

## CTCP Than Vàng Danh - Vinacomin (HNX: TVD)

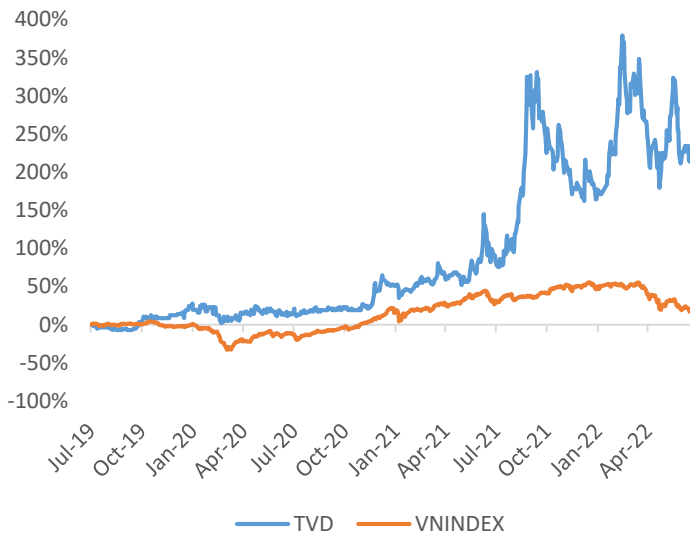
## Báo cáo định giá lần đầu

<b>Khuyến nghị</b>	<b>MUA</b>
Ngày:	15/07/2022
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>	<b>22,905</b>
Giá đóng cửa (VND)	15,800
Tỷ suất sinh lời kỳ vọng	<b>+45.0%</b>
Ngành	Khai thác than L4

### DỮ LIỆU CỔ PHIẾU

Vốn hóa thị trường (tỷ đồng):	652
SLCP lưu hành:	44,962,864
SLCP niêm yết:	44,962,864
Sở hữu nhà nước:	67%
Sở hữu nước ngoài:	3%
P/E (TTM):	6.3x
P/B (TTM):	1.2x
ROE (%):	19.89%
ROA (%):	4.26%
Tỷ suất cổ tức:	0%

### DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU TVD VÀ VN-INDEX



### Các yếu tố tiềm năng hội tụ trong 2022-2023

Chúng tôi công bố báo cáo định giá lần đầu cho CTCP Than Vàng Danh - Vinacomin (HNX: TVD) với khuyến nghị MUA với tỷ suất sinh lời kỳ vọng +45.0%, **chúng tôi cho rằng TVD có nhiều yếu tố tiềm năng hội tụ cho giai đoạn cuối 2022 - 2023** dựa trên một số luận điểm sau:

- (1) **TVD đã liên tục đầu tư tăng công suất** qua các năm và là một trong số ít những công ty con của TKV còn dư địa tăng công suất.
- (2) **Tháng 10-11/2022, EVN và TKV sẽ hoàn tất đàm phán lại giá than khi hợp đồng PPA hết thời hạn 2 năm (2020-2022)**. Giá than thế giới đã tăng 187% YoY, chúng tôi cho rằng nhu cầu than sẽ tiếp tục tăng cao đến cuối năm sẽ giúp giá than thế giới tăng cao và hỗ trợ cho mức giá đàm phán của TKV tốt hơn giá hiện tại.
- (3) **TVD sẽ khấu hao gần hết TSCĐ trong giai đoạn 2022-2023** (khấu hao hàng năm khoảng 500 tỷ trong khi LNST 100 tỷ). Chúng tôi nhận thấy TVD sẽ bắt đầu tăng mạnh lợi nhuận từ 2023 giúp mức chia cổ tức tiền mặt cao hơn. Cổ tức kỳ vọng khoảng 29% cho 2022 và từ 32% cho 2023.
- (4) **TVD đã liên tục giảm nợ vay qua các năm qua**. Chúng tôi kỳ vọng phần lớn vay nợ sẽ được trả trong 2022-2023, nợ dài hạn sẽ được trả hết trong 2024. Điều này sẽ tạo động lực tăng trưởng lợi nhuận và cổ tức tiền mặt.

### Rủi ro đối với dự phóng

- (1) Giá than đàm phán giữa TKV và EVN.
- (2) Giá than thế giới.

### Chuyên viên phân tích:

**Khổng Hữu Hiệp**

+84 28 3622 6868 ext 3912

[hiiep.khong@yuanta.com.vn](mailto:hiiep.khong@yuanta.com.vn)

**Bloomberg code: YUTA**

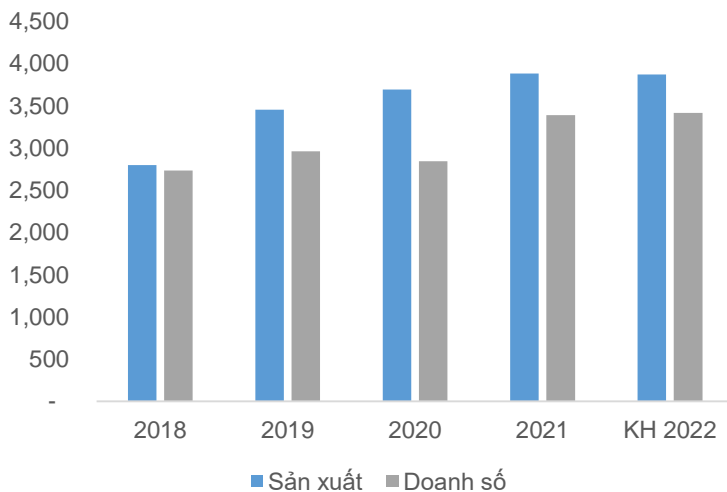
We Create **Fortune**

**TVD đã liên tục đầu tư tăng công suất qua các năm và là một trong số ít những công ty con của TKV còn dư địa tăng công suất.**

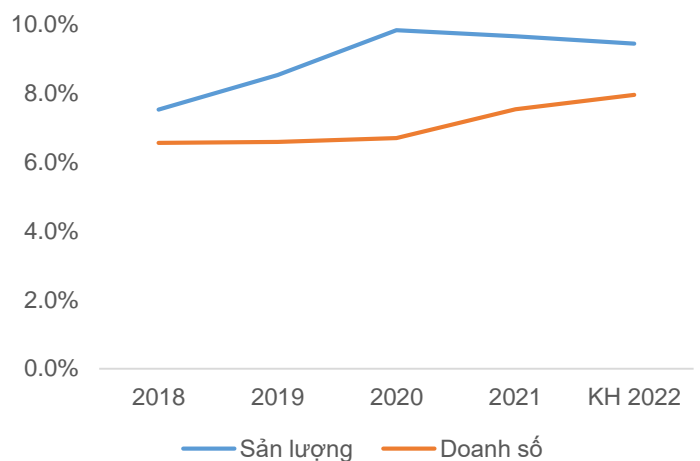
CTCP Than Vàng Danh - Vinacomin là Mỏ than Vàng Danh được thành lập ngày 06/06/1964, là một công ty con của Tập đoàn công nghiệp Than - Khoáng sản Việt Nam (TKV), TKV sở hữu 66.83% TVD. Ngành nghề kinh doanh chính: khai thác và thu gom than cứng, than bùn. TVD hiện sở hữu 28 đơn vị thuộc khối khai thác và đào lò (các phân xưởng khai thác than, đào lò), 10 đơn vị dây chuyền, mặt bằng và 1 đơn vị làm công tác phục vụ. Các vỉa than thuộc quản lý của TVD nằm trong cánh cung Đông triều; phía Bắc giới hạn bởi đường phân thủy dãy núi Bảo Đài, phía Nam giáp khu dân cư Phường Vàng Danh, phía Tây giáp khu Than Thùng, phía Đông giáp khu Ưông Thượng, Quảng Ninh.

Địa bàn kinh doanh: Phường Vàng Danh, thành phố Uông Bí, tỉnh Quảng Ninh.

Sản lượng than TVD (nghìn tấn)

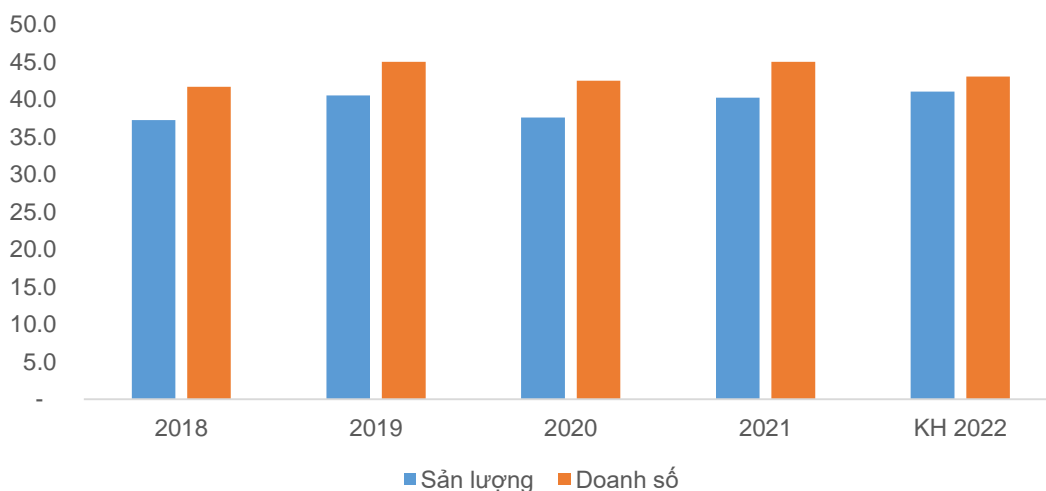


Tỷ trọng than của TVD trong tổng sản lượng của TKV



TVD hiện là một trong những thành viên cung cấp sản lượng than sạch lớn nhất và hoạt động hiệu quả nhất của TKV. Trong khi tổng sản lượng than của TKV gần như chạm công suất khai thác tối đa khoảng 40 triệu tấn/năm do các mỏ than hầu hết đều hạn chế về khả năng mở rộng thì sản lượng TVD vẫn tăng trưởng hàng năm.

Tổng sản lượng than của TKV (triệu tấn)



Nguồn: TVD, TKV, YSVN



We Create **Fortune**

### KQKD ước tính Q2/2022 tăng trưởng mạnh mẽ

TVD ước tính Q2/2022 ghi nhận doanh thu 1,836 tỷ đồng (+44% YoY), LNTT đạt 17 tỷ đồng (+44% YoY). Lũy kế 6T2022, TVD ước đạt doanh thu 3,300 tỷ đồng (+30% YoY) và LNTT đạt 32 tỷ đồng (+18% YoY), hoàn thành lần lượt 62% KH doanh thu và 57% KH lợi nhuận.

### Tháng 10-11/2022, EVN và TKV sẽ hoàn tất đàm phán lại giá than khi hợp đồng PPA hết thời hạn 2 năm (2020-2022).

Giá than thế giới đã tăng 187% YoY lên mức 419 USD/tấn, chúng tôi cho rằng nhu cầu than sẽ tiếp tục tăng cao giúp giá than thế giới tăng cao và hỗ trợ cho mức giá đàm phán của TKV tốt hơn giá hiện tại.



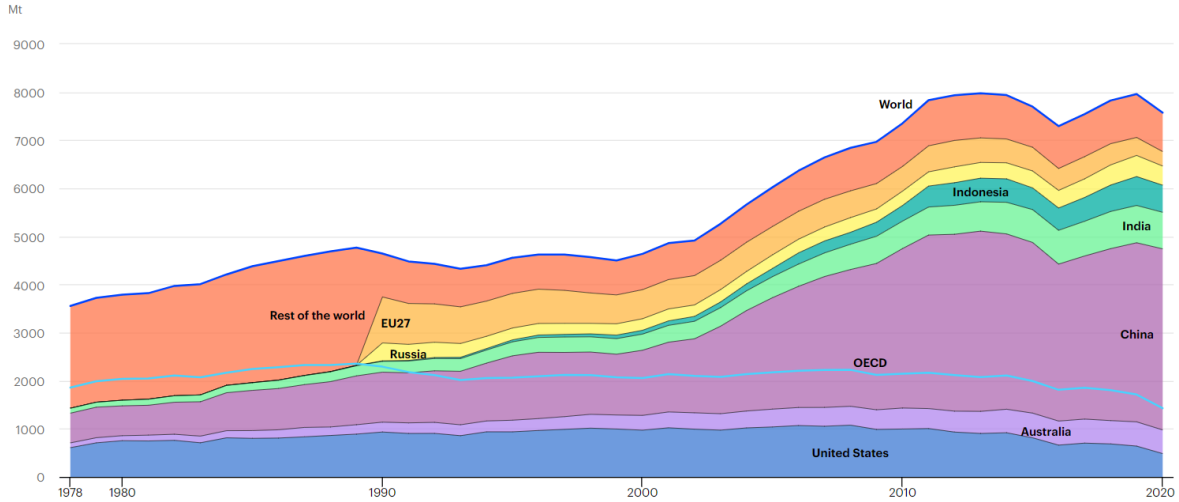
Nguồn: Tradingeconomic, YSVN

Đối với giá than thế giới, tương tự như dầu thô, than là loại khoáng sản gần như có giới hạn về nguồn cung vì thời gian hình thành là rất lâu. Theo thống kê từ EIA, nguồn cung than lớn nhất là Trung Quốc, chiếm khoảng 50% cả thế giới, tuy nhiên Trung Quốc bắt đầu hạn chế khai thác loại khoáng sản này từ 2013 do các lo ngại về môi trường. Do đó, tổng nguồn cung than thế giới gần như đang bị giới hạn ở mức 8,000 triệu tấn/năm. **Chúng tôi kỳ vọng giá than sẽ tiếp tục tăng cao đến cuối năm 2022 do: 1) nguồn cung bị giới hạn; 2) nhu cầu than tăng cao để sản xuất điện khi giá khí vẫn ở mức cao do căng thẳng Nga-Ukraine; 3) nhu cầu than cho sản xuất xi măng cho thị trường BĐS; 4) mùa đông năm nay dự kiến sẽ lạnh hơn ở châu Âu và châu Mỹ do vấn đề biến đổi khí hậu thúc đẩy nhu cầu than.**



We Create Fortune

### Nguồn cung than qua các năm tại các nước

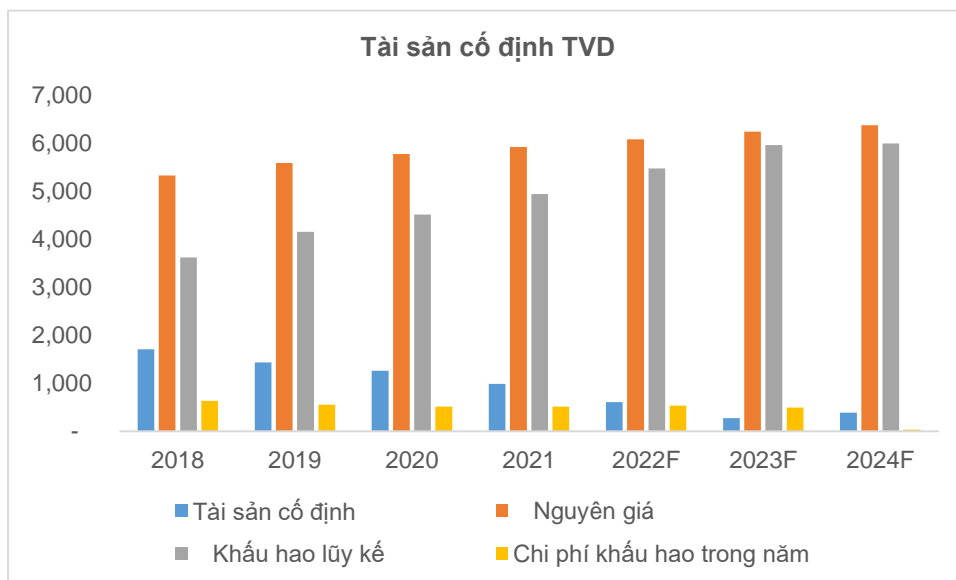


Nguồn: EIA, YSVN

Theo đó, chúng tôi kỳ vọng mức giá bán than đàm phán thành công giữa TKV và EVN vào tháng 10-11 sắp tới sẽ cao hơn giá bán hiện tại.

### TVD sẽ khấu hao gần hết TSCĐ trong giai đoạn 2022-2023

TVD có khấu hao TSCĐ hàng năm khoảng 500 tỷ trong khi LNST khoảng 100 tỷ. Theo đó, đến hết 2023, TVD sẽ khấu hao gần hết TSCĐ giúp đẩy lợi nhuận tăng mạnh. Chúng tôi nhận thấy TVD sẽ bắt đầu tăng mạnh lợi nhuận từ 2023 giúp mức chia cổ tức tiền mặt cao hơn. Cổ tức kỳ vọng khoảng 29% cho 2022 (trả trong 2023) và từ 32% cho 2023 (trả trong 2024).



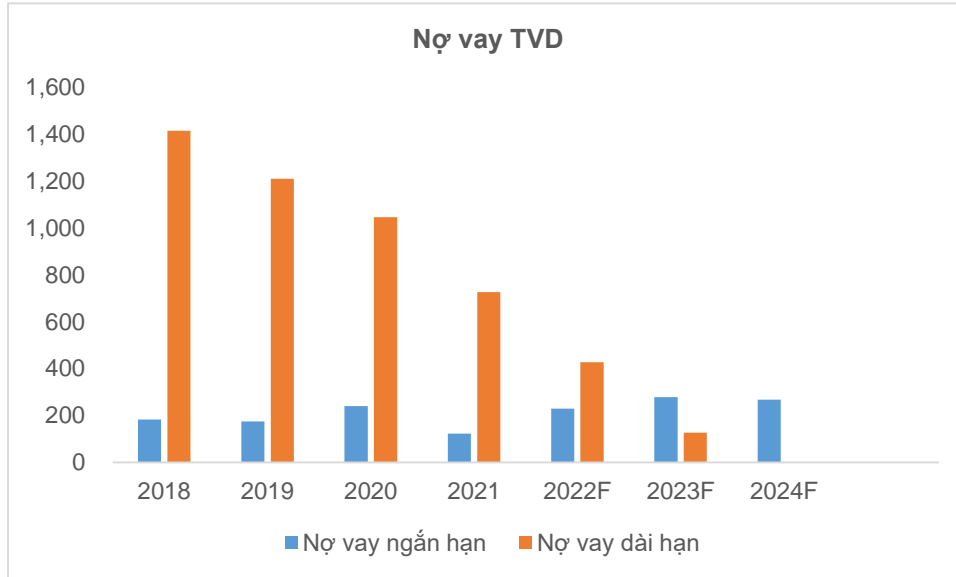
Nguồn: TVD, YSVN

### TVD đã liên tục giảm nợ vay trong các năm qua.

Chúng tôi kỳ vọng phần lớn vay nợ sẽ được trả trong 2022-2023, nợ dài hạn sẽ được trả hết trong 2024. Điều này sẽ tạo động lực tăng trưởng lợi nhuận và cổ tức tiền mặt.



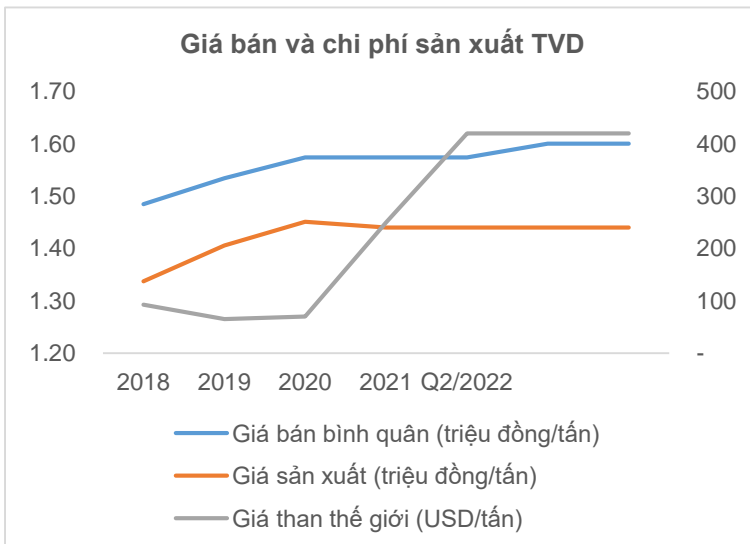
We Create Fortune



Nguồn: TVD, YSVN

### Dự phóng KQKD

Sản lượng than của TKV phần lớn là cho các nhà máy điện than của EVN theo hợp đồng PPA, do đó, giá bán này chiếm phần lớn trong cơ cấu giá bán than của TKV. Giá bán của TVD cho công ty mẹ TKV tương tự cũng sẽ phụ thuộc lớn vào giá bán của TKV cho EVN. Ngoài ra, TKV cũng bán than cho các hộ gia đình và các doanh nghiệp như doanh nghiệp sản xuất xi măng. Giá bán cho hộ doanh nghiệp và doanh nghiệp thông thường của TKV vận động sát hơn với giá than thế giới trong khi hợp đồng PPA với EVN thường cố định trong thời hạn 2 năm.



Giá bán than trung bình hiện tại của TVD là 1.57 triệu đồng/tấn. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi giả định giá bán đàm phán lại từ tháng 10-11/2022 sẽ tăng nhẹ 2% lên 1.6 triệu đồng/tấn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá bán thỏa thuận lại có khả năng cao hơn mức này.

Nguồn: TVD, YSVN

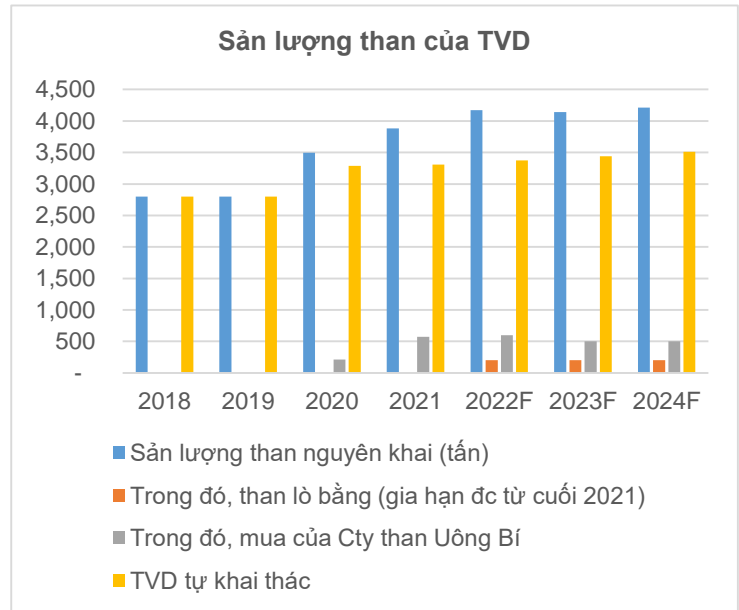


We Create **Fortune**

Từ năm 2020, thực hiện theo chỉ đạo của tỉnh Quảng Ninh về việc dừng vận chuyển than bằng đường bộ để đảm bảo công tác vệ sinh môi trường, **Tập đoàn TKV chỉ đạo TVD sẽ mua lại toàn bộ sản lượng than nguyên khai do Công ty than Uông Bí khai thác**, vận chuyển bằng đường sắt nên TVD sẽ có thêm doanh thu bán của khoảng 600 tấn than/năm từ Công ty than Uông Bí. **Ngoài ra, giấy phép than lò bằng** vừa được gia hạn từ cuối 2021 nên dự kiến sẽ đóng góp thêm sản lượng 200 tấn than/năm từ 2022.

Cho giai đoạn 2022-2024, chúng tôi giả định sản lượng than tự khai thác của TVD sẽ tăng trung bình 2%/năm. Tỷ lệ chuyển đổi thành than sạch là 90%. Do kỳ vọng nhu cầu than tăng cao trong khi nguồn cung chưa kịp đáp ứng đủ, chúng tôi giả định tỷ lệ tiêu thụ là 100% than sạch sản xuất mỗi năm.

Theo đó, biên lợi nhuận gộp dự báo sẽ cải thiện rõ hơn từ 2023.



	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Doanh thu</b>	<b>4,494</b>	<b>5,340</b>	<b>5,782</b>	<b>5,603</b>	<b>5,697</b>
Giá vốn hàng bán	(4,115)	(4,887)	(5,293)	(5,045)	(5,129)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>379</b>	<b>452</b>	<b>490</b>	<b>558</b>	<b>567</b>
Chi phí bán hàng	(8)	(8)	(9)	(9)	(9)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(194)	(232)	(250)	(242)	(246)
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (EBIT)</b>	<b>177</b>	<b>212</b>	<b>231</b>	<b>307</b>	<b>312</b>
<b>EBITDA</b>	<b>690</b>	<b>725</b>	<b>764</b>	<b>796</b>	<b>340</b>
Khấu hao	513	513	533	490	28
Thu nhập từ hoạt động tài chính	1	1	1	1	1
Chi phí tài chính	(103)	(82)	(61)	(43)	(27)
Thu nhập khác (ròng)	0	(4)	(4)	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>76</b>	<b>128</b>	<b>167</b>	<b>265</b>	<b>286</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>66</b>	<b>102</b>	<b>139</b>	<b>221</b>	<b>238</b>
<b>Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS)</b>	<b>1,464</b>	<b>2,261</b>	<b>3,099</b>	<b>4,907</b>	<b>5,294</b>
Tăng trưởng EPS (VNĐ)	8.4%	54.5%	37.1%	58.4%	7.9%

Đơn vị: tỷ đồng; Nguồn: TVD, YSVN



We Create **Fortune**

## Định giá

Chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng giá của TVD sẽ đến từ tiềm năng mức cổ tức cao hơn từ 2023. Do đó, chúng tôi sẽ sử dụng mô hình chiết khấu cổ tức 2 giai đoạn 2022-2024 và từ 2024, kết hợp với phương pháp sử dụng hệ số P/E để định giá TVD. Tỷ trọng mỗi phương pháp là 50%.

### Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức

Dòng tiền cổ tức	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	66	102	139	221	238
Tỷ lệ chi trả cổ tức/LNST	59%	0%	35%	60%	60%
<b>Cổ tức/mệnh giá</b>	<b>8%</b>	<b>0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>29.4%</b>	<b>31.8%</b>
<b>Cổ tức/cổ phiếu (VNĐ)</b>			<b>800</b>	<b>2,944</b>	<b>3,176</b>
Chi phí sử dụng Vốn cổ phần	11.50%				
Giai đoạn chiết khấu			0.47	1.47	2.47
Hệ số chiết khấu			0.95	0.85	0.76
Hiện giá của FCFE (VNĐ)			760	2,508	2,427

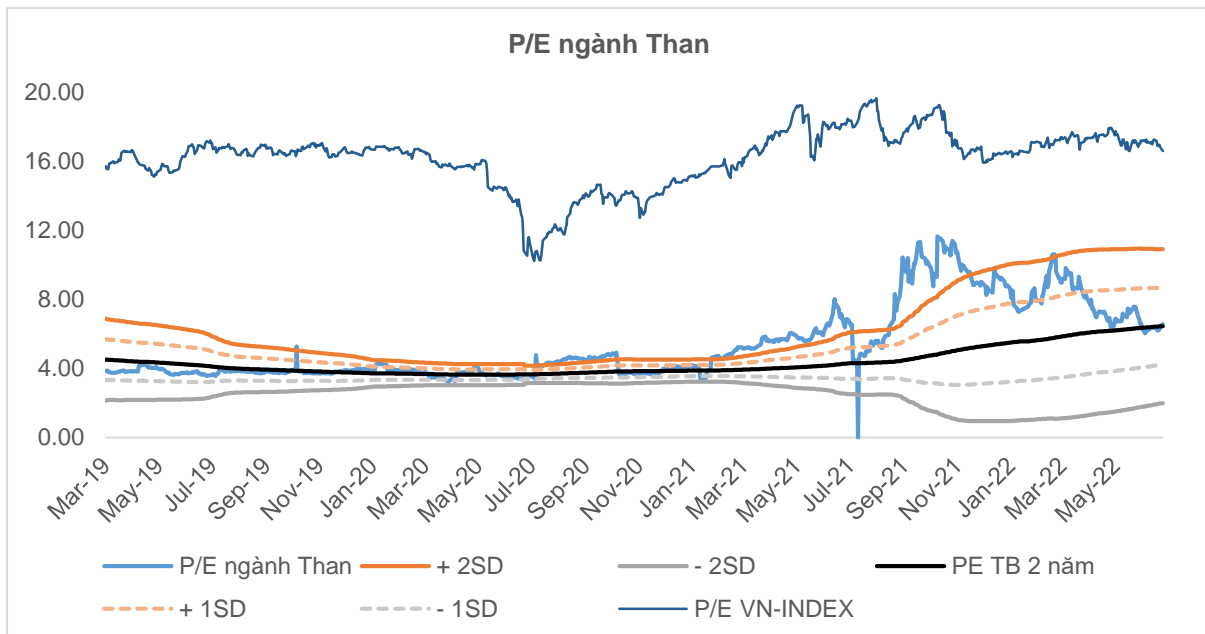
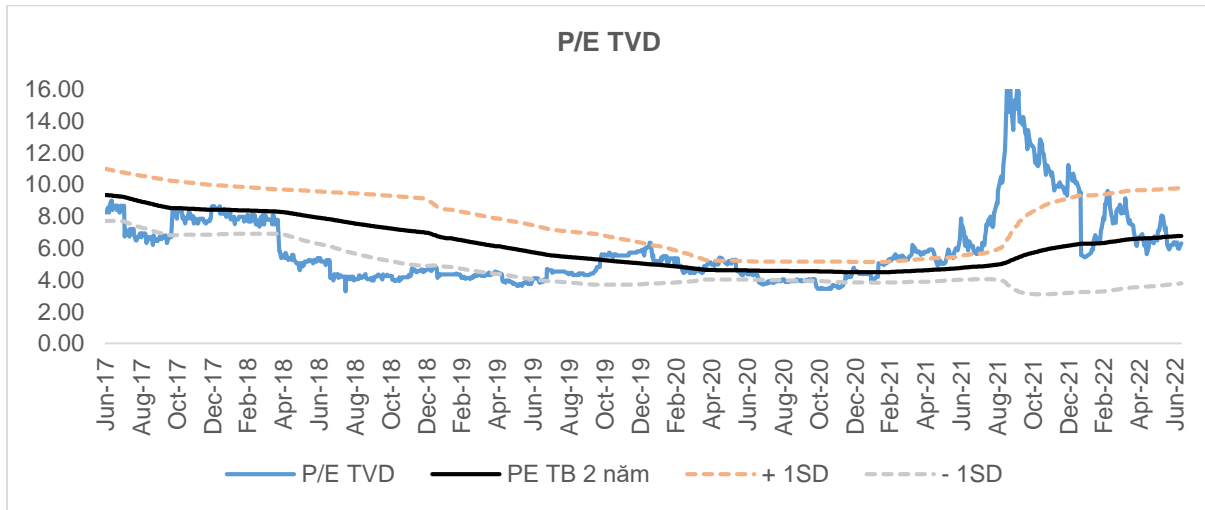
<b>Định giá cổ phiếu</b>	
Tổng hiện giá của FCFE (VNĐ)	5,695
Giá trị cuối kỳ (theo tốc độ tăng trưởng) (VNĐ)	2,427
Tốc độ tăng trưởng cuối kỳ	2.00%
Giá trị cuối kỳ (2024) (VNĐ)	26,055
Hệ số chiết khấu	0.76
Hiện giá của Giá trị cuối kỳ (VNĐ)	19,907
<b>Giá trị cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>25,601</b>
(Trừ) Cổ tức đã trả trong 2022	800
<b>Giá trị định giá cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>24,801</b>





We Create Fortune

Phương pháp P/E



Nguồn: FiinGroup, YSVN

P/E trung bình cổ phiếu ngành than đang giao dịch ở mức 6.57x, tương đương mức trung bình 2 năm là 6.44x theo chúng tôi là khá hợp lý trong bối cảnh giá than tăng cao, các doanh nghiệp khác đang chịu rủi ro lạm phát, trong khi đó, cổ phiếu than có sự chắc chắn về lợi nhuận và cổ tức hàng năm.

Hiện tại TVD đang giao dịch tại mức P/E 6.32x, thấp hơn trung bình 2 năm của chính cổ phiếu này là 6.78 và trung bình 2 năm của ngành là 6.44x. TVD với vị thế hàng đầu trong Tập đoàn TKV như chúng tôi đã trình bày ở trên, xứng đáng ở mức P/E cao hơn trung bình ngành. Chúng tôi sẽ dùng mức P/E trung bình 2 năm của TVD là 6.78x để định giá cổ phiếu.

Định giá theo P/E	
EPS 2022F (VNĐ)	3,099
P/E	6.78x
Giá trị định giá cổ phiếu (VNĐ)	21,009





We Create **Fortune**

Chúng tôi áp dụng tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp Chiết khấu dòng cổ tức (2 giai đoạn) và so sánh P/E. Theo đó, mức dự phóng 2022 cho cổ phiếu TVD là **22,905 VNĐ/CP**, tương đương mức P/E dự phóng 2022 và 2023 lần lượt là 7.4x và 4.7x. Chúng tôi cho rằng tại mức giá mục tiêu này, cổ phiếu TVD vẫn còn sức hấp dẫn trong các tháng cuối năm 2022 khi thị trường bắt đầu nhìn sang triển vọng 2023. **Mức dự phóng cho TVD là 22,905 VNĐ/CP, tương ứng tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng +45.0% so với giá đóng cửa ngày 15/07/2022.**



We Create Fortune

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VNĐ	2021	2022F	2023F
<b>Bảng CĐKT</b>			
+ Tiền mặt	13	73	777
+ Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-
+ Phải thu ngắn hạn	341	483	495
+ Hàng tồn kho	393	441	421
+ Tài sản ngắn hạn khác	20	29	30
Tổng tài sản ngắn hạn	768	1,027	1,722
+ Phải thu dài hạn	42	50	51
+ TSCĐ	982	604	274
+ Tài sản dở dang dài hạn	42	61	62
+ Đầu tư dài hạn	-	-	-
+ Tài sản dài hạn khác	525	640	655
Tổng tài sản dài hạn	1,591	1,355	1,043
Tổng tài sản	2,359	2,389	2,243
+ Nợ ngắn hạn	1,073	1,302	1,368
Trong đó: Nợ ngắn hạn	123	229	278
+ Nợ dài hạn	734	432	132
Trong đó: Nợ dài hạn	727	427	127
Tổng nợ	1,807	1,734	1,500
+ Vốn góp	450	450	450
+ Thặng dư vốn cổ phần	(0)	(0)	(0)
+ Lợi nhuận chưa phân phối	102	205	293
+ Vốn/quỹ khác	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	552	655	743
Tổng nguồn vốn	2,359	2,389	2,243
<b>Dòng tiền</b>			
Dòng tiền từ HĐKD	700	582	1,263
Dòng tiền từ HĐĐT	-250	-289	-176
Dòng tiền từ HĐTC	-447	-232	-383
Lưu chuyển tiền thuần	2	60	704
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	11	13	73
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	13	73	777
<b>Chỉ số thanh khoản</b>			
Hệ số thanh toán hiện hành	0.72	0.79	1.26
Hệ số thanh toán nhanh	0.35	0.45	0.95
Chỉ số tiền mặt	0.01	0.06	0.57
Nợ ròng/EBITDA	1.17	0.86	0.51
Chỉ số bao lãi	2.58	3.78	7.14
Số ngày phải thu	26	26	32
Số ngày phải trả	69	72	77
Số ngày tồn kho	28	29	31
<b>Cấu trúc vốn</b>			
VCSH/TTS	0.23	0.27	0.33
Nợ/TTS	0.77	0.73	0.67
Nợ/VCSH	3.28	2.65	2.02
Nợ vay/VCSH	1.54	1.00	0.55
Nợ ngắn hạn/VCSH	0.22	0.35	0.37

Tỷ VNĐ	2021	2022F	2023F
<b>Báo cáo KQKD</b>			
Doanh thu thuần	5,340	5,782	5,603
GVHB	-4,887	-5,293	-5,045
Lãi gộp	452	490	558
Thu nhập tài chính	1	1	1
Chi phí tài chính	(82)	(61)	(43)
Thu nhập từ công ty liên kết	0	0	0
Chi phí bán hàng	-8	-9	-9
Chi phí quản lý	-232	-250	-242
Lợi nhuận từ HĐKD	583	661	823
Thu nhập ròng khác	(4)	(4)	0
LNNT	128	167	265
LNST	102	139	221
LNST thuộc về CĐ Cty mẹ	102	139	221
Lợi ích của CĐ thiểu số	0	0	0
<b>Chỉ số tài chính</b>			
EPS cơ bản (VNĐ)	2,261	3,099	4,907
GTSS/cp (VNĐ)	12,269	14,568	16,531
Cổ tức (VNĐ/cp)	1,500	1,501	1,502
EBIT	212	231	307
EBITDA	725	764	796
<b>Tăng trưởng</b>			
Doanh thu	18.81%	8.29%	-3.09%
EBITDA	5.06%	5.32%	4.25%
EBIT	19.66%	8.62%	33.06%
Lãi ròng	54.47%	37.05%	58.37%
VCSH	6.95%	18.74%	13.47%
Vốn điều lệ	0.00%	0.00%	0.00%
Tổng tài sản	-11.68%	1.28%	-6.11%
<b>Định giá</b>			
P/E	0	7.4	4.7
P/B	0	1.6	1.4
P/Doanh thu	0	0.2	0.2
Tỷ suất cổ tức	30.00%	10.00%	30.00%
EV/EBITDA	2.6	2.3	2.8
EV/Doanh thu	0.4	0.3	0.4
<b>Biên lợi nhuận</b>			
Biên lãi gộp	8.47%	8.47%	9.96%
Biên LN từ HĐKD	3.97%	3.99%	5.47%
Biên lãi ròng	1.90%	2.41%	3.94%
Chi phí bán hàng/DT thuần	0.16%	0.16%	0.16%
Chi phí quản lý/DT thuần	4.34%	4.33%	4.33%
ROE	19.05%	23.09%	31.56%
ROA	4.04%	5.87%	9.53%
ROIC	8.65%	10.76%	15.24%



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

**Ngô Thanh Thảo**

**Trợ lý phân tích**

+84 28 3622 6868 ext 3880  
thao.ngo@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