

Ngân Hàng TMCP Á Châu (ACB)

11 January 2023

MUA

Mức tăng/(giảm) giá MT **+19%**

Đóng cửa: **10/01/2023**

Giá **23.450 đồng**

Giá mục tiêu 12T **27.958 đồng**

Giá mục tiêu trước đó **31.883 đồng**

% Thay đổi **-12%**

Tiêu điểm

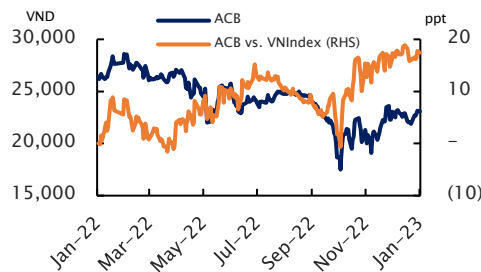
- ▶ Chúng tôi giảm giá mục tiêu -12%, do tỷ lệ chiết khấu tăng.
- ▶ Chúng tôi giảm -51% dự báo trích lập dự phòng so với dự báo trước đó.
- ▶ Chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận thêm +7% cho năm 2023E.

Quan điểm

- ▶ **Duy trì khuyến nghị MUA.** Cổ phiếu đang giao dịch tương ứng với P/B 2023E là 1,0x, tương ứng với trung vị ngành.
- ▶ Chúng tôi cho rằng ACB xứng đáng với mức định giá cao hơn so với ngành, giá mục tiêu mới của chúng tôi tương ứng với P/B 2023E là 1,3x
- ▶ **Chất lượng tài sản vững chắc** và ACB không đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp.

Tổng quan doanh nghiệp: ACB là một trong số các ngân hàng có nền tảng cơ bản vững chắc nhất tại Việt Nam, với hệ số vốn và chất lượng tài sản tốt. ACB không đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp tính đến thời điểm cuối Q3/2022. Ngân hàng thường xuyên đạt được thứ hạng cao trong bảng xếp hạng theo mô hình CAMEL của chúng tôi. ACB chủ yếu tập trung vào mảng bán lẻ, với 65% tổng cho vay là dành cho khách hàng cá nhân và 29% cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ tính đến cuối Q3/2022. Nguồn vốn dồi dào với hệ số CAR là 12,3% đến cuối Q3/2022.

Tương quan giá CP với VN-Index



Vốn hóa thị trường	3,2 tỷ USD
GTGD BQ6T	3,9 triệu USD
SLCP đang lưu hành	3.377 triệu
Tỷ lệ chuyên nhượng tự do	85,0%
Sở hữu nước ngoài	30,0%
Cổ đông lớn	30,5%
2023E TS/VCSH (x)	8,9x
2023E P/E (x)	4,8x
2023E P/B (x)	1,0x
Room ngoại còn lại	0,0%
Lợi suất cổ tức (%)	0,0%

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Năm tài chính	2021A	2022E	2023E	2024E
NIM (%)	4,01%	4,19%	4,22%	4,20%
Tăng trưởng phí (%)	71%	16%	26%	25%
CIR	35%	38%	36%	36%
Tăng trưởng PPOP (%)	48%	11%	19%	17%
PATMI	9.603	13.957	16.068	18.759
ROAA	1,98%	2,52%	2,59%	2,66%
ROAE	23,5%	26,6%	23,8%	22,2%
PE (x)	6,5	5,0	4,8	4,1
PB (x)	1,4	1,3	1,0	0,8
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Trần Tấn

+84 28 3622 6868 ext 3874

tanh.tran@yuanta.com.vn

Bloomberg code: YUTA

Ngân Hàng TMCP Á Châu (ACB)

Quản trị rủi ro thận trọng

Chúng tôi tăng dự báo thu nhập lãi ròng năm 2023E thêm +5% lên 25,6 nghìn tỷ đồng, tương ứng mức tăng trưởng +13% YoY sau khi vẫn giữ nguyên dự báo tăng trưởng cho vay ở mức +15% YoY. Chúng tôi giả định NIM đạt 4,22% (+3 điểm cơ bản YoY). Tỷ lệ LDR của ngân hàng là 83%, vẫn duy trì dưới mức trần qui định của NHNN là 85%.

Chúng tôi giảm dự báo trích lập dự phòng -51% so với dự báo trước của chúng tôi, còn 812 tỷ đồng cho năm 2023E (+62% YoY) do ACB có chất lượng tài sản vững chắc và không sở hữu trái phiếu doanh nghiệp.

Do đó, chúng tôi tăng nhẹ dự báo lợi nhuận năm 2023E thêm +7%, đạt 16 nghìn tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng lợi nhuận +15% YoY.

Yuanta vs. các bên. Dự báo lợi nhuận năm 2023E của chúng tôi hiện cao hơn +9% so với các bên, có thể là do giả định trích lập dự phòng của chúng tôi thấp hơn các bên.

Chất lượng tài sản vững chắc. Tỷ lệ nợ xấu của ACB tương đối thấp ở mức 1,01% với tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) là 138% tính đến cuối Q3/2022. Cụ thể, danh mục đầu tư của ACB không bao gồm trái phiếu doanh nghiệp (bao gồm cả trái phiếu của doanh nghiệp bất động sản), nên ít bị ảnh hưởng bởi rủi ro từ thị trường bất động sản so với các ngân hàng khác.

Duy trì khuyến nghị MUA. ACB đang giao dịch tương ứng với P/B 2023E đạt 1,0x, tương ứng với trung vị ngành. Chúng tôi giảm giá mục tiêu -12% xuống còn 27.958 đồng chủ yếu do tỷ lệ chiết khấu tăng lên. Giá mục tiêu mới của chúng tôi tương ứng với P/B 2023E là 1,3x.

Chúng tôi tin rằng ACB xứng đáng với mức định giá cao hơn so với ngành nhờ vào KQHĐKD hiệu quả và chất lượng tài sản vững chắc. Chúng tôi kỳ vọng ROE năm 2023E sẽ đạt 24%, so với trung vị ngành là 18%.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Định giá

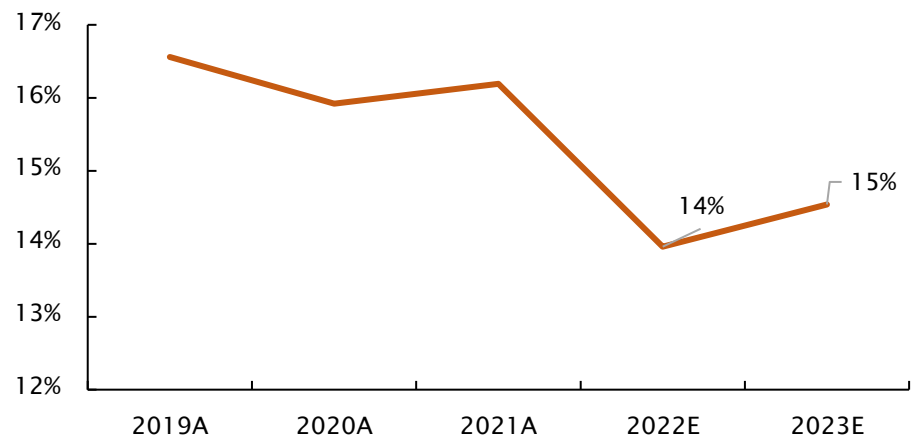
Chỉ số định giá	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
PER (x)	6,4	6,5	6,5	5,6	4,8	4,1
PEG	0,7	(6,2)	(23,6)	0,3	0,3	0,2
ROAA (%)	1,69%	1,86%	1,98%	2,52%	2,59%	2,66%
ROAE (%)	24,2%	24,0%	23,5%	26,6%	23,8%	22,2%
PBR (x)	1,4	1,4	1,4	1,3	1,0	0,8
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Dự báo tăng trưởng tín dụng của chúng tôi vẫn không đổi đối với năm 2023E

Chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ nhận được hạn mức tăng trưởng tín dụng cao hơn so với trung bình ngành trong năm 2023E nhờ vào nền tảng chất lượng tài sản vững chắc. Dự báo tăng trưởng cho vay của chúng tôi đối với năm 2023E là 15% (+1 điểm phần trăm YoY).

Biểu đồ 1: Tăng trưởng tín dụng (%)



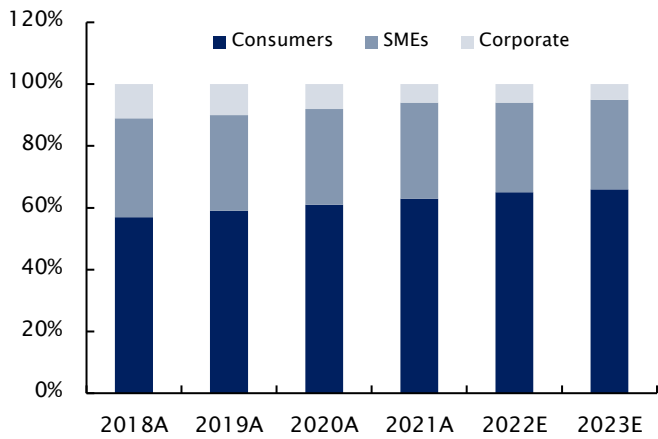
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam.

Dư nợ cho vay tăng 11,1% YTD tính đến cuối Q3/2022, trong khi huy động vốn chỉ tăng 3,2% YTD (so với mức trung bình ngành là 4,0%). Sự chênh lệch giữa tài sản và nợ phải trả có thể buộc ACB phải huy động thêm tiền gửi, điều này sẽ đẩy chi phí huy động vốn lên cao.

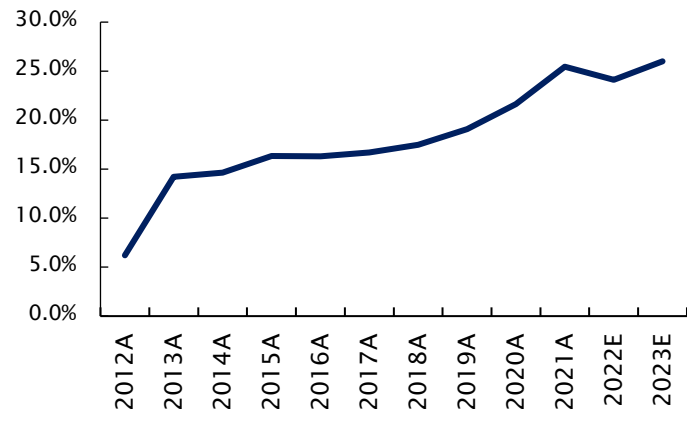
Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng NIM của ACB sẽ đạt 4,22% (+3 điểm cơ bản YoY) trong năm 2023E do cơ cấu danh mục cho vay của ACB tập trung vào mảng cho vay bán lẻ với 94% tổng dư nợ cho vay. Trong đó, phân khúc khách hàng cá nhân chiếm 65% tổng dư nợ và doanh nghiệp SME chiếm 29% tổng dư nợ. Điều này sẽ giúp ACB duy trì NIM ở mức tương đối cao mặc dù chi phí huy động vốn có thể sẽ tăng lên.

Tỷ lệ CASA của ACB tương đối cao nhưng giảm nhẹ còn 24,1% (-1,3 điểm phần trăm YTD) tính đến thời điểm cuối Q3/2022. CASA giảm là do lãi suất tiền gửi có kỳ hạn ngày càng tăng, trong khi tăng trưởng tín dụng bị thu hẹp, đây là tình trạng mà các ngân hàng khác cũng đang phải đối mặt. Tỷ lệ CASA của ACB có xu hướng tăng rõ rệt trong giai đoạn từ năm 2012-2021.

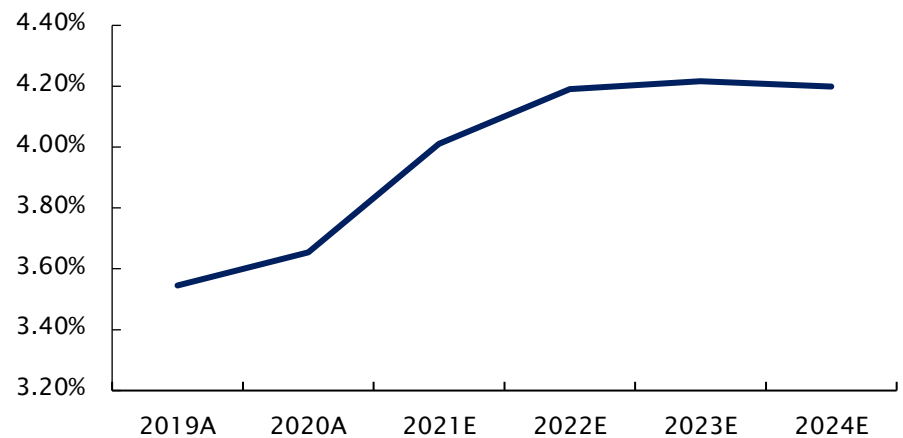
Tuy nhiên, tương tự như các ngân hàng khác, chúng tôi lo ngại rằng tỷ lệ CASA của ACB sẽ tiếp tục giảm trong 1H23, nhưng chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ này sẽ cải thiện vào 2H23 và giai đoạn sau đó khi lãi suất tiền gửi có kỳ hạn đạt đỉnh.

Biểu đồ 2: Cơ cấu dư nợ theo từng phân khúc

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Biểu đồ 3: Tỷ lệ CASA của ACB

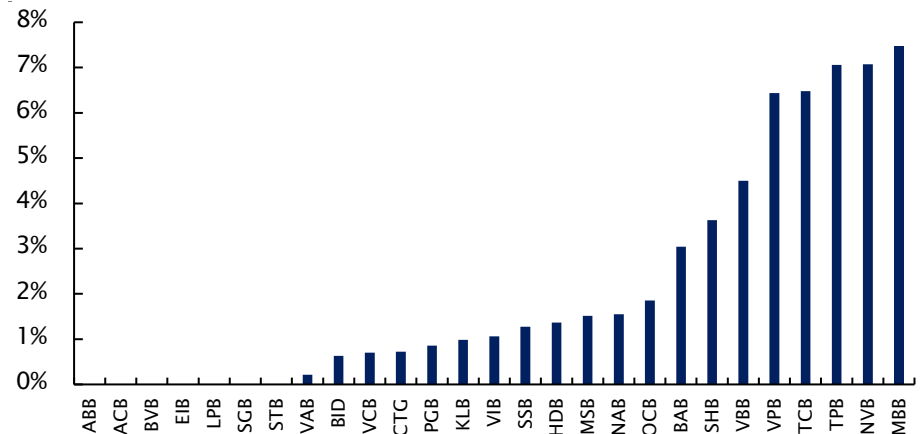
Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 4: NIM (%)

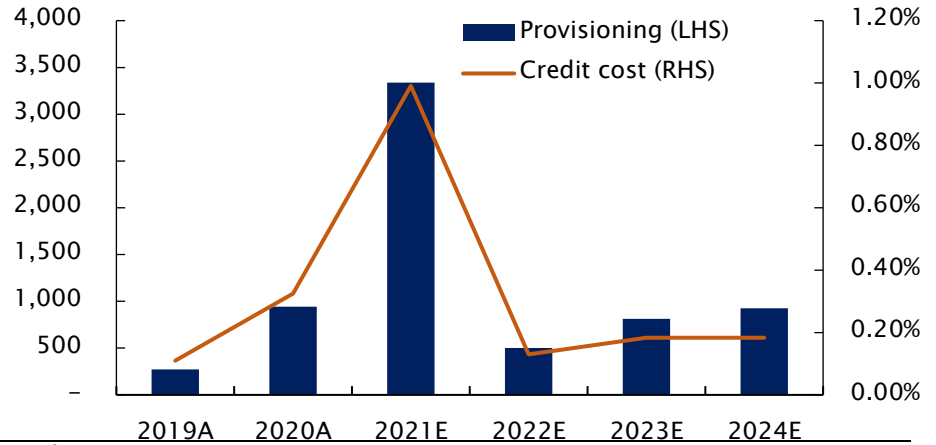
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam.

Giảm dự báo trích lập dự phòng. Dự báo trích lập dự phòng năm 2022E của chúng tôi là 2,6 nghìn tỷ đồng, trong khi ACB ghi nhận hoàn nhập dự phòng 180 tỷ đồng trong 9T22. Chúng tôi cho rằng ACB sẽ tăng trích lập dự phòng trong Q4/2022 do nợ xấu tiềm ẩn có thể sẽ gia tăng trong. Chúng tôi điều chỉnh dự báo trích lập dự phòng của ACB còn 502 tỷ đồng trong năm 2022E. Năm 2023E, chúng tôi dự báo trích lập dự phòng đạt 812 tỷ đồng (+62% YoY), con số này vẫn thấp hơn 51% so với dự báo trước đây của chúng tôi.

Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí tín dụng (dự phòng/bình quân dư nợ cho vay) của ACB sẽ tăng +5 điểm cơ bản YoY lên 0,18% vào năm 2023E, một trong những tỷ lệ thấp nhất trong ngành – điều này minh chứng về chất lượng tài sản vững chắc và sự thận trọng trong quản lý rủi ro của ACB. Như đã nêu trước đó, ACB không có trái phiếu doanh nghiệp.

Biểu đồ 5: Tỷ lệ trái phiếu doanh nghiệp / tổng tài sản của các ngân hàng.

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam.

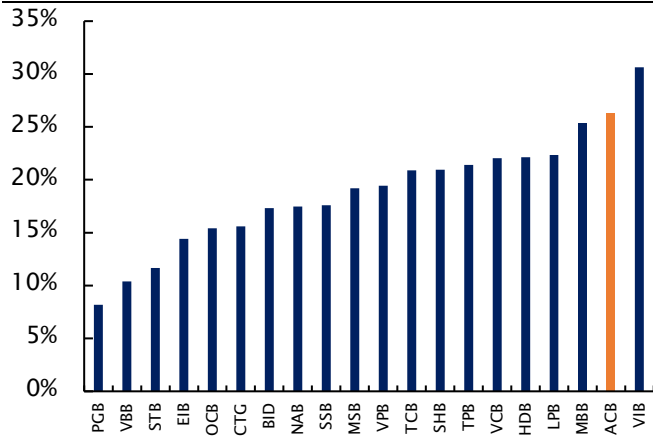
Biểu đồ 6: Dự phòng và CP tín dụng của ACB (Dự phòng/BQ dư nợ cho vay)

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam.

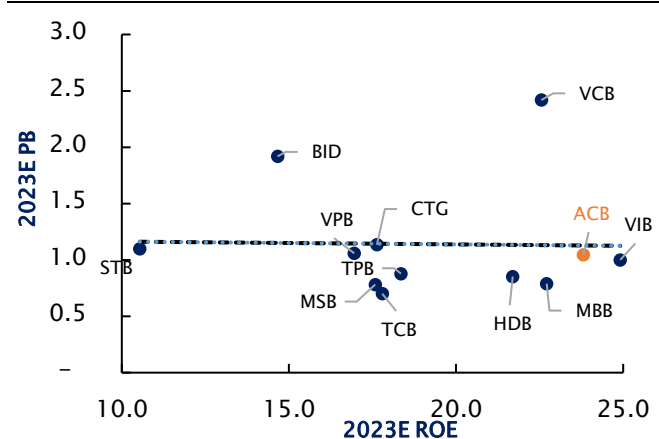
Định giá hấp dẫn nhờ chất lượng tài sản vững chắc và hoạt động kinh doanh hiệu quả

ACB đang giao dịch tương ứng với P/B 2023E đạt 1,0x, tương ứng với trung vị ngành. Chúng tôi tin rằng ACB xứng đáng với mức định giá cao hơn so với ngành nhờ vào kết quả HĐKD hiệu quả và chất lượng tài sản vững chắc. Chúng tôi kỳ vọng ROE năm 2023E sẽ đạt 24%, cao hơn đáng kể so với ROE trung bình ngành là 18% (nguồn: Bloomberg).

Tỷ lệ ROE của ACB cao thứ hai trong số các ngân hàng tại Việt Nam, đây là một điểm đặc biệt ấn tượng khi ngân hàng này không hoạt động trong mảng cho vay tài chính tiêu dùng. ACB luôn đạt thứ hạng cao trong [mô hình CAMEL của chúng tôi](#).

Biểu đồ 7: ROE lũy kế 12 tháng (TTM) của ACB cao thứ hai trong số các ngân hàng thương mại

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 8: Đồ thị phân tán giữa ROE và P/B năm giữa các ngân hàng

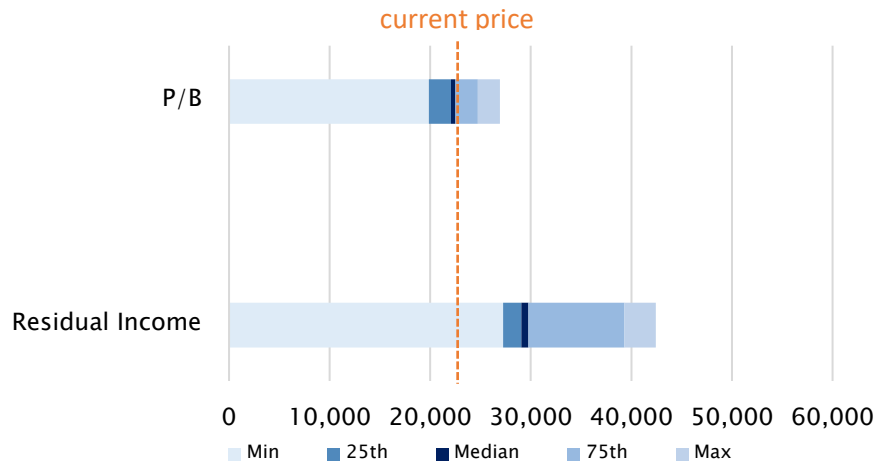
Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi giảm giá mục tiêu của ACB -12%, xuống còn 27.958 đồng so với ước tính trước đó là 31.883 đồng. Giá mục tiêu mới của chúng tôi tương ứng với P/B 2023E đạt 1,3x, chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hợp lý nhờ vào nền tảng cơ bản vững chắc của ngân hàng.

Phương pháp định giá	Giá ước tính	Tỷ trọng (%)	Giá
Thu nhập thặng dư	29.772	75,0%	22.329
P/B có thể so sánh được	22.519	25,0%	5.630
Giá trị hợp lý ước tính			27.958

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 9: Biểu đồ định giá



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam.

Mô hình định giá dựa trên phương pháp thu nhập thặng dư

Tỷ lệ tăng trưởng thu nhập ròng dài hạn:	4,0%
Thu nhập ròng dự kiến một năm sau giai đoạn dự báo:	45.946
Giá trị dài hạn của thu nhập thặng dư:	70.824
(+) Vốn chủ sở hữu của các cổ đông hiện hữu:	55.735
(+) Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn Thu nhập thặng dư:	13.301
(+) Tổng giá trị hiện tại của Thu nhập thặng dư:	31.516
Giá trị vốn chủ sở hữu tương ứng:	100.552
Giá cổ phiếu tương ứng:	29.772
P/B 2023E tương ứng:	1,3x

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bảng thể hiện độ nhạy giữa: ROE vs. Chi phí vốn chủ sở hữu

ROE dài hạn:	Chi phí vốn chủ sở hữu:						
	14,0%	14,5%	15,0%	16,4%	16,7%	17,2%	17,7%
16,0%	62.158	54.461	48.041	34.615	32.457	29.241	26.433
15,5%	59.808	52.431	46.276	33.396	31.324	28.236	25.539
15,0%	57.468	50.410	44.520	32.183	30.197	27.236	24.648
14,5%	55.139	48.398	42.770	30.975	29.074	26.239	23.760
14,0%	52.819	46.395	41.028	29.772	27.956	25.247	22.877
13,5%	50.509	44.400	39.294	28.574	26.843	24.259	21.997
13,0%	48.209	42.413	37.567	27.381	25.734	23.275	21.121
12,5%	45.919	40.436	35.848	26.193	24.631	22.296	20.249
12,0%	43.639	38.467	34.136	25.011	23.532	21.321	19.380

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Yuanta so với các bên

Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2023E	2024E
Trung vị các bên	14.507	16.083
Dự báo của Yuanta	15.859	18.515
% chênh lệch	9,3%	15,1%
Mức cao nhất của các bên	14.853	17.810
Mức thấp nhất của các bên	13.858	12.955
EPS (đồng)		
Trung vị các bên	4.318	4.949
Dự báo của Yuanta (đã điều chỉnh)	4.696	5.482
% chênh lệch	8,7%	10,8%
Mức cao nhất của các bên	4.623	6.585
Mức thấp nhất của các bên	4.103	3.836

*Chúng tôi cho rằng số liệu Bloomberg không xem xét đến khoản mục quỹ khen thưởng phúc lợi khi tính lợi nhuận ròng

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Báo cáo tài chính (điều chỉnh)

Balance Sheet

(VND bn)	2021A	2022E	2023E	2024E
Cash & Balances at SBV	39,859	26,066	38,611	44,030
Loans to banks	49,819	58,505	57,224	65,254
Investment securities	70,734	76,543	86,738	98,910
Invest. Associates	398	420	476	543
Gross Loans:	361,913	412,433	472,395	537,938
(-) Specific Provisions:	(3,193)	(2,197)	(2,945)	(2,615)
(-) General Provisions:	(2,669)	(2,995)	(3,430)	(3,906)
Total provisions:	(5,862)	(5,192)	(6,375)	(6,521)
Net Loans:	356,051	407,242	466,020	531,417
Fixed Tangible asset:	2,685	2,654	2,622	2,592
Intangible Assets:	1,077	1,077	1,077	1,077
Real estate investment	216	216	216	216
Accrued interests:	3,172	3,172	3,172	3,172
Deferred tax:	44	44	44	44
Other Assets:	3,713	3,713	3,713	3,713
Total Assets:	527,770	579,652	659,915	750,968
Deposits:	379,921	400,367	453,693	517,359
Due to SBV:	0	0	0	0
Due to Banks:	54,394	49,614	56,827	64,712
Subordinated notes	30,548	39,712	39,712	39,712
Other Liabilities:	18,007	31,283	35,148	37,061
Total Liabilities:	482,869	520,976	585,380	658,844
Capital & Premium:	27,291	34,046	34,046	34,046
Reserves:	7,164	7,164	7,164	7,164
Treasury Shares	-	-	-	-
Retained Earnings:	10,445	17,465	33,325	50,914
Minorities Interest:	-	-	-	-
Asset Revaluation:	-	-	-	-
FX Effect:	-	-	-	-
Total Equity:	44,901	58,676	74,535	92,124
Total Liabilities & Equity:	527,770	579,652	659,915	750,968

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Profit and Loss

(VND bn)	2021A	2022E	2023E	2024E
Net Interest income	18,945	22,654	25,563	29,037
Net Fee Income	2,894	3,367	4,245	5,302
Other Non-It	1,586	1,079	1,757	1,999
Total Non-It	4,480	4,446	6,002	7,301
TOI	23,425	27,100	31,565	36,338
Total expenses	(8,230)	(10,187)	(11,517)	(12,932)
PPOP:	15,195	16,912	20,048	23,406
Gross Provisions:	(3,336)	(502)	(812)	(924)
NPL Recoveries:	139	1,036	849	966
Net Provisions:	(3,197)	533	38	42
Pre-Tax Income:	11,998	17,446	20,085	23,449
(-) Income Tax:	(2,395)	(3,489)	(4,017)	(4,690)
Net income	9,603	13,957	16,068	18,759
(-) Minority Interest	-	-	-	-
(-) Others	(150)	(182)	(209)	(244)
Adj. Net Income	9,453	13,775	15,859	18,515
Adjusted Diluted EPS	3,498	4,532	4,696	5,482

Financial Ratios	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
GROWTH PROJECTIONS						
Net interest income	20%	30%	20%	13%	14%	12%
Fee Income	-11%	71%	16%	26%	25%	23%
Other NII	173%	-1%	-32%	63%	14%	14%
Operating costs	-8%	8%	24%	13%	12%	11%
Gross Provision	244%	254%	-85%	62%	14%	14%
Preprovision profit	63%	48%	11%	19%	17%	15%
Adjusted Net profit	28%	25%	45%	15%	17%	15%
Assets	16%	19%	10%	14%	14%	14%
ASSET ANALYSIS						
Earning assets to total assets	97%	98%	98%	98%	98%	98%
Average Returns on Earnings Assets	1.90%	2.00%	2.55%	2.62%	2.68%	2.71%
LOAN ANALYSIS						
Net Loan growth (% YoY)	16%	15%	14%	14%	14%	14%
Net Loans to Interest Earnings Assets	72%	69%	72%	72%	72%	72%
DEPOSIT ANALYSIS						
Deposit growth (YoY %)	15%	8%	5%	13%	14%	14%
Deposits to Interest Bearing Liabilities	86%	79%	77%	78%	79%	79%
LIQUIDITY						
Pure LDR	87%	94%	102%	103%	103%	103%
ASSET QUALITY						
NPL (Category 3-5)	1,840	2,799	3,708	4,904	5,217	5,461
NPL ratio	0.59%	0.77%	0.90%	1.04%	0.97%	0.89%
General Provisions to Gross loans	0.73%	0.74%	0.73%	0.73%	0.73%	0.73%
Loan loss coverage ratio	160%	209%	140%	130%	125%	120%
SPREAD ANALYSIS						
Int. rate received on Average IEA	7.98%	7.14%	7.27%	7.42%	7.27%	7.18%
Int. rate paid on Average IBL	4.52%	3.31%	3.32%	3.51%	3.41%	3.42%
Interest rate spread	3.47%	3.83%	3.95%	3.91%	3.86%	3.76%
NIM	3.65%	4.01%	4.19%	4.22%	4.20%	4.14%
OTHER INCOME						
Fee income to total income	9%	12%	12%	13%	14.6%	15.8%
Other Non Interest income to total Income	9%	7%	4%	6%	5.5%	5.5%
OPERATING EFFICIENCY						
Cost to income ratio	42%	35%	36%	36%	35%	34%
Adj. Cost to income ratio	43%	35%	38%	36%	36%	35%
CREDIT COSTS						
Provisioning /avg. loans	0.32%	0.99%	0.13%	0.18%	0.18%	0.18%
PROFITABILITY						
Pre provision ROA	2.48%	3.13%	3.05%	3.23%	3.32%	3.36%
Pre provision ROE	32.5%	37.8%	32.7%	30.1%	28.1%	26.5%
Adj. ROAA	1.83%	1.94%	2.49%	2.56%	2.62%	2.66%
Adj. ROAE	24.0%	23.5%	26.6%	23.8%	22.2%	21.0%
Dividend payout ratio	0%	0%	0%	0%	5%	10%
Dividend Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	2.7%
VALUATIONS						
PER (x)	8.2x	6.6x	5.1x	4.9x	4.2x	3.7x
PBR (x)	1.4x	1.4x	1.3x	1.0x	0.8x	0.7x

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2023 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office

Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu
Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

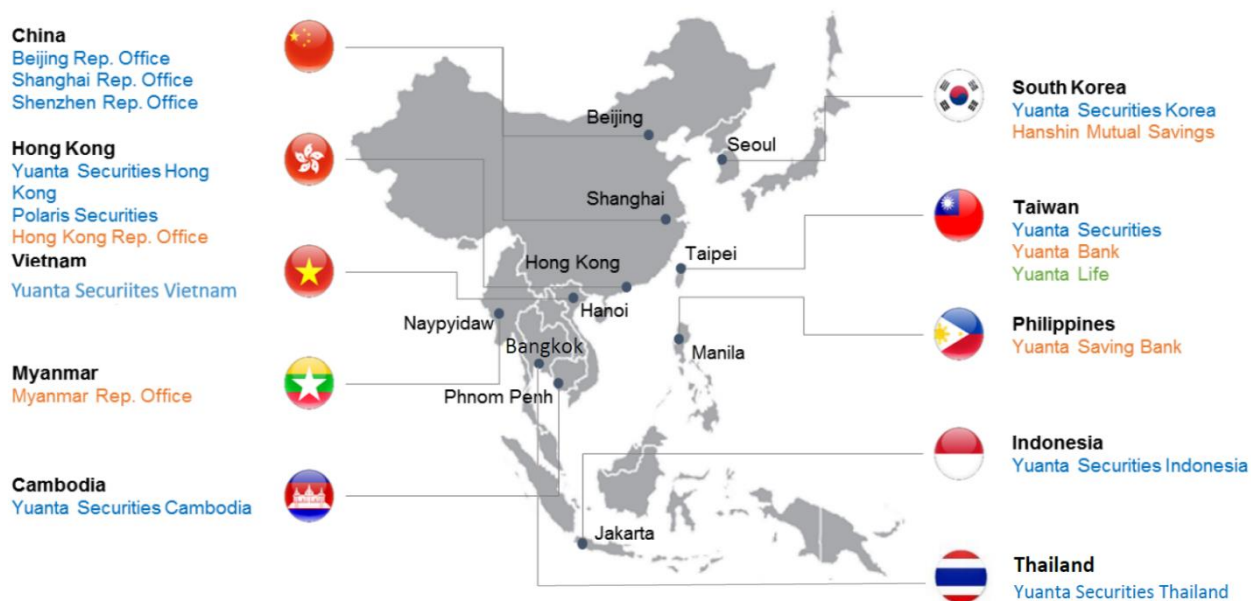
Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

Di Luu

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3958)

an.nguyen@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Anh Nguyen

Sales Trader Supervisor

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3941)

dat.bui@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3940)

vi.truong@yuanta.com.vn