

Ngân hàng TMCP Tiên Phong (TPB)

Báo cáo lần đầu 24/01/2018

Khuyến nghị	
Giá mục tiêu	26,930
12 tháng (VND)	
Upside	n/a
Dividend yield	
Tổng lợi nhuận kỳ vọng	

Thông tin cổ phiếu

Giá niêm yết (VND)	n/a
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	n/a
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	n/a
KLGDĐQ (cổ phiếu)	n/a
FOL	30%
% sở hữu nước ngoài	30%

Cơ cấu cổ đông

Công ty Cổ phần FPT	7.55%
CTCP Tập đoàn Vàng bạc đá quý Doji	6.61%
PYN Elite Fund	4.99%
Tổng Công ty Cổ phần Tái bảo hiểm quốc gia Việt Nam	4.47%
Đỗ Anh Tú	4.13%
International Finance Corporation (World Bank)	4.35%

Nguồn: BCTC TP Bank, MBS Research

Banking analysts
Nguyễn Thị Quế Anh
anh.nguyenthique@mbs.com.vn

Hồi phục sau tái cấu trúc nhưng động lực tăng trưởng chưa rõ nét

- Sau nhiều năm xử lý những hệ quả từ khoảng lỗ lũy kế năm 2011, TPBank hiện đang là một trong những ngân hàng nổi bật trong nhóm ngân hàng vừa và nhỏ với những bước chuyển mình trong đường lối chiến lược ứng dụng công nghệ thông tin bằng việc mở rộng nhanh chóng trong năm 2017 các điểm bán LiveBank và thay đổi nhận diện thương hiệu.
- Không thể không đề cập đến những chuyển biến tích cực trong các chỉ tiêu tài chính của ngân hàng tại Q3/2017 khi lợi nhuận trước dự phòng và thuế của ngân hàng tăng trưởng ở mức 136% so với cùng kỳ và chất lượng tín dụng ngày càng được cải thiện. Tỷ suất ROEA dự phóng 2017 tăng cao lên mức 17.7% so với mức 10.8% năm 2016.
- Các giả định dự phóng cho ngân hàng hiện tại đều thận trọng do chúng tôi nhận thấy chất lượng tài sản của ngân hàng gồm khoản nợ xấu bán cho VAMC chưa thực sự giảm và chi phí trích lập dự phòng vẫn tiếp tục làm giảm hiệu suất lợi nhuận trong các năm tiếp theo. Bên cạnh đó, động lực từ tăng trưởng tín dụng của ngân hàng vẫn chưa rõ nét khi LDR Q3/2017 đang ở mức khá cao 95%, NIM qua các năm không có xu hướng tăng và các định hướng bán lẻ và phát triển tín dụng cá nhân gặp phải nhiều cạnh tranh trong ngành.
- **Quan điểm:** Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu 12 tháng ở mức **26,930 VND**, dựa trên phương pháp P/B và RI. Chúng tôi nhận định ngân hàng có nhiều định hướng tăng trưởng huy động, thu nhập ngoài lãi và kiểm soát nợ xấu nhưng chưa thấy được nhiều dư địa để tăng trưởng tín dụng, cải thiện NIM. Do giai đoạn tăng trưởng của ngân hàng khá ngắn, từ 2016 trở lại đây, các động lực tăng trưởng của ngân hàng vẫn cần tiếp tục cập nhật để đánh giá thực tế tiềm lực tăng trưởng.

Dự phóng lợi nhuận

Đơn vị: triệu VND	2015	2016	2017F	2018F
Lợi nhuận trước dự phòng	760,430	978,289	1,870,736	2,395,212
Tăng trưởng y-o-y		29%	91%	28%
Chi phí dự phòng	134,767	271,735	484,520	402,104
Lợi nhuận trước thuế	625,663	706,554	1,386,217	1,993,108
Tăng trưởng y-o-y		13%	96%	44%
EPS (diluted) (VND)	1,013	1,004	1,898	2,373
BVPS (VND)	8,646	9,725	11,687	13,852
ROAA	0.9%	0.6%	0.9%	1.1%
ROEA	12.4%	10.8%	17.7%	19.8%
P/E		n/a	14.2x	11.3x
P/B		n/a	2.30x	1.94x

Nguồn: BCTC TPBank & MBS dự phóng

Luận điểm đầu tư

Kết quả hoạt động trong thời gian tới của ngân hàng vẫn tiếp tục được cập nhật để có cái nhìn chính xác hơn về động lực tăng trưởng do chỉ số tài chính của ngân hàng vẫn còn nhiều biến động giai đoạn sau tái cấu trúc. Hiện tại, chúng tôi nhận thấy ngân hàng đã có những bước tiến lớn trong tăng trưởng tín dụng và huy động vốn cũng như cải thiện hệ số NIM. Tuy nhiên, trích lập dự phòng của ngân hàng vẫn còn biến động do nợ xấu bán cho VAMC và dư nợ nhóm 2 vẫn tăng trong khi công tác thu hồi nợ xấu đã xử lý chưa đáng kể. Chúng tôi thực hiện báo cáo lần đầu với định giá thận trọng cho cổ phiếu TPB ở mức 26,930 VND từ những động lực tăng trưởng chính như sau:

Ngân hàng nổi bật trong nhóm vừa và nhỏ với cơ cấu cổ đông thú vị, đa dạng hóa nguồn thu hoạt động (tín dụng cá nhân, ngân hàng số và các khoản doanh thu dịch vụ) và tham vấn trong quản trị rủi ro và xử lý nợ xấu. Các cổ đông chiến lược của ngân hàng với tỷ lệ sở hữu xấp xỉ 5% bao gồm FPT, Doji giúp mở rộng mảng ngân hàng số, kinh doanh vàng và cho vay với các đối tác chiến lược của DOJI trong khi đó IFC và PYN góp phần tích cực trong việc tư vấn quản trị rủi ro cho ngân hàng sau giai đoạn tái cấu trúc. Tính từ thời điểm 2012 đến cuối tháng 9/2017, TP Bank đã tăng trưởng tổng tài sản lên 8 lần, nợ xấu được kiểm soát tốt dưới 3% bao gồm cả nợ bán cho VAMC, ROEA tăng trưởng đều, đạt 10.8% năm 2016 và dự phóng đạt 17.7% năm 2017 so với mức 4.7% năm 2012.

Định hướng phát triển ngân hàng bán lẻ và ngân hàng số (Digital Banking) Từ khi đưa vào hoạt động mô hình LiveBank năm 2016 với 2 điểm bán, trong năm 2017, ngân hàng đã triển khai gần 50 điểm bán LiveBank và các sản phẩm ngân hàng số khác như eBank và eToken nhằm tăng mức độ thâm nhập thị trường khách hàng cá nhân và nhận diện thương hiệu. Chúng tôi cho rằng kết quả tăng trưởng huy động TT1 tại Q3/2017 đạt 30% so với cùng kỳ một phần đến từ huy động của mô hình này và tỷ lệ CIR vẫn duy trì ở mức hợp lý 57% năm 2016 và 49% tại Q3/2017 do chi phí mở các điểm giao dịch này khá thấp so với chi nhánh giao dịch truyền thống cho các giao dịch huy động vốn đơn giản. Tuy nhiên, trong thời điểm này, các giao dịch tại hệ thống LiveBank chưa có các giao dịch cho vay mà chỉ tập trung ở huy động nên chúng tôi nhận định đóng góp của mảng này cho tăng trưởng tín dụng cho 2018 là không đáng kể.

Dự phóng thận trọng cho các chỉ tiêu liên quan đến lợi nhuận.

- ROEA và ROAA có tín hiệu hồi phục nhưng biến động qua các năm: Các chỉ số này đồng loạt giảm trong năm 2016 do các diễn biến doanh thu hoạt động đều khá tốt nhưng tỉ lệ trích lập dự phòng đột ngột tăng cao. ROEA ước đạt 17.7% và 19.8% trong năm 2017 và 2018;
- Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng tốt trong 2016 ở mức tăng 24% nhưng biến động nhiều và tăng trưởng âm trước đó, do định hướng đa dạng nguồn thu ngoài lãi của ngân hàng chưa cụ thể và dịch vụ LiveBank mới đi vào hoạt động với mạng lưới chưa rộng và giao dịch đơn giản;
- Tăng trưởng thu nhập lãi thuần chưa có nhiều dư địa và được dự phóng ở mức 22.5% trong 2018, xấp xỉ trung bình ngành do hệ số NIM không có xu hướng tăng trước áp lực giảm lãi suất cho vay và tỷ lệ LDR của ngân hàng hiện đang ở mức cao;
- Chi phí trích lập dự phòng vẫn sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến lợi nhuận trong 3 năm tiếp theo.

Nợ xấu được kiểm soát nhưng tỷ lệ trích lập dự phòng vẫn ở mức cao ảnh hưởng đến lợi nhuận trong các năm 2016-2018. Trích lập dự phòng rủi ro cao từ nợ xấu bán cho VAMC vẫn tiếp tục ảnh hưởng đến lợi nhuận của ngân hàng trong năm 2016 và các năm sắp tới, cụ thể tăng trưởng chi phí dự phòng đạt 102% năm 2016 và dự báo đạt 78% trong 2017. Tỷ lệ nợ xấu trên tổng dư nợ của ngân hàng (chưa bao gồm nợ bán cho VAMC) ở mức 0.8% năm 2016 và dự phóng tại 2017 ở mức 0.91%. Nếu bao gồm cả khoản nợ bán cho VAMC, mức NPL của ngân hàng vẫn duy trì dưới 3% tuy nhiên không có xu hướng giảm. Tỷ lệ nợ nhóm 5 được xử lý bằng nguồn dự phòng của ngân hàng ở mức thấp và tăng nhẹ, đạt mức 16% và 21% trong năm 2015 và 2016 nên khoảng tăng thu nhập khác từ xử lý nợ xấu không đáng kể. Vì vậy, mô hình dự phóng của chúng tôi giả định chất lượng nợ vay không có thay đổi so với 2016. Mức trích lập trên lợi nhuận trước trích lập năm 2017 tăng 26% và trong năm 2018 giảm xuống 17%.

Định giá trong giai đoạn hiện tại không cao. Chúng tôi đánh giá TP Bank là ngân hàng có quy mô vừa và nhỏ vì vậy khả năng thay đổi để tăng trưởng khá linh hoạt với lợi thế từ các cổ đông chiến lược nhưng trong giai đoạn vừa hoàn tất bù đắp lỗ lũy kế và thặng dư âm nên các chỉ số tài chính vẫn còn

biến động. Do đó chúng tôi nghĩ rằng ngân hàng phù hợp với **mức định giá P/B 1.85x** là trung bình mức thực tế của các ngân hàng như với vốn hóa thị trường xấp xỉ và trải qua các giai đoạn thay đổi lớn trong cấu trúc cổ đông và định hướng hoạt động.

Rủi ro:

Một môi trường kinh doanh với nhiều yếu tố bất định như Việt Nam luôn tạo ra rủi ro. Chúng tôi xác định các yếu tố sau đây, nếu xảy ra, sẽ dẫn đến các giả định và dự phóng của chúng tôi không còn chính xác:

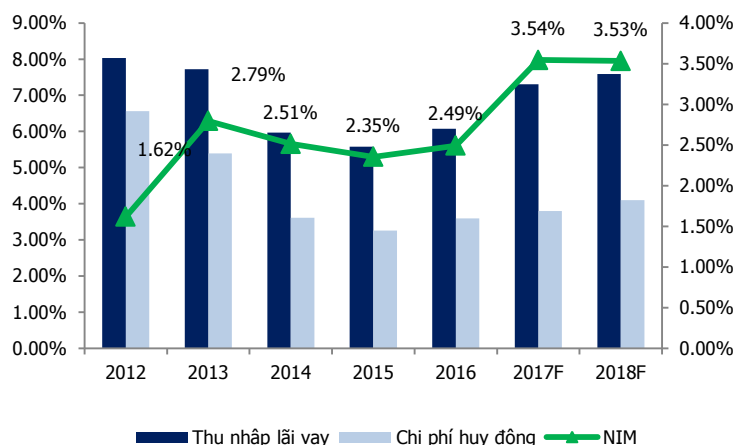
- NIM giảm.
- Mức cạnh tranh ngày càng cao trong mảng tín dụng cá nhân khiến tăng trưởng tín dụng không khả quan.
- Doanh thu lãi ngoài không đạt mức tăng trưởng cao như dự phóng.
- Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (credit cost rate) cao hơn dự kiến.

Mô hình dự báo lợi nhuận (Earnings model)

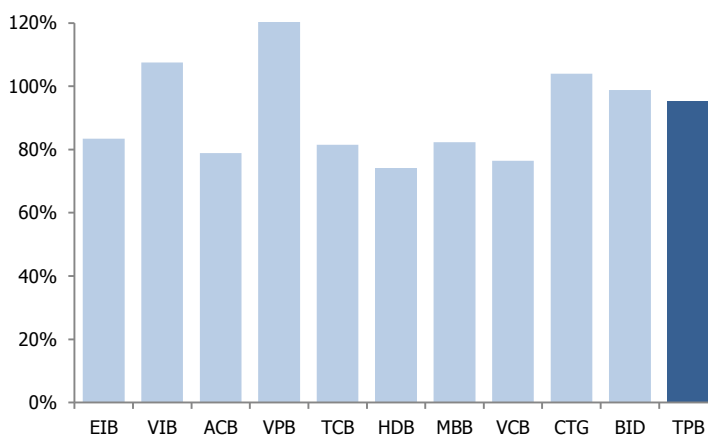
Thu nhập từ lãi: Chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ lãi tăng mạnh trong năm 2017 với mức tăng 86.5% n/n do cải thiện NIM 105 bspt từ mức 3.54% năm 2017 và tăng trưởng tín dụng tốt xấp xỉ 33% nhờ đẩy mạnh cho vay cá nhân và cho vay tiêu dùng. Động lực chính đến từ tăng trưởng doanh thu lãi vay dự báo ở mức 69% do mức tăng trưởng tín dụng tại thời điểm Q3/2017 50% hiện đã cao hơn huy động vốn là 29%. Ngân hàng cũng đặt chỉ tiêu tăng trưởng khá cao cho các khoảng tiền gửi và cho vay liên ngân hàng đạt 30% trong 2017 nên khoảng tăng trưởng từ lãi vay liên ngân hàng cũng ở mức 45% trong năm 2017.

Mặc dù mức tăng trưởng tín dụng của ngân hàng trong năm 2016 khá cao trên 40% và 2017 dự báo ở mức trên 30%, trung bình tăng trưởng tín dụng của thị trường chỉ ở mức 18% trong 2017. Thêm vào đó, chúng tôi nhận thấy sức ép cạnh tranh trong mảng tín dụng cá nhân, và cho vay doanh nghiệp vừa và nhỏ ngày càng gia tăng không chỉ giữa các ngân hàng vừa và nhỏ mà còn đẩy mạnh ở các ngân hàng quốc doanh. Vì vậy, trong năm 2018, tăng trưởng tín dụng được dự phóng thận trọng, giảm nhẹ ở mức 28% và NIM ổn định ở mức 3.53% do dự báo lãi suất tiền gửi toàn ngành ổn định trong nửa đầu 2018 trong khi lãi suất cho vay đầu ra có xu hướng giảm nhẹ để kích thích nền kinh tế nên ngân hàng ghi nhận mức tăng trưởng thu nhập lãi thấp hơn là 22.5% n/n. Do LDR của ngân hàng hiện tại khá cao ở mức 95% vào thời điểm Q3/2017, chúng tôi không thấy được nhiều dư địa cho tăng trưởng tín dụng đột biến trong 2018.

Biểu 2: Chênh lệch Lãi Cho Vay Và Huy Động



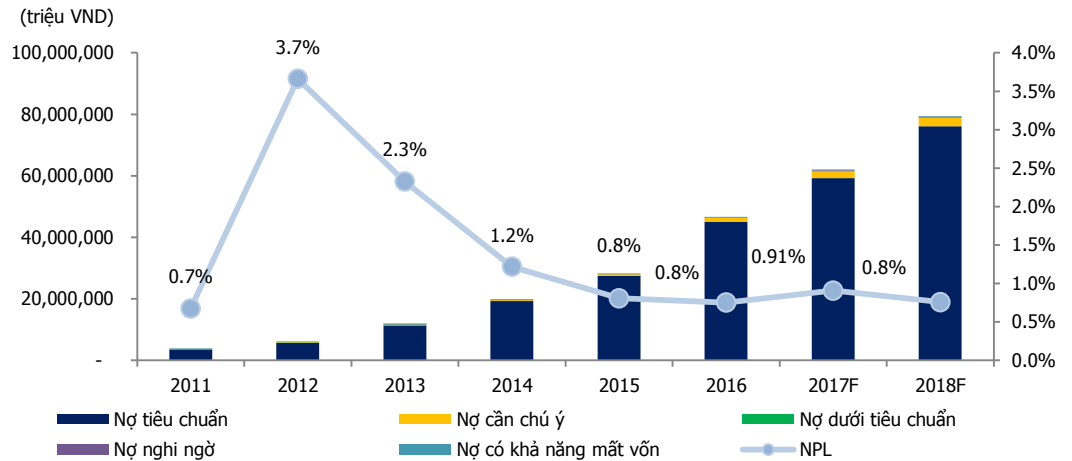
Biểu 3: Tỷ Lệ Cho Vay/Tiền Gửi 9T2017 (LDR 9T2017)



Nguồn: BCTC Ngân hàng & MBS Research dự phóng

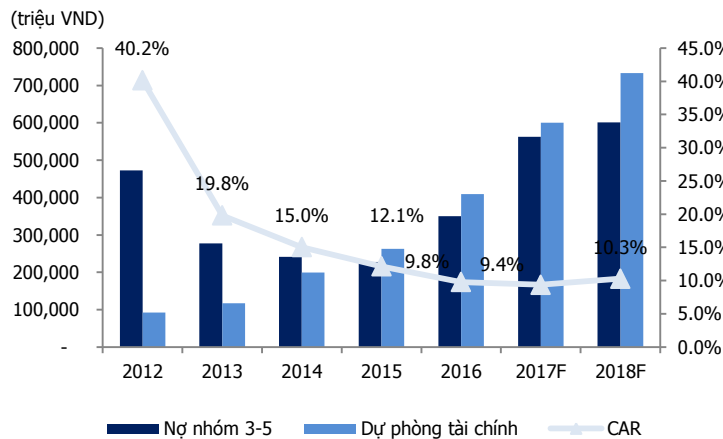
Chi phí trích lập dự phòng vẫn ở mức cao: Mức trích lập dự phòng rủi ro cho vay khách hàng/nợ xấu tăng lên 117% năm 2016 và dự phóng ở mức 117% và 120% năm 2018 do nợ nhóm 2 đang có xu hướng tăng nhẹ vào 2016 và 2017. Tuy dự phòng rủi ro cho vay trên tổng dư nợ khách hàng (credit cost rate) giữ ổn định ở mức thấp 0.9% năm 2016, khoảng trích lập dự phòng từ nợ xấu bán cho VAMC khiến tỷ lệ dự phòng trên lợi nhuận hoạt động kinh doanh tăng lên mức 28% năm 2016. Vì vậy, chúng tôi dự phóng credit cost rate vẫn ổn định ở mức 1.0% trong 2017 và 2018 do tỷ lệ NPL vẫn được kiểm soát tốt nhưng khoảng chi phí trích lập dự phòng/ lợi nhuận trước dự phòng vẫn chiếm tỷ trọng cao xấp xỉ 20% trong 3 năm sau 2017 chủ yếu do nợ xấu bán cho VAMC.

Biểu 4: Phân Loại Nợ

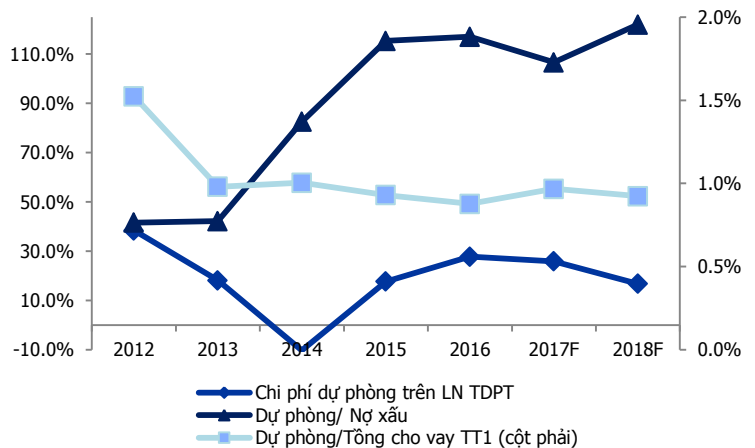


Nguồn: BCTC TPBank & MBS Research dự phóng

Biểu 5: Dự Phòng Tài Chính Và Hệ Số An Toàn Vốn



Biểu 6: Tỷ Lệ Trích Lập Dự Phòng



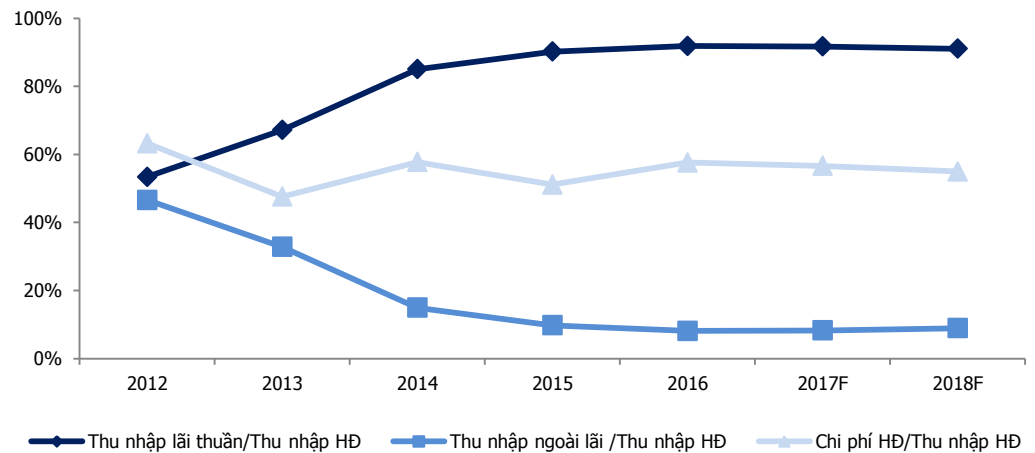
Nguồn: BCTC TPBank & MBS Research dự phóng

Thu nhập ngoài lãi: Chúng tôi ước tính thu nhập ngoài lãi đạt 357 tỷ đồng (tăng 90%) trong năm 2017 trên cơ sở giả định thị trường chứng khoán khởi sắc, lãi suất trên thị trường vốn gần chạm đáy và định hướng tập trung vào tăng trưởng thu nhập phí dịch vụ. Tại thời điểm cuối Q3/2017, ngân hàng đã đạt mức tăng trưởng thu phí dịch vụ ở mức 100% so với cùng kỳ nên chúng tôi dự báo động lực tăng trưởng thu nhập ngoài lãi chủ yếu đến từ tăng phí dịch vụ thanh toán do đẩy mạnh các ứng dụng công nghệ trong hoạt động tín dụng và thanh toán cũng như thu phí từ kênh Bancassurance mới triển khai vào đầu năm 2017. Hơn nữa, mức thu nhập từ mua bán chứng khoán kinh doanh cũng ghi nhận khoảng tăng đáng kể 100 tỷ trong Q3/2017, gấp 5 lần so với cùng kỳ và chúng tôi nhận thấy Trái phiếu chính phủ trong danh mục đầu tư đã có khoảng giảm mạnh 1,000 tỷ trong điều kiện lợi suất TPCP đang giảm mạnh so với các năm trước. Vì vậy, chúng tôi dự báo tăng trưởng thu nhập ngoài lãi sẽ đột phá trong năm 2017 chủ yếu đến từ thu nhập phí dịch vụ và lợi nhuận từ mua bán chứng khoán đầu tư.

Trong năm 2018, chúng tôi vẫn kỳ vọng tích cực vào tăng trưởng doanh thu phí dịch vụ với mức tăng dự phóng 60% do định hướng chung của ngân hàng vẫn tập trung mở rộng doanh thu phí dịch vụ. Tuy nhiên, khoảng tăng từ chứng khoán đầu tư sau khi loại phần tăng do bán TPCP sẽ không đáng kể trong năm 2018 và ngân hàng tại thời điểm Q3/2017 vẫn chưa có dấu hiệu đầu tư vào chứng khoán kinh doanh. Vì vậy tăng trưởng thu nhập ngoài lãi của ngân hàng dự phóng đạt 33% trong 2018, thấp hơn mức năm 2017.

Tỷ lệ CIR dự báo ổn định ở mức 55% do ngân hàng vẫn trong giai đoạn mở rộng mạng lưới kinh doanh và tái cấu trúc hệ thống. Hệ số CIR ở mức 57% năm 2017 và 55% giai đoạn sau 2018.

Biểu 7: Cơ Cấu Thu Nhập



Nguồn: BCTC TPBank & MBS Research dự phóng

Theo đó, chúng tôi dự phóng TPBank sẽ vẫn tiếp tục tăng trưởng trong 2018 nhưng không đột phá so với 2017, đạt mức lợi nhuận trước thuế ở mức 1,994 tỷ đồng trong năm 2018, tăng trưởng 44% năm 2018 và ROEA đạt 19.8%.

Định giá

Với mức giá mục tiêu **26,930 VND**, TPB được dự phóng với chỉ số **P/B** bình quân của các ngân hàng có mức vốn hóa tương đương tại Việt Nam và một số ngân hàng ở thị trường cận biên. Chúng tôi xác định giá mục tiêu 12 tháng của TPB ở mức 26,930 VND, kết hợp 2 phương pháp định giá so sánh P/B với kết quả 25,677 VND (với mức P/B hợp lý 1.85x và BVPS dự phóng 2018 là 13,852 VND) và RI với kết quả 28,184 VND với tỷ lệ sinh lời yêu cầu 15% và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn 2%

Biểu 8: Tóm Tắt Kết Quả Định Giá

Phương pháp	Kết quả	Tỷ trọng	Đóng góp
RI	28,184	50%	14,092
P/B	25,677	50%	12,838
Gía dự phóng	26,930		

Biểu 9: Chỉ Số So Sánh Các Ngân Hàng Việt Nam

Ticker	P/E	ROE	P/B
VIB	26.67	6.47%	1.9
SHB	10.49	10.73%	1.0
LPB	24.66	10.11%	1.6
Bình quân			1.5

Biểu 10: Chỉ Số So Sánh Các Ngân Hàng Thị Trường Cận Biên

Ticker	P/E	ROE	P/B
NBK KK	3.67	10.39%	1.53
BURG KK	10.91	9.57%	1.00
NTB SL	5.57	17.98%	0.92
GGAL AR	23.57	29.30%	5.72
BMA AR	17.34	22.10%	3.43
ISLAMI BD	15.34	7.37%	1.12
SAMP SL	5.42	21.75%	1.03
HNB SL	7.15	15.28%	1.03
Bình quân			2.0

Phương pháp P/B

Chúng tôi sử dụng bình quân P/B của các ngân hàng trên do quy mô vốn hóa tương đương (xấp xỉ 150,000 tỷ VND tính theo giá khuyến nghị và số lượng cổ phiếu đang lưu hành tại Q3/2017) tại Việt Nam và có mức ROE xấp xỉ dự báo 2017 của TPBank là trên 10% làm mốc so sánh và tham chiếu thêm các ngân hàng thương mại cổ phần khác tại thị trường cận biên như Việt Nam. **Mức P/B mục tiêu dự đạt 1.85x**

- **Các ngân hàng với mức vốn hóa lớn như VCB, BID không phù hợp để đưa vào danh sách so sánh** bởi thị trường hiện tại đang đặt kỳ vọng rất cao ngân hàng dẫn đầu ngành, dẫn đến P/B của các ngân hàng này ở một vùng luôn cao hơn rất nhiều so với nhóm còn lại, trên 2,5x.
- **Các ngân hàng vốn hóa trung bình hoặc vừa niêm yết như ACB, VPB hay HDB cũng đang được thị trường kỳ vọng cao** từ làn sóng niêm yết của ngân hàng đầu năm 2018 nên sẽ làm lệch P/B cao hơn thực tế hoạt động

Phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

Chúng tôi sử dụng phương pháp này do phần lớn giá trị chủ sở hữu chiếm bởi giá trị nội tại của doanh nghiệp tại thời điểm 2017. Giá trị chủ sở hữu tại thời điểm này phản ánh gần chính xác nhất giá trị thực tế của ngân hàng. Lợi nhuận còn lại cho chủ sở hữu sau khi trích lập quỹ khen thưởng dự kiến dương trong 2018 – 2021 do không còn lợi nhuận đã bắt đầu vào giai đoạn hồi phục (ii) Suất chiết khấu được áp dụng ở mức **Re 15%**. Chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng dài hạn của công ty ở mức **2%**.

Biểu 8: Tóm Tắt Kết Quả Định Giá

	2018F	2019F	2020F	2021F
<i>Đơn vị: triệu VND</i>				
LNST sau trích quỹ khen thưởng phúc lợi	1,586,514	2,105,669	2,569,860	3,117,899
LN thặng dư (Residual value)	562,370	709,708	854,875	1,013,561
Giá trị kết thúc (Terminal value)				7,952,553
Chi phí chủ sở hữu				15%
Tăng trưởng dài hạn (Growth rate)				2%
Giá trị chủ sở hữu tại 2018				9,306,402
Giá cổ phiếu (VND)				28,184

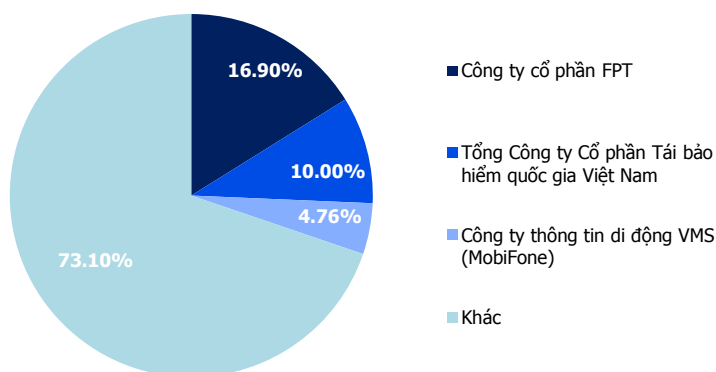
Những thay đổi cơ cấu cổ đông quan trọng

Ngân hàng Tiên Phong được thành lập vào tháng 5/2008 với nhà sáng lập chính là FPT chiếm 17% vốn cùng với các cổ đông lớn là VMS Mobifone và Tổng công ty Tái bảo hiểm quốc gia (Vinare). Tuy nhiên, sau gần 4 năm hoạt động, lợi thế công nghệ và viễn thông của các cổ đông lớn không được tận dụng tốt và ngân hàng bị xếp vào nhóm ngân hàng yếu cần tái cơ cấu với mức lỗ lũy kế ở mức trên 1.300 tỷ đồng năm 2011.

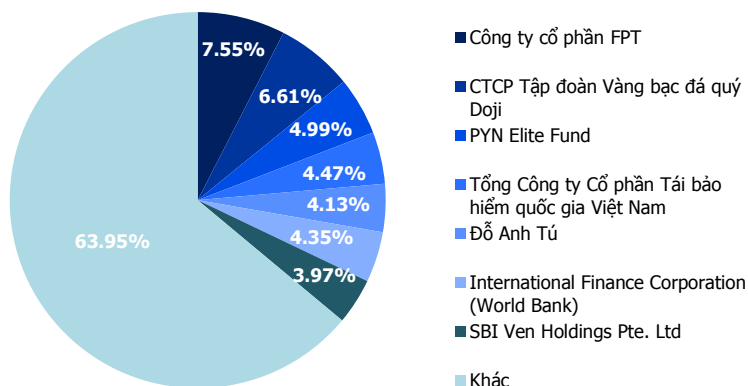
Cơ Cấu Cổ Đông Chiến Lược Cải Thiện Công Tác Quản Lý Rủi Ro Và Chỉ Ra Tâm Nhìn Chiến Lược Dài Hạn

Đầu năm 2012, ông Đỗ Minh Phú và Công ty Vàng bạc đá quý Doji tiến hành mua lại gần 20% cổ phần công ty với mức dưới mệnh giá nhưng cũng góp phần vực dậy ngân hàng với những thay đổi trong nhận diện thương hiệu và định hướng hoạt động. Trong các năm gần đây, cụ thể vào đầu năm 2016, Tổ chức Tài chính Quốc tế (IFC) thành viên của Nhóm Ngân hàng Thế giới (WB Group) đã tiến hành góp vốn vào ngân hàng với tỷ lệ sở hữu 4.35% thông qua cổ phiếu ưu đãi cổ tức. Tháng 12/ 2017, ĐHCĐ ngân hàng đã thông qua kế hoạch tăng vốn với việc phát hành riêng lẻ 87.6 triệu cổ phiếu, trong đó, 33.5 triệu cổ phiếu cho nhà đầu tư nước ngoài là PYN Elite Fund (tỷ lệ sở hữu tương đương 4.99%).

Biểu 11: Cơ Cấu Cổ Đông 2011



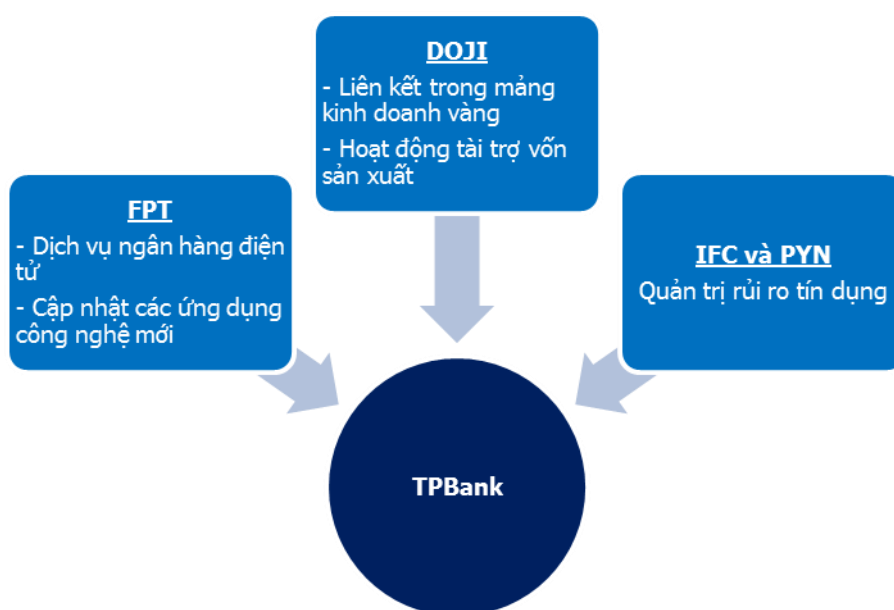
Biểu 12: Cơ Cấu Cổ Đông 2017



Nguồn: BCTN TPBank, CafeF

Việc thay đổi cơ cấu cổ đông chiến lược tạo thêm nhiều mảng cơ hội kinh doanh cũng như quản trị rủi ro cho ngân hàng. Với Doji, ngân hàng có lợi thế trong mảng kinh doanh vàng, điển hình như các dịch vụ mua bán và giữ hộ vàng nhằm gia tăng thu phí dịch vụ. Nhờ Doji, ngân hàng được cấp phép tham gia thị trường vàng, điều mà không nhiều ngân hàng khác có khả năng làm được. Tháng 1/2017, ngân hàng đã triển khai ứng dụng eBank bản mới cho phép người dùng mua bán vàng trực tiếp trên điện thoại. Không những vậy, ngân hàng cũng có thể tiếp tục khai thác các đối tác chiến lược của Doji trong lĩnh vực xuất khẩu, nông nghiệp và công nghiệp phụ trợ nhằm mở rộng tăng trưởng tín dụng thông qua tài trợ vốn lưu động, loại hình tín dụng ít rủi ro và có cơ hội phát triển mạnh mẽ hơn trong giai đoạn kinh tế hồi phục.

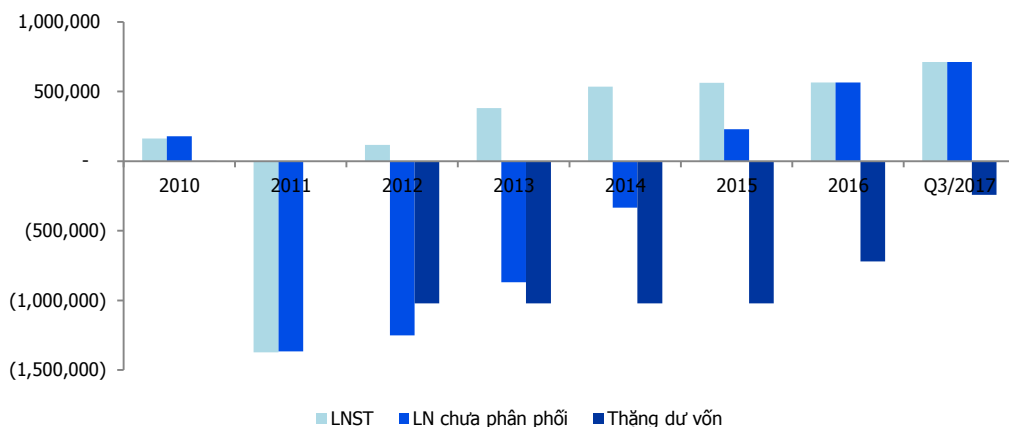
Không thể không đề cập đến một trong các nhà sáng lập ngân hàng là FPT đóng vai trò quan trọng trong việc cải tiến các ứng dụng ngân hàng số và hỗ trợ công nghệ trong mô hình LiveBank. Các ứng dụng eBank và eToken của ngân hàng liên tục được cập nhật và đã thay đổi 3 phiên bản với phương châm thấu hiểu người tiêu dùng. Các điểm bán LiveBank tăng đến 48 điểm chỉ trong 2017. Bên cạnh khoản vốn góp, các đối tác chiến lược nước ngoài như IFC và PYN sẽ góp phần tham vấn cho ngân hàng trong công tác quản lý rủi ro và định hướng phát triển tín dụng của ngân hàng hướng mới mẻ hơn để trở thành ngân hàng số hàng đầu nhằm đa dạng hóa cơ cấu thu nhập ngoài lãi của ngân hàng.



6 năm hoàn tất xóa lỗ lũy kế và bù đắp thặng dư vốn âm

Hoạt động kinh doanh kém hiệu quả năm 2011 dẫn đến hậu quả lỗ lũy kế và thặng dư vốn âm kéo dài. Trong năm 2011, ngân hàng ghi nhận LNST âm, ở mức 1,371 tỷ và trong 2012, ngân hàng buộc phải tăng vốn điều lệ thông qua phát hành mới với giá 4,500 VND dưới mệnh giá khiến ngân hàng ghi nhận thặng dư âm vốn chủ sở hữu 1,020 tỷ VND trong năm này. LNST giữ lại của ngân hàng trong giai đoạn 2013-2015 chủ yếu giải quyết phần thâm vốn chủ sở hữu do lỗ lũy kế và thặng dư âm bắt đầu được bù đắp vào từ năm 2016. Vì vậy, ngân hàng vẫn chưa có kế hoạch chia cổ tức cụ thể. Tại thời điểm Q3/2017, thặng dư âm cần bù đắp chỉ còn 241 tỷ đồng.

Biểu 13: Tình Hình Lợi Nhuận TPBank Qua Các Năm



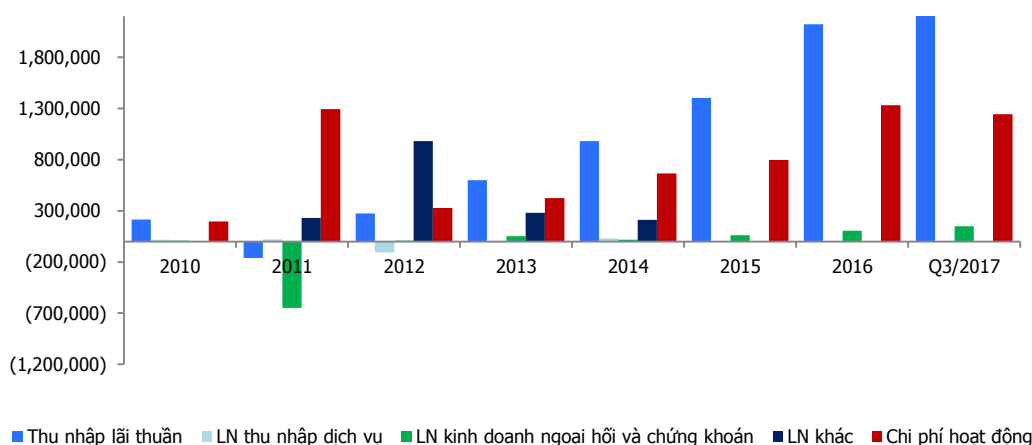
Nguồn: BCTN Ngân hàng & MBS Research

Khoảng lỗ lớn xuất phát từ hoạt động tăng trưởng tín dụng và quản trị rủi ro kém hiệu quả của ngân hàng trước khi thay đổi cổ đông lớn. Thu nhập lãi thuần của ngân hàng (159) tỷ trong năm 2011 chủ yếu do tín dụng đầu ra giảm mạnh 30% trong khi phí lãi vay không đổi. Các hoạt động kinh doanh ngoại hối và chứng khoán và dịch vụ không khả qua với khoảng lỗ (649) tỷ và (109) tỷ.

Riêng chi phí hoạt động trong năm 2011, chúng tôi nhận thấy chi phí hoạt động tăng đáng kể từ 196 tỷ năm 2010 lên 1,294 tỷ năm 2011 do khoảng tăng 1,036 tỷ từ việc trích lập dự phòng bắt buộc 50-100% từ Cơ quan điều tra chủ yếu cho các khoản cho vay tổ chức tín dụng thuộc diện tái cấu trúc (NHTMCP Sài Gòn, NH Phương Tây, NH Đại Tín), các khoản ủy thác đầu tư cho Công ty Quản lý Quỹ Lộc Việt và đặt cọc môi giới trái phiếu tại Công ty CPCK Sài Gòn Thương Tín, CPCK Phương Đông.

Về chất lượng nợ, mặt dù các chỉ số nợ xấu trong năm 2011 ghi nhận mức NPL rất thấp 0.7% nhưng chỉ số này được điều chỉnh lại theo thực tế khi bắt đầu tái cấu trúc năm 2012 với tỷ lệ 3.7% và 2.3% (chưa bao gồm nợ xấu bán cho VAMC) và các khoản ủy thác, đặt cọc đầu tư có khả năng không thu hồi được buộc phải trích lập dự phòng theo tỷ lệ 50-100%.

Biểu 14: Cơ Cấu Lợi Nhuận Qua Các Năm



Nguồn: BCTN Ngân hàng & MBS Research

2016 mở đầu giai đoạn tăng trưởng và 2017 hoàn tất bù đắp thặng dư âm

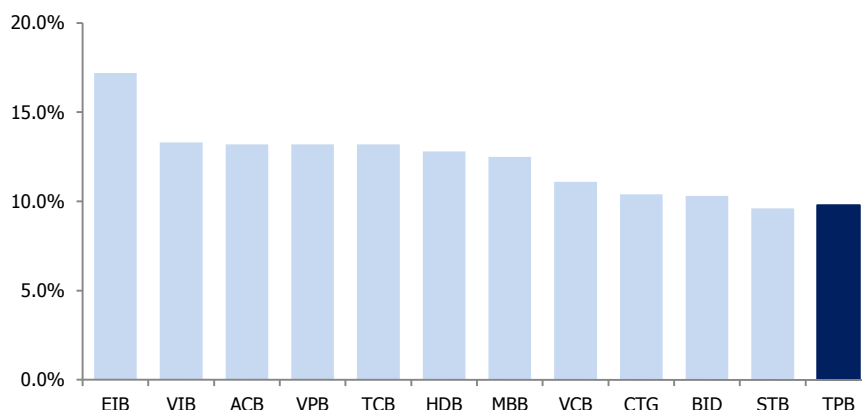
Lợi nhuận trước dự phòng tăng trưởng tốt. Thu nhập hoạt động trong năm 2016 đạt 2,309 tỷ và ở mức 2,493 tỷ tại Q3/2017. Tăng trưởng trong năm 2016 đạt 48% và tỷ lệ này ở mức 67% tại thời điểm quý 3 so với cùng kỳ. Trong đó tăng trưởng doanh thu lãi thuần đạt 51.2% năm 2016 và tăng trưởng thu nhập ngoài lãi đạt 23.5% năm 2016.

NIM ổn định và dự báo cải thiện ở mức 2.49% năm 2016 và dự báo đạt xấp xỉ 3% cuối 2017 với lãi suất huy động vốn tăng không đáng kể trong khi lãi suất cho vay đầu ra cải thiện thêm 1% nhờ đẩy mạnh đóng gói sản phẩm cho vay phục vụ cho các phân khúc khách hàng cá nhân (cho vay mua nhà đất, ô tô và cho vay tiêu dùng). NIM cao hơn trung bình 2.5% của các ngân hàng khác với hoạt động cho vay truyền thống nhưng ở mức thấp hơn mức NIM của các ngân hàng chuyên biệt hóa trong mảng cho vay tiêu dùng nhưng VPBank và HDBank

Chất lượng tài sản dần được củng cố nhưng chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tăng

- Tỷ lệ nợ xấu NPL trên tổng nợ được kiểm soát tốt ở mức dự báo 2017 là 0.91%, xấp xỉ mức năm ngoái 0.8% và đang ở mức rất thấp. Tỷ lệ này vẫn được kiểm soát tốt ở mức dưới 3% nếu bao gồm khoảng nợ xấu bán cho VAMC tăng dần qua các năm 2015-2017, hiện ở mức 2.5% và 2.8% lần lượt ở năm 2016 và dự báo 2017.
- Mức trích lập dự phòng rủi ro cho vay trên lợi nhuận trước trích lập năm 2016 ở mức khá cao 18% và dự báo tăng tại cuối năm 2017 ở mức 26%, chủ yếu đến khoảng tăng từ trái phiếu VAMC. Dự phòng rủi ro cao khiến tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau trích lập dự phòng không song hành với mức tăng trưởng lợi nhuận trước trích lập trong năm 2016, đạt 13%. Tuy nhiên, dự báo nợ bán cho VAMC sẽ không có điều chỉnh tăng trong giai đoạn 2017 và không còn là tác nhân gây giảm lợi nhuận trong năm.
- Thêm vào đó tỷ lệ thu nợ gốc đã xử lý trong các năm trước và năm 2017 không đáng kể nên khoảng đóng góp này vào dự báo không ảnh hưởng thu nhập khác ngoài lãi trong năm 2017.
- Hệ số CAR năm 2016 giảm xuống mức 9.79% và dự báo 2017 thấp hơn là 9.34%, cao hơn quy định và nhưng thấp hơn trung bình ngành năm 2016 với mức 11% do tăng trưởng tín dụng ở mức khá cao giai đoạn 2015-2017 trong khi ngân hàng vừa kết thúc giai đoạn xóa lỗ lũy kế năm 2015 và bù thẳng dư âm năm 2017. Tăng trưởng các tài sản với mức rủi ro thấp hơn như trái phiếu chính phủ vẫn chưa đáng kể. Sau quyết định tăng vốn điều lệ cuối năm 2017, tỷ lệ này dự báo tăng trưởng trở lại trong năm 2018.

Biểu 15: Hệ số CAR toàn ngành 2016



Nguồn: BCTN Ngân hàng & MBS Research

Dự phòng các khoản cho vay tổ chức tín dụng và ủy thác đầu tư Trích lập dự phòng đối với các khoản cho vay tổ chức tín dụng thuộc diện tái cấu trúc đã về mức 0% năm 2015. Đối với các khoản ủy thác đầu tư và đặt cọc môi giới trái phiếu ở các tổ chức kinh tế bắt buộc trích lập dự phòng 100% từ năm 2011, chúng tôi nhận thấy đã giảm đáng kể từ 2011 đến 2012 và các tài sản này không có biến động tăng. Dự phòng rủi ro của các tài sản có này không thay đổi ở mức 889 tỷ tại Q3/2017 nên không có ảnh hưởng nhiều làm biến động chi phí hoạt động.

Câu Chuyện Bán Lẻ và Ngân Hàng Số, Hấp Dẫn Nhưng Hiệu Quả Cần Được Theo Dõi Trong Dài Hạn

Phát triển khái niệm Ngân Hàng Số (Digital Banking) là một hướng đi mới mẻ mà các ngân hàng vừa và nhỏ như Liên Việt Postbank, Ngân hàng Phương Đông và TPBank chú trọng nhằm đa dạng hóa nguồn doanh thu ngoài lãi và tăng trưởng huy động cá nhân trong TPBank là ngân hàng đầu tiên tại Việt Nam đi vào hoạt động mô hình LiveBank, ngân hàng 24/7 vào năm 2016 và trong năm 2017, ngân hàng hiện đã phát triển thêm gần 50 điểm bán tự động trên khắp cả nước.

Điểm giao dịch này có thể thực hiện mọi chức năng của một máy ATM nhưng tích hợp thêm các chức năng khác như tiết kiệm, mở tài khoản và phát hành thẻ debit. Hiện tại, mô hình LiveBank chưa tích hợp các chức năng thẻ tín dụng, cho vay cá nhân nhưng xu hướng này cũng đã được tích hợp ở một số ngân hàng ở châu Á như CitiBank, SBI.

Mô Hình Truyền Thống



Mô Hình LiveBank

Ngày 1 0h00'

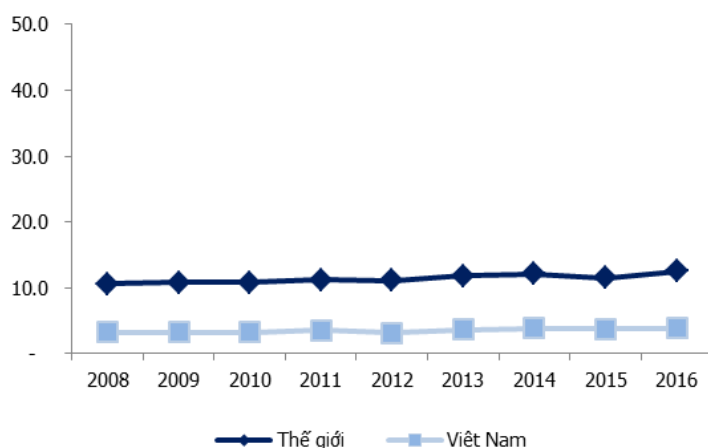
Ngày 1 0h20'



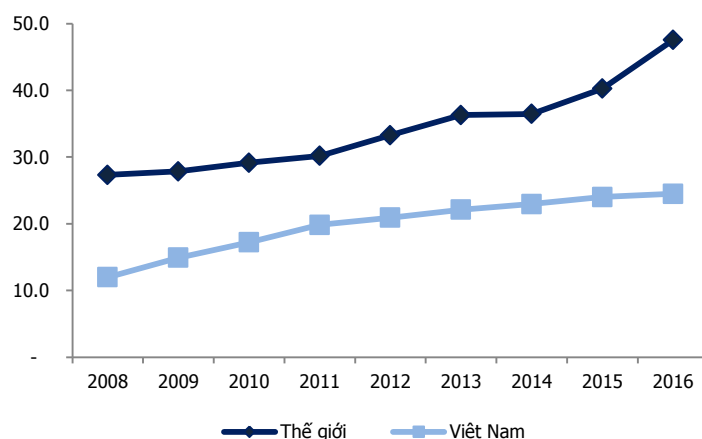
Nguồn: StockXPlus

So với mạng lưới chi nhánh ngân hàng truyền thống, độ thâm nhập của các điểm ATM hay LiveBank cao hơn. Vì vậy, khoảng chi phí hoạt động để duy trì một điểm bán truyền thống sẽ có khả năng được cắt giảm với mô hình hoạt động mới này.

Biểu 16: Số Lượng Chi Nhánh Ngân Hàng/ 100,000 Người

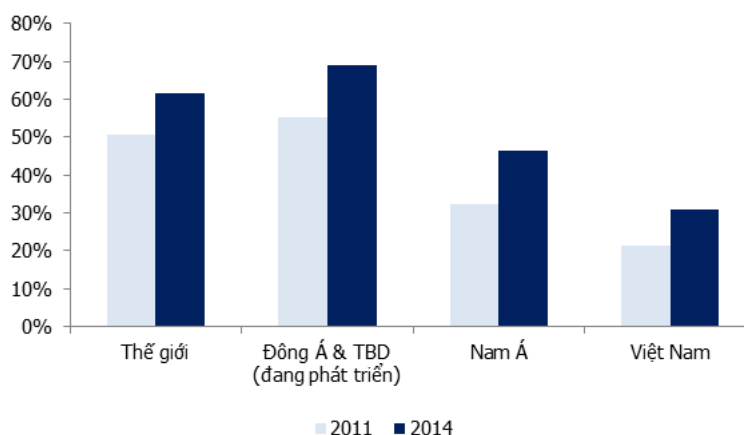


Biểu 17: Số Lượng ATM/ 100,000 Người

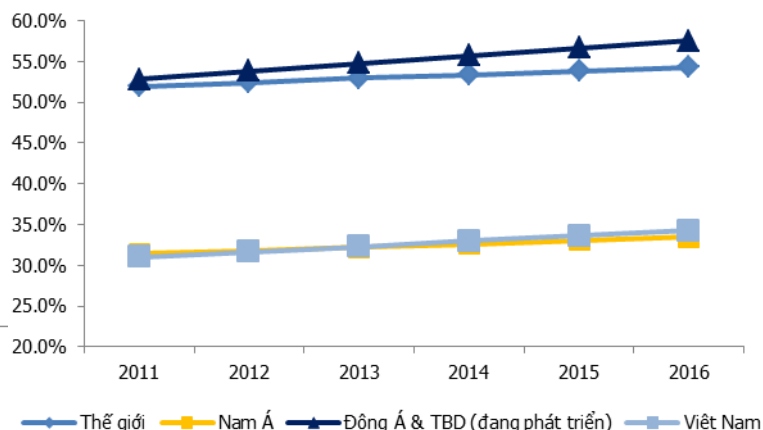


Nguồn: WorldBank Data

Biểu 18: % Sở Hữu Tài Khoản Ngân Hàng/Tổng Dân Số (+15t)



Biểu 19: % Dân Thành Thị/Tổng Dân Số



Nguồn: WorldBank Data

Hơn nữa, tỷ lệ dân số Việt Nam chưa sử dụng các dịch vụ tài chính và có tài khoản ngân hàng vẫn còn chiếm tỷ trọng cao so với tỷ lệ này ở các nước trong khu vực và trên thế giới. Vì vậy, chúng tôi nhận

định hướng đi vào ngân hàng số của TP Bank có tiềm năng để ngân hàng khai thác mạnh hơn mảng bán lẻ trong tương lai. Tuy nhiên, ngân hàng chỉ vừa phát triển mô hình năm hơn 1 năm, tốc độ tăng trưởng huy động TT1 vẫn còn khiêm tốn ở mức 29% tại Q3/2017 so với cùng kỳ và các giao dịch của mô hình này chỉ giới hạn trong các giao dịch huy động vốn, chưa mở rộng sang tín dụng cá nhân. Vì vậy, chúng tôi vẫn dự phóng ảnh hưởng của mô hình này không đáng kể để tăng trưởng tín dụng.

Tóm tắt và dự phóng báo cáo tài chính

Mô hình thu nhập (triệu VND)	2016	2017F	2018F
Thu nhập lãi thuần	2,120,825	3,956,159	4,846,220
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	86,118	172,008	275,212
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	57,972	58,262	58,844
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán CK KD và đầu tư	46,260	124,466	139,976
Lãi/(lỗ) từ hoạt động khác	(2,310)	2,441	2,441
Thu nhập từ HĐ góp vốn mua cổ phần	-	-	-
Tổng thu nhập hoạt động	2,308,865	4,313,336	5,322,694
Chi phí hoạt động	(1,330,576)	(2,442,599)	(2,927,482)
Lợi nhuận trước dự phòng	978,289	1,870,736	2,395,212
Chi phí dự phòng	(271,735)	(484,520)	(402,104)
Lợi nhuận trước thuế	706,554	1,386,217	1,993,108
Thuế thu nhập doanh nghiệp	-	(277,243)	(398,622)
Lợi nhuận sau thuế	706,554	1,108,973	1,594,487
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế cho cổ đông	706,554	1,108,973	1,594,487

Bảng cân đối kế toán	2016	2017F	2018F
Tiền và các khoản tương đương tiền	815,148	1,075,828	1,413,152
Tiền gửi tại NHNN	1,362,317	1,773,863	2,330,054
Tiền gửi tại các tổ chức tín dụng khác	23,784,661	27,361,251	33,765,005
Chứng khoán kinh doanh	-	-	-
Công cụ tài chính phái sinh	706,679	706,679	706,679
Cho vay khách hàng	46,233,626	61,435,136	78,671,809
Cho vay khách hàng	46,642,977	62,035,159	79,405,004
Dự phòng rủi ro cho vay khách hàng	(409,351)	(600,023)	(733,195)
Chứng khoán đầu tư	29,882,518	33,518,339	37,182,427
Góp vốn đầu tư dài hạn	-	-	-
Tài sản cố định	144,374	167,609	192,948
Tài sản cố định hữu hình	100,386	110,425	121,467
Tài sản cố định vô hình	43,988	57,184	71,481
Bất động sản đầu tư	-	-	-
Tài sản khác	2,852,686	4,811,987	6,388,595
Tổng tài sản	105,782,009	130,850,692	160,650,669
Các khoản nợ của CP và NHNN	1,500,282	1,582,135	1,740,349
Tiền gửi của các TCTD khác	41,245,247	46,717,252	51,703,487
Tiền gửi của khách hàng	55,082,028	71,721,888	94,210,144
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư, phái sinh, giấy tờ có giá	1,211,925	1,733,118	1,773,118
Các khoản nợ khác	1,061,041	2,268,672	1,917,169
Vốn của ngân hàng	5,681,486	6,827,627	9,306,402
Vốn điều lệ	5,842,105	5,842,105	6,718,421
Thặng dư vốn cổ phần	(83,152)	(51,529)	(51,529)
Cổ phiếu quỹ	-	-	-
Vốn khác	(718,828)	-	100
Quỹ của ngân hàng	76,150	245,713	578,405
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	-	-	-
Đánh giá lại tài sản	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	565,211	791,338	2,061,005
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	105,782,009	130,850,692	160,650,669

Chỉ số chính	2016	2017F	2018F
An toàn vốn			
CAR	9.79%	9.36%	10.29%
Vốn chủ sở hữu/tổng tài sản	5%	5%	6%
Tổng tài sản/vốn chủ sở hữu	18.62	19.16	17.26
Chất lượng tài sản			
Tỷ lệ nợ nhóm 3-5	0.8%	0.9%	0.8%
Tỷ lệ nợ nhóm 2	2.5%	3.6%	3.4%
Quỹ dự phòng/nợ nhóm 3-5 (LLR)	117.0%	106.6%	121.9%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (credit cost rate)	0.9%	1.0%	0.9%
Thanh khoản			
LDR	84.3%	85.6%	83.5%
Tăng trưởng huy động khách hàng	39.4%	30.2%	31.4%
Tài sản thanh khoản/tổng tài sản	31.4%	12.1%	10.6%
Tài sản thanh khoản/tổng tiền gửi	24.5%	23.1%	23.3%
Khả năng sinh lời			
ROA	0.6%	0.9%	1.1%
ROE	10.8%	17.7%	19.8%
NIM	2.5%	3.5%	3.5%
Thu nhập lãi/tổng thu nhập	91.9%	91.7%	91.0%
Chi phí hoạt động/tổng thu nhập	57.6%	56.6%	55.0%
Tỷ lệ tăng trưởng			
Tăng trưởng tổng tài sản	38.8%	23.7%	22.8%
Tăng trưởng dư nợ cho vay khách hàng	65.2%	33.0%	28.0%
Tăng trưởng huy động tiền gửi khách hàng	39.4%	30.2%	31.4%
Tăng trưởng lợi nhuận trước dự phòng	28.6%	91.2%	28.0%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	12.9%	96.2%	43.8%
Định giá			
EPS (diluted) (VND)	1,004	1,898	2,373
BVPS (VND)	9,725	11,687	13,852
P/E	26.82	14.19	11.35
P/B	2.77	2.30	1.94

Nguồn: BCTC TPBank, MBS
Research

(triệu VND)		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Q3/2017
Thu nhập/chi phí	Tổng doanh thu	14,983	514,497	889,307	1,151,474	1,555,223	2,308,865	2,493,361
	Thu nhập lãi thuần	(159,573)	274,622	597,440	979,171	1,402,919	2,120,825	2,203,344
	Thu nhập ngoài lãi	174,556	239,875	291,867	172,303	152,304	188,040	3,903,868
	Chi phí hoạt động	1,293,062	325,553	423,135	665,222	794,793	1,330,576	1,244,089
	Lợi nhuận trước dự phòng	(1,278,079)	188,944	466,172	486,252	760,430	978,289	1,249,272
	Chi phí dự phòng	93,532	72,591	84,787	(49,626)	134,767	271,735	442,513
	Lợi nhuận trước thuế	(1,371,611)	116,353	381,385	535,878	625,663	706,554	806,759
	NIM	-0.9%	1.6%	2.8%	2.5%	2.4%	2.5%	n/a
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Q3/2017
Tăng trưởng tín dụng /huy động	Tăng trưởng tín dụng	-30%	66%	96%	66%	42%	65%	50%
	Tăng trưởng huy động	-17%	49%	55%	51%	83%	39%	29%
	LDR	42%	60%	73%	92%	71%	84%	95%
Chất lượng tài sản	NPL	0.7%	3.7%	2.3%	1.2%	0.8%	0.8%	n/a
	Nợ nhóm 2/tổng dư nợ	3.4%	4.1%	2.1%	1.5%	1.9%	2.5%	n/a
	LLR	245.0%	41.6%	42.2%	82.5%	115.3%	117.0%	n/a

Liên hệ**MBS Equity Research**Phạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) - Trưởng bộ phậnNguyễn Thị Huyền Dương – (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam**Ngân hàng, chứng khoán**Nguyễn Thị Quế Anh (Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn)**Hàng tiêu dùng**Nguyễn Thị Huyền Dương (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn)**Cao su, Săm lốp**Trần Trọng Đức (Duc.TranTrong@mbs.com.vn)**Cảng biển, Vật liệu xây dựng**Phí Quốc Tuấn (Tuan.PhiQuoc@mbs.com.vn)**Bất động sản, Bảo hiểm**Dương Đức Hiếu (Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)**Dầu khí, Năng lượng**Nguyễn Hoàng Bích Ngọc (Ngoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn)

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS,