



CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

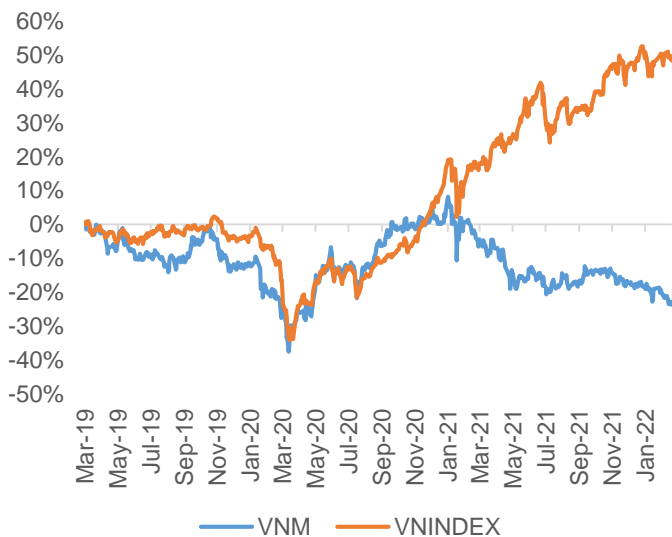
Báo cáo cập nhật

Khuyến nghị	MUA
Ngày:	04/03/2022
Giá mục tiêu (VND)	100,462
Giá đóng cửa (VND)	77,900
Tỷ suất sinh lời kỳ vọng	+28.96%
Ngành	Sản xuất thực phẩm

DỮ LIỆU CỔ PHIẾU

Vốn hóa thị trường (tỷ đồng):	165,524
SLCP lưu hành:	2,089,955,445
SLCP niêm yết:	2,089,955,445
Sở hữu nhà nước:	36%
Sở hữu nước ngoài:	54.35%
P/E (TTM):	15.7x
P/B (TTM):	5.0x
ROE (%):	30.31%
ROA (%):	20.7%
Tỷ suất cổ tức:	2%

DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU VNM VÀ VN-INDEX



Chuyên viên phân tích:

Khổng Hữu Hiệp

+84 28 3622 6868 ext 3912

hiep.khong@yuantan.com.vn

Bloomberg code: YUTA

Giá đầu vào đang tiến gần đến điểm đảo chiều

VNM công bố KQKD Q4/2022 hồi phục nhưng tiếp tục chịu áp lực từ giá đầu vào. Duy trì tăng trưởng doanh thu tích cực nhờ nhu cầu tiêu dùng hồi phục mạnh sau COVID, tuy nhiên, lợi nhuận VNM tiếp tục chịu áp lực từ giá sữa bột đầu vào tăng.

Giá sữa bột đầu vào vẫn tăng nhưng đang gần tới điểm đảo chiều, tương tự giai đoạn 2012-2014.

Hưởng lợi từ gói kích thích kinh tế, giảm thuế VAT xuống 8%, tiêu dùng ăn uống hồi phục trong 2T2022.

Cập nhật thông tin 2 dự án mới bò thịt tại Vĩnh Phúc (dự kiến vận hành từ 2023) và nhà máy sữa Hưng Yên (dự kiến vận hành từ cuối 2022).

Các nhà đầu tư nước ngoài duy trì bán ròng nhưng chậm lại.

Tính trong giai đoạn 6 năm, khối ngoại đã bán ròng lũy kế 3.68% tổng khối lượng cổ phiếu lưu hành

VNM tiếp tục giao dịch tại mức định giá hấp dẫn. Chúng tôi nâng dự phóng tăng trưởng doanh thu VNM cho 2022F lên 8.09%, chủ yếu nhờ thị trường nội địa hồi phục. Biên lãi gộp 2022 ước tính ở mức 43.5%, cải thiện nhẹ nhờ giá bán tăng khi cầu tiêu dùng hồi phục.

Định giá cổ phiếu VNM

Chúng tôi lấy tỷ trọng theo 3 phương pháp P/E, FCFE và FCFF lần lượt là 50%, 25%, 25% cho nên mức dự phóng 2021 là 96,862 VNĐ/CP, chưa bao gồm cổ tức tiền mặt dự phóng cho 2022 là 3,600 VNĐ/CP. Do đó, tổng mức dự phóng cho VNM là 100,462 VNĐ/CP, tăng +0.21% so với mức định giá trong báo cáo gần nhất, tương ứng tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng +28.96% so với giá đóng cửa ngày 04/03/2022.

Rủi ro đối với dự phóng

- (1) Rủi ro chủng mới Omicron diễn biến phức tạp hơn dự đoán.
- (2) Lộ trình triển khai gói kích thích kinh tế của Chính phủ.
- (3) Rủi ro giá nguyên liệu đầu vào biến động bất thường.



We Create **Fortune**

KQKD Q4/2021 hồi phục nhưng tiếp tục chịu áp lực từ giá đầu vào

Q4/2021 VNM ghi nhận doanh thu thuần 15,819 tỷ đồng (+10% YoY), LNST đạt 2,213 tỷ đồng (-1% YoY). Trong đó, doanh thu từ thị trường nội địa đạt 13,020 tỷ đồng (+7% YoY), doanh thu xuất khẩu đạt 1,800 tỷ đồng (+17% YoY) nhờ 2 thị trường Trung Đông và châu Phi, trong năm 2021, VNM đã nâng số thị trường xuất khẩu từ 55 lên 57 quốc gia.

Lũy kế cả năm 2021, VNM ghi nhận doanh thu thuần 60,919 tỷ đồng (+2% YoY) và LNST 10,633 tỷ đồng (-5% YoY), hoàn thành lần lượt 98% kế hoạch doanh thu và 95% kế hoạch lợi nhuận. Doanh thu 2021 của VNM khá tích cực do doanh thu toàn ngành FMCG ước tính giảm hơn 10% trong 2021 do COVID.

Chúng tôi cho rằng doanh thu VNM tăng trưởng tích cực trong Q4/2021 nhờ nhu cầu tiêu dùng hồi phục sau giãn cách. Tuy nhiên, LNST giảm 1% chủ yếu do giá sữa bột đầu vào tăng trở lại trong giai đoạn cuối năm. Theo đó, biên lợi nhuận gộp Q4/2021 đạt 42.5%, suy giảm so với con số 46.1% cùng kỳ 2020. Chúng tôi cho rằng mặc dù giá sữa bột vẫn tăng trong thời gian gần đây, biên lợi nhuận Q1/2022 có thể cải thiện hơn do VNM đã có 2 đợt tăng giá bán từ đầu năm 2022 đến nay, trong khi giá đầu vào đã được VNM chốt giá mua đến hết tháng 3/2022 ở mức thấp hơn Q3/2021.

Hàng tồn kho cuối Q4/2021 tăng lên mức kỷ lục 6,773 tỷ đồng (+38% YoY), VNM cho biết lượng hàng tích trữ hiện tại đủ để đảm bảo sản xuất đến Q2/2022.

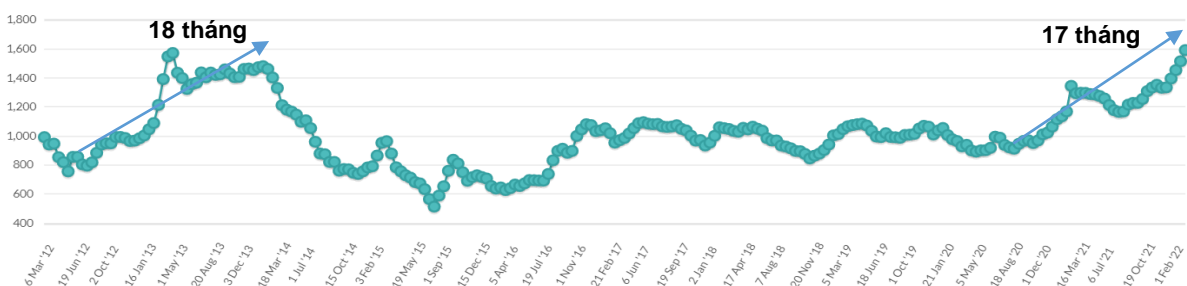
Điểm tích cực là VNM đã quản lý tốt chi phí hoạt động doanh nghiệp (-43% YoY), chi phí bán hàng tăng nhẹ (+3% YoY).

Đối với quản lý giá đầu vào, VNM cho biết đã chốt giá sữa bột đến hết Q2/2022 và ký hợp đồng bao bì đóng gói cố định cho nhiều năm.

Giá sữa bột đầu vào vẫn tăng nhưng đang gần tới điểm đảo chiều.

Giá sữa bột nguyên liệu tiếp tục tăng lên mức cao nhất 10 năm. Tuy nhiên, lần tăng mạnh của giá các loại nguyên liệu sữa gần nhất là khoảng thời gian tháng 07/2012 – 02/2014 (18 tháng). Hiện tại, giá các loại nguyên liệu sữa đã tăng mạnh trong 17 tháng qua và có thể sẽ hạ nhiệt giảm trong thời gian tới. Chúng tôi cho rằng lý do là vì thời gian bò từ sinh ra tới tuổi trưởng thành khoảng 18-20 tháng và đây cũng là thời gian để đàn bò ở các nước như New Zealand hồi phục khi giá sữa tăng cao. Do đó, chúng tôi vẫn cho rằng giá sữa bột đang tiến gần đến điểm đảo chiều khi nguồn cung tăng trở lại, trong ngắn hạn, giá sữa bột tăng cao do áp lực nhu cầu cao từ Trung Quốc.

Chỉ số giá trung bình các loại nguyên liệu sữa đầu vào



Nguồn: Globaldairytrade, YSVN



We Create **Fortune**

Hưởng lợi từ gói kích thích kinh tế, giảm thuế VAT xuống 8%, tiêu dùng ăn uống hồi phục

Đầu năm 2022, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết 11 về Chương trình phục hồi và phát triển kinh tế - xã hội với các giải pháp và gói hỗ trợ gần 350.000 tỷ đồng. Trong đó, thuế giá trị gia tăng (VAT) được giảm từ 10% xuống còn 8% kỳ vọng sẽ đẩy mạnh tiêu dùng. Theo Tổng cục thống kê, lũy kế 2T2022, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước đạt hơn 876 nghìn tỷ đồng (+1.7% YoY nếu loại trừ yếu tố giá giảm 0.3%), trong đó, doanh thu bán lẻ hàng hóa tăng 3.1% YoY.

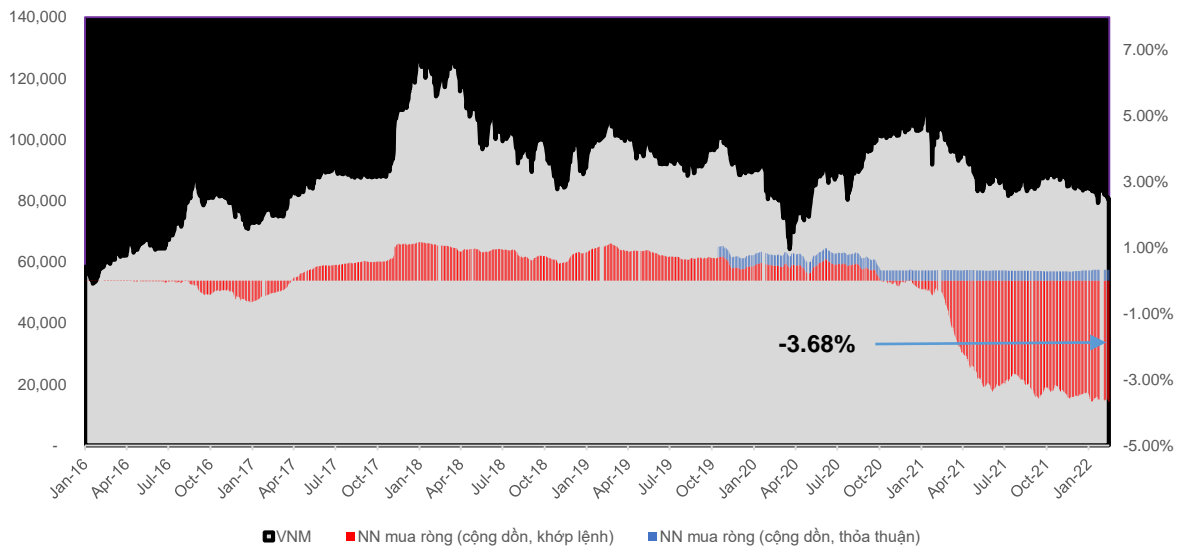
Cập nhật thông tin 2 dự án mới bò thịt tại Vĩnh Phúc (dự kiến vận hành từ 2023) và nhà máy sữa Hưng Yên (dự kiến vận hành từ cuối 2022).

Đối với dự án bò thịt Vĩnh Phúc, cuối T11/2021, VNM và công ty con Vilico đã ký biên bản ghi nhớ hợp tác đầu tư trị giá 500 triệu đô la Mỹ với tập đoàn Sojitz (Nhật Bản) và UBND tỉnh Vĩnh Phúc. Trong đó, giai đoạn 1 của dự án dự kiến đi vào hoạt động vào năm 2023-2024 có quy mô công suất 30.000 bò thịt/năm với cơ sở chế biến khép kín. Hiện tại liên doanh giữa Vilico và Sojitz đã tiến hành nuôi và bán thử nghiệm sản phẩm bò thịt tại Việt Nam và bước đầu xây dựng mạng lưới khách hàng.

Đối với dự án nhà máy sữa Hưng Yên, cuối T12/2021, VNM đã nhận quyết định chấp thuận chủ trương đầu tư nhà máy sữa tại tỉnh Hưng Yên với công suất dự kiến đạt 400 triệu lít mỗi năm, tổng vốn đầu tư 200 triệu đô la Mỹ chia làm 2 giai đoạn, cho chiến lược 5 năm 2022-2026. Đây là nhà máy sữa lớn nhất của Vinamilk ở khu vực phía Bắc, sẽ là động lực tăng trưởng trung và dài hạn cho VNM.

Nước ngoài duy trì bán ròng nhưng chậm lại

Khối ngoại đã bán ròng VNM kỷ lục trong năm 2021, từ đầu năm 2022 tiếp tục duy trì bán nhưng đang chậm dần. Tính trong giai đoạn 6 năm, khối ngoại đã bán ròng lũy kế 3.68% tổng khối lượng cổ phiếu lưu hành. Chúng tôi cho rằng lý do vẫn như báo cáo gần nhất của chúng tôi.



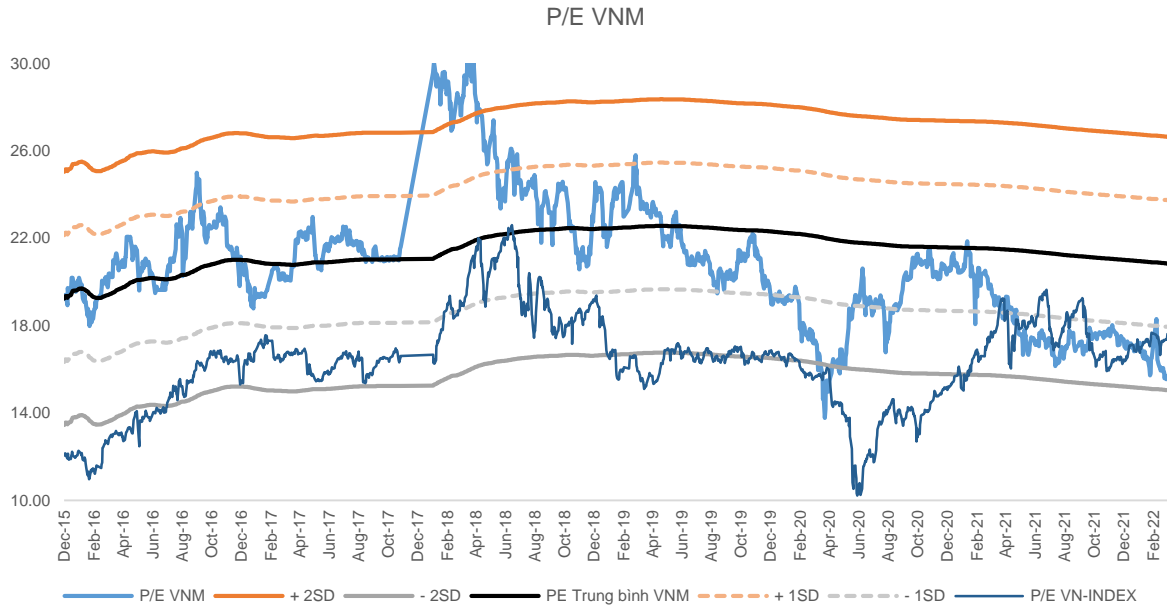
Nguồn: FiinGroup, YSVN



We Create Fortune

VNM tiếp tục giao dịch tại mức định giá hấp dẫn

VNM tiếp tục giao dịch tại mức định giá hấp dẫn hiếm có so với lịch sử cũng như so với VN-Index và các cổ phiếu ngành hàng tiêu dùng trong khu vực (26.x lần). Chúng tôi cho rằng khi KQKD tăng trưởng trở lại, VNM xứng đáng được định giá lại, phù hợp với vị thế của một công ty đầu ngành hàng tiêu dùng tại Việt Nam và top đầu về vốn hóa so với khu vực.



Nguồn: FiinGroup, YSVN

Dự phóng KQKD

Chúng tôi nâng dự phóng tăng trưởng doanh thu VNM cho 2022F lên 8.09%. Trong đó, doanh thu nội địa tăng trưởng 8.3% YoY nhờ: 1) kết quả doanh thu hồi phục tốt trong Q4/2021; 2) tình hình bán lẻ hồi phục tốt trong 2T2022; 3) doanh thu VNM tăng trưởng tích cực hơn toàn ngành FMCG trong 2021. Doanh thu xuất khẩu tăng 7% YoY nhờ tín hiệu khả quan trong Q4/2021.

Biên lãi gộp 2021 ước tính ở mức 43.5%, cải thiện nhẹ từ mức 43.1% cùng kỳ nhờ giá bán tăng. Đối với giá sữa bột đầu vào, chúng tôi cho rằng có thể giảm từ giữa năm 2022 đến cuối năm khi nguồn cung bò sữa hồi phục ở New Zealand.

VNM cũng đã kiểm soát chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp tốt trong 2021, ở mức lần lượt 21.3% và 2.57% doanh thu, chúng tôi kỳ vọng mức này sẽ giữ nguyên cho 2022F. Cổ tức tiền mặt dự kiến cho 2022F giữ nguyên ở mức 3,600 đồng/cổ phiếu.



We Create **Fortune**

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu	56,318	59,636	60,919	65,849	71,181
Giá vốn hàng bán	(29,746)	(31,968)	(34,641)	37,163)	(39,816)
Lợi nhuận gộp	26,572	27,669	26,278	28,686	31,365
Chi phí bán hàng	12,993)	(13,447)	12,951)	13,999)	(14,948)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,396)	(1,958)	(1,567)	(1,646)	(1,780)
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (EBIT)	12,182	12,263	11,760	13,041	14,637
Thu nhập từ hoạt động tài chính	807	1,581	1,215	1,317	1,780
Chi phí tài chính	(187)	(309)	(202)	(363)	(515)
Lợi nhuận trước thuế (EBT)	12,796	13,519	12,922	14,144	15,902
Lợi nhuận sau thuế (EAT)	10,554	11,236	10,633	11,687	13,139
Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS)	5,298	4,567	4,769	5,242	5,894

Định giá

Do VNM là công ty dẫn đầu ngành sữa nói riêng và TOP đầu ngành hàng tiêu dùng tại Việt Nam nói chung. Chúng tôi sẽ định giá VNM dựa trên **2 phương pháp chiết khấu dòng tiền tương lai (2 giai đoạn)** và so sánh hệ số P/E với chính lịch sử VNM.

Mô hình chiết khấu dòng tiền FCFE, FCFF

Tính toán tỷ lệ chiết khấu - Các giả định

Lãi suất phi rủi ro	3.00%
Beta (6 tháng)	0.56
Phần bù rủi ro	9.00%
Chi phí sử dụng vốn cổ phần	8.04%
Chi phí sử dụng nợ	9.00%
Nợ/(Vốn+Nợ)	23%
Vốn/(Vốn+Nợ)	77%
Thuế	20%
WACC	7.85%
Tốc độ tăng trưởng bền vững cuối kỳ	2.00%

Dòng tiền	2021	2022F	2023F
Lợi nhuận ròng	10,633	11,687	13,139
Chi phí lãi vay sau thuế	73	132	191
Lợi nhuận trước khi trừ lãi vay, sau thuế	10,706	11,819	13,331
(+) Khấu hao		2,215	2,290
(-) Thay đổi Vốn lưu động (Working capital)		(442)	1,221
(-) Chi tiêu vốn (Capex)		1,101	1,178
Dòng tiền tự do đối với công ty (FCFF)	10,706	13,375	13,222
(-) Chi phí lãi vay sau thuế	73	132	191
(+) Vay nợ ròng		2,384	(531)
Dòng tiền tự do đối với vốn cổ phần (FCFE)		15,628	12,500
Hiện giá của FCFE		14,627	10,829



We Create **Fortune**

FCFE	2022F	2023F	FCFF	2022F	2023F
Giá mục tiêu	87,987		Giá mục tiêu	100,249	
EPS	5,242	5,894	EPS	5,242	5,894
Tương đương P/E dự phóng	16.8	14.9	Tương đương P/E dự phóng	19.1	17.0

Phương pháp định giá so sánh P/E

Cổ phiếu VNM đang giao dịch tại mức P/E TTM 15.7x gần chạm mức trung bình 6 năm – 1 độ lệch chuẩn (SD). Với dự phóng KQKD tăng trưởng 2022, chúng tôi sẽ dùng mức P/E trung bình 19.0 lần, ngang mức trung bình 6 năm của VNM để định giá, chúng tôi tin rằng mức P/E 19.0 lần khá hợp lý khi các cổ phiếu cùng ngành trong khu vực đang giao dịch tại mức P/E là 26.x lần.

P/E	2022F	2023F
EPS	5,242	5,894
P/E	19.0	16.9
Giá mục tiêu	99,605	

Theo đó, mức giá định giá theo phương pháp P/E là 99,605 VNĐ/CP, tương đương mức P/E dự phóng cho 2023F là 16.9x lần, vẫn thấp hơn rất nhiều so với mức trung bình của khu vực là 26.x lần.

Chúng tôi lấy tỷ trọng theo 3 phương pháp P/E, FCFE và FCFF lần lượt là 50%, 25%, 25% cho nên mức dự phóng 2021 là 96,862 VNĐ/CP, chưa bao gồm cổ tức tiền mặt dự phóng cho 2022 là 3,600 VNĐ/CP. Do đó, tổng mức dự phóng cho VNM là 100,462 VNĐ/CP, tương đương mức định giá trong báo cáo gần nhất của chúng tôi, tương ứng tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng +28.96% so với giá đóng cửa ngày 04/03/2022.

We Create Fortune

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VNĐ	2021	2022F	2023F
Bảng CĐKT			
+ Tiền mặt	2,349	6,564	9,681
+ Đầu tư tài chính ngắn hạn	21,026	25,231	35,323
+ Phải thu ngắn hạn	5,822	6,117	6,612
+ Hàng tồn kho	6,773	6,484	7,785
+ Tài sản ngắn hạn khác	141	160	173
Tổng tài sản ngắn hạn	36,110	44,557	59,575
+ Phải thu dài hạn	17	20	22
+ TSCĐ	12,767	11,503	10,240
+ Tài sản dở dang dài hạn	1,130	1,280	1,430
+ Đầu tư dài hạn	744	744	744
+ Tài sản dài hạn khác	2,565	2,976	3,217
Tổng tài sản dài hạn	17,222	16,523	15,653
Tổng tài sản	53,332	59,698	72,102
+ Nợ ngắn hạn	17,068	19,911	19,905
<i>Trong đó: Nợ ngắn hạn</i>	<i>9,382</i>	<i>11,756</i>	<i>11,162</i>
+ Nợ dài hạn	414	505	597
<i>Trong đó: Nợ dài hạn</i>	<i>76</i>	<i>86</i>	<i>149</i>
Tổng nợ	17,482	20,415	20,502
+ Vốn góp	20,900	20,900	20,900
+ Thặng dư vốn cổ phần	34	34	34
+ Lợi nhuận chưa phân phối	7,594	9,858	20,862
+ Vốn/quỹ khác	4,352	5,521	6,835
Vốn chủ sở hữu	35,850	39,283	51,601
Tổng nguồn vốn	53,332	59,698	72,102
Dòng tiền			
Dòng tiền từ HĐKD	9,432	14,888	15,025
Dòng tiền từ HĐĐT	-3,933	-5,613	-11,407
Dòng tiền từ HĐTC	-5,257	-5,060	-501
Lưu chuyển tiền thuần	241	4,215	3,117
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	2,111	2,349	6,564
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2,349	6,564	9,681
Chỉ số thanh khoản			
Hệ số thanh toán hiện hành	2.12	2.24	2.99
Hệ số thanh toán nhanh	1.72	1.91	2.60
Chỉ số tiền mặt	0.14	0.33	0.49
Nợ ròng/EBITDA	0.68	0.78	0.67
Chỉ số bao lãi	132.44	81.63	63.22
Số ngày phải thu	33	33	33
Số ngày phải trả	75	73	73
Số ngày tồn kho	62	65	65
Cấu trúc vốn			
VCSH/TTS	0.67	0.66	0.72
Nợ/TTS	0.33	0.34	0.28
Nợ/VCSH	0.49	0.52	0.40
Nợ vay/VCSH	0.26	0.30	0.22
Nợ ngắn hạn/VCSH	0.26	0.30	0.22

Tỷ VNĐ	2021	2022F	2023F
Báo cáo KQKD			
Doanh thu thuần	60,919	65,849	71,181
GVHB	-34,641	-37,163	-39,816
Lãi gộp	26,278	28,686	31,365
Thu nhập tài chính	1,215	1,317	1,780
Chi phí tài chính	(202)	(363)	(515)
Thu nhập từ công ty liên kết	(45)	(45)	0
Chi phí bán hàng	-12,951	-13,999	-14,948
Chi phí quản lý	-1,567	-1,646	-1,780
Lợi nhuận từ HĐKD	39,006	42,636	47,267
Thu nhập ròng khác	195	195	0
LNTT	12,922	14,144	15,902
LNST	10,633	11,687	13,139
LNST thuộc về CĐ Cty mẹ	9,968	10,956	12,318
Lợi ích của CĐ thiểu số	100	117	131
Chỉ số tài chính			
EPS cơ bản (VNĐ)	4,769	5,242	5,894
GTSS/cp (VNĐ)	17,154	18,796	24,690
Cổ tức (VNĐ/cp)	1,500	1,501	1,502
EBIT	11,760	13,041	14,637
EBITDA	13,882	15,256	16,928
Tăng trưởng			
Doanh thu	2.15%	8.09%	8.10%
EBITDA	-4.08%	9.90%	10.96%
EBIT	-4.10%	10.89%	12.24%
Lãi ròng	4.50%	9.92%	12.43%
VCSH	6.55%	9.57%	31.36%
Vốn điều lệ	0.00%	0.00%	0.00%
Tổng tài sản	10.12%	11.94%	20.78%
Định giá			
P/E	0	18.5	16.4
P/B	0	5.7	4.3
P/Doanh thu	0	3.1	2.8
Tỷ suất cổ tức	30.00%	10.00%	30.00%
EV/EBITDA	14.6	13.3	12.0
EV/Doanh thu	3.3	3.1	2.8
Biên lợi nhuận			
Biên lãi gộp	43.14%	43.56%	44.06%
Biên LN từ HĐKD	19.30%	19.80%	20.56%
Biên lãi ròng	17.45%	17.75%	18.46%
Chi phí bán hàng/DT thuần	21.26%	21.26%	21.00%
Chi phí quản lý/DT thuần	2.57%	2.50%	2.50%
ROE	28.69%	29.17%	27.11%
ROA	20.90%	20.68%	19.94%
ROIC	13.90%	14.33%	13.29%



We Create **Fortune**

CÔNG TY TNHH CHỨNG KHOÁN YUANTA VIỆT NAM

Phòng phân tích khối khách hàng cá nhân

Nguyễn Thế Minh

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

+84 28 3622 6868 ext 3826

minh.nguyen@yuanta.com.vn

Lý Thị Hiền

Trưởng phòng NC-PT

+84 28 3622 6868 ext 3908

hien.ly@yuanta.com.vn

Quách Đức Khánh

Phó Phòng NC-PT

+84 28 3622 6868 ext 3833

khanh.quach@yuanta.com.vn

Khổng Hữu Hiệp

Chuyên viên phân tích cao cấp

+84 28 3622 6868 ext 3912

hiep.khong@yuanta.com.vn

Nguyễn Trịnh Ngọc Hồng

Chuyên viên phân tích cao cấp

+84 28 3622 6868 ext 3832

hong.nguyen@yuanta.com.vn

Phạm Tấn Phát

Chuyên viên phân tích cao cấp

+84 28 3622 6868 ext 3880

phat.pham@yuanta.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng cá nhân

Phạm Đắc Thành

Giám đốc Khu vực Miền Bắc

+84 28 3622 6868 ext 3416

thanh.pham@yuanta.com.vn

Võ Thị Thu Thủy

Giám đốc chi nhánh Bình Dương

+84 28 3622 6868 ext 3505

thuy.vo@yuanta.com.vn

Lương Kỳ Ty

Giám đốc chi nhánh Chợ Lớn

+84 28 3622 6868 ext 3653

ty.luong@yuanta.com.vn

Bùi Quốc Phong

Giám đốc chi nhánh Đồng Nai

+84 28 3622 6868 ext 3701

phong.bui@yuanta.com.vn

Võ Đình Tuấn

Giám đốc chi nhánh Đà Nẵng

+84 28 3622 6868 ext 3301

tuan.vo@yuanta.com.vn

Nguyễn Việt Quang

Giám đốc chi nhánh Hà Nội

+84 28 3622 6868 ext 3404

quang.nguyen@yuanta.com.vn

Đinh Thị Thu Cúc

Giám đốc chi nhánh Vũng Tàu

+84 28 3622 6868 ext 3203

cuc.dinh@yuanta.com.vn



We Create Fortune

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12-month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2018 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be affected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written