

NHTMCP PHÁT TRIỂN TP. HCM – HSX: HDB

TIẾP TỤC CÂU CHUYỆN BÁN VỐN

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu: 26,400

Upside: +23%

Ngành Ngân hàng | BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

BSC đưa ra khuyến nghị **MUA** cho **HDB** với giá mục tiêu cập nhật là **26,400 đồng/cp** (upside **23%** so với giá đóng cửa 11/06/2025). P/B mục tiêu 1 năm được kì vọng ở mức 1.5x, tương đương trung bình lịch sử của ngân hàng. Trong dài hạn, BSC kì vọng mức CAGR LNST 2025F-2029F có thể đạt ~ 20%/năm.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Duy trì tăng trưởng lợi nhuận và ROAE cao đầu ngành.** Trong danh sách các ngân hàng đầu ngành, HDB đang duy trì được tốc độ tăng trưởng lợi nhuận vượt trội trong 3 năm qua và dự kiến tiếp tục duy trì vị thế này trong 2025-2026 với dự báo tăng trưởng LNTT đạt lần lượt 21% và 28% YoY. Điều này giúp ngân hàng sở hữu ROAE cao nhất ngành, và dự báo duy trì trên 25% mỗi năm trong kịch bản cơ sở.
- Định giá đã được chiết khấu về vùng phù hợp để tích lũy.** Tại thời điểm báo cáo, HDB đang có P/B TTM ở 1.3x, đã được chiết khấu tương đối so với giai đoạn trước và đang thấp hơn trung bình lịch sử là 1.5x. BSC cho rằng đây là mức định giá phù hợp để tích lũy, nhất là khi cổ phiếu có một số catalyst trong tương lai để được tái định giá.

CATALYST

Yếu tố kì vọng lớn nhất để HDB được tái định giá là kế hoạch phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược khi ngân hàng đã chính thức được nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài lên tối đa 49% từ ngày 19/05/2025. Ngân hàng đang trong quá trình tìm kiếm nhà đầu tư phù hợp. BSC hiện chưa đưa giả định này vào dự phóng trong kịch bản cơ sở.

DỰ BÁO KQKD 2025-2026

BSC điều chỉnh giảm nhẹ lần lượt 1.2% và 4.6% đối với dự báo LNTT 2025F và 2026F của HDB xuống 20.2 nghìn tỷ (+21% YoY) và 25.8 nghìn tỷ (+27% YoY). Lưu ý rằng 1 số động lực tăng trưởng lợi nhuận chính trong Q1/25 như thu nhập từ chứng khoán kinh doanh và thu nhập khác mang nhiều yếu tố chu kì và có thể không được duy trì trong các quý sau. CIR cũng được dự kiến gia tăng về các quý cuối năm theo tính mùa vụ.

RỦI RO

Rủi ro đối với HDB đến từ **(1)** gia tăng huy động vốn thứ cấp để duy trì CAR gây áp lực lên chi phí vốn cao hơn dự kiến, **(2)** NIM phải hi sinh nhiều hơn dự kiến để đạt mục tiêu tăng trưởng dư nợ, **(3)** tỷ lệ nợ xấu nhóm bán lẻ tiếp tục gia tăng, **(4)** việc thực hiện chuyển các đợt trái phiếu phát hành cuối 2020-2021 gây rủi ro pha loãng cổ phiếu, tuy nhiên nhiều khả năng trái phiếu sẽ được gia hạn (đã gia hạn 1 lô).

KQKD	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu	26,414	34,032	40,257	49,779
LNTT	13,017	16,730	20,251	25,825
EPS	3,482	3,652	3,719	3,950
BVPS	15,374	15,591	16,702	17,859
ROAE	24.7%	25.8%	25.1%	24.9%

Trung tâm phân tích BSC

Đoàn Minh Trí
(Chuyên viên phân tích)
tridm@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	21,400
Cổ phiếu LH (Triệu):	3,495
Vốn hoá (Tỷ VND):	74,795
Thanh khoản 30n (Triệu):	9.3
Sở hữu nước ngoài:	16.8%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Tổng quan kết quả kinh doanh Q1/2025

HDB ghi nhận LNTT Q1/25 đạt gần 5.4 nghìn tỷ (+33% YoY), cao hơn kì vọng của BSC khi hoàn thành 26% dự báo và 25% kế hoạch cả năm.

Động lực tăng trưởng chính trong quý đến từ các hoạt động ngoài lãi bao gồm: thu phí dịch vụ (cao gấp hơn 2 lần cùng kì) như phí tư vấn đầu tư khi HDB mới gia tăng tỷ lệ sở hữu tại HDBS từ 0% lên 30% vào cuối Q2/24; thu nhập từ mua bán chứng khoán kinh doanh (cao gấp 6.1 lần cùng kì); và thu nhập khác (cao gấp 6.6 lần cùng kì).

Ngoài ra, chi phí hoạt động (+3% YoY) và chi phí dự phòng (+4% YoY) đều tăng chậm hơn kì vọng, từ đó hỗ trợ cho tăng trưởng lợi nhuận.

Hình 1: KQKD Q1/2025 so với cùng kì và dự báo của BSC

Đơn vị: tỷ đồng (trừ khi ghi chú)

Các chỉ tiêu KQKD (hợp nhất)	1Q24	1Q25	%YoY	BSC dự báo	% Dự báo
Thu nhập lãi	14,379	14,992	4%	73,293	20%
Chi phí lãi	(7,219)	(7,584)	5%	(36,659)	21%
Thu nhập lãi thuần	7,160	7,408	3%	36,634	20%
Lãi thuần hoạt động dịch vụ	357	733	106%	2,192	33%
Lãi từ kinh doanh ngoại hối	175	188	8%	844	22%
Lãi từ mua bán chứng khoán	(13)	373	N/M	114	326%
Thu nhập từ góp vốn	--	24	N/M	123	19%
Thu nhập khác	73	479	553%	765	63%
Thu nhập ngoài lãi	592	1,796	204%	4,038	44%
Tổng thu nhập hoạt động	7,752	9,205	19%	40,672	23%
Chi phí hoạt động	(2,455)	(2,525)	3%	(13,927)	18%
Lợi nhuận trước dự phòng	5,297	6,680	26%	26,744	25%
Chi phí dự phòng	(1,270)	(1,325)	4%	(6,369)	21%
Lợi nhuận trước thuế	4,028	5,355	33%	20,375	26%
Lợi nhuận sau thuế	3,213	4,358	36%	16,300	27%
LNST thuộc cổ đông mẹ	3,110	4,235	36%	15,704	27%

Nguồn: HDB, BSC Research

Danh mục cho vay của HDB được phân bổ tương đối đa dạng ngành nghề.

Theo tính toán của BSC, HDB chỉ ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng hợp nhất 1.2% trong Q1/25, trong đó ngân hàng mẹ và HDSaison lần lượt đạt mức tăng trưởng 1.2% và 0.9% YTD.

Cho vay CMB/SME và khách hàng cá nhân đang chiếm hơn 90% danh mục của HDB (hình 3), trong đó tỷ trọng CMB/SME có xu hướng tăng nhanh từ 2023 đến nay (hiện chiếm >60% cơ cấu toàn hàng), trong đó mảng cho vay kinh doanh BĐS gia tăng tỷ trọng ấn tượng nhất, từ 15% tại cuối 2022 lên khoảng 31% tại cuối Q1/25 (hình 4).

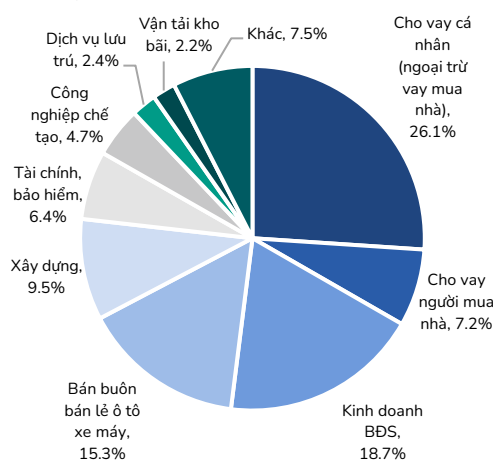
Diễn biến này bù đắp cho tỷ trọng danh mục cho vay cá nhân (chiếm 32% toàn hàng tại cuối Q1/25) đang chưa có dấu hiệu cải thiện khi nhu cầu tín dụng vài năm qua chưa thực sự hồi phục và tình hình cạnh tranh trong ngành ngày càng khốc liệt. BLĐ ngân hàng kì vọng rằng tình trạng này sẽ được cải thiện trong nửa cuối 2025 khi các dự án HDB tài trợ đi vào giai đoạn bán hàng.

Nhìn vào cơ cấu cho vay bán lẻ của HDB (hình 5), điểm đặc biệt hơn các ngân hàng khác là tỷ trọng mảng cho vay nông nghiệp chiếm tương đối đáng kể (30% tại cuối Q1/25) và đang gia tăng tương đối nhanh trong các năm qua, bù đắp mảng cho vay mua nhà đang chững lại do yếu tố thị trường chung. Đây cũng được coi là định vị thương hiệu riêng của HDB so với các ngân hàng niêm yết khác.

Đánh giá tổng thể, BSC nhận thấy cơ cấu cho vay của HDB tương đối đa dạng hóa về ngành nghề và ít có rủi ro tập trung hơn một số ngân hàng tư nhân khác, trong đó động lực tăng trưởng chính đang đến từ phân khúc CMB/SME.

Hình 2: Cơ cấu cho vay theo ngành nghề của HDB tại cuối Q1/25

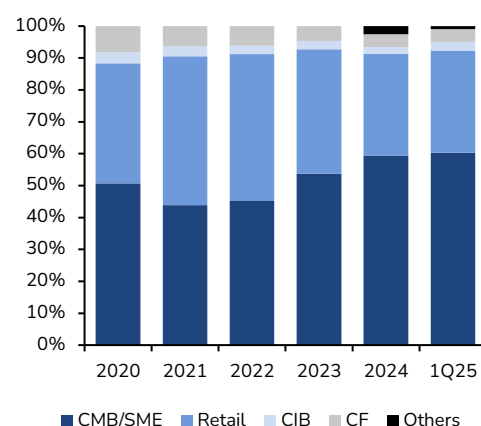
Đơn vị: %



Nguồn: HDB, BSC Research

Hình 3: Cơ cấu cho vay theo phân khúc khách hàng

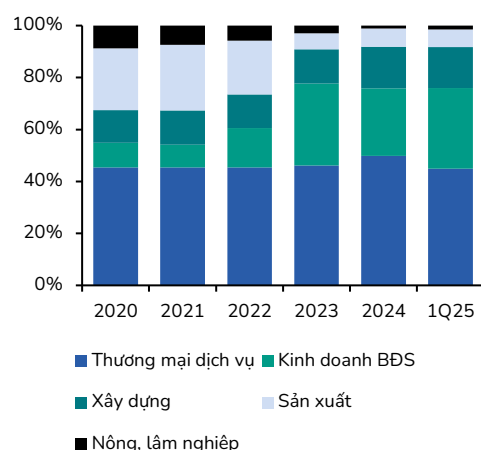
Đơn vị: %



Nguồn: HDB, BSC Research

Hình 4: Cơ cấu cho vay CMB/SME

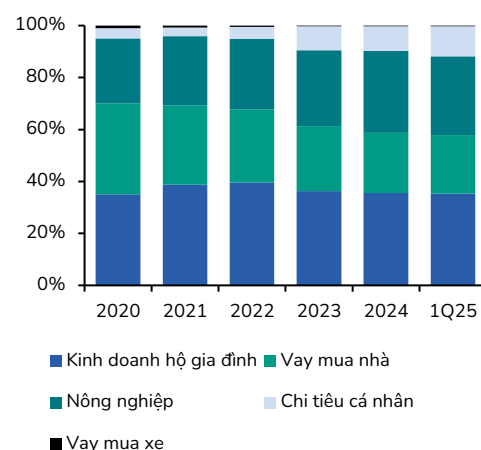
Đơn vị: %



Nguồn: HDB, BSC Research

Hình 5: Cơ cấu cho vay cá nhân

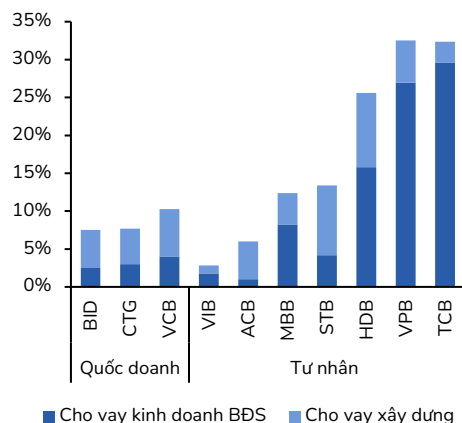
Đơn vị: %



Nguồn: HDB, BSC Research

Hình 6: Cho vay DN BĐS và xây dựng

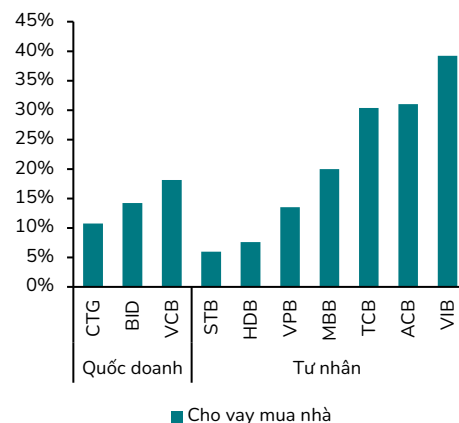
Đơn vị: % (trên toàn hàng tại cuối 2024)



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình 7: Cho vay người mua nhà

Đơn vị: % (trên toàn hàng tại cuối 2024)



Nguồn: BSC Research tổng hợp

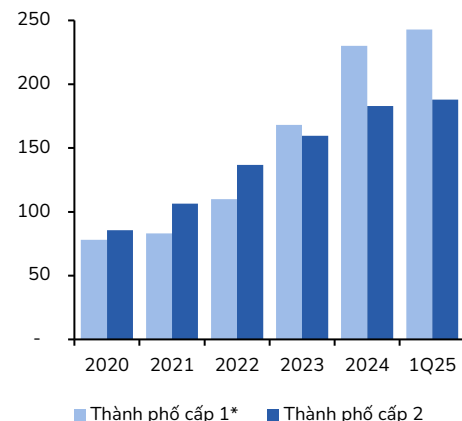
Chiến lược tập trung vào các thành phố cấp 2 và khu vực nông thôn.

Dư nợ cho vay tại các thành phố cấp 2 của HDB hiện chiếm khoảng 44% cơ cấu cho vay riêng lẻ tại cuối Q1/25 (**hình 8**). Với quy mô nhỏ trên mỗi khoản vay và giá trị TSBĐ cao gấp nhiều lần (đến 90% là BĐS) giúp giảm thiểu rủi ro tín dụng tập trung, đi cùng với việc nắm rõ tâm lý và hành vi khách hàng ở các vùng nông thôn, HDB kiểm soát tương đối tốt chất lượng cho vay của mảng này.

Điều này được phản ánh qua tỷ lệ nợ xấu ở các thành phố cấp 2 thấp hơn đáng kể so với thành phố cấp 1 (**hình 9**), lần lượt ở khoảng 1.3% so với 2.7% tại cuối Q1/25, dựa trên số liệu HDB cung cấp và BSC ước tính.

Hình 8: Dư nợ cho vay các thành phố cấp 2 chiếm gần 50% toàn hàng...

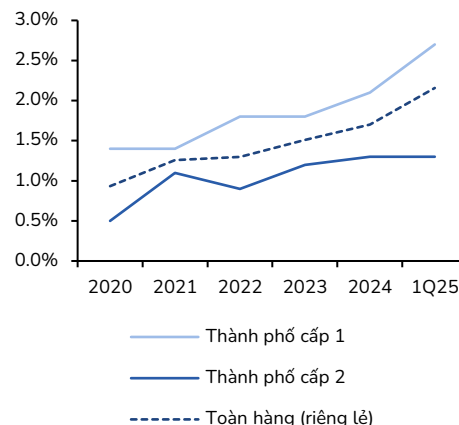
Đơn vị: nghìn tỷ đồng (riêng lẻ)



*Hà Nội, Hải Phòng, Đà Nẵng, TP. HCM, Cần Thơ

Hình 9: ...đi cùng với tỷ lệ nợ xấu thấp hơn đáng kể các thành phố cấp 1

Đơn vị: % (riêng lẻ)



Nguồn: HDB, BSC Research

Thông tin thêm về cơ cấu nợ xấu của HDB, ngân hàng cho biết phân khúc bán lẻ vẫn đang là nguyên nhân chính (nợ xấu cho vay cá nhân tại ngân hàng mẹ và nợ xấu cho vay tài chính tiêu dùng đóng góp gần 80% tại cuối 2024). Nợ tái cơ cấu theo TT02 tại HDB

là không đáng kể. Nợ nhóm 2 phát sinh chính từ phân khúc bán buôn như các doanh nghiệp BĐS. **Mục tiêu của HDB trong phần còn lại của 2025 là kiểm soát tỷ lệ nợ nhóm 2 dưới 5% và đưa tỷ lệ nợ xấu về dưới 2%, so với lần lượt 5.4% và 2.4% theo số liệu hợp nhất tại cuối Q1/25.**

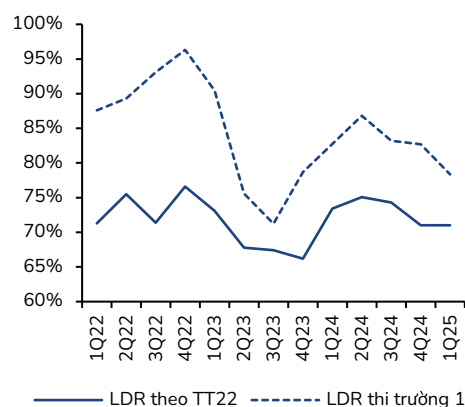
Đẩy mạnh huy động qua phát hành giấy tờ có giá.

Hệ số LDR (cả thị trường 1 lẫn thị trường 2) được HDB kiểm soát ổn định trở lại trong vài quý trở lại đây (**hình 10**) sau khi tăng tương đối mạnh trong nửa đầu 2024 nhằm tối ưu cân đối tài sản nợ-có và duy trì NIM.

Ngân hàng làm điều này bằng cách gia tăng huy động qua nguồn giấy tờ có giá (+8.6% YTD và +90.8% YoY) trong bối cảnh lãi suất tiền gửi thông thường kém hấp dẫn hơn. Huy động vốn cấp 2 cũng là cách để HDB duy trì hệ số CAR theo TT41 ở mức >14% trung bình 5 quý gần nhất dù tỷ lệ an toàn vốn cấp 1 có xu hướng giảm (**hình 11**).

Hình 10: Hệ số LDR thị trường 1 được kiểm soát ổn định hơn giai đoạn trước

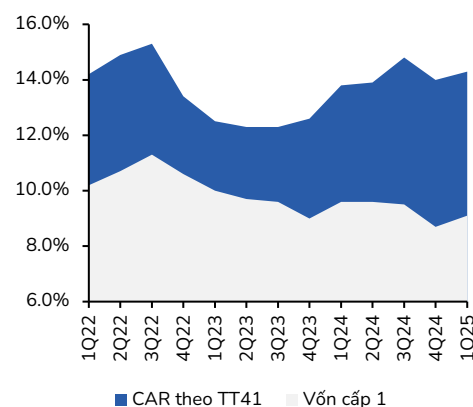
Đơn vị: % (riêng lẻ)



Nguồn: HDB, BSC Research

Hình 11: HDB ngày càng phụ thuộc vào vốn thứ cấp để duy trì CAR

Đơn vị: % (hợp nhất)



Nguồn: HDB, BSC Research

Trong quá khứ, việc đẩy mạnh phát hành giấy tờ có giá thường là chỉ báo tin cậy cho xu hướng chi phí vốn bình quân trong quý (**hình 12**). Tuy nhiên với môi trường lãi suất thấp kéo dài như hiện nay, BSC cho rằng việc HDB tiếp tục đẩy mạnh nguồn huy động có kì hạn này trong thời gian tới sẽ không gây tác động rõ rệt lên chi phí vốn như giai đoạn trước. Khi đó, NIM vẫn sẽ chủ yếu phụ thuộc vào tình hình cạnh tranh lãi suất đầu ra và sức khỏe trả nợ của nhóm khách hàng bán lẻ và SME.

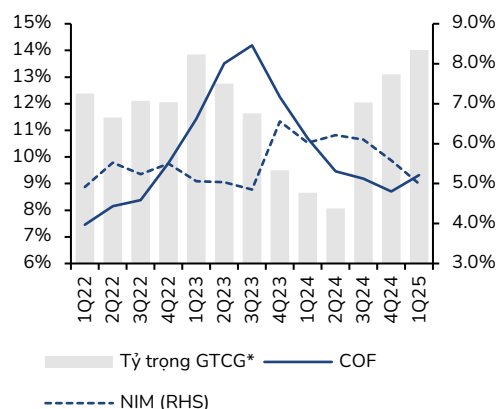
BLĐ ngân hàng chia sẻ rằng động lực tăng trưởng tín dụng trong thời gian tới có thể sẽ tập trung nhiều hơn vào phía KHDN vừa và lớn (CIB) và lĩnh vực đầu tư công. HDB cũng đã cam kết tham gia giải ngân khoảng 20 nghìn tỷ từ nay đến 2030 (tương đương 4% tổng quy mô) trong [gói tín dụng 500 nghìn tỷ cho vay hạ tầng công nghệ số](#) với lãi suất thấp hơn tối thiểu 1% mỗi năm so với lãi suất bình quân cho vay trung dài hạn. Điều này sẽ tiếp tục gây áp lực lên NIM của toàn ngành, không chỉ riêng HDB.

Tuy nhiên với mức LDR và MTLT như hiện tại, lần lượt 71% và 21% tại cuối Q1/25 so với giới hạn quy định tương ứng là 85% và 30%, BSC cho rằng ngân hàng vẫn còn dư địa để kéo giãn các hệ số này nhằm đảm bảo NIM theo mục tiêu.

Trong Q1/25, BSC ước tính NIM hợp nhất của ngân hàng đạt 5.0% (-59bps QoQ), trong đó chi phí vốn đạt 5.2% (+41bps QoQ) và lợi suất tài sản đạt 10.1% (-20bps QoQ).

Hình 12: Môi trường lãi suất thấp ủng hộ việc phát hành GTCG

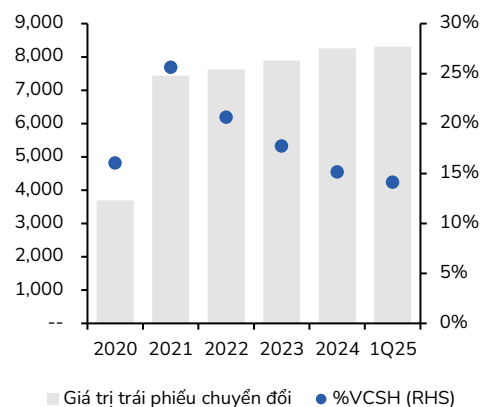
Đơn vị: %



*Tỷ trọng GTCG trong cơ cấu tài sản nợ chịu lãi

Hình 13: Giá trị trái phiếu chuyển đổi cổ phiếu của HDB

Đơn vị: %



Nguồn: HDB, BSC Research

Trái phiếu chuyển đổi cổ phiếu...

Điểm đặc biệt của HDB đến từ các đợt phát hành trái phiếu chuyển đổi (đủ điều kiện để phân loại là vốn thứ cấp) vào cuối 2020-2021 (**hình 13 và 14**) và dự kiến trong thời gian tới theo kế hoạch của ngân hàng. Cần lưu ý rằng các đợt phát hành trái phiếu 2020-2021 sẽ đến hạn vào cuối 2025-2026, do đó có rủi ro pha loãng cổ phiếu nếu không được gia hạn và trái chủ thực hiện quyền chuyển đổi.

BSC ước tính giá chuyển đổi sau điều chỉnh cổ tức cổ phiếu từ ngày phát hành đến nay rơi vào khoảng 19,400 đồng/cp đối với đợt phát hành 2020 (đến hạn trong 2025) và 19,500 đồng/cp đối với đợt phát hành 2021 (đến hạn trong 2026).

Xin nhắc lại, vào giữa tháng 01/2025, HDB cũng đã được UBCK chấp thuận điều chỉnh giảm tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa (FOL) từ 20% xuống 17.5%. BSC cho rằng đây có thể là bước chuẩn bị cho việc chuyển đổi cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài nếu trái phiếu không được gia hạn (tại thời điểm đó, FOL tối đa của các ngân hàng vẫn là 30%).

Với FOL đã được nâng lên 49% như hiện nay, vấn đề trên không còn đáng lo ngại đối với HDB khi ngân hàng tiếp tục thúc đẩy kế hoạch phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược. Đây tiếp tục là catalyst được trông chờ nhất đối với HDB trong khoảng 2 năm đổ lại đây, tuy nhiên BSC chưa đưa vào dự báo trong kịch bản cơ sở do chưa có cập nhật cụ thể về tiến độ.

...và động thái chủ động nhằm đảm bảo quyền lợi cổ đông.

Vào ngày 16/05/2025, đợt phát hành đầu tiên 30 triệu USD cho DEG từ 2020 đã được gia hạn thêm 2 năm so với kì hạn tại phương án phát hành (đáo hạn vào cuối 2027), và trái chủ cũng được chuyển từ DEG sang Sky Capital Advisor. Động thái này phần nào giảm bớt rủi ro nêu trên (dù chưa thể xử lý hoàn toàn) khi cho thấy sự chủ động của ngân hàng trong việc đảm bảo quyền lợi của cổ đông. **Điều này cũng gợi ý khả năng tiếp tục gia hạn các lô trái phiếu phát hành sau đó.**

Hình 14: Các đợt phát hành trái phiếu chuyển đổi của HDB vào cuối 2020-2021 sẽ đến hạn trong 2025-2026

Đợt phát hành	Số lượng trái phiếu	Giá trị (trUSD)	Lãi suất	Kỳ hạn	Giá chuyển đổi (VND)	Thời điểm chuyển đổi	Bên mua	Ghi chú
04/11/2020 (đã gia hạn thêm 2 năm)	300	30	4.5% /năm	5 năm 1 ngày	41,800 /cổ phiếu	Có thể chuyển đổi <u>toàn bộ</u> , <u>nhưng không từng phần</u> sau 12 tháng 1 ngày và không muộn hơn 59 tháng <u>kể từ ngày phát hành</u>	DEG, sau đó chuyển cho Sky Capital Advisor	Trái phiếu tăng vốn cấp 2, không TSBĐ, không kèm chứng quyền, giá chuyển đổi có thể được điều chỉnh theo các sự kiện pha loãng , lãi trái phiếu trả hàng năm, gốc thanh toán 1 lần khi đến hạn nếu không chuyển đổi
24/12/2020	1,300	130					2 định chế tài chính khu vực Châu Á	
29/11/2021	1,650	165			43.061 /cổ phiếu	Có thể chuyển đổi <u>toàn bộ</u> hoặc <u>một phần</u> sau 12 tháng 1 ngày và không muộn hơn 59 tháng <u>kể từ ngày bắt đầu tính lãi</u>	IFC DEG Leapfrog Investment	

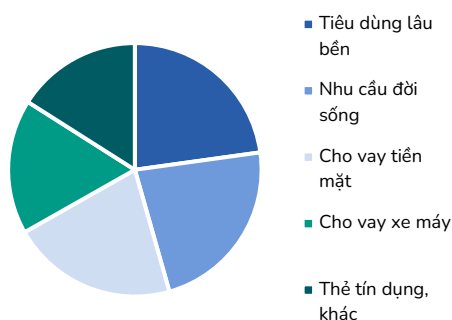
Nguồn: HDB, BSC tổng hợp từ BCTC và các phương tiện truyền thông

Cập nhật HDSaison.

Dù hiện đứng vị trí thứ 4 trên thị trường tài chính tiêu dùng về thị phần của tổng dư nợ, HDSaison duy trì thị phần số 1 trong mảng cho vay xe máy qua nhiều năm. Mảng này chiếm hơn 17% cơ cấu dư nợ của HDSaison tại cuối Q1/25 (**hình 15**) và được đánh giá là tương đối an toàn, tuy nhiên thị trường thường khá cạnh tranh, tạo áp lực lên lợi suất cho vay.

Hình 15: Cơ cấu cho vay của HDSaison

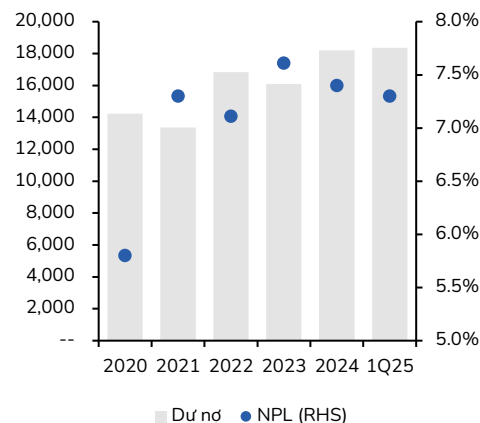
Đơn vị: %



Nguồn: HDB, BSC Research

Hình 16: Dự nợ cho vay và tỷ lệ nợ xấu

Đơn vị: tỷ đồng (LHS)



Nguồn: HDB, BSC Research

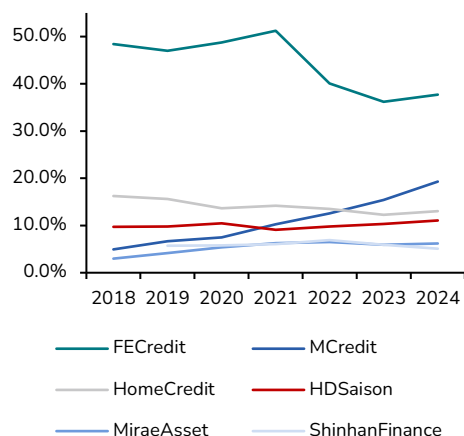
Sản phẩm chiếm tỷ trọng cao nhất (gần 23%) trong cơ cấu danh mục của HDSaison hiện là cho vay tiêu dùng lâu bền (chủ yếu đồ điện tử). Cho vay tiền mặt theo quy định của NHNN chiếm 21% tỷ trọng (so với mức trần 30%) và chủ yếu là kết quả của việc bán chéo cho các khách hàng chọn lọc đã có lịch sử trả nợ tốt ở mảng xe máy và tiêu dùng.

Phân khúc khách hàng chính của HDSaison là tập khách hàng bình dân, khó tiếp cận tín dụng ngân hàng do thu nhập thấp và thiếu TSBĐ, đặc biệt là tập trung ở các khu vực nông thôn. Đây phần lớn sẽ là công nhân, sinh viên đại học, hay lao động phổ thông trình độ thấp. Độ tuổi chủ yếu rơi vào khoảng 23-40 tuổi với thu nhập 5-15 triệu đồng/tháng.

Do đó, chiến lược phát triển chính của HDSaison là gia tăng lượng khách hàng và duy trì ticket size nhỏ (hơn 50% danh mục giải ngân cho các khoản vay từ 15 triệu đồng/khoản), không tập trung gia tăng ticket size.

Hình 17: Thị phần cho vay tài chính tiêu dùng của các công ty top đầu

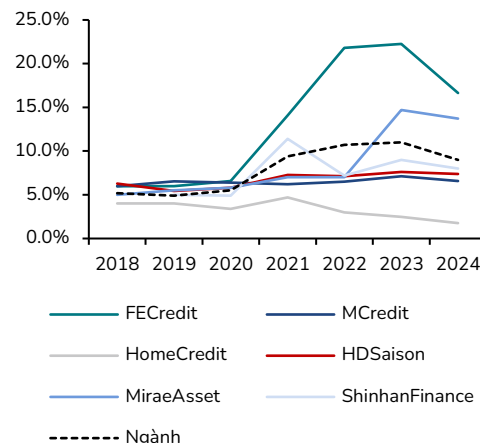
Đơn vị: %



Nguồn: FiinGroup, BSC Research tổng hợp

Hình 18: Tỷ lệ nợ xấu của các công ty tài tiêu dùng và trung bình ngành

Đơn vị: %



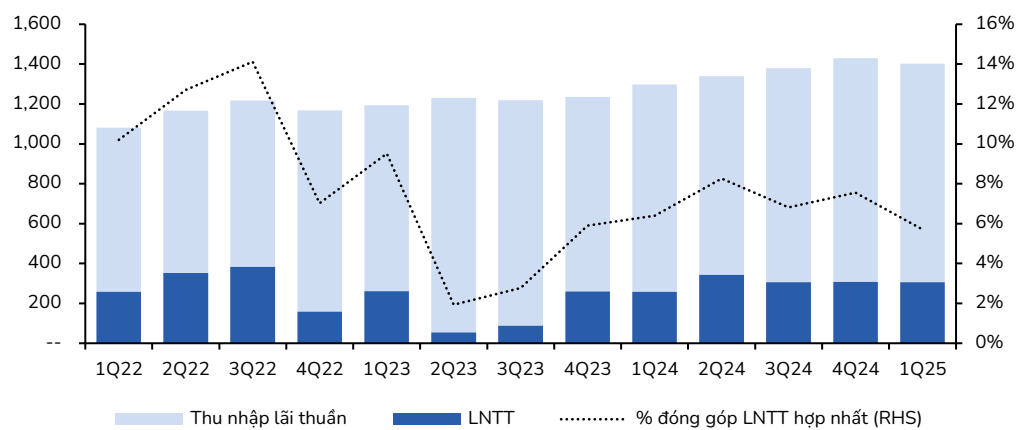
Nguồn: FiinGroup, BSC Research tổng hợp

Trong khi thị phần có xu hướng gia tăng qua các năm (**hình 17**), tỷ lệ nợ xấu của HDSaison (7.4% tại cuối 2024) duy trì thấp hơn đáng kể so với trung bình ngành (khoảng 9%) và đặc biệt là công ty dẫn đầu thị phần FECredit (16.6%) (**hình 18**).

Qua việc kiểm soát tỷ lệ cho vay tiền mặt cũng như khẩu vị rủi ro, HDSaison trải qua giai đoạn khủng hoảng 2021-2023 mà vẫn duy trì lợi nhuận dương (**hình 19**) trong khi FECredit ghi nhận lỗ nặng. Đây là một trong những điểm sáng của HDSaison trong việc cân bằng giữa khả năng sinh lời và quản trị rủi ro.

Hình 19: Thu lãi thuần và LNTT tương đối ổn định và duy trì con số dương kể cả trong giai đoạn khó khăn

Đơn vị: tỷ đồng (LHS)



Nguồn: BSC Research tổng hợp

II. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Kế hoạch kinh doanh 2025.

- Tăng trưởng tín dụng hợp nhất đạt 32.5%, tương ứng với tổng tài sản tăng trưởng 27.7% so với cùng kì. Phân khúc khách hàng CMB/SME được dự kiến sẽ tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng.
- Tăng trưởng tổng huy động thị trường 1 và thị trường 2 đạt 27.6%, trong đó huy động thị trường 1 (gồm tiền gửi khách hàng và GTCG) đạt 27.4% so với cùng kì.
- Tỷ lệ nợ xấu (tính theo TT31) kiểm soát dưới 2% (so với 1.5% tại cuối 2024).
- Mục tiêu LNTT 2025 đạt 21.2 nghìn tỷ (+26.6% YoY) và duy trì ROAE ở mức trên 26%, cao nhất ngành.
- Kế hoạch cổ tức: dự kiến tỷ lệ chia cổ tức từ nguồn lợi nhuận giữ lại 2024 có thể là 28% (tương đương quy mô khoảng 10.4 nghìn tỷ).

BSC đánh giá kế hoạch lợi nhuận của HDB là tương đối tham vọng trong bối cảnh ngành còn nhiều khó khăn, tập trung vào nhu cầu tín dụng, sự cạnh tranh về NIM, và thu nhập người dân chưa cải thiện rõ ràng để thể hiện lên khả năng trả nợ.

Biến số đặt ra thách thức với kế hoạch của HDB sẽ là ảnh hưởng từ chính sách thuế quan của Mỹ đến việc làm và thu nhập người dân. Dư nợ của nhóm khách hàng xuất khẩu trực tiếp đi Mỹ ở HDB chỉ chiếm dưới 1.5% tổng danh mục, theo chia sẻ từ phía ngân hàng, do đó tác động trực diện là không lớn.

Tuy nhiên, nhóm khách hàng bán lẻ và SME vẫn đang chiếm hơn 90% dư nợ, và đây là những đối tượng dễ chịu tổn thương nhất về khả năng trả nợ khi nền kinh tế gặp những cú sốc, đặc biệt là nhóm khách hàng đại chúng có thu nhập thấp trong trường hợp của các công ty tài chính tiêu dùng.

Cập nhật dự báo KQKD 2025F-2026F.

BSC điều chỉnh giảm nhẹ lần lượt 1.2% và 4.6% đối với dự báo LNTT 2025F và 2026F của HDB xuống 20.2 nghìn tỷ (+21% YoY) và 25.8 nghìn tỷ (+27% YoY). Điều chỉnh cốt lõi chủ yếu đến từ:

- Điều chỉnh giảm trung bình khoảng 2 điểm % dự báo tăng trưởng tín dụng hợp nhất xuống lần lượt 26.1% và 24.4% YoY nhằm phản ánh rủi ro từ chính sách thuế quan gây ảnh hưởng đến cầu. Trong đó, dự báo tăng trưởng tín dụng của HDSaison 2025F-2026F lần lượt ở mức 15% (ngang trung bình hệ thống) và 30% YoY.
- Điều chỉnh giảm trung bình khoảng 10bps với dự báo NIM hợp nhất xuống lần lượt 5.0% (-27bps YoY) và 5.0% (đi ngang) do dự kiến chi phí vốn tiếp tục nhích lên trong khi lợi suất đầu ra còn chịu nhiều áp lực trong ngắn hạn khi **(1)** tình hình cạnh tranh khách hàng trong ngành chưa thể hạ nhiệt, nhất là khi các ngân hàng liên tiếp tung ra các gói cho vay mua nhà lãi suất ưu đãi, **(2)** mục tiêu tăng trưởng dư nợ của HDB là tương đối tham vọng, và **(3)** chất lượng tài sản còn nhiều bất định do tỷ trọng cho vay bán lẻ và SME ở mức cao như đề cập ở trên.

Dù có phần thấp hơn kế hoạch kinh doanh 2025 trình ĐHCĐ, dự báo 2025F của BSC vẫn phù hợp với kế hoạch 5 năm của HDB từng công bố trước đó, và đảm bảo vị thế dẫn đầu ngành về khả năng sinh lời của ngân hàng.

Cần lưu ý rằng một số động lực tăng trưởng lợi nhuận chính trong Q1/25 như thu nhập từ chứng khoán kinh doanh và thu nhập khác thường mang nhiều yếu tố chu kỳ và có thể không duy trì bền vững trong các quý sau. CIR cũng được dự kiến gia tăng về các quý cuối năm theo tính mùa vụ.

Hình 20: Cập nhật dự báo KQKD 2025F-2026F hợp nhất

Đơn vị: tỷ đồng (trừ khi ghi chú)

Các chỉ tiêu KQKD	Thực tế	Dự báo cũ		Dự báo mới		Điều chỉnh	
	2024	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	30,857	36,907	47,199	35,882	45,260	-2.8%	-4.1%
%YoY	39%	20%	28%	16%	26%		
Thu nhập ngoài lãi	3,175	4,050	4,569	4,378	4,522	8.1%	-1.0%
%YoY	-25%	28%	13%	38%	3%		
Tổng thu nhập hoạt động	34,032	40,957	51,768	40,260	49,782	-1.7%	-3.8%
%YoY	29%	20%	26%	18%	24%		
Chi phí hoạt động	(11,981)	(13,996)	(16,602)	(13,637)	(16,068)	-2.6%	-3.2%
%YoY	31%	17%	19%	14%	18%		
Lợi nhuận trước dự phòng	22,051	26,960	35,165	26,623	33,714	-1.3%	-4.1%
%YoY	28%	22%	30%	21%	27%		
Chi phí dự phòng	(5,321)	(6,491)	(8,143)	(6,407)	(7,939)	-1.3%	-2.5%
%YoY	25%	22%	25%	20%	24%		
LNTT	16,730	20,469	27,022	20,216	25,774	-1.2%	-4.6%
%YoY	29%	22%	32%	21%	27%		
LNST thuộc cổ đông mẹ	12,763	15,776	20,827	15,581	19,865	-1.2%	-4.6%
%YoY	27%	24%	32%	22%	27%		

Các giả định chính	Thực tế	Dự báo cũ		Dự báo mới		Điều chỉnh	
	2024	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Tăng trưởng tín dụng	28.9%	28.3%	26.6%	26.1%	24.4%	-2 điểm %	-2 điểm %
Ngân hàng mẹ	27.7%	28.8%	26.4%	26.6%	24.2%	-2 điểm %	-2 điểm %
Tăng trưởng huy động	23.0%	27.6%	25.5%	25.5%	23.3%	-2 điểm %	-2 điểm %
Tỷ lệ nợ nhóm 2	4.7%	4.2%	3.8%	4.7%	4.2%	48 bps	40 bps
Tỷ lệ NPL	1.9%	1.8%	1.7%	2.0%	1.9%	20 bps	15 bps
NIM	5.2%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%	-10 bps	-9 bps
CIR	35.2%	34.2%	32.1%	33.9%	32.3%	-30 bps	21 bps
Chi phí tín dụng	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	0 bps	0 bps
LLCR	67.7%	79.0%	89.1%	71.5%	80.6%	-7 điểm %	-9 điểm %
ROAE	25.8%	25.3%	25.8%	25.0%	24.8%	-27 bps	-98 bps

Nguồn: HDB, BSC Research

III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Luận điểm đầu tư

BSC khuyến nghị HDB dựa trên các luận điểm sau:

- **Duy trì tăng trưởng lợi nhuận và ROAE cao đầu ngành.** Trong danh sách các ngân hàng đầu ngành, HDB đang duy trì được tốc độ tăng trưởng lợi nhuận vượt trội trong 3 năm qua và dự kiến tiếp tục duy trì vị thế trong 2025-2026 với dự báo tăng trưởng LNTT đạt lần lượt 21% và 27% YoY. Điều này giúp ngân hàng sở hữu ROAE cao nhất ngành, và dự báo duy trì trên 25% trong kịch bản không có sự kiện chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu trong 1-2 năm tới.
- **Định giá đã được chiết khấu về vùng phù hợp để tích lũy.** Tại thời điểm báo cáo, HDB (+2.8%) đang có hiệu suất thấp hơn VN-Index (+9.4%) và một số đối thủ như VPB (+3.3%), ACB (+3.8%), MBB (+6.8%), TCB (+15.8%), STB (+17.4%) từ sau khi có thông tin thuế quan 46% từ Mỹ vào đêm 02/04/2025. HDB đang có P/B TTM ở 1.3x, đã được chiết khấu tương đối so với giai đoạn trước và đang thấp hơn trung bình lịch sử là 1.5x. BSC cho rằng đây là mức định giá phù hợp để tích lũy, nhất là khi cổ phiếu có một số catalyst trong tương lai để được tái định giá, bất kể một số rủi ro cần lưu ý.

Catalyst

Yếu tố kì vọng lớn nhất để HDB được tái định giá là kế hoạch phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược khi ngân hàng đã chính thức được nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài lên tối đa 49% từ ngày 19/05/2025 theo Nghị định 69/2025/NĐ-CP. Ngân hàng đang trong quá trình tìm kiếm nhà đầu tư phù hợp. BSC hiện chưa đưa giả định này vào dự phóng trong kịch bản cơ sở.

Định giá

BSC đưa ra khuyến nghị **MUA** cho **HDB** với giá mục tiêu cập nhật là **26,400 đồng/cp** (upside **23%** so với giá đóng cửa 11/06/2025). Với phương pháp ngắn hạn, P/B mục tiêu 1 năm được kì vọng ở mức 1.5x, tương đương trung bình lịch sử của ngân hàng. Với phương pháp dài hạn, BSC kì vọng mức CAGR LNST 2025F-2029F đạt 20%/năm dựa trên các giả định chính về tăng trưởng tín dụng bình quân đạt khoảng 23%, NIM hợp nhất đạt trung bình 4.8% và chi phí tín dụng duy trì ở mức 1.3% mỗi năm.

Tương tự các báo cáo trước, chúng tôi duy trì phân bổ tỷ trọng 70/30 lần lượt cho phương pháp P/B và thu nhập thặng dư khi cho rằng diễn biến giá cổ phiếu chịu ảnh hưởng nhiều hơn bởi các yếu tố trong ngắn hạn, đặc biệt là các chuyển biến của thị trường BĐS.

Rủi ro

Như đã đề cập, bên cạnh rủi ro từ việc Mỹ áp thuế đối ứng, rủi ro đối với HDB đến từ **(1)** gia tăng huy động vốn thứ cấp để duy trì CAR gây áp lực lên chi phí vốn cao hơn dự kiến, **(2)** NIM phải hi sinh nhiều hơn dự kiến để đạt mục tiêu tăng trưởng dư nợ, **(3)** tỷ lệ nợ xấu nhóm bán lẻ tiếp tục gia tăng, **(4)** việc thực hiện chuyển các đợt trái phiếu phát hành cuối 2020-2021 gây rủi ro pha loãng cổ phiếu, tuy nhiên nhiều khả năng trái phiếu sẽ được gia hạn như lô 30 triệu USD.

Hình 21: Tổng hợp kết quả định giá theo 2 phương pháp

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý
Thu nhập thặng dư	30%	28,400
P/B (P/B mục tiêu = 1.5x)	70%	25,475
Giá mục tiêu		VND 26,352
Giá đóng cửa 11/06/2025		VND 21,400
Tiềm năng tăng giá		23%

Hình 22: Chi phí VCSH

Giá định chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Phần bù rủi ro	10.0%
Beta điều chỉnh	1.3
Chi phí VCSH	15.9%
Phân bổ giá trị hiện tại thu nhập thặng dư	
Giai đoạn 2025F-2029F	40%
Giá trị dài hạn	60%

Nguồn: BSC Research

Hình 23: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư (đơn vị: tỷ đồng trừ khi ghi chú)

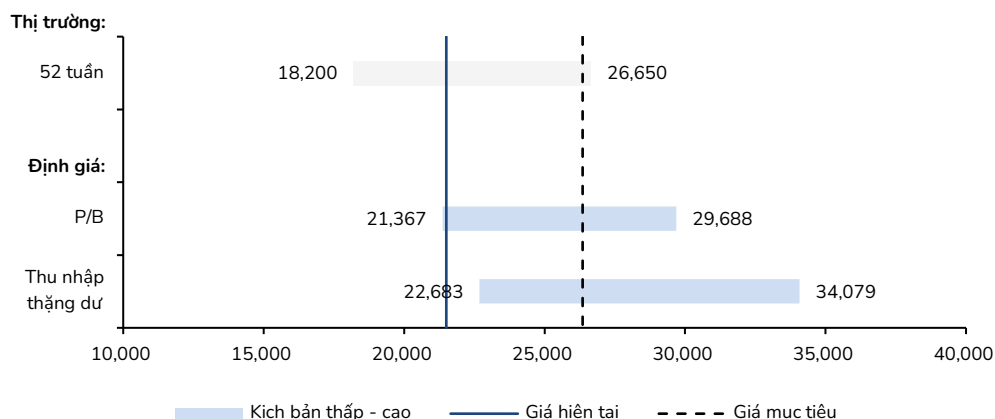
	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LNST thuộc cổ đông mẹ	15,581	19,865	23,705	27,638	31,236
(-) Chi phí VCSH	(9,965)	(12,801)	(16,286)	(20,394)	(25,104)
Lợi nhuận thặng dư	7,641	9,090	9,446	9,272	8,161
Giá trị dài hạn (g = 3.0%)					52,330
Hệ số chiết khấu	-	0.75	1.75	2.75	3.75
Giá trị hiện tại		-	5,011	6,163	5,187
					29,994
Tổng giá trị hiện tại	50,141				
(+) Giá trị sổ sách VCSH	75,038				
Tổng giá trị VCSH	125,179				
SLCP lưu hành (triệu)	4,408				
Giá trị hợp lý	VND 28,400				

(P/B FY+1 ngầm định = 1.6x)

Nguồn: BSC Research

Hình 24: Khoảng định giá theo phân tích kịch bản

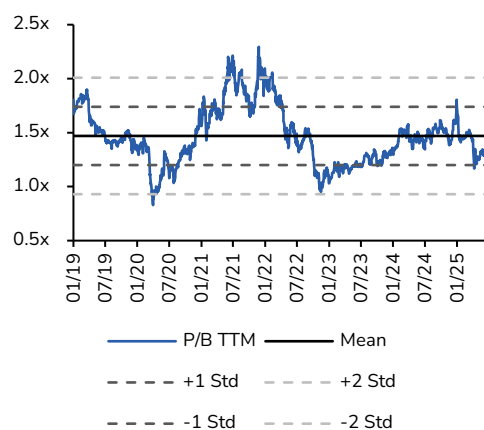
Đơn vị: nghìn đồng/cp



Nguồn: BSC Research

Hình 25: Định giá P/B lịch sử

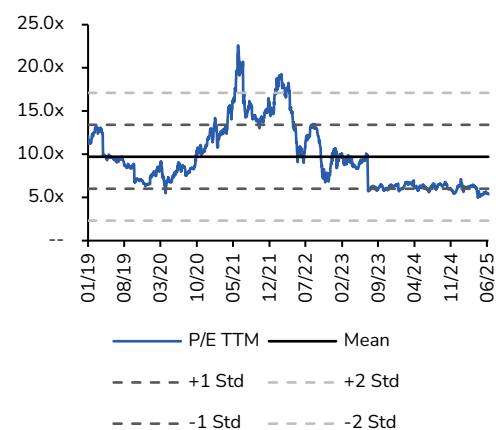
Đơn vị: lần



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 26: Định giá P/E lịch sử

Đơn vị: lần



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Phụ lục

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	Chỉ số	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập lãi	52,641	57,996	71,410	90,911	Quy mô				
Chi phí lãi	(30,457)	(27,138)	(35,528)	(45,651)	Thị phần cho vay	2.5%	2.8%	3.1%	3.5%
Thu nhập lãi thuần	22,184	30,857	35,882	45,260	Thị phần tiền gửi	2.8%	3.0%	3.3%	3.6%
Lãi thuần hoạt động dịch vụ	2,188	1,417	2,144	2,461	An toàn vốn				
Lãi từ kinh doanh ngoại hối	565	844	844	844	CAR Basel II	12.6%	12.4%	12.7%	13.4%
Lãi từ mua bán chứng khoán	1,209	137	114	149	VCSH/TTS	7.4%	7.8%	7.9%	8.1%
Thu nhập từ góp vốn	9	72	123	123	Đòn bẩy	13.5x	12.8x	12.6x	12.3x
Thu nhập khác	259	706	1,152	945	Chất lượng tài sản				
Tổng thu nhập hoạt động	26,414	34,032	40,260	49,782	Tỷ lệ nợ nhóm 2	5.2%	4.7%	4.7%	4.2%
Chi phí hoạt động	(9,129)	(11,981)	(13,637)	(16,068)	Tỷ lệ nợ xấu	1.8%	1.9%	2.0%	1.9%
Lợi nhuận trước dự phòng	17,284	22,051	26,623	33,714	LLCR	65.8%	67.7%	71.5%	80.6%
Chi phí dự phòng	(4,268)	(5,321)	(6,407)	(7,939)	DPRR cụ thể/Nợ xấu	24.2%	30.1%	34.4%	41.6%
Lợi nhuận trước thuế	13,017	16,730	20,216	25,774	DPRR/Nợ nhóm 2-5	16.8%	19.7%	21.4%	25.0%
Chi phí thuế TNDN	(2,681)	(3,482)	(4,043)	(5,155)	Thanh khoản				
Lợi nhuận sau thuế	10,336	13,248	16,173	20,619	LDR TT1	81.4%	85.3%	85.7%	86.5%
Lợi ích của CDTs	(265)	(485)	(592)	(754)	LDR TT2	63.9%	71.2%	70.6%	69.9%
LNST thuộc cổ đông mẹ	10,071	12,763	15,581	19,865	Dự trữ thanh khoản	11.1%	10.3%	11.0%	11.7%
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	Hiệu quả sinh lời				
Tổng tài sản	602,315	697,366	882,464	1,105,075	Lợi suất gộp	11.5%	9.9%	9.9%	10.0%
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	2,810	3,105	3,930	4,921	Chi phí vốn	6.7%	4.7%	5.0%	5.1%
Tiền gửi tại NHNN Việt Nam	41,482	26,680	39,271	56,588	NIM	4.9%	5.2%	5.0%	5.0%
Tiền gửi tại các TCTD khác	96,515	101,600	125,038	152,973	CIR	34.6%	35.2%	33.9%	32.3%
Chứng khoán kinh doanh	18,581	21,956	28,122	32,617	ROAA	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Các công cụ tài chính phái sinh	110	-	-	-	ROAE	24.7%	25.8%	25.0%	24.8%
Cho vay khách hàng	339,350	436,606	549,981	683,700	Chi phí tín dụng	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
Tổng dư nợ cho vay	343,404	442,485	557,997	694,389	Tăng trưởng				
Dự phòng rủi ro	(4,054)	(5,879)	(8,016)	(10,689)	Tín dụng	30.1%	28.9%	26.1%	24.4%
Chứng khoán đầu tư	44,092	48,751	62,443	82,892	Huy động	62.2%	23.0%	25.5%	23.3%
Góp vốn đầu tư dài hạn	144	858	858	858	Tổng tài sản	44.7%	15.8%	26.5%	25.2%
Tài sản có khác	59,231	57,810	72,821	90,526	Cho vay	30.1%	28.9%	26.1%	24.4%
Nợ phải trả	555,915	640,709	810,226	1,012,972	Tiền gửi	71.8%	18.0%	25.5%	23.8%
Các khoản nợ NHNN Việt Nam	27	15	20	25	Thu nhập hoạt động	20.2%	28.8%	18.3%	23.7%
Tiền gửi các TCTD khác	112,087	99,461	135,982	186,033	LNST	26.8%	28.5%	20.8%	27.5%
Tiền gửi của khách hàng	370,778	437,505	549,003	679,853	Định giá				
Các công cụ tài chính phái sinh	-	18	18	18	BVPS (đồng)	15,374	15,591	16,695	17,846
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	2,811	2,788	3,549	4,460	EPS (đồng)	3,482	3,652	3,712	3,942
Phát hành giấy tờ có giá	50,938	81,350	102,082	123,013	P/B	132.0%	163.6%	128.8%	120.5%
Các khoản nợ khác	19,274	19,571	19,571	19,571	P/E	583.1%	698.3%	579.2%	545.4%
Vốn chủ sở hữu	44,469	54,491	70,072	89,937	SLCP lưu hành (triệu)	2,893	3,495	4,197	5,040
Vốn điều lệ	29,076	35,101	42,122	50,546	SLCP pha loãng (triệu)	2,893	3,495	4,197	5,040
Thặng dư vốn cổ phần	536	536	536	536					
Cổ phiếu quỹ	(413)	(413)	(413)	(413)					
Lợi nhuận chưa phân phối	10,562	12,954	21,514	32,955					
Quỹ và vốn khác	4,708	6,313	6,313	6,313					
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,931	2,166	2,166	2,166					
Tổng nợ phải trả và VCSH	602,315	697,366	882,464	1,105,075					

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé,
Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>



Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nằm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NĂM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Vĩ mô - Thị trường

Khoabn@bsc.com.vn

Đỗ Thu Phương

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Định lượng

Phuongdt@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Ngành – Doanh nghiệp

Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích

Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Bất động sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhpq@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp

Vietl@bsc.com.vn

Vũ Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích

Duyvch@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thuỳ Linh

Chuyên viên phân tích

Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích

Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích

Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích

Huytnt@bsc.com.vn