

Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BID VN)

Báo cáo cập nhật

NĂM GIỮ
GIÁ MỤC TIÊU: 41.100

Upside: +3,8%

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 tăng nhẹ 0,08% so với cùng kỳ, quý 4 kỳ vọng tăng trưởng 19,5%

- Sự phục hồi hình chữ V trong mảng thu nhập từ lãi được thấy rõ ràng sau kết quả kinh doanh quý 3. Hơn hết, mảng thu nhập từ phí giữ được đà tăng trưởng tốt. Chúng tôi kỳ vọng 2 điểm sáng này sẽ được duy trì trong quý 4.
- Với danh mục tín dụng tập trung cho vay doanh nghiệp (chiếm tỷ trọng 65%), tăng trưởng tín dụng sẽ tăng mạnh trong các tháng cuối năm để tài trợ cho các kế hoạch kinh doanh của doanh nghiệp. Do đó chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ đạt mức 8,2% năm nay từ mức tăng trưởng 2,5% YTD cuối quý 3.
- NIM quý 4 được kỳ vọng tiếp tục tăng 34 điểm cơ bản so với quý 3 chủ yếu nhờ kỳ vọng chi phí sử dụng vốn giảm 45 điểm cơ bản so với quý trước, nhanh hơn mức giảm 18 điểm cơ bản của lợi suất cho vay bình quân; lợi suất đầu tư bình quân quý 4 tăng 8 điểm cơ bản so với quý trước.
- Ngân hàng đẩy mạnh việc xóa nợ xấu, với tổng mức nợ xấu đã xóa trong 9 tháng lên đến hơn 9 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu năm nay sẽ được kiểm soát ở mức 2%.
- ROA năm 2020 được dự phóng sẽ tăng 4 điểm cơ bản lên mức 0,58%. Tuy nhiên, do giả định tăng vốn chủ sở hữu vào cuối năm mạnh, ROE được dự báo giảm 1,4%p xuống còn 10,1%.

Quan điểm đầu tư

Tích cực: 1) Ngân hàng có vị thế thanh khoản tốt so với ngành, với tỷ lệ tiền gửi trong tổng nguồn vốn huy động cao, chủ yếu nhờ lợi thế của một ngân hàng quốc doanh (uy tín và tên tuổi) trong huy động vốn; 2) Vốn cấp 1 mỏng hàm ý khả năng tiếp tục bán vốn cho nhà đầu tư chiến lược; 3) Hiệu quả hoạt động được cải thiện tích cực.

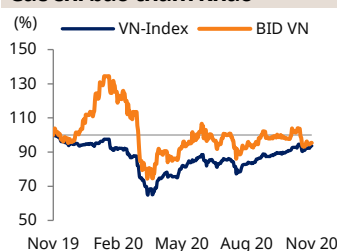
Tiêu cực: 1) Hoãn kế hoạch tăng vốn do điều kiện thị trường không thuận lợi; 2) Chất lượng tài sản vẫn tương đối kém so với ngành, dù cho đang được cải thiện; 3) Với lớp đệm dự phòng tương đối mỏng, lợi nhuận ngân hàng sẽ chịu áp lực khi điều kiện kinh tế chung không thuận lợi.

Định giá

Mức giá hợp lý là 41.100 đồng, tương ứng với mức định giá P/B là 1,3x

- Dựa trên cơ sở phân tích tiềm năng lợi nhuận của BID trong 5 năm tới, ROE trung bình 2020-2025 được kỳ vọng quanh mức 10,35%, với sự hồi phục từ năm 2023. Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn được giữ ở mức giả định 6%.

Các chỉ báo tham khảo



Giá hiện tại (12/11/2020, VND)	39.600	Vốn hoá (tỷ đồng)	158.468
Lợi nhuận sau thuế (20F, tỷ đồng)	8.881	SLCP đang lưu hành (triệu cp)	4.022
Kỳ vọng thị trường (20F, tỷ đồng)	7.699	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	19,0
Tăng trưởng EPS (20F, %)	1,7	Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	17,3
P/E (20F, x)	18,7	Beta (12M)	1,2
P/E thị trường (20F, x)	15,9	Giá thấp nhất 52 tuần	29.500
VN-INDEX	952,2	Giá cao nhất 52 tuần	55.800

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	-3,8	2,1	-6,4
Tương đối	-6,6	-13,1	0,1

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)	30.955	34.956	35.978	35.985	36.031	41.000
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	9.041	10.812	13.086	13.871	15.884	18.120
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	8.330	9.339	10.518	11.125	12.457	14.255
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	6.787	7.477	8.368	8.881	9.946	11.385
EPS (đồng)	1.499	1.613	2.163	2.199	2.458	2.774
Tăng trưởng EPS	11,4	7,6	34,1	1,7	11,8	12,9
P/E (x)	17,0	21,3	21,3	18,7	16,7	14,8
P/PPOP (x)	3,8	4,2	5,3	5,1	4,9	4,2
P/B (x)	1,9	2,3	2,5	1,67	1,4	1,1
ROE (%)	11,0	11,0	11,5	10,0	8,9	8,2
Tỷ suất cổ tức (%)	2,7	2,0	1,5	0,0	0,0	1,7

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

PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

M U C L U C

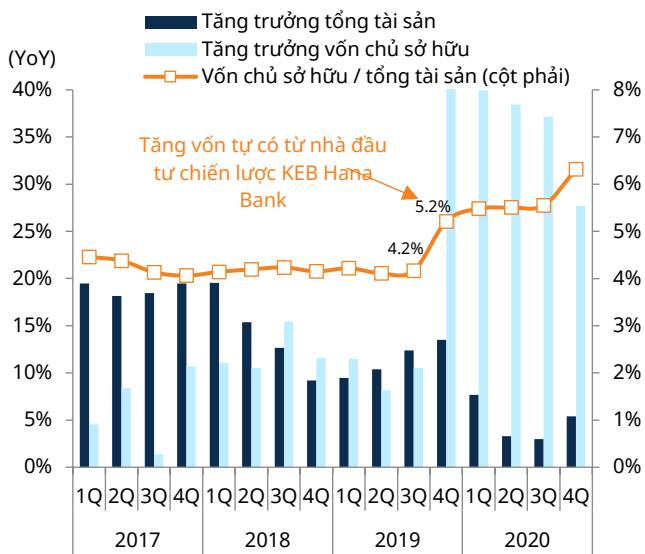
Tiếp tục cải thiện	3
1. Phát hành thêm cổ phần để tiếp tục cải thiện vị thế vốn	3
2. Đẩy mạnh xóa nợ xấu, giữ tỷ lệ nợ xấu nội bảng ổn định	4
3. Quản trị hiệu quả hoạt động ổn định; thị phần tín dụng bị sụt giảm	5
4. Lợi nhuận sau thuế 9 tháng tăng nhẹ so với cùng kỳ, quý 4 kỳ vọng tăng trưởng 19,5%	5
5. Vị thế thanh khoản	9
Định giá và dự báo lợi nhuận	10
1. Dự báo lợi nhuận	10
2. Quan điểm đầu tư	11
3. Định giá	12

Tiếp tục cải thiện

1. Phát hành thêm cổ phần để tiếp tục cải thiện vị thế vốn

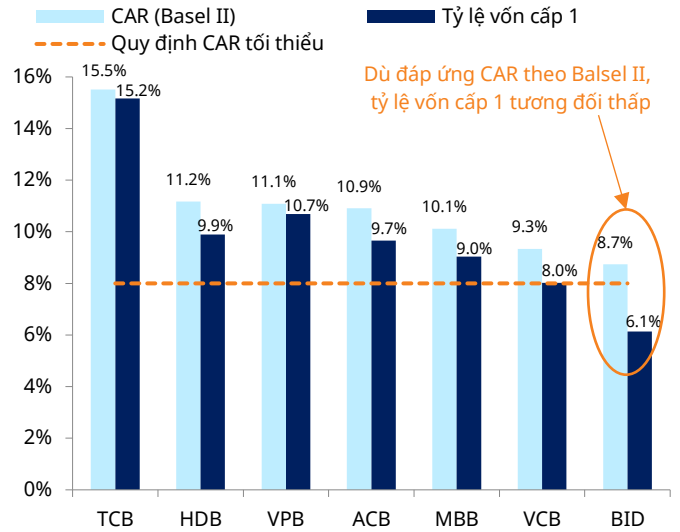
BID hiện đang đáp ứng tiêu chuẩn an toàn vốn (CAR) mới theo Thông tư 41 (chuẩn Basel II). Dù vậy, tỷ lệ vốn cấp 1 của BID tương đối thấp so với các ngân hàng trong ngành. Do đó, ngân hàng sẽ tiếp tục cải thiện vị thế vốn thông qua lợi nhuận giữ lại và phát hành thêm riêng lẻ. Theo kế hoạch ban đầu, BID sẽ phát hành thêm 281,5 triệu cổ phiếu vào năm nay để chi trả cổ tức bằng cổ phiếu (với tỷ lệ 7%). Bên cạnh, ngân hàng cũng dự kiến phát hành riêng lẻ 341,97 triệu cổ phiếu (tương đương tỷ lệ phát hành 8,5% vốn hiện tại); tuy nhiên, kế hoạch này có thể bị hoãn đến năm sau nếu điều kiện thị trường không thuận lợi do dịch COVID-19.

Hình 1. Củng cố vị thế vốn nhờ bán vốn cho KEB Hana Bank



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

Hình 2. Chỉ tiêu an toàn vốn (CAR) thời điểm cuối năm 2019



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

Bảng 1. Dự phóng vốn và tỷ lệ sở hữu của các cổ đông chính dựa trên lộ trình tăng vốn

Lộ trình tăng vốn	2019	2020F	2021-2022F
Số lượng cổ phiếu trước khi phát hành (triệu)	3.418,72	4.022,02	4.645,43
Số lượng cổ phiếu phát hành để trả cổ tức (triệu)	-	281,54	325,18
Số lượng cổ phiếu phát hành mới (triệu)	603,30	341,9	766,79
Tỷ lệ phát hành	17,6%	8,5%	16,5%
Số lượng cổ phiếu sau khi phát hành (triệu)	4.022,02	4.645,43	5.737,40
Tỷ lệ sở hữu của các cổ đông chính sau khi phát hành thêm			
1/ Ngân hàng nhà nước (triệu cổ phiếu)	3.257	3.485	3.729
Tỷ lệ sở hữu	81,0%	75,0%	65,0%
2/ KEB Hana Bank (triệu cổ phiếu)	603,30	645,53	690,72
Tỷ lệ sở hữu	15,0%	13,9%	12,0%
Số lượng cổ phiếu còn lại cho cổ đông ngoại (triệu cổ phiếu)	497,06	634,42	908,87
Tỷ lệ sở hữu	12,4%	13,7%	15,8%

Nguồn: Tài liệu giới thiệu ngân hàng, Phòng Phân tích MASVN ước tính

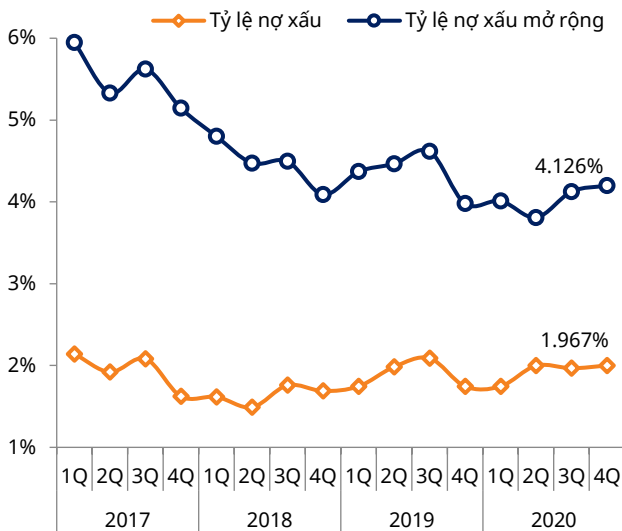
Dựa trên lộ trình tăng vốn dự kiến của BID, ngân hàng nhà nước sẽ giảm tỷ lệ sở hữu xuống 65% vào cuối năm 2022. Nếu kế hoạch phát hành thêm 341,87 triệu cổ phiếu năm nay được hoàn thành, BID có thể sẽ phát hành thêm 766,79 triệu cổ phiếu trong vòng 2 năm tới. Theo tính toán của chúng tôi, tỷ lệ cổ phần còn lại cho cổ đông ngoại có thể lên đến 15,8% (sau khi phát hành thêm), đây là mức hấp dẫn để thu hút thêm một đối tác chiến lược tiềm năng khác.

2. Đẩy mạnh xóa nợ xấu, giữ tỷ lệ nợ xấu nội bảng ổn định

Tỷ lệ nợ xấu nội bảng vẫn được giữ ổn định trong vùng 1,7%–2%. Cuối quý 3, tỷ lệ nợ xấu giảm nhẹ 3 điểm cơ bản so với quý trước xuống 1,97% (tăng 22 điểm cơ bản so với 2019). Nếu tính thêm nợ nhóm 2 (nợ có khả năng chuyển thành nợ xấu), tỷ lệ nợ xấu mở rộng cuối quý 3 tăng thêm 32 điểm cơ bản so với cuối quý 2 lên 4,1% (tăng 15 điểm cơ bản so với 2019). Đáng chú ý, ngân hàng tiếp tục đẩy mạnh việc xóa nợ xấu (xem Hình 5). Trong quý 3, BID đã xóa gần 4,6 nghìn tỷ đồng nợ xấu, tính tổng mức nợ xấu đã xóa trong 9 tháng lên đến hơn 9 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ tiếp tục đẩy mạnh xóa nợ nên tỷ lệ nợ xấu năm nay sẽ được kiểm soát ở mức 2% (hay tăng 25 điểm cơ bản so với 2019). Lưu ý rằng, mức dự phóng này cao hơn so với mục tiêu đặt ra tại đại hội đồng cổ đông năm nay là không cao hơn 1,7%. Tỷ lệ nợ xấu mở rộng được kỳ vọng tăng lên mức 4,2%, tức tăng 22 điểm cơ bản so với 2019.

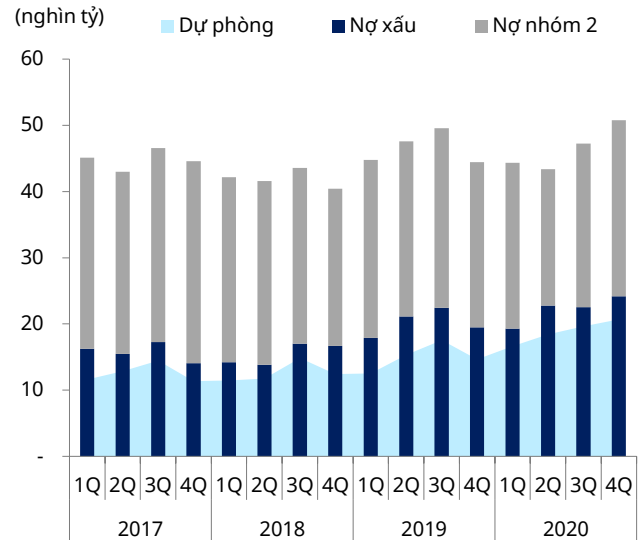
Ngân hàng đã duy trì tỷ lệ chi phí tín dụng ở mức khá cao để giải quyết nợ xấu, do đó, dự phòng là gánh nặng đáng kể của lợi nhuận ngân hàng (xem Hình 6). Chúng tôi dự báo dự phòng trích lập mới trong quý 4 sẽ tăng 5,7% so với cùng kỳ (9 tháng năm giảm 2,3% so với cùng kỳ), với tỷ lệ chi phí tín dụng so với tổng cho vay khách hàng năm nay có thể ở mức 1,65%. Dù vậy, mức đệm dự phòng hiện tại của ngân hàng vẫn tương đối mỏng (xem Hình 4), với tỷ lệ bao phủ nợ xấu đang ở mức 87% (+12%p so với 2019, +6%p so với quý 2). Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ bao phủ nợ xấu sẽ ở mức 85,6% vào cuối năm nay (+10,5%p so với 2019).

Hình 3. Tỷ lệ nợ xấu nội bảng được giữ ổn định



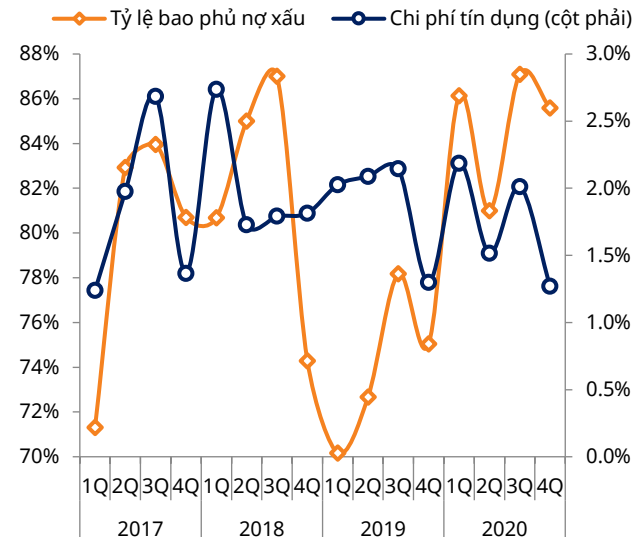
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020
 Lưu ý: Tỷ lệ nợ xấu mở rộng bao gồm thêm nợ nhóm 2.

Hình 4. Dự phòng vẫn tương đối mỏng



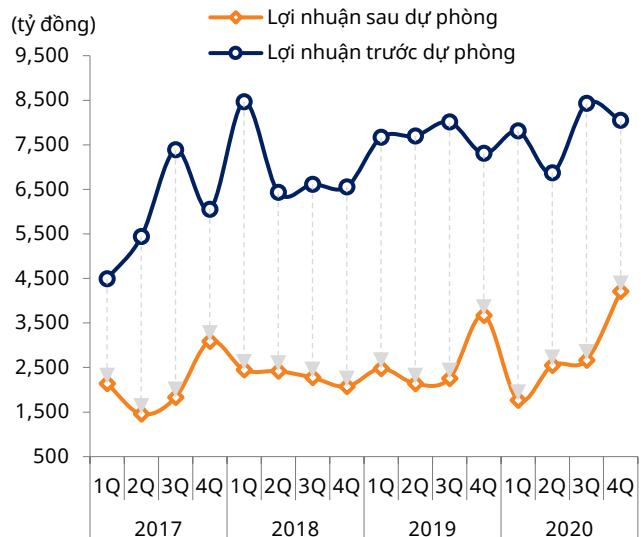
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

Hình 5. Kỳ vọng tỷ lệ chi phí tín dụng tiếp tục cao như 2019



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

Hình 6. Gánh nặng trích lập dự phòng lên lợi nhuận



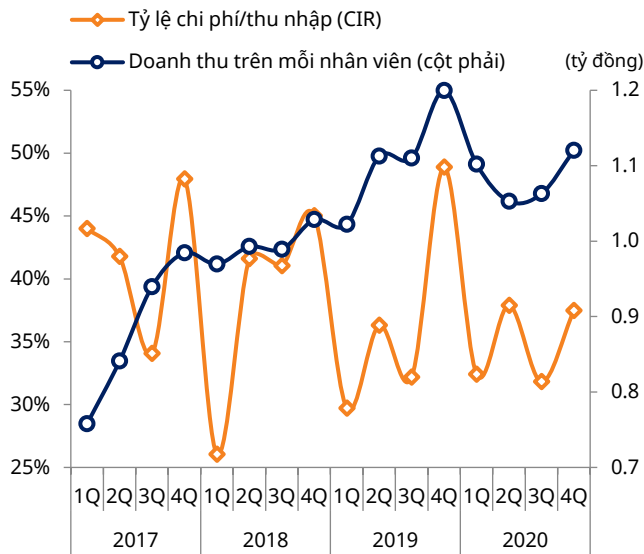
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

3. Quản trị hiệu quả hoạt động ổn định; thị phần tín dụng bị sụt giảm

Chi phí hoạt động 9 tháng đầu năm tăng 3,8% so với cùng kỳ. Tỷ lệ chi phí so với thu nhập (CIR) trong 9 tháng đầu năm 2020 là 33,9%, tăng 1,1%p so với cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng sự hỗ trợ của nhà đầu tư chiến lược KEB Hana Bank sẽ giúp ngân hàng dần cải thiện hiệu quả hoạt động. Theo đó, CIR năm 2020 được giả định sẽ giảm 0,5%p xuống còn 37%. Tương ứng, chi phí hoạt động của quý 4 được dự phóng giảm 5,6% so với cùng kỳ.

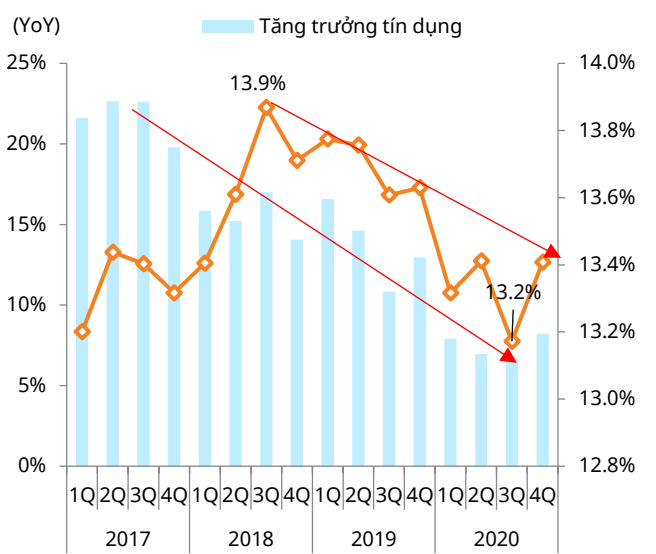
Trong bối cảnh các ngân hàng tư nhân tăng trưởng rất mạnh mẽ và tăng thị phần tín dụng, BID đối mặt với rủi ro thị phần tín dụng bị sụt giảm. Cụ thể, thị phần tín dụng của BID đã giảm từ 13,9% vào cuối quý 3/2018 xuống còn 13,2% vào quý 3/2020 (xem Hình 8). Chúng tôi kỳ vọng thị phần tín dụng của BID sẽ tăng trở lại mức 13,4% vào cuối năm nay do giả định tín dụng sẽ được đẩy mạnh giải ngân vào quý 4.

Hình 7. CIR ở mức trung bình so với ngành



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

Hình 8. Tăng trưởng tín dụng thấp, thị phần thu hẹp



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

4. Lợi nhuận sau thuế 9 tháng tăng nhẹ so với cùng kỳ, quý 4 kỳ vọng tăng trưởng 19,5%

Lợi nhuận sau thuế quý 3 tăng trưởng 16,2%, phù hợp với dự báo 16,6% của chúng tôi

Sau khi báo cáo lợi nhuận sau thuế quý 1 sụt giảm mạnh 28,4%, BID đã có 2 quý liên tiếp tăng trưởng ở mức 2 chữ số. Đáng chú ý, quý 3 chứng kiến sự phục hồi của mảng thu nhập lãi thuần, trong khi thu nhập từ phí dịch vụ tiếp tục tăng trưởng tốt. Trích lập dự phòng mới trong quý 3 tương đương mức cùng kỳ.

- Thu nhập lãi thuần, đóng góp 74,1% tổng thu nhập hoạt động, hồi phục với mức tăng nhẹ 4,5% so với cùng kỳ. Tổng tài sản sinh lời của ngân hàng tăng 3,3% so với cùng kỳ do tín dụng tăng trưởng thấp (ở mức 6,7%). So với cuối 2019, tăng trưởng tín dụng vẫn ở mức thấp 2,5%, từ mức 2% cuối quý 2. Do đó, sự hồi phục của tăng trưởng thu nhập lãi thuần chủ yếu đến từ cải thiện biên thu nhập lãi thuần (NIM). NIM (chuẩn hóa theo năm) tăng 60 điểm cơ bản so với quý trước lên mức 2,57% nhờ lợi suất cho vay bình quân tăng 34 điểm cơ bản trong khi chi phí sử dụng giảm 28 điểm cơ bản. So với cùng kỳ, NIM quý 3 tăng 3 điểm cơ bản do lợi suất cho vay bình quân giảm 78 điểm cơ bản, được bù đắp lại nhờ chi phí sử dụng chỉ giảm 38 điểm cơ bản, và lợi suất đầu tư bình quân tăng 15 điểm cơ bản.
- Thu nhập từ phí hoạt động dịch vụ tiếp tục tăng tốt, đóng góp 11,1% tổng thu nhập hoạt động, với mức tăng 30,2% so với cùng kỳ.
- Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối, đóng góp 3,5% vào tổng thu nhập hoạt động, tăng 27,8% so với cùng kỳ.
- Thu nhập từ kinh doanh chứng khoán tăng gấp 2,3 lần so với cùng kỳ. Trong khi đó, thu nhập từ các nguồn khác (chủ yếu từ hồi nợ ngoại bảng) giảm 32,8% so với cùng kỳ.

Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) trong 12 tháng gần nhất (T12M) tăng nhẹ 3 điểm cơ bản so với mức 2019. Tuy nhiên, do tăng mức độ an toàn vốn nên tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) giảm 1%p so với cùng kỳ.

Bảng 2. Phân tích kết quả kinh doanh theo quý và dự báo quý 3

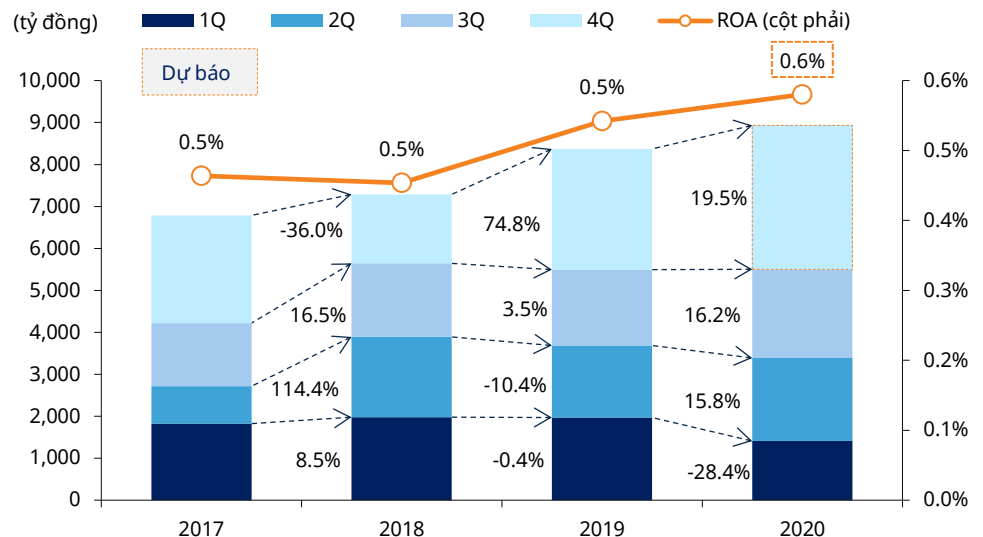
Kết quả kinh doanh	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20 (dự phóng)
Thu nhập lãi thuần	8.550	9.113	8.754	9.587	9.153	6.948	9.151	10.341
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	-6,8	9,7	7,2	4,9	7,1	-23,8	4,5	7,9
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM %)*	2,6	2,7	2,5	2,7	2,6	2,0	2,6	2,8
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	876	1.092	1.050	1.248	1.086	1.213	1.368	1.504
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	17,6	11,9	28,1	23,1	23,9	11,1	30,2	20,5
Biên lợi nhuận từ phí (%)	53,9	55,8	54,0	53,2	59,6	59,0	63,3	58,3
Lợi nhuận trước dự phòng	7.665	7.697	8.011	7.304	7.807	6.869	8.425	8.046
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	-9,4	19,7	21,1	11,4	1,9	-10,8	5,2	10,2
Biên lợi nhuận trước dự phòng (%)	70,3	63,7	67,8	51,1	67,6	62,1	68,2	55,5
Dự phòng	5.187	5.559	5.756	3.630	6.041	4.320	5.758	3.838
Tỷ lệ dự phòng/lợi nhuận trước dự phòng (%)	67,7	72,2	71,9	49,7	77,4	62,9	68,3	47,7
Lợi nhuận trước thuế	2.521	2.188	2.319	3.704	1.814	2.545	2.703	4.328
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	1,4	-11,9	1,6	73,3	-28,0	16,3	16,6	16,8
Lợi nhuận sau thuế	1.969	1.713	1.814	2.872	1.409	1.983	2.108	3.432
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	-0,4	-10,4	3,5	74,8	-28,4	15,8	16,2	19,5
Tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản ROA (%)*	0,6	0,5	0,5	0,8	0,4	0,6	0,6	0,9
Tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu ROE (%)*	14,3	11,9	12,4	16,8	7,1	10,3	10,6	14,7

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

Kết quả kinh doanh quý 3 dự kiến sẽ được công bố vào ngày 23/10/2020.

Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 9. Lợi nhuận sau thuế quý 4 được kỳ vọng tăng trưởng 19,5% so với cùng kỳ



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

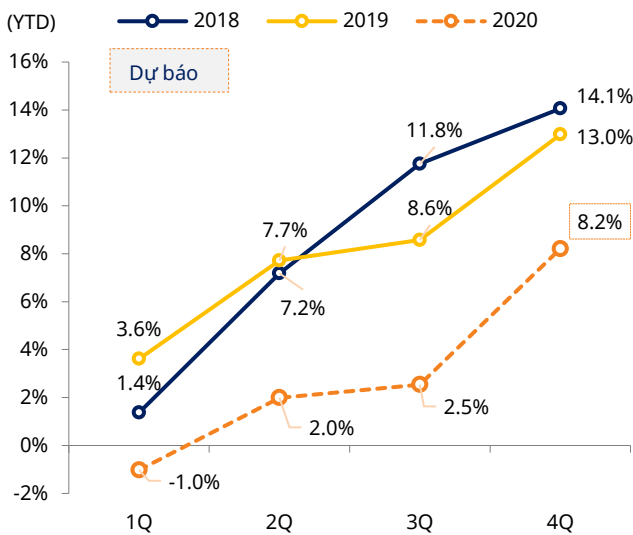
Kỳ vọng lợi nhuận sau thuế quý 4 sẽ tăng 19,5% và năm 2020 tăng 6,7% so với cùng kỳ

- Thu nhập lãi thuần được kỳ vọng tiếp tục xu hướng hồi phục với mức tăng gần 12% so với cùng kỳ nhờ:
 - Với danh mục tín dụng tập trung cho vay doanh nghiệp (chiếm tỷ trọng 65%), tăng trưởng tín dụng sẽ tăng mạnh trong các tháng cuối năm để tài trợ cho các kế hoạch kinh doanh của doanh nghiệp. Do đó chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ đạt mức 8,2% năm nay từ mức tăng trưởng 2,5% YTD cuối quý 3 (xem Hình 10).

- o NIM được kỳ vọng tiếp tục tăng 34 điểm cơ bản so với quý 3 (xem Hình 16) chủ yếu nhờ kỳ vọng chi phí sử dụng vốn giảm 45 điểm cơ bản so với quý trước (xem Hình 15), nhanh hơn mức giảm 18 điểm cơ bản của lợi suất cho vay bình quân (xem Hình 13); lợi suất đầu tư bình quân quý 4 tăng 8 điểm cơ bản so với quý trước. Tính chung cả năm 2020, thu nhập lãi thuần được kỳ vọng chỉ giảm nhẹ 1% so với cùng kỳ, với NIM ước tính giảm 24 điểm cơ bản.
- Thu nhập ròng từ phí của BID vẫn giữ được mức tăng trưởng tốt, tăng 21,5% trong 9 tháng đầu năm. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng này sẽ được duy trì với mức tăng 20,5% trong quý 4. Tính chung cả năm, thu ròng từ phí dịch vụ ước tính tăng 21,2% so với cùng kỳ.
- Các nguồn thu nhập ngoài lãi khác được dự phóng giảm 23,3% trong quý 4, chủ yếu do giả định việc thu hồi nợ đã xóa sẽ tiếp tục giảm so với cùng kỳ. Tính cho cả năm 2020, các nguồn thu nhập ngoài lãi khác được ước tính giảm nhẹ 1,4% so với 2019.

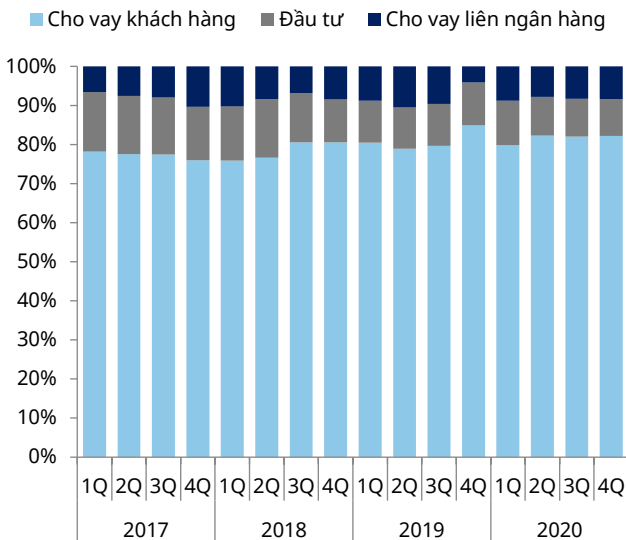
ROA năm 2020 được dự phóng sẽ tăng 4 điểm cơ bản lên mức 0,58%. Tuy nhiên, do giả định tăng vốn chủ sở hữu vào cuối năm mạnh, ROE được dự báo giảm 1,4%p xuống còn 10,1%.

Hình 10. Tăng trưởng cho vay kỳ vọng tăng mạnh trong quý 4



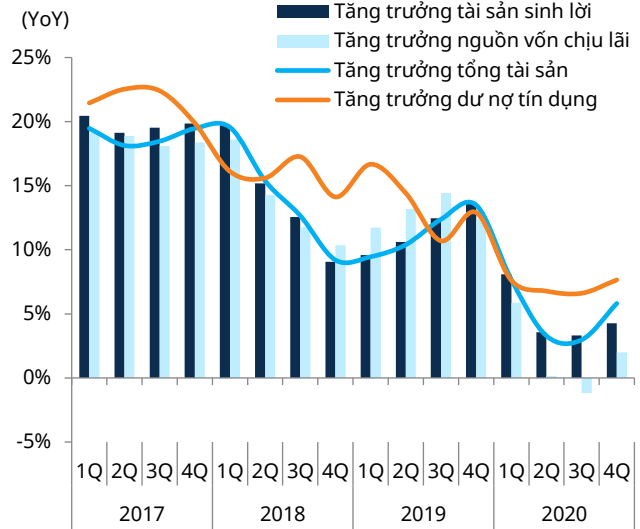
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

Hình 12. Cấu trúc tài sản sinh lời



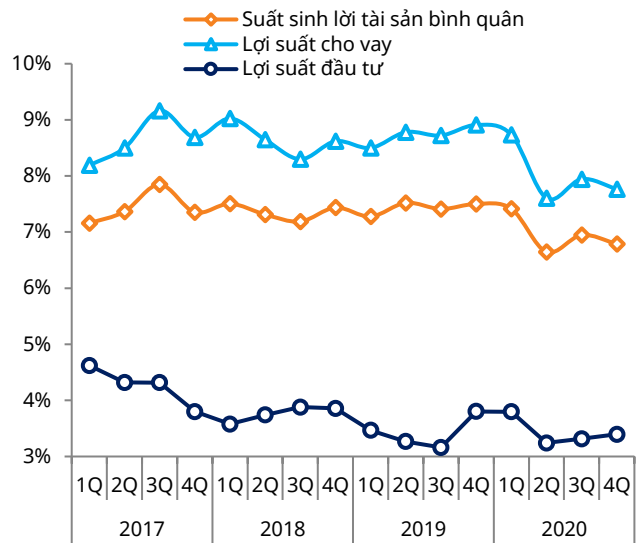
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

Hình 11. Chỉ tiêu đo lường tăng trưởng bảng cân đối kế toán



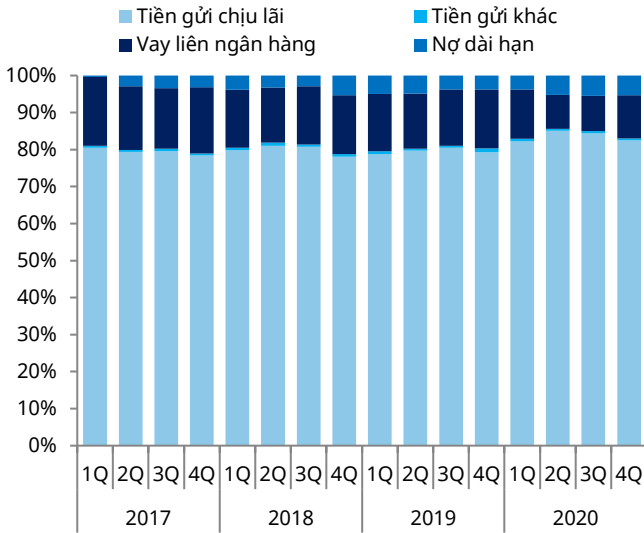
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

Hình 13. Lợi suất của từng loại tài sản



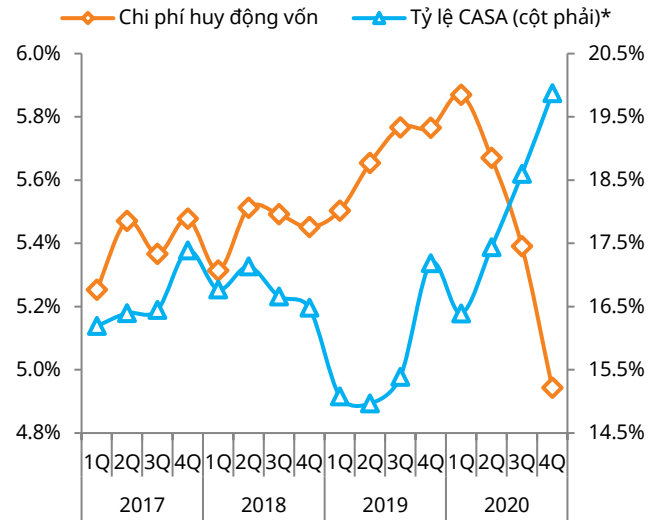
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

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

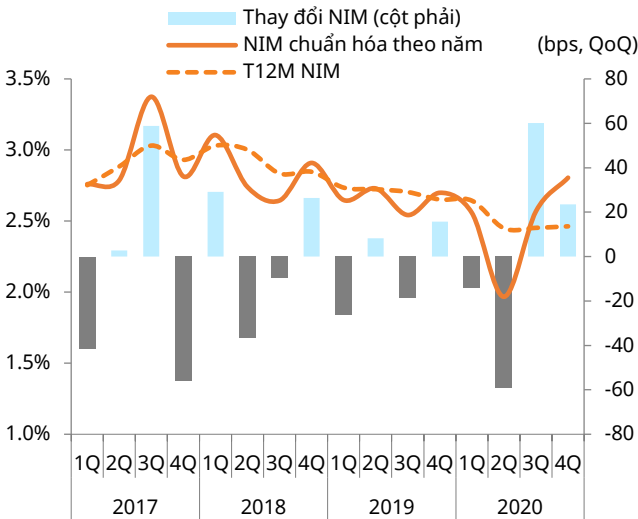
Hình 15. Chi phí huy động vốn bình quân



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

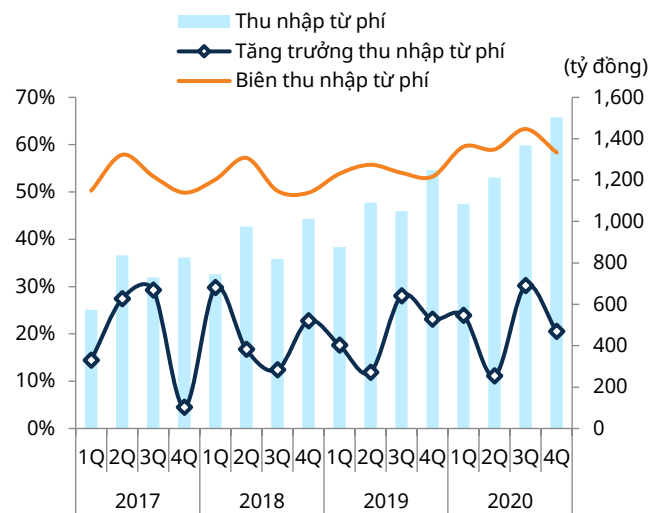
*Tỷ lệ CASA = [(Tiền gửi không kỳ hạn + Tổng vốn chủ sở hữu) / Tổng tài sản]

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



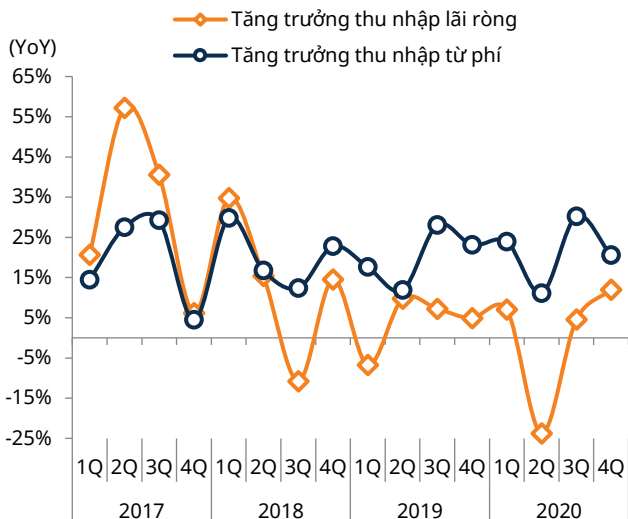
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

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



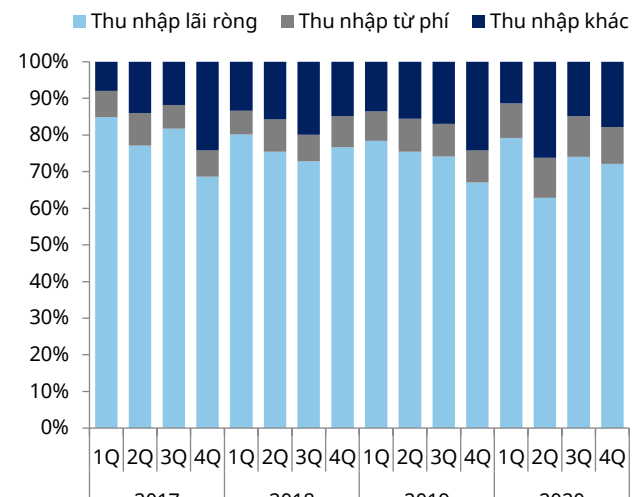
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN ước tính số liệu quý 4 năm 2020

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



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

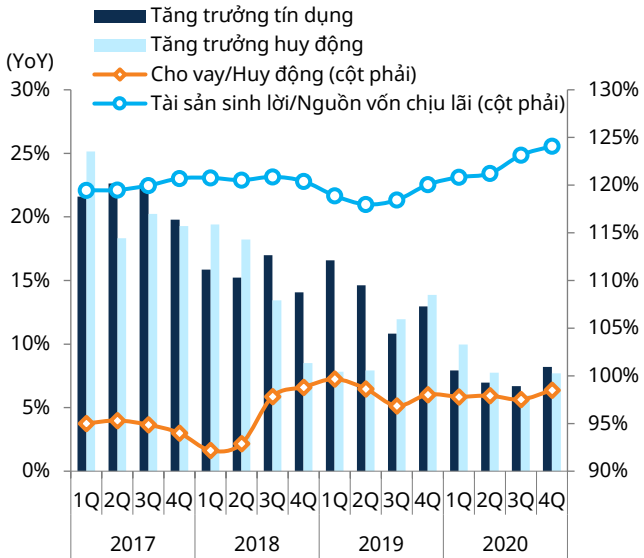
5. Vị thế thanh khoản

Ngân hàng vốn có vị thế thanh khoản tốt so với ngành, với tỷ lệ tiền gửi trong tổng nguồn vốn huy động tăng ở mức cao, dù có sự giảm nhẹ vào quý 3. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ tiền gửi trong tổng nguồn vốn huy động có thể tiếp tục giảm trong quý 4 do lãi suất huy động đang ngày càng kém hấp dẫn hơn.

BID hoạt động với mô hình ngân hàng truyền thống nên tỷ lệ cho vay trong tổng tài sản sinh lời của ngân hàng được duy trì ở mức cao và có xu hướng tăng. Sau khi tăng nhẹ trong quý 3, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ cho vay trong tổng tài sản sinh lời sẽ giảm nhẹ trong quý 4.

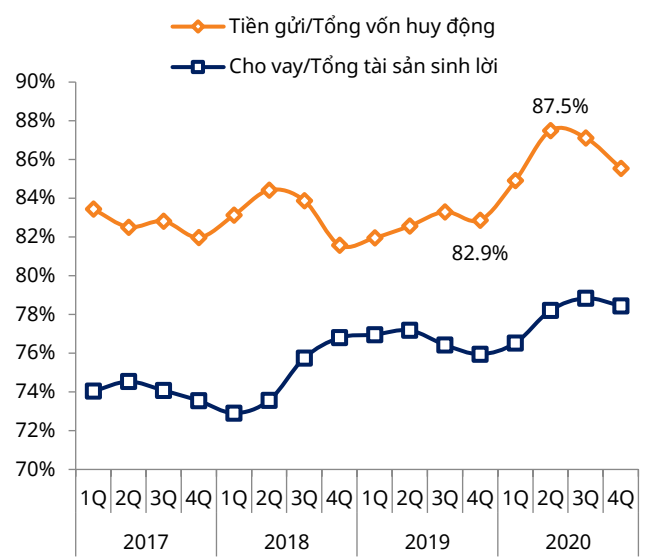
Về cân đối giữa hai bên bảng cân đối kế toán, chúng tôi nhận thấy tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) được duy trì ổn định trong vùng 97%–99%. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng LDR của BID đang ở mức cao so với ngành nên có thể sẽ được điều chỉnh giảm dần trong các năm sau. Bên cạnh đó, tỷ lệ tài sản sinh lời trên nguồn vốn chịu lãi được đang có xu hướng tăng lên. Điều này có thể giúp ngân hàng cải thiện khả năng sinh lời trong tương lai.

Hình 20. Tỷ lệ tài sản sinh lời trên nguồn vốn chịu lãi được đang có xu hướng tăng lên



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

Hình 21. Vị thế thanh khoản ổn định



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

Định giá và dự báo lợi nhuận

1. Dự báo lợi nhuận

Bảng 3. Dự báo lợi nhuận năm 2020 và 2021

Chỉ tiêu	2019	Dự báo		Giải thích
		2020	2021	
Chỉ tiêu tăng trưởng (%)				
Tổng cho vay	13,0	8,2	10,0	Với danh mục tín dụng tập trung cho vay doanh nghiệp (chiếm tỷ trọng 65%), tăng trưởng tín dụng sẽ tăng mạnh trong các tháng cuối năm để tài trợ cho các kế hoạch kinh doanh của doanh nghiệp.
Huy động	13,9	7,7	10,6	Chúng tôi chúng tôi nhận thấy tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) được duy trì ổn định trong vùng 97%-99%. Do đó, ngân hàng có thể sẽ duy trì vị thế này. Mức tăng trưởng huy động được dự phóng dựa trên giả định mức LDR năm 2020 là 98,5%, và giảm xuống 98% vào năm 2021.
Vốn chủ sở hữu	42,5	27,7	23,1	Chúng tôi kỳ vọng BID sẽ phát hành thêm 281,5 triệu cổ phiếu vào quý 4 năm nay để chi trả cổ tức bằng cổ phiếu (với tỷ lệ 7%). Bên cạnh, ngân hàng cũng dự kiến phát hành riêng lẻ 341,97 triệu cổ phiếu (tương đương tỷ lệ phát hành 8,5% vốn hiện tại).
Thu nhập lãi thuần	2,9	-1,1	0,1	Chúng tôi ước tính NIM năm 2020 giảm 24 điểm cơ bản so với 2019 do: 1) lợi suất cho vay bình quân giảm 120 điểm cơ bản, trong khi chi phí huy động vốn giảm 47 điểm cơ bản; 2) lợi suất đầu tư bình quân giảm 70 điểm cơ bản so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, tăng trưởng tín dụng cũng như tăng trưởng tài sản sinh lời đều chậm. Do đó, triển vọng thu nhập lãi thuần của BID sẽ không khả quan trong 2020-2021.
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	20,0	21,2	14,0	Cạnh tranh trong mảng phí dịch vụ ngày càng gay gắt, tuy nhiên BID vẫn giữ được đà tăng trưởng tốt trong 9 tháng đầu năm 2020. Tuy nhiên, chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng của mảng này sẽ thu hẹp lại trong các năm sau.
Lợi nhuận sau thuế	11,9	6,7	13,3	Sự phục hồi hình chữ V trong mảng thu nhập từ lãi được thấy rõ ràng sau kết quả kinh doanh quý 3. Hơn hết, mảng thu nhập từ phí giữ được đà tăng trưởng tốt. Chúng tôi kỳ vọng 2 điểm sáng này sẽ được duy trì trong quý 4. Với kỳ vọng CIR giảm nhẹ, chi phí hoạt động năm 2020 cũng được kỳ vọng giảm nhẹ. Ngân hàng đã duy trì tỷ lệ chi phí tín dụng ở mức khá cao để giải quyết nợ xấu, do đó, dự phòng là gánh nặng đáng kể của lợi nhuận ngân hàng. Do đó, mặc dù lợi nhuận 2020 chịu áp lực trích lập dự phòng lớn, tuy nhiên mức dự phòng trích mới sẽ không vượt quá mức 2019. Tổng hợp lại, chúng tôi ước tính mức tăng trưởng lợi nhuận sau thuế 2020 ở mức 6,7%. Trên nền lợi nhuận thấp năm 2020, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sau thuế năm 2021 sẽ tăng 13,3%.
Chỉ tiêu chất lượng tài sản (%)				
Tỷ lệ nợ xấu	1,7	2,0	2,2	Chúng tôi tin rằng nợ xấu phát sinh do dịch COVID-19 được tạm hoãn ghi nhận nhờ Thông tư 01/2020/TT-NHNN (gọi tắt là Thông tư 01). Đáng chú ý, ngân hàng tiếp tục đẩy mạnh việc xóa nợ xấu. Tổng mức nợ xấu đã xóa trong 9 tháng lên đến hơn 9 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ tiếp tục đẩy mạnh xóa nợ nên tỷ lệ nợ xấu năm nay sẽ được kiểm soát ở mức 2% (hay tăng 25 điểm cơ bản so với 2019). Lưu ý rằng, mức dự phóng này cao hơn so với mục tiêu đặt ra tại đại hội đồng cổ đông năm nay là không cao hơn 1,7%. Tỷ lệ nợ xấu mở rộng được kỳ vọng giữ tăng lên mức 4,2%, tức tăng 22 điểm cơ bản so với 2019.
Tỷ lệ nợ xấu mở rộng (gồm nợ nhóm 2)	4,0	4,2	4,3	
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	75,1	85,6	84,3	Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ bao phủ nợ xấu sẽ ở mức 85,6% vào cuối năm nay (+10,5%p so với 2019). Nhìn chung, mức dự phòng nợ xấu của BID vẫn tương đối mỏng.

Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN dự báo

2. Quan điểm đầu tư

1) Tích cực

- Ngân hàng có vị thế thanh khoản tốt so với ngành, với tỷ lệ tiền gửi trong tổng nguồn vốn huy động cao, chủ yếu nhờ lợi thế của một ngân hàng quốc doanh (uy tín và tên tuổi) trong huy động vốn.
- Ngân hàng đang áp dụng chuẩn Basel II, đã hoàn tất trích lập nợ VAMC.
- Tỷ lệ vốn cấp 1 của BID tương đối thấp so với các ngân hàng đang áp dụng chuẩn Basel II, do đó, ngân hàng sẽ tiếp tục cải thiện vị thế vốn thông qua lợi nhuận giữ lại và phát hành thêm riêng lẻ. Theo kế hoạch ban đầu, ngân hàng cũng dự kiến phát hành riêng lẻ 341,97 triệu cổ phiếu (tương đương tỷ lệ phát hành 8,5% vốn hiện tại); tuy nhiên, kế hoạch này có thể bị hoãn đến năm sau nếu điều kiện thị trường không thuận lợi do dịch COVID-19. Dựa trên lộ trình tăng vốn dự kiến của BID, ngân hàng nhà nước sẽ giảm tỷ lệ sở hữu xuống 65% vào cuối năm 2022. Nếu kế hoạch phát hành thêm 341,87 triệu cổ phiếu năm nay được hoàn thành, BID có thể sẽ phát hành thêm 766,79 triệu cổ phiếu trong vòng 2 năm tới. Theo tính toán của chúng tôi, tỷ lệ cổ phần còn lại cho cổ đông ngoại có thể lên đến 15,8% (sau khi phát hành thêm), đây là mức hấp dẫn để thu hút thêm một đối tác chiến lược tiềm năng khác.
- Hiệu quả hoạt động được cải thiện tích cực.

2) Tiêu cực

- Với tổng mức dư nợ lớn, BID sẽ đối mặt với rủi ro lớn hơn trong kịch bản suy thoái kinh tế. Tổng cho vay chiếm đến 80% tổng tài sản sinh lời nên thu nhập từ lãi thuần chiếm đến 70% tổng thu nhập hoạt động. Thêm vào đó, danh mục tín dụng tập trung vào cho vay doanh nghiệp (tỷ trọng 65%). Do vậy, tín dụng sẽ tăng trưởng chậm trong bối cảnh kinh tế xấu, chẳng hạn như dịch COVID-19. Giảm tăng trưởng và giảm NIM sẽ khiến tỷ suất lợi nhuận của ngân hàng sụt giảm.
- Chất lượng tài sản vẫn tương đối kém so với ngành, dù cho đã cải thiện đáng kể trong nhiều năm qua. Với lớp đệm dự phòng tương đối mỏng, lợi nhuận ngân hàng sẽ chịu áp lực khi điều kiện kinh tế chung không thuận lợi.
- Nếu điều kiện thị trường không thuận lợi do dịch COVID-19, kế hoạch tăng vốn có thể bị trì hoãn.

3. Định giá

1) Định giá P/B theo phương pháp thu nhập thặng dư

Chúng tôi giữ mức khuyến nghị BID là **NĂM GIỮ**, với mức giá hợp lý là 41.100 đồng (tương đương mức tăng giá kỳ vọng là 3,8%). Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh P/B hợp lý tính theo phương pháp thu nhập thặng dư (RI) xuống 1,35x từ mức 1,8x trước đây. Dựa trên cơ sở phân tích tiềm năng lợi nhuận của BID trong 5 năm tới, ROE trung bình 2020-2025 được kỳ vọng quanh mức 10,35%, với sự hồi phục từ năm 2023. Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn được giữ ở mức giá định 6%.

Bảng 4. Kết quả định giá P/B theo mô hình thu nhập thặng dư (residual income)

Phương pháp	Giá trị	Ghi chú
ROE	10,35%	ROE trung bình giai đoạn 2020–2025
Tăng trưởng dài hạn	6,0%	Mức tăng trưởng dài hạn = ROE x Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại. Với tỷ lệ lợi nhuận giữ lại được tính cho năm dự báo cuối cùng là 58%. 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 tuần = 1,22; Phần bù rủi ro tính từ mô hình = 5,5%
Chi phí vốn	9,3%	
P/B mục tiêu	1,35x	Thấp hơn mức trung bình 5 năm là 1,6x
Giá khuyến nghị	VND41.100	Tương ứng giá trị sổ sách trên mỗi cổ phần trung năm 2020
Mức tăng giá kỳ vọng	+3,8%	So với giá ngày 11/11/2020 là 39.600 đồng

Nguồn: Phòng Phân tích MASVN

2) Phân tích độ nhạy

Theo kết quả phân tích độ nhạy như bảng 5, vùng giá mục tiêu có thể thay đổi trong vùng 36,700 đến 50,400 đồng khi kỳ vọng ROE dao động trong vùng 10%–11% và tỷ lệ lợi tăng trưởng dài hạn thay đổi trong vùng 5,5–6,5%. Tương ứng, mức P/B mục tiêu kỳ vọng thay đổi trong khoảng 1,2x đến 1,66x. Vùng định giá này nằm trong khoảng P/B trung bình 5 năm trừ 1 độ lệch chuẩn.

Bảng 5. Vùng giá mục tiêu thay đổi theo mức ROE và tỷ lệ lợi nhuận giữ lại

P/B mục tiêu		ROE						
		9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%
Tăng trưởng dài hạn	5,0%	0,95	1,07	1,19	1,30	1,42	1,54	1,66
	5,5%	0,94	1,08	1,21	1,35	1,48	1,61	1,75
	6,0%	0,93	1,09	1,24	1,40	1,55	1,71	1,86
	6,5%	0,92	1,10	1,29	1,47	1,66	1,84	2,02
	7,0%	0,90	1,13	1,35	1,58	1,80	2,03	2,26

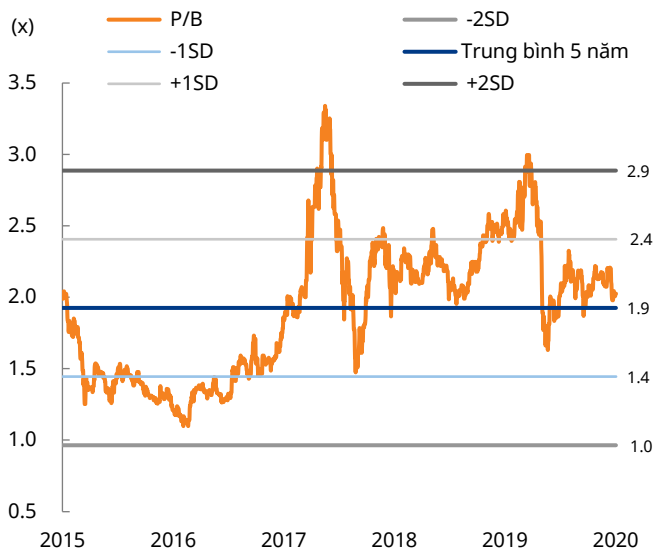
Giá mục tiêu		ROE						
		9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%
Tăng trưởng dài hạn	5,0%	28.800	32.500	36.100	39.500	43.100	46.800	50.400
	5,5%	28.500	32.800	36.700	41.000	44.900	48.900	53.100
	6,0%	28.200	33.100	37.600	42.500	47.100	51.900	56.500
	6,5%	27.900	33.400	39.200	44.600	50.400	55.900	61.300
	7,0%	27.300	34.300	41.000	48.000	54.700	61.600	68.600

Nguồn: Phòng Phân tích MASVN

3) Định giá lịch sử

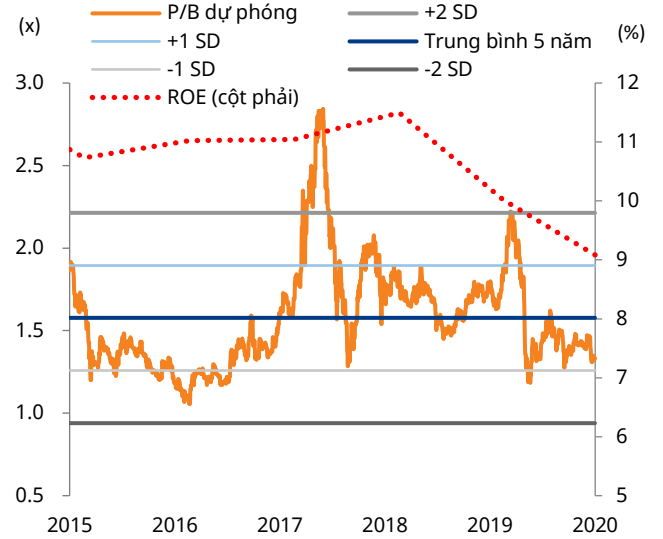
Hiện tại, BID đang giao dịch ở mức P/B là 2,03x, trên giá trị P/B trung bình 5 năm là 1,93x. Tính dự phóng 12 tháng tới, forward P/B của BID là 1,33x, không chênh lệch nhiều so với mức định giá hợp lý là 1,35x.

Hình 22. Đồ thị định giá theo P/B lịch sử



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

Hình 23. Đồ thị định giá theo P/B dự phóng 12 tháng tới



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

Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BID 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	100.747	99.775	98.267	108.241
Chi phí trả lãi	64.769	64.182	62.629	67.241
Thu nhập lãi thuần	35.978	35.593	35.638	41.000
Lãi thuần hoạt động dịch vụ	4.266	5.171	5.894	6.453
Lãi thuần từ hoạt động khác	8.819	8.700	9.990	11.667
Tổng thu nhập từ hoạt động	49.063	49.464	51.523	59.119
Tổng chi phí hoạt động	18.414	18.317	18.822	21.301
Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	30.650	31.147	32.701	37.818
Tổng chi phí dự phòng	20.132	19.957	20.024	23.081
Lợi nhuận hoạt động	10.518	11.190	12.677	14.737
Thu nhập khác (ngoài HĐKD)	242	214	200	200
Lợi nhuận trước thuế	10.732	11.390	12.877	14.937
Chi phí thuế	2.184	2.278	2.575	2.987
Lợi nhuận sau thuế	8.548	9.112	10.302	11.950
Lợi nhuận sau thuế (loại trừ cổ đông thiểu số)	8.368	8.933	10.122	11.770
Lợi nhuận sau thuế (điều chỉnh)	8.126	8.718	9.922	11.570
Thu nhập ròng từ HĐKD lõi	40.244	40.764	41.533	47.452
PPOP lõi	21.830	22.447	22.711	26.151

Phân tích Dupont (%)

Thu nhập từ lãi	7,2	6,5	5,9	5,9
Chi phí trả lãi	4,6	4,2	3,8	3,7
Thu nhập lãi thuần	2,6	2,3	2,2	2,2
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	0,3	0,3	0,4	0,4
Lãi thuần từ hoạt động khác	0,6	0,6	0,6	0,6
Tổng thu nhập từ hoạt động	3,5	3,2	3,1	3,2
Tổng chi phí hoạt động	1,3	1,2	1,1	1,2
PPOP	2,2	2,0	2,0	2,1
Tổng chi phí dự phòng	1,4	1,3	1,2	1,3
Thu nhập khác (ngoài HĐKD)	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận trước thuế	0,8	0,7	0,8	0,8
Chi phí thuế	0,2	0,1	0,2	0,2
Lợi nhuận sau thuế	0,6	0,6	0,6	0,7
ROA	0,6	0,6	0,6	0,6
Số nhân vốn chủ sở hữu (x)	21,2	17,3	15,0	13,5
ROE	11,5	10,1	9,1	8,5

Chất lượng tài sản (%)

Tỷ lệ nợ xấu	1,75	2,0	2,2	2,0
Tỷ lệ nợ xấu mở rộng (gồm nợ nhóm 2)	4,0	4,2	4,3	4,3
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	75,1	85,6	84,3	99,2
Dự phòng trên tổng tín dụng	1,1	1,5	1,6	1,7
Chi phí tín dụng (trên dư nợ)	1,8	1,7	1,5	1,6
Chi phí tín dụng (gồm nợ ngoại bảng)	1,6	1,4	1,3	1,4

Chỉ tiêu định giá trên mỗi cổ phần (đồng)

EPS (theo báo cáo)	2.163	2.212	2.502	2.868
EPS (điều chỉnh)	2.076	2.680	3.201	3.717
Giá trị sổ sách	18.529	24.654	30.362	37.012
Cổ tức	0	0	0	700
PPOP	8.730	7.744	8.131	9.403

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

Bảng cân đối kế toán hợp nhất (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương	203.662	178.388	182.995	210.479
Chứng khoán	144.742	138.661	139.493	140.367
Cho vay khách hàng	1.102.366	1.188.020	1.305.593	1.430.018
Tài sản hữu hình	10.215	10.423	11.465	12.611
Tài sản khác	28.972	61.067	97.765	136.083
Tổng tài sản	1.489.957	1.576.558	1.737.311	1.929.558
Tiền gửi của khách hàng	1.139.320	1.227.116	1.356.822	1.496.363
Tiền gửi và vay các TCTD	190.048	142.748	131.620	135.463
Giấy tờ có giá	45.397	64.454	79.375	96.762
Các khoản nợ khác	37.540	43.081	47.378	52.105
Tổng nợ phải trả	1.412.304	1.477.399	1.615.195	1.780.693
Vốn của TCTD	40.220	46.454	53.190	61.097
Trái phiếu chuyển đổi	268	268	268	268
Thặng dư vốn cổ phần	14.292,4	21.130	28.098	36.466
Lợi nhuận giữ lại	13.857	18.956	26.504	35.058
Quỹ của TCTD	0	0	0	0
Khoản điều chỉnh vốn	5.885	9.154	10.539	12.108
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.130	3.197	3.517	3.868
Tổng vốn chủ sở hữu	77.653	99.160	122.116	148.865

Các chỉ số chính (%)

Tăng trưởng (% YoY)

Tổng tín dụng	13,0	8,2	10,0	9,7
Dư nợ	12,9	7,8	9,9	9,5
Huy động	13,9	7,7	10,6	10,3
Vốn chủ sở hữu	42,5	27,7	23,2	21,9
Tổng tài sản	13,5	5,8	10,2	11,1
Thu nhập lãi thuần	2,9	-1,1	0,1	15,0
Lãi thuần hoạt động dịch vụ	20,0	21,2	14,0	9,5
PPOP	8,6	1,6	5,0	15,6
Lợi nhuận hoạt động	12,0	6,1	13,1	16,0
Lợi nhuận sau thuế	11,9	6,7	13,3	16,3

Khả năng sinh lời (%)

Chênh lệch biên lãi suất	1,66	1,47	1,51	1,68
NIM	2,64	2,40	2,26	2,39
Biên PPOP	62,5	63,0	63,5	64,0
ROA	0,5	0,6	0,61	0,63
ROE	11,5	10,1	9,09	8,51

Tỷ lệ thanh khoản (%)

Cho vay trên huy động	98,0	98,5	98,0	97,5
Cho vay trên tổng tài sản	74,2	74,7	75,2	74,1

Hệ số an toàn vốn (%)

Hệ số CAR	8,7	8,7	9,6	10,5
Hệ số vốn cấp 1 (Tier 1)	6,1	5,8	6,4	7,0
			3,0	3,2

Hiệu quả hoạt động (%)

Tỷ lệ chi phí trên thu nhập	37,5	37,0	36,5	36,0
Tỷ lệ chi phí trên tổng tài sản	1,2	1,2	1,1	1,1

Cổ tức (%)

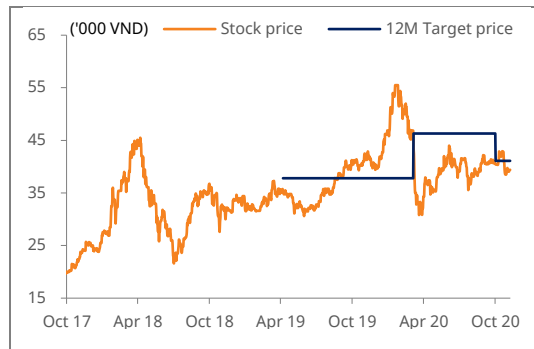
Tỷ lệ chi trả	0	0	0	37,1
---------------	---	---	---	------

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

Company	Date	Rating	TP (VND)
JSC Bank for Investment and Development of Vietnam (BID VN)	11/11/2020	Hold	VND41,100
	10/5/2020	Hold	VND41,100
	03/09/20	Hold	VND46,300
	04/10/19	Hold	VND37,800



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)