Shinhan Securities



CTCP Vĩnh Hoàn

[Việt Nam / Thủy sản]

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

MUA

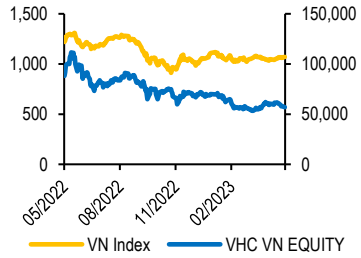
Báo Cáo Cập Nhật

Giá mục tiêu (12 tháng)	**81,300 VND**
Giá hiện tại (24/05/2023)	57,300 VND
Suất sinh lời (%)	42%

VNINDEX	1,062
P/E thị trường	10.5
Vốn hóa (tỷ VND)	10,507
SLCP lưu hành (triệu CP)	183
Tự do giao dịch (triệu CP)	91
52-tuần cao/thấp (VND)	118,000/53,300
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.41
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	25
Sở hữu nước ngoài (%)	30.51

Cổ đông lớn (%)	Trương Thị Lệ Khanh	43.16
	Nhóm quỹ ngoại Dragon Capital	7.96

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-3.9	-10.9	-39.0
So với VN-Index (%)	-6.0	-22.9	-25.1



Nguồn: Bloomberg

Mở tài khoản [Chuyên viên]

Diễm Ngô

☎ (84-28) 6299-7759

✉ diem.ndn@shinhan.com

Ly Bùi – Giám đốc Phân tích

☎ (84-28) 6299-8029

✉ ly.btt@shinhan.com

Chờ đợi thời cơ hồi phục

Cập nhật khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 81,300 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 được dự báo là một năm khó khăn với ngành cá tra nói chung và Vĩnh Hoàn nói riêng. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá mảng xuất khẩu cá tra của công ty sẽ hồi phục từ cuối quý 3 đến đầu quý 4/2023 nhờ sức mua của thị trường Mỹ được cải thiện. Dựa trên phương pháp FCFF và EV/EBITDA, chúng tôi cập nhật giá mục tiêu của VHC ở mức 81,300 đồng.

Cập nhật thông tin từ ĐHCĐ Vĩnh Hoàn

Trong năm 2022, CTCP Vĩnh Hoàn ghi nhận doanh thu và LNST vượt xa kế hoạch với 13,239 tỷ đồng (+46% YoY) và 2,014 tỷ đồng (+82% YoY) do nhu cầu tiêu thụ cá tra tăng mạnh sau đại dịch COVID-19. Trong năm 2023, công ty đặt mục tiêu doanh thu đạt 11,500 tỷ đồng (-13% YoY), LNST ở mức 1,000 tỷ đồng (-43% YoY), do mảng kinh doanh chính là cá tra phi lê sụt giảm bởi sức mua yếu trong khi chi phí sản xuất lại tăng. Tình hình các mảng kinh doanh của công ty trong năm 2023 cụ thể như sau:

Mảng cá tra: Chúng tôi đánh giá mảng này (đóng góp 64% doanh thu) sẽ bị ảnh hưởng do những quan ngại về sự sụt giảm giá bán cũng như sản lượng. Tuy nhiên tình hình ở nửa cuối năm sẽ trở nên khả quan hơn đến từ việc số lượng đơn hàng có sự hồi phục và kênh siêu thị tại thị trường Mỹ đang xem lại mức giá bán để tăng sức mua. Cùng với đó việc mở rộng vùng nuôi và đầu tư vào Trung tâm cá giống sẽ giúp công ty nâng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu lên mức 75% và nâng tỷ lệ sống trong việc nuôi cá tra.

Collagen & Gelatin và Sa Giang: Hai mảng kinh doanh này, công ty sẽ tập trung vào việc phát triển thêm thị trường, cùng với đó công ty tập trung mở rộng các sản phẩm mới với các đối tác nước ngoài từ việc tham gia các hội chợ thương mại thủy sản. Ngoài ra công ty cũng giải ngân vào nhà máy gelatin để đầu tư mở rộng thêm công suất.

Chế biến trái cây sấy: Công ty Thành Ngọc được dự kiến đưa vào hoạt động chính thức vào tháng 6/2023 sau một thời gian chạy thử nghiệm. Ban Lãnh đạo công ty kỳ vọng biên gộp mảng này ở mức 15% và đem về doanh thu trong năm nay là 350 tỷ đồng.

Chúng tôi đánh giá rằng kế hoạch của VHC trong năm 2023 khá sát với thực tế, chúng tôi dự phóng doanh thu của VHC năm 2023 đạt 10,984 tỷ (-17% YoY) và LNST ở mức 1,411 tỷ (-30% YoY).

Rủi ro (1) Rủi ro xuất khẩu; (2) Rủi ro thiếu nguồn cung cá tra nguyên liệu

Năm	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**13,231**	**10,980**	**13,883**	**14,703**	**11,682**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	2,254	1,528	2,157	2,455	1,682
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**2,013**	**1,411**	**1,942**	**2,190**	**1,509**
EPS (VND)	10,771	6,291	8,662	9,767	6,729
BPS (VND)	41,959	39,710	46,537	54,491	59,348
OPM	17.0	13.9	15.5	16.7	15.5
NPM	15.2	12.8	14.0	14.9	14.0
ROE	29.6	17.2	20.5	19.7	12.0
PER (x)	6.5	9.8	7.1	6.3	9.5
PBR (x)	1.7	1.6	1.3	1.1	1.4
EV/EBITDA (x)	4.8	6.6	4.9	4.5	5.9

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 EV/EBITDA với tỷ trọng 40%-60% để định giá VHC. Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA với mức định giá 81,300 đồng tương đương với suất sinh lời 42%.

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)	
WACC (%)	**11.48**
Lãi suất phi rủi ro (%)	3.5
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	11.13
Beta	0.95
Chi phí nợ (%)	4.5
Chi phí sử dụng vốn (%)	14.13
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.26
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	2,786

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá DCF của VHC

Đơn vị: tỷ VND	**2023F**	**2024F**	**2025F**	**2026F**	**2027F**
LN ròng	1,405	1,943	2,190	1,509	1,896
Cộng: Lãi vay sau thuế	82	99	104	83	96
Cộng: Khấu hao	445	539	556	574	593
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	-663	1,368	-33	-1,118	762
Trừ: Vốn đầu tư	1,175	786	304	278	353
Dòng tiền tự do (FCFF)	1,420	427	2,579	3,007	1,470
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,274	342	1,848	1,887	825
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)	2%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	8,215				
Giá trị doanh nghiệp	14,391				
Trừ: Nợ vay	(2,786)				
Cộng: Tiền và tương đương tiền	2,118				
Trừ: Lợi ích CĐTS	(7)				
Giá trị vốn chủ sỡ hữu	13,716				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	183.377				
Giá mục tiêu (VND)	**74,797**				

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

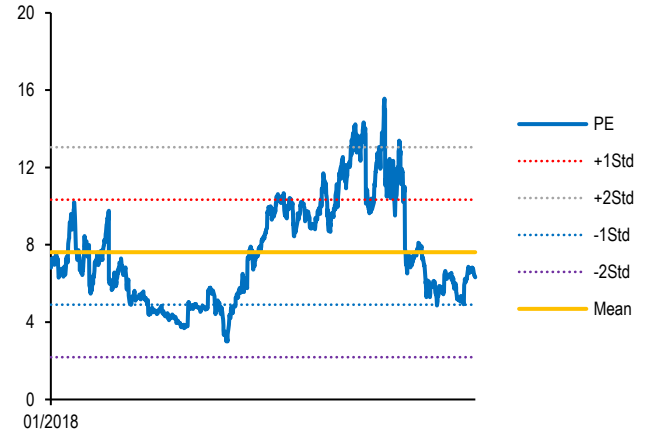
Dựa trên phương pháp EV/EBITDA, chúng tôi thu thập dữ liệu từ các doanh nghiệp có cùng ngành nghề có quy mô tương đồng với VHC, cộng với EV/EBITDA trung bình 5 năm của VHC, với tỷ trọng 50%. Chúng tôi ước tính EV/EBITDA mục tiêu của VHC ở mức 7.53x. Kết hợp cùng EBITDA dự phóng 2023 ở mức 2,176 tỷ đồng, giá mục tiêu của VHC được định giá ở mức 85,683 đồng.

So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Mã chứng khoán	Tên công ty	EV/EBITDA	Vốn hóa (tỷ VND)
MPC VN Equity	CTCP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú	6.74	7,046
ANV VN Equity	CTCP Nam Việt	10.94	4,247
ASM VN Equity	CTCP Tập đoàn Sao Mai	7.80	3,056
FMC VN Equity	CTCP Thực phẩm Sao Ta	7.11	2,681
IDI VN Equity	CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia	10.88	2,652
Trung bình ngành	7.37		
Trung bình 5 năm của VHC	7.69		
EV/EBITDA mục tiêu	7.53		
EBITDA forward	2,176		
Giá trị doanh nghiệp	16,387		
Trừ: Nợ vay	(2,786)		
Cộng: Tiền và tương đương tiền	2,188		
Trừ: Lợi ích CĐTS	(7)		
Giá trị vốn chủ sỡ hữu	15,712		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	183.377		
Giá mục tiêu (VND)	**85,683**		

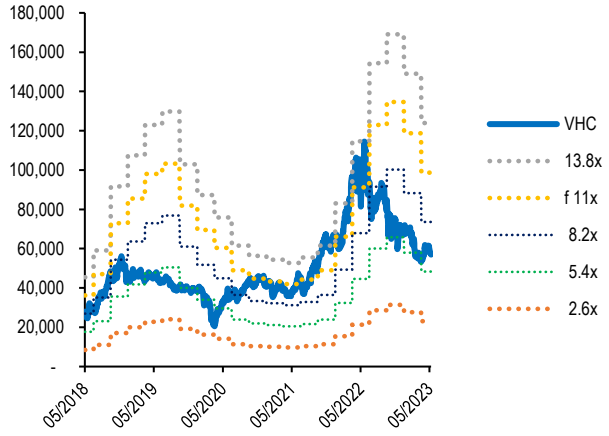
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của VHC



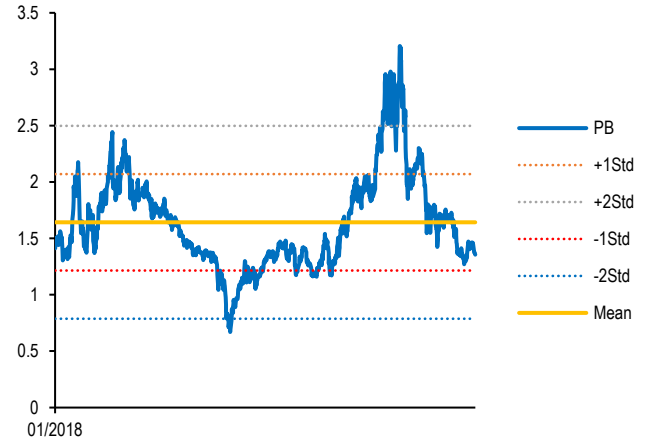
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của VHC



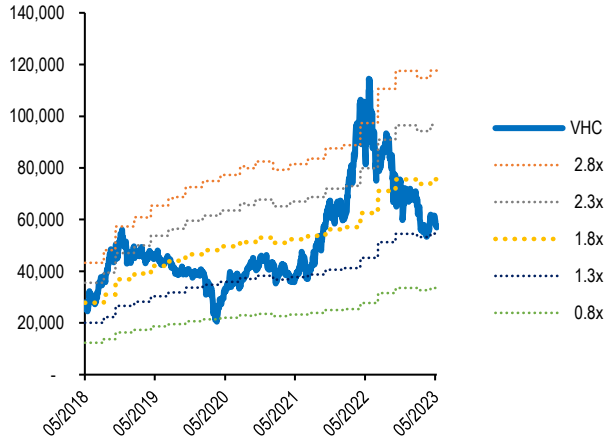
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PB của VHC



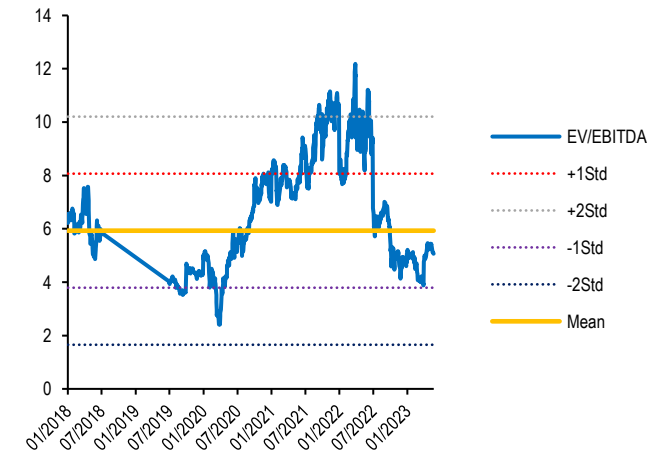
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của VHC



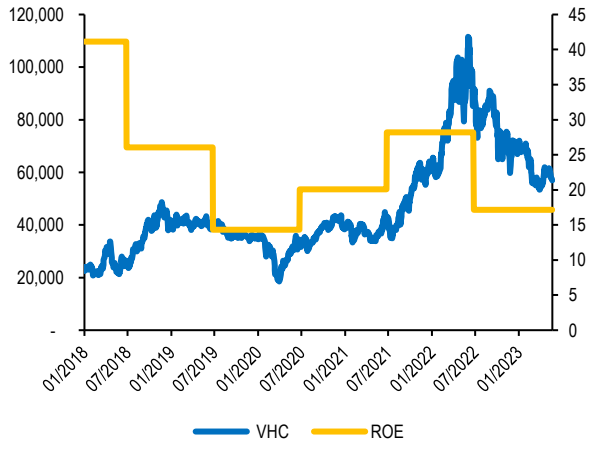
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của VHC



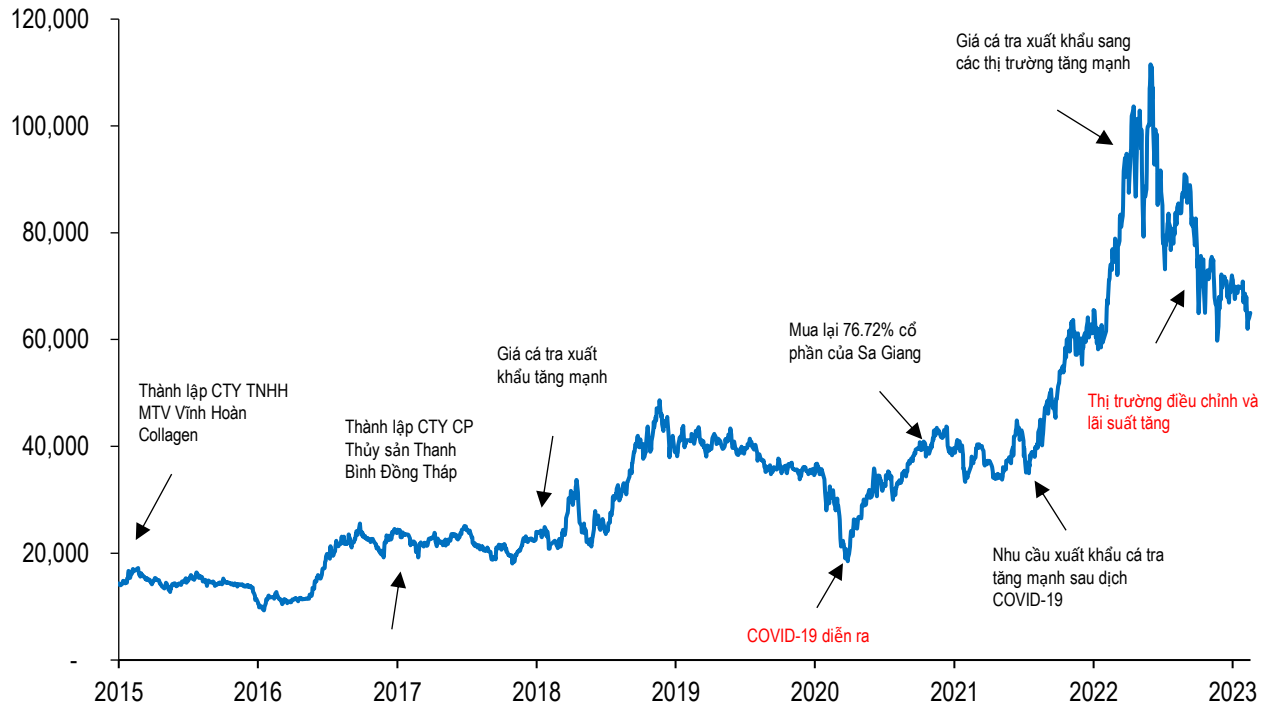
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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

Tổng quan doanh nghiệp

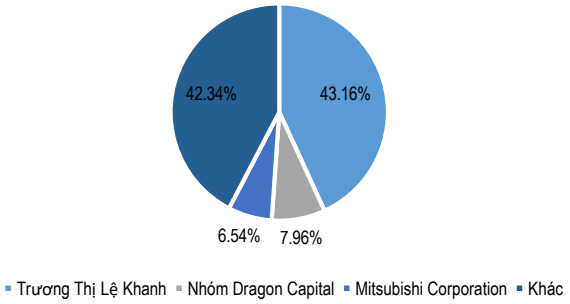
Lịch sử doanh nghiệp

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.

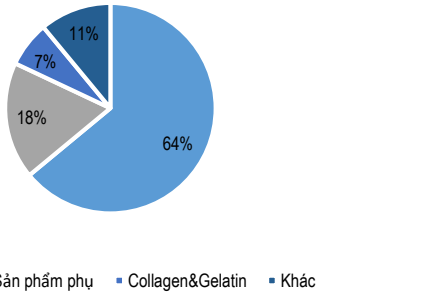
Năm 2007, Vĩnh Hoàn chính thức được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh với mã chứng khoán "VHC".

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Tổng tài sản	**8,738**	**11,583**	**12,712**	**14,795**	**16,979**
Tài sản ngắn hạn	5,543	7,640	8,079	9,903	12,338
Tiền và tương đương tiền	195	553	599	718	1,185
Đầu tư TC ngắn hạn	1,272	1,768	2,894	2,965	4,904
Các khoản phải thu	2,132	2,330	2,344	3,104	3,108
Hàng tồn kho	1,793	2,818	2,069	2,907	2,925
Tài sản dài hạn	3,195	3,943	4,633	4,891	4,641
Tài sản cố định	2,067	2,824	3,853	4,533	4,281
Chi phí xây dựng cơ bản	337	446	627	632	332
Tài sản dài hạn khác	160	212	501	487	448
Tổng nợ	**2,854**	**3,889**	**3,974**	**4,554**	**4,989**
Nợ ngắn hạn	2,680	3,698	3,787	4,334	4,749
Khoản phải trả	340	448	549	562	609
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	1,735	2,214	2,416	2,688	3,041
Khác	605	1,037	822	1,084	1,099
Nợ dài hạn	174	191	187	220	239
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	156	175	167	198	217
Khác	17	16	20	23	23
Vốn chủ sở hữu	**5,884**	**7,694**	**8,738**	**10,241**	**11,991**
Vốn góp chủ sở hữu	1,834	1,834	2,201	2,201	2,201
Thặng dư vốn	224	264	264	264	264
Vốn khác	(114)	0	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	3,838	5,426	6,077	7,543	9,252
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	102	171	197	234	275
*Nợ vay	1,891	2,388	2,583	2,886	3,258
*Nợ ròng (tiền)	424	67	(909)	(797)	(2,832)

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	**9,054**	**13,231**	**10,980**	**13,883**	**14,703**
Tăng trưởng (%)	28.7	46.1	(17.0)	26.4	5.9
Giá vốn hàng bán	**(7,298)**	**(10,255)**	**(8,784)**	**(10,968)**	**(11,468)**
Lợi nhuận gộp	**1,756**	**2,976**	**2,196**	**2,915**	**3,235**
Biên lợi nhuận gộp (%)	19.4	22.5	20.0	21.0	22.0
Chi phí BH & QLDN	(557)	(721)	(668)	(758)	(779)
LN từ HĐKD	**1,199**	**2,254**	**1,528**	**2,157**	**2,455**
Tăng trưởng (%)	72.4	88.0	(32.2)	41.2	13.8
Biên LN từ HĐKD (%)	13.2	17.0	13.9	15.5	16.7
LN khác	**80**	**68**	**116**	**110**	**100**
Thu nhập tài chính	195	434	326	404	416
Chi phí tài chính	(107)	(370)	(201)	(280)	(307)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(35)	(97)	(88)	(115)	(120)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(8)	4	(8)	(14)	(9)
LNTT	**1,280**	**2,323**	**1,644**	**2,267**	**2,556**
Thuế TNDN	(173)	(310)	(233)	(324)	(365)
LNST	**1,107**	**2,013**	**1,411**	**1,942**	**2,190**
Tăng trưởng (%)	53.8	81.9	(29.9)	37.7	12.8
Biên lợi nhuận ròng (%)	12.2	15.2	12.8	14.0	14.9
LNST cổ đông công ty mẹ	1,099	1,975	1,384	1,906	2,149
Lợi ích CĐTS	8	38	26	36	41
LN trước thuế và lãi vay	**1,314**	**2,420**	**1,732**	**2,381**	**2,676**
Tăng trưởng (%)	59.3	81.5	(29.2)	37.9	12.8
Biên LN (%)	14.5	18.3	15.8	17.2	18.2
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	**1,599**	**2,747**	**2,176**	**2,920**	**3,232**
Tăng trưởng (%)	53.1	71.8	(20.8)	34.2	10.7
Biên LN (%)	17.7	20.8	19.8	21.0	22.0

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền từ HĐKD	**458**	**1,648**	**2,518**	**1,114**	**2,779**
Lợi nhuận ròng	1,107	2,013	1,411	1,942	2,190
Khấu hao	285	327	445	539	556
(Lãi) từ HĐ đầu tư		-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(933)	(692)	663	(1,368)	33
Thay đổi khác	-	-	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	**(1,020)**	**(1,573)**	**(2,301)**	**(857)**	**(2,243)**
Thay đổi tài sản cố định	(941)	(1,072)	(1,475)	(1,218)	(304)
Thay đổi tài sản đầu tư	98	(496)	(1,126)	(71)	(1,939)
Khác	(177)	(5)	300	432	-
Tiền từ HĐ tài chính	**717**	**284**	**(172)**	**(137)**	**(68)**
Thay đổi vốn cổ phần	-	154	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	717	497	195	303	372
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	-	(367)	(367)	(440)	(440)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	**155**	**360**	**46**	**119**	**467**
Tổng tiền đầu năm	41	195	553	599	718
Thay đổi trong tỷ giá	(0)	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	195	555	599	718	1,185

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

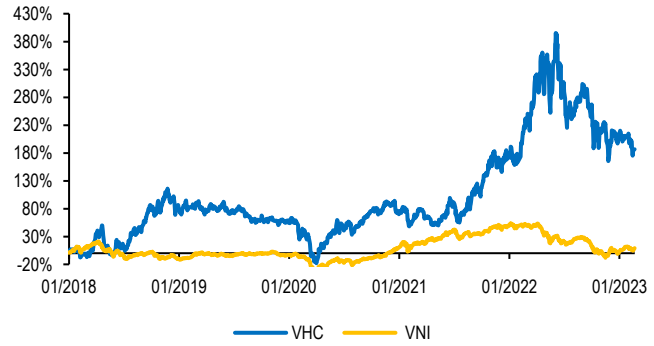
Các chỉ số chính

Năm	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (đồng)	5,993	10,771	6,291	8,662	9,767
BPS (đồng)	32,087	41,959	39,710	46,537	54,491
DPS (đồng)	1,314	2,420	1,732	2,381	2,676
PER (x)	10.5	6.5	9.8	7.1	6.3
PBR (x)	2.0	1.7	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA (x)	8.3	4.8	6.6	4.9	4.5
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0.0	18.2	26.0	22.7	20.1
Lãi cổ tức (%)	0.0	28.7	27.0	32.4	32.4
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	17.7	20.8	19.8	21.0	22.0
Biên LN từ HĐKD (%)	13.2	17.0	13.9	15.5	16.7
Biên LNST (%)	12.2	15.2	12.8	14.0	14.9
ROA (%)	13.9	19.8	11.6	14.1	13.8
ROE (%)	20.0	29.6	17.2	20.5	19.7
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	32.1	31.0	29.6	28.2	27.2
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	26.5	2.5	(41.8)	(27.3)	(87.6)
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	54.7	62.8	92.2	85.0	128.2
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	37.9	24.9	19.7	20.8	22.3
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	120.9	84.6	156.6	149.0	175.5
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	82.6	82.1	101.5	82.8	92.8
Số ngày khoản phải thu (ngày)	77.0	61.5	77.7	71.6	77.1

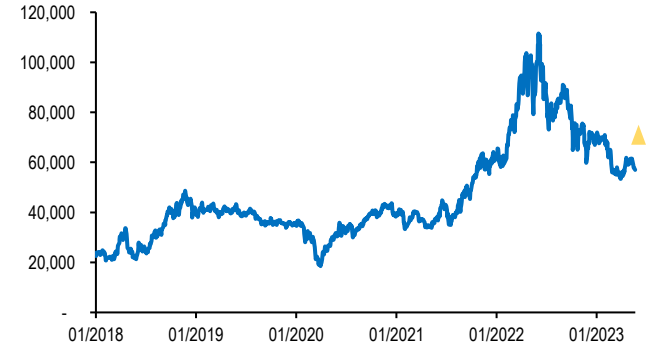
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh 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: 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: VHC 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 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