



Ngân hàng TMCP Quân Đội

[Việt Nam / Ngân hàng]

Bloomberg Code (MBB VN) | Reuters Code (MBB.HM)

MUA

BC Cập nhật

Giá mục tiêu (2025)

VND 30,700

Giá hiện tại (10/02/25)

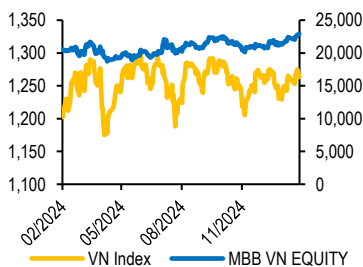
VND 22,900

Suất sinh lời

34.1%

VNINDEX	1,263
P/E thị trường (25F, x)	10.3
Vốn hóa (tỷ VND)	139,742
SLCP đang lưu hành (triệu)	6,102
SLCP tự do giao dịch (triệu)	4,209
Tỷ lệ tự do giao dịch (%)	69.0
52 tuần cao/thấp (VND)	23,250/18,870
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	10.73
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	195
Sở hữu nước ngoài (%)	23.2

Cổ đông lớn (%)	Viettel		14.7
	SCIC		9.8
Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	7.3	12.3	12.1
Tg đối với VN-Index (%)	6.4	9.1	6.7



Nguồn: Bloomberg

Phương Nguyễn

(84-28) 6299-9004

phuong.nd@shinhan.com

Ly Bui - Giám đốc Phân tích

(84-28) 6299-8029

ly.btt@shinhan.com



Scan the QR code or click to track

Hướng tới mục tiêu mới

Cập nhật với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 30,700 đồng

Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB) có nhiều thành tích nổi bật trong những năm hoạt động gần đây, thể hiện qua chất lượng tài sản ổn định, lợi nhuận vượt trội cùng với xếp hạng tín nhiệm được đánh giá cao bởi các tổ chức xếp hạng quốc tế. MBB tiếp tục tập trung phát triển CNTT, chuyển đổi số hướng tới mục tiêu “Trở thành Doanh nghiệp số, Tập đoàn tài chính dẫn đầu”. Trong năm 2025, ban lãnh đạo MBB dự kiến sẽ tập trung nhiều hơn vào phân khúc bán lẻ của danh mục cho vay và tiếp tục cải thiện chất lượng CASA. Với phương pháp thu nhập thẳng dư (RI) và phương pháp so sánh dựa trên chỉ số P/B, P/E, chúng tôi cập nhật mức giá mục tiêu cho MBB trong năm 2025 ở mức 30,700 đồng.

Kết quả kinh doanh 2024

MBB ghi nhận tăng trưởng tín dụng hợp nhất năm 2024 đạt gần 25% YoY, tăng mạnh hơn 11% riêng trong Q4/2024. Tăng trưởng cho vay trong năm 2024 tiếp tục được dẫn dắt bởi nhóm KHDN (+32.8% YoY), nhóm bán lẻ đã cho thấy sự phục hồi tích cực hơn (+20% YoY). **Tiền gửi khách hàng cũng cho thấy mức tăng phù hợp với đà tăng của tín dụng**, đạt gần 26% YoY.

NIM thu hẹp từ mức 4.9% cuối Q4/2023 xuống quanh mức 4.2% và giữ ổn định ở mức này trong 2 quý cuối năm 2024. Thu nhập lãi năm 2024 đạt 41,152 tỷ đồng (+6.4% YoY)

Thu nhập ngoài lãi của MBB năm 2024 tăng mạnh +65.4% YoY. Tăng mạnh nhất trong cơ cấu thu nhập ngoài lãi của MBB năm rồi đến từ mảng chứng khoán đầu tư, chứng khoán kinh doanh và kinh doanh ngoại hối. Khoản thu từ nợ đã xử lý rủi ro cũng cho thấy mức tăng trưởng tích cực, đặc biệt trong Q4/2024. Trong khi đó, thu nhập phí chưa có tiến triển như chúng tôi kỳ vọng, mảng bancassurance tiếp tục suy yếu trong năm 2024.

Tỷ lệ nợ xấu ổn định ở mức 1.6% (tương đương với tỷ lệ NPL cuối 2023). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt hơn 92%.

Lợi nhuận trước thuế của MBB cả năm đạt 28,829 tỷ đồng (+9.6% YoY), vượt mục tiêu tăng trưởng 6-8% được ĐHĐCĐ thông qua.

Triển vọng năm 2025

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của MBB năm 2024 sẽ ở quanh mức 24-25%. Chúng tôi dự báo chi phí vốn của MBB có thể tăng nhẹ khoảng 30-40bps. Nhưng nhờ giải ngân tốt hơn vào danh mục bán lẻ (phân bổ hơn 50% dư nợ cho vay của 2025), MBB có thể cải thiện nhẹ về NIM lên mức 4.36% trong năm 2025. Tỷ lệ nợ xấu kiểm soát dưới 2% (ổn định quanh 1.5%). Tỷ lệ CIR năm 2025 giữ ổn định quanh mức 30%. **Lợi nhuận trước thuế hợp nhất của MBB năm 2025 được kỳ vọng đạt 32,337 tỷ đồng (+12% YoY)**.

Rủi ro: (1) Nhu cầu tín dụng và thị trường bất động sản có thể chậm phục hồi hơn dự kiến. (2) Chi phí trích lập dự phòng rủi ro có thể tăng cao do áp lực từ đà tăng của nợ xấu

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Thu nhập từ lãi (tỷ VND)	26,200	36,023	40,964	41,152	53,255
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	10,735	9,570	7,433	14,261	13,289
Tổng thu nhập (tỷ VND)	36,934	45,593	48,397	55,413	66,545
Các chi phí hoạt động và chi phí dự phòng	(20,407)	(22,863)	(21,000)	(26,584)	(34,207)
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	16,527	22,729	26,306	28,829	32,337
Tăng trưởng tín dụng (%)	24.6%	25.0%	28.0%	24.7%	24.3%
NIM (%)	5.0%	5.7%	4.8%	4.2%	4.4%
ROE	23.5%	25.6%	23.9%	21.5%	20.1%

Nguồn: Fintpro, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. 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. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure

Tóm tắt cuộc họp nhà đầu tư với MBB Q1/2025

Mục tiêu và kỳ vọng kinh doanh từ phía ban lãnh đạo cho năm 2025:

- MBB tăng trưởng tín dụng dự kiến ở mức 26%, mục tiêu vượt hơn 1 triệu tỷ đồng dư nợ cho vay. Thỏa thuận đại lý giữa MBB với F88 và Viettel nhằm mở rộng mạng lưới của mình, giúp tiếp cận khu vực nông thôn và tỉnh thành hiệu quả hơn
- Huy động khách hàng dự kiến đạt trên 1 triệu tỷ đồng, tăng trưởng khoảng 25%
- Ban lãnh đạo đặt mục tiêu tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) dưới 28%
- Tăng trưởng lợi nhuận thận trọng ở mức 8-10%, đạt từ 31.6 đến 32 nghìn tỷ đồng. Ban lãnh đạo tương đối thận trọng với mục tiêu kinh doanh trong 2 năm gần nhất
- MBB chia sẻ sẽ tiếp tục duy trì chính sách cổ tức như giai đoạn 2023-2024.
- Tỷ lệ nợ xấu (NPL) toàn tập đoàn ở mức 1.7%, tỷ lệ bao phủ nợ xấu trên 100%. Nợ tái cơ cấu theo thông tư 02/2023/TT-NHNN chiếm tỷ trọng nhỏ và đã được MBB dự phòng theo quy định, do vậy ban lãnh đạo cho rằng tác động từ việc hết hạn của thông tư này không có tác động lớn lên chất lượng nợ của ngân hàng
- Về dư nợ liên quan tới Novaland, các vấn đề về pháp lý của dự án Aqua City và NovaWorld Phan Thiết được kỳ vọng sẽ được gỡ trong 6 tháng đầu của năm 2025
- Về dư nợ liên quan tới Trung Nam trong mảng năng lượng tái tạo được kỳ vọng sẽ được chính phủ và các bộ liên quan giải quyết vào cuối quý đầu của năm 2025

Chiến lược kinh doanh:

- MBB định hướng đẩy mạnh cho vay bán lẻ. Trong năm 2025, ban lãnh đạo kỳ vọng sẽ phân bổ ít nhất 50% dư nợ cho vay vào nhóm bán lẻ (hộ gia đình, cá nhân và SMEs)
- Tiếp tục đẩy mạnh chuyển đổi số
- Mục tiêu cải thiện chất lượng tiền gửi CASA giúp tăng lợi thế chi phí vốn

Các công ty con:

- M Credit dự kiến sẽ phục hồi khả quan hơn năm 2025
- MBB kỳ vọng doanh thu công ty con sẽ có sự cải thiện hơn trong cơ cấu của tập đoàn (từ mức 5% lên 20-25%)

Về tiếp nhận ngân hàng yếu kém

- MB đã chính thức tiếp quản Ocean Bank (và đổi tên thành MBV) và biến nó thành một thành viên mới của tập đoàn MB. Đây là sự chuyển giao bắt buộc từ phía NHNN
- MBV sẽ không hợp nhất vào kết quả kinh doanh của MBB. Phía MBB sẽ cung cấp nhân sự có kinh nghiệm cho MBV để cải thiện hoạt động.

Dự phóng kết quả kinh doanh 2025

Năm	2024 Thực tế	%yoy	2025F	%yoy	Chú thích
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	41,152	6.38%	53,255	29.41%	Chúng tôi giả định tăng trưởng tín dụng khoảng 24-25%, cơ cấu cho vay đẩy nhiều hơn cho bán lẻ và hướng tới mở rộng cho vay trung và dài hạn hơn trong năm 2025.
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	14,261	65.40%	13,289	-6.81%	Năm 2024 chứng kiến đà tăng tốt từ doanh mục chứng khoán đầu tư và chứng khoán kinh doanh. Chúng tôi cho rằng, thu nhập từ hai mảng này sẽ không còn nhiều dư địa tăng trong năm 2025. Sự phục hồi của thị trường bất động sản sẽ tiếp tục thúc đẩy thu nhập từ nợ đã xử lý rủi ro.
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	55,413	17.14%	66,545	20.19%	
Chi phí hoạt động (tỷ đồng)	17,007	14.04%	20,409	20.0%	Với áp dụng mạnh mẽ và sâu rộng của chuyển đổi số, chúng tôi kỳ vọng chi phí hoạt động sẽ chỉ tăng ổn định như quá khứ
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (tỷ đồng)	9,577	57.3%	13,799	44.09%	Chi phí tín dụng ở mức 1.3-1.4%
LNTT (tỷ đồng)	28,829	9.59%	32,337	12.17%	
Tỷ lệ nợ xấu- NPL (%)	1.62%		1.5%		Tuy vậy, nếu nợ liên quan đến doanh nghiệp trong ngành bất động sản và năng lượng tái tạo có diễn biến tiêu cực, NPL của MBB có thể tăng cao hơn dự phóng của chúng tôi
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu - LLR (%)	92.25%		107%		Tỷ lệ bao phủ nợ xấu được chúng tôi giả định quay về mức 100%
Tăng trưởng tín dụng - Ytd (%)	24.7%		24.3%		
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng - Ytd (%)	25.8%		22.0%		
Tỷ lệ thu nhập lãi thuần - NIM (TTM %)	4.24%		4.36%		Lãi suất cho vay của toàn hệ thống ngân hàng được NHNN chỉ đạo giảm đã ảnh hưởng đến NIM của không chỉ MBB mà còn toàn ngành ngân hàng trong năm 2024. Tuy vậy, xu hướng lãi suất nhiều khả năng đã ở vùng đáy và có thể tăng nhẹ khoảng 50bps trong năm 2025.

Định giá và khuyến nghị

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư (RI), phương pháp định giá theo P/B và theo P/E.

Mức giá mục tiêu cho cổ phiếu cho năm 2025 tới ở mức 30,700 đồng/cp.

- Trong ngắn hạn, chúng tôi thận trọng sử dụng tỷ lệ P/B ở mức 1,2x và P/E ở mức 6.0x, tương đương trung bình 5 năm gần nhất của MBB. Với BVPS và EPS dự báo năm 2025 ở mức 26.422 đồng và 4,875 đồng, giá mục tiêu của MBB trong năm 2025 tới dự kiến sẽ vào khoảng 31,707 đồng và 29,252 đồng.
- Đối với phương pháp thu nhập thặng dư, giá cổ phiếu năm 2025 ước tính là 31,743 đồng.

Chi phí vốn	
Chi phí vốn (%)	14.4
Lãi suất phi rủi ro (%)	3.1
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.35
Beta	1.3

Phương pháp RI					
(Đơn vị: tỉ VND)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Chi phí vốn (%)	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4
Chi phí vốn sau 2028					14.4
LNST	22,951	25,870	30,612	38,402	43,885
Lợi nhuận thặng dư (RI)		7,490	8,610	11,962	12,154
Giá trị hiện tại RI		6,553	6,592	8,013	7,124

Lợi nhuận thặng dư dài hạn	111,252
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.00%

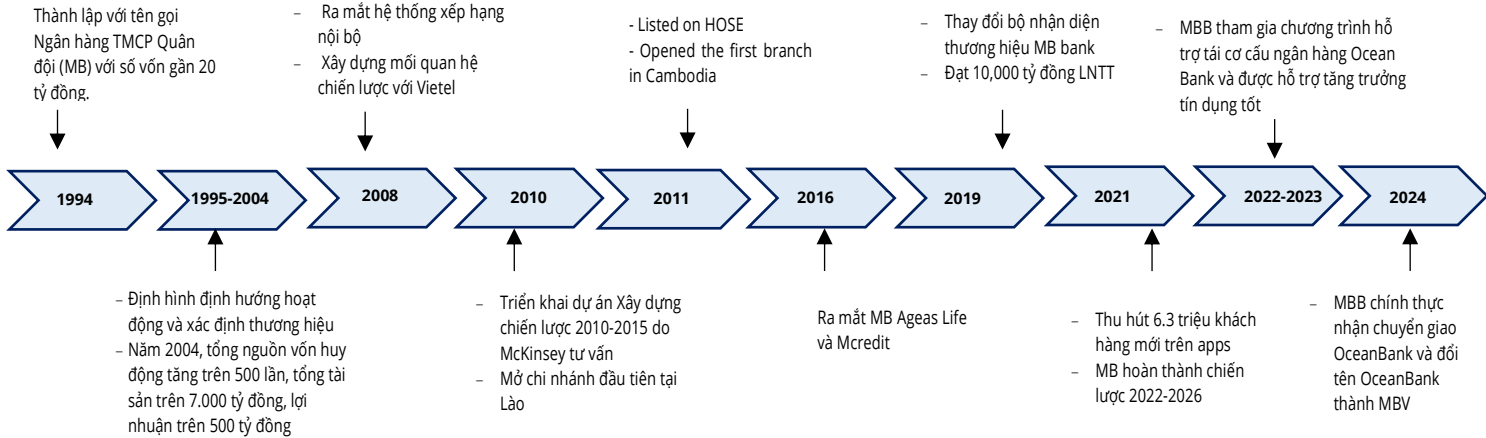
Giá trị hiện tại dài hạn	65,206
Giá trị hiện tại RI	28,282
Vốn ban đầu	117,060
Chiết khấu (%)	20%
Tổng giá trị	168,438
Số lượng cổ phiếu (tỷ)	5.31
Giá mục tiêu (VND)	31,743

Định giá cổ phiếu		
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (VND)
Thu nhập thặng dư (RI)	20%	31,743
P/B target (1.2x)	40%	31,707
P/E target (6.0x)	40%	29,252
Giá mục tiêu (VND)		30,733

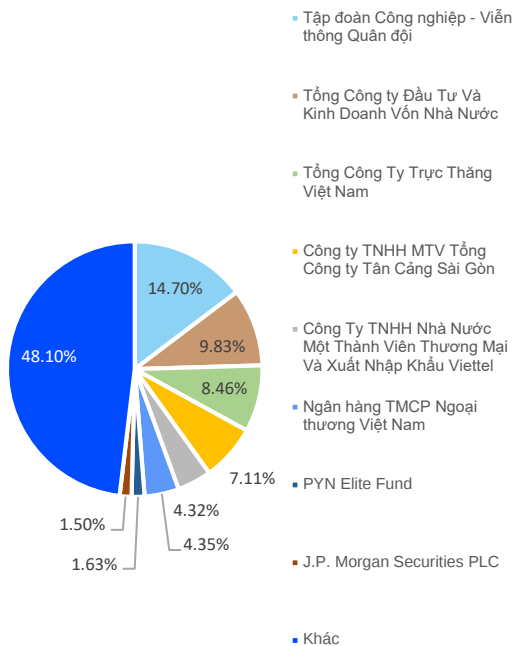
Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

Tổng quan doanh nghiệp

Lịch sử doanh nghiệp

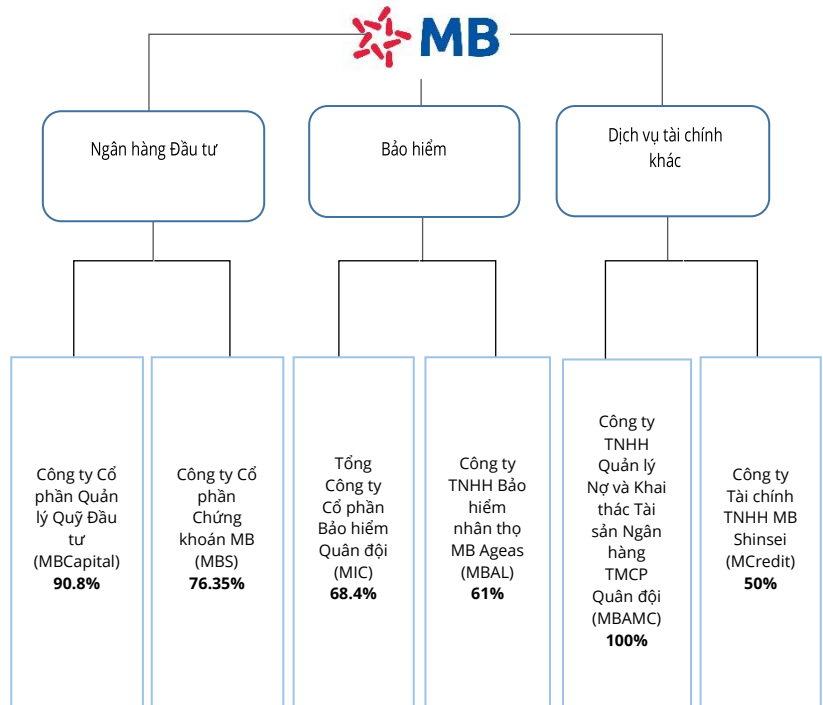


Cơ cấu cổ đông cuối Q4/2024



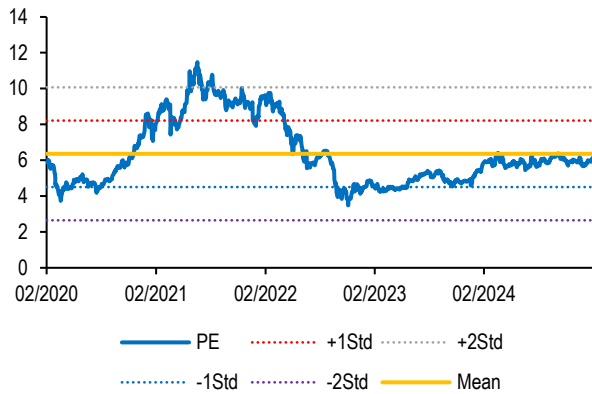
Cơ cấu công ty con

MBB sở hữu nhiều công ty con hoạt động trong lĩnh vực tài chính và phi tài chính, bao gồm:



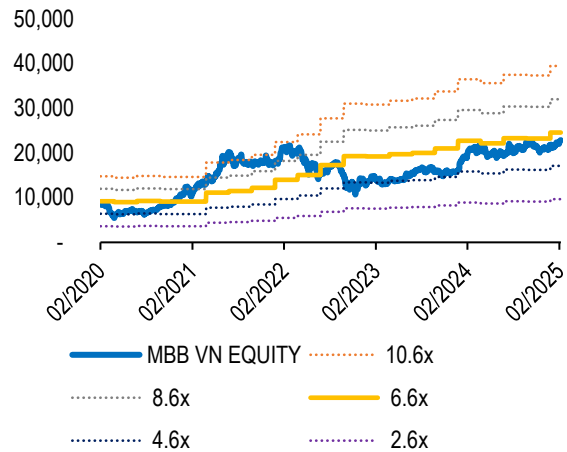
Nguồn: Dữ liệu công ty, Finpro, Shinhan Securities Company

PER của MBB



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER band của MBB



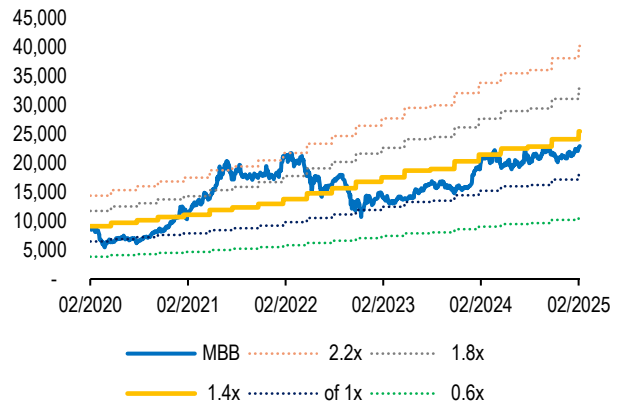
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của MBB



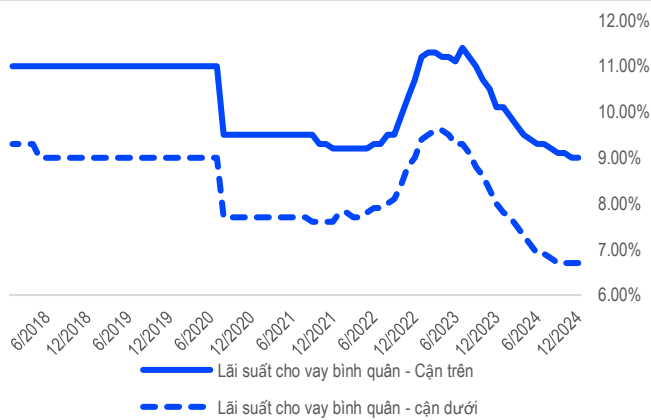
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR band của MBB



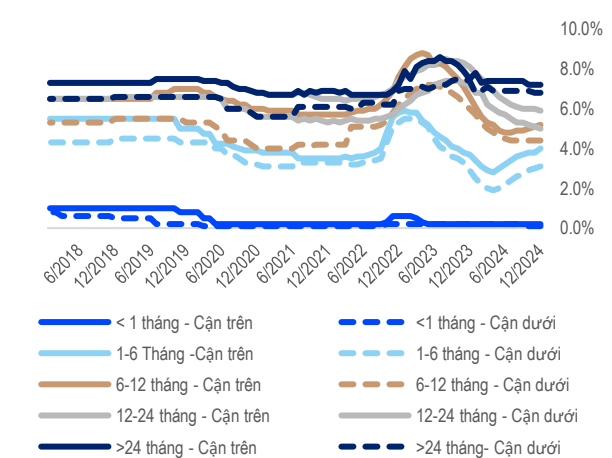
Nguồn: SBV, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lãi suất cho vay bình quân tại Việt Nam



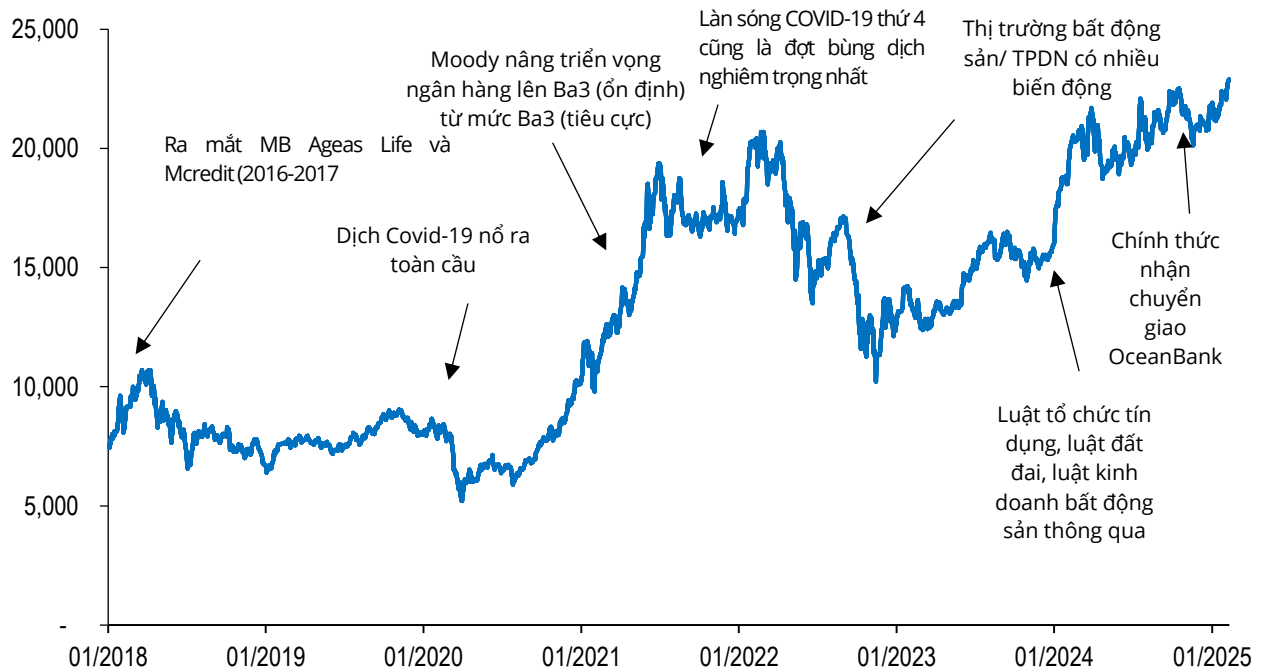
Nguồn: SBV, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lãi suất huy động bình quân tại Việt Nam



Nguồn: SBV, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Sự kiện quan trọng của MBB



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025F
Tổng tài sản	607,140	728,532	944,954	1,128,801	1,380,200
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	3,475	3,744	3,675	3,349	8,713
Tiền gửi tại NHNN	38,051	39,655	66,322	29,825	34,851
Tiền gửi và cho vay TCTD khác	35,983	32,937	46,344	76,786	132,723
Chứng khoán kinh doanh	7,575	4,106	44,251	7,932	9,518
Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác	274	70	141	-	-
Cho vay khách hàng	354,797	448,599	599,579	765,048	957,252
Hoạt động mua nợ	2	1,007	1,790	952	952
Chứng khoán đầu tư	128,806	159,580	147,923	209,637	194,864
Góp vốn, đầu tư dài hạn	803	625	616	609	609
Tài sản cố định	4,678	5,074	4,854	5,430	5,687
Bất động sản đầu tư	269	236	240	234	234
Tài sản Cố khác	32,426	32,901	29,218	28,998	34,798
Tổng nợ	544,654	648,919	848,242	1,011,741	1,239,995
Nợ chính phủ và NHNN	262	32	9	8,156	8,156
Tiền gửi và vay các TCTD khác	59,560	65,117	99,810	110,170	136,494
Tiền gửi của khách hàng	384,692	443,606	567,533	714,154	871,268
Các công cụ tài chính. Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của CP và TCTD khác	1,999	2,003	2,800	2,985	3,731
Phát hành giấy tờ có giá	66,887	96,578	126,463	128,964	161,205
Các khoản nợ khác	31,254	41,584	51,628	47,312	59,140
Vốn chủ sở hữu	62,486	79,613	96,711	117,060	140,205
Vốn của tổ chức tín dụng	39,318	47,597	54,938	56,296	64,405
Quỹ của tổ chức tín dụng	7,341	9,289	12,194	14,997	19,001
Lợi nhuận chưa phân phối	12,915	19,064	25,560	40,718	51,530
Lợi ích của cổ đông thiểu số	2,911	3,664	3,973	4,911	5,269
Tổng cộng nguồn vốn	607,140	728,532	944,954	1,128,801	1,380,200

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025F
Thu nhập lãi	38,465	52,486	69,143	69,062	90,867
Chi phí lãi	(12,265)	(16,463)	(30,459)	(27,910)	(37,612)
Thu nhập lãi thuần	26,200	36,023	38,684	41,152	53,255
Từ hoạt động dịch vụ	4,367	4,136	4,085	4,368	6,116
Từ hoạt động kinh doanh ngoại hối vàng	1,331	1,704	1,210	2,000	2,621
Từ mua bán chứng khoán kinh doanh	221	141	542	1,756	113
Từ mua bán chứng khoán đầu tư	1,446	1,315	300	2,803	809
Từ hoạt động khác	3,254	2,142	2,428	3,281	3,598
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	115	132	57	53	32
Tổng thu nhập ngoài lãi	10,735	9,570	8,622	14,261	13,289
Tổng thu nhập hoạt động	36,934	45,593	47,306	55,413	66,545
Chi phí hoạt động	(12,377)	(14,816)	(14,913)	(17,007)	(20,409)
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước dự phòng rủi ro tín dụng (PPOP)	24,557	30,777	32,393	38,406	46,136
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(8,030)	(8,048)	(6,087)	(9,577)	(13,799)
Tổng lợi nhuận trước thuế	16,527	22,729	26,306	28,829	32,337
Thuế TNDN	(3,306)	(4,574)	(5,252)	(5,878)	(6,467)
Tổng lợi nhuận sau thuế	13,221	18,155	21,054	22,951	25,870
LNST thuộc về công ty mẹ	12,697	17,483	20,772	22,634	25,512

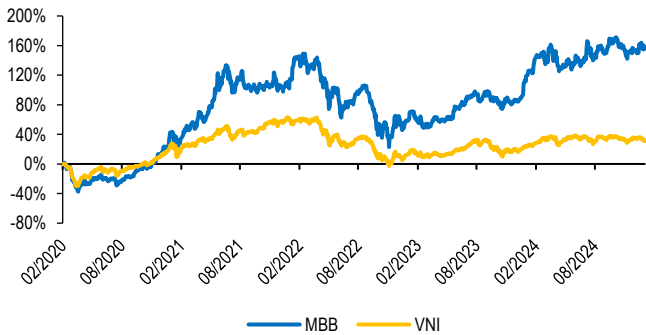
Chỉ số tài chính

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Tăng trưởng (% YoY)					
Dư nợ cho vay	21.88	26.69	32.67	27.10	25.00
Tiền gửi của khách hàng	23.71	15.31	27.94	25.83	22.00
Vốn chủ sở hữu	24.72	27.41	21.48	21.04	19.77
Tổng tài sản	22.66	19.99	29.71	19.46	22.27
Thu nhập lãi thuần	29.20	37.50	7.39	6.38	29.41
Thu nhập ngoài lãi	51.53	(10.86)	(9.90)	65.40	(6.81)
PPOP	46.12	25.33	5.25	18.56	20.13
LNST	54.63	37.53	15.74	9.59	12.17
LNST	53.63	37.32	15.97	9.01	12.72
Lợi nhuận (%)					
NIM	5.07	5.60	4.83	4.24	4.36
ROA	2.4	2.7	2.5	2.2	2.1
ROE	23.5	25.6	23.9	21.5	20.1
Thanh khoản (%)					
Tổng dư nợ/Tổng tiền gửi (Pure LDR)	94.51	103.83	107.67	108.75	111.43
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ đòn bẩy (x)	9.72	9.15	9.77	9.64	9.84
Tỷ lệ NPL (%)	0.90	1.09	1.60	1.62	1.50
Tỷ lệ LLR (%)	267.98	238.03	116.98	92.25	107.02
Dự phòng/Dư nợ tín dụng (%)	2.16	2.36	1.77	1.43	1.35
Chi phí tín dụng/Dư nợ cho vay (%)	2.43	1.95	1.14	1.38	1.58
Chi phí tín dụng/Dư nợ tín dụng (%)	1.98	1.59	0.94	1.31	1.37
Giá trị trên mỗi cổ phiếu (VND)					
EPS	3,499	4,004	4,038	4,325	4,875
BPS	16,538	17,559	18,548	22,060	26,422
PPOP/share	6,500	6,788	6,213	7,238	8,695

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

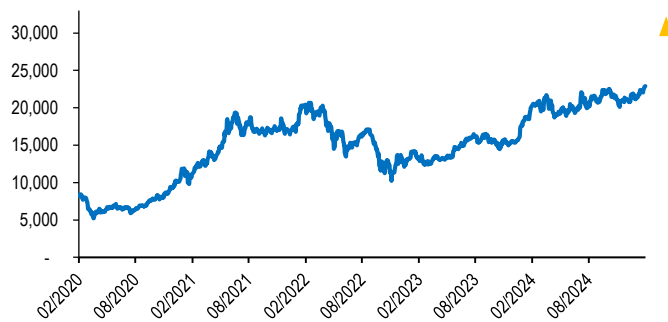
Ngân hàng TMCP Quân Đội (MBB VN)

Diễn biến giá



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			Trung bình	Cao/Thấp
30/11/2022 (BC lần đầu)	MUA	25,700	64.8	30/123
01/11/2023 (BC cập nhật)	MUA	30,050	92.7	52/161
04/21/2024 (BC cập nhật)	MUA	29,000	19.8	12.8/27.8
02/11/2025 (BC cập nhật)	MUA	30,700	46.2	32.5/63.2

Giá mục tiêu (VND)



Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
♦ MUA: Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ♦ GIỮ: Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ♦ BÁN: Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%	♦ TÍCH CỰC: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ♦ TRUNG LẬP: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ♦ TIÊU CỰC: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ♦ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: **Phuong Nguyen**

Important Disclosures & Disclaimers

- ♦ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common securities of the following companies mentioned in this report: **MBB VN**
- ♦ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ♦ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ♦ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ♦ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ♦ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ♦ **United States:** This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ♦ **All Other Jurisdictions:** Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. 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 Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
 Shinhan Investment Tower
 23-2, Youido-dong, Yongsongpo-gu,
 Seoul, Korea 150-712
 Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
 Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
 1325 Avenue of the Americas Suite 702,
 New York, NY 10019
 Tel : (1-212) 397-4000
 Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
 Unit 7705 A, Level 77
 International Commerce Centre
 1 Austin Road West
 Kowloon, Hong Kong
 Tel : (852) 3713-5333
 Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
 30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
 22-23, Jakarta, Indonesia
 Tel : (62-21) 5140-1133
 Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
 Shanghai Representative Office
 Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
 Lujiazui Ring Road, Pudong, Shanghai, China
 Tel : (86-21) 6888-9135/6
 Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
 22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
 District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
 Tel : (84-8) 6299-8000
 Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
 Hanoi Branch
 2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
 Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
 Tel : (84-8) 6299-8000