Shinhan Securities



CTCP Vĩnh Hoàn

[Việt Nam / Thủy sản]

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

GIỮ

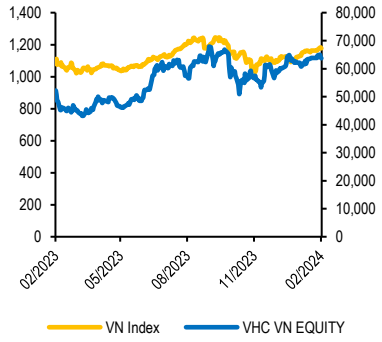
Báo Cáo Cập Nhật

Giá mục tiêu (12 tháng)	**69,500VND**
Giá hiện tại (21/02/2024)	63,700 VND
Suất sinh lời (%)	9.1%

VNINDEX	1,223
P/E thị trường	15.9
Vốn hóa (tỷ VND)	14,298
SLCP lưu hành (triệu CP)	224
Tự do giao dịch (triệu CP)	112
52-tuần cao/thấp (VND)	71,917/44,417
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.81
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	48
Sở hữu nước ngoài (%)	27.67

Cổ đông lớn (%)	Trương Thị Lệ Khanh	42.32
	Mitsubishi Corporation	6.42

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	7.7	7.7	18.5
So với VN-Index (%)	-2.5	4.0	5.5



Nguồn: Bloomberg

Diễm Ngô

☎ (84-28) 6299-7759
✉ diem.ndn@shinhan.com

Ly Bùi – Giám đốc Phân tích

☎ (84-28) 6299-8029
✉ ly.btt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Sức mua quay trở lại

Cập nhật khuyến nghị GIỮ, giá mục tiêu 69,500 đồng

CTCP Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp đầu ngành cá tra của Việt Nam với tỷ trọng xuất khẩu lên đến hơn 15% tổng kim ngạch xuất khẩu cá tra cả nước. Năm 2023 là một năm khó khăn với ngành cá tra nói chung và Vĩnh Hoàn nói riêng khi doanh thu bị ảnh hưởng nặng nề bởi thị trường xuất khẩu chính của VHC là Mỹ giảm mạnh. Tuy nhiên vào tháng 12/2023, xuất khẩu cá tra sang Mỹ đã tăng trưởng dương lần đầu tiên so với cùng kỳ năm 2022. Tiếp đến tháng 1/2024, xuất khẩu thủy sản đã có dấu hiệu tích cực khi tăng 60.8% YoY, trong đó xuất khẩu cá tra được dự báo sẽ phục hồi mạnh. Do đó, sang năm 2024 chúng tôi kỳ vọng tình hình kinh doanh của công ty sẽ trở nên tích cực hơn khi vĩ mô ổn định giúp sức mua của các thị trường phục hồi trở lại. Chúng tôi thay đổi phương pháp định giá EV/EBITDA sang P/E để phản ánh chính xác hơn về triển vọng ngành. Dựa trên phương pháp FCFF và P/E, với tỷ trọng 50:50, giá mục tiêu của VHC ở mức 69,500 đồng (sau khi chia cổ tức bằng cổ phiếu 20% và cổ tức bằng tiền 20%).

Cập nhật KQKD Q4/2023

Quý 4/2023, Vĩnh Hoàn ghi nhận doanh thu thuần đạt 2,396 tỷ đồng (-3.2% YoY) và LNST đạt 66 tỷ đồng (-66.7% YoY). Tổng kết năm 2023, công ty ghi nhận doanh thu thuần đạt 10,039 tỷ đồng (-24.1 % YoY) và LNST đạt 950 tỷ đồng (-52.8% YoY). Giá cá tra xuất khẩu liên tục giảm, giá vốn tăng mạnh cùng với mức nền cao của năm trước khiến cho doanh thu và LNST đều giảm mạnh. Tình hình các mảng kinh doanh của công ty trong năm 2023 cụ thể như sau:

Mảng cá tra: Doanh thu mảng cá tra năm 2023 đạt 5,537 tỷ đồng (-55.2% YoY) chủ yếu bị ảnh hưởng bởi việc giá bán thấp và giảm sản lượng. Cụ thể, doanh thu chính đến từ thị trường Mỹ đạt 2,963 tỷ đồng (-49.7% YoY), thị trường Trung Quốc đạt 1,182 tỷ đồng (-8.7% YoY). Thị trường trong nước đóng vai trò quan trọng khi xuất khẩu gặp khó khăn khi chiếm đến 28% tỷ trọng doanh thu, (năm 2022: 21%, 2020: 11%).

Collagen & Gelatin, Phụ phẩm và Sa Giang: Doanh thu mảng collagen&gelatin, phụ phẩm và doanh thu từ Sa Giang ghi nhận lần lượt đạt 720 tỷ đồng (-21% YoY), 1,669 tỷ đồng (-29% YoY) và 304 tỷ đồng (-9% YoY), chiếm tỷ trọng doanh thu lần lượt là 7%, 17%, 5%.

Năm 2023, VHC thực hiện được 87% kế hoạch doanh thu và 95% mục tiêu LNST. Chúng tôi điều chỉnh doanh thu của VHC năm 2024 đạt 11,381 tỷ đồng (+13.4% YoY) và LNST ở mức 1,247 tỷ đồng (+31.3% YoY) khi tình hình kinh doanh thuận lợi hơn nhờ các yếu tố (1) tồn kho của Mỹ giảm, (2) EU đánh thuế cá minh thái và cá tuyết từ Nga 13.7% (không được tiếp tục hưởng ưu đãi thuế 0%), và (3) lạm phát hạ nhiệt thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ trở lại.

Rủi ro (1) Rủi ro xuất khẩu, (2) Rủi ro nhu cầu yếu

Năm	**2023**	**2024F**	**2025F**	**2026F**	**2027F**
Doanh thu (tỷ VND)	**10,039**	**11,381**	**12,939**	**10,684**	**11,830**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	928	1,377	1,871	797	1,474
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**950**	**1,247**	**1,700**	**746**	**1,359**
EPS (VND)	3,994	5,245	7,149	3,138	5,718
BPS (VND)	38,168	43,722	49,295	50,619	54,675
OPM	9.2	12.1	14.5	7.5	12.5
NPM	9.5	11.0	13.1	7.0	11.5
ROE	11.7	13.6	16.3	6.7	11.5
PER (x)	15.1	13.3	9.7	22.2	11.0
PBR (x)	1.6	1.6	1.4	1.4	1.5
EV/EBITDA (x)	6.5	8.7	6.8	12.3	8.0

Nguồn: 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 Notice at the end of this report.

Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá Chiết khấu dòng tiền (DCF) và P/E với tỷ trọng 50%-50% để định giá VHC. Chúng tôi khuyến nghị GIỮ với mức định giá 69,500 đồng, với suất sinh lời 9.1%.

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)	
WACC (%)	**10.4**
Lãi suất phi rủi ro (%)	2.5
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	9.0
Beta	1.03
Chi phí nợ (%)	6.2
Chi phí sử dụng vốn (%)	11.8
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.22
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	2,637

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá DCF					
Đơn vị: tỷ VND	**2024F**	**2025F**	**2026F**	**2027F**	**2028F**
LN ròng	1,247	1,700	746	1,359	1,741
Cộng: Lãi vay sau thuế	141	152	129	141	159
Cộng: Khấu hao	332	341	350	360	370
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	327	(505)	633	(578)	(116)
Trừ: Vốn đầu tư	(116)	(121)	(197)	(166)	(237)
Dòng tiền tự do (FCFF)	**1,931**	**1,567**	**1,661**	**1,116**	**1,917**
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,749	1,287	1,228	747	1,161
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)	0%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	11,008				
Giá trị doanh nghiệp	17,180				
Trừ: Nợ vay	(2,637)				
Cộng: Tiền và tương đương tiền	4,474				
Trừ: Lợi ích CĐTS	(70)				
Giá trị vốn chủ sở hữu	18,947				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	224.453				
Giá mục tiêu (VND)	**84,414**				

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dựa trên phương pháp P/E, chúng tôi thu thập dữ liệu từ các doanh nghiệp có cùng ngành nghề có quy mô tương đồng với VHC, cộng với P/E trung bình 5 năm của VHC, với tỷ trọng 50%. Chúng tôi ước tính P/E mục tiêu của VHC ở mức 10.42x. Kết hợp cùng EPS dự phóng 2024 ở mức 5,245 đồng, giá mục tiêu của VHC được định giá ở mức 54,669 đồng.

So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Mã chứng khoán	Tên công ty	P/E	Vốn hóa (tỷ VND)
MPC VN Equity	CTCP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú	9.45	6,771
ANV VN Equity	CTCP Nam Việt	15.93	4,007
SEA VN Equity	Tổng Công ty Thủy sản Việt Nam - CTCP	14.08	3,250
FMC VN Equity	CTCP Thực phẩm Sao Ta	7.78	4,134
IDI VN Equity	CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia	16.25	2,607
Trung bình ngành	11.95		
Trung bình 5 năm của VHC	8.9		
P/E mục tiêu	10.42		
EPS forward	5,245		
Giá mục tiêu (VND)	**54,669**		

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tổng quan doanh nghiệp

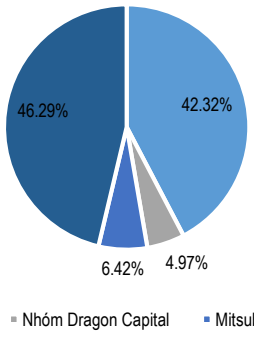
Lịch sử doanh nghiệp

Vĩnh Hoàn được thành lập vào năm 1997 tại tỉnh Đồng Tháp thuộc đồng bằng sông Cửu Long, chuyên nuôi trồng và chế biến các sản phẩm cá tra đông lạnh. Năm 2010, Vĩnh Hoàn vươn lên đứng đầu ngành cá tra Việt Nam về kim ngạch xuất khẩu theo thống kê của Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam ("VASEP"). Hiện nay, Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp có thị phần xuất khẩu lớn nhất trong ngành khi chiếm đến 17% thị phần toàn ngành xuất khẩu cá tra (năm 2021), gấp gần 3 lần so với các đối thủ còn lại. Về mặt quản trị, chủ tịch công ty là bà Trương Thị Lệ Khanh với hơn 20 năm gắn bó với ngành cá tra, bên cạnh bà là những trợ thủ đắc lực đảm nhận nhiều phân khúc từ nuôi trồng, chế biến, lên chiến lược bán hàng.,...có thể kể đến việc bà Nguyễn Ngô Vi Tâm đã đảm nhiệm vụ kiện chống bán phá giá tại Mỹ giúp Vĩnh Hoàn có được mức thuế suất 0% khi xuất khẩu sang Mỹ. Cùng với đó, cuối năm ngoái, con gái bà Khanh là Lê Ngọc Tiên đã trở thành giám đốc chiến lược của công ty với định hướng chuyển đổi số cho công ty trong vòng 3 năm tới cũng như quản lý các hoạt động đầu tư của Vinh Technology. Do đó, trong năm qua Vinh Technology đã đầu tư vào hai công ty chuyên về thức ăn thủy sản từ protein thay thế là Entobel và Shiok Meats.

Vĩnh Hoàn có hoạt động kinh doanh chính ở mảng nuôi trồng và chế biến sản phẩm từ cá tra. Doanh thu của Vĩnh Hoàn theo sản phẩm có thể kể đến như: fillet, collagen và gelatin, sản phẩm phụ,.... Trong đó mảng fillet là mảng đem lại nguồn thu lớn nhất cho Vĩnh Hoàn khi chiếm đến 66% tổng doanh thu, cùng với đó mảng sản phẩm phụ và collagen&gelatin lần lượt đóng góp 19% và 7% trong tổng doanh thu năm 2021. Vào năm 2022, Vĩnh Hoàn đã quay trở lại với dự án nhà máy thức ăn cùng nhiều mảng mới hứa hẹn sẽ giúp cải thiện lợi nhuận gộp của tập đoàn khi mảng xuất khẩu cá tra đông lạnh gặp biến động.

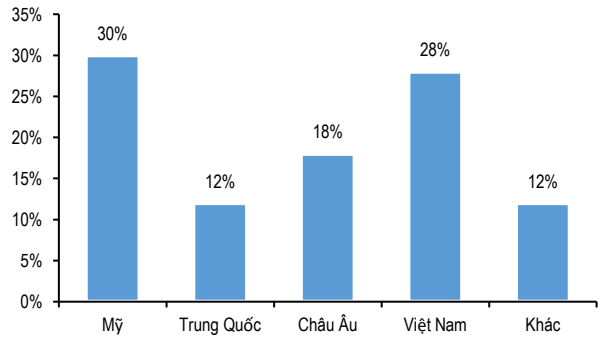
Năm 2007, Vĩnh Hoàn chính thức được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh với mã chứng khoán "VHC".

Cơ cấu cổ đông đến ngày 21/02/2024



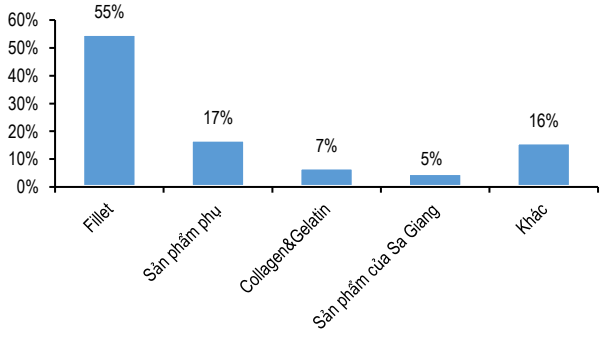
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu doanh thu theo thị trường năm 2023



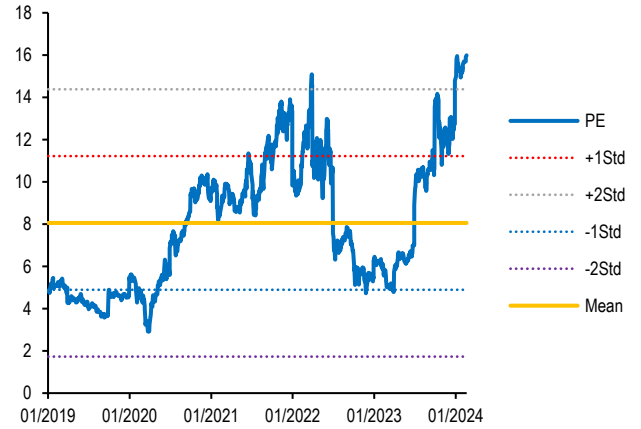
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm năm 2023



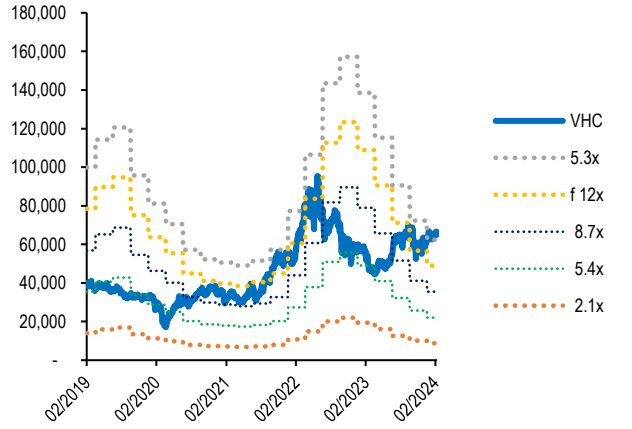
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của VHC



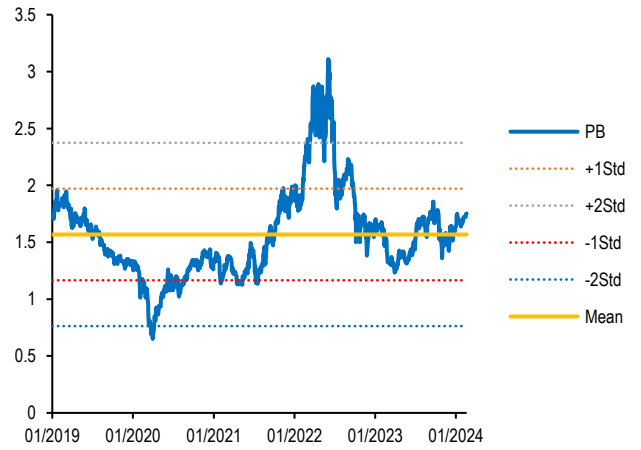
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của VHC



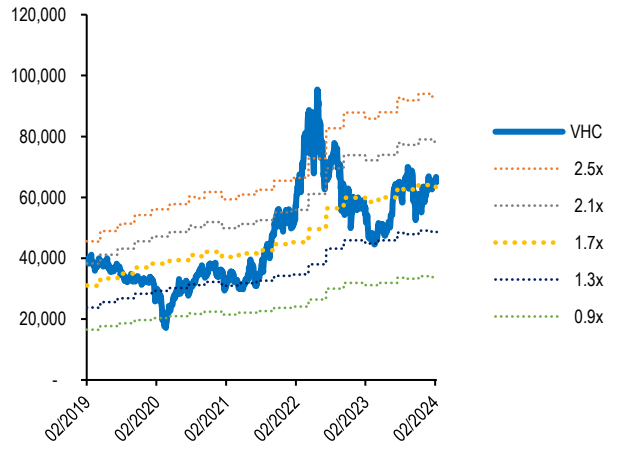
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của VHC



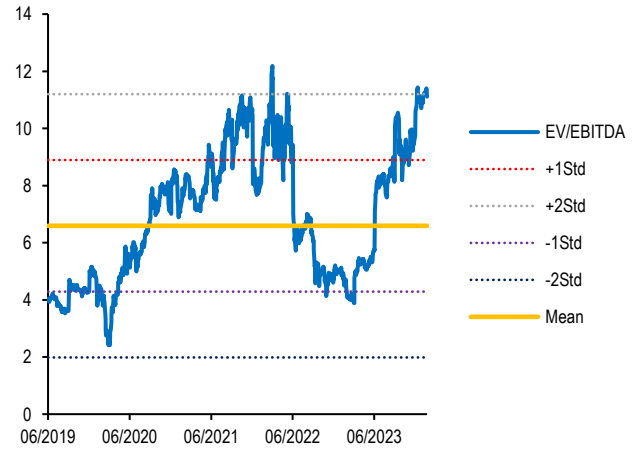
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của VHC



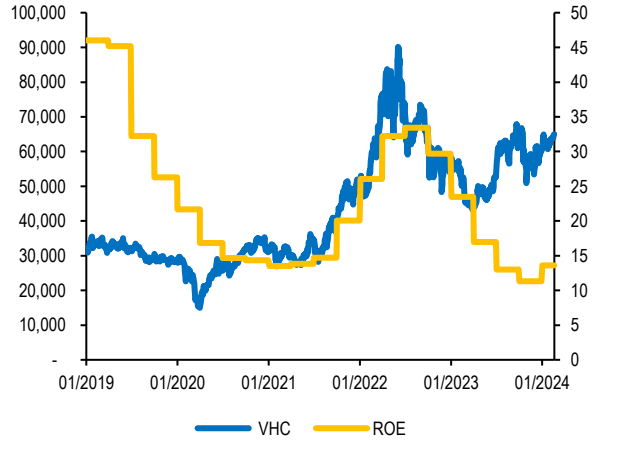
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của VHC



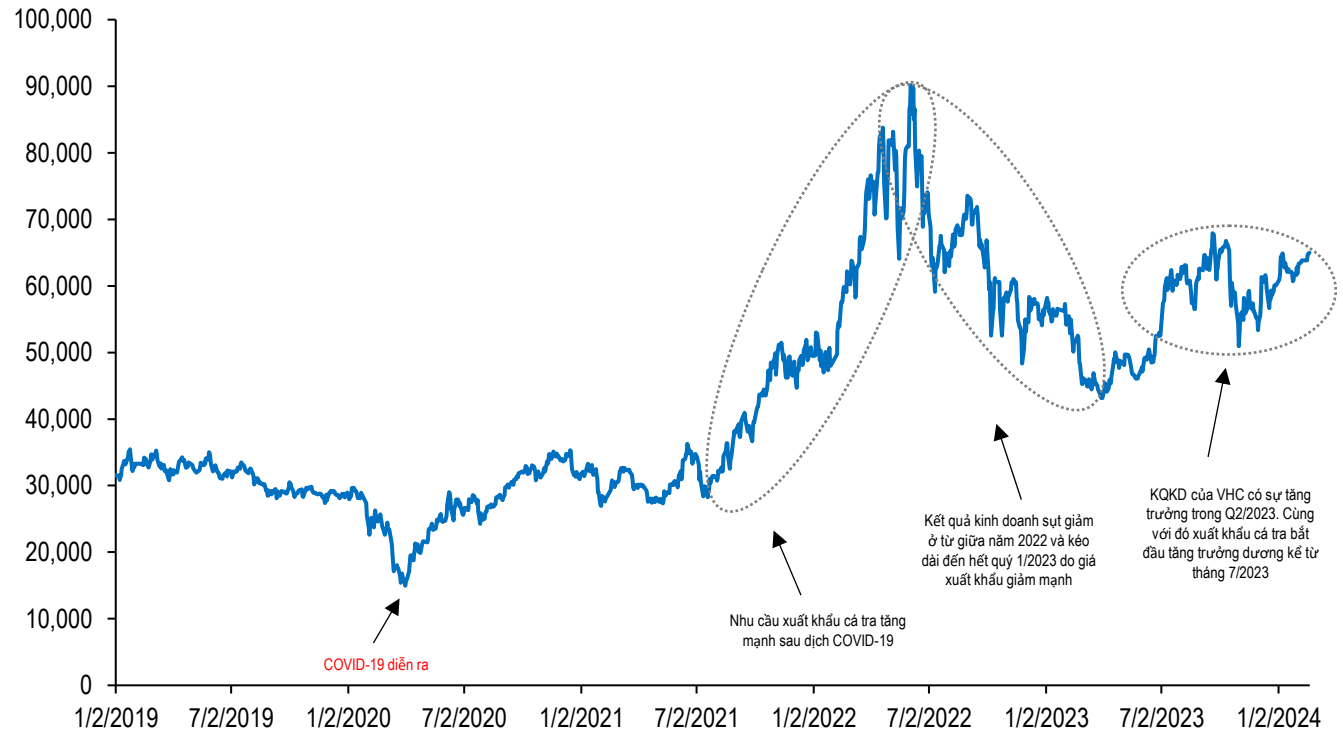
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tương quan giá của VHC và ROE



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

Những sự kiện quan trọng của VHC



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

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tổng tài sản	**11,583**	**11,806**	**13,816**	**15,254**	**15,022**
Tài sản ngắn hạn	7,640	7,751	9,972	11,612	11,609
Tiền và tương đương tiền	553	238	854	1,384	1,343
Đầu tư TC ngắn hạn	1,768	2,068	3,620	4,374	5,001
Các khoản phải thu	2,330	1,582	2,370	2,158	1,998
Hàng tồn kho	2,818	3,618	2,923	3,457	3,050
Tài sản dài hạn	3,943	4,054	3,844	3,642	3,413
Tài sản cố định	2,824	3,380	3,164	2,944	2,791
Chi phí xây dựng cơ bản	446	627	632	230	230
Tài sản dài hạn khác	212	501	487	444	450
Tổng nợ	**3,889**	**3,239**	**4,002**	**4,189**	**3,660**
Nợ ngắn hạn	3,698	3,118	3,851	4,028	3,522
Khoản phải trả	448	299	519	367	416
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	2,214	2,157	2,504	2,814	2,337
Khác	1,037	662	827	847	769
Nợ dài hạn	191	121	152	162	139
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	175	102	133	141	121
Khác	16	19	19	20	18
Vốn chủ sở hữu	**7,694**	**8,567**	**9,814**	**11,064**	**11,362**
Vốn góp chủ sở hữu	1,834	1,870	2,245	2,245	2,245
Thặng dư vốn	264	264	264	264	264
Vốn khác	0	0	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	5,426	6,191	6,994	8,150	8,405
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	171	242	311	406	448
*Nợ vay	2,388	2,259	2,637	2,955	2,458
*Nợ ròng (tiền)	67	(47)	(1,837)	(2,803)	(3,886)

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	**13,231**	**10,039**	**11,381**	**12,939**	**10,684**
Tăng trưởng (%)	46.1	(24.1)	13.4	13.7	(17.4)
Giá vốn hàng bán	**(10,255)**	**(8,594)**	**(9,332)**	**(10,351)**	**(9,295)**
Lợi nhuận gộp	**2,976**	**1,445**	**2,049**	**2,588**	**1,389**
Biên lợi nhuận gộp (%)	22.5	14.4	18.0	20.0	13.0
Chi phí BH & QLDN	**(721)**	**(517)**	**(671)**	**(717)**	**(592)**
LN từ HĐKD	**2,254**	**928**	**1,377**	**1,871**	**797**
Tăng trưởng (%)	88.0	(58.9)	48.5	35.9	(57.4)
Biên LN từ HĐKD (%)	17.0	9.2	12.1	14.5	7.5
LN khác	**68**	**180**	**101**	**138**	**97**
Thu nhập tài chính	434	371	397	465	378
Chi phí tài chính	(370)	(222)	(296)	(335)	(292)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(97)	(133)	(165)	(177)	(150)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	4	31	(0)	8	11
LNTT	**2,323**	**1,108**	**1,478**	**2,009**	**894**
Thuế TNDN	(310)	(158)	(231)	(309)	(148)
LNST	**2,013**	**950**	**1,247**	**1,700**	**746**
Tăng trưởng (%)	81.9	(52.8)	31.3	36.3	(56.1)
Biên lợi nhuận ròng (%)	15.2	9.5	11.0	13.1	7.0
LNST cổ đông công ty mẹ	1,975	897	1,177	1,605	704
Lợi ích CĐTS	38	53	70	95	42
LN trước thuế và lãi vay	**2,420**	**1,241**	**1,642**	**2,186**	**1,044**
Tăng trưởng (%)	81.5	(52.3)	33.4	35.9	(55.5)
Biên LN (%)	18.3	12.4	14.4	16.9	9.8
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	**2,747**	**1,644**	**1,975**	**2,527**	**1,394**
Tăng trưởng (%)	71.8	(40.2)	20.1	28.0	(44.8)
Biên LN (%)	20.8	16.4	17.3	19.5	13.1

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	**1,648**	**748**	**1,906**	**1,536**	**1,729**
Lợi nhuận ròng	2,013	950	1,247	1,700	746
Khấu hao	327	402	332	341	350
(Lãi) từ HĐ đầu tư		-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(692)	(604)	327	(505)	633
Thay đổi khác	-	-	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	**(1,573)**	**(965)**	**(1,667)**	**(875)**	**(824)**
Thay đổi tài sản cố định	(1,072)	(1,066)	(116)	(121)	(197)
Thay đổi tài sản đầu tư	(496)	(301)	(1,551)	(755)	(627)
Khác	(5)	403	-	-	-
Tiền từ HĐ tài chính	**284**	**(93)**	**377**	**(131)**	**(946)**
Thay đổi vốn cổ phần	154	37	374	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	497	(129)	377	318	(497)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(367)	-	(374)	(449)	(449)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	**360**	**(309)**	**617**	**530**	**(41)**
Tổng tiền đầu năm	195	553	238	854	1,384
Thay đổi trong tỷ giá	(2)	(7)	(0)	-	-
Tổng tiền cuối năm	553	238	854	1,384	1,343

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

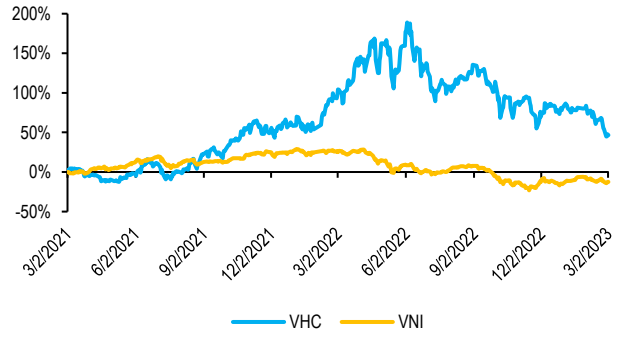
Các chỉ số chính

Năm	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (đồng)	10,771	3,994	5,245	7,149	3,138
BPS (đồng)	41,959	38,168	43,722	49,295	50,619
DPS (đồng)	2,000	0	1,667	2,000	2,000
PER (x)	5.2	15.1	13.3	9.7	22.2
PBR (x)	1.3	1.6	1.6	1.4	1.4
EV/EBITDA (x)	5.7	6.5	8.7	6.8	12.3
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	18.2	0.0	30.0	26.4	60.2
Lãi cổ tức (%)	36.0	0.0	24.0	28.8	28.8
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	20.8	16.4	17.3	19.5	13.1
Biên LN từ HĐKD (%)	17.0	9.2	12.1	14.5	7.5
Biên LNST (%)	15.2	9.5	11.0	13.1	7.0
ROA (%)	19.8	8.1	9.7	11.7	4.9
ROE (%)	29.6	11.7	13.6	16.3	6.7
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	31.0	26.4	26.9	26.7	21.6
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	2.5	(2.8)	(93.0)	(110.9)	(278.7)
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	62.8	74.0	116.2	143.0	180.1
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	24.9	9.3	10.0	12.4	6.9
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	89.3	193.5	184.2	197.9	295.3
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	82.1	136.7	127.9	112.5	127.7
Số ngày khoản phải thu (ngày)	61.5	71.1	63.4	63.9	71.0

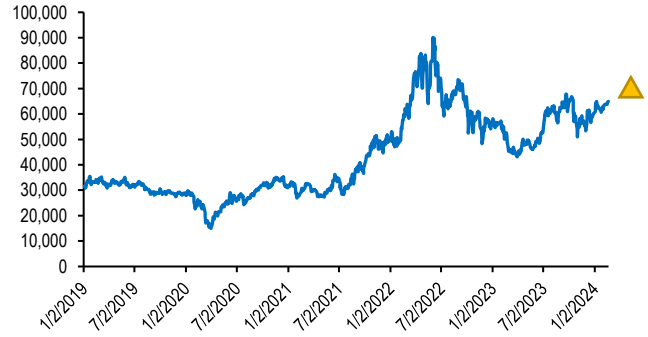
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%) TB	Max/Min
04/08/2022 (BC lần đầu)	MUA	101,432	39.8	-11.4/159.8
24/02/2023 (BC cập nhật)	MUA	72,700	-10.7	-36.5/21.6
24/05/2023 (BC cập nhật)	MUA	81,300	9.4	-31.1/52.5
07/08/2023 (BC cập nhật)	MUA	102,800	49.9	11.7/92.9
20/11/2023 (BC cập nhật)	MUA	106,300	57.5	26.5/99.1
21/02/2024 (BC cập nhật)	GIỮ	69,500	24.6	2.4/61.1

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: Diem Ngo

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 equity securities of the following companies mentioned in this report: Vinh Hoan Corporation
- 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 equity 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
70, Youido-dong, Yongdungpo-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,
Luijiazui 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