

Ngân hàng TMCP Quân Đội

(MBB VN)

Báo cáo cập nhật

NĂM GIỮ
GIÁ MỤC TIÊU: 18.400
(Upside: +2,8%)

Công ty Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

Tran Nguyen tran.ntb@miraeasset.com.vn

Cập nhật triển vọng kinh doanh

Lợi nhuận sau thuế 9 tháng đầu năm tăng 6,4% so với cùng kỳ; kỳ vọng lợi nhuận sau thuế quý 4 sẽ tăng 13% so với cùng kỳ

- Chúng tôi kỳ vọng cầu tín dụng sẽ tiếp tục tăng cao vào các tháng cuối năm, do đó, tổng cho vay năm nay có khả năng sẽ tăng lên khoảng 11,8% từ mức 7,3% trong 9 tháng đầu năm. Nếu tăng cả trái phiếu doanh nghiệp, tín dụng năm nay được kỳ vọng tăng đến 16,7% so với 2019 (từ mức 11,8% trong 9 tháng cuối năm).
- Vị thế thanh khoản được cải thiện là điểm đáng chú ý nhất trong báo cáo quý 3, với tỷ lệ tiền gửi trên tổng vốn huy động hồi phục từ mức 73,2% quý trước lên 84,5%.
- Việc đẩy mạnh trái phiếu doanh nghiệp không chỉ bù đắp lại tăng trưởng cho vay thấp, mà còn giúp tăng lợi suất đầu tư. Nhờ vậy, suất sinh lời tài sản bình quân năm nay được chúng tôi kỳ vọng ở mức 8,125% (chỉ giảm 65 điểm cơ bản so với 2019). Trong khi đó, chi phí sử dụng vốn bình quân được kỳ vọng sẽ giảm 105 điểm cơ bản xuống còn 4,28%. Tổng hợp lại, NIM năm 2020 có thể chỉ giảm nhẹ 9 điểm cơ bản xuống mức 4,99%. Với mức NIM kỳ vọng, chúng tôi ước tính thu nhập lãi thuần quý 4 sẽ tăng 7,4% so với cùng kỳ, và mức tăng cả năm vào khoảng 9,8%.
- Thu nhập ròng từ phí lũy kế 9 tháng tăng 7,5% so với cùng kỳ, kỳ vọng cả năm tăng 7,8%.

Quan điểm đầu tư

Tích cực: 1) Tăng tỷ lệ an toàn vốn; 2) Cải thiện hiệu quả hoạt động; 3) Tăng trưởng lợi nhuận được hỗ trợ bởi các yếu tố như chiến lược bán chéo sản phẩm, CASA cao và NIM cao.

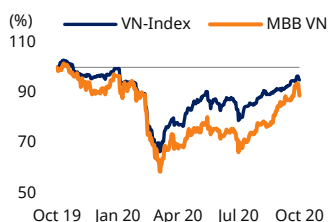
Tiêu cực: 1) Dự phòng tích lũy của MBB ở mức tương đối, do đó, khi chất lượng tài sản suy giảm, áp lực trích lập dự phòng sẽ lớn, khiến lợi nhuận sụt giảm; 2) Chuyển đổi cơ cấu tín dụng sang trái phiếu doanh nghiệp khiến rủi ro tín dụng gia tăng; 3) Gia tăng cạnh tranh.

Định giá

Mức giá hợp lý là 18.400 đồng, tương ứng với mức định giá P/B là 1,05x

- Do yêu cầu gia tăng lớp vốn đệm đảm bảo tiêu chuẩn an toàn vốn, mức ROE trung bình 5 năm tới được chúng tôi kỳ vọng là 15,8%, tương đương với mức bình quân của giai đoạn 5 năm trước đó 2016-2020F.

Các chỉ báo tham khảo



Giá hiện tại (27/10/2020, VND)	17.900	Vốn hoá (tỷ đồng)	49.639
Lợi nhuận sau thuế (20F, tỷ đồng)	8.445	SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2.773
Kỳ vọng thị trường (20F, tỷ đồng)	7.681	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	66,9
Tăng trưởng EPS (20F, %)	-16,1	Tỷ lệ sở hữu của NGTTN (%)	23,0
P/E (20F, x)	6,3	Beta (12M)	1,0
P/E thị trường (20F, x)	15,5	Giá thấp nhất 52 tuần	11.435
VN-INDEX	946,5	Giá cao nhất 52 tuần	20.783

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	5,0	29,1	-10,5
Tương đối	0,8	6,0	-5,5

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính (31/12)	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	11.281	14.624	18.078	19.855	23.582	26.231
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	3.110	5.817	7.001	7.542	9.367	10.333
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	4.616	7.767	10.036	10.903	14.238	16.667
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	3.520	6.113	7.823	8.445	10.963	12.866
EPS (đồng)	1.520	2.619	3.596	3.018	3.561	3.980
Tăng trưởng EPS	19,5	72,4	37,3	-16,1	18,0	11,8
P/E (x)	13,0	6,9	5,8	6,1	5,2	4,6
P/POP (x)	5,8	3,9	3,2	3,1	2,8	2,6
P/B (x)	1,6	1,3	1,3	1,0	0,9	0,8
ROE (%)	12,5	19,2	21,1	18,2	19,0	18,7
Tỷ suất cổ tức (%)	2,2	2,6	2,7	0,0	0,0	3,3

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 U C L U C

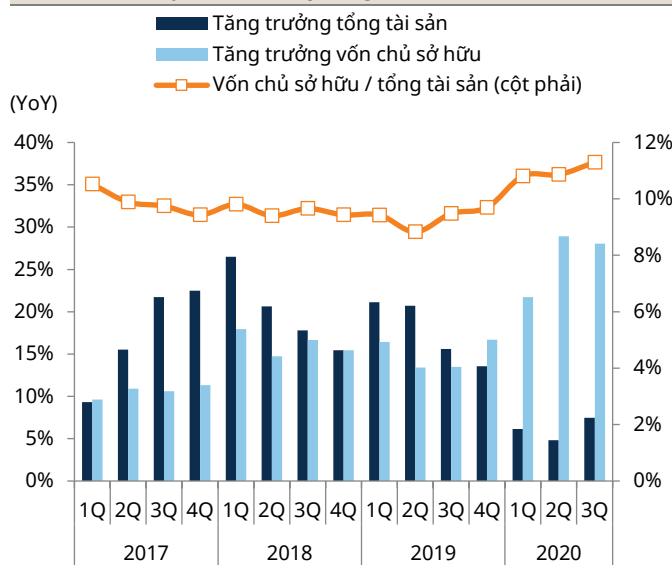
Đánh giá kết quả kinh doanh quý 3 năm 2020	3
1. Tiếp tục tăng vốn tự có	3
2. Tỷ lệ nợ xấu tăng, dự phòng tích lũy còn mỏng	3
3. Thị phần tín dụng được phục hồi, CIR tăng cao hơn kỳ vọng	4
4. Kết quả kinh doanh không xấu như kỳ vọng ban đầu	5
5. Vị thế thanh khoản được cải thiện	9
Định giá	10
1. Triển vọng lợi nhuận	10
2. Định giá	11
Quan điểm đầu tư	13
1. Tích cực	13
2. Tiêu cực	13

Đánh giá kết quả kinh doanh quý 3 năm 2020

1. Tiếp tục tăng vốn tự có

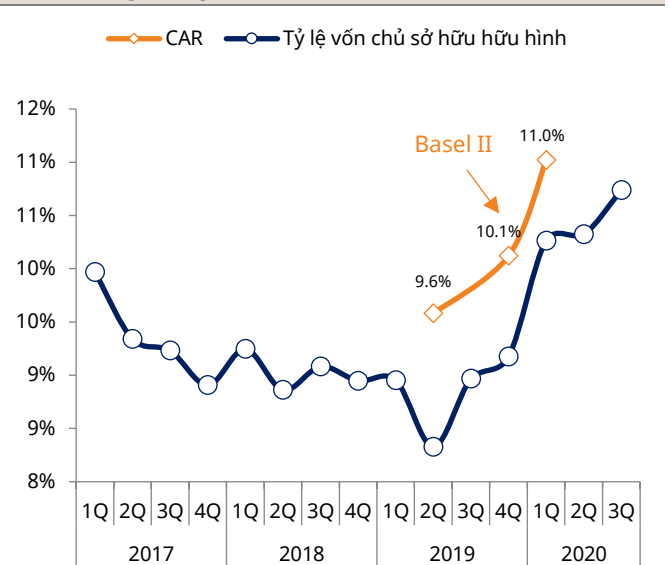
Các tỷ lệ đòn bẩy cho thấy vị thế vốn của ngân hàng tiếp tục được củng cố (xem Hình 1 và 2). Chúng tôi kỳ vọng CAR năm 2020 sẽ ở mức 11.1%, với hệ số vốn cấp 1 là 10.1% nhờ: 1) ngân hàng đã chi trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 15% (tức phát hành thêm 361.714.011 cổ phiếu) vào ngày 13/10 vừa qua (sẽ ghi nhận trong báo cáo tài chính quý 4); 2) kế hoạch phân phối 25.616.120 cổ phiếu quỹ còn lại cho cổ đông hiện hữu. Ngoài lợi nhuận giữ lại, chúng tôi thấy ngân hàng có nhiều lựa chọn để tăng vốn tự có, chẳng hạn như 7% room ngoại được giữ lại cho nhà đầu tư chiến lược.

Hình 1. Đòn bẩy tài chính tiếp tục giảm



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 2. Tăng cường mức độ an toàn vốn theo Basel II



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN. Lưu ý, hai công ty con là công ty bảo hiểm MB Aqees và MIC được loại trừ khi tính CAR hợp nhất.

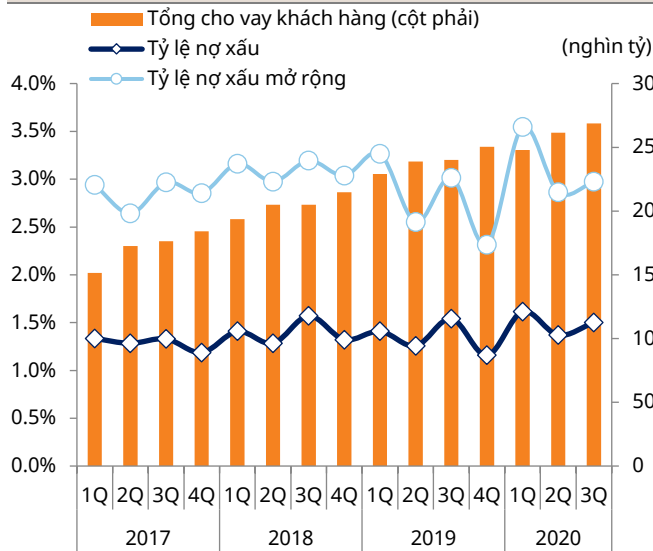
2. Tỷ lệ nợ xấu tăng, dự phòng tích lũy còn mỏng

Trong quý 3, cả tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ nợ xấu mở rộng (bao gồm nợ nhóm 2) tăng thêm lần lượt là 13 và 11 điểm cơ bản so với quý trước lên mức 1,5% (+35bps YTD) và 3% (+66bps YTD). Tuy nhiên về mặt tích cực, chúng tôi ước tính tỷ lệ nợ xấu quý 3 của công ty tài chính tiêu dùng Mcredit giảm 15 điểm cơ bản so với quý trước xuống còn 4,7% (-24bps YTD), đạt kỳ vọng của ban quản trị là dưới 6%. Dù vậy, quy mô tín dụng của Mcredit chỉ chiếm tỷ trọng thấp trong tổng tín dụng hợp nhất (khoảng 4%). Việc cơ cấu nợ theo Thông tư 01/2020/TT-NHNN (viết tắt là TT01) giúp cho tỷ lệ nợ xấu năm nay sẽ không tăng quá cao, cũng như để các đối tượng bị ảnh hưởng có thời gian phục hồi hoạt động sản xuất kinh doanh sau dịch và không chuyển hóa thành nợ xấu. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu năm nay sẽ tăng lên mức 1,5% (+34bps YoY), so với kỳ vọng của ngân hàng là dưới 1,9%; trong khi đó, tỷ lệ nợ xấu mở rộng sẽ khoảng 3% (+69bps YoY).

Tỷ lệ chi phí tín dụng quý 3 (chuẩn hóa theo năm) tiếp tục giảm xuống còn 1,32% so với tổng tín dụng, sau khi tăng đáng kể lên mức 3,38% vào quý 1. Tính theo 12 tháng gần nhất, chi phí tín dụng lên đến 2,1% (so với mức 1,95% năm 2019). Theo dự báo của chúng tôi, tỷ lệ chi phí tín dụng năm 2020 vào khoảng 2,5%. Tương đương, mức dự phòng trích lập mới trong quý 4 sẽ khoảng 1.483 tỷ (tăng 22,2% so với cùng kỳ). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu đến cuối quý 3 là 119% (giảm 2,2 điểm % so với quý 2). Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ bao phủ nợ xấu vào cuối năm nay sẽ vào khoảng 111,4% (+95bps YoY).

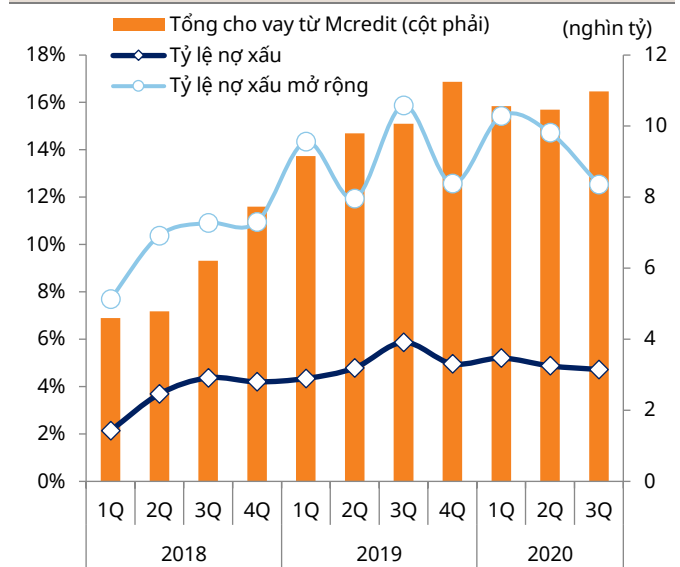
Tuy tỷ lệ nợ xấu của cả công ty tài chính tiêu dùng Mcredit và hợp nhất đều cho thấy sự ổn định cho đến thời điểm hiện tại, chúng tôi nghiêng về phía rủi ro tín dụng gia tăng do: 1) tỷ lệ nợ bị ảnh hưởng bởi dịch đã được cơ cấu giữ nguyên nhóm nợ theo TT01 đã lên đến 2,7% (tính đến cuối tháng 5), có nguy cơ thành nợ xấu sau hết thời hạn cơ cấu; 2) tỷ lệ bao phủ nợ xấu tương đối thấp cho các khoản nợ xấu tiềm ẩn (xem Hình 6).

Hình 3. Tỷ lệ nợ xấu nội bảng (hợp nhất)



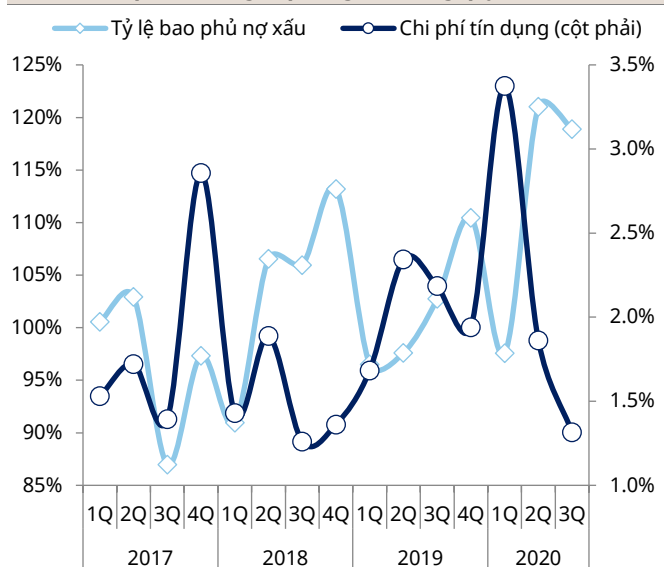
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN
Lưu ý: Tỷ lệ nợ xấu mở rộng bao gồm thêm nợ nhóm 2.

Hình 4. Tỷ lệ nợ xấu của công ty con MCredit



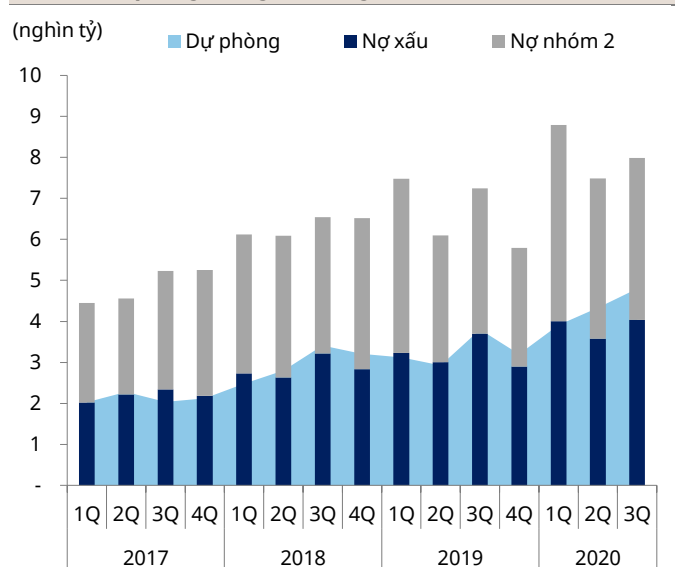
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính

Hình 5. Chi phí tín dụng tiếp tục giảm trong quý 3



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 6. Dự phòng tương đối mỏng so với nợ xấu tiềm ẩn



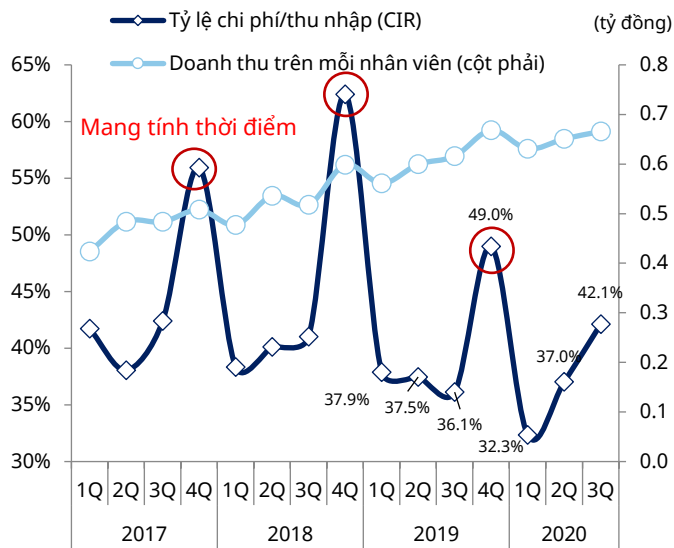
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

3. Thị phần tín dụng được phục hồi, CIR tăng cao hơn kỳ vọng

Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) quý 3 tăng 5,1 điểm % so với quý trước lên mức 42,1%. Tính chung cả 9 tháng, CIR đang ở mức 37,3% (tăng không đáng kể so với giai đoạn cùng kỳ). Do đó, kỳ vọng tỷ lệ CIR năm 2020 vào khoảng 38% (-2.5 điểm % so với cùng kỳ) sẽ ít khả thi. Theo kỳ vọng của ngân hàng là giảm CIR năm 2020 xuống từ 1-2 điểm %. Do đó, chúng tôi điều chỉnh kỳ vọng CIR năm 2020 lên mức 39,5%, tức chỉ giảm 1 điểm % so với 2019.

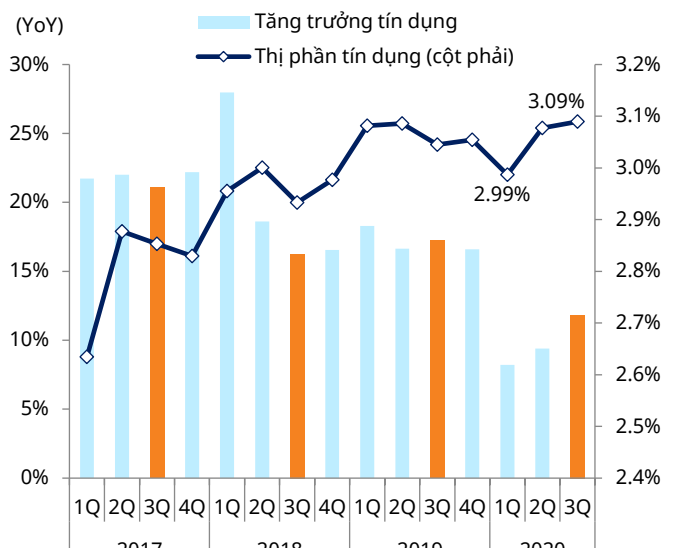
Trong quý 3, dư nợ cho vay tăng 2,6% so với quý 2, tăng 6,8% so với cuối năm 2019 và tăng 11,6% so với cùng kỳ. Nhờ nhu cầu tín dụng hồi phục, nên thị phần tín dụng của MBB ước tính được củng cố ở mức 3,1% sau khi giảm mạnh trong quý 1.

Hình 7. CIR năm 2020 sẽ khó giảm như kỳ vọng



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 8. Thị phần tín dụng ước tính được cải thiện nhẹ



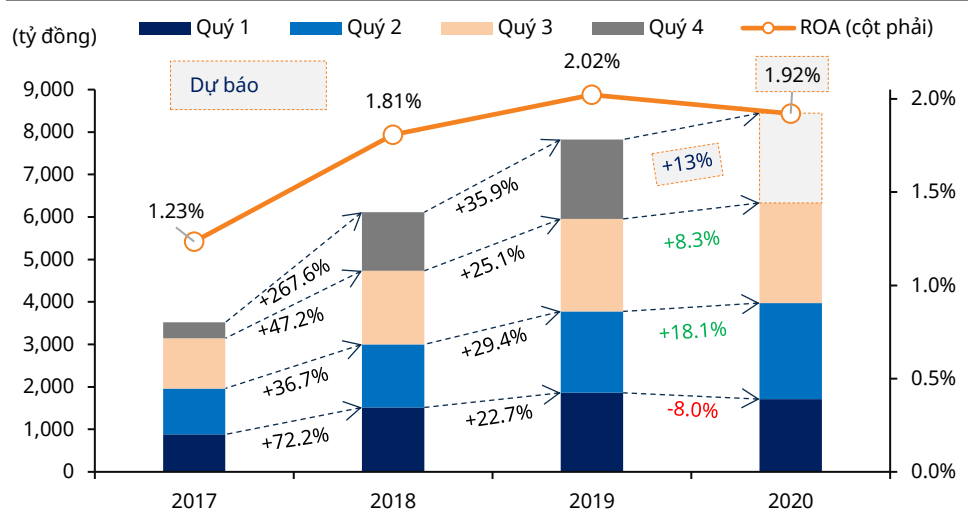
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính

4. Kết quả kinh doanh không xấu như kỳ vọng ban đầu

Lợi nhuận sau thuế 9 tháng đầu năm tăng 6,4% so với cùng kỳ; kỳ vọng lợi nhuận sau thuế quý 4 sẽ tăng 13% so với cùng kỳ

Lợi nhuận sau thuế quý 3 tăng 8,3% so với cùng kỳ. Tính chung 9 tháng đầu năm, lợi nhuận sau thuế, lợi nhuận sau thuế của ngân hàng đạt 6.332 tỷ, tăng 6,4% so với cùng kỳ. So với kế hoạch của ngân hàng, lợi nhuận trước thuế 9 tháng đầu năm đạt 90% kế hoạch theo kịch bản xấu và 81% theo kịch bản tốt, do đó, khả năng vượt kế hoạch về lợi nhuận của MBB năm nay là cao. Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế quý 4 sẽ tăng 13% so với cùng kỳ, hay lợi nhuận cả năm 2020 sẽ tăng 8%. Theo đó, ROA năm 2020 được kỳ vọng chỉ giảm 10 điểm cơ bản xuống còn 1,92%, tương ứng ROE được kỳ vọng giảm 2,9 điểm phần trăm còn 18,2%. Chúng tôi kỳ vọng năm 2021 sẽ chứng kiến sự hồi phục từ kết quả kinh doanh, với tỷ lệ ROA và ROE sẽ tăng lên lần lượt 28 và 74 điểm cơ bản so với 2020 lên mức 2.2% và 19%.

Hình 9. Tăng trưởng lợi nhuận theo quý



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

Bảng 1. Phân tích kết quả kinh doanh theo quý

Kết quả kinh doanh	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
Thu nhập lãi thuần	3.303	3.535	3.635	4.151	4.136	4.438	4.596	4.923	4.696	4.692	5.181
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	36,9	28,1	27,1	27,7	25,2	25,5	26,4	18,6	13,6	5,7	12,7
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM %)*	4,6	4,7	4,6	5,1	4,8	4,8	4,9	5,3	5,0	4,9	5,3
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	315	676	710	859	759	1.055	499	873	745	945	796
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	35,5	57,9	89,5	807,3	140,6	55,9	-29,7	1,6	-1,8	-10,4	59,3
Biên lợi nhuận từ phí (%)	35,1	59,4	54,7	36,0	61,6	63,2	33,3	43,2	46,1	48,2	39,6
Lợi nhuận trước dự phòng	2.611	2.878	2.831	2.483	3.389	3.851	4.053	3.634	4.288	4.140	3.899
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	54,4	33,5	35,3	28,7	29,8	33,8	43,2	46,3	26,5	7,5	-3,8
Biên lợi nhuận trước dự phòng (%)	61,7	59,9	59,0	37,6	62,1	62,5	63,9	51,0	67,7	63,0	57,9
Dự phòng	692	967	646	731	964	1.400	1.312	1.214	2.093	1.217	884
Tỷ lệ dự phòng/lợi nhuận trước dự phòng (%)	26,5	33,6	22,8	29,4	28,5	36,3	32,4	33,4	48,8	29,4	22,7
Lợi nhuận trước thuế	1.918	1.911	2.185	1.752	2.424	2.451	2.741	2.420	2.196	2.923	3.015
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	72,5	35,3	47,9	185,6	26,4	28,3	25,4	38,1	-9,4	19,2	10,0
Lợi nhuận sau thuế	1.517	1.481	1.739	1.376	1.861	1.916	2.176	1.870	1.712	2.263	2.357
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	72,2	36,7	47,2	267,6	22,7	29,4	25,1	35,9	-8,0	18,1	8,3
Tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản ROA (%)*	2,0	1,8	2,1	1,6	2,1	2,0	2,2	1,9	1,7	2,2	2,2
Tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu ROE (%)*	20,4	19,1	21,8	16,5	22,0	22,3	24,2	19,9	17,0	20,2	20,0

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

Tăng trưởng tài sản sinh lời được đẩy mạnh và sự dịch chuyển trong cấu trúc tài sản sinh lời giúp thu nhập ròng từ lãi lũy kế 9 tháng tăng trưởng 10,6% so với cùng kỳ

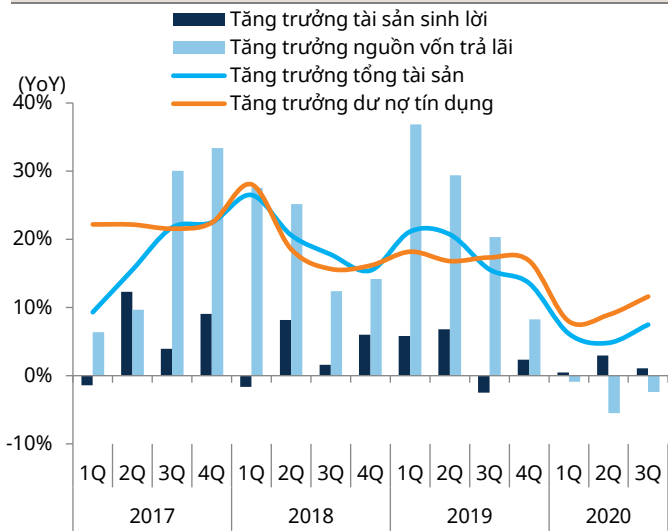
Tiếp tục sự chuyển dịch cơ cấu của tài sản sinh lời trong quý 3 (xem Hình 12 và 13), mục đầu tư trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) tăng 17,6% so với quý trước. Nhờ đó, tổng tín dụng của MBB tăng 11,5% so với cuối năm 2019: 1) TPDN tăng 89,4%; 2) cho vay cá nhân tăng 12,6%; 3) doanh nghiệp FDI tăng 10%; 4) doanh nghiệp nhà nước tăng 7,8%; 5) các công ty tư nhân tăng 3,8%; và 6) Mcredit giảm 2,4%. Với nhu cầu tín dụng phục hồi, cùng với việc đẩy mạnh giải ngân thông qua đầu tư trái phiếu doanh nghiệp, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng (gồm TPDN) năm nay sẽ đạt mức 15,4%.

Lợi suất cho vay đang có xu hướng sụt giảm theo mặt bằng chung, phù hợp với định hướng lãi suất điều hành và các chính sách hỗ trợ khách hàng bị tác động bởi dịch bệnh. Với cấu trúc tín dụng thay đổi, lợi suất cho vay quý 3 (chuẩn hóa theo năm) chỉ giảm 5 điểm cơ bản so với quý 2, trong khi lợi suất đầu tư tăng 37 điểm cơ bản. Tính tổng thể, suất sinh lời tài sản bình quân quý 3 tăng 16 điểm cơ bản. Về phía nguồn vốn, chi phí sử dụng vốn bình quân giảm 19 điểm cơ bản so với quý trước. Tổng hợp lại, tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM) quý 3 tăng 40 điểm cơ bản so với quý trước. Chúng tôi kỳ vọng NIM năm 2020 sẽ giảm 9 điểm cơ bản so với 2019 còn khoảng 5%. Theo đó, thu nhập lãi thuần được kỳ vọng sẽ tăng 9,8% so với cùng kỳ, với mức lũy kế 9 tháng đầu năm tương ứng 73,4% ước tính cả năm.

Thu nhập ròng từ phí lũy kế 9 tháng tăng 7,5% so với cùng kỳ

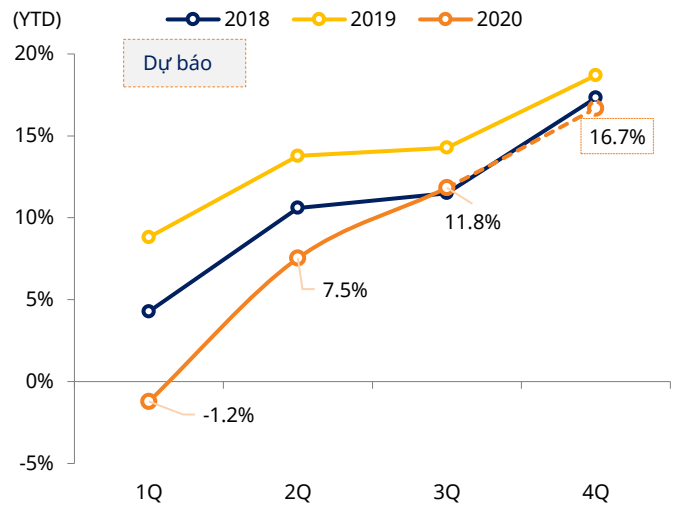
Thu nhập từ phí quý 3 tăng đến 59,3% so với cùng kỳ, chủ yếu do mức ghi nhận thấp vào quý 3/2019. Đáng chú ý, biên thu nhập của mảng này giảm đáng kể trong quý 3 xuống mức 39,6%, do đó, biên lợi nhuận 9 tháng bị kéo giảm xuống 44,5% so với mức 52,5% cùng kỳ năm trước. Chúng tôi cho rằng gia tăng cạnh tranh đã khiến biên lợi nhuận của mảng này sụt giảm. Bên cạnh đó, phần đóng góp của các công ty con cũng chịu ảnh hưởng bởi dịch COVID-19. Do kỳ vọng sự phục hồi trong quý 4, chúng tôi ước tính thu nhập ròng từ phí dịch vụ sẽ tăng nhẹ 7,8% trong năm nay.

Hình 10. Tăng trưởng tài sản sinh lời, giảm nguồn vốn chịu lãi



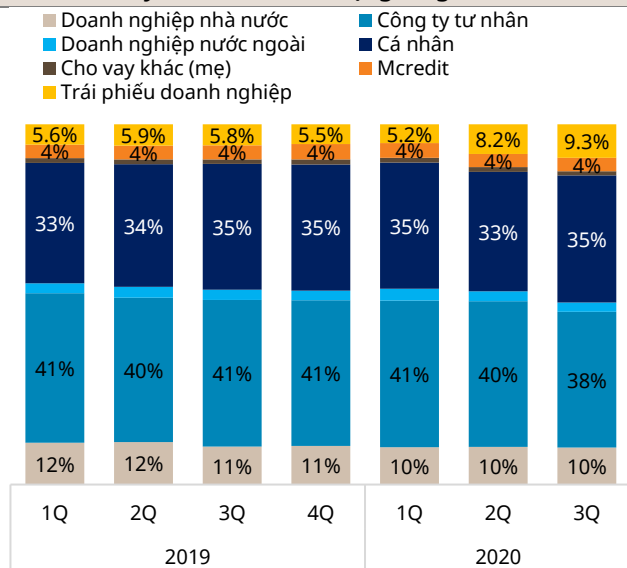
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính

Hình 11. Tăng trưởng tín dụng (gồm TPDN) theo quý



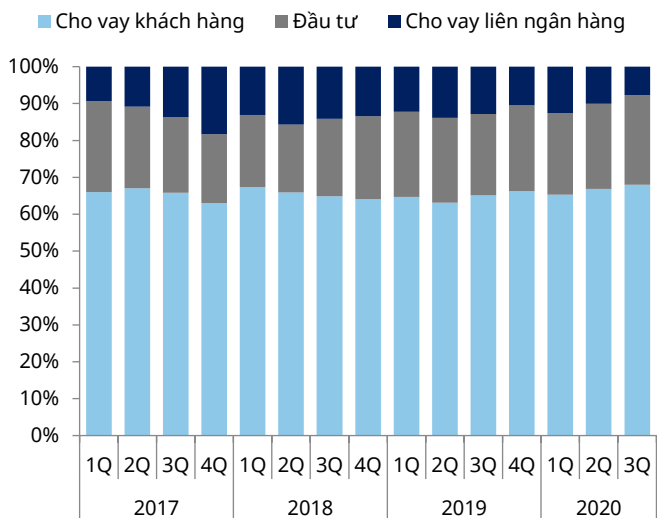
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính

Hình 12. Chuyển đổi cơ cấu tín dụng sang TPDN



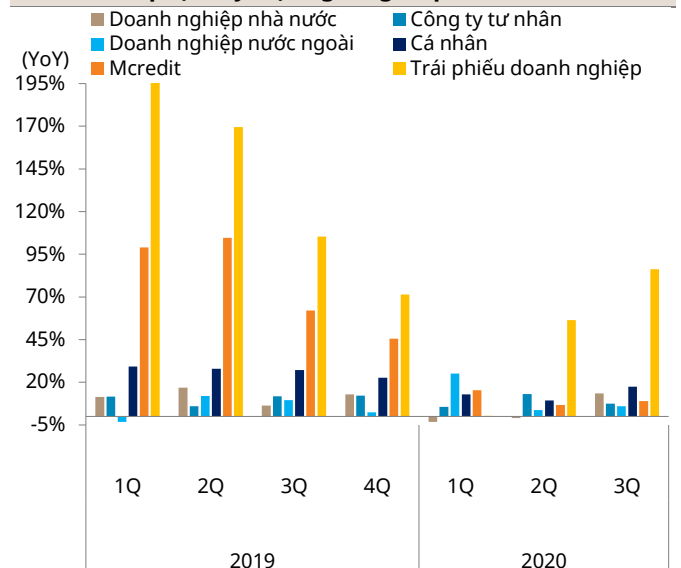
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 14. Cấu trúc tài sản sinh lời



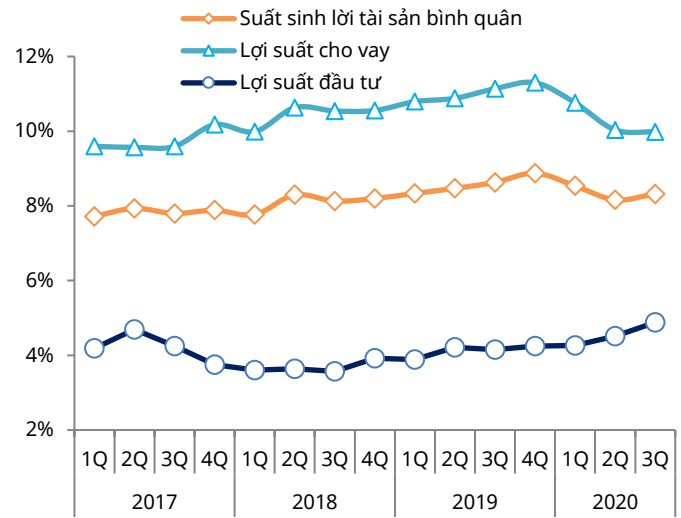
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính

Hình 13. Tiếp tục đẩy mạnh giải ngân qua TPDN



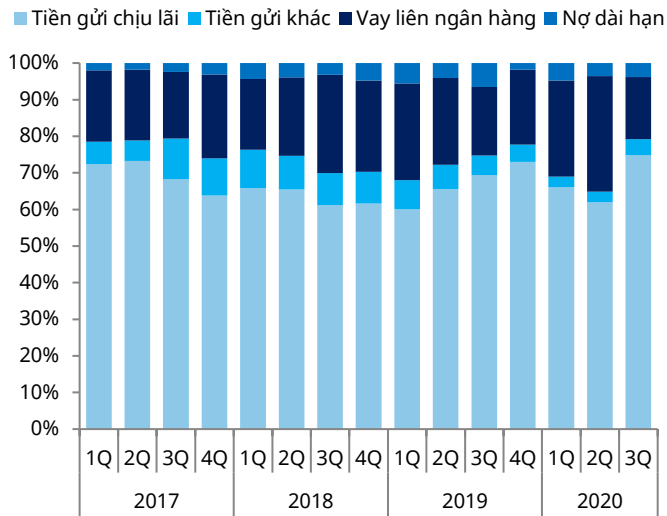
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 15. Suất sinh lời của từng loại tài sản



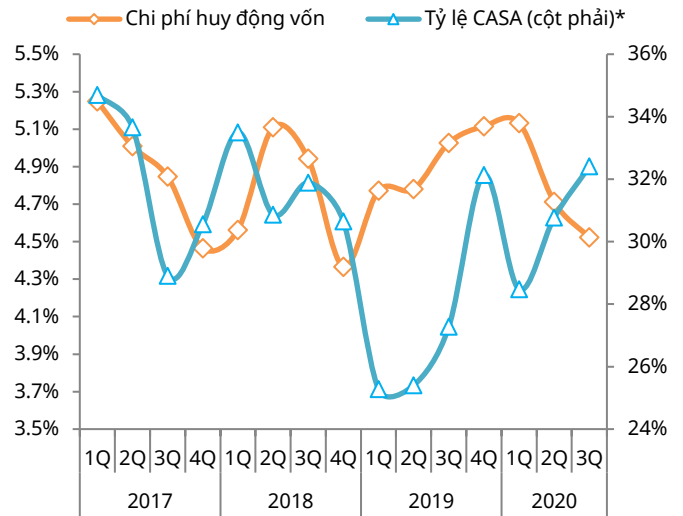
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính

Hình 16. Cấu trúc nguồn vốn (chịu lãi)



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

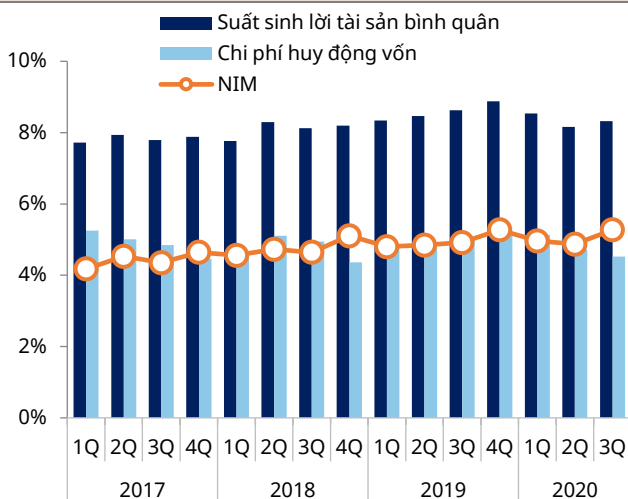
Hình 17. Chi phí huy động vốn bình quân



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

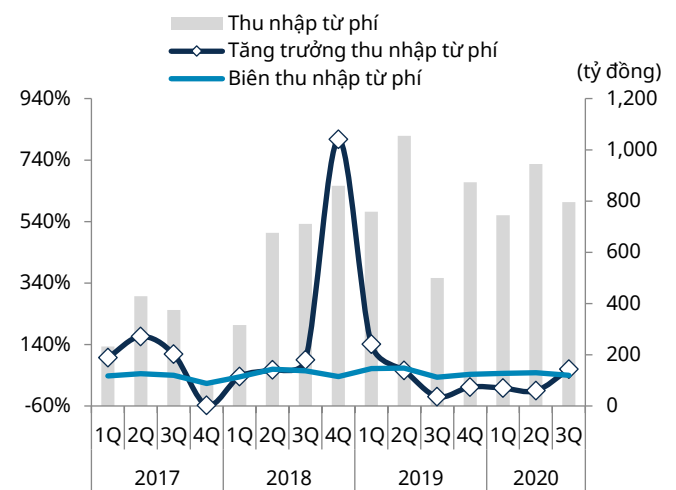
*Tỷ lệ CASA = [(Tiền gửi không kỳ hạn + Tổng vốn chủ sở hữu) / Tổng tài sản]

Hình 18. Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM)



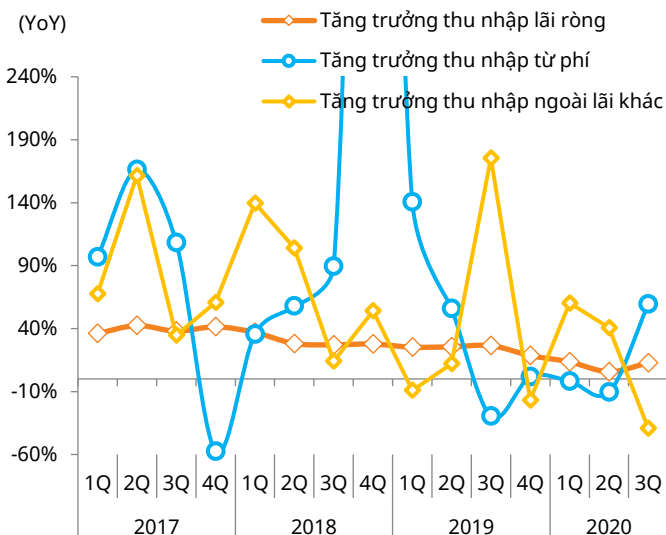
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính

Hình 19. Tăng trưởng thu nhập từ phí và biên lợi nhuận



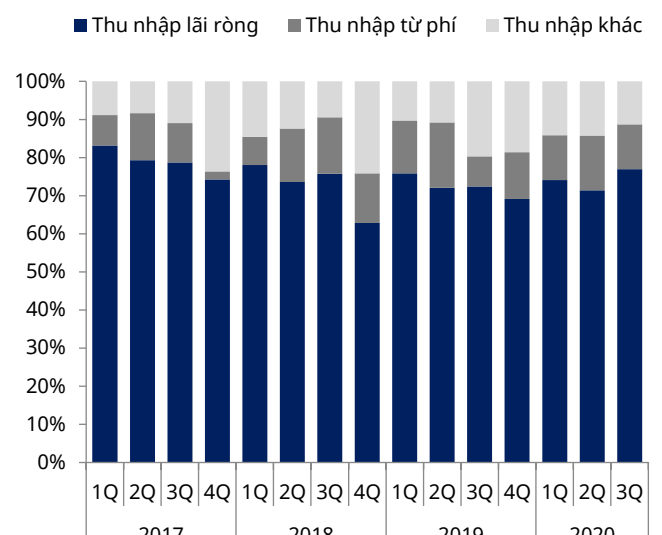
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính

Hình 20. Tăng trưởng của các mảng thu nhập



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

Hình 21. Tỷ trọng của các khoản thu nhập khác đang gia tăng

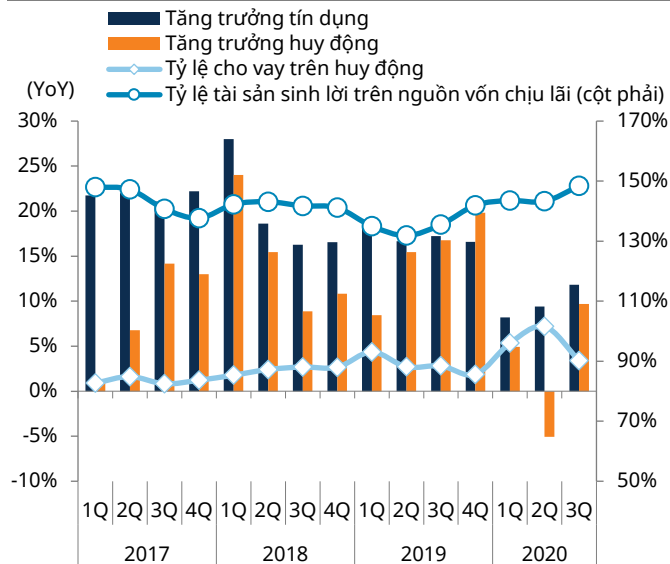


Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính

5. Vị thế thanh khoản được cải thiện

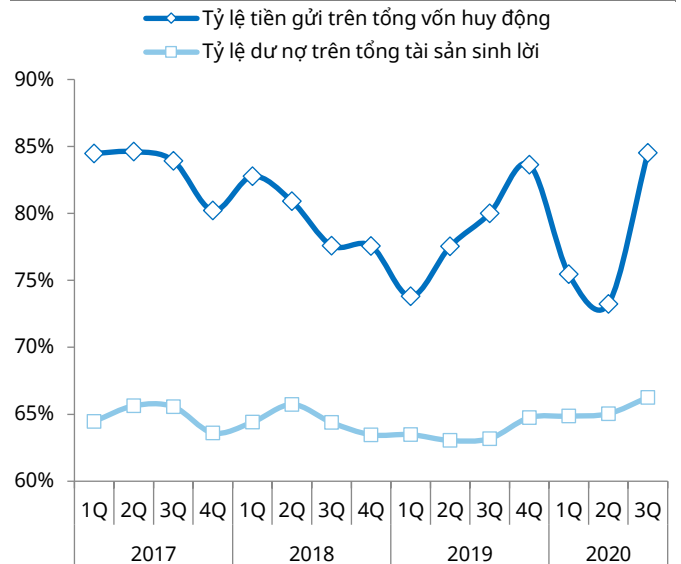
Tỷ lệ tiền gửi trên tổng vốn huy động hồi phục từ mức 73,2% quý trước lên 84,5% là điểm cải thiện đáng chú ý nhất trong báo cáo quý 3. Mục tiền gửi khách hàng tăng 15,7% so với quý 2, và tăng nhẹ 1,9% so với cuối năm 2019. Tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) giảm nhẹ từ 101,6% cuối quý 2 xuống 90,2%. Chúng tôi giả định ngân hàng giữ tỷ lệ LDR ở mức 90% cho cả năm 2020, với tăng trưởng cho vay khoảng 11,8%, thì mục tiền gửi khách hàng sẽ tăng nhẹ 6,4% so với năm 2019. Nhìn chung, vị thế thanh khoản của ngân hàng được cải thiện đáng kể từ quý 3.

Hình 22. Vị thế thanh khoản được cải thiện



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

Hình 23. Tỷ trọng tiền gửi trên tổng vốn huy động tăng trở lại



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

Định giá

1. Triển vọng lợi nhuận

Bảng 2. Cập nhật triển vọng lợi nhuận của MBB sau kết quả kinh doanh quý 3

Chỉ tiêu	2019	Dự báo		Giả định
		2020	2021	
Chỉ tiêu tăng trưởng (%)				
Tổng cho vay	16,6	11,8	11,9	Chúng tôi kỳ vọng cầu tín dụng sẽ tiếp tục tăng cao vào các tháng cuối năm, do đó, tổng cho vay năm nay có khả năng sẽ tăng lên khoảng 11,8% từ mức 7,3% trong 9 tháng đầu năm. Nếu tăng cả trái phiếu doanh nghiệp, tín dụng năm nay được kỳ vọng tăng đến 16,7% so với 2019 (từ mức 11,8% trong 9 tháng cuối năm).
Huy động	19,8	6,4	17,8	Huy động từ tiền gửi khách hàng có dấu hiệu được phục hồi từ quý 3. Do đó, chúng tôi điều chỉnh kỳ vọng tỷ lệ cho vay trên huy động có thể sẽ tăng từ mức 85,6% năm 2019 lên 90% năm nay. Tương ứng với cho vay tăng 11,8%, huy động sẽ tăng 6,4% trong năm nay.
Vốn chủ sở hữu	16,7	33,4	20,7	Kỳ vọng tăng vốn Cấp 1 cao phù hợp với kế hoạch tăng cường vị thế vốn để đảm bảo CAR theo Basel II.
Thu nhập lãi thuần	23,6	9,8	18,8	Việc đẩy mạnh trái phiếu doanh nghiệp không chỉ bù đắp lại tăng trưởng cho vay thấp, mà còn giúp tăng lợi suất đầu tư. Nhờ vậy, suất sinh lời tài sản bình quân năm nay được chúng tôi kỳ vọng giảm 65 điểm cơ bản xuống còn 8,125%. Kênh huy động từ tiền gửi khách hàng tăng thấp, ngân hàng cũng chuyển sang tăng tỷ trọng của cả vay dài hạn và vay trên thị trường 2. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng chi phí sử dụng vốn bình quân sẽ giảm 105 điểm cơ bản xuống còn 4,28%. Tổng hợp lại, NIM năm 2020 có thể chỉ giảm nhẹ 9 điểm cơ bản xuống mức 4,99%. Với mức NIM kỳ vọng, chúng tôi ước tính thu nhập lãi thuần quý 4 sẽ tăng 7,4% so với cùng kỳ, và mức tăng cả năm vào khoảng 9,8%. Sang năm 2021, chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ cải thiện về mức 5,35%; tương ứng, thu nhập lãi thuần được kỳ vọng sẽ tăng 18,8% so với 2020.
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	24,4	7,8	14,8	Do gia tăng cạnh tranh đã khiến biên lợi nhuận của mảng này sụt giảm, chúng tôi kỳ vọng thu nhập ròng từ phí dịch vụ sẽ tăng nhẹ 7,8% trong năm nay.
Lợi nhuận sau thuế	28,0	8,0	29,8	Với tỷ lệ CIR được kỳ vọng giảm nhẹ 1 điểm phần trăm trong năm 2020, lợi nhuận hoạt động trước trích lập dự phòng (PPOP) có thể tăng 11% (thấp hơn mức tăng của năm 2019 là 38,2%). Chi phí tín dụng được kỳ vọng ở quanh mức 2% như năm 2019 (tăng nhẹ 7 điểm cơ bản), nên lợi nhuận trước thuế năm 2020 được kỳ vọng tăng 8,6%, cao hơn nhiều so với kế hoạch của ngân hàng. Theo đó, lợi nhuận sau thuế sẽ tăng khoảng 8% trong năm nay, trước khi phục hồi về mức tăng 2 chữ số trong năm sau.
Chỉ tiêu chất lượng tài sản (%)				
Tỷ lệ nợ xấu	1,2	1,5	1,4	Việc cơ cấu nợ theo TT01 giúp cho tỷ lệ nợ xấu năm nay sẽ không tăng quá cao, cũng như để các đối tượng bị ảnh hưởng có thời gian phục hồi hoạt động sản xuất kinh doanh sau dịch và không chuyển hóa thành nợ xấu. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu năm nay sẽ tăng lên mức 1,5% (+34bps YoY), so với kỳ vọng của ngân hàng là dưới 1,9%; trong khi đó, tỷ lệ nợ xấu mở rộng sẽ khoảng 3% (+69bps YoY).
Tỷ lệ nợ xấu mở rộng (gồm nợ nhóm 2)	2,3	3,0	2,8	
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	110,5	111,4	111,9	Dự phòng trích lập mới trong nửa cuối năm được chúng tôi dự báo sẽ tăng 45,6% so với cùng kỳ (nửa đầu năm tăng 40% YoY). Như vậy, chi phí tín dụng năm nay sẽ tăng vọt lên mức 2,5% (+54bps YoY), và tỷ lệ bao phủ nợ xấu được ước tính sẽ vào khoảng 111,4% (+95bps YoY).

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

2. Định giá

1) Cập nhật định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư

Chúng tôi giữ mức khuyến nghị MBB là **NẮM GIỮ** (với mức giá mục tiêu không đổi là 18.400 đồng, tương ứng mức tăng giá kỳ vọng 2,8%). Mức giá mục tiêu này tương ứng mức định giá P/B là 1,05x. Do yêu cầu gia tăng lớp vốn đệm đảm bảo tiêu chuẩn an toàn vốn như đã trình bày ở trên, mức ROE trung bình 5 năm tới là 15,8%, tương đương với mức bình quân của giai đoạn 5 năm trước đó 2016-2020F. Chúng tôi sử dụng tỷ lệ tăng trưởng dài hạn 4,1%, tương ứng với tỷ lệ lợi nhuận giữ lại của năm cuối dự báo là 26%. Hai biến số quan trọng trong mô hình định giá là ROE và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn. 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 4. Cụ thể, vùng giá mục tiêu thay đổi trong khoảng 16.500–19.650 đồng, khi ROE dao động trong vùng 14,5%–16,5% và tỷ lệ lợi nhuận giữ lại thay đổi trong vùng 3–5%.

Bảng 3. Kết quả định giá P/B theo mô hình thu nhập thặng dư (residual income)

Phương pháp Residual income	Giá trị	Ghi chú
ROE	15,8%	ROE trung bình giai đoạn 2021–2025.
Tăng trưởng dài hạn	4,1%	Mức tăng trưởng dài hạn = ROE x Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại. Với tỷ lệ lợi nhuận giữ lại là 26%.
Chi phí vốn	15,3%	Lãi suất phi rủi ro là lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm = 2,6%; Beta là kết quả mô hình hồi quy, với dữ liệu giá theo tuần trong 2 năm gần nhất = 1,05; Phần bù rủi ro tính từ mô hình là 12%.
P/B mục tiêu	1,05x	Nằm trong khoảng trung bình 5 năm trừ 1 độ lệch chuẩn.
Giá khuyến nghị	VND18.400	Dựa trên giá trị sổ sách kỳ vọng cho năm 2020.
Mức tăng giá kỳ vọng	+2,8%	So với giá đóng cửa ngày 27/10/2020 là 17.900 đồng.

Nguồn: Phòng Phân tích MASVN ước tính

2) Phân tích độ nhạy

Bảng 4. Vùng giá mục tiêu thay đổi theo mức ROE và tỷ lệ lợi nhuận giữ lại

P/B		ROE						
Terminal growth		13,00%	13,50%	14,50%	15,50%	16,50%	17,50%	18,50%
	6%	0,76	0,81	0,92	1,02	1,13	1,24	1,35
	5%	0,78	0,83	0,93	1,02	1,12	1,22	1,31
	4%	0,80	0,84	0,93	1,02	1,11	1,20	1,29
	3%	0,81	0,86	0,94	1,02	1,10	1,18	1,26
	2%	0,83	0,87	0,94	1,02	1,09	1,17	1,24

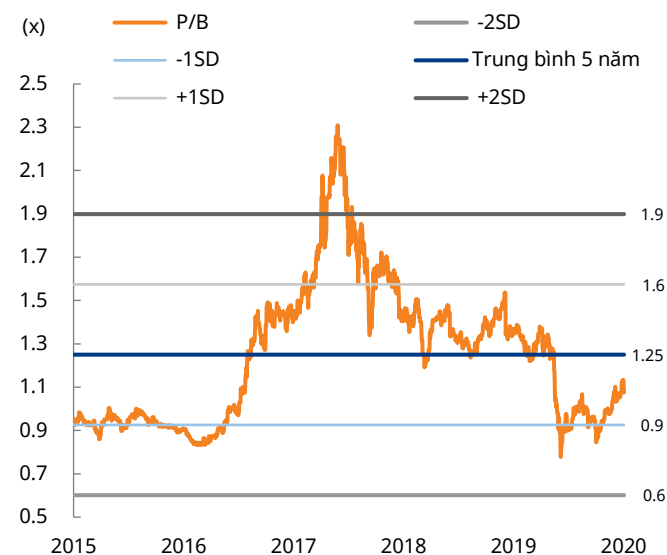
Target price		ROE						
Terminal growth		13,00%	13,50%	14,50%	15,50%	16,50%	17,50%	18,50%
	6%	13.270	14.220	16.120	18.010	19.910	21.810	23.700
	5%	13.690	14.550	16.260	17.970	19.680	21.400	23.110
	4%	14.040	14.820	16.380	17.940	19.500	21.060	22.620
	3%	14.330	15.040	16.480	17.910	19.340	20.770	22.210
	2%	14.570	15.230	16.560	17.880	19.210	20.530	21.860

Nguồn: Phòng Phân tích MASVN ước tính

3) Định giá lịch sử

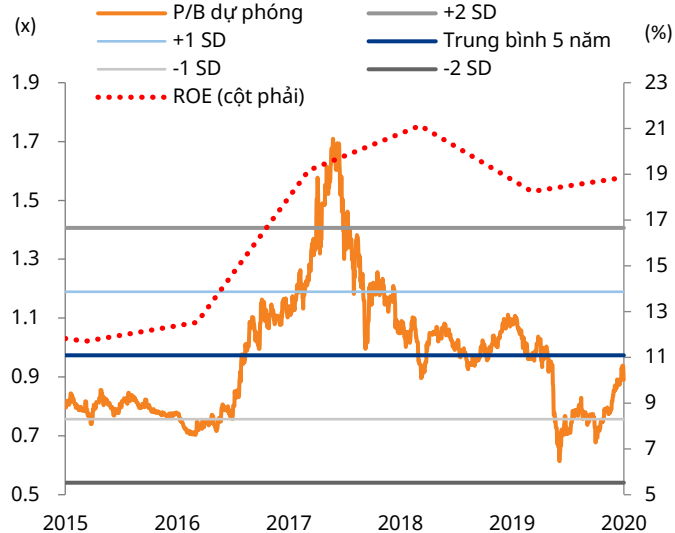
Hiện tại, MBB đang giao dịch ở mức P/B là 1,08x, trong vùng P/B trung bình 5 năm trừ 1 độ lệch chuẩn (0,93x–1,3x). Tính dự phóng 12 tháng tới, forward P/B của MBB là 0,89x, cận mức trung bình 5 năm là 0,97x, cũng như đang ở gần vùng định giá hợp lý.

Hình 34. Đồ thị định giá theo P/B lịch sử



Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN. Dữ liệu cập nhật đến ngày 27/10/2020.

Hình 35. Đồ thị định giá theo P/B dự phóng 12 tháng tới



Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN. Dữ liệu cập nhật đến ngày 27/10/2020.

Quan điểm đầu tư

1. Tích cực

- Vị thế vốn của ngân hàng đang được củng cố thông qua lợi nhuận giữ lại. Ngân hàng đã đạt chuẩn an toàn vốn theo Basel II (theo Thông tư 41/2016/TT-NHNN), với tỷ lệ an toàn vốn (CAR) đang là 11%, cao hơn mức tối thiểu 8%.
- Hiệu quả hoạt động đang được cải thiện nhờ chiến lược số hóa. So với các ngân hàng khác, CIR của MBB ở quanh mức trung bình ngành.
- Nhờ cơ sở khách hàng từ nhóm cổ đông chiến lược là các doanh nghiệp quân đội (Tập đoàn Viễn thông Quân đội Viettel, Tổng Công ty Tân Cảng Sài Gòn, và Tổng Công ty Trực thăng Việt Nam), MBB có tỷ lệ CASA thuộc top cao của ngành (trên 30%), cũng như lợi thế về chi phí sử dụng vốn thấp. MBB đã tận dụng được lợi thế này bằng cách phân bổ tài sản sinh lời vào các mục có suất sinh lời cao, với suất sinh lời bình quân khoảng 8,6%. Do vậy, NIM của MBB ở mức cao so với mặt bằng chung của ngành.
- MBB đã cung cấp đầy đủ các dịch vụ trong ngành tài chính, bao gồm: tài chính tiêu dùng (Mcredit), bảo hiểm nhân thọ (MB Ageas), bảo hiểm phi nhân thọ (MIC), quản lý tài sản (MB Cap) và chứng khoán (MBS). Nhờ đó, MBB có lợi thế nhờ đa dạng hóa nguồn thu nhập, cũng như tận dụng chiến lược bán chéo sản phẩm.

2. Tiêu cực

- Dự phòng tích lũy của MBB ở mức tương đối, do đó, khi chất lượng tài sản suy giảm, áp lực trích lập dự phòng sẽ lớn, khiến lợi nhuận sụt giảm. Tỷ lệ nợ xấu của cả công ty tài chính tiêu dùng Mcredit và hợp nhất đều cho thấy sự ổn định cho đến thời điểm hiện tại. Tuy nhiên, chúng tôi nghiêng về phía rủi ro tín dụng gia tăng do dịch COVID-19 kéo dài do: 1) tỷ lệ nợ nhóm 2 tăng cao, nhóm nợ có khả năng chuyển thành nợ xấu cao; 2) tỷ lệ nợ bị ảnh hưởng bởi dịch đã được cơ cấu giữ nguyên nhóm nợ theo Thông tư 01/2020/TT-NHNN (viết tắt là TT01) đã lên đến 2,7% (tính đến cuối tháng 5), có nguy cơ thành nợ xấu sau hết thời hạn cơ cấu.
- Chuyển đổi cơ cấu tín dụng sang trái phiếu doanh nghiệp khiến rủi ro tín dụng gia tăng. Trong ngắn hạn, việc đẩy mạnh dư nợ trái phiếu doanh nghiệp sẽ giúp tăng trưởng tài sản sinh lời, cải thiện NIM, cũng như không áp lực tăng nợ xấu hay chi phí tín dụng. Tuy nhiên, về dài hạn, rủi ro tín dụng của ngân hàng đang gia tăng. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp đang trong giai đoạn tăng trưởng nóng, xuất phát từ nhu cầu vốn của cả doanh nghiệp lớn và nhỏ. Hai rủi ro đáng cân nhắc cho thị trường này là các công ty thiếu xếp hạng tín nhiệm độc lập và các công ty sử dụng đòn bẩy tài chính cao.
- Gia tăng cạnh tranh giữa các ngân hàng truyền thống, cũng như các công ty tài chính tiêu dùng đang ảnh hưởng đến cả thu nhập từ lãi và từ phí dịch vụ. Ngoài ra, hoạt động của các công ty con, bao gồm cả bảo hiểm và chứng khoán, cũng gặp khó khăn do cạnh tranh gay gắt, đặc biệt là khi có sự gia nhập mới của nhiều tập đoàn tài chính quốc tế.

Ngân hàng TMCP Quân Đội (MBB VN)

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

(Tỷ đồng)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập từ lãi	31.275	32.342	35.935	39.698
Chi phí trả lãi	13.197	12.487	12.353	13.467
Thu nhập lãi thuần	18.078	19.855	23.582	26.231
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	3.186	3.435	3.944	4.468
Lãi thuần từ hoạt động khác	3.816	4.107	5.424	5.865
Tổng thu nhập từ hoạt động	25.080	27.397	32.950	36.564
Tổng chi phí hoạt động	10.153	10.817	12.845	14.071
Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	14.927	16.580	20.105	22.493
Tổng chi phí dự phòng	4.891	5.677	5.867	5.827
Lợi nhuận hoạt động	10.036	10.903	14.238	16.667
Thu nhập khác (ngoài HĐKD)	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	10.036	10.903	14.238	16.667
Chi phí thuế	1.968	2.138	2.791	3.267
Lợi nhuận sau thuế	8.069	8.766	11.446	13.399
Lợi nhuận sau thuế (loại trừ cổ đông thiểu số)	7.823	8.445	10.963	12.866
Lợi nhuận sau thuế (điều chỉnh)	7.823	8.445	10.963	12.866
Thu nhập ròng từ HĐKD lõi	21.264	23.289	27.526	30.700
PPOP lõi	11.111	12.473	14.681	16.629

Phân tích Dupont (%)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập từ lãi	8,1	7,4	7,2	7,0
Chi phí trả lãi	3,4	2,8	2,5	2,4
Thu nhập lãi thuần	4,7	4,5	4,7	4,6
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	0,8	0,8	0,8	0,8
Lãi thuần từ hoạt động khác	1,0	0,9	1,1	1,0
Tổng thu nhập từ hoạt động	6,5	6,2	6,6	6,5
Tổng chi phí hoạt động	2,6	2,5	2,6	2,5
PPOP	3,9	3,8	4,0	4,0
Tổng chi phí dự phòng	1,3	1,3	1,2	1,0
Thu nhập khác (ngoài HĐKD)	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận trước thuế	2,6	2,5	2,9	2,9
Chi phí thuế	0,5	0,5	0,6	0,6
Lợi nhuận sau thuế	2,1	2,0	2,3	2,4
ROA	2,0	1,9	2,2	2,3
Số nhân vốn chủ sở hữu (x)	10,4	9,5	8,6	8,2
ROE	21,1	18,2	19,0	18,7

Chất lượng tài sản (%)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Tỷ lệ nợ xấu	1,2	1,5	1,4	1,4
Tỷ lệ nợ xấu mở rộng (gồm nợ nhóm 2)	2,3	3,0	2,8	2,7
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	110,5	111,4	111,9	111,6
Dự phòng trên tổng tín dụng	0,6	0,7	0,7	0,7
Chi phí tín dụng (trên dư nợ)	2,0	2,0	1,9	1,7
Chi phí tín dụng (gồm nợ ngoại bảng)	0,9	0,9	0,8	0,7

Chỉ tiêu định giá trên mỗi cổ phần (đồng)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
EPS (theo báo cáo)	3.596	3.018	3.561	3.980
EPS (điều chỉnh)	2.513	3.115	3.673	4.474
Giá trị sổ sách	16.338	18.819	20.390	23.258
Cổ tức	0	0	0	600
PPOP	6.418	5.924	6.530	6.958

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

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	56.383	47.598	54.119	64.000
Chứng khoán đầu tư và kinh doanh	87.715	102.700	112.656	123.607
Cho vay khách hàng	247.130	275.259	308.303	345.097
Tài sản hữu hình	2.583	2.656	2.727	2.801
Tài sản khác	17.677	39.730	51.075	69.062
Tổng tài sản	411.488	467.943	528.880	604.567
Tiền gửi của khách hàng	292.409	311.041	366.329	435.494
Tiền gửi và vay các TCTD khác	52.638	69.531	60.642	49.615
Phát hành giấy tờ có giá	4.585	10.534	12.554	15.037
Các khoản nợ khác	21.971	24.166	26.582	29.239
Tổng nợ phải trả	371.602	415.272	466.107	529.384
Vốn của TCTD	23.727	27.988	30.786	32.326
Trái phiếu chuyển đổi	0	0	0	0
Thặng dư vốn cổ phần	0,0	1.178	0	0
Lợi nhuận giữ lại	10.342	14.612	20.377	28.043
Quỹ của TCTD	-1.037	0	0	0
Khoản điều chỉnh vốn	4.965	6.876	9.030	11.826
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.888	2.017	2.579	2.988
Tổng vốn chủ sở hữu	39.886	52.671	62.772	75.183

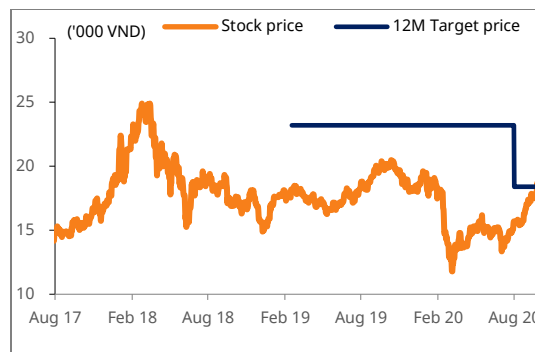
Các chỉ số chính (%)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng (% YoY)				
Tổng tín dụng (ngân hàng)	16,6	11,8	11,9	11,9
Dư nợ	16,9	11,4	12,0	11,9
Huy động	19,8	6,4	17,8	18,9
Vốn chủ sở hữu	16,7	32,1	19,2	19,8
Tổng tài sản	13,6	13,7	13,0	14,3
Thu nhập lãi thuần	23,6	9,8	18,8	11,2
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	24,4	7,8	14,8	13,3
PPOP	38,2	11,1	21,3	11,9
Lợi nhuận hoạt động	29,2	8,6	30,6	17,1
Lợi nhuận sau thuế	28,0	8,0	29,8	17,4
Khả năng sinh lời (%)				
Chênh lệch biên lãi suất (NIS)	3,4	3,8	4,3	4,4
NIM	5,07	4,99	5,4	5,4
Biên PPOP	59,5	60,5	61,0	61,5
ROA	2,0	1,92	2,20	2,27
ROE	21,1	18,2	19,0	18,65
Tỷ lệ thanh khoản (%)				
Tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR)	85,6	90,0	85,5	80,5
Tỷ lệ cho vay trên tổng tài sản	59,3	59,4	58,3	57,1
Hệ số an toàn vốn (%)				
Hệ số CAR	10,1	10,9	11,7	11,9
Hệ số vốn cấp 1 (Tier 1)	9,0	9,9	10,9	11,2
			1,2	1,0
Hiệu quả hoạt động (%)				
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập	40,5	39,5	39,0	38,5
Tỷ lệ chi phí trên tổng tài sản	2,5	2,3	2,4	2,3
Cổ tức (%)				
Tỷ lệ chi trả	0	0	0	15,1

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

Company	Date	Rating	TP (VND)
Military Commercial Joint Stock Bank (MBB VN)	10/27/2020	Hold	18,400
	8/26/2020	Hold	18,400
	3/14/2019	Buy	23,200



Stock ratings

Buy	Expected 12-month performance: +20% or greater
Trading Buy	Expected 12-month performance: +10% to +20%
Hold	Expected 12-month performance: -10% to +10%
Sell	Expected 12-month performance: -10% or worse

Sector ratings

Overweight	Expected to outperform the market over 12 months
Neutral	Expected to perform in line with the market over 12 months
Underweight	Expected to underperform the market over 12 months

Rating and TP history: Share price (—), TP (—), Not Rated (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆)

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

* Outside of the official ratings of Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., analysts may call trading opportunities should technical or short-term material developments arise.

* The TP was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on estimates of future earnings.

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

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)**

One-Asia 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
Brazil
Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

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

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

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)