

Ngân hàng

Báo cáo công ty

Ngày 8 tháng 7 năm 2020

Khuyến nghị

NĂM GIỮ

Giá mục tiêu (12 tháng) **25.200**

Giá hiện tại (07/07/2020) **23.700**

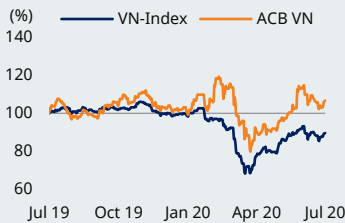
Lợi nhuận kỳ vọng **+6,3%**

Lợi nhuận sau thuế (20F, tỷ đồng) 6.339
Kỳ vọng thị trường (20F, tỷ đồng) 6.366

Tăng trưởng EPS (20F, %) -19,7
Tăng trưởng EPS thị trường (20F, %) 3,0
P/E (20F, x) 8,7
P/E thị trường (20F, x) 13,8
VN-INDEX 863,4

Vốn hoá (tỷ đồng) 39.573
SLCP đang lưu hành (triệu cp) 1.663
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%) 77,2
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%) 30,0
Beta (12M) 1,0
Giá thấp nhất 52 tuần 16.100
Giá cao nhất 52 tuần 27.100

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	-6,0	5,8	6,2
Tương đối	-3,4	15,9	16,9



Công ty Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

[Ngân hàng]

Nguyễn Thị Bảo Trân

+84 3910 2222 (Ext: 139)

tran.ntb@miraeasset.com.vn

Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB VN)

Tăng trưởng thấp

Định giá

Chúng tôi hạ mức khuyến nghị Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB VN) xuống **NĂM GIỮ** (từ khuyến nghị MUA một năm trước), với mức giá mục tiêu là 25.200 đồng (tương đương lợi nhuận kỳ vọng là 6,3%). Mức giá mục tiêu này tương ứng mức định giá P/B là 1,5x, giảm so với mức P/B định giá một năm trước là 1,8x. Mức định giá này đã chiết khấu các rủi ro liên quan đến hoạt động kinh doanh ngân hàng dưới tác động nặng nề từ dịch COVID-19, bao gồm tăng trưởng tín dụng chậm lại, giảm NIM, nợ xấu tiềm ẩn, tăng chi phí dự phòng, và yêu cầu gia tăng lớp vốn đệm đảm bảo tiêu chuẩn an toàn vốn. Cụ thể, mức ROE sau khi điều chỉnh các rủi ro vừa đề cập sẽ giảm xuống còn 20% vào năm 2020, giảm 4.2 điểm % so với năm 2019.

Quan điểm đầu tư: Nền tảng cơ bản vững chắc

Ngân hàng đặt mục tiêu duy trì mức ROE trung bình trong 5 năm tới không thấp hơn 20%, mặc dù cổ phần tiếp tục được pha loãng. Chất lượng tài sản nhìn chung vẫn được duy trì ở mức tốt so với mặt bằng chung.

Hồi phục mạnh mẽ cùng nền kinh tế: Hơn nữa, trong kịch bản tốt nhất, NIM của ngân hàng được chúng tôi dự báo tương đương mức năm 2019 (ở mức 3,55%); khi đó, lợi nhuận sau thuế có thể tăng trưởng lên tới 14,2% (so với kịch bản cơ sở, chỉ tăng 5.5%). Trong kịch bản thuận lợi, nền kinh tế Việt Nam sẽ tiếp tục đà hồi phục sau khi thành công ngăn chặn sự lây nhiễm của dịch COVID-19, cũng như việc “tái hoạt động” nền kinh tế kể từ cuối tháng 4. Theo đó, nhu cầu vay vốn của các công ty sẽ phục hồi trong 6 tháng cuối năm, cùng với sự cải thiện trong khả năng trả nợ. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng tiêu dùng sẽ là động lực chính thúc đẩy nền kinh tế Việt Nam hồi phục trở lại; như vậy, ACB sẽ phục hồi mạnh mẽ cùng với nền kinh tế với chiến lược định hướng ngân hàng bán lẻ. Trên cơ sở lập luận này, ACB sẽ lấy lại mức NIM trước đại dịch nhờ: 1) các khoản vay bán lẻ (với lợi suất cao) tiếp tục đà tăng trưởng; và 2) ghi nhận các khoản thu nhập từ lãi đã hoãn cho các khách hàng bị ảnh hưởng bởi COVID-19 trong năm 2020.

Các yếu tố tích cực khác hỗ trợ cho giá cổ phiếu: 1) Ký kết hợp đồng bancassurance độc quyền; 2) Bán 51% cổ phần của công ty con (ACBS) cho đối tác chiến lược; 3) Chuyển sang niêm yết trên sàn chứng khoán chính (HOSE).

Các rủi ro đối với triển vọng của ngân hàng:

1) Không cải thiện được NIM: Lợi suất bình quân trên tài sản của ACB vốn dĩ đang ở mức cao so với ngành nhờ chiến lược đẩy mạnh ngân hàng bán lẻ. Tuy nhiên, sự cạnh tranh đang gia tăng trong mảng cho vay cá nhân. Một nhược điểm của ngân hàng là có chi phí sử dụng vốn tương đối cao, do phụ thuộc nguồn khách hàng cá nhân. Trong ngắn hạn, NIM sẽ bị giảm dưới ảnh hưởng của dịch COVID-19 vì các đối tượng khách hàng mà ngân hàng tập trung là các doanh nghiệp nhỏ, hộ kinh doanh và cá nhân có thu nhập trung bình; đây là các đối tượng có sức đề kháng kém trong bối cảnh kinh tế xấu.

2) Chi phí hoạt động tương đối cao khiến ACB kém hấp dẫn hơn so với ngành; trong khi đó, ACB không thể giảm tỷ lệ chi phí hoạt động (CIR) trong 3 năm tới. CIR cao phản ánh mô hình ngân hàng bán lẻ và quá trình chuyển đổi sang mô hình ngân hàng số. Tuy nhiên, CIR có thể cao hơn kỳ vọng 50% của ngân hàng.

Năm tài chính (31/12)	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	8.494	10.390	12.141	12.428	15.217	18.630
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	3.006	3.781	4.003	4.744	5.068	5.896
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	2.656	6.389	7.516	7.923	9.531	11.201
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	2.118	5.137	6.010	6.339	7.625	8.961
EPS (đồng)	1.214	3.076	3.632	2.915	2.971	2.869
Tăng trưởng EPS	69,81	153,44	18,07	-19,75	1,94	-3,44
P/E (x)	16,48	6,50	5,51	8,68	8,51	8,82
P/PPOP (x)	6,97	5,04	4,76	5,99	5,93	5,85
P/B (x)	2,02	1,54	1,19	1,56	1,59	1,63
ROE (%)	13,08	26,92	24,23	20,04	20,04	19,97
Tỷ suất cổ tức (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,21

Ghi chú: Lợi nhuận sau thuế là lợi nhuận sau khi trừ lợi ích cổ đông thiểu số

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, ước tính của Phòng Phân tích MASVN

M Ụ C L Ụ C

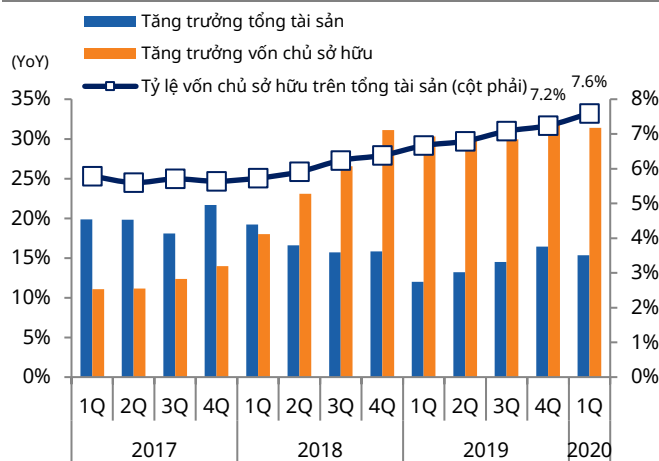
Kiểm tra khả năng phục hồi của ngân hàng	3
1. Tăng vốn cấp 1 thông qua chia cổ tức bằng cổ phiếu	3
2. Chất lượng tài sản: Kiểm soát rủi ro	4
3. Quản trị: Cẩn trọng	6
4. Lợi nhuận: Cân nhắc về chi phí tín dụng tăng vọt và sụt giảm NIM	9
5. Thanh khoản được quản trị tốt	14
Quan điểm đầu tư	15
Các yếu tố tích cực	15
Các rủi ro đối với triển vọng của ngân hàng	16
Định giá	17
Giảm mức định giá phản ánh rủi ro từ COVID-19	17
Phân tích độ nhạy	17

Kiểm tra khả năng phục hồi của ngân hàng

1. Tăng vốn cấp 1 thông qua chia cổ tức bằng cổ phiếu

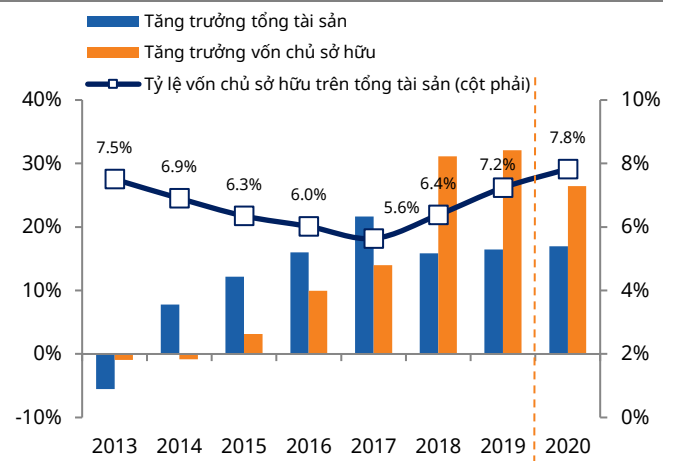
ACB đã đáp ứng tiêu chuẩn an toàn vốn theo chuẩn mực quốc tế Basel II (Thông tư 41/2016/TT-NHNN, viết tắt là TT41) kể từ năm 2019, với hệ số CAR trên mức quy định tối thiểu 2 điểm %. Tính đến cuối năm 2019, tỷ lệ CAR và tỷ lệ vốn Cấp 1 lần lượt là 10,91% và 9,66%. So với các ngân hàng khác cùng áp dụng tiêu chuẩn mới này, ACB xếp thứ năm về mức độ an toàn vốn (xem Hình 4). Kể từ năm 2018, ACB đã tăng dần vốn cấp 1 thông qua lợi nhuận giữ lại. Tiếp nối kế hoạch chia cổ tức bằng cổ phiếu như năm 2017 (tỷ lệ 25%) và năm 2018 (tỷ lệ 30%), ngân hàng sẽ tiếp tục trả cổ tức năm 2019 bằng cổ phiếu với tỷ lệ 30% (tức phát hành 498,8 triệu cổ phiếu), thời gian thực hiện dự kiến vào tháng 9/2020. Lưu ý rằng, theo kế hoạch ban đầu (trước dịch COVID-19), ngân hàng dự kiến chi trả 10% cổ tức bằng tiền mặt và 20% bằng cổ phiếu; tuy nhiên, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã hướng dẫn các ngân hàng hạn chế chi trả cổ tức bằng tiền mặt để tăng lớp vốn đệm, cũng như dự trữ thanh khoản trong bối cảnh dịch bệnh. Trong tương lai, việc tăng vốn sẽ tiếp tục được thực hiện thông qua hình thức chia cổ tức bằng cổ phiếu này. Cụ thể, đối với lợi nhuận năm 2020, ngân hàng cũng có kế hoạch trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 18%. Bên cạnh đó, ĐHCĐ năm 2020 đã thông qua kế hoạch phát hành trái phiếu quốc tế, với số tiền tối đa tương đương 10% tiền gửi của khách hàng (chúng tôi ước tính khoảng 35 nghìn tỷ đồng hoặc 1,5 tỷ USD). Kế hoạch này khi được thực hiện sẽ giúp ACB mở rộng vốn cấp 2.

Hình 1. Giảm tỷ lệ đòn bẩy tài chính



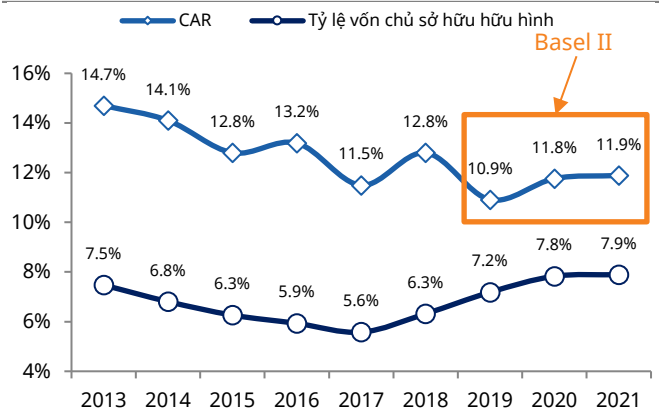
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 2. Tiếp tục tăng vốn bằng lợi nhuận giữ lại



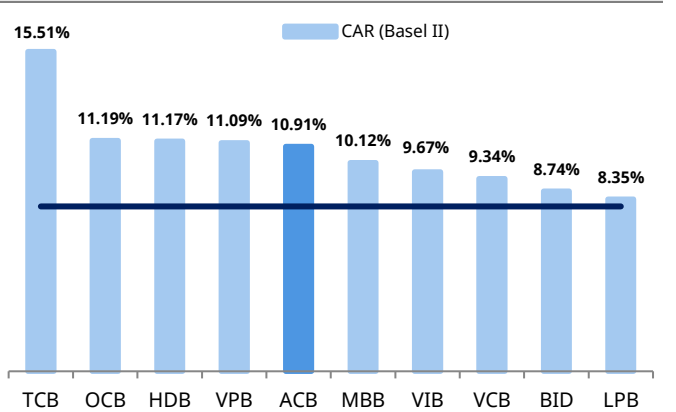
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 3. Hệ số an toàn vốn CAR (Capital Adequacy Ratio)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 4. So sánh CAR giữa các ngân hàng đạt chuẩn (năm 2019)



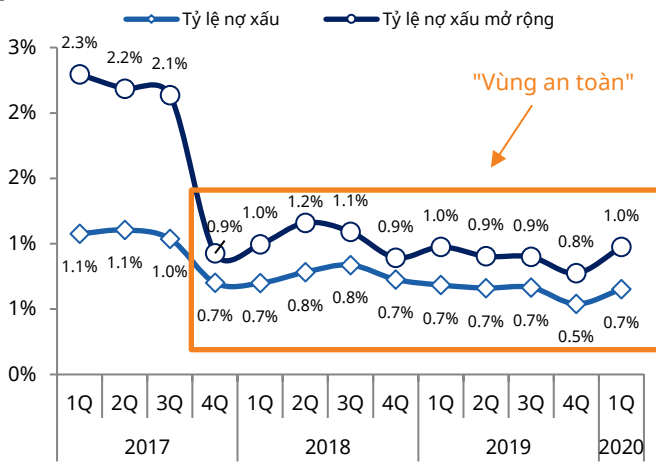
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Ghi chú: Ngoài các ngân hàng liệt kê trong biểu đồ, các ngân hàng còn lại đã áp dụng chuẩn Basel II gồm có: NHTMCP Tiên Phong (TPB), Việt Nam Thương Tín (VBB), Maritime (OTC: MSB), Nam Á (OTC: NamABank), Viet Capital (OTC: VietCapitalBank), và Đông Nam Á (OTC: SeABank).

2. Chất lượng tài sản: Kiểm soát rủi ro

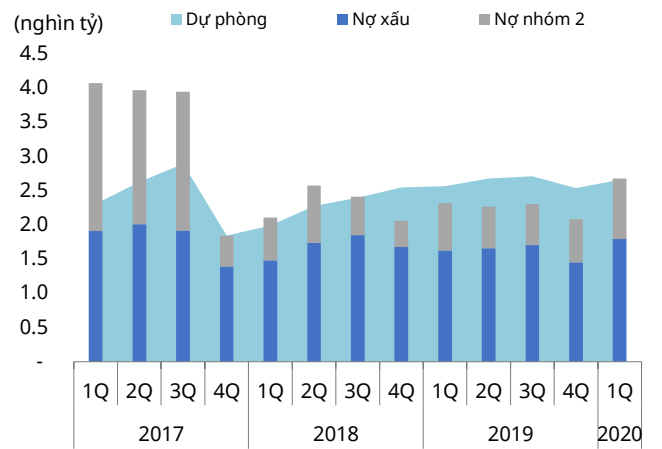
Cũng như các ngân hàng khác, ACB chịu áp lực rủi ro tín dụng cao dưới tác động của dịch COVID-19. Hơn hết, do ACB tập trung vào cho vay các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs)—đây là nhóm đối tượng có sức đề kháng yếu đối với các rủi ro kinh tế vĩ mô. Trên thực tế, chất lượng tài sản của ACB đã suy giảm kể từ quý 1/2020, cụ thể cả tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ nợ xấu mở rộng (bao gồm nợ nhóm 2) tăng thêm tương ứng là 11 và 20 điểm cơ bản so với quý trước lên mức 0,65% và 0,98%. Mặc dù chất lượng tài sản có dấu hiệu xấu đi nhưng mức nợ xấu hiện tại vẫn được duy trì trong vùng an toàn (xem thêm Hình 5). So với các ngân hàng khác, ACB gần như vẫn duy trì vị thế đầu ngành về chất lượng tài sản (xem Hình 7), nhờ sự quản trị cẩn trọng của ngân hàng. Sau một loạt “sự cố” về quản trị bộ lộ trong năm 2012, ACB đã rất thận trọng trong quản lý chất lượng tín dụng, đưa tỷ lệ nợ xấu từ mức cao 3,65% hồi quý 2 năm 2014 xuống dưới 1% kể từ quý 4 năm 2017 và duy trì mức thấp này cho đến nay.

Hình 5. Tỷ lệ nợ xấu gia tăng, nhưng vẫn trong “vùng an toàn”



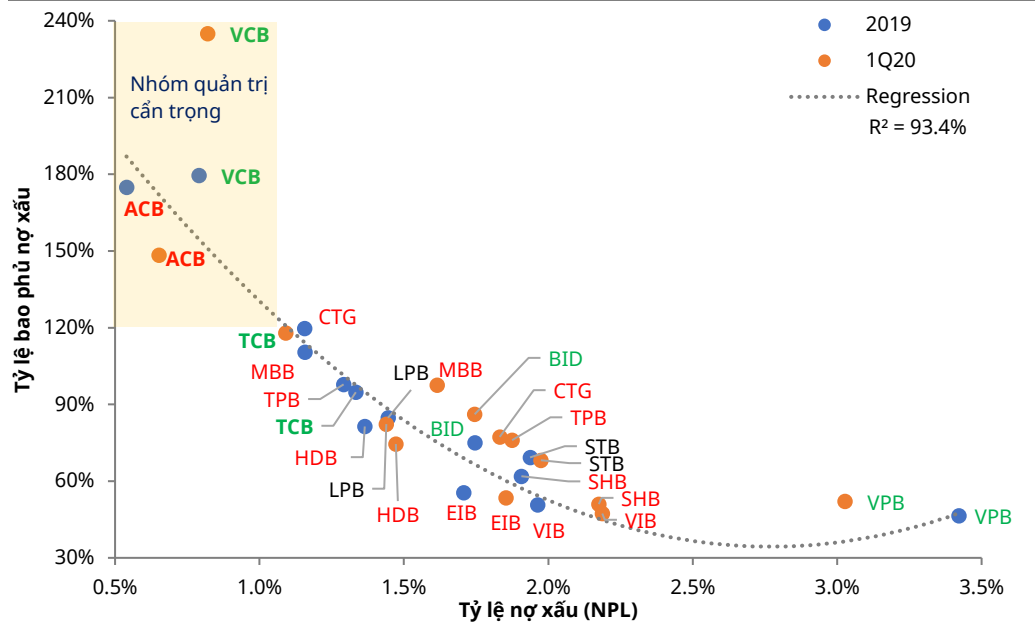
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN
 Lưu ý: Tỷ lệ nợ xấu mở rộng bao gồm thêm nợ nhóm 2.

Hình 6. Mức dự phòng đã trích lập so với nợ xấu



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 7. ACB là một trong các ngân hàng đầu ngành xét về chất lượng tài sản



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN
 Ngân hàng màu xanh hàm ý sự cải thiện trong 1Q20 so với năm 2019, trong khi màu đỏ ám chỉ sự suy yếu.

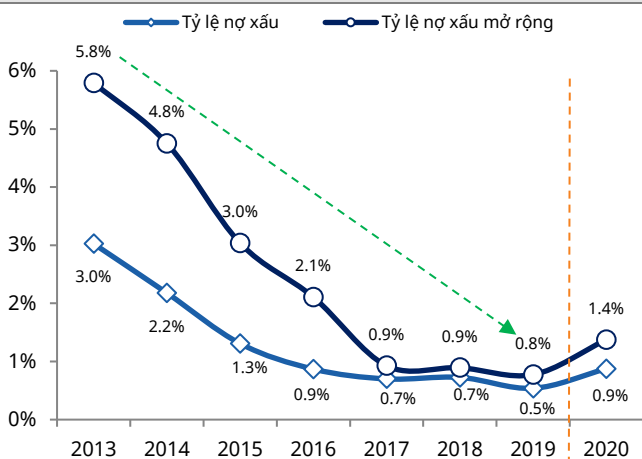
Đáng chú ý, NHNN đã ban hành Thông tư 01/2020/TT-NHNN (viết tắt là TT01) như một giải pháp nhanh chóng để xử lý các khoản nợ xấu phát sinh mới do dịch bệnh COVID-19; trong đó, giãn thời hạn thanh toán các nghĩa vụ tài chính đến hạn, cũng như giữ nguyên nhóm nợ cho các đối tượng bị ảnh hưởng bởi COVID-19 (chi tiết theo quy định). Theo đó, tỷ lệ nợ xấu năm 2020 của ngân hàng được dự báo là chỉ tăng nhẹ; đồng thời, nợ nhóm 2 sẽ tăng ở mức độ nhiều hơn.

Tuy nhiên, các khoản nợ đã được tái cơ cấu theo TT01 này sẽ có nguy cơ thoái hóa (một phần) thành nợ xấu sau khi hết thời gian quy định (dự báo là từ năm 2021). Theo Ban giám đốc của ACB, ngân hàng ước tính tổng quy mô nợ có thể được cơ cấu theo TT01 là 15 nghìn tỷ đồng (chúng tôi ước tính tương đương 5,5% quy mô tín dụng của ngân hàng). Đây là mức cao so với con số tổng thể của cả hệ thống. Theo công bố của NHNN, tính đến cuối tháng 6, tổng dư nợ được cơ cấu lại bởi các ngân hàng Việt Nam đạt 2,1% dư nợ.

Kết hợp cả 2 lập luận trên, chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu sẽ tăng lên 0,9% trong năm nay (+34 điểm cơ bản so với cùng kỳ), dưới mức mục tiêu 2% của ngân hàng. Trong khi đó, tỷ lệ nợ xấu mở rộng được dự báo tăng thêm 60 điểm cơ bản lên mức 1,4%.

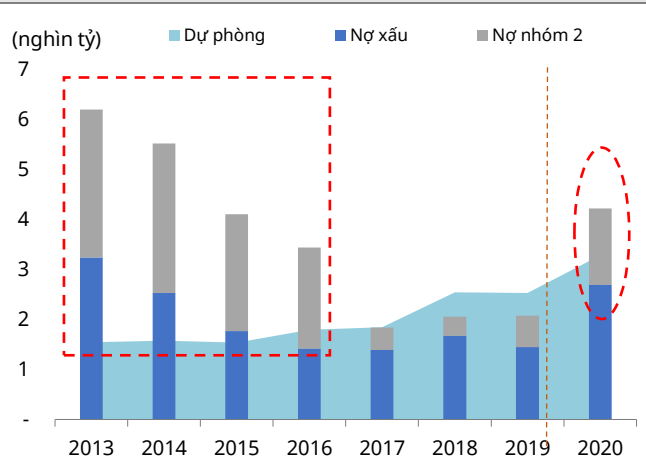
Theo chúng tôi, năm 2020 là năm quan trọng bởi ngân hàng phải quyết định giữa đánh đổi tăng trưởng lợi nhuận năm nay với tăng mức dự trữ dự phòng cho rủi ro tín dụng trong tương lai. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ giảm tỷ lệ bao phủ nợ xấu từ 175% năm 2019 xuống 122% để có mức tăng trưởng lợi nhuận sau thuế là 5,5%. Theo đó, chi phí tín dụng dự kiến sẽ tăng lên mức 0,4% so với tổng dư nợ cho vay trong năm 2020 (+30 điểm cơ bản so với cùng kỳ).

Hình 8. Tăng tỷ lệ nợ xấu là không thể tránh khỏi



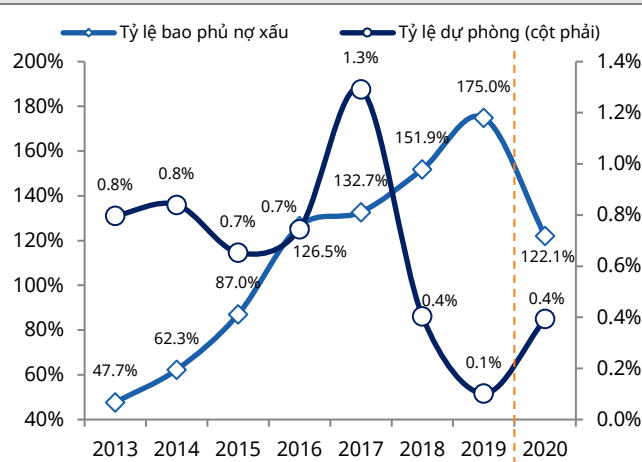
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 9. Lựa chọn giữa giảm mức bao phủ nợ xấu với...



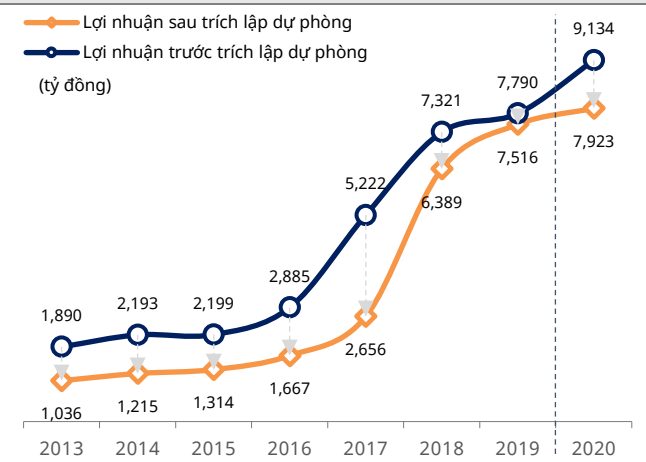
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 10. Chi phí tín dụng được kỳ vọng tăng



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 11. ... tăng trưởng lợi nhuận năm nay



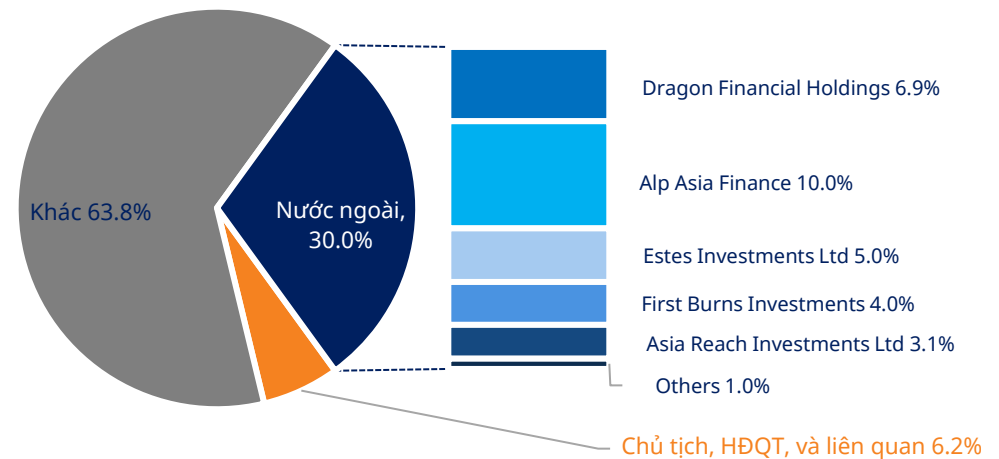
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

3. Quản trị: Ổn định

Cơ cấu cổ đông

Cá nhân trong nước nắm giữ phần lớn cổ phần, chiếm 50,78% vào cuối năm 2019. Trong khi đó, tỷ lệ của các tổ chức trong và ngoài nước lần lượt là 19,22% và 30%. Đáng chú ý, tỷ lệ sở hữu nước ngoài giữ ổn định ở mức trên 30% trong nhiều năm. Trong khi tỷ lệ giới hạn sở hữu nước ngoài (FOL) của ngành ngân hàng không có khả năng được nâng lên mức 49% trong tương lai gần, thì ACB đang xây dựng “bộ đệm” vốn cấp 1 bằng cách giữ lại thu nhập thay vì phát hành vốn cho cổ đông ngoại như các ngân hàng khác.

Hình 12. Cơ cấu cổ đông



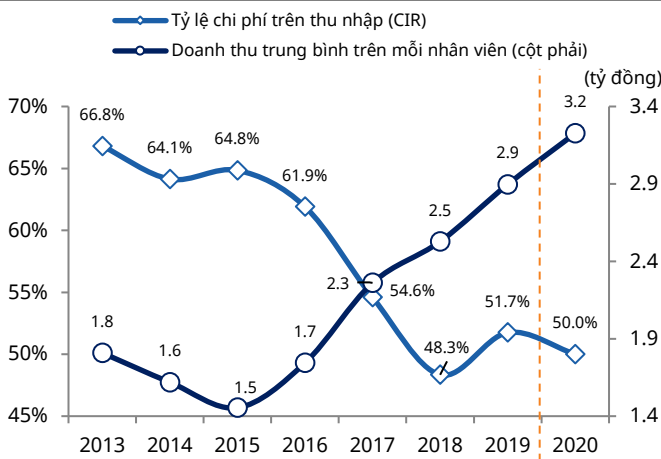
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Ghi chú: Chúng tôi cộng dồn sở hữu 2 quỹ thuộc Alp Asia Finance; cụ thể, quỹ Whistler Investment Ltd và quỹ Sather Gate Investments Ltd, mỗi quỹ sở hữu tương ứng 4,99%.

Chi phí hoạt động tương đối cao

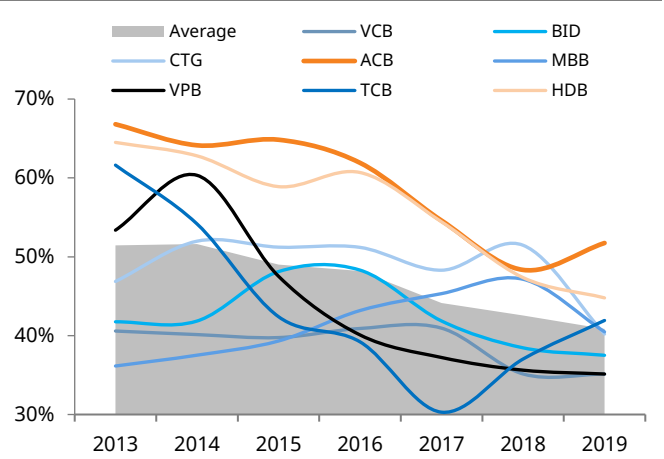
Chi phí hoạt động tương đối cao khiến ACB kém hấp dẫn hơn so với ngành; trong khi đó, ACB không thể giảm tỷ lệ chi phí hoạt động trên thu nhập (CIR) trong 3 năm tới. CIR cao phản ánh mô hình ngân hàng bán lẻ và quá trình chuyển đổi sang mô hình ngân hàng số. Theo kế hoạch của ngân hàng, chi phí đầu tư cho các ứng dụng số hóa và công nghệ sẽ được khấu hao trong giai đoạn 2020-22. Ban quản trị của ACB đặt mục tiêu duy trì CIR ở mức khoảng 50% cho đến năm 2023, sau đó giảm xuống khoảng 46-48%. Ngoài đầu tư chuyển đổi số, ĐHCĐ năm 2020 đã thông qua kế hoạch thiết lập thêm “Ví điện tử”.

Hình 13. Các chỉ số về hiệu quả hoạt động



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 14. Mức CIR tương đối cao so với ngành



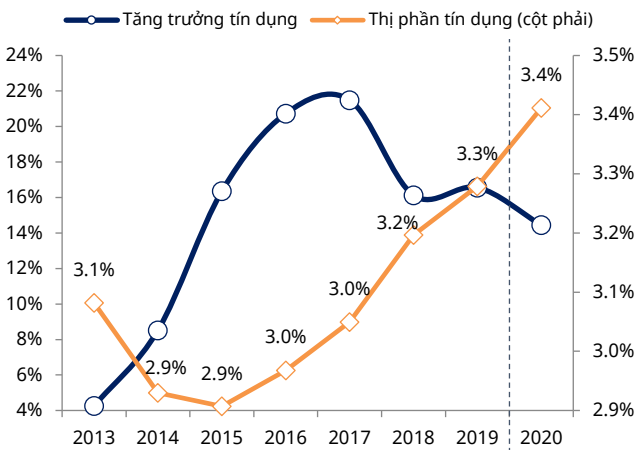
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Trong quá khứ, ACB vốn hoạt động với tỷ lệ CIR cao so với ngành (Hình 14); một phần được giải thích bởi chi phí nhân sự cao. Sau khi kết thúc quá trình số hóa, ngân hàng có kế hoạch cắt giảm số lượng nhân viên cho một số vị trí; tuy nhiên, tổng chi phí tiền lương dự kiến sẽ tăng trung bình 15% mỗi năm. Một thước đo khác về hiệu quả hoạt động là doanh số trên mỗi nhân viên, chúng tôi thấy sự cải thiện kể từ năm 2015, gần gấp đôi sau 5 năm. Hiệu quả bán hàng được hỗ trợ bởi mạng lưới chi nhánh và phòng giao dịch rộng lớn của ngân hàng.

Lấy lại thị phần tín dụng đã mất

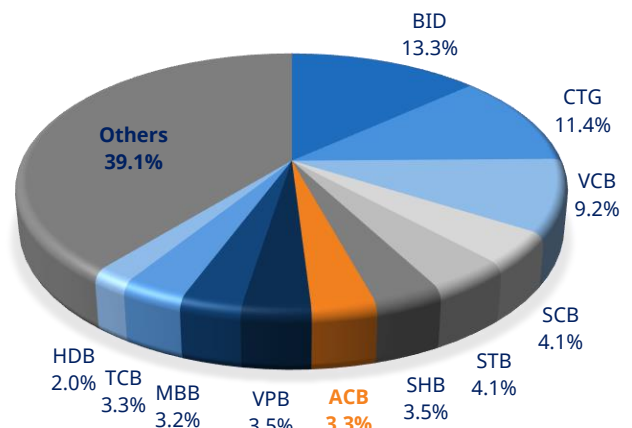
Dù cạnh tranh khốc liệt, ngân hàng đã tìm cách lấy lại thị phần tín dụng (M/S) từ mức thấp 2,9% năm 2014 lên 3,3% vào cuối năm 2019—đứng thứ tư trong số các ngân hàng tư nhân.

Hình 15. Tiếp tục mở rộng thị phần tín dụng



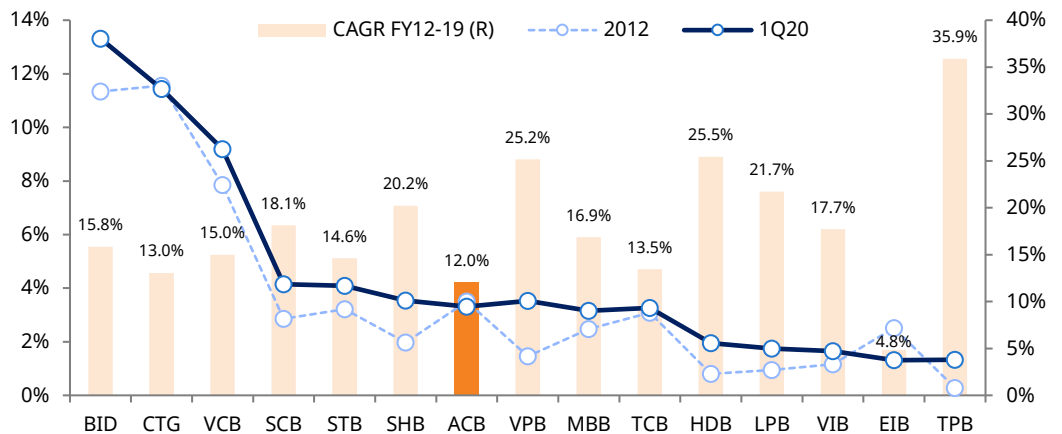
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 16. Thị phần tín dụng năm 2019



Nguồn: Dữ liệu công ty, Ngân hàng Nhà nước, Phòng Phân tích MASVN

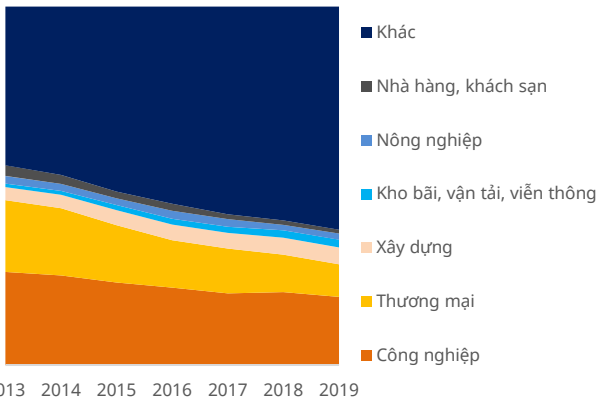
Hình 17. Lấy lại thị phần tín dụng đã mất do các sự cố năm 2012



Nguồn: Dữ liệu công ty, Ngân hàng Nhà nước, Phòng Phân tích MASVN

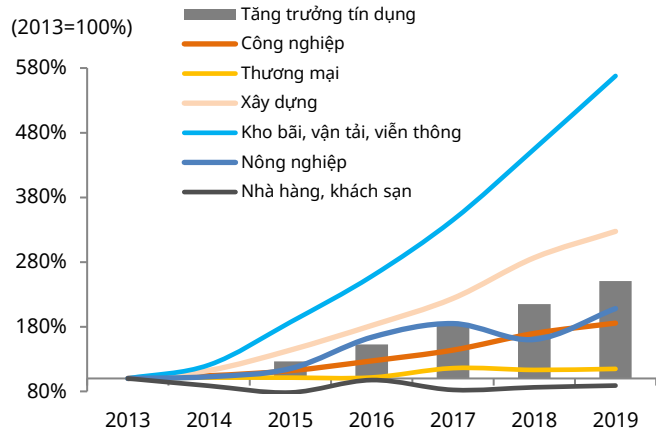
Để mở rộng thị phần hơn nữa, ACB đặt mục tiêu mở rộng cơ sở khách hàng của mình thông qua chuyển đổi số, ứng dụng Ví điện tử, cũng như thúc đẩy các gói tài khoản chi lương, và tài khoản hộ gia đình. ACB khác với các công ty cùng ngành ở cơ cấu cho vay tập trung các mảng bán lẻ, bao gồm cho vay cá nhân, hộ gia đình và doanh nghiệp nhỏ. Theo Ban quản trị ngân hàng, ACB sẽ tiếp tục đẩy mạnh cho vay mảng bán lẻ này. Theo chúng tôi, chiến lược này sẽ được hưởng lợi từ trong bối cảnh phát triển kinh tế của Việt Nam, cũng như thuận lợi về nhân khẩu học, với tỷ lệ tầng lớp trung lưu và thượng lưu ngày càng tăng. Trên cơ sở này, ACB được dự báo sẽ tăng tổng mức dư nợ thêm 14,5% trong năm 2020 và tăng trưởng với tỷ lệ kép (CAGR) 15,5% hằng năm cho giai đoạn 2019-23. Theo đó, thị phần của ACB sẽ tăng từ 3,3% vào cuối năm 2019 lên 3,4% vào năm 2020 và khoảng 4% vào năm 2023. Lưu ý rằng, NHNN đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng là 10% trong năm nay, với giới hạn tăng trưởng tín dụng cao hơn đối với các ngân hàng áp dụng Basel-II. Một cơ chế như vậy ngụ ý các ngân hàng chậm triển khai Basel II có khả năng mất thị phần. ACB được NHNN giao mức tăng trưởng tín dụng 11,75% trong năm 2020 (và có thể được tăng thêm vào các tháng cuối năm).

Hình 18. Danh mục cho vay của ACB



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN
 Ghi chú: Mục cho vay 'Khác' bao gồm cho vay cá nhân. Kể từ năm 2013, ACB phân loại cho vay hộ kinh doanh vào mục "Khác".

Hình 19. Chiến lược phát triển mảng bán lẻ

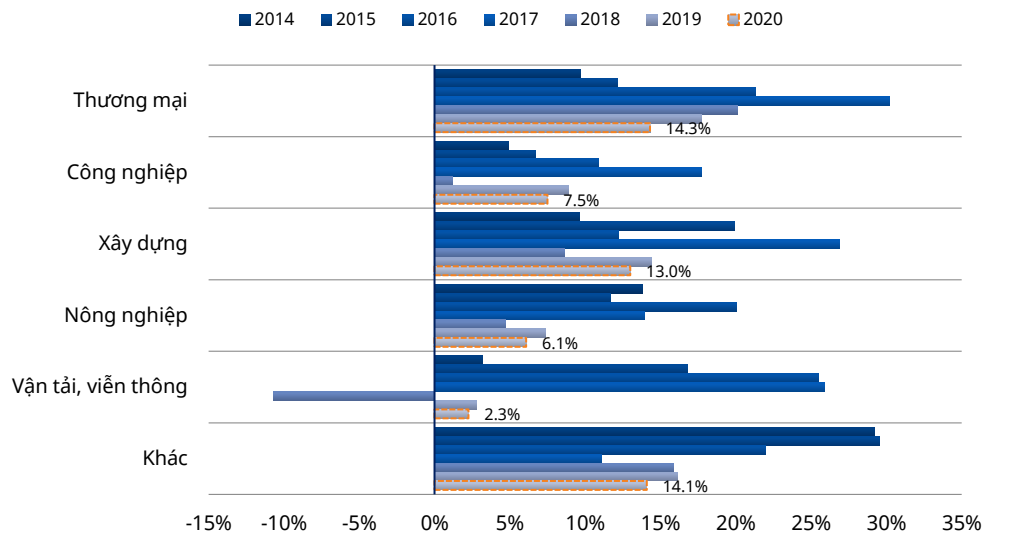


Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Dịch COVID-19 có tác động tiêu cực đến tất cả các ngành kinh tế, do đó, nhu cầu tín dụng của các ngành nghề có thể suy giảm, cũng như ảnh hưởng đến chất lượng tài sản chung của ngân hàng. Dữ liệu quý 1 do NHNN công bố (xem Hình 20) cho thấy tăng trưởng tín dụng của tất cả các ngành đều chậm chạp. Đáng chú ý, cho vay đối với lĩnh vực Thương mại, Nông nghiệp, và cho vay khác tăng thấp hơn tổng tăng trưởng tín dụng. Theo chúng tôi, các doanh nghiệp Thương mại đang dần hồi phục, nhưng phải đợi đến khi các đối tác thương mại lớn của Việt Nam "tái hoạt động" thì ngành này mới phục hồi lại trạng thái kinh doanh bình thường. Đối với các ngành Công nghiệp, chúng tôi kỳ vọng các ngành này sẽ phục hồi mạnh mẽ nhờ vào sự di dời sắp tới của các nhà sản xuất từ Trung Quốc, cũng như theo chiến lược "China+1" của các tập đoàn đa quốc gia. Trong khi đó, ngành Xây dựng sẽ phục hồi trên cơ sở Chính phủ đang thúc đẩy đầu tư cơ sở hạ tầng, cũng như thúc đẩy các hợp đồng đối tác công tư (PPP) để thu hút nhiều nhà đầu tư tư nhân cùng nâng cấp cơ sở hạ tầng. Trên cơ sở đó, nhu cầu tín dụng tăng trở lại theo mức độ phục hồi của từng ngành kinh tế sẽ bù đắp lại sự sụt giảm trong 5 tháng đầu năm 2020. Tổng hợp các yếu tố, chúng tôi giả định rằng tổng tín dụng cho vay các ngành nghề kinh tế sẽ tăng 6% trong năm 2020, so với mức tăng 9,3% năm 2019.

Mục cho vay khác, chủ yếu là cho vay cá nhân, hộ kinh doanh, được dự báo sẽ tăng 20% trong năm nay, sau khi tăng 21,9% năm 2019. Chúng tôi tin rằng tiêu dùng sẽ là động lực chính thúc đẩy kinh tế hồi phục trở lại. Trên thực tế, doanh số bán lẻ tháng 5 đã tăng trưởng 26,9% so với tháng trước.

Hình 20. Tăng trưởng tín dụng theo ngành của ngành ngân hàng



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước, Phòng Phân tích MASVN
 Ghi chú: Dữ liệu năm 2020 là của quý 1 so với cùng kỳ.

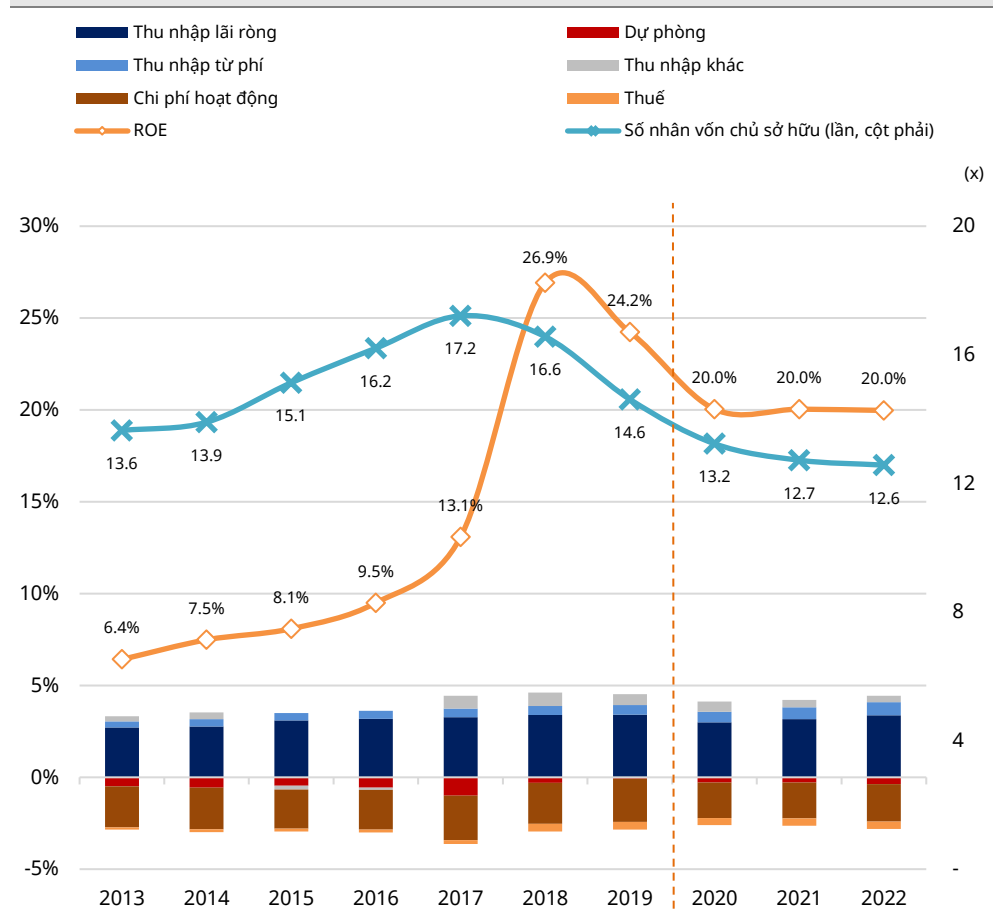
4. Lợi nhuận: Cân nhắc về chi phí tín dụng tăng vọt và sụt giảm NIM

ACB có tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu ROE trên 20%, duy trì trong 2 năm 2018-19. Về dài hạn, chúng tôi dự báo ACB có thể duy trì mức ROE khoảng 20% trong 5 năm tới (phù hợp với mục tiêu chiến lược của ngân hàng). Dù vậy, mức ROE năm 2020 được dự báo giảm xuống mức 20% (-4,2 điểm % so với cùng kỳ) do: 1) Tăng trưởng NPAT không đáng kể (chỉ 5,5% YoY); 2) Việc tăng vốn cấp 1 được tiếp tục thông qua lợi nhuận giữ lại (chia cổ tức bằng cổ phiếu theo tỷ lệ 30%, dự kiến thực hiện vào tháng 9 năm nay). Cụ thể dự báo các khoản mục trong báo cáo thu nhập năm 2020 phản ánh tác động bởi dịch COVID-19 như sau (chi tiết xem thêm bảng 3):

- Thu nhập lãi thuần đóng góp khoảng 75% tổng thu nhập hoạt động, được kỳ vọng chỉ tăng trưởng 2,4% trong năm 2020 (từ mức tăng 16,9% năm 2019) do: 1) Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM) giảm mạnh (~40 điểm cơ bản so với 2019); 2) tài sản sinh lời tăng chậm nhất kể từ năm 2015 (chỉ tăng 13% YoY).
- Sụt giảm trong tăng trưởng thu nhập lãi thuần sẽ được bù đắp bằng tăng trưởng thu nhập từ phí, với dự báo mức tăng trưởng là 27,9%—đóng góp 14% vào tổng thu nhập hoạt động.
- Như đã đề cập ở trên, chi phí hoạt động dự kiến sẽ tiếp tục tăng mạnh, với CIR được kiểm soát ở mức 50%.
- Về tổng thể, lợi nhuận hoạt động trước dự phòng (PPOP) sẽ duy trì đà tăng trưởng (+17,3%). Tuy nhiên, do chi phí tín dụng tăng vọt sẽ tạo áp lực lên tăng trưởng lợi nhuận sau thuế, với khoản dự phòng tín dụng được kỳ vọng tăng hơn 4,4 lần so với mức 2019.

Mặt dù chịu tác động nặng nề từ dịch bệnh, chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ phục hồi mạnh mẽ sau năm 2020 để bù đắp cho việc giảm hệ số nhân vốn chủ sở hữu, qua đó duy trì mức ROE ở ngưỡng 20%.

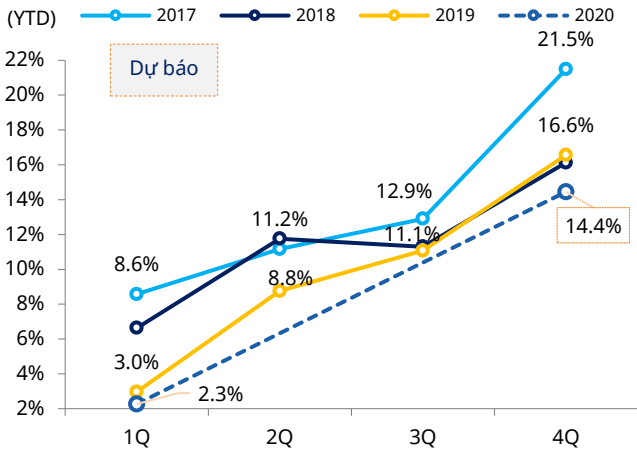
Hình 21. Phân tích DuPont



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

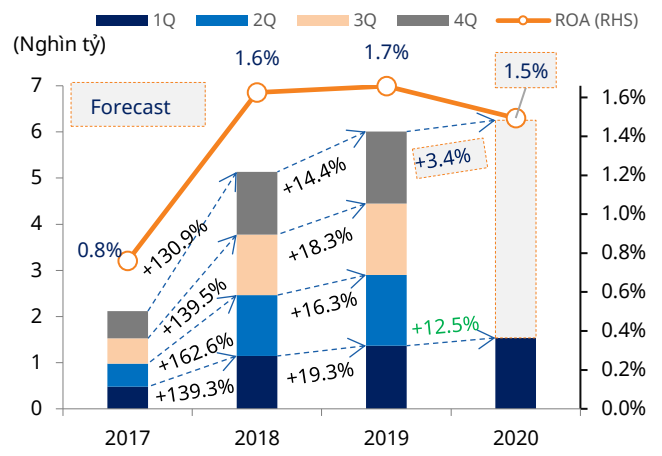
■ Lợi nhuận quý 1 tương đương khoảng 24,2% lợi nhuận dự báo cả năm

Hình 22. Tăng trưởng tín dụng theo quý và dự báo



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 23. Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế theo quý và dự báo



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Bảng 2. Đánh giá kết quả kinh doanh quý 1

Kết quả kinh doanh	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Thu nhập lãi thuần	2.378	2.496	2.575	2.940	2.860	2.911	3.040	3.330	3.421
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	24,3	22,5	19,5	23,1	20,3	16,6	18,1	13,3	19,6
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM %)*	3,4	3,4	3,4	3,8	3,6	3,5	3,6	3,73	3,68
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	353	394	328	422	371	520	519	486	371
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	42,4	34,4	6,4	24,7	5,2	32,1	58,1	15,0	-0,2
Biên lợi nhuận từ phí (%)	76,3	77,1	62,5	71,0	68,7	73,5	71,4	66,2	58,1
Lợi nhuận trước dự phòng	1.624	1.972	1.840	1.884	1.691	2.026	2.005	2.067	2.018
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	35,1	92,1	45,3	9,2	4,1	2,8	9,0	9,7	19,30
Biên lợi nhuận trước dự phòng (%)	48,7	60,8	53,8	45,1	48,4	51,3	52,0	42,6	45,6
Dự phòng	134	311	215	272	-16	111	66	112	93
Tỷ lệ dự phòng/lợi nhuận trước dự phòng (%)	8,3	15,8	11,7	14,4	-0,9	5,5	3,3	5,4	4,6
Lợi nhuận trước thuế	1.490	1.661	1.625	1.612	1.707	1.915	1.939	1.955	1.925
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	150,5	148,9	119,1	147,2	14,5	15,3	19,3	21,3	12,8
Lợi nhuận sau thuế	1.144	1.318	1.309	1.365	1.366	1.533	1.549	1.562	1.537
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	139,3	162,6	139,5	130,9	19,3	16,3	18,3	14,4	12,5
Tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản ROA (%)*	1,6	1,7	1,7	1,7	1,6	1,8	1,7	1,68	1,60
Tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu ROE (%)*	27,6	29,7	27,7	26,9	25,2	26,5	25,2	23,5	21,5

Ghi chú: Lợi nhuận sau thuế là lợi nhuận sau khi trừ lợi ích cổ đông thiểu số; (*) Tính chuẩn hóa theo năm.

Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Trong bối cảnh không thuận lợi, ACB báo cáo kết quả kinh doanh quý 1 tương đối tốt, với PPOP tăng 19,3% so với cùng kỳ. Chi phí dự phòng quý 1 chỉ tương đương 4,6% PPOP. Nhờ tăng trưởng PPOP cao và chi phí dự phòng thấp, lợi nhuận sau thuế vẫn đạt mức tăng trưởng hai chữ số trong quý 1 (+12,5% so với cùng kỳ).

- Thu nhập lãi thuần giữ được đà tăng trưởng trong quý 1 (+19,6% YoY; +2,7% QoQ), mặc dù có sự thay đổi không đáng kể về NIM (+8bps YoY; -5bps QoQ). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng thu nhập lãi ròng sẽ phản ánh tác động của dịch trong các quý tiếp theo do NIM sụt giảm. Ban quản trị ngân hàng ước tính NIM sẽ thấp hơn 30-50bps so với cùng kỳ.

- Thu nhập ròng từ phí giảm nhẹ 0,2% YoY (-23,7% QoQ), với biên lợi nhuận thấp hơn (-8bps QoQ; -11bps YoY). Theo chúng tôi, ACB đã cắt giảm phí giao dịch như một phần trong chiến lược mở rộng cơ sở khách hàng của mình, cũng như cạnh tranh với các ngân hàng tập trung bán lẻ khác. Việc giảm các khoản phí đó sẽ được bù đắp bằng các giải pháp số hóa và sự gia tăng số lượng giao dịch. Thêm vào đó, thu nhập từ phí sẽ được cải thiện nhờ thu nhập từ bancassurance và từ thanh toán quốc tế.
- Các thu nhập ngoài lãi khác, bao gồm từ kinh doanh ngoại hối (F/X) và chứng kinh doanh, tăng 4 lần so với cùng kỳ (+165% QoQ). ACB đã ghi nhận thu nhập gần 346 tỷ đồng từ việc bán trái phiếu chính phủ (tăng 18,9 lần so với cùng kỳ). Ngoài ra, thu nhập từ kinh doanh ngoại hối cũng tăng 77,4% so với cùng kỳ.
- Tỷ lệ CIR vẫn ở mức cao, trên ngưỡng 50%, với tổng chi phí hoạt động tăng 33,4% YoY. Ngân hàng giải thích rằng đã trích lập trước khoản tiền thưởng nhân viên cho năm 2020.

Chúng tôi kỳ vọng kết quả quý 2 sẽ tiêu cực hơn, phản ánh tác động của dịch COVID-19. Ngân hàng có thể tăng chi phí dự phòng trong quý 2 như thường lệ. Sau quý 2, chúng tôi hy vọng kết quả kinh doanh của ngân hàng sẽ tốt hơn trong 6 tháng cuối năm. Nhìn chung, chúng tôi dự báo lợi nhuận trong 3 quý cuối năm sẽ tăng 3,4% so với cùng kỳ.

■ **Dự báo các chỉ tiêu chính năm 2020**

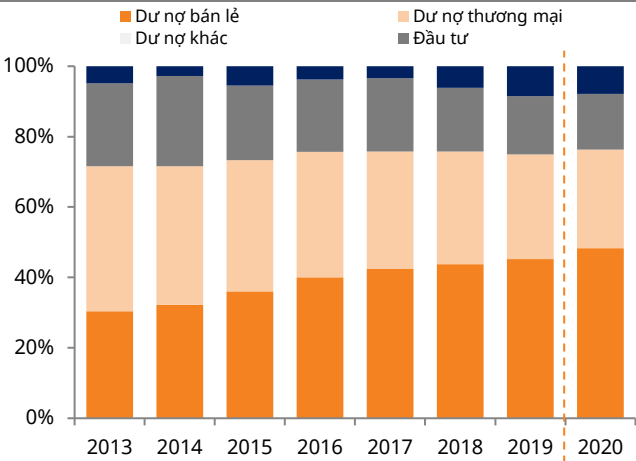
Bảng 3. Dự báo năm 2020

Chỉ tiêu	2019	2020F	Thay đổi	Giải thích giả định
Tăng trưởng (%)				
Tín dụng	16,7	14,3	-2,4%p	ACB được NHNN giao mức tăng trưởng tín dụng 11,75% trong năm 2020; và có thể được tăng thêm vào các tháng cuối năm nhờ có bảng cân đối kế toán “lành mạnh” đạt chuẩn Basel II. Chúng tôi giả định rằng tổng tín dụng cho vay các ngành nghề kinh tế sẽ tăng 6% trong năm 2020, so với mức tăng 9,3% năm 2019. Trong khi cho vay bán lẻ, chủ yếu là cho vay cá nhân, hộ kinh doanh, được dự báo sẽ tăng 20% trong năm nay, sau khi tăng 21,9% năm 2019.
Tài sản sinh lợi	17,1	13,0	-4,1%p	
Huy động	14,4	14,4	0,0%p	Tỷ lệ Cho vay/Huy động (LDR) giữ nguyên ở mức 87% của 2019.
Vốn chủ sở hữu	32,1	26,5	-5,7%p	Ngân hàng sẽ trả cổ tức năm 2019 bằng cổ phiếu với tỷ lệ 30% (tức phát hành 498,8 triệu cổ phiếu), thời gian thực hiện dự kiến vào tháng 9/2020.
Tổng tài sản	16,5	16,9	0,5%p	
Thu nhập lãi thuần	16,9	2,4	-14,5%p	Thu nhập lãi thuần đóng góp khoảng 75% tổng thu nhập hoạt động, được kỳ vọng chỉ tăng trưởng 2,4% trong năm 2020 (từ mức tăng 16,9% năm 2019) do: 1) Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM) giảm mạnh (~40 điểm cơ bản so với 2019); 2) tài sản sinh lời tăng chậm nhất kể từ năm 2015 (chỉ tăng 13% YoY). Trong quý 1, thu nhập lãi thuần giữ được đà tăng trưởng (+19,6% YoY; +2,7% QoQ), mặc dù có sự thay đổi không đáng kể về NIM (+8bps YoY; -5bps QoQ). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng thu nhập lãi ròng sẽ phản ánh tác động của dịch trong các quý tiếp theo do NIM sụt giảm. Ban quản trị ngân hàng ước tính NIM sẽ thấp hơn 30-50bps so với cùng kỳ.
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	26,6	27,9	1,2%p	ACB đã cắt giảm phí giao dịch như một phần trong chiến lược mở rộng cơ sở khách hàng của mình, cũng như cạnh tranh với các ngân hàng tập trung bán lẻ khác. Việc giảm các khoản phí đó sẽ được bù đắp bằng các giải pháp số hóa và sự gia tăng số lượng giao dịch. Thêm vào đó, thu nhập từ phí sẽ được cải thiện nhờ thu nhập từ bancassurance và từ thanh toán quốc tế.
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng	6,4	17,3	10,9%p	
Lợi nhuận trước thuế	17,6	5,4	-12,2%p	
Lợi nhuận sau thuế	17,0	5,5	-11,5%p	Sụt giảm trong tăng trưởng thu nhập lãi thuần sẽ được bù đắp bằng tăng trưởng thu nhập từ phí mạnh mẽ, cũng như các khoản lợi nhuận ngoài lãi (bao gồm bán trái phiếu chính phủ).

Chỉ tiêu	2019	2020F	Thay đổi	Giải thích giả định
Hệ số an toàn vốn (%)				
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu / Tổng tài sản	7,2	7,8	59bps	Tăng vốn cấp 1 thông qua chia cổ tức bằng cổ phiếu.
Hệ số an toàn vốn (%)	10,9	11,8	85bps	
Chất lượng tài sản (%)				
Tỷ lệ nợ xấu	0,5	0,9	34bps	Theo TT01, các khách hàng chịu tác động bởi dịch COVID-19 sẽ được giữ nguyên nhóm nợ trong năm 2020. Theo đó, tỷ lệ nợ xấu năm 2020 của ngân hàng được dự báo là chỉ tăng nhẹ; đồng thời, nợ nhóm 2 sẽ tăng ở mức độ nhiều hơn. Tuy nhiên, các khoản nợ đã được tái cơ cấu theo TT01 này sẽ có nguy cơ thoái hóa (một phần) thành nợ xấu sau khi hết thời gian quy định (dự báo là từ năm 2021). Theo Ban giám đốc của ACB, ngân hàng ước tính tổng quy mô nợ có thể được cơ cấu theo TT01 là 15 nghìn tỷ đồng (chúng tôi ước tính tương đương 5,5% quy mô tín dụng của ngân hàng). Đây là mức cao so với con số tổng thể của cả hệ thống.
Tỷ lệ nợ xấu mở rộng (gồm nợ nhóm 2)	0,8	1,4	60bps	
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	175,0	122,1	-52,9%p	
Chi phí tín dụng (trên tổng dư nợ)	0,1	0,4	29bps	Theo chúng tôi, năm 2020 là năm quan trọng bởi ngân hàng phải quyết định giữa đánh đổi tăng trưởng lợi nhuận năm nay với tăng mức dự trữ dự phòng cho rủi ro tín dụng trong tương lai. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ giảm tỷ lệ bao phủ nợ xấu từ 175% năm 2019 xuống 122% để có mức tăng trưởng lợi nhuận sau thuế là 5,5%. Theo đó, chi phí tín dụng dự kiến sẽ tăng lên mức 0,4% so với tổng dư nợ cho vay trong năm 2020 (+30 điểm cơ bản so với cùng kỳ).
Hiệu quả hoạt động (%)				
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập	54,5	50,0	-449bps	CIR cao phản ánh mô hình ngân hàng bán lẻ và quá trình chuyển đổi sang mô hình ngân hàng số. Theo kế hoạch của ngân hàng, chi phí đầu tư cho các ứng dụng số hóa và công nghệ sẽ được khấu hao trong giai đoạn 2020-22. Ban quản trị của ACB đặt mục tiêu duy trì CIR ở mức khoảng 50% cho đến năm 2023, sau đó giảm xuống khoảng 46-48%.
Khả năng sinh lời (%)				
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM)	3,6	3,2	-39bps	NHNN đã liên tục cắt giảm các loại lãi suất điều hành kể từ tháng 9 năm 2019. Trong năm 2020, NHNN đã cắt giảm 150 điểm cơ bản lãi suất tái cấp vốn. Cùng xu hướng với việc cắt giảm lãi suất điều hành, các ngân hàng, cũng như ACB đã cắt giảm lãi suất huy động. Theo đó, chúng tôi ước tính chi phí vốn bình quân năm nay sẽ giảm 25 điểm cơ bản. Mặt khác, lãi suất cho vay cũng đang có xu hướng giảm tương ứng, với dự báo lợi suất cho vay bình quân sẽ giảm 100 điểm cơ bản. Dự báo này đã phản ánh các hỗ trợ của ngân hàng đối với những khách hàng chịu ảnh hưởng bởi COVID-19 theo TT01. Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ lấy lại mức NIM trước khi xảy ra dịch COVID-19 trong các năm tiếp theo nhờ: 1) Định hướng ngân hàng bán lẻ, giữ được đà tăng trưởng của các khoản vay bán lẻ (vốn có lợi suất cao hơn); 2) Ghi nhận các khoản lãi đã tạm hoãn cho khách hàng theo TT01 đề cập ở trên.
Biên lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	48,3	53,2	494bps	
ROA	1,7	1,5	-14bps	Do năm 2020 ghi nhận mức tăng trưởng thấp dưới tác động của dịch COVID-19 như đã phân tích ở trên, nên ROA sẽ giảm do tổng tài sản tăng cao hơn so với mức tăng lợi nhuận.
ROE	24,2	20,0	-419bps	Với giả định ROA giảm 14 điểm cơ bản, ROE được kỳ vọng sẽ giảm nhiều hơn do tăng vốn cấp 1 theo kế hoạch (chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 30%).
Tỷ lệ thanh khoản (%)				
Tỷ lệ cho vay/huy động (LDR)	87,0	87,0	2bps	
Tỷ lệ tiền gửi trên tổng vốn huy động	88,7	87,5	-118bps	
Tài sản sinh lời trên nguồn vốn chịu lãi	124,4	122,5	-193bps	

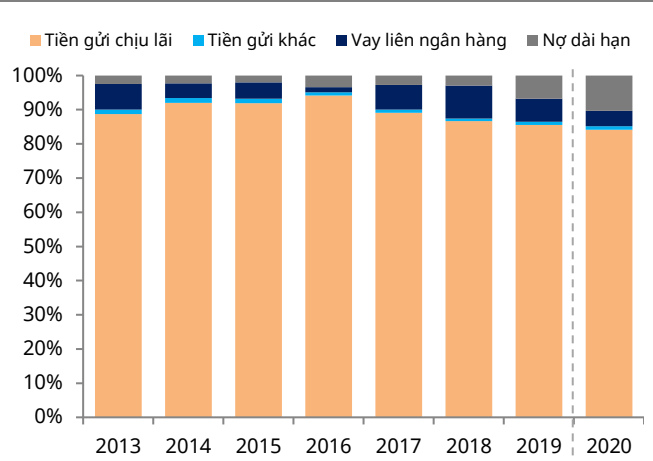
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính

Hình 24. Cấu trúc tài sản sinh lời của ngân hàng



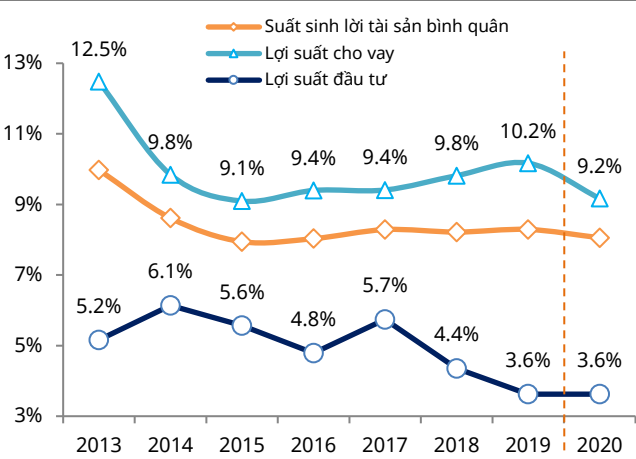
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 25. Cấu trúc nguồn vốn (chịu lãi)



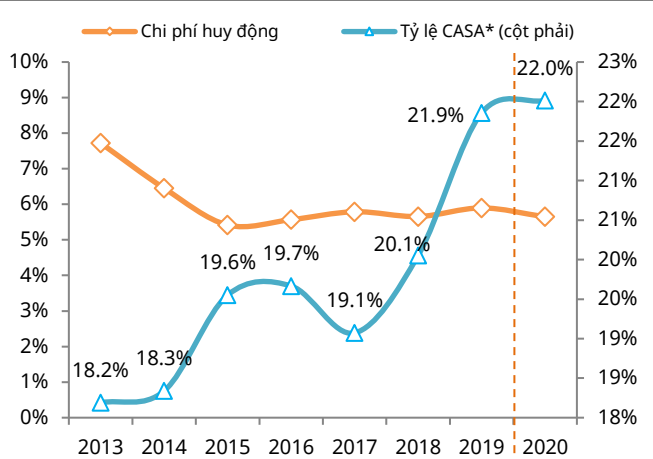
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 26. Lợi suất của từng loại tài sản



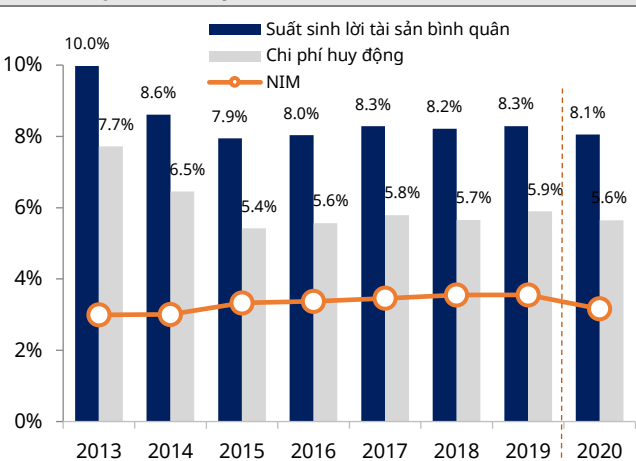
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 27. Chi phí huy động vốn bình quân



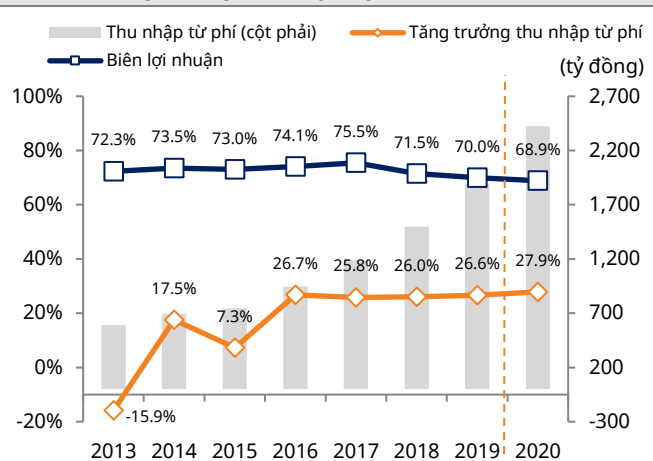
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN
*Tỷ lệ CASA = [(Tiền gửi không kỳ hạn + Tổng vốn chủ sở hữu) / Tổng tài sản]

Hình 28. Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM)



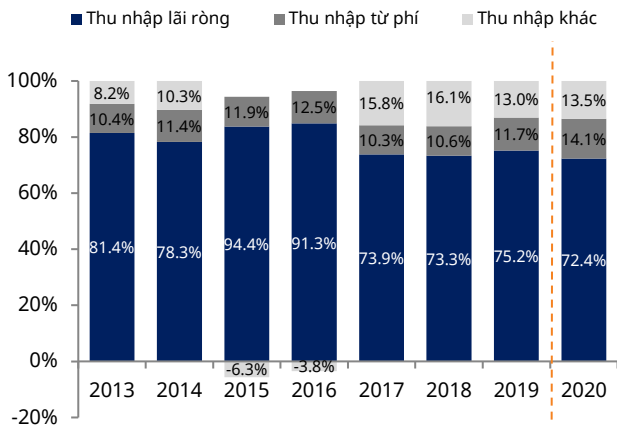
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 29. Tăng trưởng thu nhập từ phí và biên lợi nhuận



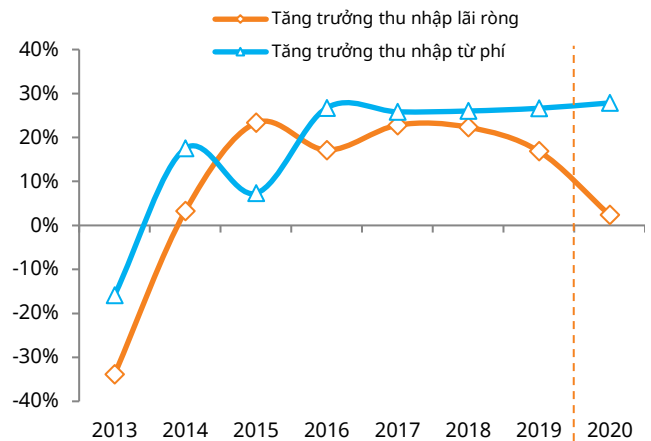
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 30. Cấu trúc thu nhập



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 31. Tỷ lệ tăng trưởng của hai nguồn thu nhập chính

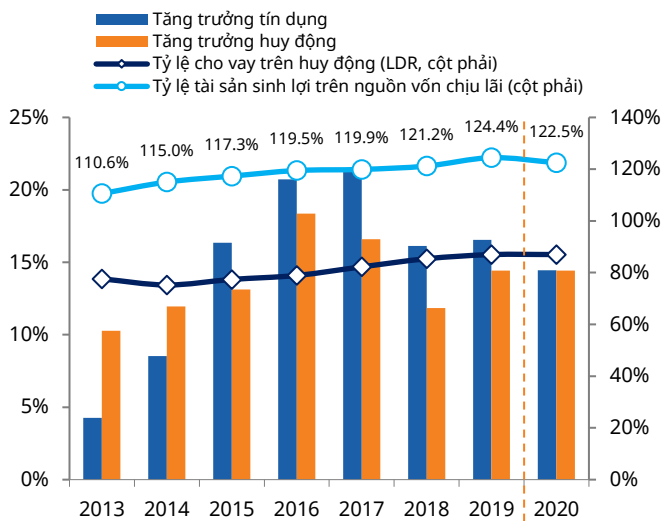


Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

5. Thanh khoản được quản trị tốt

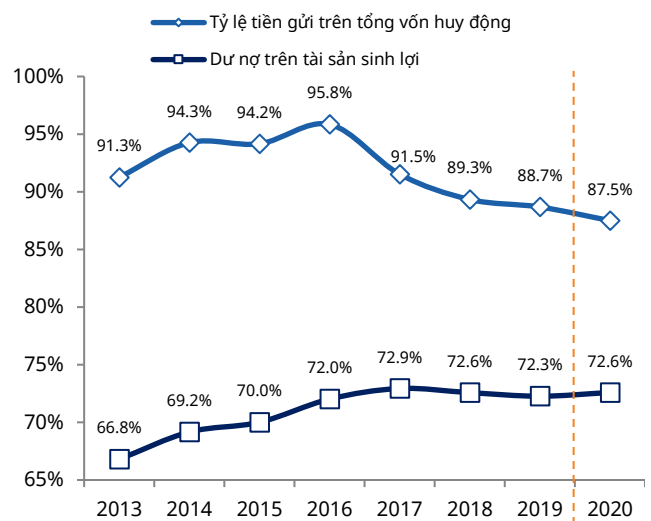
Ngân hàng quản trị thanh khoản tốt nên chúng tôi dự báo tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) sẽ được giữ ở mức năm 2019 là 87%. Trong khi đó, tỷ lệ tài sản sinh lợi trên nguồn vốn chịu lãi có thể sẽ giảm về 122,5% (-2 điểm % so với năm 2019) để tăng cường vị thế thanh khoản. Trong nguồn vốn huy động, tỷ lệ tiền gửi có thể tiếp tục giảm về mức 87,5% (giảm 1,2 điểm % so với năm 2019) do ngân hàng sẽ tiếp tục tăng tỷ trọng của nợ dài hạn.

Hình 33. Vị thế thanh khoản được quản trị ổn định



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 34. Tỷ trọng nguồn vốn từ thị trường 1



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Quan điểm đầu tư

Các yếu tố tích cực

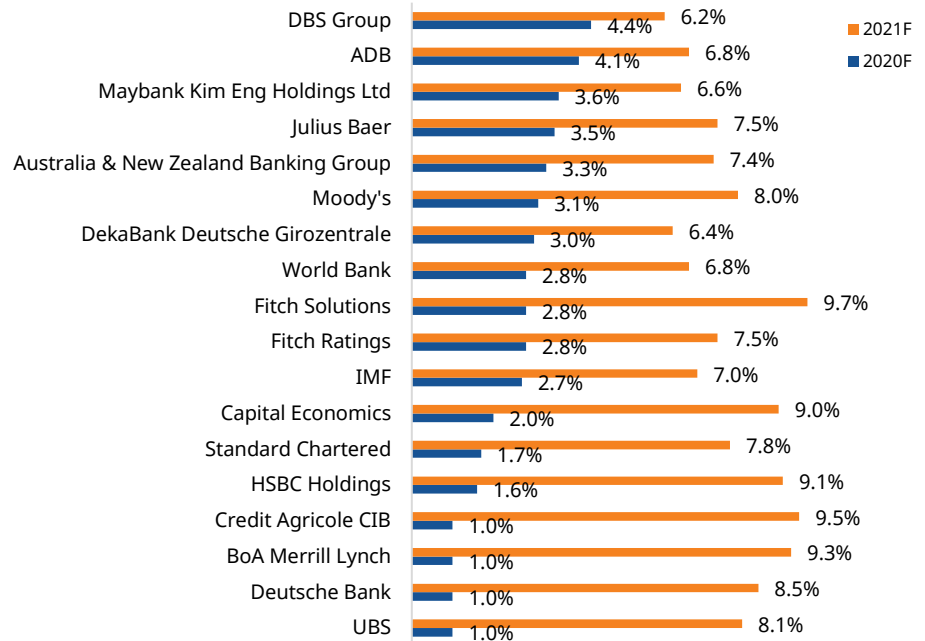
1) Nền tảng cơ bản vững chắc

Ngân hàng đặt mục tiêu duy trì mức ROE trung bình trong 5 năm tới không thấp hơn 20%, mặc dù cổ phần tiếp tục được pha loãng. Chất lượng tài sản nhìn chung vẫn được duy trì ở mức tốt so với mặt bằng chung.

■ Hồi phục mạnh mẽ cùng nền kinh tế

Trong kịch bản tốt nhất, NIM của ngân hàng được chúng tôi dự báo tương đương mức năm 2019 (ở mức 3,55%); khi đó, lợi nhuận sau thuế có thể tăng trưởng lên tới 14,2% (so với kịch bản cơ sở, chỉ tăng 5,5%). Trong kịch bản thuận lợi, nền kinh tế Việt Nam sẽ tiếp tục đà hồi phục sau khi thành công ngăn chặn sự lây nhiễm của dịch COVID-19, cũng như việc “tái hoạt động” nền kinh tế kể từ cuối tháng 4. Theo đó, nhu cầu vay vốn của các công ty sẽ phục hồi trong 6 tháng cuối năm, cùng với sự cải thiện trong khả năng trả nợ. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng tiêu dùng sẽ là động lực chính thúc đẩy nền kinh tế Việt Nam hồi phục trở lại; như vậy, ACB sẽ phục hồi mạnh mẽ cùng với nền kinh tế với chiến lược định hướng ngân hàng bán lẻ. Trên cơ sở lập luận này, ACB sẽ lấy lại mức NIM trước đại dịch nhờ: 1) các khoản vay bán lẻ (với lợi suất cao) tiếp tục đà tăng trưởng; và 2) ghi nhận các khoản thu nhập từ lãi đã hoãn cho các khách hàng bị ảnh hưởng bởi COVID-19 trong năm 2020.

Hình 35. Các tổ chức quốc tế đều dự báo nền kinh tế Việt Nam sẽ hồi phục mạnh mẽ trong năm 2021



Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN cập nhật vào ngày 26/6/2020

2) Ký kết hợp đồng bancassurance độc quyền

Với những lợi thế vốn có của một ngân hàng định hướng bán lẻ, chúng tôi nhận thấy mảng bảo hiểm bancassurance là rất tiềm năng, giúp ngân hàng tăng trưởng nguồn thu nhập từ phí. Theo Ban giám đốc ACB, ngân hàng đang trong giai đoạn tìm đối tác bancassurance độc quyền kể từ năm 2019. Hiện tại, ACB đang bán chéo các sản phẩm bảo hiểm của các công ty AIA, Manulife, Liberty, và AIG. Hiệu quả bán hàng tốt nhờ mạng lưới chi nhánh và phòng giao dịch rộng khắp của ngân hàng. Với khả năng phân phối tốt (2,8 triệu khách hàng cá nhân, 369 chi nhánh và phòng giao dịch), chúng tôi kỳ vọng phí độc quyền cho hợp đồng bancassurance sắp tới cũng sẽ tương đương với các thương vụ gần đây.

Trong năm 2019, có hai hợp đồng bancassurance độc quyền đáng chú ý là Vietcombank-FWD và TPBank-Sun Life. Vào tháng 11 năm 2019, Vietcombank (VCB) công bố hợp đồng bancassurance độc quyền với FWD Group Ltd., trong thời hạn 15 năm (với phí độc quyền được các tổ chức khác ước tính là 400 triệu USD). Trước đó, một hợp đồng độc quyền 15 năm khác được ký kết giữa TPBank (TPB) và Sun Life Vietnam Insurance Company Limited (với phí độc quyền được các nguồn tin báo cáo khoảng 100 triệu USD).

Bảng 4. Các hợp đồng bancassurance độc quyền được ký kết kể từ năm 2017

Ngân hàng (Mã chứng khoán)	Công ty bảo hiểm	Thời hạn độc quyền	Thời điểm ký kết	Khả năng phân phối của ngân hàng	
				Số chi nhánh, PGD	Cơ sở khách hàng (triệu người)
VCB	FWD	15-year	11/ 2019	552	16,8
TPB	Sun Life	15-year	11/ 2019	540	2,5
OCB	Generali	15-year	10/2019	200	N/A
VPB	AIA	15-year	10/2017	216	4,9
SHB	Dai-i-chi Life	15-year	10/2017	500	4,0
TCB	Manulife	15-year	9/2017	315	5,0
STB	Dai-i-chi Life	20-year	9/2017	552	4,3

Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN tổng hợp

3) Bán 51% cổ phần của công ty con (ACBS) cho đối tác chiến lược

ACB dự định sẽ bán 51% cổ phần tại công ty Chứng khoán ACBS cho một đối tác chiến lược. Thỏa thuận được Ban giám đốc ACB kỳ vọng có thể hoàn thành vào cuối năm 2020, hoặc trễ hơn vào đầu năm 2021. Việc tìm kiếm đối tác chiến lược cho ACBS sẽ mang lại khoản thu nhập không thường xuyên cho ngân hàng, cũng như tăng hiệu quả hoạt động của ACBS như kỳ vọng của Ban giám đốc ACB. Hiện tại, ACBS có vốn điều lệ là 1.500 tỷ đồng. Tính đến cuối quý 1, tổng tài sản của ACBS đạt 2.318,3 tỷ đồng, trong đó tổng vốn chủ sở hữu đạt gần 1.853 tỷ đồng.

4) Chuyển sang niêm yết trên sàn chứng khoán chính (HOSE)

ACB dự kiến sẽ hoàn tất việc chuyển sàn niêm yết, từ sàn chứng khoán Hà Nội (HNX) sang sàn chứng khoán TP.HCM (HOSE), vào quý 4 năm nay. Đây được kỳ vọng là yếu tố tích cực cho giá cổ phiếu. Trên thực tế, việc không còn room ngoại là trở ngại cho các nhà đầu tư nước ngoài trong việc đầu tư vào cổ phiếu ACB. Sau khi chuyển sang niêm yết ở sàn HOSE, chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ được thêm vào danh mục các rổ chỉ số như VN30, VN Diamond (VND), VN Vietnam Leading Financial (VNFL), và VN Financial Select Sector (VNFS). Khi đó, chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu ACB sẽ thu hút được dòng tiền vào từ các quỹ ETF dựa trên các rổ chỉ số này.

Các rủi ro đối với triển vọng của ngân hàng

1) Không cải thiện được NIM

Lợi suất bình quân trên tài sản của ACB vốn dĩ đang ở mức cao so với ngành nhờ chiến lược đẩy mạnh ngân hàng bán lẻ. Tuy nhiên, sự cạnh tranh đang gia tăng trong mảng cho vay cá nhân. Một nhược điểm của ngân hàng là có chi phí sử dụng vốn tương đối cao, do phụ thuộc nguồn khách hàng cá nhân. Trong ngắn hạn, NIM sẽ bị giảm dưới ảnh hưởng của dịch COVID-19 vì các đối tượng khách hàng mà ngân hàng tập trung là các doanh nghiệp nhỏ, hộ kinh doanh và cá nhân có thu nhập trung bình; đây là các đối tượng có sức đề kháng kém trong bối cảnh kinh tế xấu. Ngân hàng ước tính tổng quy mô nợ có thể được cơ cấu theo TT01 là 15 nghìn tỷ đồng (chúng tôi ước tính tương đương 5,5% quy mô tín dụng của ngân hàng). Đây là mức cao so với con số tổng thể của cả hệ thống. Theo công bố của NHNN, tính đến cuối tháng 6, tổng dư nợ được cơ cấu lại bởi các ngân hàng Việt Nam đạt 2,1% dư nợ.

2) Chi phí hoạt động có thể cao hơn kỳ vọng

Chi phí hoạt động tương đối cao khiến ACB kém hấp dẫn hơn so với ngành; trong khi đó, ACB không thể giảm tỷ lệ chi phí hoạt động (CIR) trong 3 năm tới. CIR cao phản ánh mô hình ngân hàng bán lẻ và quá trình chuyển đổi sang mô hình ngân hàng số. Tuy nhiên, CIR có thể cao hơn kỳ vọng 50% của ngân hàng. Ngoài đầu tư chuyển đổi số, ĐHCĐ năm 2020 đã thông qua kế hoạch thiết lập thêm “Ví điện tử”.

Định giá

Giảm mức định giá phản ánh rủi ro từ COVID-19

Chúng tôi hạ mức khuyến nghị ACB xuống NĂM GIỮ (từ khuyến nghị MUA một năm trước), với mức giá mục tiêu là 25.200 đồng. Mức giá mục tiêu này tương ứng mức định giá P/B là 1,5x, giảm so với mức P/B định giá một năm trước là 1,8x. Mức định giá này đã chiết khấu các rủi ro liên quan đến hoạt động kinh doanh ngân hàng dưới tác động nặng nề từ dịch COVID-19, bao gồm tăng trưởng tín dụng chậm lại, giảm NIM, nợ xấu tiềm ẩn, tăng chi phí dự phòng, và yêu cầu gia tăng lớp vốn đệm đảm bảo tiêu chuẩn an toàn vốn như đã trình bày ở Phần 1 của báo cáo. Tổng hợp lại, mức ROE sau khi điều chỉnh các rủi ro vừa đề cập sẽ giảm xuống còn 20% vào năm 2020, giảm 4,2 điểm % so với năm 2019. Với tỷ lệ lợi nhuận giữ lại cao (ước tính khoảng 35% vào năm cuối của giai đoạn dự báo), chúng tôi giả định ngân hàng có tỷ lệ tăng trưởng dài hạn là 7%. Dựa trên phương pháp định giá Residual income, chúng tôi nhận thấy mức định giá P/B hợp lý của ngân hàng là 1,5x, tương đương mức P/B trung bình 5 năm.

Bảng 5. Kết quả định giá P/B theo mô hình thu nhập tăng dư (residual income)

Phương pháp Residual income	Giá trị	Bình luận
ROE	20,0%	Mức ROE trung bình giai đoạn 2020-2022
Tăng trưởng dài hạn	7,1%	Mức tăng trưởng dài hạn = ROE x Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại Trong đó, tỷ lệ lợi nhuận giữ lại được tính cho năm dự báo, tương ứng cho mức giả định tỷ lệ chi trả là 65%.
Chi phí vốn	15,6%	Lãi suất phi rủi ro là lãi suất trái phiếu chính phủ 10 năm = 3%; Beta là kết quả mô hình hồi quy, với dữ liệu giá theo ngày trong 2 năm gần nhất = 1,32; Phần bù rủi ro tính từ mô hình là 9,6%.
P/B mục tiêu	1,51x	P/B từ mô hình định giá tương đương mức trung bình 5 năm.
Giá khuyến nghị	25.300	
Giá hiện tại (07/07/2020)	23.700	
Lợi nhuận kỳ vọng	+6,3%	

Nguồn: Phòng Phân tích MASVN

Phân tích độ nhạy

Bảng 6. Vùng giá mục tiêu thay đổi theo mức ROE và tỷ lệ lợi nhuận giữ lại

P/B mục tiêu	ROE							
	19,25%	19,50%	19,75%	20,00%	20,25%	20,50%	20,75%	
Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại	40,0%	1,46	1,49	1,53	1,57	1,61	1,65	1,70
	37,5%	1,43	1,46	1,50	1,54	1,57	1,61	1,65
	35,0%	1,41	1,44	1,47	1,51	1,54	1,57	1,61
	32,5%	1,39	1,42	1,45	1,48	1,51	1,54	1,58
	30,0%	1,37	1,39	1,42	1,45	1,48	1,51	1,54
Giá mục tiêu								
	40,0%	24.400	25.000	25.700	26.300	27.000	27.700	28.400
	37,5%	24.000	24.500	25.100	25.800	26.400	27.000	27.700
	35,0%	23.600	24.100	24.700	25.200	25.800	26.400	27.000
	32,5%	23.200	23.700	24.200	24.800	25.300	25.800	26.400
30,0%	22.900	23.400	23.900	24.400	24.900	25.400	25.900	
Lợi nhuận kỳ vọng								
	40,0%	3,0%	5,5%	8,4%	11,0%	13,9%	16,9%	19,8%
	37,5%	1,3%	3,4%	5,9%	8,9%	11,4%	13,9%	16,9%
	35,0%	-0,4%	1,7%	4,2%	6,3%	8,9%	11,4%	13,9%
	32,5%	-2,1%	0,0%	2,1%	4,6%	6,8%	8,9%	11,4%
30,0%	-3,4%	-1,3%	0,8%	3,0%	5,1%	7,2%	9,3%	

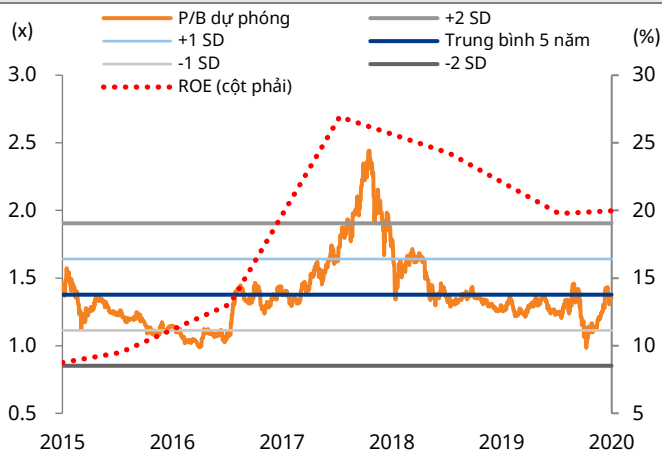
Nguồn: Phòng Phân tích MASVN

Hai biến số quan trọng trong mô hình định giá là ROE và tỷ lệ lợi nhuận giữ lại. Chúng tôi kiểm tra độ nhạy của mức giá mục tiêu sẽ thay đổi thế nào khi 2 biến số này đồng thời thay đổi, kết quả được trình bày như trong bảng 6. Cụ thể, mức ROE được dự báo là 20%, và tăng giảm ± 0,75 điểm %. Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại để tính mức tăng trưởng dài hạn được dự báo ở mức 35%, và cho dao động trong vùng từ 30% đến 40%. Theo đó, vùng định giá hợp lý cho ACB nằm trong khoảng 24.100—26.200 đồng, tương ứng mức P/B từ khoảng 1,44—1,57x.

Định giá lịch sử: Nhìn lại sự vận động của giá cổ phiếu trong 5 năm qua dưới góc nhìn định giá (hình 36 và 37), chúng tôi nhận thấy cổ phiếu ACB đang giao dịch cận mức P/B trung bình 5 năm là 1,4x. Đáng lưu ý, định giá của cổ phiếu đã phản ánh sự cải thiện ROE đáng kể sau giai đoạn tự tái cấu trúc (2017-2018) từ mức 13.7%-26.7%. Sau đó, giá cổ phiếu ACB đạt đỉnh vào tháng 4 năm 2018 và chịu sự điều chỉnh giảm mạnh cùng với thị trường chung.

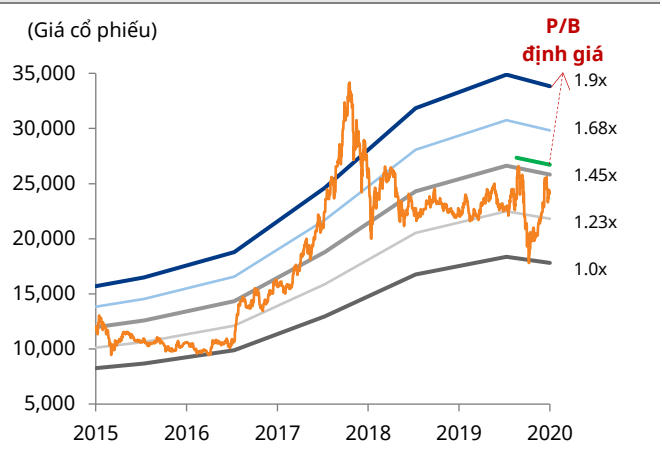
Định giá tương đối: Về định giá tương đối (Hình 38), chúng tôi chia ra 4 góc phần tư dựa trên ROE trung bình ngành (19%) và P/B trung bình (1,6x). Trong đó, ACB nằm ở góc phần tư (IV) có suất sinh lời (ROE) cao và có mức định giá thấp. Tuy nhiên, kể từ quý 3 năm 2018, cổ phiếu ACB đang giao dịch với mức chiết khấu cao so với ngành (Hình 41), mặc dù có ROE cao hơn trung bình các ngân hàng còn lại (Hình 40). Như vậy, giá cổ phiếu ACB đã phản ánh được sự cải thiện ROE lên mức cao vượt trội trước đó. Trên cơ sở đó, chúng tôi cho rằng mức định giá cổ phiếu ACB hiện tại cũng phản ánh trước khả năng sụt giảm ROE trong các năm tới.

Hình 36. Đồ thị định giá theo P/B dự phóng



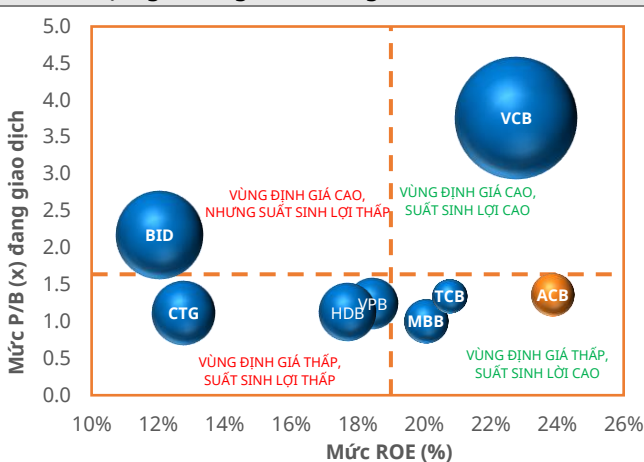
Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN

Hình 37. Vùng giá tương ứng mức P/B dự phóng



Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN

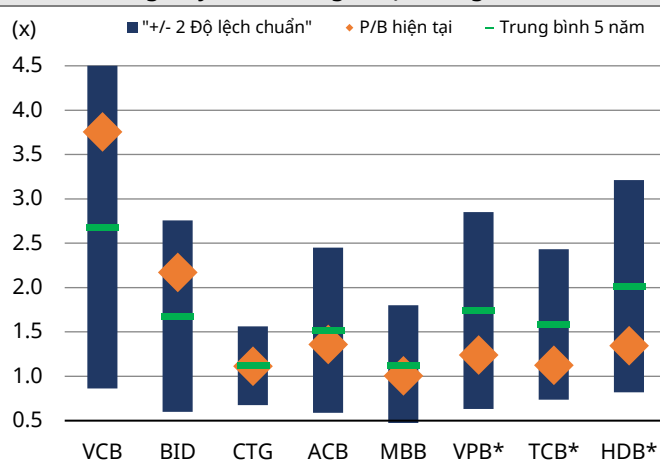
Hình 38. Định giá tương đối so với ngành



Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN

Ghi chú: Kích cỡ quả cầu thể hiện quy mô vốn hóa thị trường của cổ phiếu.

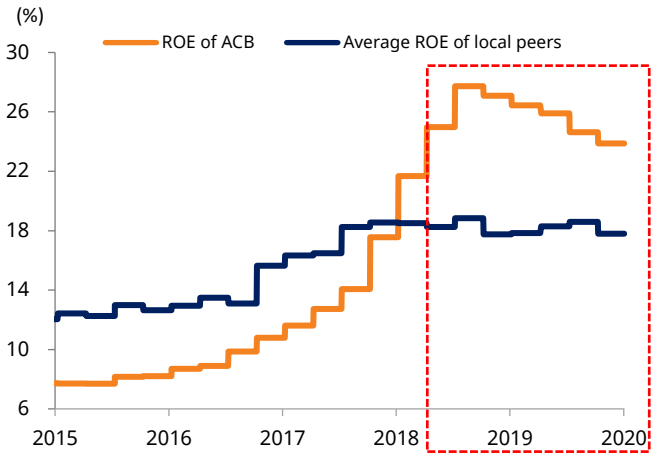
Hình 39. Vùng thay đổi của P/B giao dịch trong 5 năm



Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN

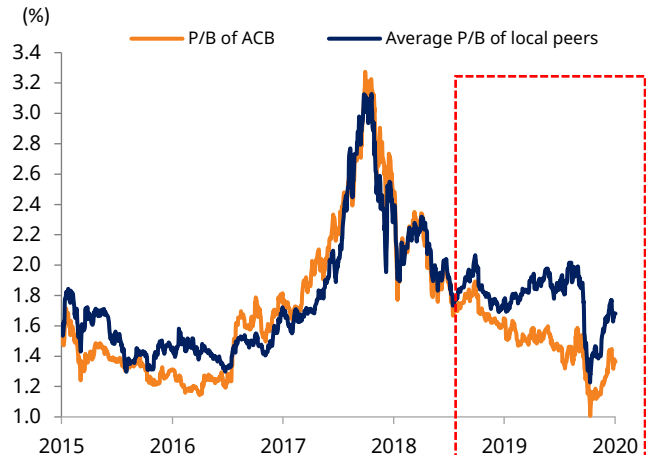
Ghi chú: (*) Các cổ phiếu có thời gian niêm yết chưa đến 5 năm.

Hình 40. ACB đang có mức ROE cao hơn so với ngành



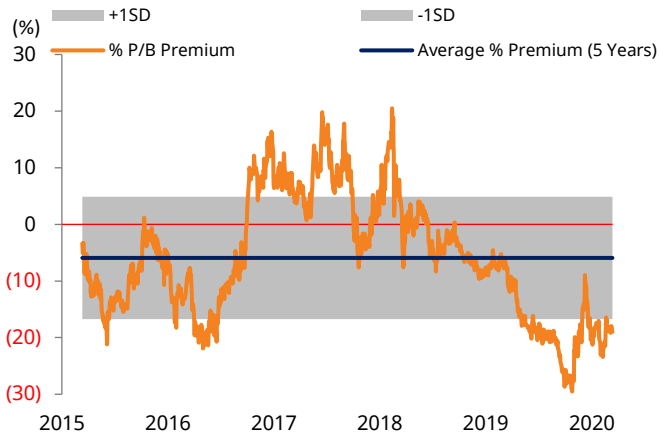
Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN

Hình 41. Cổ phiếu đang được định giá thấp hơn



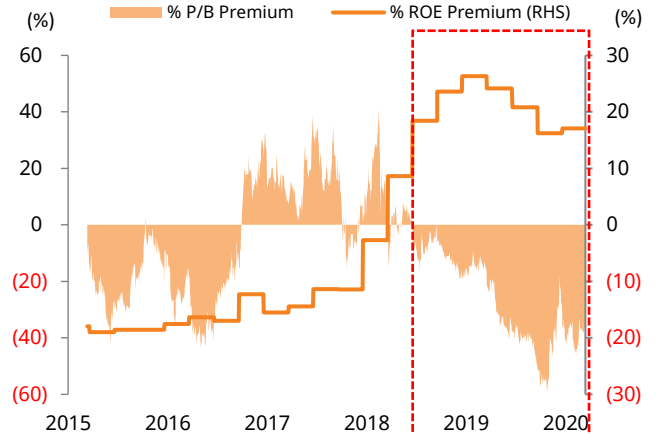
Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN

Hình 42. Vùng thay đổi của phần bù/chiết khấu P/B



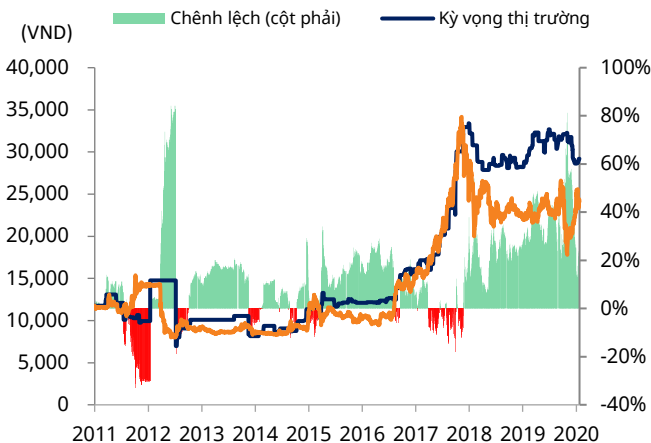
Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN

Hình 43. Tương quan giữa phần bù ROE và phần bù P/B



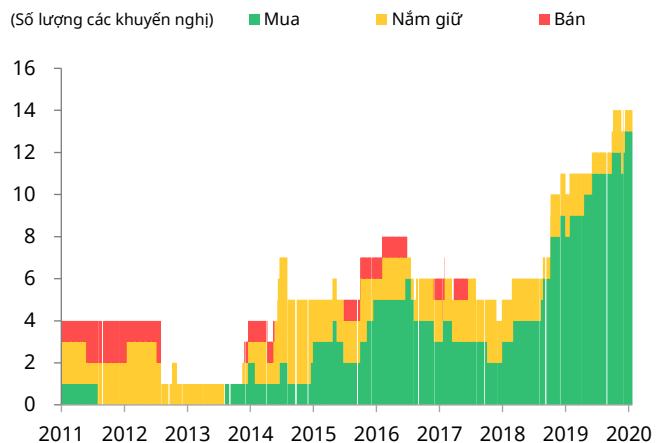
Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN

Hình 44. Chênh lệch giá cổ phiếu và định giá của thị trường



Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN

Hình 45. Kỳ vọng của thị trường



Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN

Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB VN/NĂM GIỮ/GIÁ MỤC TIÊU 12 THÁNG: VND25.200)

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh hợp nhất (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi và các khoản tương đương	28.346	31.650	38.037	45.827
Chi phí lãi và các khoản tương đương	16.205	19.223	22.820	27.196
Thu nhập lãi thuần	12.141	12.428	15.217	18.630
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	1.896	2.425	3.108	3.997
Lãi thuần từ hoạt động khác	2.106	2.320	1.959	1.899
Tổng thu nhập ròng từ hoạt động	16.143	17.172	20.285	24.526
Tổng chi phí hoạt động	8.354	8.038	9.408	11.286
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng (PPOP)	7.790	9.134	10.877	13.240
Tổng chi phí dự phòng	274	1.211	1.346	2.039
Lợi nhuận hoạt động	7.516	7.923	9.531	11.201
Thu nhập khác (ngoài HĐKD)	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	7.516	7.923	9.531	11.201
Chi phí thuế	1.506	1.585	1.906	2.240
Lợi nhuận sau thuế	6.010	6.339	7.625	8.961
Lợi nhuận sau thuế (loại trừ cổ đông thiểu số)	6.010	6.339	7.625	8.961
Lợi nhuận sau thuế (điều chỉnh)	6.010	6.339	7.625	8.961
Thu nhập ròng từ HĐKD lõi	14.037	14.852	18.326	22.627
PPOP lõi	5.684	6.815	8.918	11.341

Phân tích Dupont (%)

Thu nhập từ lãi	8,0	7,6	7,9	8,3
Chi phí trả lãi	4,5	4,6	4,7	4,9
Thu nhập lãi thuần	3,4	3,0	3,2	3,4
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	0,5	0,6	0,6	0,7
Lãi thuần từ hoạt động khác	0,6	0,6	0,4	0,3
Tổng thu nhập ròng từ hoạt động	4,5	4,1	4,2	4,4
Tổng chi phí hoạt động	2,3	1,9	2,0	2,0
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng	2,2	2,2	2,3	2,4
Tổng chi phí dự phòng	0,1	0,3	0,3	0,4
Thu nhập khác (ngoài HĐKD)	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận trước thuế	2,1	1,9	2,0	2,0
Chi phí thuế	0,4	0,4	0,4	0,4
Lợi nhuận sau thuế	1,7	1,5	1,6	1,6
ROA	1,7	1,5	1,6	1,6
Số nhân vốn chủ sở hữu (x)	14,6	13,2	12,7	12,6
ROE	24,2	20,0	20,0	20,0

Chất lượng tài sản (%)

Tỷ lệ nợ xấu	0,54	0,88	1,1	1,3
Tỷ lệ nợ xấu mở rộng (gồm nợ nhóm 2)	0,8	1,4	1,7	1,9
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	175,0	122,1	104,6	104,5
Dự phòng trên tổng dư nợ cho vay	0,8	0,9	1,0	1,1
Chi phí tín dụng (trên tổng dư nợ)	0,1	0,4	0,4	0,5
Chi phí tín dụng (gồm nợ ngoại bảng)	0,1	0,3	0,3	0,4

Định giá trên mỗi cổ phần (đồng)

EPS (theo báo cáo)	3.632	2.915	2.971	2.869
EPS (điều chỉnh)	2.743	3.046	3.315	3.446
Giá trị sổ sách	16.761	16.243	15.888	15.492
Cổ tức	0	0	0	100
PPOP	4.787	4.226	4.265	4.326

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, ước tính của Phòng Phân tích MASVN

Bảng cân đối kế toán hợp nhất (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và các khoản tương đương	47.200	51.318	61.305	71.398
Chứng khoán đầu tư và kinh doanh	59.400	63.453	64.252	65.911
Cho vay khách hàng	266.165	304.240	351.389	406.387
Tài sản hữu hình	3.538	3.965	4.361	4.797
Tài sản khác	7.212	25.538	32.308	43.170
Tổng tài sản	383.514	448.513	513.615	591.663
Tiền gửi của khách hàng	308.929	353.477	409.773	476.158
Tiền gửi và vay các TCTD khác	19.763	15.391	20.527	23.487
Phát hành giấy tờ có giá	19.673	35.109	32.420	33.193
Các khoản nợ khác	7.384	9.427	10.370	11.407
Tổng nợ phải trả	355.749	413.404	473.090	544.244
Vốn của TCTD	16.627	21.616	25.506	30.608
Trái phiếu chuyển đổi	0	0	0	0
Thặng dư vốn cổ phần	271,8	310	310	310
Lợi nhuận giữ lại	6.370	7.572	9.097	10.889
Quỹ của TCTD	-100	0	0	0
Khoản điều chỉnh vốn	4.596	5.612	5.612	5.612
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	27.765	35.109	40.525	47.419

Các chỉ số chính (%)

Tăng trưởng (% YoY)

Tổng tín dụng (ngân hàng)	16,6	14,4	15,6	15,9
Tín dụng ròng	16,7	14,3	15,5	15,7
Huy động	14,4	14,4	15,9	16,2
Vốn chủ sở hữu	32,1	26,5	15,4	17,0
Tổng tài sản	16,5	16,9	14,5	15,2
Thu nhập lãi thuần	16,9	2,4	22,4	22,4
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	26,6	27,9	28,2	28,6
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng	6,4	17,3	19,1	21,7
Lợi nhuận hoạt động	17,6	5,4	20,3	17,5
Lợi nhuận sau thuế	17,0	5,5	20,3	17,5

Khả năng sinh lời (%)

Chênh lệch biên lãi suất (NIS)	2,4	2,4	2,7	2,9
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM)	3,6	3,16	3,4	3,7
Biên lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	48,3	53,2	53,6	54,0
ROA	1,66	1,5	1,6	1,6
ROE	24,2	20,0	20,0	20,0

Tỷ lệ thanh khoản (%)

Tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR)	87,0	87,0	86,8	86,5
Tỷ lệ cho vay trên tổng tài sản	69,3	68,6	68,4	68,7

Hệ số an toàn vốn (%)

Hệ số CAR	10,9	11,8	11,9	12,1
Hệ số vốn cấp 1 (Tier 1)	9,7	10,6	10,8	11,1
Hệ số vốn cấp 2 (Tier 2)	1,3	1,2	1,1	1,0

Hiệu quả hoạt động (%)

Tỷ lệ chi phí trên thu nhập	51,7	50,0	50,0	50,0
Tỷ lệ chi phí trên tổng tài sản	2,2	1,8	1,8	1,9

Cổ tức (%)

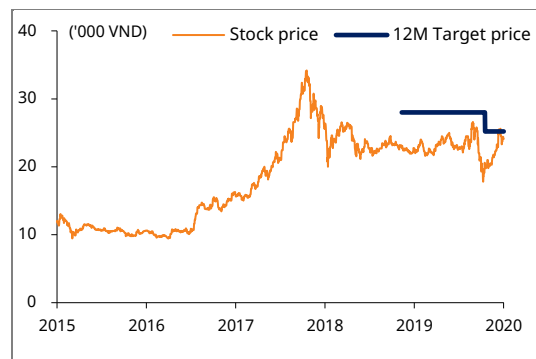
Tỷ lệ chi trả	0	0	0	3,5
---------------	---	---	---	-----

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
Asia Commercial Joint Stock Bank (ACB VN)	3/5/19	Buy	VND28,000
	8/4/20	Buy	VND25,200
	22/6/20	Hold	VND25,200



Stock Ratings

Buy	: Relative performance of 20% or greater
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility
Hold	: Relative performance of -10% and 10%
Sell	: Relative performance of -10%

Industry Ratings

Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (—), Not covered (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

* The achievement of the target price may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset Daewoo and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS) policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: Mirae Asset Daewoo is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset Daewoo or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset Daewoo. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset Daewoo or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset Daewoo and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset Daewoo International Network**Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)**

Global Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai
200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila
Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brasil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

7th Floor, Le Meridien Building
3C Ton Duc Thang Street
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-2222

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)