

Ngân hàng TMCP Phát triển TP. HCM

(HOSE: HDB)

Vượt qua thử thách

Mua
(Cập Nhật)

Giá mục tiêu:
VNĐ36,400
LNKV: 23.8%

CTCT Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam
Nguyen Nguyen, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

Sơ lược 9T2021

Tăng trưởng tài sản chậm lại do tác động COVID; ghi nhận lợi nhuận cao

- Tăng trưởng tín dụng của NH TMCP PT TP Hồ Chí Minh (HDB) gặp áp lực từ dịch bệnh trong quý 2 và quý 3 năm 2021. Đến cuối quý 3, tăng trưởng tín dụng chỉ đạt mức 7.6% YTD (so với đầu năm) lên 200.5 nghìn tỷ, thấp hơn mức tăng 15% trong 9T2020.
- Chất lượng danh mục cho vay giảm nhẹ trong 9T2021. Tổng dư nợ dưới nhóm 2 tăng lên 2.7 nghìn tỷ, tăng 11% YTD. Qua đó, tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ lên mức 1.4% (+0.1%p YTD). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu cũng giảm nhẹ xuống mức 80.9% (-1.2%p YTD). Tổng lợi nhuận trước thuế 9 tháng đạt gần 6.1 nghìn tỷ đồng (+38.9% CK), hoàn thành 84.5% kế hoạch kinh doanh.
- Dịch COVID tác động mạnh lên hoạt động của tất cả các công ty tài chính, HD Saison (HDS) cũng không phải ngoại lệ. Dư nợ của HDS ghi nhận mức tăng trưởng âm 13.5% trong 9T2021, phần nào ảnh hưởng tiêu cực lên biên lãi thuần (NIM) hợp nhất của ngân hàng.

Điểm nhấn đầu tư

Sẵn sàng tăng tốc; Chi phí dự phòng đạt đỉnh năm 2022

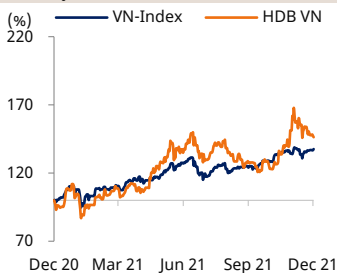
- Tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng hồi phục tích cực trong quý 4 2021 cũng như năm 2022. Do phân bổ tài sản của HDB tập trung chủ yếu là các vùng kinh tế trọng điểm phía nam, nơi chịu ảnh hưởng nhiều nhất từ đợt bùng phát lần thứ tư. Vì vậy, nhu cầu tín dụng sẽ phục hồi khi các biện pháp giãn cách dần được nới lỏng.
- Chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ tăng nhẹ trong năm 2022 dựa trên các giả định sau: 1) sự phục hồi của mảng tín dụng tiêu dùng trong cả tăng trưởng dư nợ và thu nhập; 2) đòn bẩy tài chính giảm; 3) sự kết thúc của các gói hỗ trợ lãi suất; và 4) việc phát hành trái phiếu chuyển đổi và trái phiếu quốc tế sẽ làm giảm chi phí huy động.
- Đến hết quý 3 2021, tín dụng cho các doanh nghiệp SME và cá nhân chiếm khoảng 92.4% tổng tín dụng của ngân hàng. Do vậy, chúng tôi cho rằng chi phí tín dụng sẽ tăng nhanh trong ngắn hạn và sau đó giảm dần do tính chất của phân khúc khách hàng này, đó là thu nhập sẽ bị ảnh hưởng trong ngắn hạn nhưng cũng nhanh chóng hồi phục.

Định giá

Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 36,400 đồng

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho HDB lên 36,400 đồng/CP (từ 24,200 đồng), tương đương với mức P/B mục tiêu là 2.5 lần. Qua đó, chúng tôi nâng khuyến nghị cho HDB lên Mua (từ Tăng Tỷ Trọng).

Dữ liệu



Biến động giá

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-9.6	3.4	48.4
Tương đối	-12.4	-3.6	11.1

Giá hiện tại (21/12/2021, VND)	29,400	Vốn hóa (tỷ đồng)	58,173
Index	1,478.7	SLCP ĐLH (triệu cổ phiếu)	1,992
Tăng trưởng EPS (21F, %)	14.8	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	70.0
P/E (21F, x)	10.5	Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	16,160
P/E Index (21F, x)	17.5	Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ)	33,950

Lợi nhuận và mức định giá các năm

FY (Dec.)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	7,646	9,747	11,898	14,536	17,377	20,164
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	1,795	1,641	1,882	2,919	3,021	3,421
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	4,005	5,018	5,818	8,135	9,290	12,014
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	2,842	3,605	4,249	6,107	6,900	8,924
EPS (VNĐ)	2,897	3,697	2,691	3,089	3,490	4,514
P/E (x)	8.1	13.6	11.8	10.5	8.1	7.2
GTSS (VNĐ)	17,154	20,902	14,567	14,721	18,211	22,724
P/B (x)	1.4	2.5	2.5	2.0	1.6	1.3

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Mirae Asset Research estimates

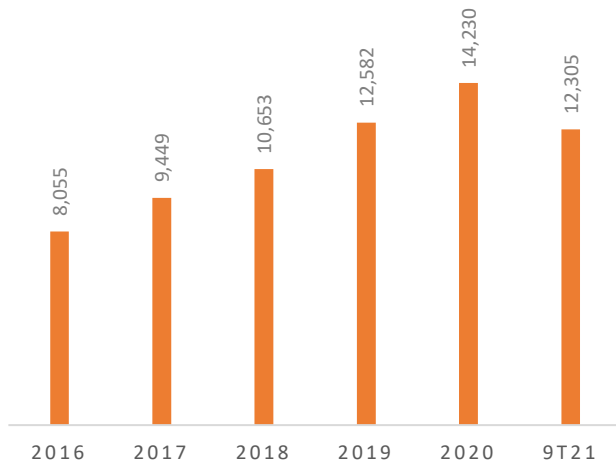
PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES AND DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

1) Dự phóng và triển vọng

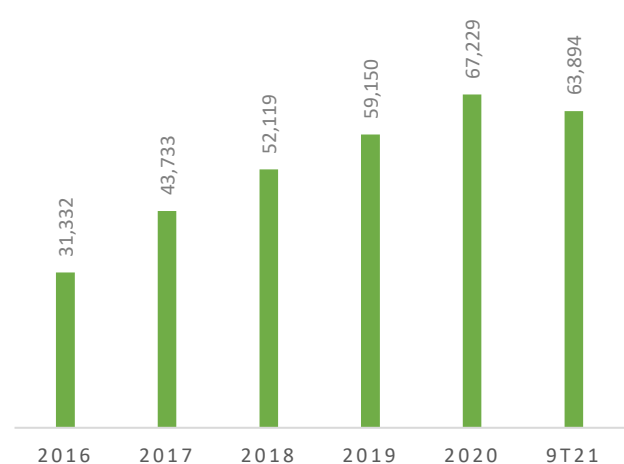
	2020A	2021F	2022F	Giả định
Bảng cân đối (% CK)				
Tài sản	39.1	15.5	15.0	Tăng trưởng tín dụng trong 9T2021 của HDB có sự khác biệt so với nhiều ngân hàng trong danh mục cổ phiếu theo dõi của chúng tôi, chỉ mức tăng khiêm tốn với 7.6% YTD và thấp hơn nhiều so với tăng trưởng cùng kỳ năm 2020.
Cho vay	21.9	16.8	17.8	Lý do chính cho sự tăng trưởng thấp đến từ đặc tính danh mục tín dụng của HDB, khi nhóm đối tượng mục tiêu là SME và khách hàng cá nhân. Những ảnh hưởng tiêu cực của dịch COVID gây ra cho phân khúc khách hàng này là tức thì, nhu cầu tín dụng cho phát triển sản xuất cũng như đầu tư bị hạn chế. Thêm vào đó, tỉ trọng phân bổ tài sản của HDB tại các khu vực phía nam chiếm khoảng 74% tổng tài sản của ngân hàng. Do đó, các đợt giãn cách kéo dài tại khu vực này cũng ảnh hưởng đến sự tăng trưởng tín dụng của ngân hàng.
Tín dụng	23.1	16.7	17.2	Tín dụng được kỳ vọng tăng tốc trở lại trong quý cuối năm khi các biện pháp giãn cách dần được nới lỏng, cũng như độ phủ vaccine cao sẽ hỗ trợ tăng trưởng trong năm 2022. Tuy hạn mức tăng trưởng tín dụng của HDB chưa được sử dụng hết trong 9T2021 nhưng ngân hàng vẫn có nhu cầu nâng hạn mức, cho thấy HDB sẽ việc đẩy mạnh cho vay trong những tháng cuối năm.
Tài sản sinh lời (IEA)	40.6	16.1	15.7	
Nợ vay (IBL)	44.1	15.0	14.5	Đến hết quý 3 2021, tổng nợ vay (IBL) ghi nhận mức tăng xấp xỉ 8% YTD, đạt 306,9 nghìn tỷ. Động lực tăng trưởng chính bao gồm tăng trưởng tiền gửi khách hàng (+11.3% YTD) và vay liên ngân hàng (+28.2% YTD). Dựa trên kỳ vọng giảm dần đòn bẩy tài chính nhằm gia tăng tỉ lệ an toàn vốn (CAR), IBL sẽ tăng trưởng thấp hơn so với tăng trưởng tài sản sinh lời (IEA).
Tỉ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) (%)	12.4	13.1	13.4	Chúng tôi kỳ vọng CASA sẽ dần cải thiện trong thời gian tới. Hết quý 3, CASA của ngân hàng không có nhiều thay đổi do thiếu các chính sách thúc đẩy giao dịch như miễn phí giao dịch, hoàn tiền, v.v. và tỉ lệ tiền gửi của khối bán lẻ trên tổng IBL là không cao. Với mục tiêu gia tăng trải nghiệm ngân hàng số của HDB, chúng tôi kỳ vọng sẽ thu hút thêm tiền gửi của nhóm khách hàng này cũng như thúc đẩy thanh toán không tiền mặt sẽ giúp cải thiện CASA.
Chất lượng danh mục cho vay (%)				
Tỉ lệ nợ xấu (NPL)	1.3	1.5	1.4	Vì cơ cấu tín dụng của HDB được phân bổ tập trung ở các tỉnh và thành phố phía nam, nơi bị ảnh hưởng nặng nề nhất từ dịch bệnh cả về số ca và áp lực kinh tế (thời gian giãn cách kéo dài), Tỉ lệ nợ xấu (NPL) và tỉ lệ nợ xấu mở rộng (bao gồm nợ nhóm 2) sẽ gia tăng nhẹ trong năm 2021 và 2022.
NPL mở rộng	2.6	3.5	3.2	
Tỉ lệ bao phủ nợ xấu	82.1	72.6	83.8	Như đã đề cập trong các báo cáo trước về ngành, thông tư 14/2021/TT-NHNN cho phép ngân hàng tái cơ cấu các khoản nợ mà không chuyển nhóm nợ. Thêm vào đó, dự phòng cho các khoản nợ xấu phát sinh từ ảnh hưởng từ dịch bệnh cũng được phép trích lập theo từng bước. Vì vậy, chúng tôi cho rằng chi phí tín dụng sẽ tăng nhưng không cao đột biến trong năm 2022.
Chi phí tín dụng	0.59	0.57	0.64	
Lợi suất (%)				
LS IEA	9.0	8.5	9.1	Việc nới lỏng các biện pháp giãn cách cuối quý 3 2021 phần nào giảm bớt áp lực kinh tế, qua đó bình thường hóa lợi suất danh mục IEA. Ngoài ra, kỳ vọng phục hồi tích cực từ mảng tín dụng tiêu dùng cũng sẽ hỗ trợ cho biên lãi thuần của ngân hàng hợp nhất. Tuy nhiên, NIM khó có khả năng tăng mạnh do lãi suất huy động có thể tăng trong thời gian tới.
Chi phí IBL	4.0	4.0	4.5	
NIM	4.6	4.5	4.6	
Thu nhập (% CK)				
DTT từ cho vay (NII)	22.1	22.2	19.5	Thu nhập thuần từ lãi sẽ là động lực tăng trưởng chính cho thu nhập của ngân hàng trong năm 2022. Tăng trưởng tín dụng được duy trì sẽ hỗ trợ tăng trưởng thu nhập thuần từ hoạt động cho vay. Thu nhập thuần từ cung cấp các dịch vụ sẽ chậm lại do nền tảng tăng trưởng cao trong hai năm gần đây. Thu nhập khác có thể gặp áp lực như thiếu lợi nhuận từ giao dịch trái phiếu dựa trên kỳ vọng tăng lãi suất điều hành.
DTT từ dịch vụ (NSI)	59.4	58.2	13.0	
DT khác (NOI)	-10.9	52.0	-6.6	
Tỉ lệ CPHĐ (CIR)	44.8	42.0	41.8	
LN trước dự phòng	20.6	33.1	17.3	Nhìn chung, lợi nhuận được kỳ vọng tăng trưởng ở mức ổn định hơn so với các năm trước.
LNTT	15.9	39.8	14.2	

2) Điểm qua hoạt động các công ty tài chính

Hình 1. Tổng dư nợ HDS (tỷ đồng)



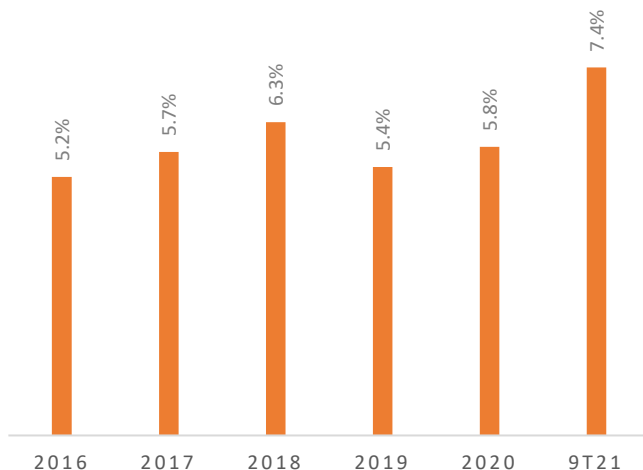
Hình 2. Tổng dư nợ FEC (tỷ đồng)



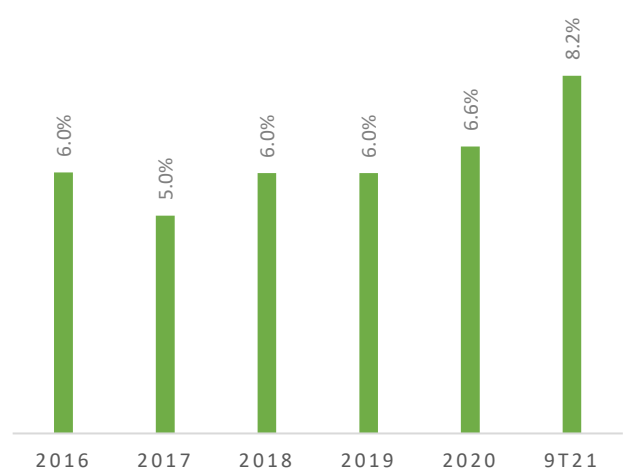
Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Dư chấn của dịch bệnh lên hoạt động của các công ty tài chính được dự báo sẽ sớm kết thúc. Mặc dù trải qua hai đợt bùng dịch trong năm 2020, các công ty tài chính vẫn duy trì được mức tăng trưởng tích cực trong các tháng cuối năm 2020 với mức tăng trên 13% cho cả hai công ty đầu ngành là FE Credit (FEC) và HD Saison (HDS). Tuy cùng là 2 công ty tài chính nhưng phân khúc thị trường mục tiêu có khác biệt rõ rệt, như HDS với cho vay mua xe máy hay FEC với cho vay tiêu dùng và mới đây là thẻ tín dụng. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tín dụng cho các mảng này sẽ hồi phục tích cực trong quý 4 2021 cũng như 2022.

Hình 3. Nợ xấu HDS (%)



Hình 4. Nợ xấu FEC (%)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

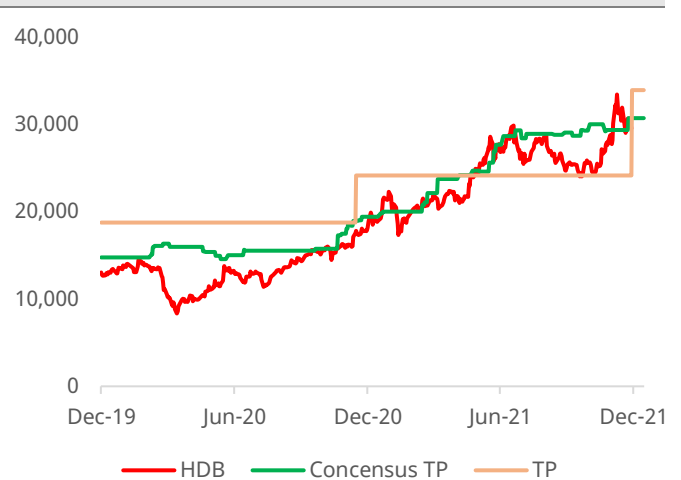
Chúng tôi cho rằng tỉ lệ nợ xấu của các công ty đã đạt đỉnh vào cuối quý 3 2021. Theo các ngân hàng cho biết, các khoản nợ chỉ được cơ cấu nợ khi khách hàng có khả năng hoàn thành nghĩa vụ nợ dựa trên quy trình đánh giá của riêng từng ngân hàng. Các đợt giãn cách được áp dụng trong quý 3 2021 đã ngay lập tức tác động đến thu nhập của đa phần người dân, vì vậy, nợ xấu đã được ghi nhận phần lớn trong quý 3. Ngoài ra, kỳ vọng tăng trưởng tín dụng tiêu dùng hồi phục sẽ phần nào làm giảm tỉ lệ nợ xấu của các công ty tài chính.

3) Định giá

Hình 5: Thị giá/GTSS trượt (lần)



Hình 6. Giá mục tiêu



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Nhờ tăng trưởng vượt trội của lợi nhuận trong giai đoạn 9T2021, việc hoàn thành kế hoạch năm trở nên dễ dàng hơn. Với việc hoàn thành được 84.5% kế hoạch lợi nhuận năm sau 9T, HDB sẽ có nhiều dư địa để cân bằng giữa tăng trưởng lợi nhuận và củng cố chất lượng tài sản bằng cách tăng tỉ lệ bao phủ nợ xấu.

Với việc sử dụng trái phiếu chuyển đổi (TPCĐ) như một công cụ huy động mới, HDB đã phần nào giảm được chi phí huy động cũng như hỗ trợ giá cổ phiếu khi giá chuyển đổi được nhiều nhà đầu tư xem là mức giá tham chiếu cho cổ phiếu HDB. Trong lần chỉnh gần đây nhất của cổ phiếu HDB, thị giá đã nhanh chóng phục hồi tại mức giá chuyển đổi và giai đoạn này cũng gần trùng với thời hạn chuyển đổi của TPCĐ. Như đã được đề cập ở các báo trước, chi phí huy động của HDB cho giấy tờ phát hành có giá cao hơn so với các ngân hàng lớn khác. Sử dụng TPCĐ cũng như phát hành trái phiếu quốc tế sẽ hỗ trợ cho lợi nhuận của HDB. Thêm vào đó, phát hành TPCĐ cũng giúp gia tăng tỉ lệ an toàn vốn (CAR) cho ngân hàng.

HDB có thể được xem xét nới giới hạn sở hữu nước ngoài lên 49% theo lộ trình quy định trong thỏa thuận thương mại EVFTA. Nếu được chọn trở thành ngân hàng thí điểm sẽ là một điểm sáng hỗ trợ giá của cổ phiếu, khi việc nới giới hạn sẽ thu hút nhiều nhà đầu tư dài hạn hơn.

Chúng tôi nâng giá mục tiêu của HDB từ mức 24,200 đồng/CP lên mức 36,400 đồng/CP, tương đương 2.5 lần giá trị sổ sách dự phóng. Mức định giá 2.5 lần GTSS sẽ là mức cân bằng mới cho nhóm ngân hàng lớn, sở hữu các thế mạnh cạnh tranh riêng, và có chất lượng tài sản cao. Qua đó, chúng tôi nâng khuyến nghị cho HDB từ Tăng Tỷ Trọng lên Mua.

Ngân hàng TMCP Phát triển TP. HCM (HOSE: HDB)

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	FY20	FY21F	FY22F	FY23F
Doanh thu từ lãi	23,137	27,769	34,245	40,731
Chi phí lãi vay	11,240	13,233	16,868	20,567
Thu nhập lãi thuần	11,898	14,536	17,377	20,164
Doanh thu thuần từ dịch vụ	950	1,503	1,698	1,901
Doanh thu thuần khác	932	1,416	1,323	1,520
Thu nhập từ HĐKD	13,779	17,455	20,398	23,585
Chi phí hoạt động	6,173	7,331	8,526	9,812
Lợi nhuận trước dự phòng	7,607	10,124	11,872	13,774
Tổng chi phí dự phòng	1,788	1,989	2,582	1,760
LNTT	5,818	8,135	9,290	12,014
Thuế TNDN	1,171	1,637	1,870	2,418
LNST	4,647	6,497	7,420	9,596
Lợi nhuận thuần (trừ CĐTS)	4,249	6,107	6,900	8,924

Cân đối kế toán (tóm tắt)

(tỷ đồng)	FY20	FY21F	FY22F	FY23F
Tiền và các khoản tương đương	2,257	2,596	2,855	3,141
Chứng khoán	70,715	80,387	89,172	98,013
Cho vay	221,199	261,157	305,827	350,104
Tài sản cố định hữu hình	601	686	712	769
Tài sản khác	24,355	23,760	25,379	28,255
Tổng tài sản	319,127	368,585	423,945	480,282
Tiền gửi	174,620	209,138	241,275	271,143
Nợ vay	78,356	88,653	101,732	114,719
GTCG	34,332	32,349	34,709	38,215
Khoản nợ khác	7,115	7,245	7,607	7,988
Tổng nợ	294,423	337,384	385,324	432,065
Vốn góp chủ sở hữu	16,088	20,073	20,073	20,073
Thặng dư vốn cổ phần	536	536	536	536
Lợi nhuận giữ lại	4,939	6,765	13,319	21,840
Quỹ dự trữ	1,434	1,731	2,077	2,481
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,707	2,097	2,616	3,288
Tổng vốn chủ sở hữu	24,704	31,201	38,621	48,217

Phân tích DuPont (%)

	FY20	FY21F	FY22F	FY23F
Thu nhập từ lãi	8.43	8.08	8.64	9.01
Chi phí lãi	4.10	3.85	4.26	4.55
Lợi nhuận từ lãi	4.34	4.23	4.39	4.46
Thu nhập ròng từ dịch vụ	0.35	0.44	0.43	0.42
Thu nhập ròng khác	0.34	0.41	0.33	0.34
Tổng lợi nhuận hoạt động kinh doanh	5.02	5.08	5.15	5.22
Tổng chi phí hoạt động kinh doanh	2.25	2.13	2.15	2.17
PPOP	2.77	2.94	3.00	3.05
Tổng chi phí dự phòng	0.65	0.58	0.65	0.39
Lợi nhuận trước thuế	2.12	2.37	2.34	2.66
Thuế TNDN	0.43	0.48	0.47	0.53
LNST (cổ đông không kiểm soát)	0.15	0.11	0.13	0.15
ROA	1.55	1.78	1.74	1.97
Đòn bẩy (x)	12.2	12.3	11.4	10.4
ROE	18.85	21.85	19.77	20.55
Chất lượng tài sản (%)				
Tỷ lệ nợ xấu	1.32	1.50	1.40	1.40
Tỷ lệ nợ xấu rộng	2.59	3.50	3.20	2.90
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	82.10	72.57	83.85	81.98
Dự phòng trên tổng dư nợ	0.59	0.61	0.68	0.68
Chi phí tín dụng (% tổng cho vay)	1.00	0.95	1.05	0.62
Chi phí tín dụng (% tổng tín dụng)	0.59	0.57	0.64	0.38
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu (VNĐ)				
EPS (theo báo cáo)	2,691			
EPS (trung bình)	2,691	3,089	3,490	4,514
GTSS	14,567	14,721	18,211	22,724
LNTDP/CP	4,773	5,082	5,959	6,914

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Key valuation metrics/ratios

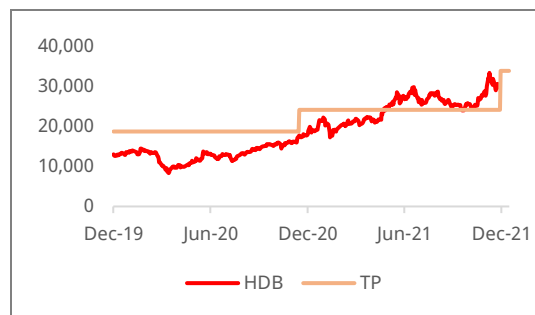
	FY20	FY21F	FY22F	FY23F
Tăng trưởng (CK)				
Cho vay	21.9	16.8	17.7	14.9
Cho vay và phải thu	30.6	18.1	17.1	14.5
Tiền gửi	38.6	19.8	15.4	12.4
Vốn chủ sở hữu	21.2	26.3	23.8	24.8
Tổng tài sản	39.1	15.5	15.0	13.3
Thu nhập ròng từ lãi	22.1	22.2	19.5	16.0
Thu nhập dịch vụ	59.4	58.2	13.0	12.0
LNTDP	20.6	33.1	17.3	16.0
Lợi nhuận HĐKD	15.9	39.8	14.2	29.3
LNST	17.9	43.7	13.0	29.3
Tỷ suất sinh lời				
Chênh lệch lãi ròng	5.01	4.47	4.56	4.53
NIM	4.61	4.46	4.60	4.66
Biên LNTDP	32.9	36.5	34.7	33.8
ROA	1.55	1.78	1.7	2.0
ROE	18.8	21.8	19.8	20.6
Thanh khoản				
LDR (loại trừ GTCG)	101.0	98.5	100.5	102.7
Cho vay trên tài sản	55.3	55.9	57.2	58.0
Tỷ Lệ An Toàn Vốn				
CAR				
Tier 1				
Tier 2				
Hiệu quả hoạt động kinh doanh				
Chi phí trên thu nhập	44.8	42.0	41.8	41.6
Chi phí trên tài sản	1.9	2.0	2.0	2.0

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

Tên công ty	Ngày	Khuyến nghị	TP (VND)
NH TMCP PT TP Hồ Chí Minh	17/02/2020	Nắm Giữ	18,800
NH TMCP PT TP Hồ Chí Minh	04/12/2020	Tăng Tỷ Trọng	24,200
NH TMCP PT TP Hồ Chí Minh	21/12/2021	Mua	36,400



Stock ratings

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

Sector ratings

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

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

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

* Outside of the official ratings of Mirae Asset 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.

Ratings distribution and investment banking services

	Buy	Trading Buy	Hold	Sell
Ratings distribution				
Investment banking services				

* Based on recommendations over the 12 months through

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) JSC (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) JSC (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 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 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. 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 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 and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

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, Le Meridien Building 3C Ton Duc Thang 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