

MUA

Giá mục tiêu tăng +21%

Đóng cửa: 16/12/2021

Giá 33.000 đồng
Giá mục tiêu 12T 39.850 đồng

Tiêu điểm

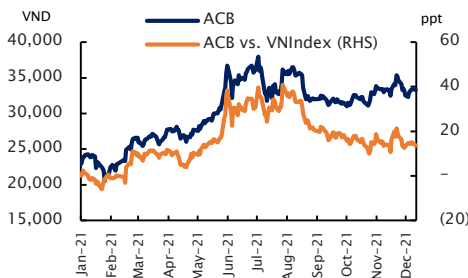
- **Chúng tôi tăng giá mục tiêu** lên 31% sau khi tăng dự báo lợi nhuận và đưa cơ sở định giá về cuối năm 2022E.
- **Chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận** thêm +3% cho năm 2022E.
- **Hiệu quả chi phí hoạt động cải thiện.** Tỷ lệ CIR trong 9T2021 là 33% (-12ppt YoY).

Quan điểm

- **Duy trì khuyến nghị MUA.** Cổ phiếu đang giao dịch tương ứng với P/B 2022E là 1,6x, 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 2022E là 1,9x.
- **Chất lượng tài sản vững chắc với tỷ lệ LLR cao,** giúp ACB linh hoạt hơn trong việc giảm trích lập dự phòng và thúc đẩy lợi nhuận.

Tổng quan công ty: ACB nằm 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 vững chắc. Do đó, ngân hàng thường xuyên đạt được thứ hạng cao trong bảng xếp hạng theo mô hình CAMEL của chúng tôi. ACB là ngân hàng chủ yếu tập trung vào mảng bán lẻ, với 62% tổng cho vay là dành cho khách hàng cá nhân và 31% cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Tương quan giá CP với VN-Index



Vốn hóa thị trường	3,9 tỷ USD
GTGD BQ6T	11,4 triệu USD
SLCP đang lưu hành	2,702 triệu
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	85,0%
Sở hữu nước ngoài	30,0%
Cổ đông lớn	30,4%
2022E TS/VCSH (x)	10,2
2022E P/E (x)	7,8
2022E P/B (x)	1,6
Room ngoại còn lại	0,0%
Lợi suất cổ tức (%)	0,0%

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Năm tài chính	2020A	2021E	2022E
NIM (%)	3,65%	4,04%	4,00%
Tăng trưởng phí	-11%	57%	27%
CIR	43%	36%	36%
Tăng trưởng PPOP	63%	44%	14%
LNST của CĐCT mẹ	7,683	9,315	11,689
ROAA	1,86%	1,95%	2,15%
ROAE	24,0%	23,0%	22,9%
P/E	11,9	9,8	7,8
P/B	2,0	2,0	1,6
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, 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]

Ngân hàng chất lượng với định giá hợp lý

Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng cho vay năm 2022E đạt 15% YoY mặc dù dự báo năm 2021E giảm còn +13% (-2ppt so với dự báo trước đó). Dự báo thu nhập lãi ròng năm 2022E của chúng tôi tăng +5%, đạt 21,2 nghìn tỷ đồng (+13% YoY). Tỷ lệ LDR của ACB ở mức tương đối thấp, đạt 80%, (so với mức trần qui định của NHNN là 85%), giúp ngân hàng linh hoạt hơn trong việc tăng thu nhập từ cho vay.

NIM tăng nhẹ một phần nhờ tỷ lệ CASA tăng. Chúng tôi tăng dự báo NIM thêm +6 điểm cơ bản (bps) so với dự báo trước đó của chúng tôi, đạt 4,00% vào năm 2022E.

Dự báo thu nhập phí tăng +7% so với dự báo trước đó của chúng tôi, đạt 3,4 nghìn tỷ đồng (+27% YoY) vào năm 2022E. Doanh thu bancassurance và khoản phí trả trước từ thương vụ bancassurance độc quyền sẽ tiếp tục là động lực chính giúp thúc đẩy thu nhập phí năm 2022E và những năm sau đó.

Dự báo chi phí hoạt động giảm -12% so với dự báo trước đó, đạt 9,5 nghìn tỷ đồng (+15% YoY) vào năm 2022E.

Chúng tôi tăng dự báo trích lập dự phòng lên đạt mức 2,6 nghìn tỷ đồng vào năm 2022E (-21% YoY), nguyên nhân chủ yếu là do tác động của làn sóng COVID lần thứ 4.

Do đó, chúng tôi tăng nhẹ dự báo lợi nhuận năm 2022E thêm +3%, đạt 11,7 nghìn tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng lợi nhuận là 25% YoY

Yuanta vs. các bên. Dự báo lợi nhuận năm 2022E của chúng tôi hiện thấp hơn -8% so với các bên, có thể là do giả định trích lập dự phòng của chúng tôi tương đối cao.

Chất lượng tài sản vững chắc. Tỷ lệ LLR cao giúp ACB linh hoạt hơn so với các ngân hàng khác trong việc giảm trích lập dự phòng và thúc đẩy tăng lợi nhuận trong tương lai.

Duy trì khuyến nghị MUA. ACB đang giao dịch tương ứng với P/B 2022E đạt 1,6x, tương ứng với trung vị ngành. Chúng tôi tăng giá mục tiêu lên mức 39.850 đồng, tương ứng với P/B 2022E là 1,9x. **Chúng tôi tin rằng ACB xứng đáng với mức định giá cao hơn so với ngành** nhờ vào KQHĐKD tốt và chất lượng tài sản vững chắc. Chúng tôi kỳ vọng ROE năm 2022E sẽ đạt 23%, so với trung vị ngành là 20%.

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)	15,2	11,9	9,8	7,8	6,1	5,1
PEG	0,8	0,4	0,5	0,3	0,2	0,2
ROAA (%)	1,69%	1,86%	1,95%	2,15%	2,43%	2,55%
ROAE (%)	24,2%	24,0%	23,0%	22,9%	23,4%	22,6%
PBR (x)	2,0	2,0	2,0	1,6	1,3	1,0
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%	1,0%

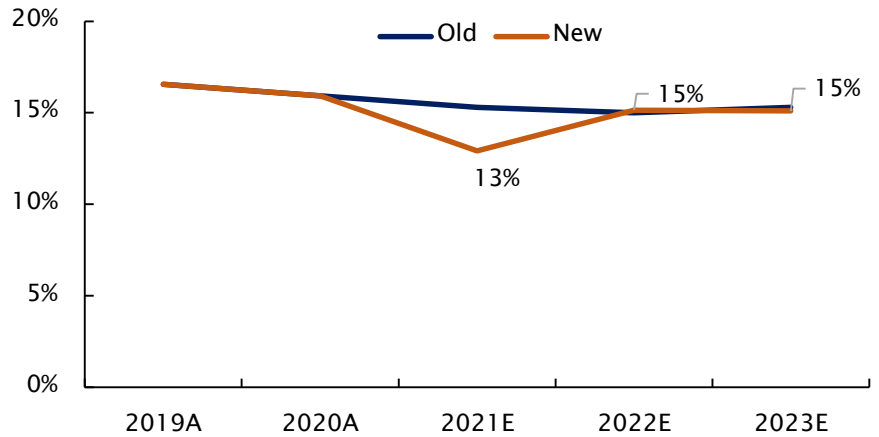
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Ngân hàng chất lượng với mức định giá hợp lý

Dự báo tăng trưởng cho vay của chúng tôi vẫn không đổi đối với năm 2022E.

Chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ nhận được hạn mức tăng trưởng tín dụng cao hơn so với ngành vào năm sau nhờ vào chất lượng tài sản vững chắc của ngân hàng. Dự báo tăng trưởng cho vay của chúng tôi đối với năm 2022E là 15% (+2ppt YoY), chúng tôi cho rằng đây là mức hợp lý do nền kinh tế có khả năng sẽ hồi phục vào năm 2022E.

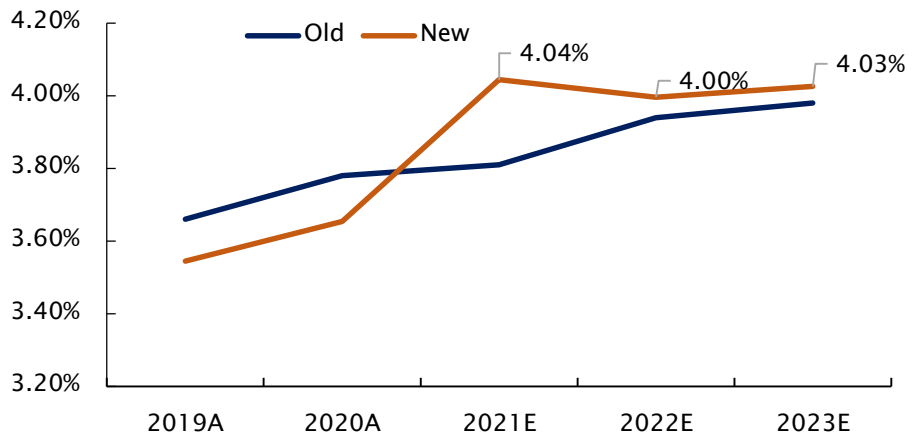
Biểu đồ 1: Tăng trưởng cho vay (%)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

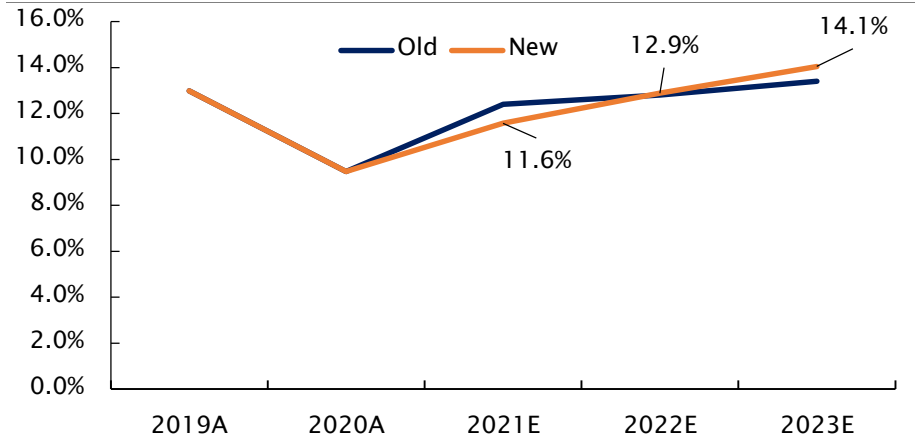
Chúng tôi tăng dự báo NIM thêm +6bps đối với năm 2022E, đạt 4,00% do chúng tôi kỳ vọng chi phí huy động vốn sẽ giảm nhẹ với tỷ lệ CASA được cải thiện. Tỷ lệ CASA Q3/2021 là 23% (+92bps YTD). Bên cạnh đó, với chiến lược tập trung vào mảng bán lẻ (93% tổng dư nợ cho vay đến từ phân khúc khách hàng cá nhân và SME) có thể sẽ giúp ACB duy trì tỷ lệ NIM ở mức cao.

Biểu đồ 2: NIM (%)



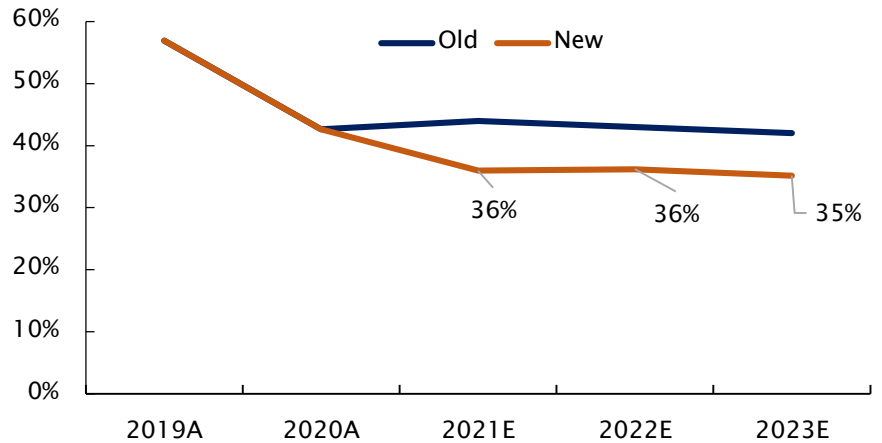
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam.

Dự báo thu nhập phí tăng +7% so với dự báo trước đó của chúng tôi. Doanh thu từ bancassurance và khoản phí trả trước (được phân bổ trong vòng 15 năm và bắt đầu từ năm 2021) có thể sẽ là động lực chính giúp thúc đẩy thu nhập phí của ACB trong năm 2022E và những năm sau đó.

Biểu đồ 3: Thu nhập phí điều chỉnh / TOI

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam.

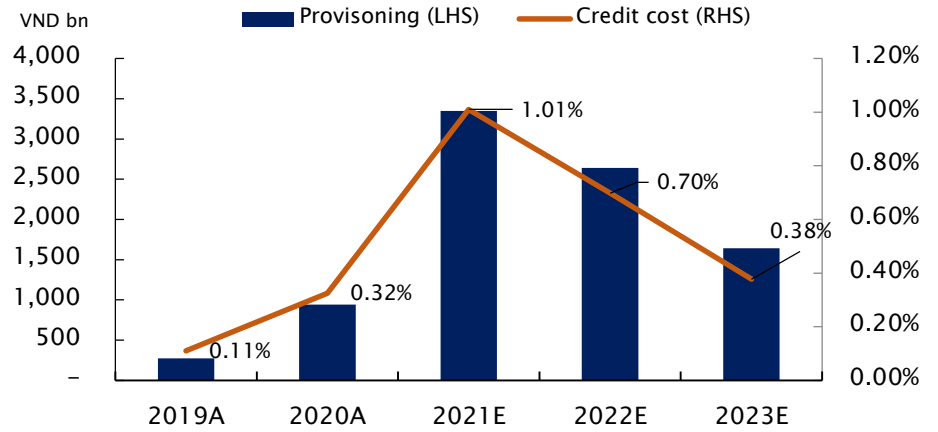
Chúng tôi giảm dự báo chi phí hoạt động -12% so với dự báo trước đó của chúng tôi, còn 9,5 nghìn tỷ đồng (+15% YoY) vào 2022E. Dự báo CIR điều chỉnh của chúng tôi đối với năm 2022E là 36,2% (+20bps YoY). Tỷ lệ CIR của ngân hàng đã giảm đáng kể bắt đầu từ năm 2019 (56,9%), và chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ này sẽ giảm xuống thấp hơn nữa trong tương lai nhờ vào chiến lược ngân hàng số của ACB (tương tự như các ngân hàng khác).

Biểu đồ 4: Tỷ lệ Chi phí / thu nhập (điều chỉnh)

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam.

Tăng dự báo trích lập dự phòng. Dự báo trích lập dự phòng trước đó của chúng tôi chỉ đạt 797 tỷ đồng đối với năm 2021E và 751 tỷ đồng đối với năm 2022E, và giả định này được đưa ra trước khi làn sóng COVID lần thứ 4 bùng nổ. Tuy nhiên, chi phí trích lập dự phòng trong 9T2021 của ACB hiện đã là 2,8 nghìn tỷ đồng (cao hơn 3,5x so với giả định trước đó của chúng tôi đối với năm 2021E) và tỷ lệ nợ xấu (NPL) trong Q3/2021 của ngân hàng cao hơn 16% so với dự báo năm 2021E của chúng tôi.

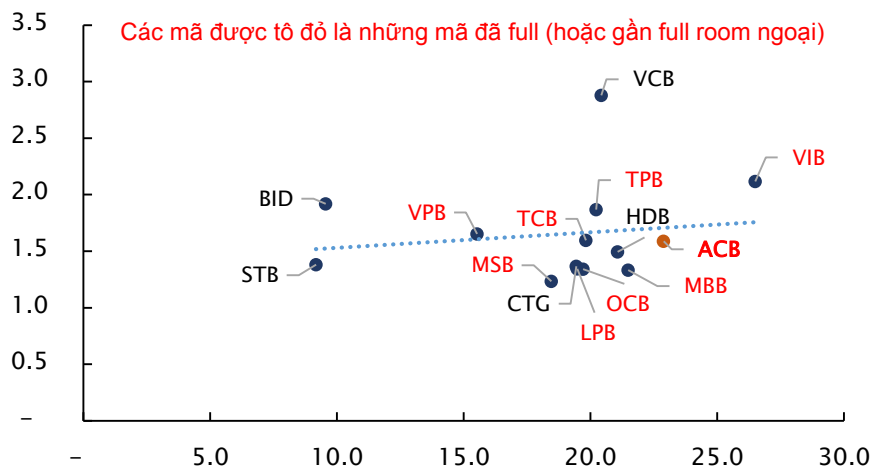
Vì thế, khi xem xét đến việc các khoản nợ xấu mới trong 9 tháng đã vượt qua kỳ vọng trước đó của chúng tôi, và chúng tôi hiện giả định xu hướng này có thể sẽ kéo dài trong ngắn hạn. Do vậy, chúng tôi tăng dự báo trích lập dự phòng đối với năm 2022E, đạt 2,6 nghìn tỷ đồng (vẫn giảm -21% YoY) và tỷ lệ chi phí tín dụng (dự phòng / bình quân dư nợ cho vay) sẽ tăng thêm +51bps, đạt 0,70% vào năm 2022E (-31bps YoY).

Biểu đồ 5: Dự phòng và CP tín dụng (%) (Dự phòng/ Bình quân dư nợ cho vay)

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam.

Định giá hợp lý

ACB đang giao dịch tương ứng với P/B 2022E đạt 1,6x, tương ứng với trung vị ngành. Chúng tôi tin rằng ACB xứng đáng với mức định giá cao hơn so với hầu hết các ngân hàng khác nhờ vào kết quả HĐKD tốt và chất lượng tài sản vững chắc. Chúng tôi kỳ vọng ROE năm 2022E sẽ đạt 23%, cao hơn so với ROE trung vị ngành là 20%.

Biểu đồ 6: Đồ thị phân tán giữa ROE và P/B năm 2022 giữa các ngân hàng

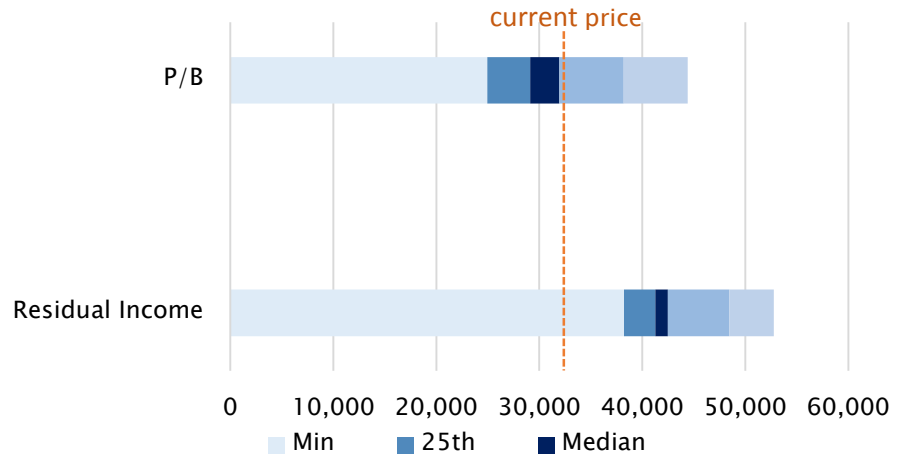
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi tăng giá mục tiêu của ACB lên 31%, đạt 39.850 đồng so với ước tính trước đó là 30.492 đồng (đã được điều chỉnh sau đợt chia cổ tức năm 2021). Giá mục tiêu mới của chúng tôi tương ứng với P/B 2022E đạt 1,9x, 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	42.489	75,0%	31.867
P/B có thể so sánh được	31.950	25,0%	7.987
Giá trị hợp lý ước tính			39.854

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 7: 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:	36.320
Giá trị dài hạn của thu nhập thặng dư:	118.212
(+) Vốn chủ sở hữu của các cổ đông hiện hữu:	42.483
(+) Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn Thu nhập thặng dư:	27.429
(+) Tổng giá trị hiện tại của Thu nhập thặng dư:	44.891
Giá trị vốn chủ sở hữu tương ứng:	114.804
Giá cổ phiếu tương ứng:	42.489
P/B tương ứng:	2,0x

Nguồn: Yuanta Việt Nam

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

	Chi phí vốn chủ sở hữu						
	12,5%	13,0%	13,5%	14,2%	14,5%	15,0%	15,5%
15,5%	79.821	68.897	60.004	50.067	46.505	41.302	36.858
15,0%	76.628	66.180	57.672	48.161	44.749	39.765	35.506
14,5%	73.448	63.475	55.350	46.262	43.001	38.235	34.160
14,0%	70.282	60.781	53.037	44.372	41.261	36.711	32.820
13,5%	67.129	58.099	50.735	42.489	39.527	35.194	31.486
13,0%	63.991	55.428	48.443	40.615	37.802	33.684	30.158
12,5%	60.866	52.769	46.160	38.749	36.083	32.180	28.835
12,0%	57.754	50.122	43.888	36.891	34.373	30.682	27.518
11,5%	54.657	47.487	41.625	35.041	32.669	29.192	26.206

Nguồn: Yuanta Vietnam

Yuanta so với các bên

Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2021E	2022E
Trung vị các bên	9.640	12.482
Dự báo của Yuanta	9.194	11.537
% chênh lệch	-4,6%	-7,6%
Mức cao nhất của các bên	10.055	13.698
Mức thấp nhất của các bên	9.177	11.421
EPS (đồng)		
Trung vị các bên	3.562	4.613
Dự báo của Yuanta (đã điều chỉnh)	3.403	4.270
% chênh lệch	-4,5%	-7,4%
Mức cao nhất của các bên	3.721	5.070
Mức thấp nhất của các bên	3.396	4.227

*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)

Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)	2019A	2021E	2022E	2023E
Tiền mặt và số dư tại NHNN	23.585	43.470	34.828	39.680
Cho vay các ngân hàng	31.671	33.603	40.550	46.199
CK kinh doanh & đầu tư	69.567	76.987	90.023	102.564
Công ty liên kết khác	154	211	240	274
Tổng cho vay gộp	311.479	351.705	404.966	466.102
(-) Dự phòng cụ thể:	(689)	(3.471)	(3.367)	(3.441)
(-) Dự phòng chung:	(2.262)	(2.554)	(2.941)	(3.384)
Tổng dự phòng:	(2.950)	(6.025)	(6.307)	(6.825)
Tổng cho vay ròng:	308.529	345.680	398.659	459.277
TSCĐ hữu hình:	2.717	2.581	2.664	2.749
TSCĐ vô hình:	1.066	1.065	1.065	1.065
Đầu tư BDS	349	216	216	216
Tiền lãi dự thu:	3.638	2.591	2.591	2.591
Thuế hoãn lại:	51	117	117	117
Các tài sản khác:	3.204	3.771	3.771	3.771
Tổng tài sản:	444.530	510.291	574.724	658.502
Nợ NHNN:	0	0	0	0
Nợ các NH khác	23.875	21.102	24.298	27.966
Giấy tờ có giá:	22.050	32.470	32.470	32.470
Nợ phải trả khác:	9.961	20.830	15.618	19.537
Tổng nợ phải trả:	409.082	465.649	518.545	588.285
Vốn và thặng dư:	21.887	27.291	27.291	27.291
Quỹ dự trữ:	5.742	5.742	5.742	5.742
Lợi nhuận giữ lại:	35.448	44.642	56.179	70.217
Tổng vốn chủ sở hữu:	444.530	510.291	574.724	658.502

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Báo cáo kết quả kinh doanh

(tỷ đồng)	2020A	2021E	2022E	2023E
Thu nhập lãi ròng	14.582	18.749	21.157	24.261
Thu nhập từ phí	1.695	2.667	3.383	4.286
TN ngoài lãi khác	1.605	1.619	1.709	1.958
Tổng TN ngoài lãi	3.300	4.286	5.092	6.244
Tổng thu nhập	17.882	23.035	26.249	30.506
Tổng chi phí	(7.624)	(8.284)	(9.501)	(10.725)
PPOP	10.257	14.750	16.749	19.780
Dự phòng gộp:	(941)	(3.349)	(2.641)	(1.641)
Thu hồi nợ xấu:	280	243	503	576
Dự phòng ròng:	(662)	(3.106)	(2.138)	(1.065)
Lợi nhuận trước thuế:	9.596	11.644	14.611	18.716
(-) Thuế thu nhập:	(1.913)	(2.329)	(2.922)	(3.743)
Lợi nhuận sau thuế	7.683	9.315	11.689	14.972
(-) Lợi ích CĐTS	-	-	-	-
(-) Khác	(100)	(121)	(152)	(195)
LNST (điều chỉnh)	7.583	9.194	11.537	14.778

Tỷ số tài chính (Đã điều chỉnh)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
DỰ PHÒNG TĂNG TRƯỞNG						
Thu nhập lãi thuần	17%	20%	29%	13%	15%	14%
Thu nhập phí	27%	-11%	57%	27%	27%	26%
Thu nhập ngoài lãi khác	64%	173%	1%	6%	15%	15%
Chi phí hoạt động	24%	-8%	9%	15%	13%	13%
Dự phòng gộp	-71%	244%	256%	-21%	-38%	-18%
Lợi nhuận trước dự phòng	14%	63%	44%	14%	18%	17%
Lợi nhuận ròng đã điều chỉnh	17%	28%	21%	25%	28%	20%
Tài sản	16%	16%	15%	13%	15%	15%
PHÂN TÍCH TÀI SẢN						
Tài sản sinh lời trên tổng tài sản	96%	97%	98%	98%	98%	98%
Lợi nhuận trên tài sản sinh lời bình quân	1,73%	1,90%	1,98%	2,18%	2,45%	2,57%
PHÂN TÍCH TÍN DỤNG						
Tăng trưởng cho vay (% YoY)	17%	16%	12%	15%	15%	15%
Tỷ lệ cho vay trên tài sản sinh lời	72%	72%	69%	71%	71%	72%
PHÂN TÍCH TIỀN GỬI						
Tăng trưởng tiền gửi (% YoY)	14%	15%	11%	14%	14%	14%
Tỷ lệ tiền gửi trên tổng nợ	87%	86%	84%	86%	86%	87%
THANH KHOẢN						
Tỷ lệ LDR	86%	87%	88%	89%	90%	91%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN						
Tỷ lệ NPL	0,54%	0,59%	0,90%	0,87%	0,84%	0,81%
Dự phòng chung trên cho vay gộp	0,73%	0,73%	0,73%	0,73%	0,73%	0,73%
Tỷ lệ LLR	175%	160%	190%	180%	175%	170%
PHÂN TÍCH CHÉNH LỆCH						
Lãi suất nhận được trên TS sinh lời BQ	8,29%	7,98%	7,50%	7,60%	7,87%	8,05%
Lãi suất trả trên tổng nợ BQ	4,88%	4,52%	3,67%	3,87%	4,18%	4,45%
Chênh lệch lãi suất	3,41%	3,47%	3,84%	3,72%	3,68%	3,60%
NIM	3,55%	3,65%	4,04%	4,00%	4,03%	4,01%
THU NHẬP KHÁC						
Thu nhập phí trên tổng thu nhập	13,0%	9,5%	11,6%	12,9%	14,1%	15,2%
Thu nhập ngoài lãi khác trên tổng thu nhập	4,0%	9,0%	7,0%	6,5%	6,4%	6,3%
HIỆU QUẢ VẬN HÀNH						
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập điều chỉnh	57%	43%	36%	36%	35%	34%
CHI PHÍ TÍN DỤNG						
Dự phòng/Bình quân dư nợ cho vay	0,11%	0,32%	1,01%	0,70%	0,38%	0,27%
LỢI NHUẬN						
ROAA trước dự phòng	1,76%	2,48%	3,09%	3,09%	3,21%	3,29%
ROAE trước dự phòng	25,8%	32,5%	36,8%	33,2%	31,3%	29,5%
ROAA	1,66%	1,83%	1,93%	2,13%	2,40%	2,52%
ROAE	24,2%	24,0%	23,0%	22,9%	23,4%	22,6%
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%	1,0%
ĐỊNH GIÁ						
PER (x)	12,0x	9,5x	8,8x	7,8x	6,1x	5,1x
PBR (x)	2,0x	2,0x	2,0x	1,6x	1,3x	1,0x

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

© 2020 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)

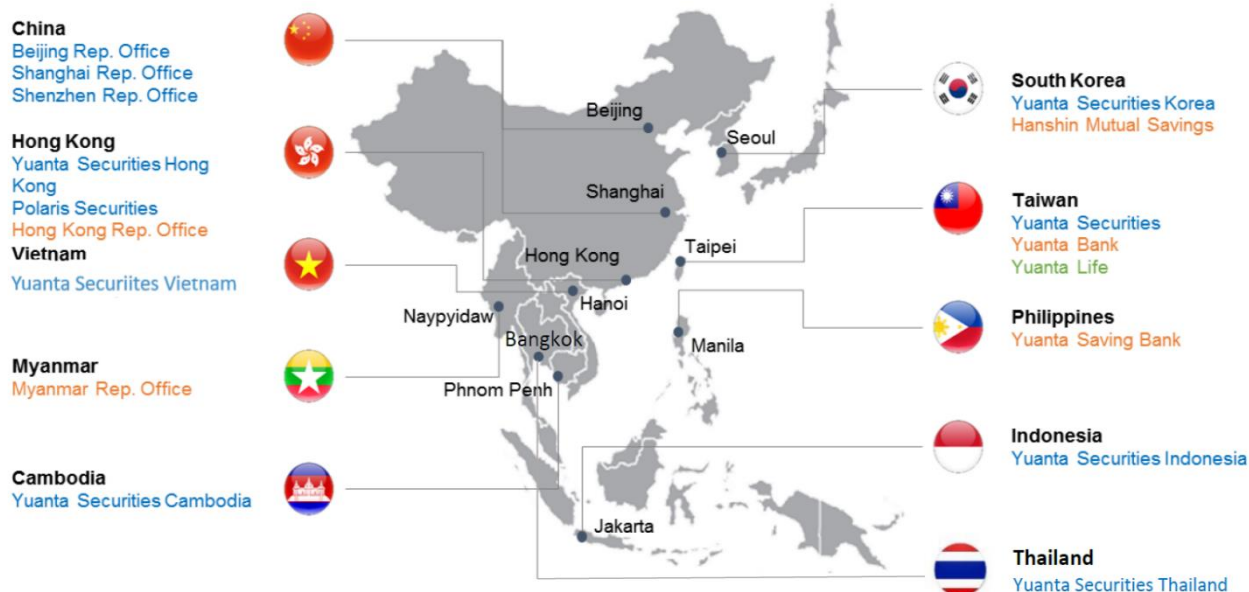
Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

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

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

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

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

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

tam.nguyen@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Huy Nguyen

Head of Institutional sales

Tel: +84 28 3622 6868 (3808)

Huy.nguyen@yuanta.com.vn

Trung Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext, 3890)

trung.nguyen2@yuanta.com.vn