

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam

(HOSE: VCB)

Tăng tỉ trọng

(Báo cáo cập nhật)

TP VND112.600

(+13,62%)

Duy trì ngôi vương

Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam

Nguyễn Nam Sơn, son.nn@miraeasset.com.vn

Quan điểm đầu tư

Duy trì động lực tăng trưởng, giữ vững vị trí số 1 về lợi nhuận

- Trong 9T 2021, dư nợ tín dụng của VCB đã tăng trưởng ấn tượng đạt 936.3 nghìn tỷ (+ 11.5% so với đầu năm và 1.6% so với Q2/21) – mức tăng khá cao xét theo quy mô ngân hàng, đặt trong bối cảnh dịch bệnh/ giãn cách triển miên 9T đầu năm. Mức tăng 11.5% này hiện đã vượt chỉ tiêu kế hoạch 2021 đã đề ra (10.5%). Khối khách hàng cá nhân (cho vay mua nhà) và khối doanh nghiệp SMEs vẫn đang là động lực tăng trưởng dự nợ tín dụng chính.
- Trong Q3/21, tiền gửi khách hàng đã tăng mạnh (tăng 5.4% so với quý trước và tăng 7.4% so với đầu năm). Có vẻ như tình hình dịch bệnh diễn biến phức tạp (khiến việc kinh doanh trở nên rủi ro hơn) đã giúp một lượng tiền lớn từ nền kinh tế đã rút về kênh gửi tiết kiệm. Hiện lượng tiền gửi khách hàng cuối 3Q/21 đã vượt mức dự phóng cả năm 2021 của chúng tôi trong báo cáo trước, đạt 1,108.5 nghìn tỷ đồng (+7.4% so với đầu năm và vượt mức 7% theo kế hoạch 2021).
- KQKD Q3/21 của VCB rất khả quan, thu nhập lãi thuần tăng 19.5% yoy đạt 10,428 tỷ đồng. Điều này thể hiện tác động vào NIM của việc hỗ trợ lãi suất cho khách hàng của VCB là khá ít so với một số ngân hàng khác. NIM 9T/21 bình quân đạt khoản 3.3% và khả năng cao sẽ duy trì được mức này cho cả năm 2021 (cao hơn mức 2.96% chúng tôi dự phóng trong báo cáo trước).

Lợi nhuận vẫn cao trong bối cảnh tăng mạnh trích lập dự phòng nhằm duy trì chất lượng tài sản

- 9T 2021, VCB đã hoàn thành 77.2% kế hoạch lợi nhuận năm 2021 – đạt 19,311 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế.
- Trong 9T 2021, VCB đã tiến hành trích lập lớn (8,013 tỷ đồng, +32.8% yoy, tương đương 77.9% mức dự phóng của chúng tôi là 10,281 tỷ).
- Tỉ lệ nợ xấu cuối Q3/21 là 1.16% (tăng mạnh so với mức 0.62% cuối 2020 và 0.74% cuối Q2/21). Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm và dự phóng tỉ lệ nợ xấu của VCB có thể đạt 1.20% cuối 2021, cùng với tỉ lệ LLR của ngân hàng sẽ giảm xuống còn 153.7%. Xu hướng tiến hành trích lập dự phòng mạnh vẫn sẽ diễn ra trong cả hai năm 2022 và 2023.

Vùng định giá hấp dẫn, tương đối an toàn trong trung hạn và động lực từ câu chuyện tăng vốn

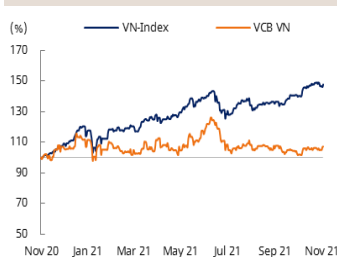
- Dựa vào kết quả thực hiện 9T 2021, Kế hoạch kinh doanh 2021 và chiết khấu thêm các rủi ro liên quan tới dịch Covid-19, chúng tôi duy trì quan điểm và dự phóng lợi nhuận cho cả năm 2021. Theo đó, EPS và Giá trị sổ sách của VCB sẽ đạt lần lượt VND5,546 và VND30,428/ cổ phiếu (trước chia cổ tức bằng cổ phiếu 27%). Với giá giao dịch hiện tại, cổ phiếu VCB đang được giao dịch dưới mức trung bình trailing PE và PB và 4 năm gần đây. Đây là vùng định giá an toàn trong bối cảnh: 1) VCB vẫn duy trì được ngôi vương lợi nhuận, 2) đã và đang tiến hành trích lập dự phòng rất lớn 3) cũng như kế hoạch tăng vốn (27% cổ tức bằng cổ phiếu) đã được SBV thông qua.

Định giá và Khuyến nghị

Duy trì khuyến nghị Tăng tỉ trọng với giá mục tiêu 112.600 đồng/ cổ phiếu

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị tăng tỉ trọng cổ phiếu VCB với giá mục tiêu 112.600 đồng/ cổ phiếu (+13.62%), được xác định dựa trên phương pháp so sánh.

Các chỉ số chính



Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	5.1	0.4	8.2
Tương đối	-0.3	-11.9	-39.0

Giá hiện tại (23/11/2021,VND)	99,100	Vốn hóa (tỷ đồng)	367,550
LNST (21F, tỷ đồng)	20,547	SL cổ phiếu (triệu)	3,709
Kỳ vọng thị trường PPOP (21F, tỷ đồng)	35,893	Tỉ lệ tự do chuyển nhượng (%)	25.2
Tăng trưởng EPS (21F, %)	23.9	Tỉ lệ sở hữu NĐTNN(%)	23.6
P/E (21F, x)	17.89	Beta (12M)	1.1
P/E thị trường (x)	14.51	Thấp nhất 52 tuần (VND)	85,500
VN-Index	1,463.6	Cao nhất 52 tuần (VND)	117,200

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính (31/12)	12/31/2018	12/31/2019	12/31/2020	12/31/2021F	12/31/2022F	12/31/2023F
Thu nhập lãi thuần	28,409	34,577	36,285	39,060	44,698	51,123
Thu nhập ngoài lãi	3,402	4,307	6,607	8,210	9,021	9,310
Lợi nhuận hoạt động	39,278	45,730	49,063	53,845	61,025	68,522
LNST (tỷ đồng)	14,622	18,526	18,473	20,547	25,299	28,601
EPS (VND)	3,584	4,481	4,470	5,540	6,814	7,703
ROE (%)	25.49%	25.90%	21.11%	19.88%	20.17%	18.80%
P/E (x) (@VND112,600)	14.93	20.47	21.90	20.30	16.51	14.60
P/B (x) (@VND112,600)	3.10	4.14	3.86	3.70	3.03	2.51
Giá trị sổ sách (VND)	17,283	21,808	25,370	30,428	37,196	44,843

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam dự phóng

So sánh kết quả 9T-2021 với dự phóng

Bảng 1: kết quả kinh doanh Q3/2021 của VCB và so sánh với dự phóng của MAS

Đơn vị: tỷ đồng	Q3/21	Q3/20	% yoy	9T/21	9T/20	% yoy	2021F MAS dự phóng	% so với dự phóng MAS
Thu nhập lãi thuần	10,428	8,723	19.5%	31,597	25,834	22.3%	39,060	80.9%
Lãi thuần HĐDV	1,127	1,257	-10.3%	4,994	3,540	41.1%	8,210	60.8%
Tổng TN hoạt động	13,253	11,586	14.4%	41,833	34,605	20.9%	53,845	77.7%
Chi phí hoạt động	(5,002)	(4,579)	9.2%	(14,513)	(12,607)	15.1%	(17,854)	81.3%
Dự phóng	(2,513)	(2,025)	24.1%	(8,013)	(6,033)	32.8%	(10,281)	77.9%
LNTT	5,738	4,983	15.2%	19,308	15,965	20.9%	25,711	75.1%
LNST	4,594	3,991	15.1%	15,452	12,779	20.9%	20,547	75.2%

Nguồn: BCTC Q3/2021 của VCB, Mirae Asset Vietnam Research dự phóng

Kết quả kinh doanh 9T/21 của VCB khá sát với dự phóng của chúng tôi xét theo lợi nhuận sau thuế cho cả năm 2021. Tuy nhiên, Thu nhập lãi thuần của VCB trong quý 3 đã vượt qua mức kì vọng của chúng tôi. Trong báo cáo lần trước, chúng tôi dự báo cả năm 2021, VCB sẽ phải tiến hành cơ cấu các khoản nợ cũng như hỗ trợ giảm lãi suất khá nhiều cho các khách hàng bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19. Vì vậy, NIM dự phóng cho cả năm 2021 của chúng tôi rơi vào khoảng 2.96%. Tuy nhiên, KQKD Q3/21 của VCB đã thể hiện tác động vào NIM của việc hỗ trợ lãi suất cho khách hàng của VCB là khá ít. NIM 9T/21 bình quân đạt khoản 3.3% và khả năng cao sẽ duy trì được mức này cho cả năm 2021.

Trong quý 3, VCB cũng ghi nhận lãi thuần HĐDV tăng 41.1% so với cùng kì do có khoản phí trả trước bancassurance – tuy nhiên tăng trưởng của mảng HĐDV không đạt được mức kì vọng của chúng tôi.

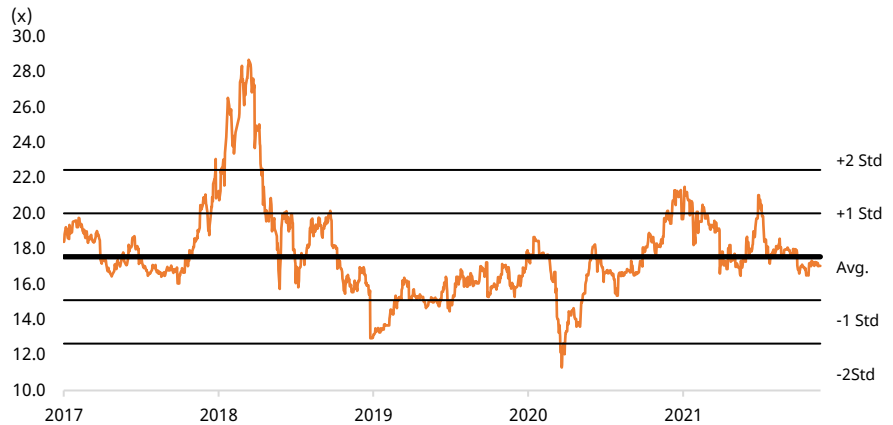
Định giá & khuyến nghị

Bảng 2: Tương quan giữa VCB và các Ngân hàng khác trong năm 2020 và các chỉ số tài chính quan trọng

Mã Chứng khoán	Vốn hóa (tỷ đồng)	EPS LTM (VND)	LLR (%)	LDR (Pure %)	NPL (%)	CAR	NIM (%)	ROE (%)	ROA (%)	P/B	2021F P/B	P/E	2021F P/E	Vốn Chủ sở hữu (VND nghìn tỷ)	Tổng tài sản (VND nghìn tỷ)
Ngân hàng Quốc doanh															
VCB	360,132	5,697	368.0	81.4	0.62	9.6	3.0	20.8	1.6	3.3	3.1	17.0	17.4	94,095	1,326,230
BID	178,578	2,449	89.2	97.2	1.76	> 8.00	2.6	12.2	0.6	2.2	2.1	18.1	19.8	79,647	1,516,686
CTG	157,629	3,449	132.0	100.0	0.94	> 9.00	3.0	18.6	1.2	1.7	1.5	9.5	10.2	85,411	1,341,436
Trung Bình				92.84	1.11		2.87	17.22	1.16	2.37	2.23	14.89	15.80		
Top Ngân hàng TMCP															
TCB	183,621	4,965	171.0	100.0	0.47	16.1	5.0	22.1	3.7	2.1	2.0	10.5	10.7	74,615	439,603
VPB	160,926	2,781	45.3	124.6	3.41	11.8	8.8	21.9	2.8	2.6	2.1	13.0	12.6	52,794	419,027
MBB	106,927	2,940	134.1	83.8	1.09	10.4	4.9	21.7	2.3	1.9	1.6	9.6	8.9	50,099	494,982
ACB	90,380	3,599	160.3	87.6	0.59	11.1	3.8	25.8	2.2	2.1	2.0	9.3	9.3	35,448	444,530
VIB	60,573	3,607	59.1	112.8	1.74	10.0	4.5	28.9	2.3	2.7	2.4	10.8	10.3	17,974	244,676
HDB	60,165	2,813	82.1	96.6	1.32	12.1	4.7	22.5	1.8	2.2	2.0	10.7	10.8	24,704	319,127
STB	52,598	1,870	93.7	77.5	1.70	9.5	2.8	10.9	0.7	1.6	1.5	14.9	17.0	28,956	492,516
TPB	50,968	4,432	134.2	103.5	1.18	12.8	4.7	22.9	2.0	2.1	2.0	9.8	10.5	16,744	206,315
OCB	36,439	3,308	62.1	97.5	1.69	12.9	3.2	24.9	3.0	1.8	1.6	8.0	8.5	17,435	152,529
Trung bình				98.2	1.47		4.71	22.41	2.30	2.12	1.93	10.75	10.96		
Trung vị										2.11		10.63			
Ngân hàng TMCP khác															
SHB	62,005	1,836	61.4	100.7	1.83	10.2	2.9	17.4	1.1	2.0	N/A	12.7	N/A	24,036	412,680
SSB	53,965	1,772	54.8	95.1	1.86	N/A	1.9	17.9	1.4	3.2	N/A	20.6	N/A	13,670	180,207
MSB	37,577	2,696	54.1	82.9	1.96	10.6	2.9	21.2	2.2	1.8	2.3	9.1	8.0	16,875	176,698
EIB	34,178	792	50.5	75.2	2.52	N/A	2.2	5.6	0.6	1.9	N/A	35.1	N/A	16,819	160,435
LPB	27,322	2,288	89.6	95.0	1.43	10.8	3.0	18.0	1.2	1.7	1.6	9.9	10.4	14,232	242,343
ABB	13,597	1,773	53.3	87.3	2.09	N/A	2.4	13.3	1.0	1.5	N/A	12.1	N/A	8,911	116,367
Trung bình				89.4	1.9		2.5	15.6	1.2	2.0	2.0	16.6	9.2		
Trung bình tất cả các ngân hàng				94.4	1.57		3.68	19.26	1.75	2.13	2.00	13.39	11.74		

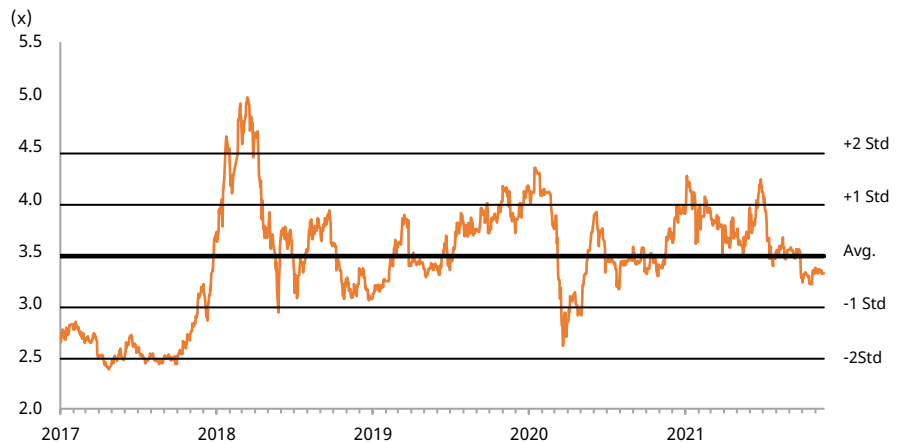
Nguồn: BCTC 2020 đã kiểm toán của các ngân hàng, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research tổng hợp (ngày 19/11/2020)

Hình 1: Lịch sử giao dịch theo Trailing PE của VCB từ 2017 tới nay (trung bình: 17.56)



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research tổng hợp (ngày 23/11/2021)

Hình 2: Lịch sử giao dịch theo Trailing PB của VCB từ 2017 tới nay (trung bình: 3.46)



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research tổng hợp (ngày 23/11/2021)

Dựa vào vị thế của VCB trong ngành, việc VCB đã tiến hành trích lập dự phòng nhiều trong quá khứ và tiềm năng tăng trưởng vẫn còn ở mức cao (ROE > 20%), chúng tôi đánh giá VCB vẫn sẽ duy trì được mức định giá premium +50% so với trung bình ngành trong tương lai.

Xét theo lịch sử giao dịch của VCB, đợt điều chỉnh mạnh vừa rồi kèm với kết quả kinh doanh Q3/21 rất khả quan đã đưa VCB về giao dịch dưới mức định giá trung bình theo Trailing PE và Trailing PB 4 năm gần đây (2017 – 2021). Chúng tôi nghĩ đây là vùng định giá an toàn của VCB trong trung hạn.

Chúng tôi đánh giá VCB với 1) VCB vẫn duy trì được ngôi vương lợi nhuận, 2) đã và đang tiến hành trích lập dự phòng rất lớn để duy trì chất lượng tài sản cũng như 3) kế hoạch tăng vốn (27% cổ tức bằng cổ phiếu) đã được SBV thông qua sẽ là những động lực giúp cổ phiếu VCB tăng giá trong tương lai.

Chúng tôi duy trì dự phóng EPS 2021 là VND5,540 và Giá trị sổ sách cuối năm 2021 là VND30,428 (trước chia cổ tức bằng cổ phiếu 27%), chúng tôi đưa ra khuyến nghị Tăng tỉ trọng với giá mục tiêu 12 tháng là 112,600 đồng/ cổ phiếu (lợi nhuận kỳ vọng +11.93%) tương đương với 2021 Forward PE là 20.3x và 2021 Forward PB là 3.7x, tiệm cận với vùng định giá Standard Deviation +1 theo Trailing PE và Trailing PB của VCB trong 4 năm qua.

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Ngoại thương Việt Nam (VCB VN)

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	69,205	74,797	85,015	97,507
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	(32,920)	(35,737)	(40,317)	(46,385)
Thu nhập lãi thuần	36,285	39,060	44,698	51,123
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	10,588	13,683	16,402	18,620
Chi phí hoạt động dịch vụ	(3,981)	(5,473)	(7,381)	(9,310)
Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ	6,607	8,210	9,021	9,310
Lãi/(lỗ) thuần từ HĐKD ngoại hối và vàng	3,906	4,222	4,799	5,504
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán KD	2	-	-	-
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	(0)	(0)	(0)	(0)
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác	1,800	2,000	2,100	2,205
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	461	353	407	380
	-	-	-	-
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	49,063	53,845	61,025	68,522
Chi phí hoạt động	(16,038)	(17,854)	(20,045)	(22,517)
LN thuần từ hoạt động kinh doanh	33,024	35,992	40,980	46,005
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(9,975)	(10,281)	(9,356)	(10,254)
Tổng lợi nhuận trước thuế	23,050	25,711	31,623	35,751
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(4,577)	(5,142)	(6,325)	(7,150)
Lợi nhuận sau thuế	18,473	20,568	25,299	28,601
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(21)	(21)	(26)	(29)
Cổ đông của Công ty mẹ	18,451	20,547	25,273	28,571
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	4,470	5,540	6,814	7,703

Các chỉ số chính

	2020	2021F	2022F	2023F
Định giá				
Trung bình SL Cổ phiếu (triệu)	3,709	3,709	3,709	3,709
SL Cổ phiếu cuối năm (triệu)	3,709	3,709	3,709	3,709
EPS (VND)	4,470	5,546	6,821	7,711
Tăng trưởng EPS	-0.25%	24.07%	23.00%	13.05%
Giá trị sổ sách (VND)	25,370	30,428	37,196	44,843
PE forward (@VND100,600)		18.14	14.75	13.05
PB forward (@VND100,600)		3.31	2.70	2.24
Tỉ lệ an toàn vốn				
CAR	9.46%	N/A	N/A	N/A
VCSH/ Tổng tài sản	7.1%	7.9%	8.6%	9.2%
Đòn bẩy (x)	14.1	12.7	11.6	10.8
Chất lượng tài sản				
Tài sản rủi ro/ tổng tài sản	88.9%	90.0%	90.9%	90.0%
NPLs (3-5)	0.62%	1.20%	0.94%	0.71%
NPLs (2-5)	0.96%	1.30%	1.44%	1.21%
LLR (3-5)	368.0%	153.7%	170.9%	193.3%
LLR (2-5)	239.8%	141.8%	111.4%	113.7%
Tỉ lệ xóa nợ/ tổng dư nợ	0.33%	1.30%	0.86%	0.84%
% NPL trước khi xóa nợ trong kì	0.96%	2.50%	1.80%	1.55%
Tỉ lệ hình thành NPL	0.28%	1.94%	0.76%	0.74%
Chi phí tín dụng (% tổng dư nợ)	1.27%	1.15%	0.93%	0.88%

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	15,095	10,103	11,213	12,554
Tiền gửi tại SBV	33,139	23,729	26,334	29,483
Tiền gửi và cho vay các TCTD khác	267,970	267,970	287,799	287,799
Cho vay khách hàng	820,545	923,266	1,064,339	1,226,732
Cho vay khách hàng	839,788	940,563	1,081,647	1,243,894
Dự phòng rủi ro cho vay khách hàng	(19,243)	(17,296)	(17,308)	(17,162)
Hoạt động mua nợ	-	-	-	-
Chứng khoán đầu tư	156,931	168,311	181,195	196,000
Góp vốn, đầu tư dài hạn	2,239	2,239	2,239	2,239
Tài sản cố định	8,539	10,928	10,870	10,687
Tài sản Có khác	19,817	22,706	14,491	35,098
Tổng tài sản	1,326,230	1,430,543	1,599,910	1,802,186
Tổng nợ phải trả	1,232,135	1,317,584	1,461,822	1,635,708
Tiền gửi và vay các TCTD khác	103,584	112,774	125,156	140,123
Tiền gửi của khách hàng	1,032,114	1,104,362	1,225,841	1,372,942
Vốn tài trợ của CP và các TCTD khác	15	16	17	20
Phát hành giấy tờ có giá	21,240	23,364	25,701	28,271
Các khoản nợ khác	75,183	33,832	37,547	42,037
Vốn chủ sở hữu	94,095	112,853	137,956	166,316
Vốn điều lệ	37,089	37,089	37,089	37,089
Lợi nhuận chưa phân phối	36,650	54,470	78,308	105,238
Thặng dư vốn cổ phần	4,995	4,995	4,995	4,995
Quỹ của tổ chức tín dụng	14,926	15,954	17,219	18,649
Tổng nguồn vốn	1,326,230	1,430,543	1,599,910	1,802,186

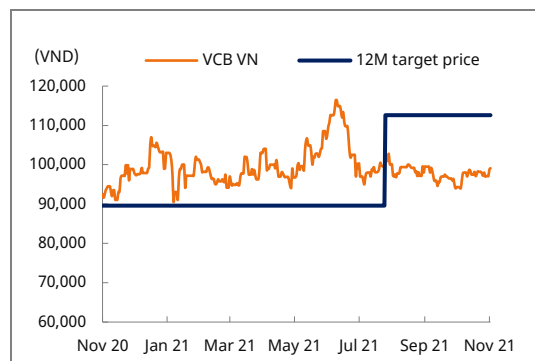
	2020	2021F	2022F	2023F
Tăng trưởng				
Tổng tài sản	8.5%	7.9%	11.8%	12.6%
Dư nợ tín dụng	14.3%	12.0%	15.0%	15.0%
Huy động khách hàng	11.2%	7.0%	11.0%	12.0%
Vốn chủ sở hữu	16.3%	19.9%	22.2%	20.6%
LNST	-0.3%	11.5%	23.0%	13.1%
LNST	-0.3%	11.3%	23.0%	13.1%
Lợi nhuận thuần từ HĐ kinh doanh	10.4%	9.0%	13.9%	12.3%
Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động				
ROA	1.45%	1.5%	1.7%	1.7%
ROE	21.11%	19.9%	20.2%	18.8%
Chi phí huy động	2.85%	2.88%	2.98%	3.07%
Gross yield	5.73%	5.66%	5.81%	5.95%
NIM	3.00%	2.96%	3.05%	3.12%
NII/ TOI	74.0%	72.5%	73.2%	74.6%
CIR	32.6%	33.2%	32.8%	32.9%
Dự phòng rủi ro/ TOI	20.3%	19.1%	15.3%	15.0%
Thanh khoản				
Pure LDR	81.4%	85.2%	88.2%	90.6%
LDR	72.6%	75.8%	78.6%	80.7%
Tỉ lệ vay interbank/ tổng huy động	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
JS Comm. Bank for Foreign Trade of Vietnam (VCB VN)	11/23/2021	Trading buy	112,600
	08/16/2021	Trading buy	112,600
	11/10/2020	Hold	89,600
	08/13/2020	Hold	83,500
	04/29/2020	Buy	83,500
	04/14/2020	Trading Buy	83,500
	12/28/2019	Hold	98,400
	10/23/2019	Hold	88,000
	03/06/2019	Hold	66,400



Stock Ratings

Buy	: Relative performance of 20% or greater
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility
Hold	: Relative performance of -10% and 10%
Sell	: Relative performance of -10%

Industry Ratings

Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (—), Not covered (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

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

* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Vietnam Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

* The achievement of the target price may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset Vietnam 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.

Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are registered with the Korea Financial Investment Association and are subject to Korean securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws or regulations thereof. Each Analyst responsible for the preparation of this report certifies that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal views of the Analyst about any and all of the issuers and securities named in this report and (ii) no part of the compensation of the Analyst was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report. Mirae Asset Vietnam Co., Ltd. ("Mirae Asset Vietnam") 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. Like all employees of Mirae Asset Vietnam, 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 Mirae Asset Vietnam except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report was prepared by Mirae Asset Vietnam, a broker-dealer registered in the Republic of Korea and a member of the Korea Exchange. 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 Mirae Asset Vietnam 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 Korean language. In case of an English translation of a report prepared in the Korean language, the original Korean 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 or regulations or subject Mirae Asset Vietnam or any of 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 Mirae Asset Vietnam 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.

Mirae Asset Vietnam 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. Mirae Asset Vietnam may make investment

decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. Mirae Asset Vietnam, 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. Mirae Asset Vietnam 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 Mirae Asset Vietnam. For further information regarding company-specific information as it pertains to the representations and disclosures in this Appendix 1, please contact compliance@miraeasset.us.com or +1 (212) 407-1000

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 Vietnam 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 Vietnam 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 Vietnam. 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 Vietnam 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 Vietnam and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset Vietnam International Network**Mirae Asset Vietnam Co., Ltd. (Seoul)**

Global 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

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

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
Brasil
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)