

Ngân hàng TMCP Ngoại thương

(VCB VN)

Báo cáo cập nhật

NĂM GIỮ

GIÁ MỤC TIÊU: 89.600

(Upside: +5,3%)

Công ty Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

Nguyễn Thị Bảo Trân tran.ntb@miraeasset.com.vn

Triển vọng

Lợi nhuận sau thuế 9 tháng đầu năm giảm 9,5% so với cùng kỳ; kỳ vọng sự hồi phục trong quý 4

- Mặc dù các nguồn thu nhập chính tương đối ổn định, tăng trưởng lợi nhuận quý 3 giảm gần 21% so với cùng kỳ do thu nợ ngoại bảng giảm đáng kể và áp lực trích lập dự phòng tăng cao.
- Thu nhập lãi thuần được kỳ vọng hồi phục với mức tăng 10,4% YoY trong quý 4 và tăng trưởng 2% YoY trong năm 2020. Dự phóng này dựa trên giả định: 1) chi phí huy động vốn bình quân sẽ giảm nhanh hơn mức giảm của lợi suất cho vay bình quân trong quý 4; 2) lợi suất từ đầu tư quý 4 sẽ tương đương với mức của quý 3, do đó, cao hơn đáng kể so với cùng kỳ; và 3) tốc độ tăng trưởng tín dụng sẽ nhanh hơn trong quý 4.
- Dự kiến, việc ghi nhận 1/5 khoản phí đại lý độc quyền với đối tác FWD trong quý 4 sẽ giúp mảng thu nhập từ phí tăng mạnh 212,8% so với cùng kỳ. Tính chung cả năm, thu ròng từ phí dịch vụ ước tính tăng 46,4% so với cùng kỳ. Bên cạnh, lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối được kỳ vọng tiếp tục giữ đà tăng trưởng tốt, với mức tăng 20% YoY trong quý 4 và tăng 17,6% cho cả năm 2020.
- Với kỳ vọng lợi nhuận sau thuế quý 4 sẽ tăng 10,8% và năm 2020 giảm 4,7% so với cùng kỳ, ROA và ROE năm 2020 sẽ giảm lần lượt 3 điểm cơ bản và 5 điểm % so với cùng kỳ.

Quan điểm đầu tư

Tích cực: 1) Chất lượng tài sản tốt; 2) Cải thiện hiệu quả hoạt động; 3) Ghi nhận phí upfront từ hợp đồng bancassurance độc quyền trong giai đoạn 2020-2024.

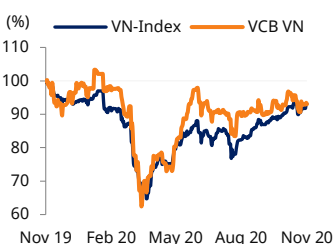
Tiêu cực: 1) Hoãn kế hoạch tăng vốn do điều kiện thị trường không thuận lợi; 2) Gia tăng cạnh tranh trong mảng ngân hàng bán lẻ; 3) Rủi ro ảnh hưởng của dịch COVID-19 lên lợi nhuận và chất lượng tài sản của ngân hàng kéo dài hơn kịch bản cơ sở là 3 năm và có thể nặng nề hơn dự kiến.

Định giá

Mức giá hợp lý là 89.600 đồng, tương ứng với mức định giá P/B là 3,2x

- Dựa trên cơ sở phân tích tiềm năng lợi nhuận của VCB trong 5 năm tới, ROE trung bình 2020-2025 được kỳ vọng quanh mức 20,5%, với sự hồi phục rõ rệt từ năm 2023. Bên cạnh, chúng tôi cũng cập nhật tỷ lệ tăng trưởng dài hạn xuống 6% từ mức 6,7% trước đây.

Các chỉ báo tham khảo



Giá hiện tại (10/11/2020, VND)	85.100	Vốn hoá (tỷ đồng)	315.625
Lợi nhuận sau thuế (20F, tỷ đồng)	17.647	SLCP đang lưu hành (triệu cp)	3.709
Kỳ vọng thị trường (20F, tỷ đồng)	17.884	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	25,2
Tăng trưởng EPS (20F, %)	-0,6	Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	23,6
P/E (20F, x)	20,1	Beta (12M)	1,1
P/E thị trường (20F, x)	16,2	Giá thấp nhất 52 tuần	56.600
VN-INDEX	951,9	Giá cao nhất 52 tuần	95.000

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	0,4	12,0	-6,8
Tương đối	-2,7	-2,4	-0,4

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Năm tài chính (31/12)						
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	22.067	28.538	34.732	35.442	35.140	36.765
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	7.535	10.993	11.314	13.104	17.090	22.090
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	11.282	18.240	23.080	22.039	24.475	27.265
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	9.091	14.606	18.511	17.647	19.599	21.835
EPS (đồng)	1.994	3.584	4.481	4.455	4.948	5.196
Tăng trưởng EPS	31,4	79,7	25,0	-0,6	11,1	5,0
P/E (x)	27,2	14,9	20,1	20,1	18,1	17,2
P/PPOP (x)	11,2	7,5	11,2	11,2	10,3	9,0
P/B (x)	3,7	3,1	4,1	3,1	2,8	2,5
ROE (%)	14,2	22,5	23,2	18,2	16,4	15,4
Tỷ suất cổ tức (%)	1,5	1,5	0,9	0	0	0,9

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 củng cố vị thế vốn, khả năng phát hành riêng lẻ 6,5% vốn điều lệ vào cuối năm	3
2. Tỷ lệ nợ xấu tiếp tục tăng, lớp đệm dự phòng duy trì ở mức cao	3
3. Các chỉ số về quản trị cho thấy sự ổn định	4
4. Lợi nhuận sau thuế 9 tháng đầu năm giảm 9,5% so với cùng kỳ; kỳ vọng sự hồi phục trong quý 4	5
5. Vị thế thanh khoản ổn định	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

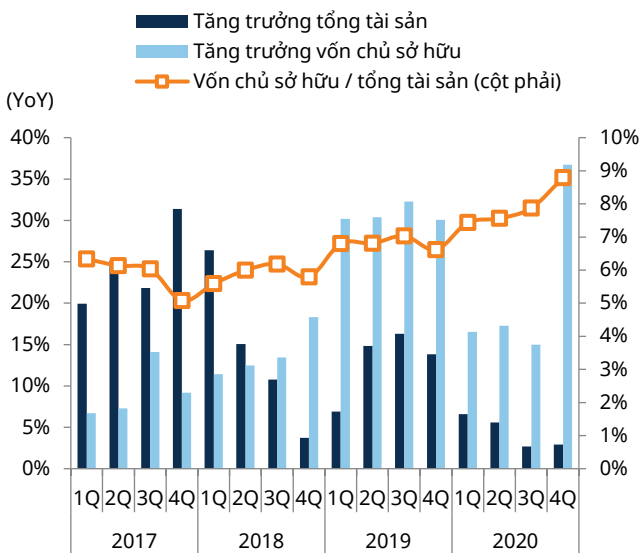
Đánh giá kết quả kinh doanh quý 3 năm 2020

1. Tiếp tục củng cố vị thế vốn, khả năng phát hành riêng lẻ 6,5% vốn điều lệ vào cuối năm

Các tỷ lệ đòn bẩy tài chính cho thấy vị thế vốn của ngân hàng tiếp tục được củng cố (xem Hình 1 và 2). Vào cuối quý 2, tỷ lệ an toàn vốn (CAR) theo tiêu chuẩn Basel II của ngân hàng tăng lên 10,13% (so với 9,34% cuối 2019). Trong đó, hệ số vốn cấp 1 ghi nhận tăng lên mức 9,04% từ 8,03% cuối 2019.

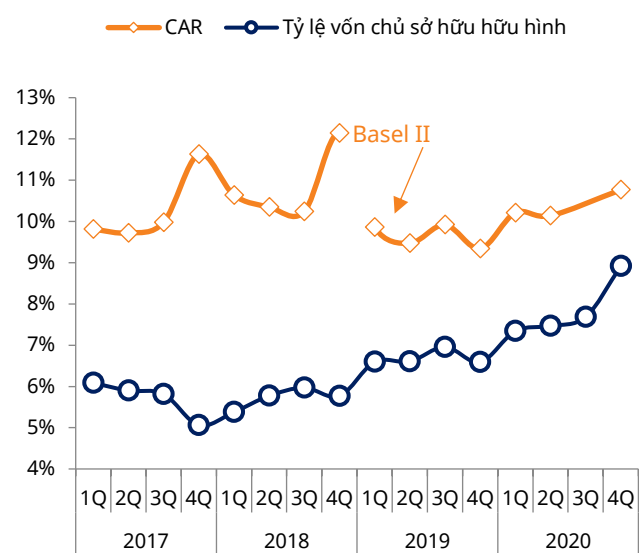
Trong tương lai, ngân hàng sẽ tiếp tục quá trình tăng vốn vốn cấp 1 nhằm duy trì hệ số an toàn vốn CAR trên 8% và tăng trưởng tài sản sinh lợi. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ phát hành thêm hơn 241 triệu cổ phiếu (tương ứng 6,5% vốn hiện tại) nhằm tăng vốn điều lệ lên mức 39,5 nghìn tỷ trong tháng cuối năm 2020. Việc tăng vốn được kỳ vọng sẽ mang lại thặng dư vốn, với mức giá phát hành không thấp hơn bình quân giá đóng cửa của 10 phiên giao dịch liền kề trước ngày thông báo. Theo ước tính của chúng tôi, hệ số CAR của ngân hàng sẽ tăng lên 10,8% vào cuối năm 2020. Ngoài ra, ngân hàng cũng có kế hoạch chi trả cổ tức năm 2018 bằng cổ phiếu với tỷ lệ 18% mệnh giá, tức phát hành thêm 667,6 triệu cổ phần.

Hình 1. Đòn bẩy tài chính tiếp tục giảm



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

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



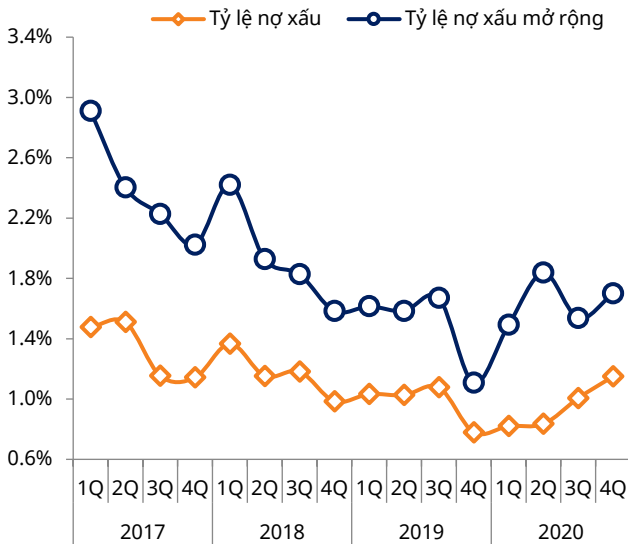
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

2. Tỷ lệ nợ xấu tiếp tục tăng, lớp đệm dự phòng duy trì ở mức cao

Tỷ lệ nợ xấu quý 3 tăng lên mức 1%, tăng thêm 17 điểm cơ bản so với quý trước và tăng 23 điểm cơ bản so với cuối năm 2019. Tính thêm nợ nhóm 2, tỷ lệ nợ xấu mở rộng quý 3 giảm 30 điểm cơ bản so với quý trước còn 1,5%, tuy nhiên mức này vẫn cao hơn đáng kể so với mức 1,1% hồi cuối năm 2019. Đáng chú ý, VCB đã xóa gần 1,4 nghìn tỷ nợ xấu trong quý 3, tương đương tỷ lệ 0,17% tổng quy mô cho vay. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng sẽ tiếp tục tăng lên 1,15% vào cuối năm nay (+37bps YoY), và tăng lên 1,2% (+5bps YoY) vào năm 2021. Mức kỳ vọng của chúng tôi thấp hơn đáng kể so với kế hoạch của ngân hàng là kiểm soát tỷ lệ nợ xấu dưới 1,5%.

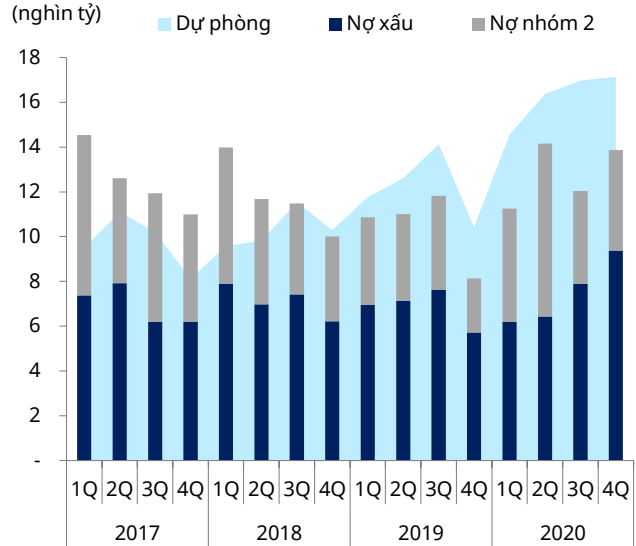
Tính đến hiện tại, áp lực trích lập dự phòng lên lợi nhuận của VCB là rất cao do ngân hàng đang tạo "lớp đệm" dự phòng cho ngân hàng trong bối cảnh nền kinh tế xấu đi do dịch COVID-19 (xem Hình 4). Trích lập dự phòng mới trong quý 3 tăng đến 34,7% so với cùng kỳ. Tính chung cả 9 tháng đầu năm, trích lập dự phòng trong kỳ tăng 25,2% so với cùng kỳ. Với tỷ lệ chi phí tín dụng duy trì ở mức cao (khoảng 1% so với tổng dư nợ cho vay), tỷ lệ bao phủ nợ xấu của ngân hàng cuối quý 3 đạt 215% (giảm 39,4 điểm % so với quý trước, nhưng tăng 33 điểm % so với cuối 2019). Theo ngân hàng, tỷ lệ bao phủ nợ xấu được kỳ vọng giữ trên mức 100%. Chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ tiếp tục xóa nợ xấu khỏi nội bảng trong quý 4 nên tỷ lệ bao phủ nợ xấu được ước tính sẽ giảm xuống 182,7%.

Hình 3. Tỷ lệ nợ xấu tăng, dù vẫn ở mức thấp so với ngành



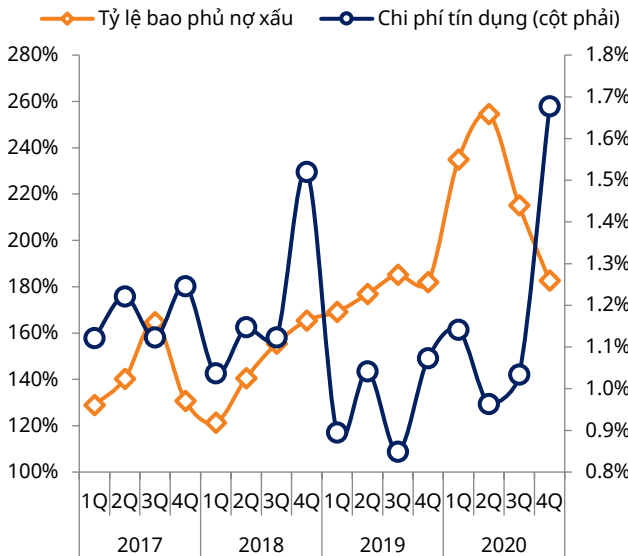
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020
 Lưu ý: Tỷ lệ nợ xấu mở rộng bao gồm thêm nợ nhóm 2.

Hình 4. Giảm mức độ bao phủ nợ xấu



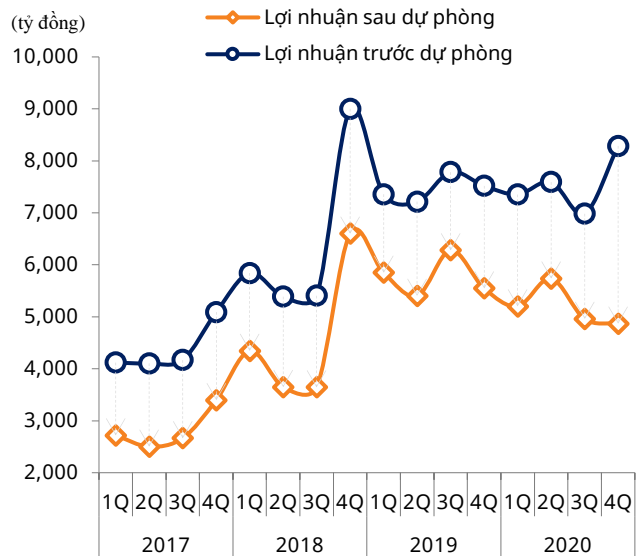
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

Hình 5. Chi phí tín dụng tương đối ổn định



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

Hình 6. Áp lực trích lập dự phòng tương đối thấp

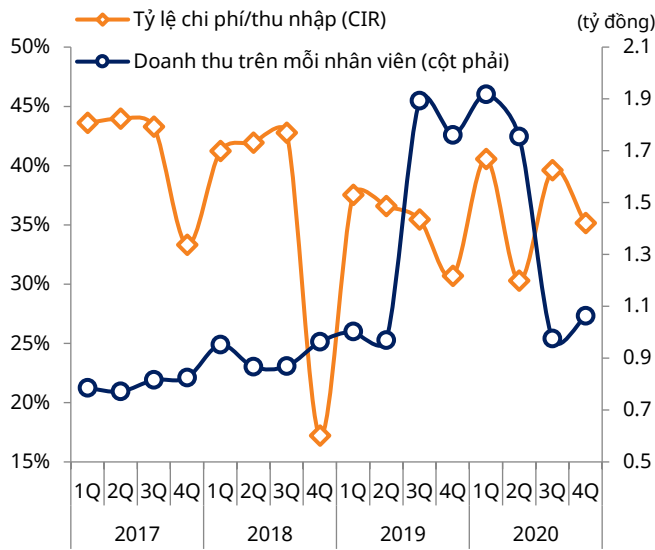


Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

3. Các chỉ số về quản trị cho thấy sự ổn định

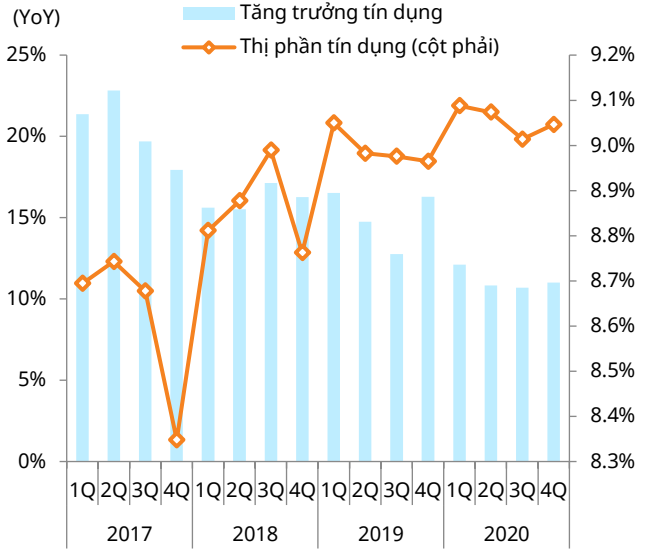
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) quý 3 giảm 9,3 điểm % so với quý trước lên mức 39,6%. Tính chung cả 9 tháng, CIR đang ở mức 37%, tăng không đáng kể so với giai đoạn cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng CIR năm 2020 sẽ quanh mức 35,1%, tương đương mức CIR năm 2019. Tương ứng, chúng tôi ước tính chi phí hoạt động của quý 4 tăng 27% so với cùng kỳ.

Hình 7. CIR năm 2020 được kỳ vọng tương đương năm 2019



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

Hình 8. Thị phần tín dụng ổn định quanh mức 9%



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

4. Lợi nhuận sau thuế 9 tháng đầu năm giảm 9,5% so với cùng kỳ; kỳ vọng sự hồi phục trong quý 4

Mặc dù các nguồn thu nhập chính tương đối ổn định, tăng trưởng lợi nhuận quý 3 giảm gần 21% so với cùng kỳ do thu nợ ngoại bảng giảm đáng kể và áp lực trích lập dự phòng tăng cao

- Thu nhập lãi thuần, đóng góp 75,5% tổng thu nhập hoạt động, giảm nhẹ 1,6% so với cùng kỳ. Nguyên nhân chính là do biên thu nhập lãi thuần NIM giảm 22 điểm cơ bản so với cùng kỳ, với NIM chuẩn hóa theo năm tương đương 3,14%. Trong đó, NIM giảm do 2 yếu tố: 1) lợi suất cho vay bình quân giảm 111 điểm cơ bản so với cùng kỳ trong khi chi phí sử dụng chỉ giảm nhẹ 17 điểm cơ bản so với cùng kỳ; 2) Lợi suất đầu tư bình quân đạt 2,9%, tăng 35 điểm cơ bản so với cùng kỳ; 3) tổng tài sản sinh lời của VCB đã tăng nhẹ 3,4% so với cùng kỳ, mặc dù tổng mức cho vay tăng 10,7%.
- Thu nhập từ phí và dịch vụ, đóng góp 10,9% tổng thu nhập hoạt động, giảm nhẹ 1,7% so với cùng kỳ. Khoản phí đại lý độc quyền với đối tác FWD vẫn chưa được ghi nhận trong quý 3.
- Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối đóng góp 8,3% vào tổng thu nhập hoạt động, vẫn giữ đà tăng trưởng tốt (+14% YoY).
- Thu nhập từ kinh doanh chứng khoán không đáng kể, giảm mạnh so với cùng kỳ. Trong khi đó, thu nhập từ các nguồn khác (chủ yếu từ hồi nợ ngoại bảng) giảm đáng kể so với cùng kỳ, giảm gần 45%.

Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) trong 12 tháng gần nhất (T12M) gần như không thay đổi so với mức 2019. Tuy nhiên, do đòn bẩy tài chính tiếp tục giảm để tăng mức độ an toàn vốn nên tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) giảm 3,5 điểm % so với cùng kỳ.

Kỳ vọng lợi nhuận sau thuế quý 4 sẽ tăng 10,8% và năm 2020 giảm 4,7% so với cùng kỳ

- Thu nhập lãi thuần được kỳ vọng hồi phục với mức tăng 10,4% so với cùng kỳ nhờ: (1) NIM được kỳ vọng tiếp tục tăng so với quý 3 (tăng 20 điểm cơ bản, xem Hình 16) chủ yếu nhờ kỳ vọng chi phí sử dụng vốn giảm 26 điểm cơ bản so với quý trước (xem Hình 15), nhanh hơn mức giảm 3 điểm cơ bản của lợi suất cho vay bình quân. So với cùng kỳ, lợi suất cho vay bình quân và chi phí sử dụng vốn giảm lần lượt 89 và 35 điểm cơ bản, theo đó, NIM quý 4 kỳ vọng giảm 11 điểm cơ bản. (2) Lợi suất đầu tư bình quân quý 4 tăng 56 điểm cơ bản so với cùng kỳ, do chúng tôi kỳ vọng mức lợi suất tương đương quý 3. (3) Nhu cầu tín dụng quý 4 được kỳ vọng phục hồi trên tất cả các mảng cho vay do đó chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ đạt mức 11% năm nay từ mức tăng trưởng 6,7% YTD cuối quý 3 (xem Hình 11). Tính chung cả năm 2020, thu nhập lãi thuần được kỳ vọng tăng trưởng 2% so với cùng kỳ, với NIM ước tính giảm 11 điểm cơ bản.
- Dự kiến, việc ghi nhận 1/5 khoản phí đại lý độc quyền với đối tác FWD trong quý 4 sẽ giúp mảng thu nhập từ phí tăng mạnh 212,8% so với cùng kỳ. Tính chung cả năm, thu ròng từ phí dịch vụ ước tính tăng 46,4% so với cùng kỳ.
- Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối được kỳ vọng tiếp tục giữ đà tăng trưởng tốt, với mức tăng 20% YoY trong quý 4 và tăng 17,6% cho cả năm 2020.

Với kỳ vọng lợi nhuận sau thuế quý 4 sẽ tăng 10,8% và năm 2020 giảm 4,7% so với cùng kỳ, ROA và ROE năm 2020 sẽ giảm lần lượt 3 điểm cơ bản và 5 điểm % so với cùng kỳ.

Bảng 1. Phân tích kết quả kinh doanh theo quý

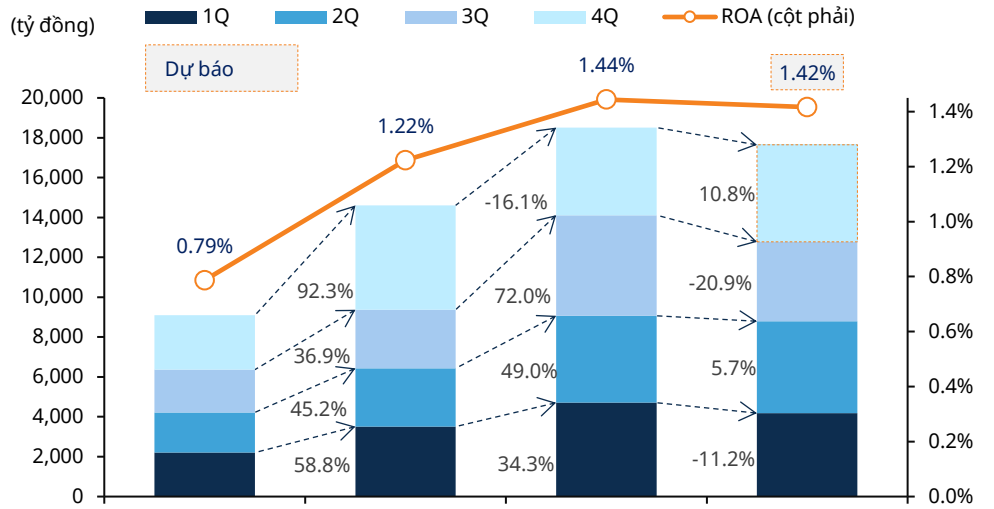
Kết quả kinh doanh	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20 (dự phóng)
Thu nhập lãi thuần	8.509	8.671	8.865	8.687	9.045	8.079	8.725	9.835
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	35,4	27,2	19,3	8,5	6,3	-6,8	-1,6	13,2
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM %)*	3,3	3,4	3,3	3,08	3,21	2,95	3,14	3,42
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	1.069	1.075	1.278	884	1.127	1.156	1.257	2.764
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	21,3	26,3	42,9	14,0	5,4	7,5	-1,7	212,8
Biên lợi nhuận từ phí (%)	53,7	49,7	54,8	35,1	53,5	57,5	57,1	62,9
Lợi nhuận trước dự phòng	7.355	7.213	7.784	7.518	7.354	7.593	6.984	9.685
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	25,9	33,9	43,9	-16,5	-0,01	5,27	-10,3	28,83
Biên lợi nhuận trước dự phòng (%)	62,5	63,4	64,6	69,3	59,5	69,7	60,4	69,6
Dự phòng	1.506	1.811	1.503	1.971	2.152	1.856	2.025	3.419
Tỷ lệ dự phòng/lợi nhuận trước dự phòng (%)	20,5	25,1	19,3	26,2	29,3	24,4	29,0	35,3
Lợi nhuận trước thuế	5.878	5.425	6.309	5.510	5.223	5.759	4.983	6.200
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	34,8	48,3	72,1	-16,3	-11,1	6,1	-21,0	12,5
Lợi nhuận sau thuế	4.707	4.361	5.048	4.394	4.178	4.610	3.991	4.969
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	34,3	49,0	72,0	-16,1	-11,2	5,7	-20,9	13,1
Tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản ROA (%)*	1,7	1,6	1,8	1,49	1,41	1,58	1,34	1,62
Tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu ROE (%)*	27,7	23,3	25,5	21,9	20,1	21,1	17,4	19,3

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

(*) Tính chuẩn hóa theo năm.

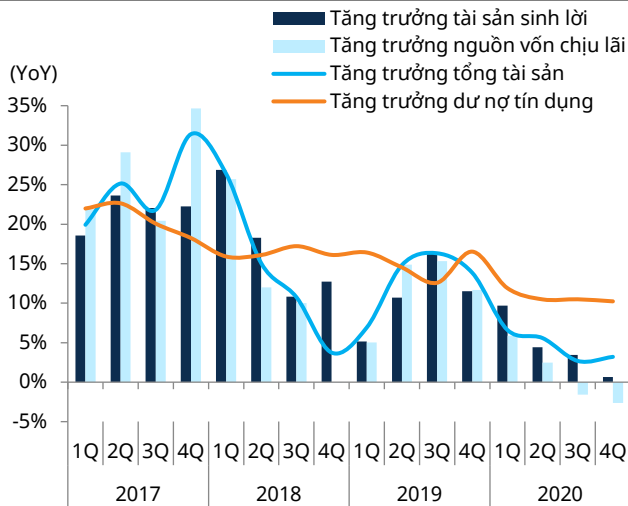
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 9. Tăng trưởng lợi nhuận theo quý



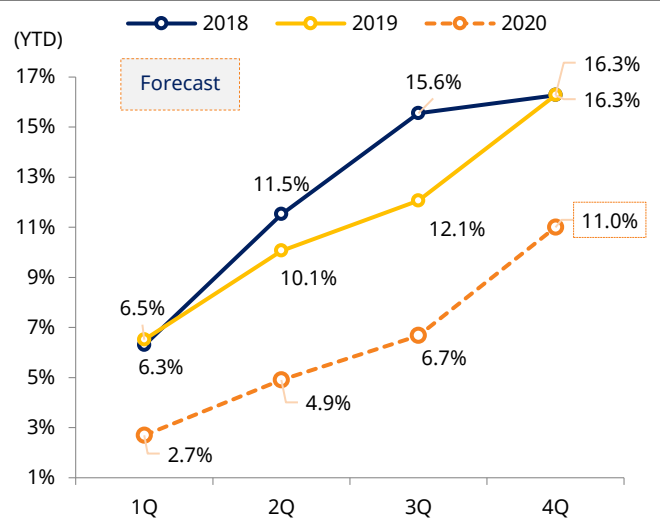
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

Hình 10. Chỉ tiêu tăng trưởng chính của bảng cân đối tài sản



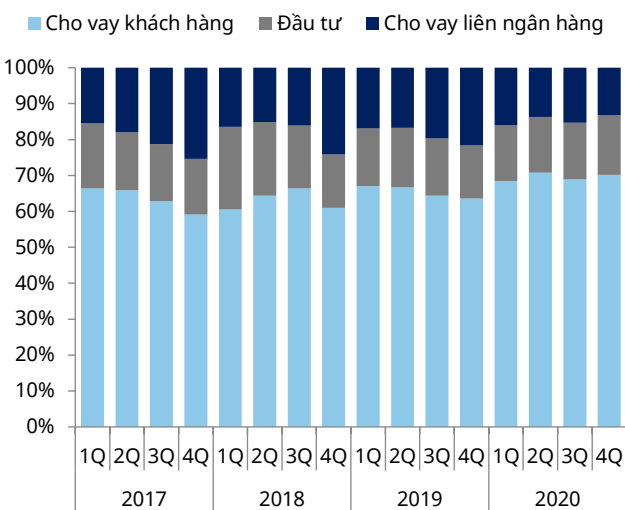
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

Hình 11. Tăng trưởng tín dụng theo quý



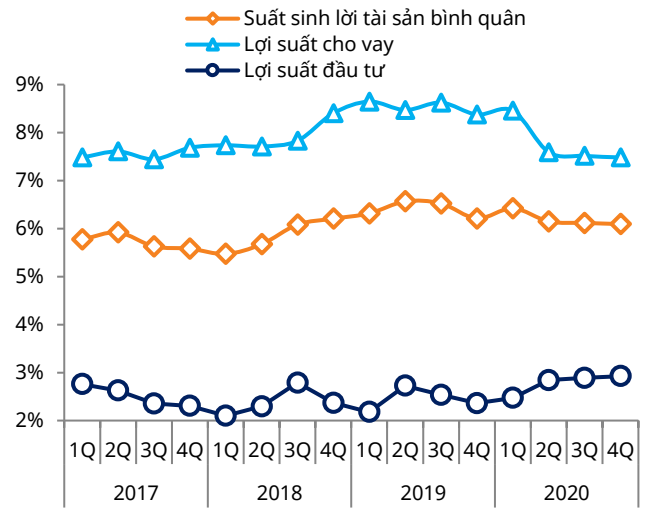
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

Hình 12. Cấu trúc tài sản sinh lời



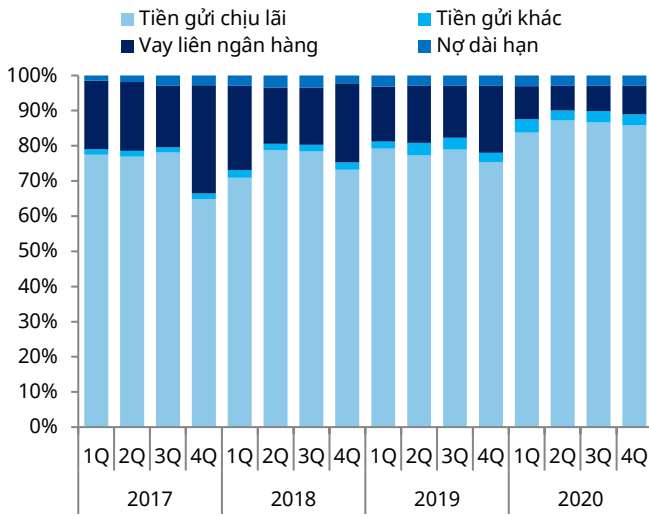
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

Hình 13. Suất sinh lợi của từng loại tài sản



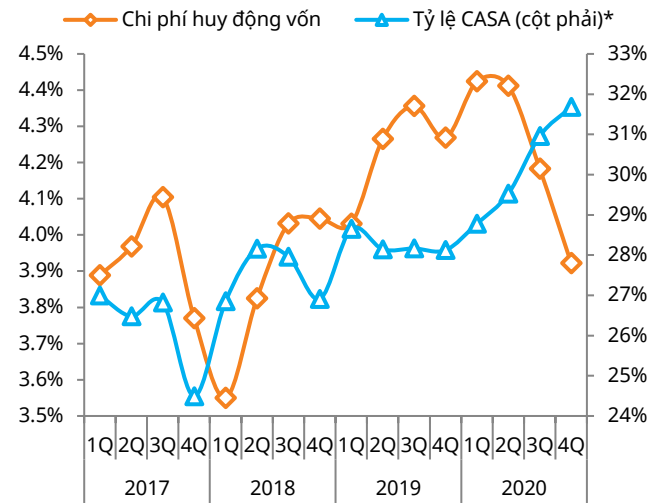
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

Hình 14. Cấu trúc nguồn vốn (chịu lãi)



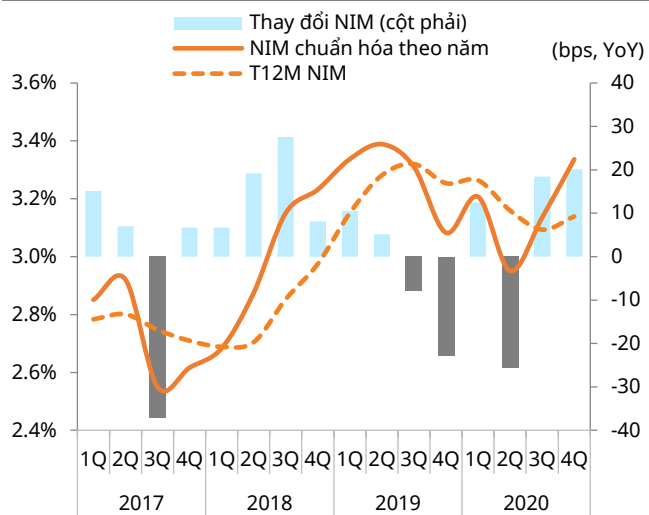
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

Hình 15. Chi phí huy động vốn bình quân



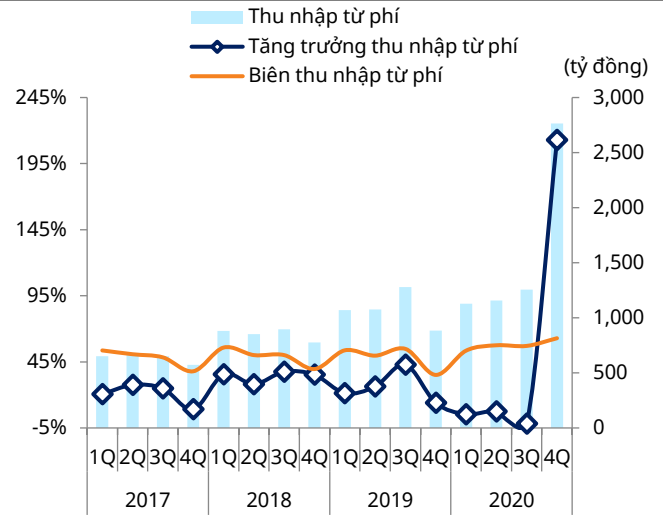
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020
*Tỷ lệ CASA = [(Tiền gửi không kỳ hạn + Tổng vốn chủ sở hữu) / Tổng tài sản]

Hình 16. Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM) có sự phục hồi tích cực theo quý



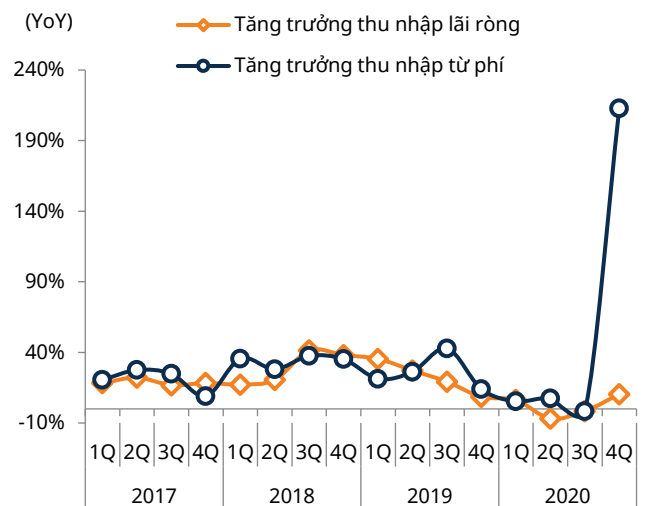
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

Hình 17. Tăng trưởng thu nhập từ phí và biên lợi nhuận



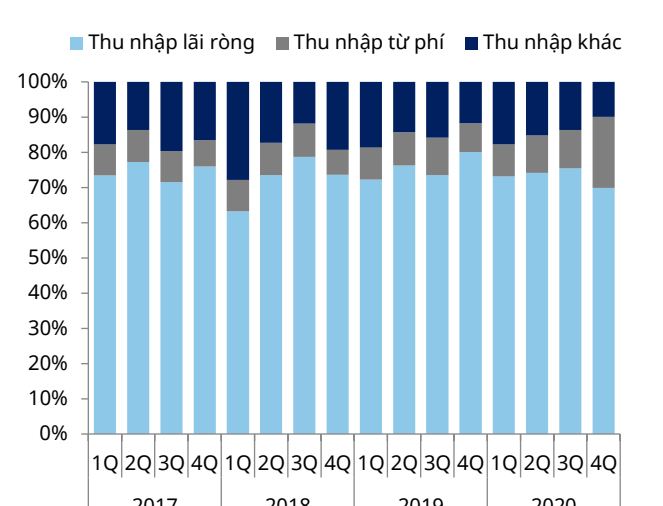
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

Hình 18. Tăng trưởng của các mảng thu nhập



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

Hình 19. Cơ cấu thu nhập tiếp tục được đa dạng hóa

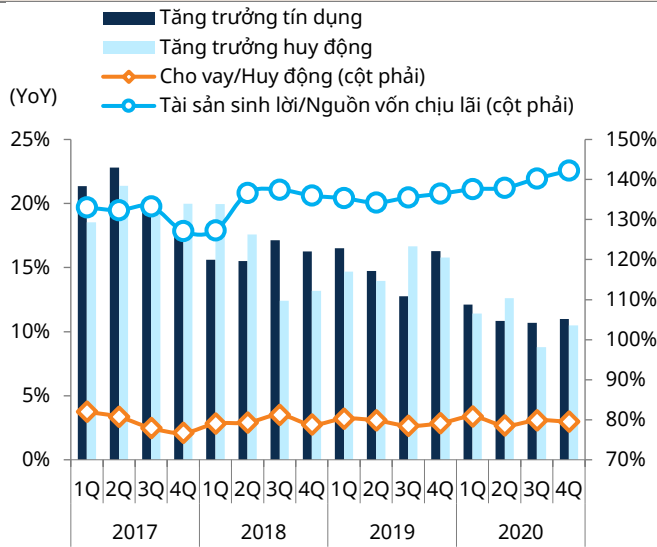


Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

5. Vị thế thanh khoản ổn định

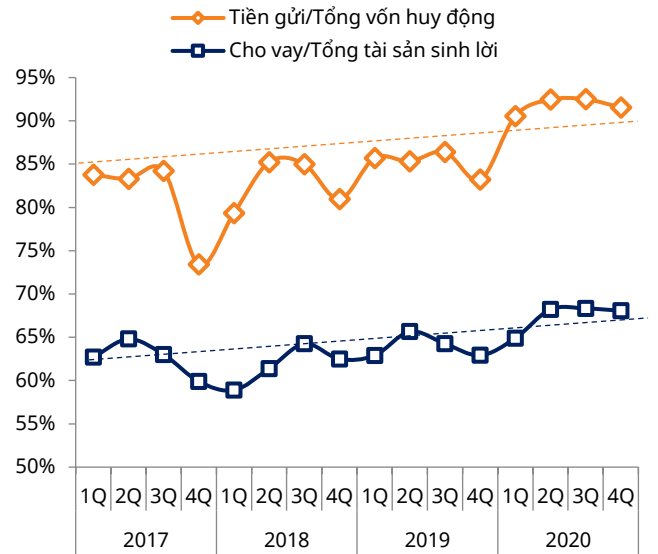
Các tỷ lệ thanh khoản cho thấy sự ổn định tương đối. Tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) và tỷ lệ tài sản sinh lời trên nguồn vốn chịu lãi đều tăng lên nhẹ trong quý 3. Tỷ trọng cho vay trong tổng tài sản sinh lời cao hơn so với mặt bằng năm 2019, tuy nhiên vẫn tương đối ổn định. Trong khi đó, tỷ trọng tiền gửi từ khách hàng trong tổng vốn huy động năm 2020 sẽ cao hơn mức của năm 2019. Trong cơ cấu nguồn vốn, chúng tôi quan sát thấy tiền gửi không kỳ hạn tăng tốt hơn, quý 3 tăng 12,2% so với cùng kỳ; tiền gửi có kỳ hạn tăng 7,5% YoY trong quý 3. Do đó, tỷ lệ CASA được cải thiện từ 29,5% quý 2 lên gần 31% quý 3. Điều này có thể lý giải nguyên nhân chi phí sử dụng vốn của ngân hàng giảm mạnh so với quý trước.

Hình 20. Vị thế thanh khoản ổn định



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

Hình 21. Tỷ trọng tiền gửi trên tổng vốn huy động gia tăng, với tiền gửi không kỳ hạn tăng tốt hơn tiền gửi có kỳ hạn



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

Định giá

1. Triển vọng lợi nhuận

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

Chỉ tiêu	2019	Dự báo		Giả định
		2020	2021	
Chỉ tiêu tăng trưởng (%)				
Dư nợ cho vay	16,5	10,2	12,3	Nhu cầu tín dụng quý 4 được kỳ vọng phục hồi trên tất cả các mảng cho vay do đó chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ đạt mức 11% YoY năm nay từ mức tăng trưởng 6,7% YTD cuối quý 3. Theo đó, dư nợ cho vay cả năm được kỳ vọng tăng 10,2% YoY, phù hợp với kế hoạch mục tiêu của ngân hàng. Tăng trưởng tín dụng sẽ là động lực giúp nền kinh tế hồi phục hậu COVID-19, do đó, dư nợ cho vay năm 2021 được dự phóng tăng 12,3% YoY.
Huy động	15,8	10,5	11,8	Huy động từ tiền gửi khách hàng đã tăng 5,7% YTD trong 9 tháng đầu năm. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ cho vay trên huy động tăng nhẹ lên 79,5% vào cuối năm 2020 và lên 80% vào cuối năm 2021, do đó, tương ứng với tăng trưởng tín dụng, chúng tôi ước tính mức tăng trưởng huy động cho năm 2020 và 2021 lần lượt là 10,5% và 11,8% so với cùng kỳ.
Vốn chủ sở hữu	30,1	39,2	10,6	Chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ phát hành thêm hơn 241 triệu cổ phiếu (tương ứng 6,5% vốn hiện tại) nhằm tăng vốn điều lệ lên mức 39,5 nghìn tỷ trong tháng cuối năm 2020.
Thu nhập lãi thuần	21,7	2,0	-0,9	Trong quý 4, NIM được kỳ vọng tiếp tục tăng so với quý 3 (tăng 20 điểm cơ bản) chủ yếu nhờ kỳ vọng chi phí sử dụng vốn giảm 26 điểm cơ bản so với quý trước, nhanh hơn mức giảm 3 điểm cơ bản của lợi suất cho vay bình quân. So với cùng kỳ, lợi suất cho vay bình quân và chi phí sử dụng vốn giảm lần lượt 89 và 35 điểm cơ bản, theo đó, NIM quý 4 kỳ vọng giảm 11 điểm cơ bản. Lợi suất đầu tư bình quân quý 4 tăng 56 điểm cơ bản so với cùng kỳ, do chúng tôi kỳ vọng mức lợi suất tương đương quý 3. Nhờ vậy, thu nhập lãi thuần được kỳ vọng hồi phục với mức tăng 10,4% YoY trong quý 4 và tăng trưởng 2% YoY trong năm 2020. Với mặt bằng lãi suất cho vay sẽ tiếp tục giảm trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng NIM 2021 sẽ giảm 35 điểm cơ bản so với 2020 do dư địa để giảm chi phí huy động vốn bình quân không còn nhiều. Tương ứng, thu nhập lãi thuần năm 2021 được kỳ vọng giảm nhẹ 0,9%.
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	26,6	46,4	56,4	Dự kiến, việc ghi nhận 1/5 khoản phí đại lý độc quyền với đối tác FWD trong quý 4 sẽ giúp mảng thu nhập từ phí tăng mạnh 212,8% so với cùng kỳ. Tính chung cả năm, thu ròng từ phí dịch vụ ước tính tăng 46,4% so với cùng kỳ. Việc ghi nhận 1/5 khoản phí đại lý độc quyền trong năm tiếp theo là động lực tăng trưởng cho mảng này, dự phóng tăng 56,4% YoY.
Lợi nhuận sau thuế	26,7	-4,7	11,1	Tính chung cả 9 tháng, CIR đang ở mức 37%, tăng không đáng kể so với giai đoạn cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng CIR năm 2020 sẽ quanh mức 35,1%, tương đương mức CIR năm 2019. Tương ứng, chúng tôi ước tính chi phí hoạt động của quý 4 tăng 27% so với cùng kỳ. Áp lực trích lập dự phòng lên lợi nhuận của VCB là rất cao do ngân hàng đang tạo "lớp đệm" dự phòng cho ngân hàng trong bối cảnh nền kinh tế xấu đi do dịch COVID-19. Tính chung cả 9 tháng đầu năm, trích lập dự phòng trong kỳ tăng 25,2% so với cùng kỳ. Đáng chú ý, VCB đã xóa nợ gần 1,4 nghìn tỷ nợ xấu trong quý 3. Việc xóa nợ được kỳ vọng sẽ tiếp tục diễn ra trong quý 4 nên chúng tôi dự báo trích lập dự phòng mới sẽ tăng 73,5% so với cùng kỳ. Do đó, lợi nhuận sau thuế quý 4 được kỳ vọng sẽ tăng 10,8% và năm 2020 giảm 4,7% YoY.
Chỉ tiêu chất lượng tài sản (%)				
Tỷ lệ nợ xấu	0,8	1,2	1,2	Tỷ lệ nợ xấu quý 3 tăng lên mức 1%, tăng thêm 17 điểm cơ bản so với quý trước và tăng 23 điểm cơ bản so với cuối năm 2019. Tính thêm nợ nhóm 2, tỷ lệ nợ xấu mở rộng quý 3 giảm 30 điểm cơ bản so với quý trước còn 1,5%, tuy nhiên mức này vẫn cao hơn đáng kể so với mức 1,1% hồi cuối năm 2019. Do ngân hàng đẩy mạnh xóa nợ xấu nên chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng sẽ tiếp tục tăng lên 1,15% vào cuối năm nay (+37bps YoY), và tăng lên 1,2% (+5bps YoY) vào năm 2021.
Tỷ lệ nợ xấu mở rộng (gồm nợ nhóm 2)	1,1	1,7	1,7	
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	182,0	182,7	187,6	Với tỷ lệ chi phí tín dụng duy trì ở mức cao (khoảng 1% so với tổng dư nợ cho vay), tỷ lệ bao phủ nợ xấu của ngân hàng cuối quý 3 đạt 215% (giảm 39,4 điểm % so với quý trước, nhưng tăng 33 điểm % so với cuối 2019). Chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ tiếp tục xóa nợ xấu khỏi nội bảng trong quý 4 nên tỷ lệ bao phủ nợ xấu được ước tính sẽ giảm xuống 182,7%.

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 VCB là **NĂM GIỮ**, với mức giá hợp lý là 89.600 đồng (tương đương mức tăng giá là 5,3%). Mức giá mục tiêu này tương ứng mức định giá P/B là 3,2x, dựa trên cơ sở phân tích tiềm năng lợi nhuận của VCB trong 5 năm tới. ROE trung bình 2020-2025 được kỳ vọng quanh mức 20,5%, với sự hồi phục rõ rệt từ năm 2023. Bên cạnh, chúng tôi cũng cập nhật tỷ lệ tăng trưởng dài hạn xuống 6% từ mức 6,7% trước đây.

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 78.100–104.300 đồng, khi ROE dao động trong vùng 19,5%–21,5% và tỷ lệ lợi tăng trưởng dài hạn thay đổi trong vùng 5,5–6,5%.

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	20,5%	ROE trung bình giai đoạn 2020–2025
Tăng trưởng dài hạn	6%	Tương ứng mức tỷ lệ lợi nhuận giữ lại năm cuối dự báo là 29,3%
Chi phí vốn	10,6%	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 = 1,08; Phần bù rủi ro tính từ mô hình là 7,4%
P/B mục tiêu	3,2x	Tương đương trung bình 5 năm
Giá khuyến nghị	VND89.600	Dựa trên giá trị sổ sách năm 2020
Mức tăng giá kỳ vọng	+5,3%	So với giá đóng cửa ngày 10/11/2020 là 85.100 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 mục tiêu	Tăng trưởng dài hạn	ROE						
		17,50%	18,50%	19,50%	20,50%	21,50%	22,50%	23,50%
5,0%		2,23	2,41	2,59	2,77	2,95	3,12	3,30
5,5%		2,35	2,55	2,74	2,94	3,14	3,33	3,53
6,0%		2,50	2,72	2,93	3,15	3,37	3,59	3,80
6,5%		2,68	2,93	3,17	3,41	3,66	3,90	4,15
7,0%		2,92	3,19	3,47	3,75	4,03	4,30	4,58

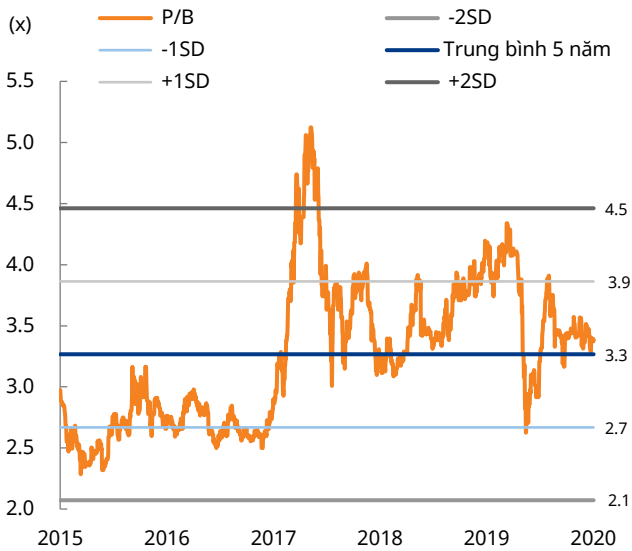
Giá mục tiêu	Tăng trưởng dài hạn	ROE						
		17,50%	18,50%	19,50%	20,50%	21,50%	22,50%	23,50%
5,0%		63.600	68.700	73.800	79.000	84.100	88.900	94.100
5,5%		67.000	72.700	78.100	83.800	89.500	94.900	100.600
6,0%		71.300	77.500	83.500	89.800	96.100	102.300	108.300
6,5%		76.400	83.500	90.400	97.200	104.300	111.200	118.300
7,0%		83.200	90.900	98.900	106.900	114.900	122.600	130.600

Nguồn: Phòng Phân tích MASVN ước tính

3) Định giá lịch sử

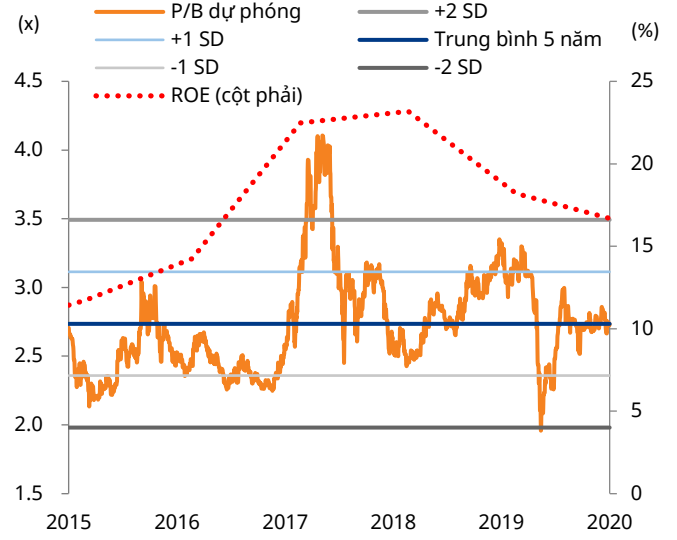
Hiện tại, VCB đang giao dịch ở mức P/B là 3,38x, gần giá trị P/B trung bình 5 năm là 3,3x. Tính dự phóng 12 tháng tới, forward P/B của VCB là 2,73x (quanh mức trung bình 5 năm 2,74x), hấp dẫn so với mức định giá hợp lý là 3,2x.

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



Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN. Dữ liệu cập nhật đến ngày 10/11/2020.

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 10/11/2020.

Quan điểm đầu tư

1. Tích cực

- VCB là ngân hàng đầu ngành xét về chất lượng tài sản. Với chất lượng tài sản tốt, đi kèm với mức dự phòng trích lập cao tạo lớp đệm an toàn cho ngân hàng trong bối cảnh nền kinh tế xấu đi do dịch COVID-19.
- Ngân hàng quản trị rủi ro tốt, với tỷ lệ nợ xấu thấp, duy trì mức dự phòng tích lũy cao, đạt tiêu chuẩn an toàn vốn Basel II sớm nhất hệ thống, dù đẩy mạnh chiến lược ngân hàng bán lẻ. Chi phí được quản trị tốt, duy trì mức tỷ lệ so với thu nhập dưới 40%.
- Chiến lược ngân hàng bán lẻ được kỳ vọng giúp VCB duy trì đà tăng trưởng cao nhờ dư địa tăng NIM và đa dạng hóa thu nhập, đặc biệt là thu nhập từ bancassurance.

2. Tiêu cực

- Trong năm 2020 và 2021, chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ tiếp tục tăng vốn theo kế hoạch giúp tăng mức độ an toàn vốn và tạo dư địa tăng trưởng tín dụng và các tài sản có rủi ro khác. Tuy nhiên kế hoạch tăng vốn của ngân hàng có thể bị trì hoãn do dịch COVID-19 và điều kiện thị trường không thuận lợi.
- Chiến lược ngân hàng bán lẻ của VCB là động lực chính thúc đẩy sự tăng trưởng mạnh trong 3 năm tiếp theo. Tuy vậy, trong kịch bản xấu, sự cạnh tranh khốc liệt trong mảng này với các ngân hàng tư nhân khác, cũng như các công ty tài chính khác sẽ khiến tốc độ tăng trưởng giảm lại hoặc biên lợi nhuận không đạt như kỳ vọng.
- Trong trường hợp tác động từ dịch COVID-19 kéo dài có thể khiến kết quả kinh doanh của ngân hàng xấu hơn dự tính, thậm chí cần thời gian lâu hơn 3 năm mới có thể phục hồi trở lại. Trong kịch bản xấu này, nhu cầu vay và sử dụng các dịch vụ ngân hàng sẽ bị giảm sút, đặc biệt là chất lượng các khoản vay cũng sẽ giảm do bối cảnh kinh tế chung xấu đi khiến ngân hàng từ chối cho vay các khoản vay rủi ro, hoặc đòi hỏi tăng tài sản đảm bảo. Theo đó, lợi nhuận và chất lượng tài sản của ngân hàng bị ảnh hưởng xấu.

Ngân hàng TMCP Ngoại thương (VCB 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	67.879	69.498	74.412	81.224
Chi phí trả lãi	33.147	34.057	39.272	44.459
Thu nhập lãi thuần	34.732	35.442	35.140	36.765
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	4.307	6.304	9.860	14.387
Lãi thuần từ hoạt động khác	7.007	6.800	7.230	7.703
Tổng thu nhập từ hoạt động	46.046	48.545	52.231	58.855
Tổng chi phí hoạt động	16.176	17.054	17.826	19.498
Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	29.870	31.492	34.405	39.357
Tổng chi phí dự phòng	6.790	9.452	9.930	12.092
Lợi nhuận hoạt động	23.080	22.039	24.475	27.265
Thu nhập khác (ngoài HĐKD)	42	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	23.122	22.039	24.475	27.265
Chi phí thuế	4.596	4.377	4.861	5.415
Lợi nhuận sau thuế	18.526	17.662	19.614	21.850
Lợi nhuận sau thuế (loại trừ cổ đông thiểu số)	18.511	17.647	19.599	21.835
Lợi nhuận sau thuế (điều chỉnh)	18.469	17.647	19.599	21.835
Thu nhập ròng từ HĐKD lõi	39.039	41.745	45.001	51.152
PPOP lõi	22.863	24.692	27.175	31.654

Phân tích Dupont (%)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập từ lãi	5,9	5,6	5,4	5,1
Chi phí trả lãi	2,9	2,7	2,8	2,8
Thu nhập lãi thuần	3,0	2,9	2,5	2,3
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	0,4	0,5	0,7	0,9
Lãi thuần từ hoạt động khác	0,6	0,5	0,5	0,5
Tổng thu nhập từ hoạt động	4,0	3,9	3,8	3,7
Tổng chi phí hoạt động	1,4	1,4	1,3	1,2
PPOP	2,6	2,5	2,5	2,5
Tổng chi phí dự phòng	0,6	0,8	0,7	0,8
Thu nhập khác (ngoài HĐKD)	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận trước thuế	2,0	1,8	1,8	1,7
Chi phí thuế	0,4	0,4	0,4	0,3
Lợi nhuận sau thuế	1,6	1,4	1,4	1,4
ROA	1,6	1,4	1,4	1,4
Số nhân vốn chủ sở hữu (x)	16,1	12,8	11,6	12,0
ROE	23,2	18,2	16,4	15,4

Chất lượng tài sản (%)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Tỷ lệ nợ xấu	0,8	1,2	1,2	1,2
Tỷ lệ nợ xấu mở rộng (gồm nợ nhóm 2)	1,1	1,7	1,7	1,6
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	182,0	182,7	187,6	195,0
Dự phòng trên tổng tín dụng	1,2	1,7	1,8	1,9
Chi phí tín dụng (trên dư nợ)	0,9	1,2	1,1	1,2
Chi phí tín dụng (gồm nợ ngoại bảng)	0,8	0,9	0,9	1,0

Chỉ tiêu định giá trên mỗi cổ phần (đồng)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
EPS (theo báo cáo)	4.481	4.455	4.948	5.196
EPS (điều chỉnh)	3.546	5.120	5.986	6.838
Giá trị sổ sách	21.785	28.508	31.658	35.717
Cổ tức	800	0	0	800
PPOP	8.072	7.973	8.710	9.964

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 tương đương	297.933	196.048	359.142	408.089
Chứng khoán	170.844	193.312	212.531	235.042
Cho vay khách hàng	724.290	798.388	896.541	1.018.124
Tài sản hữu hình	6.540	6.796	7.475	8.223
Tài sản khác	23.112	67.351	25.511	30.521
Tổng tài sản	1.222.719	1.261.896	1.501.200	1.699.999
Tiền gửi của khách hàng	928.452	1.025.818	1.146.485	1.303.154
Tiền gửi và vay các TCTD	162.490	67.145	157.451	175.270
Phát hành giấy tờ có giá	24.896	24.774	37.514	42.324
Các khoản nợ khác	25.998	31.552	34.705	38.173
Tổng nợ phải trả	1.141.836	1.149.289	1.376.154	1.558.920
Vốn của TCTD	37.089	39.500	39.500	39.500
Trái phiếu chuyển đổi	345	345	345	345
Thặng dư vốn cổ phần	4.995,4	16.094	16.094	16.094
Lợi nhuận giữ lại	26.055	39.058	48.857	61.958
Quỹ của TCTD	0	0	0	0
Khoản điều chỉnh vốn	12.316	17.512	20.152	23.084
Lợi ích cổ đông thiểu số	83	98	98	98
Tổng vốn chủ sở hữu	80.883	112.607	125.046	141.079

Các chỉ số chính (%)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng (% YoY)				
Tổng tín dụng (ngân hàng)	16,3	11,0	12,5	13,7
Dư nợ	16,5	10,2	12,3	13,6
Huy động	15,8	10,5	11,8	13,7
Vốn chủ sở hữu	30,1	39,2	11,0	12,8
Tổng tài sản	13,8	3,2	19,0	13,2
Thu nhập lãi thuần	21,7	2,0	-0,9	4,6
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	26,6	46,4	56,4	45,9
PPOP	16,5	5,4	9,2	14,4
Lợi nhuận hoạt động	26,6	-4,7	11,0	11,4
Lợi nhuận sau thuế	26,7	-4,7	11,1	11,4

Khả năng sinh lời (%)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Chênh lệch biên lãi suất (NIS)	2,1	1,9	1,9	1,5
NIM	3,2	3,1	2,7	2,4
Biên PPOP	64,9	64,9	65,9	66,9
ROA	1,4	1,4	1,4	1,3
ROE	23,2	18,2	16,4	15,4

Tỷ lệ thanh khoản (%)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Cho vay/Huy động (LDR)	79,1	79,5	80,0	80,0
Cho vay/Tổng tài sản	58,6	61,3	59,7	59,9

Hệ số an toàn vốn (%)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Hệ số CAR	9,3	10,8	11,5	13,2
Hệ số vốn cấp 1 (Tier 1)	8,0	9,3	10,1	11,7
			0,9	0,9

Hiệu quả hoạt động (%)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập	35,1	35,1	34,1	33,1
Tỷ lệ chi phí trên tổng tài sản	1,3	1,4	1,2	1,1

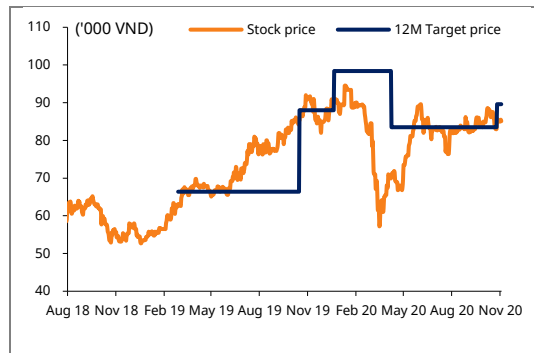
Cổ tức (%)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Tỷ lệ chi trả	17,9	0	0	15,4

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

Company	Date	Rating	TP (VND)
Bank for Foreign Trade of Vietnam (VCB VN)	11/10/2020	Hold	VMD89,600
	8/13/2020	Hold	VND83,500
	4/29/2020	Buy	VND83,500
	4/14/2020	Trading buy	VND83,500
	12/28/2019	Hold	VND98,400
	10/23/2019	Hold	VND88,000
	3/6/2019	Hold	VND66,400



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)