

Ngân hàng TMCP Á Châu

(ACB VN)

Duy trì tăng trưởng dù đối mặt nhiều thách thức

MUA

(cập nhật)

Giá mục tiêu: 41.800

Upside: 30,6%

Công ty Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

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

Đánh giá KQKD nửa đầu năm 2021 Lợi nhuận sau thuế đạt 5.072 tỷ đồng (+ 65,8% YoY), tương đương 45% dự phóng cả năm

- Thu nhập lãi thuần tăng 47,4% YoY nhờ tăng trưởng tín dụng cao (+ 19,9% YoY; + 9,2% YTD) và NIM tăng mạnh 4,2% (+ 60% YoY; + 50% YTD).
- Thu nhập ròng từ phí tăng 89,6% YoY, chủ yếu nhờ phí từ bancassurance tăng 150% YoY.
- Các chỉ số chất lượng tài sản vẫn tốt, với tỷ lệ nợ xấu là 0,68% (+ 9bps YTD; -23bps QoQ) và tỷ lệ bao phủ nợ xấu là 207,7% (+ 47 điểm % YTD; + 87 điểm % QoQ).

Cập nhật triển vọng 2021-2023

NIM ổn định, thu nhập từ phí tăng trưởng mạnh và áp lực trích lập dự phòng thấp sẽ giúp duy trì tăng trưởng

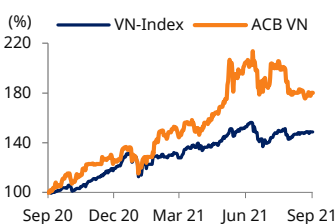
- Với triển vọng kinh tế phục hồi khi bình thường mới bắt đầu từ tháng 10, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tài trợ của doanh nghiệp sẽ phục hồi từ quý 4 năm 21, đồng thời khả năng trả nợ của các khách hàng bị ảnh hưởng bởi dịch cũng dần cải thiện. Do đó, chúng tôi cho rằng ACB có thể đạt mức tăng trưởng kép EPS bình quân mỗi năm 27% cho tới 2023, với mức tăng trưởng kép của dự nợ là 13,7%/năm, NIM bình quân duy trì ở mức 4,4%, và tăng trưởng kép của thu nhập ngoài lãi là 18,4%/năm.
- Danh mục cho vay của ACB tập trung các doanh nghiệp vừa và nhỏ, hộ gia đình và cá nhân có thu nhập trung bình—đây là nhóm đối tượng có sức đề kháng yếu đối với các rủi ro kinh tế; do đó, chúng tôi thận trọng giả định tỷ lệ nợ xấu dự kiến sẽ tăng lên 0,8% vào cuối năm 2021 (+19bps YoY), và lên tới 1,8% vào cuối năm 2023. Tính đến cuối quý 2, dư nợ bị tác động bởi dịch COVID-19 phải tạm hoãn phân loại nợ đang chiếm khoảng 2,4% tổng dư nợ. Dù vậy, ACB vẫn thuộc top đầu trong ngành xét về chất lượng tài sản, với tỷ lệ nợ xấu tương đối thấp, tỷ lệ nợ bị ảnh hưởng bởi COVID-19 không cao, và tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao. Do đó, chúng tôi cho rằng áp lực trích lập dự phòng trong tương lai sẽ không quá lớn.

Quan điểm đầu tư và định giá

Định giá hấp dẫn; duy trì khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 41.800 đồng/cổ phiếu

- ACB đang giao dịch tại mức P/B dự phóng cuối năm 2022 là 1,6x cho mức ROE đầu ngành là 26,4%. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng mức P/B hợp lý (được tính từ mô hình thu nhập thẳng dư) là 2 lần, tương ứng với ROE và tăng trưởng dài hạn lần lượt là 20,5% và 4,1%.
- Sau đợt điều chỉnh giá cổ phiếu gần đây, chúng tôi cho rằng thị trường đã phần nào chiết khấu các rủi ro liên quan đến dịch COVID-19, gồm giảm tăng trưởng tín dụng, giảm NIM, và áp lực tăng dự phòng. Các rủi ro khác bao gồm chi phí hoạt động cao do đầu tư chuyển đổi số, và yêu cầu tăng vốn để giảm đòn bẩy tài chính.

Các chỉ số chính



Giá hiện tại (24/09/2021, VND)	32.000	Vốn hoá (tỷ đồng)	86.462
Lợi nhuận sau thuế (21F, tỷ đồng)	11.441	SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2.702
Kỳ vọng thị trường (21F, tỷ đồng)	9.971	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	79,9
Tăng trưởng EPS (21F, %)	50	Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	30,0
P/E (21F, x)	7,6	Beta (12M)	1,0
P/E thị trường (21F, x)	16	Giá thấp nhất 52 tuần	17.760
VN-INDEX	1.351,20	Giá cao nhất 52 tuần	38.200

Biến động giá

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	0,2	21,2	80,2
Tương đối	-3,7	6,3	31,4

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính (31/12)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	10.390	12.141	14.600	20.154	22.685	26.192
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	3.781	4.003	3.560	4.176	5.104	5.915
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	6.389	7.516	9.594	14.302	16.492	19.540
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	5.137	6.010	7.683	11.441	13.194	15.632
EPS (đồng)	1.893	2.235	2.809	4.212	4.857	5.755
Tăng trưởng EPS	153,4	18,1	25,7	50,0	15,3	18,5
P/E (x)	7,40	6,28	8,00	7,6	6,6	5,6
P/POP (x)	5,0	4,8	5,8	4,9	4,3	3,6
P/B (x)	1,8	1,4	1,7	1,9	1,6	1,3
ROE (%)	26,9	24,2	24,0	28,5	26,4	25,5
Tỷ suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0	0

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.

Cập nhật dự báo nửa cuối năm 2021

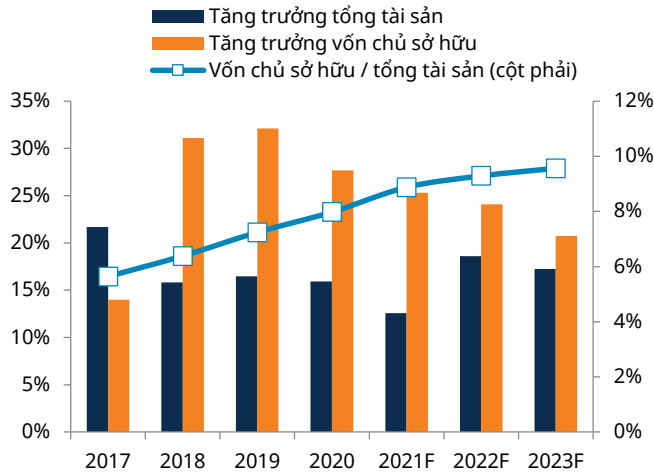
Bảng 1. Đánh giá kết quả kinh doanh nửa đầu năm và cập nhật dự báo nửa cuối năm 2021

Các chỉ số chính	1H21	Dự báo 2H21	Dự báo 2021	Bình luận
Chỉ tiêu tăng trưởng (% tăng trưởng so với cùng kỳ)				
Dư nợ cho vay	19,9%	14,2%	14,2%	Trong 6 tháng đầu năm, dư nợ cho vay tăng thêm 9,2% so với đầu năm, so với hạn mức tăng trưởng tín dụng mới là 13,5%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tín dụng cả năm sẽ tăng 14,2% YoY, do các yếu tố sau: 1) Nhu cầu vốn để các công ty phục hồi kinh doanh trong quý 4 sẽ tăng lên đáng kể. Ngoài ra, chi phí đi vay thấp hơn có thể thúc đẩy chi tiêu và đầu tư. 2) Ngân hàng Nhà nước định hướng tăng trưởng tín dụng năm nay khoảng 12% giúp kích thích tăng trưởng kinh tế, phục hồi sau COVID-19. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ được cấp thêm hạn mức tín dụng vào những tháng cuối năm nhờ ACB có hệ số an toàn vốn CAR cao (và đã đạt chuẩn Basel II), cũng như chất lượng tài sản tốt.
Huy động	7,5%	5,8%	5,8%	Lãi suất huy động thấp khiến cho tiền gửi ngân hàng kém hấp dẫn hơn nhiều kênh đầu tư sinh lời khác. Trong 6 tháng đầu năm, huy động tăng thấp (+0,9% YTD), so với kế hoạch cả năm là 9%. Theo đó, tỷ lệ cho vay trên huy động thuần (LDR) đã tăng lên 95,3%, so với mức 87,6% cuối năm 2020. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giả định tăng trưởng huy động năm 2021 xuống còn 5,8% YoY, với mức LDR hiện tại được duy trì.
Thu nhập lãi thuần	47,4%	30,4%	38%	Dự kiến trong nửa cuối năm 2021, ACB sẽ tiếp tục giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ các khách hàng bị ảnh hưởng bởi dịch COVID-19. Theo đó, mức NIM nửa cuối năm được ngân hàng kỳ vọng giảm khoảng 50bps so với mức NIM nửa đầu năm. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng NIM nửa đầu năm đã tăng khoảng 50bps so với năm 2020. Do đó, chúng tôi kỳ vọng NIM năm 2021 là khoảng 4,4% (+70bps YoY).
Thu nhập ngoài lãi	10,8%	18,1%	17,3%	Đà tăng trưởng thu nhập ngoài lãi sẽ tiếp tục được củng cố, chủ yếu nhờ thu nhập từ phí bán bảo hiểm (bancassurance). Hơn nữa, khoản phí độc quyền của thỏa thuận bancassurance giữa ACB-Sun Life trị giá khoảng 370 triệu USD sẽ được ghi nhận trong vòng 15 năm từ 2021-2035.
Lợi nhuận sau thuế	65,8%	36,3%	48,9%	Ngân hàng tiếp tục cải thiện hiệu quả hoạt động, với tỷ lệ chi phí so với thu nhập (CIR) giảm xuống 30%, từ mức 42% vào cuối năm 2020, dù tiếp tục đầu tư chuyển đổi số. Trong bối cảnh hoạt động kinh doanh chung gặp nhiều khó khăn do dịch bệnh kéo dài, chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ tiếp tục quản lý chi phí hoạt động một cách hiệu quả và hạ hệ số CIR năm 2021 xuống 28% (-14 điểm % YoY). ACB đã trích lập dự phòng đầy đủ cho các khoản cho vay bị ảnh hưởng bởi dịch COVID-19 (khoảng 2,4% tổng dư nợ tại thời điểm cuối quý 2) thay vì phân bổ dự phòng theo lộ trình 3 năm của Thông tư 03/2021/TT-NHNN. Theo đó, dự phòng rủi ro tín dụng trích lập trong 6 tháng đầu năm tăng 274% YoY. Với phương pháp quản trị thận trọng của ngân hàng, chúng tôi dự báo dự phòng trích lập trong 6 tháng cuối năm 2021 sẽ tiếp tục tăng mạnh, khoảng gần gấp ba lần so với cùng kỳ.
Chỉ tiêu chất lượng tài sản (%)				
Tỷ lệ nợ xấu	0,7%	0,8%	0,8%	Các chỉ số chất lượng tài sản vẫn tốt đến cuối quý 2, với tỷ lệ nợ xấu là 0,68% (+9bps YTD; -23bps QoQ) và tỷ lệ nợ xấu rộng là 0,94% (+16bps YTD; -29bps QoQ). Các khoản cho vay cơ cấu lại cho khách hàng bị ảnh hưởng bởi dịch COVID-19 giảm còn gần 8,2 nghìn tỷ đồng (~ 2,4% tổng dư nợ), giảm 9,2% YTD và giảm 3,8% QoQ. Với tác động của COVID-19, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ nợ xấu rộng cuối năm 2021 sẽ tăng lên lần lượt là 0,8% (+19bps YoY) và 1% (+25bps YoY).
Tỷ lệ nợ xấu mở rộng (gồm nợ nhóm 2)	0,9%	1%	1%	
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	207,7%	212,6%	212,6%	

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

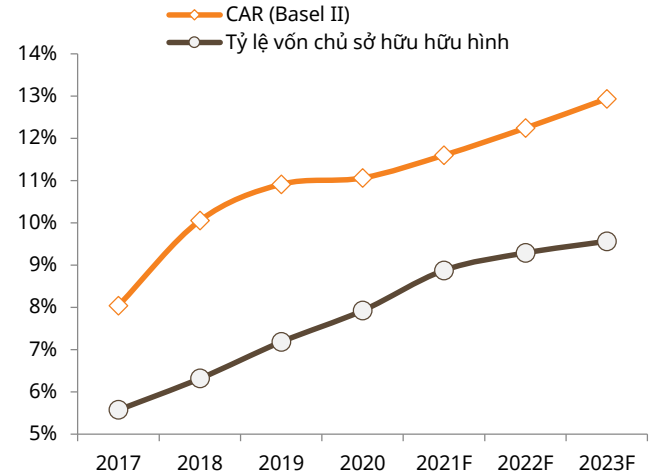
Cập triển vọng 2021-2023

Hình 1. Tiếp tục tăng vốn từ lợi nhuận giữ lại



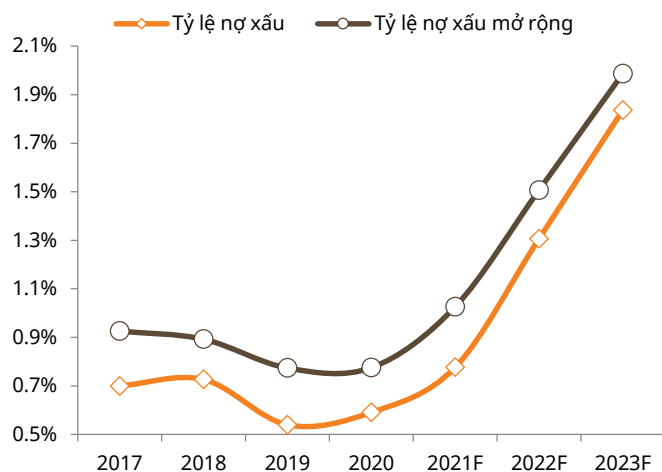
Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Phòng Phân tích MASVN

Hình 2. Cải thiện mức độ an toàn vốn (CAR)



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

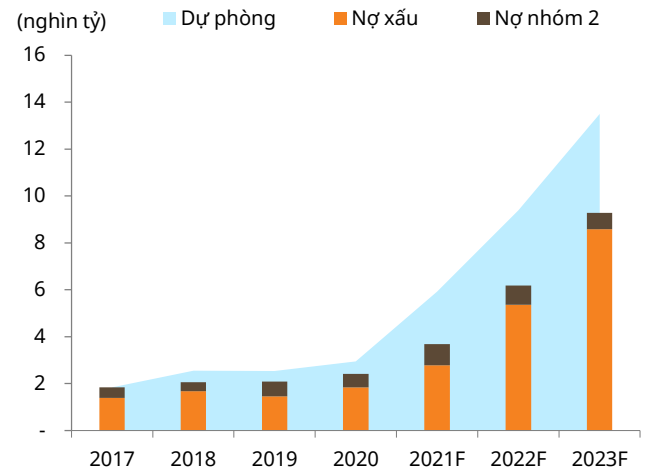
Hình 3. Tỷ lệ nợ xấu tương đối thấp so với ngành



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

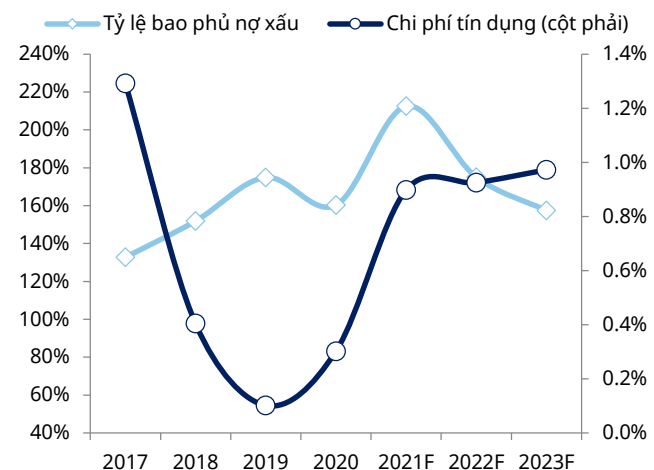
Lưu ý: Tỷ lệ nợ xấu mở rộng bao gồm thêm nợ nhóm 2.

Hình 4. Dự phòng nợ xấu tương đối cao



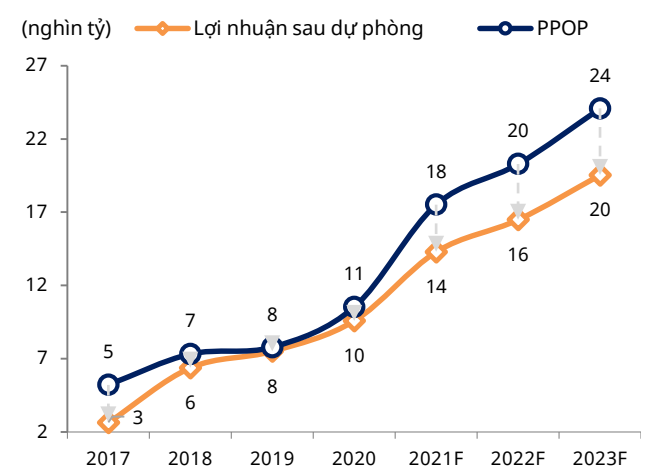
Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Phòng Phân tích MASVN

Hình 5. Chi phí tín dụng tăng do COVID-19 ảnh hưởng



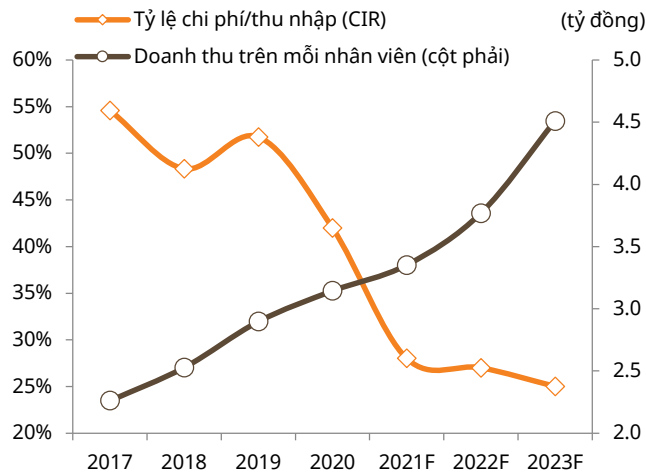
Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Phòng Phân tích MASVN

Hình 6. Áp lực trích lập dự phòng lên lợi nhuận không quá lớn



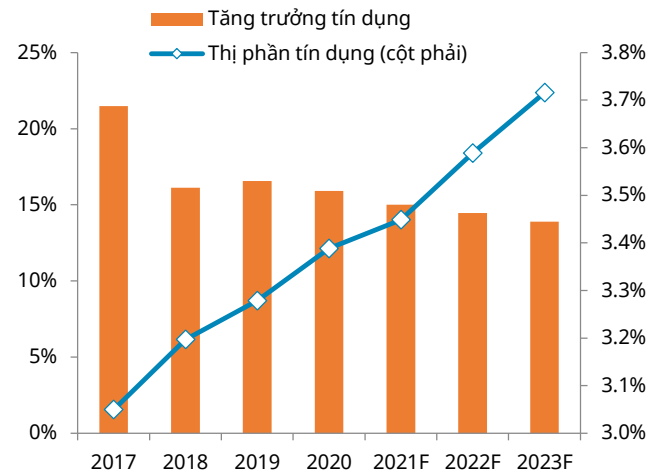
Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Phòng Phân tích MASVN

Hình 7. Cải thiện hiệu quả hoạt động



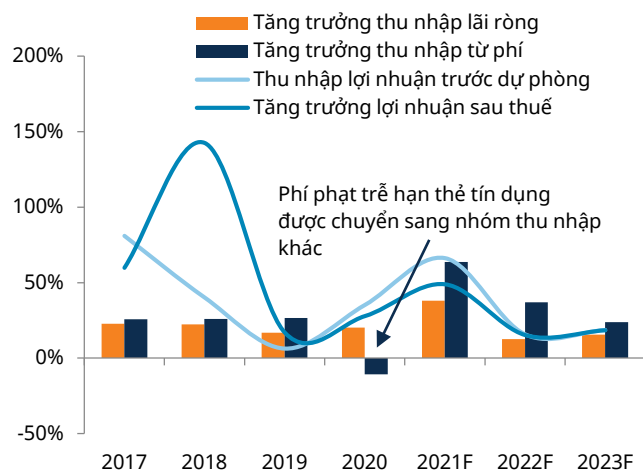
Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Phòng Phân tích MASVN

Hình 8. Tăng thị phần tín dụng (M/S)



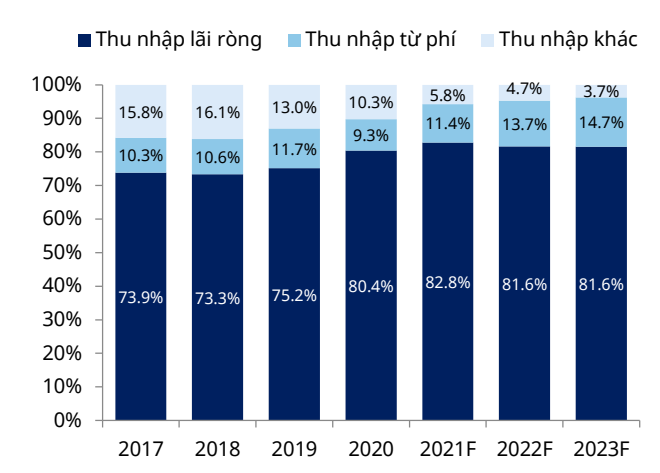
Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Phòng Phân tích MASVN

Hình 9. Khả năng tiếp tục duy trì đà tăng trưởng cao



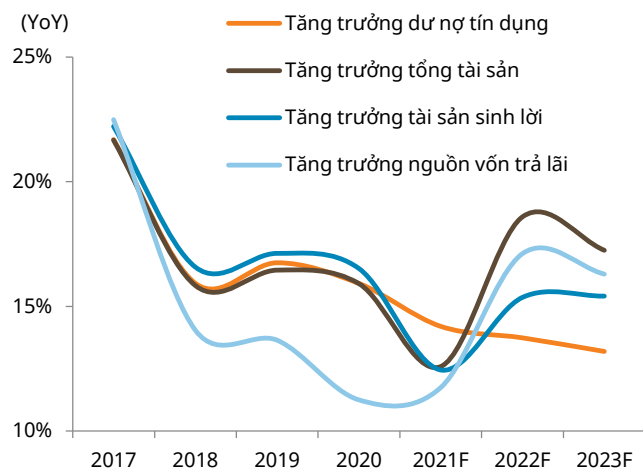
Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Phòng Phân tích MASVN

Hình 10. Cơ cấu thu nhập



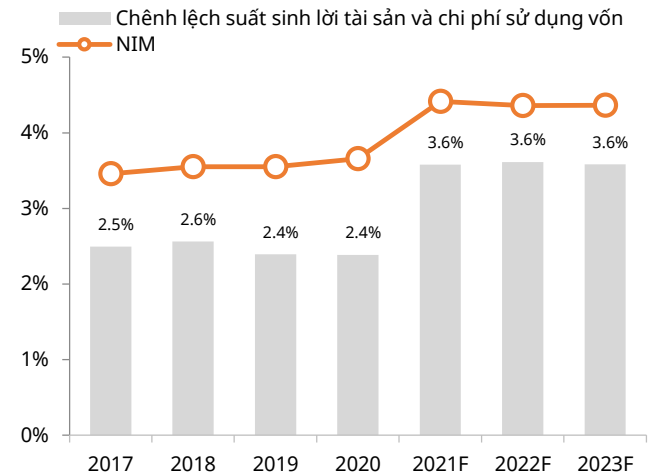
Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Phòng Phân tích MASVN

Hình 11. Kỳ vọng bảng cân đối tăng trưởng tích cực



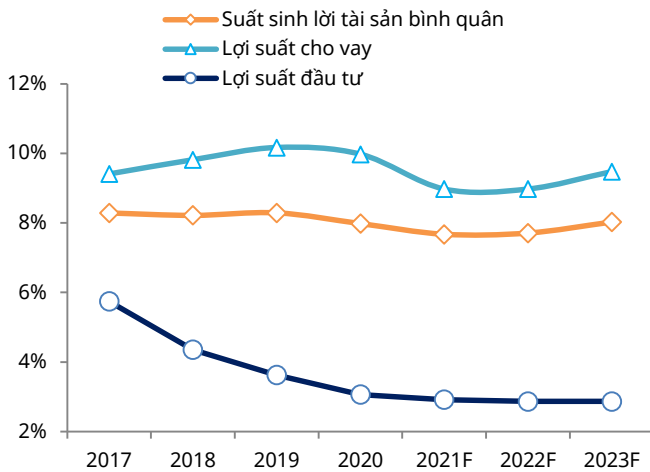
Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Phòng Phân tích MASVN

Hình 12. Biên thu nhập lãi ròng (NIM) ổn định



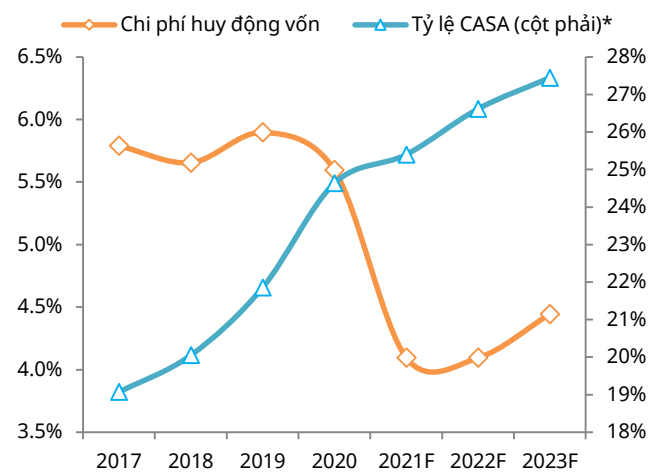
Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Phòng Phân tích MASVN

Hình 13. Giả định suất sinh lời tài sản bình quân



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

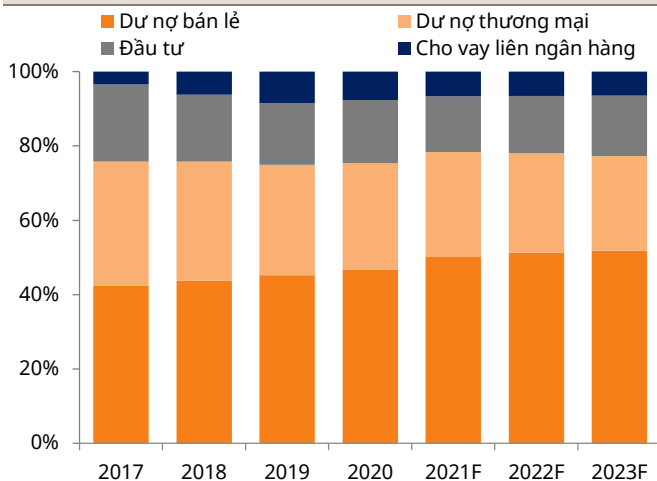
Hình 14. Gia tăng tỷ lệ CASA giúp giảm chi phí sử dụng vốn



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

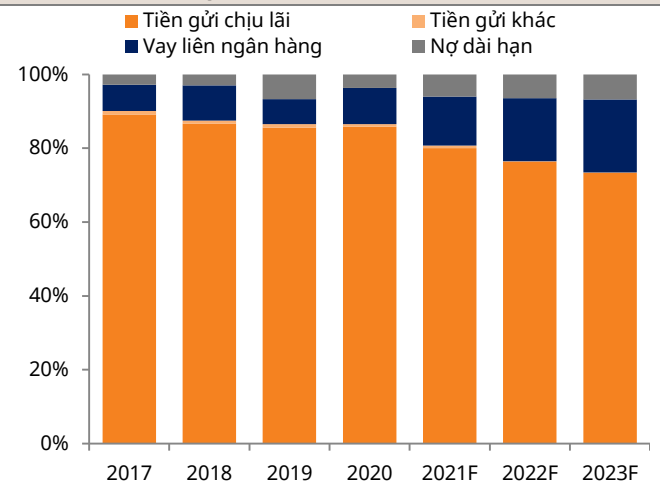
*Tỷ lệ CASA = [(Tiền gửi không kỳ hạn + Tổng vốn chủ sở hữu) / Tổng tài sản]

Hình 15. Cấu trúc tài sản sinh lời



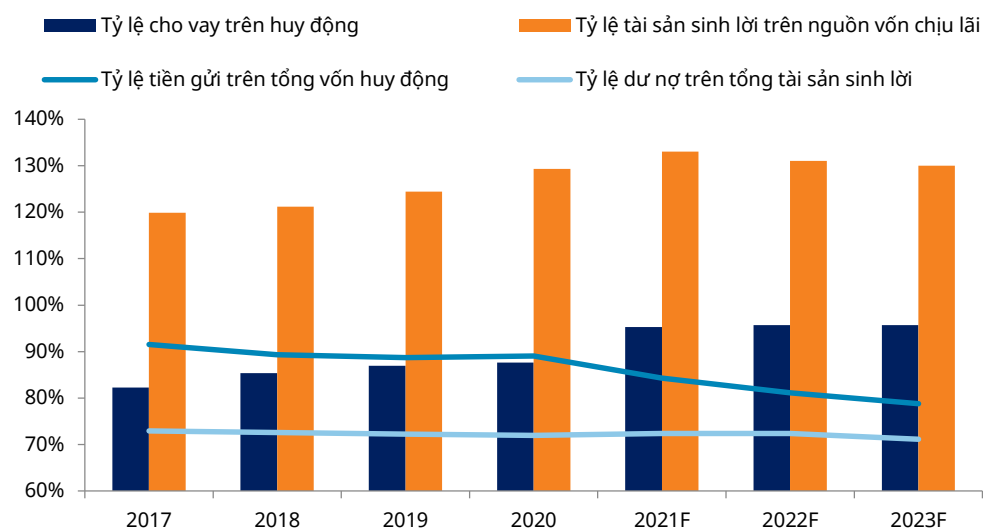
Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Phòng Phân tích MASVN

Hình 16. Cấu trúc nguồn vốn trả lãi



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

Hình 17. Vị thế thanh khoản suy giảm trong bối cảnh lãi suất huy động thấp



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

Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB VN)

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

(Tỷ đồng)	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
Thu nhập từ lãi	31.873	35.033	40.111	48.189
Chi phí trả lãi	17.274	14.879	17.426	21.997
Thu nhập lãi thuần	14.600	20.154	22.685	26.192
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	1.695	2.776	3.804	4.715
Lãi thuần từ hoạt động khác	1.865	1.400	1.300	1.200
Tổng thu nhập hoạt động	18.160	24.330	27.790	32.107
Tổng chi phí hoạt động	7.624	6.812	7.503	8.027
Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	10.536	17.518	20.287	24.081
Tổng chi phí dự phòng	941	3.216	3.794	4.541
Lợi nhuận hoạt động	9.594	14.302	16.492	19.540
Thu nhập khác (ngoài HĐKD)	2	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	9.596	14.302	16.492	19.540
Chi phí thuế	1.913	2.860	3.298	3.908
Lợi nhuận sau thuế	7.683	11.441	13.194	15.632
Lợi nhuận sau thuế (loại trừ cổ đông thiểu số)	7.683	11.441	13.194	15.632
Lợi nhuận sau thuế (điều chỉnh)	7.681	11.441	13.194	15.632
Thu nhập ròng từ HĐKD lõi	16.294	22.930	26.490	30.907
PPOP lõi	8.670	16.118	18.987	22.881

Phân tích Dupont (%)				
Thu nhập từ lãi	7,7	7,4	7,3	7,5
Chi phí trả lãi	4,2	3,1	3,2	3,4
Thu nhập lãi thuần	3,5	4,3	4,1	4,1
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	0,4	0,6	0,7	0,7
Lãi thuần từ hoạt động khác	0,5	0,3	0,2	0,2
Tổng thu nhập hoạt động	4,4	5,1	5,1	5,0
Tổng chi phí hoạt động	1,8	1,4	1,4	1,2
PPOP	2,5	3,7	3,7	3,7
Tổng chi phí dự phòng	0,2	0,7	0,7	0,7
Thu nhập khác (ngoài HĐKD)	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận trước thuế	2,3	3,0	3,0	3,0
Chi phí thuế	0,5	0,6	0,6	0,6
Lợi nhuận (bao gồm lợi ích cổ đông thiểu số)	1,9	2,4	2,4	2,4
ROA	1,9	2,4	2,4	2,4
Số nhân vốn chủ sở hữu (x)	13,1	11,8	11,0	10,6
ROE	24,0	28,5	26,4	25,5
Chất lượng tài sản (%)				
Tỷ lệ nợ xấu	0,6	0,8	1,3	1,8
Tỷ lệ nợ xấu mở rộng (gồm nợ nhóm 2)	0,8	1,0	1,5	2,0
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	160,3	212,6	175,1	157,4
Dự phòng trên tổng tín dụng	0,8	1,6	2,0	2,5
Chi phí tín dụng (trên dư nợ)	0,3	0,9	0,9	1,0
Chi phí tín dụng (gồm nợ ngoại bảng)	0,2	0,9	0,8	0,8
Chỉ tiêu định giá trên mỗi cổ phần (đồng)				
EPS (theo báo cáo)	2.809	4.212	4.857	5.755
EPS (điều chỉnh)	2.564	3.839	5.306	6.339
Giá trị sổ sách	13.119	16.449	20.413	24.644
Cổ tức	0	0	0	0
PPOP	3.902	6.488	7.513	8.919

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

Bảng cân đối kế toán hợp nhất (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
Tiền và các khoản tương đương	55.256	68.847	100.975	133.243
Chứng khoán đầu tư và kinh doanh	70.012	68.637	80.973	98.243
Cho vay khách hàng	308.529	352.316	400.692	453.525
Tài sản hữu hình	3.537	2.628	2.628	2.628
Tài sản khác	7.197	8.032	8.232	8.232
Tổng tài sản	444.530	500.459	593.499	695.870
Tiền gửi của khách hàng	355.396	375.899	428.499	488.012
Tiền gửi và vay các TCTD khác	32.031	48.491	72.382	97.901
Phát hành giấy tờ có giá	11.810	21.656	27.503	33.416
Các khoản nợ khác	9.844	10.000	10.000	10.000
Tổng nợ phải trả	409.082	456.046	538.385	629.329
Vốn của TCTD	21.616	27.019	33.774	40.529
Trái phiếu chuyển đổi	0	0	0	0
Thặng dư vốn cổ phần	272	272	272	272
Lợi nhuận giữ lại	7.819	10.084	12.604	15.308
Quỹ của TCTD	0	0	0	0
Khoản điều chỉnh vốn	5.742	7.038	8.465	10.432
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	35.448	44.413	55.115	66.541

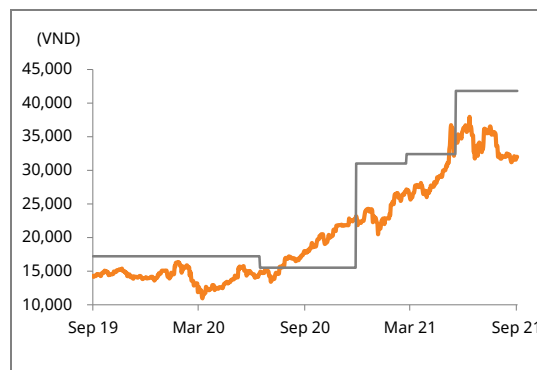
Các chỉ số chính (%)				
Tăng trưởng (% YoY)				
Tổng tín dụng (ngân hàng)	15,9	15,0	14,5	13,9
Dư nợ	15,9	14,2	13,7	13,2
Huy động	15,0	5,8	14,0	13,9
Vốn chủ sở hữu	27,7	25,3	24,1	20,7
Tổng tài sản	15,9	12,6	18,6	17,2
Thu nhập lãi thuần	20,3	38,0	12,6	15,5
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	-10,6	63,8	37,0	23,9
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng	35,2	66,3	15,8	18,7
Lợi nhuận hoạt động	27,7	49,0	15,3	18,5
Lợi nhuận sau thuế	27,8	48,9	15,3	18,5
Khả năng sinh lời (%)				
Chênh lệch biên lãi suất (NIS)	2,4	3,6	3,6	3,6
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM)	3,66	4,4	4,4	4,4
Biên lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	58,0	72,0	73,0	75,0
ROA	1,8	2,4	2,4	2,4
ROE	24,0	28,5	26,4	25,5
Tỷ lệ thanh khoản (%)				
Tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR)	87,6	95,3	95,7	95,7
Tỷ lệ cho vay trên tổng tài sản	69,4	69,9	68,8	66,3
Hệ số an toàn vốn (%)				
Hệ số CAR	11,1	11,6	12,2	12,9
Hệ số vốn cấp 1 (Tier 1)	10,4	10,9	11,6	12,2
Hệ số vốn cấp 2 (Tier 2)	0,7	0,7	0,7	0,7
Hiệu quả hoạt động (%)				
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập	42,0	28,0	27,0	25,0
Tỷ lệ chi phí trên tổng tài sản	1,7	1,4	1,3	1,2
Cổ tức (%)				
Tỷ lệ chi trả	0	0	0	0

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

Company	Date (m/d/y)	Rating	TP (VND)
Asia Commercial Joint Stock Bank (ACB VN)	9/27/2021	Buy	VND41,800
	6/11/2021	Buy	VND41,800
	3/18/2021	Buy	VND32,400
	12/21/2020	Buy	VND31,000
	7/8/2020	Hold	VND15,500
	3/5/2019	Buy	VND17,200



Stock ratings

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

Sector ratings

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

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

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

* Outside of the official ratings, 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.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities 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 (HK) Ltd. Units 8501, 8507-8508, 85/F International Commerce Centre 1 Austin Road West Kowloon Hong Kong Tel: 852-2845-6332	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 Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA Tel: 1-212-407-1000	Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA Tel: 1-213-262-3807	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
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 (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore Tel: 65-6671-9845	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)
Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 976-7011-0806	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	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)
Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China Tel: 86-21-5013-6392	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 Capital Markets (India) Private Limited Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098 India Tel: 91-22-62661336