



CTCP Vĩnh Hoàn (VHC VN)

[Việt Nam / Thủy sản]

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

MUA

Báo Cáo Cập Nhật

Giá mục tiêu (12 tháng) 81,700 VND

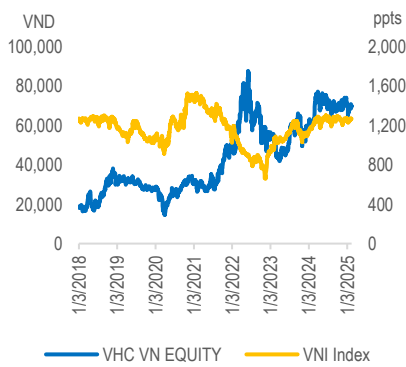
Giá hiện tại (19/02/2025) 70,600 VND

Suất sinh lời (%) 15.7%

VNINDEX	1,288
HINXINDEX	237
Vốn hóa (tỷ VND)	15,846
SLCP lưu hành (triệu CP)	224
Tự do giao dịch (triệu CP)	112
52-tuần cao/thấp (VND)	82,200/63,100
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.7
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	54

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

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-5.5	1.3	6.2
So với VN-Index (%)	-7.3	-1.7	0.2



Nguồn: Bloomberg

Thào Nguyễn – Chuyên viên phân tích

☎ (84-28) 6299-8004

✉ thao.np@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Tín hiệu lạc quan

Cập nhật khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 81,700 đồng

CTCP Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp đầu ngành cá tra của Việt Nam với tỷ trọng xuất khẩu lên đến hơn 17% tổng kim ngạch xuất khẩu cá tra cả nước. Năm 2024, doanh thu thuần đạt 12,535 tỷ đồng (+24.9% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 1,311 tỷ đồng (+34.6% YoY). Lợi nhuận tăng mạnh nhờ sản lượng & giá bán nhóm sản phẩm cá tra tăng. Lợi nhuận bùng nổ ở quý 4/2024 đã mang lại tín hiệu lạc quan cho kết quả kinh doanh của VHC năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của VHC vẫn duy trì khả quan trong năm 2025 khi chi phí nuôi trồng và vận chuyển dự kiến sẽ giảm và sản phẩm cạnh tranh trực tiếp với cá tra như cá rô phi của Trung Quốc có thể sẽ bị áp thuế cao hơn khi xuất khẩu vào Mỹ. Dựa trên phương pháp FCF và P/E, với tỷ trọng 50:50, chúng tôi cập nhật giá mục tiêu của VHC ở mức 81,700 đồng.

Lợi nhuận bùng nổ ở quý 4 đã đưa lợi nhuận cả năm 2024 tăng vượt kì vọng

Quý 4/2024, VHC ghi nhận doanh thu thuần đạt 3,220 tỷ đồng (+34% YoY) và LNST đạt 440 tỷ đồng (+388% YoY). Năm 2024, doanh thu thuần đạt 12,535 tỷ đồng (+24.9% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 1,311 tỷ đồng (+34.6% YoY). Kết quả kinh doanh khởi sắc nhờ sự tăng trưởng về sản lượng, giá bán nhóm sản phẩm cá tra.

Doanh thu theo sản phẩm chính: Doanh thu mảng cá tra đạt 6,949 tỷ đồng (+25% YoY). Doanh thu mảng collagen & gelatin, phụ phẩm và doanh thu từ Sa Giang ghi nhận lần lượt đạt 773 tỷ đồng (+7% YoY), 1,850 tỷ đồng (+11% YoY) và 701 tỷ đồng (+54% YoY), chiếm tỷ trọng doanh thu lần lượt là 6%, 15%, 6%.

Doanh thu theo thị trường chính: Doanh thu từ thị trường Mỹ đạt 3,937 tỷ đồng (+33% YoY), thị trường Trung Quốc đạt 1,248 tỷ đồng (+6% YoY). Thị trường trong nước tiếp tục đóng vai trò quan trọng khi đạt 3,492 tỷ đồng (+26% YoY).

Năm 2025: cơ hội nhiều hơn thách thức

Đầu năm 2025, VHC là doanh nghiệp duy nhất đã đủ điều kiện được đưa ra khỏi phạm vi áp dụng thuế chống bán phá giá khi xuất khẩu cá tra, cá basa vào Mỹ. Chúng tôi kì vọng thỏa thuận này sẽ giúp VHC duy trì xuất khẩu sang thị trường Mỹ ổn định. Trong bối cảnh Mỹ có thể đưa ra chính sách mới đối với mặt hàng nhập khẩu cá tra, chúng tôi kì vọng mặt hàng cá tra vẫn duy trì sức cạnh tranh tốt hơn so với cá rô phi của Trung Quốc.

Chúng tôi dự phóng doanh thu của VHC năm 2025 đạt 14,423 tỷ đồng (+15% YoY) và LNST ở mức 1,543 tỷ đồng (+18% YoY), nhờ (1) Biên lợi nhuận gộp kì vọng cải thiện nhờ chi phí nuôi trồng và chi phí vận chuyển dự kiến sẽ giảm, (2) Sản lượng tiêu thụ cá tra tại Mỹ dự kiến sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới khi lượng tồn kho đang ở mức thấp và (3) Sản phẩm cạnh tranh trực tiếp với cá tra như cá rô phi của Trung Quốc có thể sẽ bị áp thuế cao hơn khi xuất khẩu vào Mỹ.

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

Năm	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	10,033	12,535	14,423	15,295	13,489
LN từ HKKD (tỷ VND)	969	1,253	1,585	1,633	1,527
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	974	1,311	1,569	1,622	1,449
EPS (VND)	4,914	5,496	6,578	6,802	6,078
BPS (VND)	44,629	38,685	45,674	52,901	59,358
OPM (%)	9.7%	10.0%	11.0%	10.7%	11.3%
NPM (%)	9.7%	10.5%	10.9%	10.6%	10.7%
ROE (%)	11.3%	14.6%	14.7%	13.1%	10.4%
PER (x)	18.6	16.6	13.9	13.4	15.0
PBR (x)	2.0	2.4	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	9.4	7.8	6.5	6.3	6.8

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 P/E với tỷ trọng 50%-50% để định giá VHC. Chúng tôi khuyến nghị MUA với mức định giá 81,700 đồng, với suất sinh lời 15.7%.

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)

WACC (%)	10.4
Lãi suất phi rủi ro (%)	3.10
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.35
Beta	1.03
Chi phí nợ (%)	4.0
Chi phí sử dụng vốn (%)	11.8
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.22
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	2,243

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá DCF

Đơn vị: tỷ VND	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
NPAT-Mi	1,476	1,527	1,364	1,636	2,004
Cộng: Lãi vay sau thuế	110	121	117	112	119
Cộng: Khấu hao	410	428	446	465	484
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	1,081	326	-605	333	402
Trừ: Vốn đầu tư	123	128	134	140	145
Dòng tiền tự do (FCFF)	792	1,622	2,399	1,741	2,060
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	6,342				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)	1%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	13,538				
Giá trị doanh nghiệp	19,880				
Trừ: Nợ vay	(2,243)				
Cộng: Tiền và tương đương tiền	2,842				
Giá trị vốn chủ sở hữu	20,479				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	224.453				
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)	91,237				

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

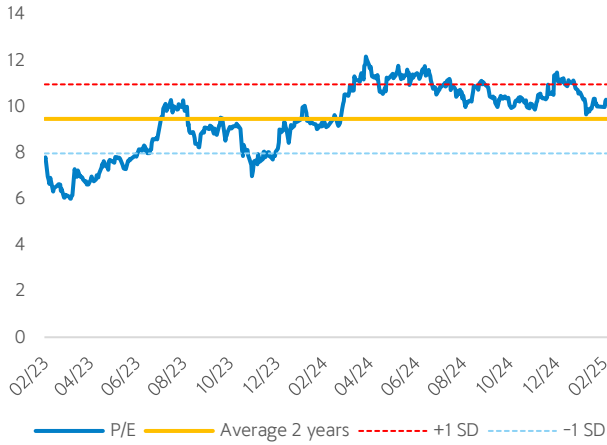
Dựa trên phương pháp P/E, chúng tôi thu thập dữ liệu từ quá khứ trong vòng 3 năm của VHC. Chúng tôi ước tính P/E mục tiêu của VHC ở mức 11x, nhờ vào tín hiệu tích cực từ sự bùng nổ xuất khẩu cá tra Việt Nam từ quý 3/2024. Kết hợp cùng EPS dự phóng 2025 ở mức 6,578 đồng, giá mục tiêu của VHC được định giá ở mức 72,356 đồng.

So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Trung bình 3 năm của VHC	9.4
P/E mục tiêu	11
EPS forward	6,578
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)	72,356

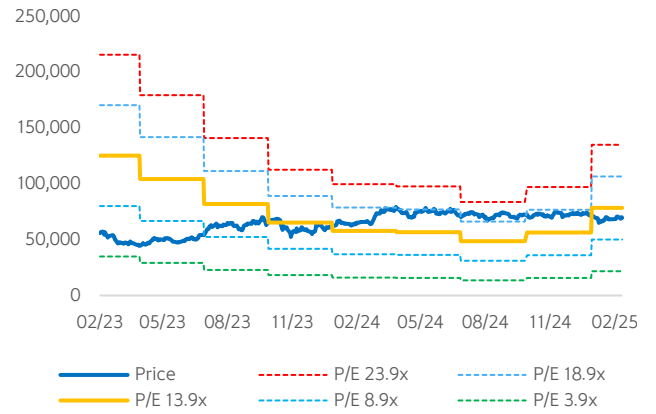
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của VHC



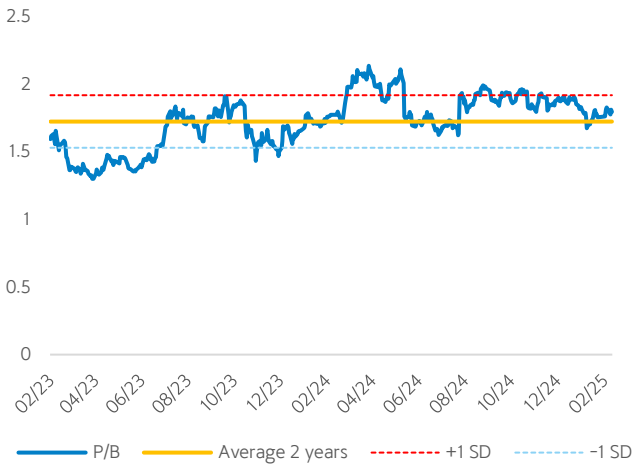
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của VHC



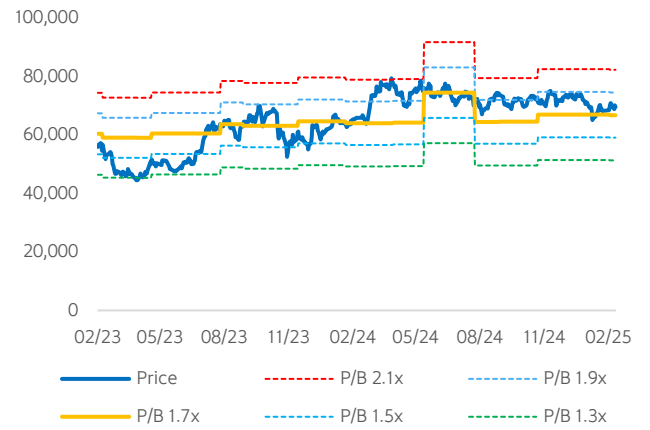
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của VHC



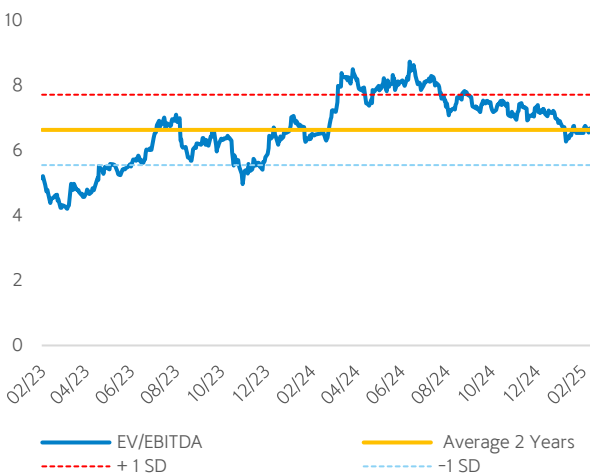
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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

Giá cổ phiếu VHC tương quan với 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

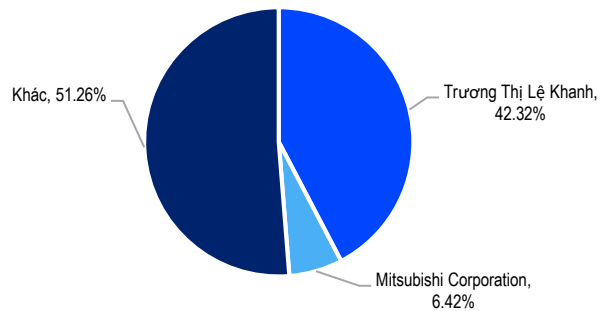
Lịch sử doanh nghiệp

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.

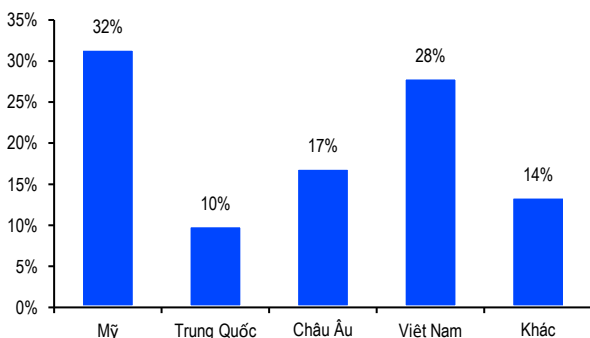
Năm 2007, Vinh Hoàn chính thức được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh với mã chứng khoán "VHC".

Cơ cấu cổ đông đến ngày 19/02/2025



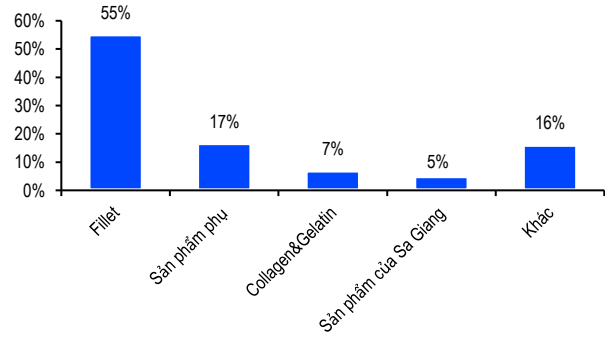
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu doanh thu theo thị trường năm 2024



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm năm 2024



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Tổng tài sản	11,943	12,249	14,040	15,943	16,928
Tài sản ngắn hạn	7,888	8,241	10,317	12,203	13,095
Tiền và tương đương tiền	233	570	1,320	2,811	4,457
Đầu tư TC ngắn hạn	2,069	2,340	2,340	2,340	2,340
Các khoản phải thu	1,578	2,207	2,539	2,693	2,453
Hàng tồn kho	3,763	2,911	3,904	4,146	3,633
Tài sản dài hạn	4,125	4,113	3,941	3,757	3,560
Tài sản cố định	3,383	3,415	3,243	3,059	2,862
Chi phí xây dựng cơ bản	160	115	115	115	115
Tài sản dài hạn khác	581	583	583	583	583
Tổng nợ	3,351	3,247	3,393	3,597	3,050
Nợ ngắn hạn	3,233	3,193	3,339	3,543	2,997
Khoản phải trả	309	272	432	459	402
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	2,157	2,277	2,178	2,313	1,914
Khác	773	625	728	771	680
Nợ dài hạn	119	54	54	54	54
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	102	0	0	0	0
Khác	17	54	54	54	54
Vốn chủ sở hữu	8,591	9,002	10,648	12,346	13,877
Vốn góp chủ sở hữu	1,870	2,245	2,245	2,245	2,245
Thặng dư vốn	264	264	264	264	264
Vốn khác	0	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	6,213	6,175	7,730	9,334	10,780
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	244	319	410	505	590
*Nợ vay	2,259	2,277	2,178	2,313	1,914
*Nợ ròng (tiền)	(42)	(633)	(1,482)	(2,838)	(4,883)

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền từ HĐKD	547	2,113	1,330	1,839	2,546
Lợi nhuận ròng	974	1,311	1,569	1,622	1,449
Khấu hao	343	386	410	428	446
(Lãi) từ HĐ đầu tư					
Thay đổi vốn lưu động	-1,254	-472	-1,081	-326	605
Thay đổi khác	539	965	524	210	130
Tiền từ HĐ đầu tư	-793	-863	-123	-128	-134
Thay đổi tài sản cố định	-1,122	-672	-123	-128	-134
Thay đổi tài sản đầu tư	-121	-169	0	0	0
Khác	449	-22	0	0	0
Tiền từ HĐ tài chính	-73	-912	-44	-193	-704
Thay đổi vốn cổ phần	57	0	92	95	85
Tiền đi vay/(trả) nợ	-129	-13	313	160	-340
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	0	-899	-449	-449	-449
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	-319	338	1,163	1,517	1,708
Tổng tiền đầu năm	553	233	570	1,733	3,250
Thay đổi trong kỳ giá					
Tổng tiền cuối năm	233	570	1,733	3,250	4,958

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	10,033	12,535	14,423	15,295	13,489
Tăng trưởng (%)	-24.2%	24.9%	15.1%	6.0%	-11.8%
Giá vốn hàng bán	8,540	10,644	12,103	12,852	11,261
Lợi nhuận gộp	1,493	1,891	2,321	2,444	2,228
Biên lợi nhuận gộp (%)	14.9%	15.1%	16.1%	16.0%	16.5%
Chi phí BH & QLDN	524	639	736	811	701
LN từ HĐKD	969	1,253	1,585	1,633	1,527
Tăng trưởng (%)	-57.0%	29.3%	26.6%	3.0%	-6.5%
Biên LN từ HĐKD (%)	9.7%	10.0%	11.0%	10.7%	11.3%
LN khác	148	207	183	196	104
Thu nhập tài chính	377	428	457	483	387
Chi phí tài chính	229	222	275	287	282
Trong đó: Chi phí lãi vay	133	73	127	139	134
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	27	35	35	35	35
LNTT	1,145	1,496	1,803	1,864	1,666
Thuế TNDN	171	186	234	242	217
LNST	974	1,311	1,569	1,622	1,449
Tăng trưởng (%)	-51.6%	34.6%	19.7%	3.4%	-10.6%
Biên lợi nhuận ròng (%)	9.7%	10.5%	10.9%	10.6%	10.7%
LNST cổ đông công ty mẹ	919	1,234	1,476	1,527	1,364
Lợi ích CETS	55	77	92	95	85
LN trước thuế và lãi vay	1,278	1,570	1,930	2,003	1,800
Tăng trưởng (%)	-47.2%	22.8%	22.9%	3.8%	-10.1%
Biên LN (%)	12.7%	12.5%	13.4%	13.1%	13.3%
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	1,621	1,956	2,340	2,431	2,247
Tăng trưởng (%)	-41.0%	20.6%	19.6%	3.9%	-7.6%
Biên LN (%)	16.2%	15.6%	16.2%	15.9%	16.7%

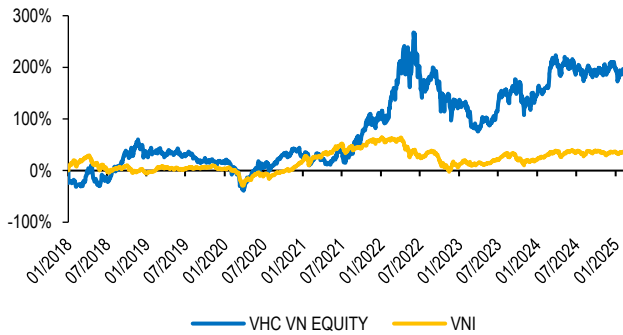
Các chỉ số chính

Năm	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (đồng)	4,914	5,496	6,578	6,802	6,078
BPS (đồng)	44,629	38,685	45,674	52,901	59,358
DPS (đồng)	0	4,000	2,000	2,000	2,000
PER (x)	18.6	16.6	13.9	13.4	15.0
PBR (x)	2.0	2.4	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	9.4	7.8	6.5	6.3	6.8
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0%	73%	30%	29%	33%
Lãi cổ tức (%)	0.0%	8.9%	4.4%	4.4%	4.4%
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	16.2%	15.6%	16.2%	15.9%	16.7%
Biên LN từ HĐKD (%)	9.7%	10.0%	11.0%	10.7%	11.3%
Biên LNST (%)	9.7%	10.5%	10.9%	10.6%	10.7%
ROA (%)	8.2%	10.7%	10.8%	9.9%	8.3%
ROE (%)	11.3%	14.6%	14.7%	13.1%	10.4%
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	31.0%	26.3%	25.3%	24.3%	22.2%
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	15.0%	7.2%	17.9%	46.2%	81.7%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	23.2	7.3	17.1	12.5	11.8
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	205	155	169	169	171
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	161	100	118	118	118
Số ngày khoản phải thu (ngày)	57	64	64	64	66

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	84,526	39.8	-11.4/159.8
24/02/2023 (BC cập nhật)	MUA	60,500	-10.7	-36.5/21.6
24/05/2023 (BC cập nhật)	MUA	67,750	9.4	-31.1/52.5
07/08/2023 (BC cập nhật)	MUA	85,600	49.9	11.7/92.9
20/11/2023 (BC cập nhật)	MUA	88,583	57.5	26.5/99.1
21/02/2024 (BC cập nhật)	GIỮ	69,500	24.6	2.4/61.1
19/02/2025 (BC cập nhật)	MUA	81,700	12.4	-0.6/29.5

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: Thao 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 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, 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,
Luijiiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, 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