	141	TN lãi thuần/Tổng TNHĐ	84.0%	90.7%	86.1%	87.2%
Tài sản cố định	1,766	1,906	2,068	2,170	Chi phí HĐ/Tổng TNHĐ (CIR)	34.6%	35.2%	29.0%	32.0%
BĐS đầu tư	-	-	-	-					
Tài sản Có khác	56,044	77,981	101,906	130,795	Định giá				
TỔNG TÀI SẢN	697,366	894,758	1,144,751	1,407,892	EPS cơ bản (VND)	3,652	4,860	6,528	8,424
					Giá trị sổ sách (VND)	15,591	20,452	26,983	35,408
Nợ NHNN, Chính phủ	15	15	15	15	P/E	8.7x	6.6x	4.9x	3.8x
Tiền gửi, vay các TCTD khác	99,461	142,320	227,052	281,680	P/B	2.0x	1.6x	1.2x	0.9x
Tiền gửi của khách hàng	437,505	555,707	671,619	814,325					
Phái sinh và các CCTC khác	18	18	18	18					
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	2,788	4,270	6,812	9,859					
Phát hành giấy tờ có giá	81,350	98,834	116,437	142,428					
Các khoản nợ khác	19,571	19,510	25,304	31,870					
NỢ PHẢI TRẢ	640,709	820,674	1,047,257	1,280,196					
VỐN CHỦ SỞ HỮU	56,657	74,084	97,494	127,696					
Vốn điều lệ	35,101	35,101	35,101	35,101					
Thặng dư vốn cổ phần	536	536	536	536					
Cổ phiếu quỹ	(413)	(413)	(413)	(413)					
Vốn khác	0	0	0	0					
Quỹ của TCTD	6,313	7,657	9,462	11,791					
LN chưa phân phối	12,954	28,602	49,621	76,740					
Lợi ích CĐ không kiểm soát	2,166	2,602	3,187	3,942					
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	697,366	894,758	1,144,751	1,407,892					

Nguồn: BCTC HDB, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) 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.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Nghiêm Phú Cường

Ngô Quốc Hưng

Đinh Hà Anh

Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyện

Phạm Thị Thanh Hường

Bất động sản – Vật liệu xây dựng

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Phạm Thị Thanh Huyền

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Mai Duy Anh

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly