

Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam

(TCB VN)

Giữ vững đà tăng

MUA
(Cập nhật)

GMT: VND63.100
LNKV: +22,3%

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC
Nguyen Nguyen nguyen.ndc@miraeeasset.com.vn

Điểm nhấn 9T21

Tăng trưởng miễn nhiễm với COVID-19

- Trong 9T 2021, tổng tài sản Ngân Hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB VN) ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội với 23,2% YTD lên mức 541,6 nghìn tỷ. Tổng tài sản sinh lời (IEA) đạt 498 nghìn tỷ, tăng 22,3% YTD nhờ vào tăng trưởng tiền gửi và cho vay các tổ chức tín dụng tăng 142% YTD (+48,6 nghìn tỷ) và cho vay khách hàng tăng 15% YTD (+42,4 nghìn tỷ).
- Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) đạt đỉnh cao mới là 49% (+2,9%p YTD), góp phần làm chi phí huy động vốn giảm 79bps, trong khi mức sinh lợi của IEA phục hồi 20bps. Qua đó, tỉ lệ biên lãi thuần (NIM) của TCB tiếp tục được cải thiện lên mức 5,7%, xếp thứ 2 trong ngành.
- Riêng quý 3 2021, TCB ghi nhận 5,6 nghìn tỷ đồng lãi trước thuế. Như vậy, trong 9T21, LNTT của ngân hàng đạt mức 17,1 nghìn tỷ, tăng trưởng 59,6% YoY và hoàn thành 86,4% kế hoạch lợi nhuận năm. Lợi nhuận tăng trưởng tốt nhờ vào kết quả ấn tượng của các nguồn doanh thu chính như tăng trưởng thu nhập lãi thuần (NII) với +46,3% YoY và tăng trưởng thu nhập thuần từ hoạt động dịch vụ với +37,2% YoY. Ngoài ra, chi phí hoạt động chỉ tăng +23% YoY, trong khi chi phí dự phòng tăng nhẹ ở mức +9,2% YoY.

Điểm nhấn đầu tư

Cơ hội lẫn át rủi ro

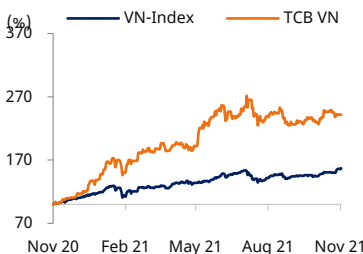
- LNTT TCB được kỳ vọng đứng thứ 2 trong năm 2021 mặc dù vị thứ tổng tài sản của NH này không cao. Ngoài ra, TCB vẫn có thể giữ vững mức tăng trưởng trên hai con số trong trung và dài hạn dựa trên các giả định sau: 1) tỉ lệ an toàn vốn cao bảo đảm cho tăng trưởng tín dụng bền vững; 2) CASA luôn được duy trì ở mức cao hỗ trợ huy động vốn giá thấp; 3) tỉ lệ chi phí hoạt động (CIR) và chi phí dự phòng liên tục được cải thiện là động lực tốt cho lợi nhuận tăng trưởng.
- Các rủi ro chính bao gồm: 1) tỉ lệ CASA cao phần nào ảnh hưởng đến tỉ lệ huy động ngắn hạn cho vay trung và dài hạn (SFMLL), phần nào ảnh hưởng đến rủi ro thanh khoản; 2) mức tăng trưởng ấn tượng trong vài năm trở lại đây thiết lập tiêu chuẩn kỳ vọng cao trong tương lai; 3) tỉ lệ rủi ro dư nợ tập trung vẫn đang ở mức cao.

Định giá

Nâng khuyến nghị lên Mua; tăng giá mục tiêu lên 63.100 đồng

- Dựa trên KQKD ấn tượng trong 9T21 cũng như gia tăng dự phóng của chúng tôi trong các năm tiếp theo cho TCB, chúng tôi nâng giá mục tiêu lên mức 63.100 đồng (từ 52.100 đồng), tương đương với mức P/B mục tiêu là 2,5x, qua đó gia tăng khuyến nghị lên mức Mua.

Dữ liệu



Giá hiện tại (02/11/2021, VND)	51,600	Vốn hóa (tỷ đồng)	181,163
Index	1,452.5	SLCP ĐLH (triệu cổ phiếu)	3,511
Tăng trưởng EPS (21F, %)	41.2	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	77.1
P/E (21F, x)	10.3	Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	21,400
P/E Index (21F, x)	14.3	Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ)	58,600

Share performance

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	5.3	9.6	141.1
Tương đối	-3.5	-6.6	85.6

Earnings and valuation metrics

FY (Dec.)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	11,127	14,258	18,751	25,487	29,558	34,143
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	7,223	6,810	8,291	10,204	10,842	11,768
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	10,661	12,838	15,800	22,343	25,659	29,894
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	8,474	10,226	12,582	17,630	19,816	22,687
EPS (VNĐ)	2,420	2,878	3,516	4,919	5,529	6,330
P/E (x)	21.0	12.4	14.5	10.3	9.2	8.0
GTSS (VNĐ)	14,809	17,734	21,289	26,028	31,395	37,541
P/B (x)	3.4	2.0	2.4	2.0	1.6	1.4

Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Research dự phóng

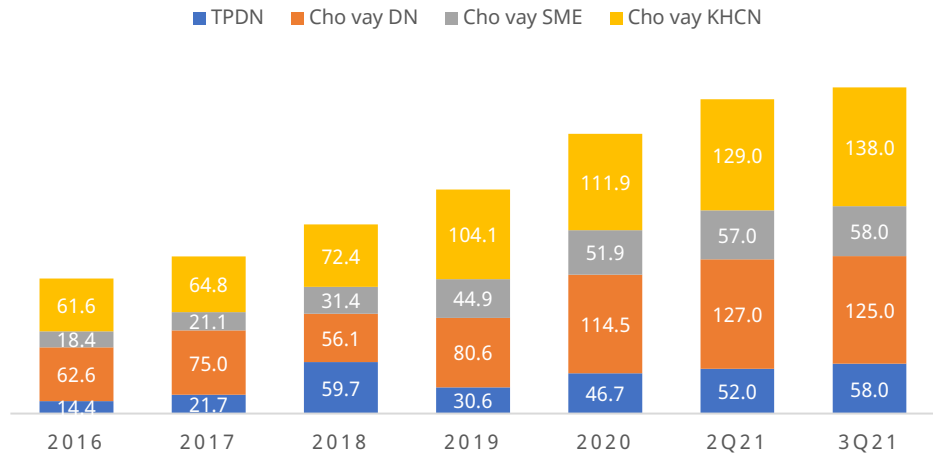
1) Triển vọng và dự phóng

	2020A	2021F	2022F	Các giả định
Tài sản (% YoY)	14.6	23.8	13.8	<p>Vượt qua những khó khăn từ đại dịch, TCB sẽ tiếp tục ghi nhận một năm khởi sắc. Tăng trưởng tài sản vượt trội so với năm 2020. Việc tăng trưởng bất chấp dịch bệnh dựa vào bộ đệm vốn cao, giúp ngân liên tục phát triển danh mục tín dụng. Thêm vào đó, nhờ sở hữu tệp khách hàng có thu nhập chịu ít ảnh hưởng từ các đợt giãn cách, giúp cho ngân hàng không phải chi quá nhiều cho chi phí dự phòng cả trong và sau dịch bệnh.</p> <p>Tốc độ tăng trưởng tài sản trong Q4 2021 và 2022 sẽ chậm lại do một vài nguyên nhân như: 1) mức tăng trưởng cao trong 9T21 cũng như các năm trước; và 2) mức giảm tương đối của CAR cho thấy lợi nhuận chưa bắt kịp với tốc độ tăng trưởng tín dụng. Vì vậy, danh mục tín dụng của ngân hàng được kỳ vọng vẫn tăng nhưng ở mức độ cân bằng hơn, nhằm tập trung đa dạng hóa danh mục và giảm tỉ lệ SFMLL.</p>
Cho vay khách hàng (% YoY)	20.2	21.3	21.4	
IEA (%)	14.7	24.3	14.3	
Tín dụng (% YoY)	24.0	23.2	19.0	
IBL (% YoY)	13.8	24.6	12.4	<p>Đông lực cho mức tăng trưởng mạnh của vốn vay chịu lãi (IBL) với mức tăng 24,9% YTD là tiền gửi ký quỹ với mức tăng 5,9 lần từ đầu năm. Đây là nguồn vốn vay trong ngắn hạn theo nhận định của chúng tôi.</p>
CASA (%)	46.1	47.7	47.6	<p>Dựa trên nhận định tiền gửi ký quỹ là ngắn hạn, chúng tôi cho rằng tỉ lệ CASA sẽ ghi nhận mức giảm trong các quý tiếp theo.</p>
NPL (%)	0.5	0.7	0.8	<p>Tỉ lệ nợ xấu (NPL) có thể tăng nhẹ trở lại, trong khi tỉ lệ nợ xấu tiềm ẩn (Br. NPL) bao gồm nợ nhóm 2 sẽ ghi nhận mức tăng mạnh hơn do ảnh hưởng sau đại dịch. Qua đó, với mức chi cho dự phòng nợ xấu ở thời điểm hiện tại, tỉ lệ bao phủ nợ xấu sẽ giảm dần trong năm 2021 và 2022.</p>
NPL (%p YoY)	-0.9	0.2	0.1	
Br. NPL (%)	1.1	1.8	2.0	
Br. NPL (%p YoY)	-1.1	0.7	0.2	
Bao phủ NPL (%)	171.0	134.0	129.5	
Tăng BP NPL (%p YoY)	76.2	-37.0	-4.5	
Lợi suất IEA (%)	7.6	8.0	8.1	<p>Tỉ trọng cho vay ngắn hạn giảm từ mức 33,3% 2020 xuống 30% cuối quý 3 cho thấy kỳ hạn trung bình của danh mục cho vay đang gia tăng, hỗ trợ cho lợi suất danh mục cho vay của TCB. Ngoài ra, khi các gói hỗ trợ lãi suất kết thúc cũng là một yếu tố hỗ trợ cho lãi suất IEA.</p>
Tăng LS IEA (%p YoY)	-0.1	0.4	0.1	
Chi phí IBL (%)	3.1	2.8	3.1	
Tăng CP IBL (%p YoY)	-0.7	-0.3	0.3	<p>CASA liên tục được duy trì ở mức cao giúp TCB huy động tiền gửi với giá rẻ. Tuy nhiên, do ảnh hưởng của các gói vay hợp vốn với kỳ hạn từ 3-5 năm sẽ gia tăng chi phí huy động trung bình.</p>
NIM (%)	4.9	5.6	5.4	
NIM (%p YoY)	0.6	0.7	-0.1	
TOI	27,043	35,691	40,401	<p>Tổng thu nhập hoạt động (TOI) của TCB sau 9T21 đạt 26,9 nghìn tỷ, tăng 40% YoY. Độc lực chính cho tăng trưởng bao gồm NII tăng 46% YoY và NSI tăng 37%. Thu nhập thuần từ các hoạt động khác chỉ ghi nhận mức tăng nhẹ với 11% YoY do 9T20 ghi nhận mức tăng trưởng cao với +30% từ các hoạt động giao dịch chứng khoán cũng như khả năng thu hồi nợ xấu đã xử lý giảm trong quý 3 2021.</p>
NII	18,751	25,487	29,558	
NSI	4,189	5,398	6,203	
NOI	4,103	4,806	4,639	<p>Trong năm 2022, thu nhập của TCB được kỳ vọng tăng trưởng thấp hơn 2021, dựa trên các giả định sau: 1) CASA giảm phần nào ảnh hưởng đến NIM; 2) tăng trưởng tín dụng thấp hơn để cân bằng giữ yếu tố rủi ro và lợi nhuận cũng như hạn mức tăng mà NHNN cho phép; 3) mức tăng trưởng bán chéo bảo hiểm sẽ chậm lại do thu nhập bình quân của khách hàng bị ảnh hưởng từ dịch bệnh; và 4) các mức lãi suất điều hành được giữ nguyên sẽ khiến thu nhập từ giao dịch chứng khoán của các ngân hàng suy giảm.</p>
CPHD	8,631	10,678	11,876	
Chi phí dự phòng	2,611	2,671	2,866	
LNTT	15,800	22,343	25,659	
ROE (% YoY)	18.0	21.0	19.8	<p>Gia tăng đòn bẩy tài chính sẽ hỗ trợ ROE.</p>
ROA (% YoY)	2.8	2.8	2.8	

Chi phí tín dụng (%)	0.64	0.5	0.5	Chi phí tín dụng được kỳ vọng duy trì ổn định ít nhất trong ngắn hạn. Đến hết Q2 2021, khoảng 50% danh mục tín dụng là cho vay doanh nghiệp lớn và đầu tư trái phiếu, do đó sẽ ít có rủi ro xảy ra nợ xấu ít nhất là trong ngắn hạn. Như đã đề cập ở trên, nhóm khách hàng cá nhân chính của ngân hàng thuộc nhóm có thu nhập cao và ít bị ảnh hưởng của các đợt giãn cách, giảm thiểu rủi ro phát sinh nợ xấu. Ngoài ra, thông tư 14/2021/TT-NHNN cũng đã gia tăng thời hạn cơ cấu và miễn giảm lãi phù hợp với đợt bùng dịch lần thứ 4.
Tăng CPTD (%p YoY)	0.38	-0.1	0.0	
CIR (%)	31.9	29.9	29.4	
Tăng CIR (%p YoY)	-2.8	-2.0	-0.5	

2) Điểm nhấn trong HĐKD

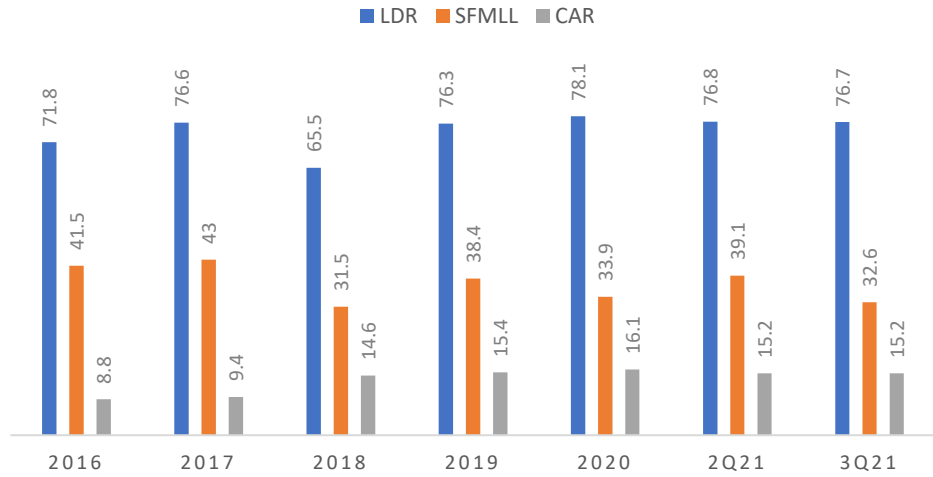
Hình 1. Danh mục tín dụng (nghìn tỷ)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset

Trong nửa đầu năm 2021, tăng trưởng phân khúc bán lẻ ghi nhận mức tăng trưởng tốt nhất trong danh mục tín dụng của TCB với mức tăng hơn 15% so với đầu năm. Tuy nhiên, đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp lại ghi nhận mức tăng tốt hơn trong quý 3 với mức tăng 4% QoQ, trong khi cho vay khách hàng chỉ tăng nhẹ với 2,3% QoQ, do ảnh hưởng của đợt bùng phát thứ 4. Chúng tôi kỳ vọng khi các biện pháp giãn cách dần được nới lỏng, TCB sẽ tiếp tục chú trọng phát triển mảng ngân hàng bán lẻ nhằm đa dạng hóa danh mục tín dụng.

Hình 2. Các chỉ số thanh khoản (%)

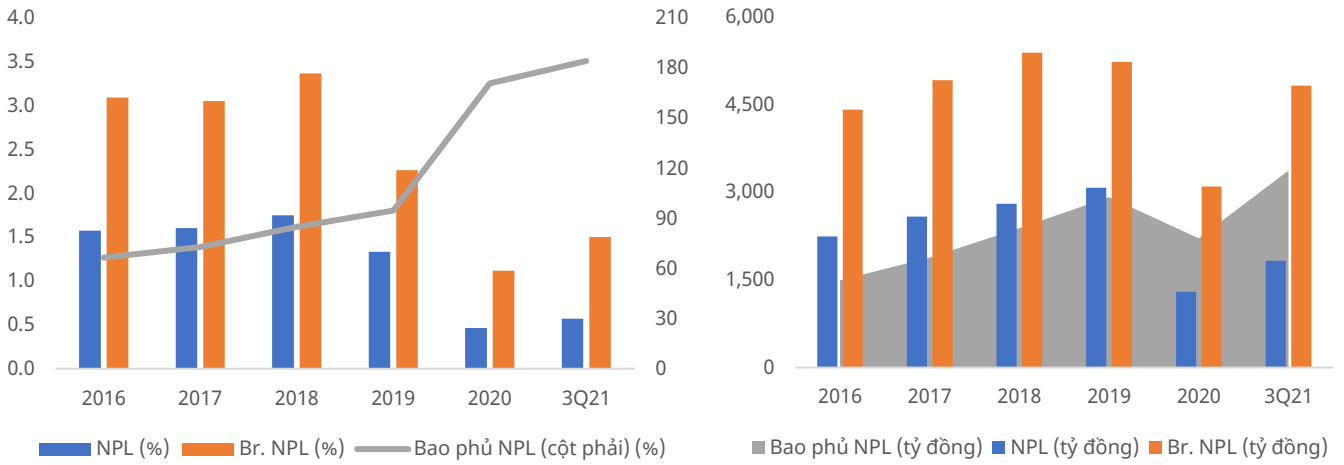


Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset

Ghi chú: LDR: tỉ lệ cho vay trên tiền gửi

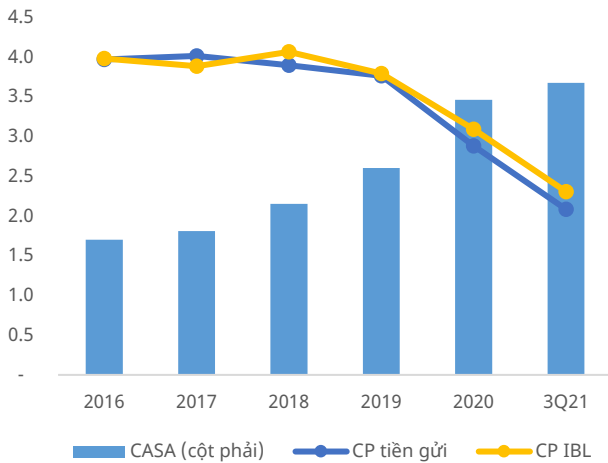
Ngoài tỉ lệ SFMLL tăng đột biến trong Q2 2021 lên mức 39% nhưng giảm xuống 32,6% vào Q3 2021, các chỉ số thanh khoản khác vẫn được duy trì mức tốt. Như đã đề cập ở các phần trước, do tăng trưởng tín dụng quá cao trong các quý gần đây, CAR có phần suy giảm nhưng vẫn trên mức sàn quy định bởi NHNN là 8%.

Hình 3. Dịch bệnh phần nào làm gia tăng tỉ lệ nợ xấu cũng như suy giảm tỉ lệ bao phủ nợ xấu.

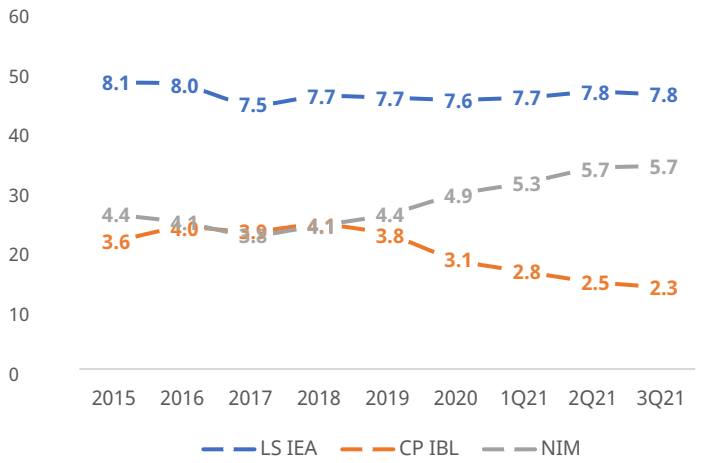


Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset

Hình 4. CASA cao hỗ trợ chi phí huy động

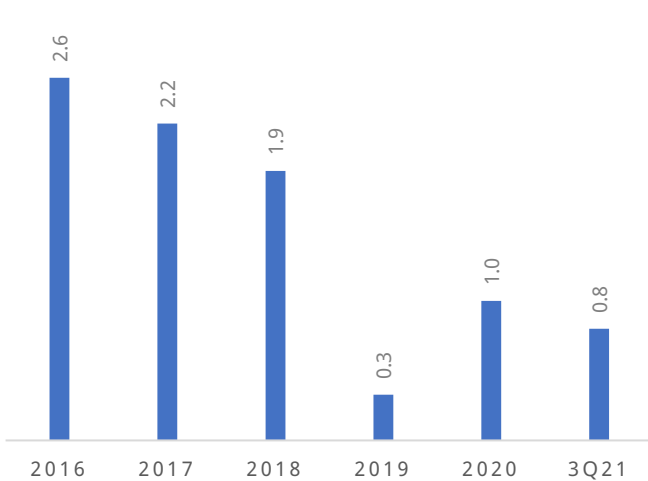


Hình 5. Chi phí huy động thấp hỗ trợ NIM

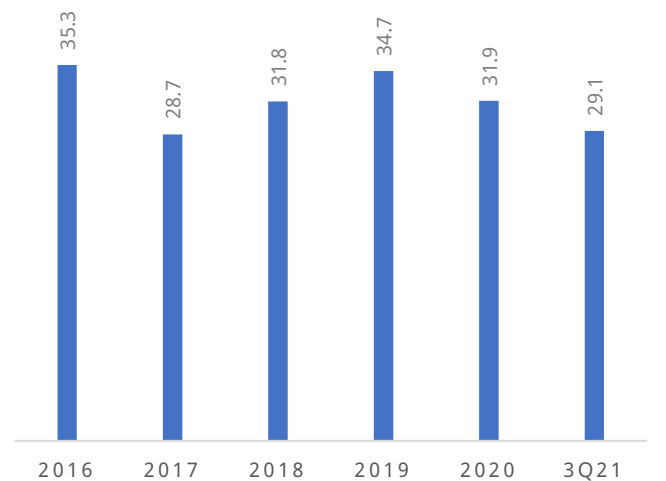


Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset

Hình 6. Chi phí tín dụng được cải thiện



Hình 7. CIR tiếp tục xu hướng giảm



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset

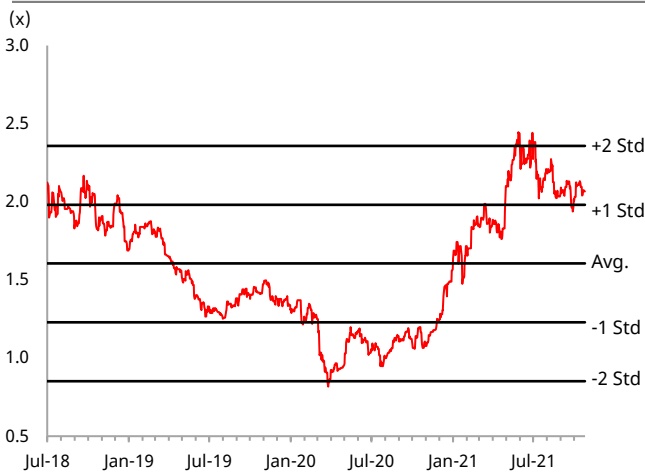
3) So sánh và định giá

MCK	NIM (%)	NPL (%)	GTSS (VNĐ)	P/B (X)	EPS (VNĐ)	P/E (X)	ROA (%)	ROE (%)
BID	2.9	1.8	20,229	2.1	1,447	17.1	0.6	12.6
CTG	3.3	0.9	19,762	1.6	2,850	9.3	1.2	18.6
VCB	3.4	0.6	28,269	3.5	4,470	17.2	1.6	21.1
MBB	5.5	1.1	14,851	1.9	2,197	9.7	2.3	21.7
VPB	8.9	3.4	13,582	2.8	2,373	13.7	2.9	23.0
ACB	4.5	0.6	15,723	2.1	2,809	9.1	2.2	25.8
HDB	4.7	1.3	17,314	1.5	2,133	8.5	1.8	22.6
SHB	3.4	1.8	13,794	2.0	1,376	12.2	0.9	15.5
VIB	4.9	1.7	14,267	2.6	2,926	10.2	2.3	28.9
TCB	5.8	0.5	24,960	2.1	3,515	10.4	3.7	22.1
TRUNG BÌNH	4.7	1.4		2.2		11.7	2.0	21.2

Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu cập nhật ngày 1/11/2021, Mirae Asset Research

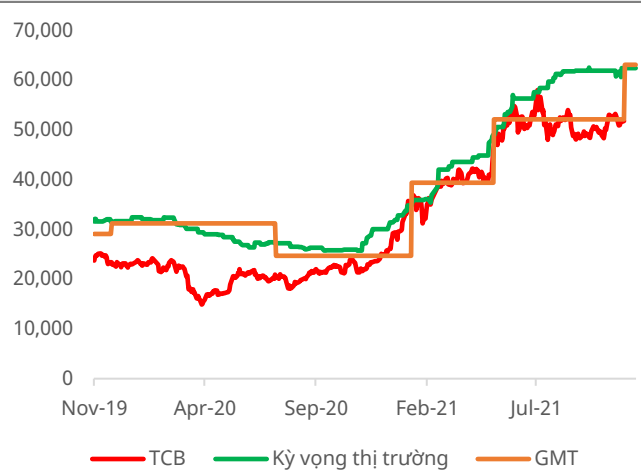
Chúng tôi cho rằng định giá của TCB đang rẻ so với mặt bằng chung của ngành. So sánh với các ngân hàng khác trong danh mục theo dõi của chúng tôi, các chỉ số hiệu quả hoạt động của TCB đang tỏ ra vượt trội. Mặc dù sở hữu danh mục tín dụng với tỉ trọng phân khúc ngân hàng bán lẻ thấp, NIM của ngân hàng chỉ xếp thứ 2 sau VPB – ngân hàng sở hữu công ty tín dụng tiêu dùng lớn nhất trong ngành, nhờ vào tỉ lệ CASA cao. Chất lượng tài sản cũng nằm trong nhóm tốt nhất ngành. Ngoài ra, các chỉ số tỷ suất sinh lời cũng tỏ ra vượt trội so với trung bình ngành.

Hình 8. P/B trượt (x)



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research

Hình 9. Định giá



Chúng tôi nâng giá mục tiêu (GMT) cho TCB từ 52.100 đồng lên 63.100 đồng, dựa trên hai phương pháp định giá là phương pháp lợi nhuận giữ lại và phương pháp P/B mục tiêu. GMT mới tương đương với mức 2,5 lần giá trị sổ sách. Trong bối cảnh tăng trưởng lợi nhuận tốt gần như chắc chắn trong năm 2021, chúng tôi cho rằng GMT mới này là hợp lý. Bên cạnh nội tại tốt của TCB, chúng tôi cho rằng ngành ngân hàng nói chung là một trong những ngành sẽ có KQKD tốt nhất trong năm 2021, vì vậy, mức định giá chung của ngành cũng tăng trong thời gian tới.

NH TMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB VN EQUITY)

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

(Tỷ đồng)	FY20	FY21F	FY22F	FY23F
Doanh thu từ lãi	29,002	36,590	43,858	51,867
Chi phí lãi vay	10,251	11,103	14,300	17,723
Thu nhập lãi thuần	18,751	25,487	29,558	34,143
Doanh thu thuần từ dịch vụ	4,189	5,398	6,203	6,998
Doanh thu thuần khác	4,103	4,806	4,639	4,770
Thu nhập từ HĐKD	27,043	35,691	40,401	45,911
Chi phí hoạt động	8,631	10,678	11,876	13,219
Lợi nhuận trước dự phòng	18,411	25,014	28,524	32,693
Tổng chi phí dự phòng	2,611	2,671	2,866	2,799
LNTT	15,800	22,343	25,659	29,894
Thuế TNDN	3,218	4,550	5,226	6,088
LNST	12,582	17,793	20,433	23,806
Lợi nhuận thuần (trừ CĐTS)	12,325	17,428	20,015	23,319

Phân tích DuPont (%)

	FY20	FY21F	FY22F	FY23F
Thu nhập từ lãi	7.05	7.44	7.54	7.92
Chi phí lãi	2.49	2.26	2.46	2.70
Lợi nhuận từ lãi	4.56	5.18	5.08	5.21
Thu nhập ròng từ dịch vụ	1.02	1.10	1.07	1.07
Thu nhập ròng khác	1.00	0.98	0.80	0.73
Tổng lợi nhuận hoạt động kinh doanh	6.57	7.25	6.94	7.01
Tổng chi phí hoạt động kinh doanh	2.10	2.17	2.04	2.02
PPOP	4.47	5.08	4.90	4.99
Tổng chi phí dự phòng	0.63	0.54	0.49	0.43
Lợi nhuận trước thuế	3.84	4.54	4.41	4.56
Thuế TNDN	0.78	0.92	0.90	0.93
LNST (cổ đông không kiểm soát)	0.06	0.07	0.07	0.07
ROA	2.99	3.54	3.44	3.56
Đòn bẩy (x)	6.0	5.9	5.7	5.4
ROE	18.0	21.0	19.8	19.1
Chất lượng tài sản (%)				
Tỷ lệ nợ xấu	0.47	0.70	0.80	1.00
Tỷ lệ nợ xấu rộng	1.12	1.80	2.00	2.20
NPL coverage ratio	170.96	134.00	129.54	112.05
Reserves to Total credits	0.27	0.34	0.40	0.44
Chi phí tín dụng (% tổng cho vay)	0.99	0.79	0.70	0.60
Chi phí tín dụng (% tổng tín dụng)	0.64	0.53	0.50	0.43
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu (VNĐ)				
EPS (theo báo cáo)				
EPS (điều chỉnh)	3,516	4,964	5,701	6,642
GTSS	21,289	26,072	31,607	38,055
LNTDP/CP	5,253	7,125	8,124	9,312

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Research

Bảng cân đối kế toán hợp nhất (tóm tắt)

(tỷ đồng)	FY20	FY21F	FY22F	FY23F
Tiền và các khoản tương đương	3,664	4,030	4,231	4,443
Chứng khoán	92,795	114,326	122,463	129,964
Cho vay	304,305	385,616	448,701	515,649
Tài sản cố định hữu hình	1,471	988	1,034	1,097
Tài sản khác	37,368	39,388	43,191	39,666
Tổng tài sản	439,603	544,348	619,620	690,820
Tiền gửi	277,459	322,781	374,122	420,805
Nợ vay	47,485	82,230	73,413	65,548
GTCC	27,900	34,735	46,745	55,049
Khoản nợ khác	12,145	13,066	14,373	15,810
Tổng nợ	364,988	452,812	508,652	557,212
Vốn góp chủ sở hữu	35,049	35,109	35,109	35,109
Thặng dư vốn cổ phần	477	476	476	476
Lợi nhuận giữ lại	6,790	9,422	12,445	15,968
Quỹ dự trữ	31,816	45,680	61,671	80,302
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	484	848	1,266	1,753
Tổng vốn chủ sở hữu	74,615	91,536	110,968	133,608

Các chỉ số chính

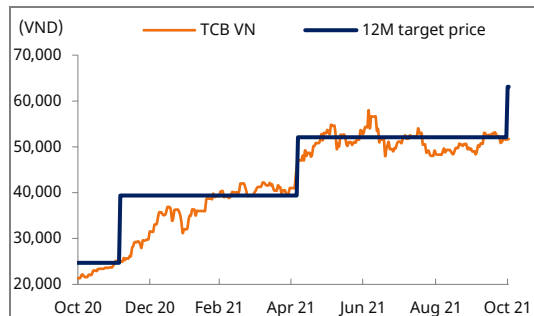
	FY20	FY21F	FY22F	FY23F
Tăng trưởng (YoY)				
Cho vay	20.8	21.1	21.3	14.9
IEA	12.7	24.6	16.4	14.9
Tiền gửi	20.0	16.3	15.9	12.5
Vốn chủ sở hữu	20.2	22.7	21.2	20.4
Tổng tài sản	14.6	23.8	13.8	11.5
Thu nhập ròng từ lãi	31.5	35.9	16.0	15.5
Thu nhập dịch vụ	28.8	28.9	14.9	12.8
LNTDP	33.8	35.9	14.0	14.6
Lợi nhuận HĐKD	23.1	41.4	14.8	16.5
LNST	22.3	41.4	14.8	16.5
Tỷ suất sinh lời				
Chênh lệch lãi ròng	4.5	5.2	5.0	5.0
NIM	4.9	5.6	5.4	5.5
Biên LNTDP	63.5	68.4	65.0	63.0
ROA	3.0	3.5	3.4	3.6
ROE	18.0	21.0	19.8	19.1
Thanh khoản				
LDR (loại trừ G)	99.2	103.3	108.1	110.4
Cho vay trên tài sản	62.6	61.3	65.3	67.3
Tỷ Lệ An Toàn Vốn				
CAR	16.1			
Tier 1	15.7			
Tier 2	0.4			
Hiệu quả hoạt động kinh doanh				
Chi phí trên thu nhập	31.9	29.9	29.4	28.8
Chi phí trên tài sản	2.0	2.0	1.9	1.9

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

Company	Date	Rating	GMT (VNĐ)
NH TMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB VN)	06/11/2019	Mua	31,200
NH TMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB VN)	09/07/2020	Tăng Tỷ Trọng	24,700
NH TMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB VN)	01/12/2020	Tăng Tỷ Trọng	39,400
NH TMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB VN)	04/05/2021	Tăng Tỷ Trọng	52,100
NH TMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB VN)	01/11/2021	Mua	63,100



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.

Ratings distribution and investment banking services

	Buy	Trading Buy	Hold	Sell
Ratings distribution				
Investment banking services				

* Based on recommendations over the 12 months through

Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. and/or its affiliates do not have any special interest in the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

Disclaimers

As of the publication date, Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

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. Mirae Asset Vietnam, 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 maybe 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 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 (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

7th Floor, Le Meridien building,
3C Ton Duc Thang Street, Ben Nghe Ward,
District 1, Ho Chi Minh

Tel: 84-1800-6277

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)

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