



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) **106,300VND**

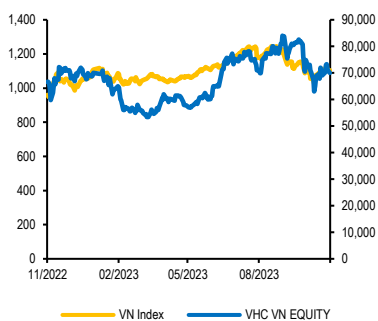
Giá hiện tại (20/11/2023) **70,000 VND**

Suất sinh lời (%) **52%**

VNINDEX	1,104
P/E thị trường	11.6
Vốn hóa (tỷ VND)	13,093
SLCP lưu hành (triệu CP)	187
Tự do giao dịch (triệu CP)	93
52-tuần cao/thấp (VND)	86,300/53,300
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.91
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	72
Sở hữu nước ngoài (%)	27.67

Cổ đông lớn (%)	Trương Thị Lệ Khanh	43.16
	Nhóm quỹ ngoại	6.11
	Dragon Capital	

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-1.4	21.3	3.1
So với VN-Index (%)	4.9	17.9	-10.8



Nguồn: Bloomberg

Diễm Ngô

☎ (84-28) 6299-7759

✉ diem.ndh@shinhan.com

Lý Bùi – Giám đốc Phân tích

☎ (84-28) 6299-8029

✉ ly.btt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Chờ đợi sự phục hồi

Cập nhật khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 106,300 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 là một năm khó khăn với ngành cá tra nói chung và Vĩnh Hoàn nói riêng. Sang năm 2024 chúng tôi kỳ vọng tình hình kinh doanh sẽ trở nên tích cực hơn khi vĩ mô ổn định giúp sức mua của các thị trường (đặc biệt là Mỹ) phục hồi trở lại. Dựa trên phương pháp FCFF và EV/EBITDA, chúng tôi cập nhật giá mục tiêu của VHC ở mức 106,300 đồng.

Cập nhật KQKD Q3/2023

Quý 3/2023, Vĩnh Hoàn ghi nhận doanh thu thuần đạt 2,698 tỷ đồng (-17% YoY) và LNST đạt 201 tỷ đồng (-56% YoY). Tổng kết 9 tháng, công ty ghi nhận doanh thu thuần đạt 7,679 tỷ đồng (-30% YoY) và LNST đạt 883 tỷ đồng (-51% 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 quý 3/2023 cụ thể như sau:

Màng cá tra: Doanh thu màng cá tra 9T/2023 đạt 4,328 tỷ đồng (-39% 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 2,377 tỷ đồng (-52% YoY), thị trường Trung Quốc đạt 964 tỷ đồng (-15% YoY). Thị trường châu Âu có sự tăng trưởng ấn tượng với 1,356 tỷ đồng (-1% YoY), trong đó tháng 9 tăng trưởng 84% MoM cùng với tỷ trọng đóng góp doanh thu là 22% (đứng sau thị trường Mỹ: 30%).

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 506 tỷ đồng (-21% YoY), 1,305 tỷ đồng (-29% YoY) và 304 tỷ đồng (-9% YoY) chủ yếu do doanh thu xuất khẩu giảm.

Tổng kết 9 tháng, Vĩnh Hoàn thực hiện được 67% mục tiêu doanh thu và 88% mục tiêu LNST. Chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu của VHC năm 2023 xuống 10,380 tỷ đồng (-22% YoY) và LNST ở mức 1,782 tỷ đồng (-40% YoY) do dự phóng giá cá tra xuất khẩu giảm xuống 3.2 USD/kg (giảm 6% so với lần dự phóng trước) trong năm 2023 với diễn biến giá cá tra nguyên liệu vẫn đang chững lại và giá xuất khẩu dò đáy. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của công ty sẽ tăng trưởng trở lại vào năm 2024 khi tình hình lạm phát hạ nhiệt thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng của người dân với mức doanh thu được chúng tôi dự phóng ở mức 12,419 tỷ đồng (+20% YoY) và LNST ở mức 2,214 tỷ đồng (+48% YoY).

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

Năm	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	13,231	10,380	12,419	15,779	11,129
LN từ HBKD (tỷ VND)	2,254	1,371	2,021	2,506	1,434
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	2,013	1,204	1,782	2,168	1,251
EPS (VND)	10,578	6,325	7,817	9,509	5,487
BPS (VND)	41,204	45,685	46,100	53,789	57,382
OPM	17.0	13.2	16.3	15.9	12.9
NPM	15.2	11.6	14.4	13.7	11.2
ROE	29.6	14.8	18.9	19.4	10.1
PER (x)	6.6	15.3	12.4	10.2	10.5
PBR (x)	1.7	2.1	2.1	1.8	1.4
EV/EBITDA (x)	4.8	10.7	7.8	6.5	9.8

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 và chuyển định giá sang năm 2024. Chúng tôi khuyến nghị MUA với mức định giá 106,300 đồng, với suất sinh lời 52%.

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)

WACC (%)	10.78
Lãi suất phi rủi ro (%)	3.0
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	9.57
Beta	0.97
Chi phí nợ (%)	6.5
Chi phí sử dụng vốn (%)	12.3
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.23
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	2,442

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá DCF

Đơn vị: tỷ VND	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
LN ròng	1,204	1,782	2,168	1,251	1,753
Cộng: Lãi vay sau thuế	138	124	183	120	138
Cộng: Khấu hao	445	539	556	574	593
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(277)	1,329	(1,872)	1,667	249
Trừ: Vốn đầu tư	(1,175)	(786)	(304)	(278)	(353)
Dòng tiền tự do (FCFF)	335	2,988	731	3,335	2,378
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	335	2,698	597	2,431	1,560
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)	0%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	14,042				
Giá trị doanh nghiệp	21,663				
Trừ: Nợ vay	2,442				
Cộng: Tiền và tương đương tiền	2,204				
Trừ: Lợi ích CĐTS	(23)				
Giá trị vốn chủ sở hữu	21,403				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	183.377				
Giá mục tiêu (VND)	116,713				

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 6.7x. Kết hợp cùng EBITDA dự phóng 2024 ở mức 2,761 tỷ đồng, giá mục tiêu của VHC được định giá ở mức 99,382 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	6,763
ANV VN Equity	CTCP Nam Việt	10.94	3,901
ASM VN Equity	CTCP Tập đoàn Sao Mai	7.80	3,096
FMC VN Equity	CTCP Thực phẩm Sao Ta	7.11	2,929
IDI VN Equity	CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia	10.88	2,572
Trung bình ngành	7.04		
Trung bình 5 năm của VHC	6.35		
EV/EBITDA mục tiêu	6.70		
EBITDA forward	2,761		
Giá trị doanh nghiệp	18,485		
Trừ: Nợ vay	(2,442)		
Cộng: Tiền và tương đương tiền	2,204		
Trừ: Lợi ích CĐTS	(23)		
Giá trị vốn chủ sở hữu	183,377		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	18,224		
Giá mục tiêu (VND)	99,382		

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tổng quan doanh nghiệp

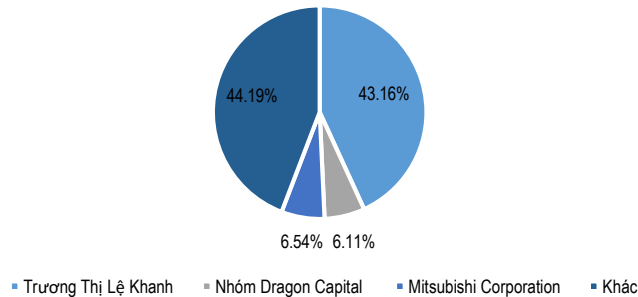
Lịch sử doanh nghiệp

Vinh 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, Vinh 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, Vinh 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 Vinh 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.

Vinh Hoàn có hoạt động kinh doanh chính ở mảng nuôi trồng và chế biến sản phẩm từ cá tra. Doanh thu của Vinh 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 Vinh 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, Vinh 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.

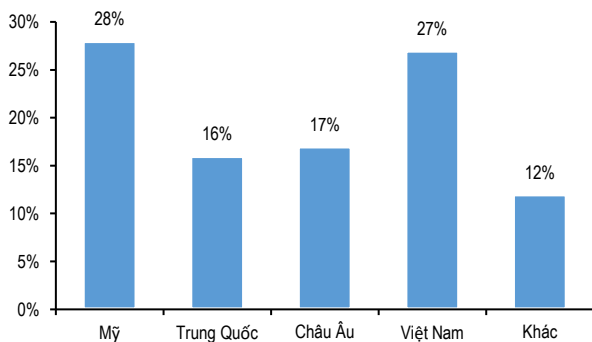
Năm 2007, Vinh Hoàn chính thức được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh với mã chứng khoán "VHC".

Cơ cấu cổ đông đến ngày 20/11/2023



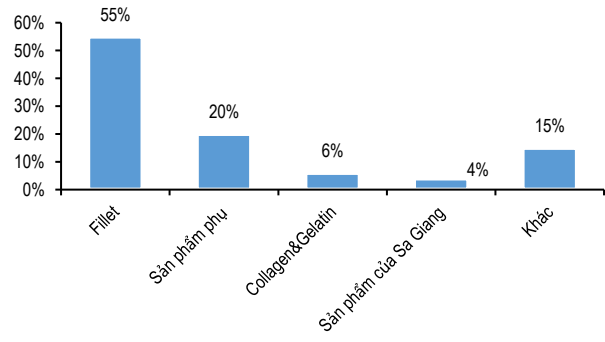
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu doanh thu theo thị trường



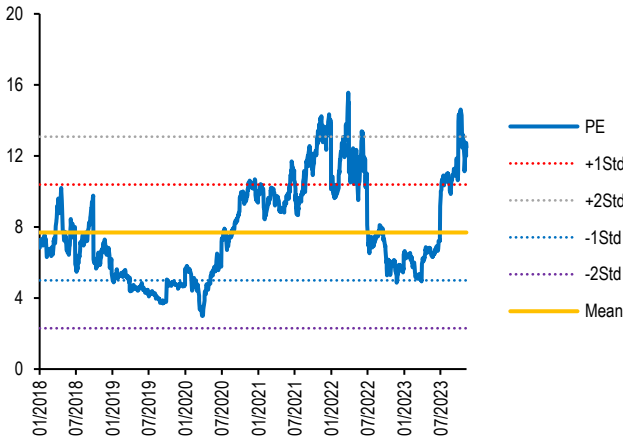
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm Q3/2023



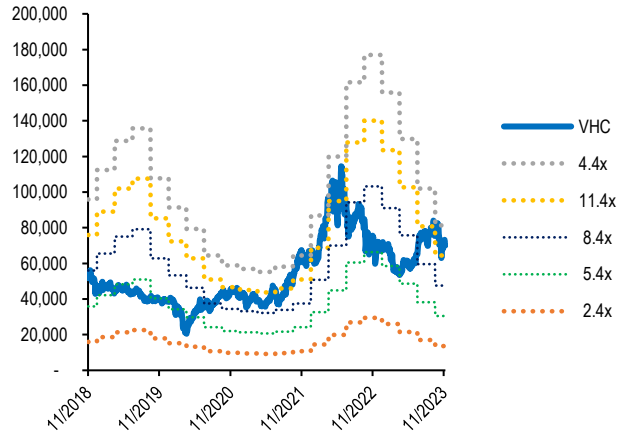
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của VHC



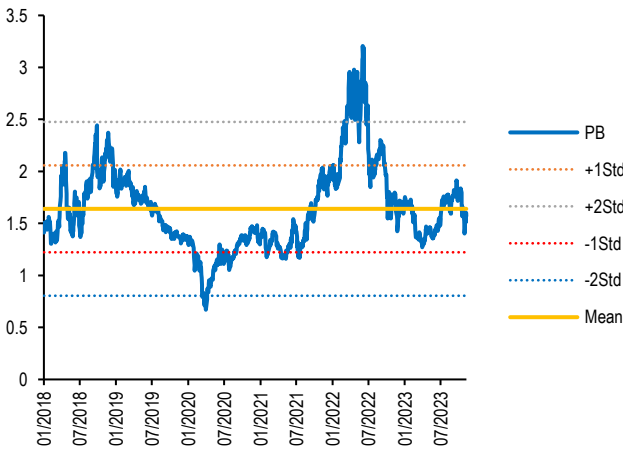
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của VHC



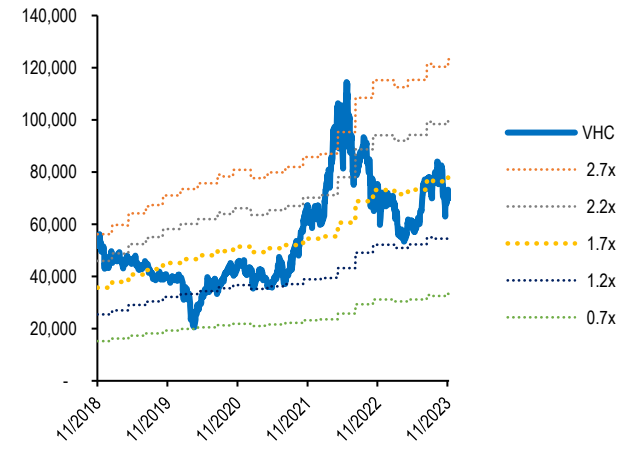
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của VHC



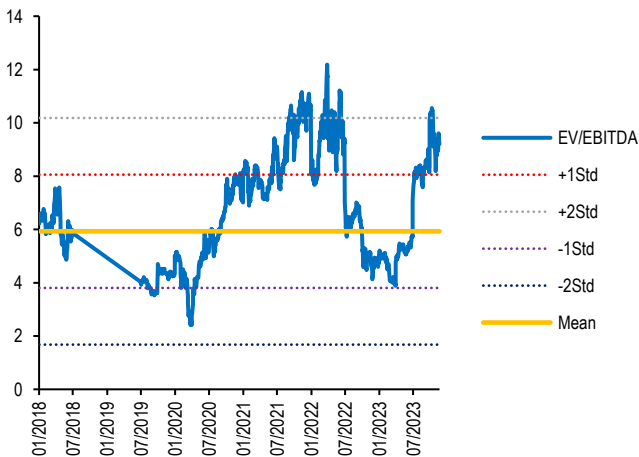
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của VHC



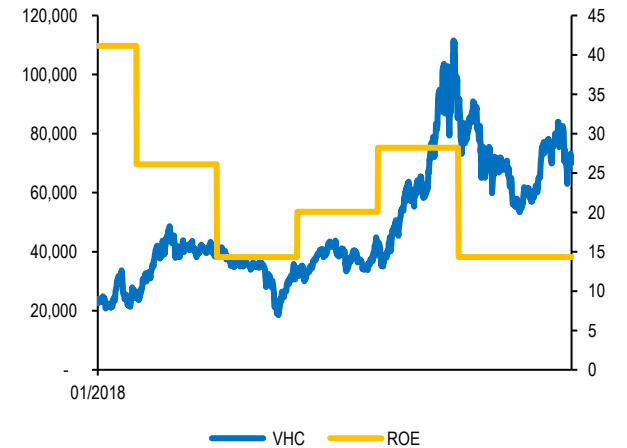
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của VHC



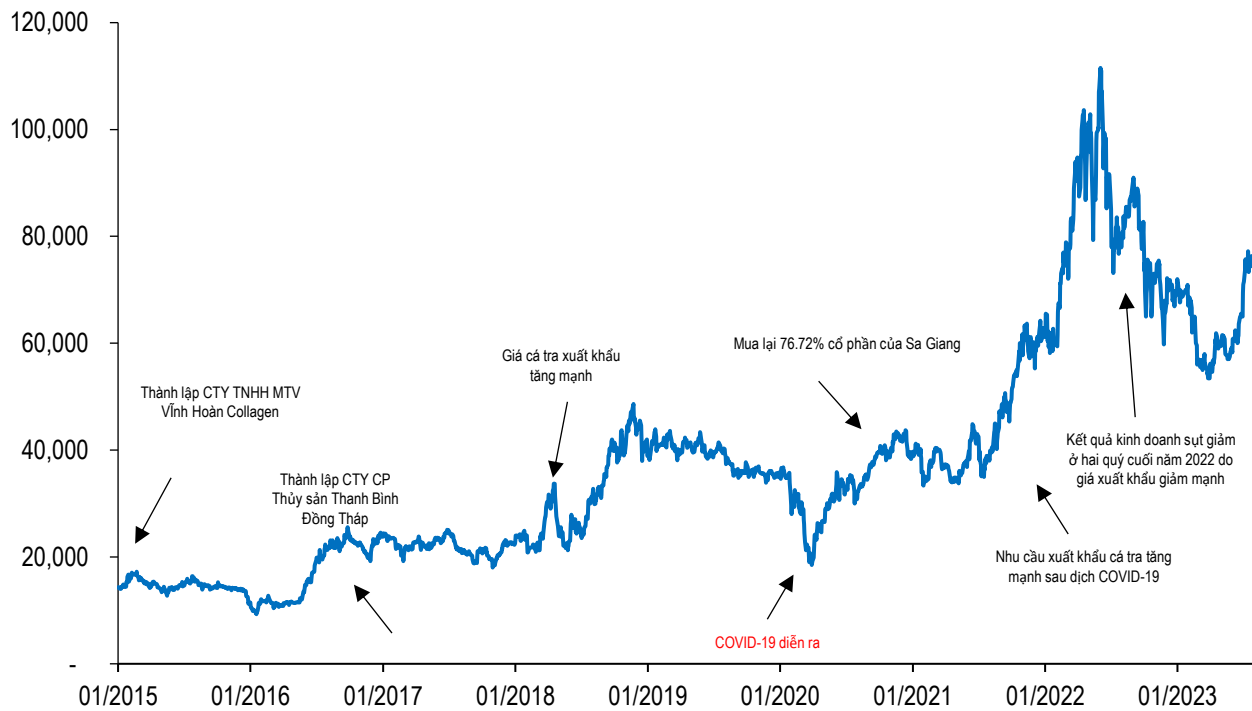
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Tổng tài sản	8,738	11,583	12,160	14,347	17,297
Tài sản ngắn hạn	5,543	7,640	7,539	9,483	12,635
Tiền và tương đương tiền	195	553	507	1,314	1,591
Đầu tư TC ngắn hạn	1,272	1,768	1,698	3,894	4,632
Các khoản phải thu	2,132	2,330	2,167	2,169	2,686
Hàng tồn kho	1,793	2,818	3,004	1,917	3,495
Tài sản dài hạn	3,195	3,943	4,621	4,864	4,662
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	436
Tổng nợ	2,854	3,889	3,629	4,034	5,263
Nợ ngắn hạn	2,680	3,698	3,452	3,837	5,006
Khoản phải trả	340	448	392	473	590
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,735	2,214	2,284	2,405	3,264
Khác	605	1,037	777	959	1,153
Nợ dài hạn	174	191	177	197	257
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	156	175	158	177	233
Khác	17	16	19	20	24
Vốn chủ sở hữu	5,884	7,694	8,531	10,313	12,034
Vốn góp chủ sở hữu	1,834	1,834	2,237	2,237	2,237
Thặng dư vốn	224	264	264	264	264
Vốn khác	(114)	0	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	3,838	5,426	5,837	7,586	9,266
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	102	171	194	227	267
*Nợ vay	1,891	2,388	2,442	2,582	3,496
*Nợ ròng (tiền)	424	67	238	(2,626)	(2,727)

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền từ HĐKD	458	1,648	1,371	3,650	852
Lợi nhuận ròng	1,107	2,013	1,204	1,782	2,168
Khấu hao	285	327	445	539	556
(Lãi) từ HĐ đầu tư	-	-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(933)	(692)	(277)	1,329	(1,872)
Thay đổi khác	-	-	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	(1,020)	(1,573)	(1,104)	(2,983)	(1,042)
Thay đổi tài sản cố định	(941)	(1,072)	(1,475)	(1,218)	(304)
Thay đổi tài sản đầu tư	98	(496)	70	(2,197)	(738)
Khác	(177)	(5)	300	432	-
Tiền từ HĐ tài chính	717	284	(313)	140	467
Thay đổi vốn cổ phần	-	154	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	717	497	53	140	914
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	-	(367)	(367)	-	(447)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	155	360	(46)	807	277
Tổng tiền đầu năm	41	195	553	507	1,314
Thay đổi trong kỳ giá	(0)	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	195	555	507	1,314	1,591

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	9,054	13,231	10,380	12,419	15,779
Tăng trưởng (%)	28.7	46.1	(21.5)	19.7	27.1
Giá vốn hàng bán	(7,298)	(10,255)	(8,511)	(9,811)	(12,465)
Lợi nhuận gộp	1,756	2,976	1,868	2,608	3,314
Biên lợi nhuận gộp (%)	19.4	22.5	18.0	21.0	21.0
Chi phí BH & QLDN	(557)	(721)	(497)	(587)	(807)
LN từ HĐKD	1,199	2,254	1,371	2,021	2,506
Tăng trưởng (%)	72.4	88.0	(39.2)	47.4	24.0
Biên LN từ HĐKD (%)	13.2	17.0	13.2	16.3	15.9
LN khác	80	68	33	58	25
Thu nhập tài chính	195	434	308	361	446
Chi phí tài chính	(107)	(370)	(267)	(291)	(412)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(35)	(97)	(160)	(143)	(211)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(8)	4	(8)	(12)	(9)
LNTT	1,280	2,323	1,404	2,079	2,532
Thuế TNDN	(173)	(310)	(200)	(297)	(364)
LNST	1,107	2,013	1,204	1,782	2,168
Tăng trưởng (%)	53.8	81.9	(40.2)	48.1	21.6
Biên lợi nhuận ròng (%)	12.2	15.2	11.6	14.4	13.7
LNST cổ đông công ty mẹ	1,099	1,975	1,181	1,749	2,127
Lợi ích CETS	8	38	23	33	41
LN trước thuế và lãi vay	1,314	2,420	1,564	2,222	2,743
Tăng trưởng (%)	59.3	81.5	(39.6)	48.1	21.8
Biên LN (%)	14.5	18.3	15.1	17.9	17.4
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	1,599	2,747	2,008	2,761	3,299
Tăng trưởng (%)	53.1	71.8	(26.9)	37.5	19.5
Biên LN (%)	17.7	20.8	19.3	22.2	20.9

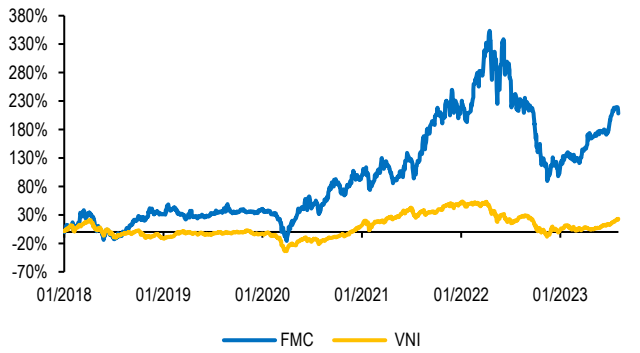
Các chỉ số chính

Năm	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (đồng)	5,993	10,578	6,325	7,817	9,509
BPS (đồng)	32,087	41,204	45,685	46,100	53,789
DPS (đồng)	0	2,000	1,639	0	2,000
PER (x)	10.5	6.6	15.3	12.4	10.2
PBR (x)	2.0	1.7	2.1	2.1	1.8
EV/EBITDA (x)	8.3	4.8	10.7	7.8	6.5
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0.0	18.2	30.5	0.0	20.6
Lãi cổ tức (%)	0.0	28.7	16.9	0.0	20.7
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	17.7	20.8	19.3	22.2	20.9
Biên LN từ HĐKD (%)	13.2	17.0	13.2	16.3	15.9
Biên LNST (%)	12.2	15.2	11.6	14.4	13.7
ROA (%)	13.9	19.8	10.1	13.4	13.7
ROE (%)	20.0	29.6	14.8	18.9	19.4
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	32.1	31.0	28.6	25.0	29.1
Nợ vay ròng/EBITDA (%)	26.5	2.5	11.8	(95.1)	(82.7)
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	54.7	62.8	63.8	135.7	124.3
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	37.9	24.9	9.8	15.5	13.0
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	120.9	81.8	172.9	166.5	153.2
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	82.6	82.1	124.8	91.5	79.2
Số ngày khoản phải thu (ngày)	77.0	61.5	79.1	63.7	56.2

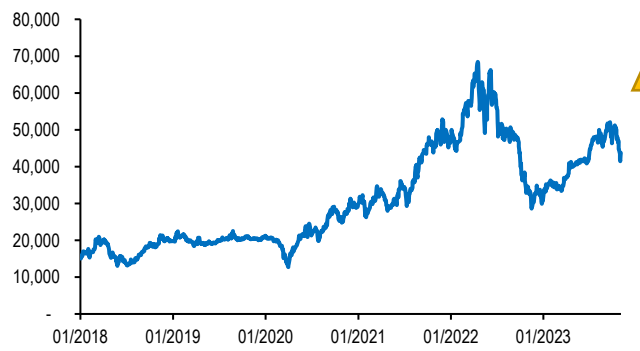
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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	103,900	57.5	26.5/99.1

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

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu

- ♦ **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%

Ngành

- ♦ **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, 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,
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