

CTCP VICOSTONE (HNX: VCS)

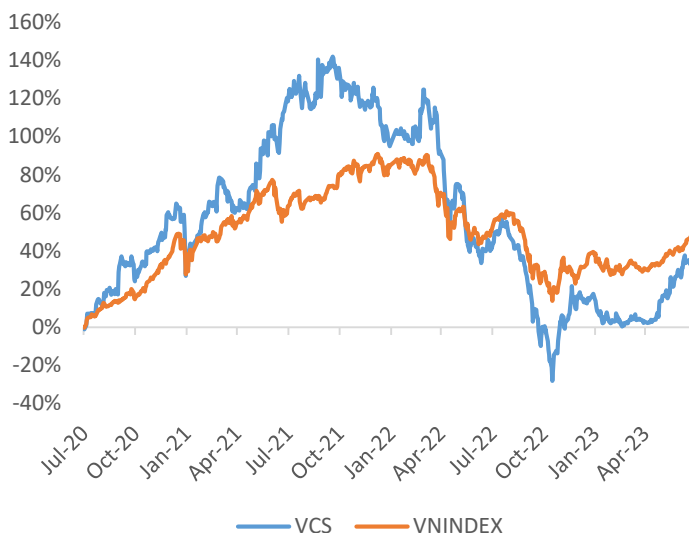
Báo cáo lần đầu

Khuyến nghị	MUA
Ngày:	21/07/2023
Giá mục tiêu (VND)	77,032
Giá đóng cửa (VND)	63,900
Tỷ suất sinh lời kỳ vọng	+20.6%
Ngành	Vật liệu xây dựng & Nội thất L4

DỮ LIỆU CỔ PHIẾU

Vốn hóa thị trường (tỷ đồng):	10,224
SLCP lưu hành:	160,000,000
SLCP niêm yết:	160,600,000
Sở hữu nhà nước:	0%
Sở hữu nước ngoài:	3%
P/E (TTM):	10.5x
P/B (TTM):	2.0x
ROE (%):	19.35%
ROA (%):	14.24%
Tỷ suất cổ tức:	9%

DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU VCS VÀ VN-INDEX



Chuyên viên phân tích:
Khổng Hữu Hiệp
 +84 28 3622 6868 ext 3912
hiep.khong@yuanta.com.vn
Bloomberg code: YUTA

Đón đầu xu hướng hồi phục

Chúng tôi công bố báo cáo nhận định cho CTCP VICOSTONE (HNX: VCS) với khuyến nghị MUA với tỷ suất sinh lời kỳ vọng +21.3%, **chúng tôi cho rằng đây cũng là vùng giá hấp dẫn cho các nhà đầu tư xem xét với mục tiêu dài hạn**, dựa trên một số luận điểm sau:

- Cập nhật KQKD Q1/2023** suy giảm mạnh do các yếu tố vĩ mô bất lợi và suy giảm doanh thu từ thị trường Mỹ.
- Cập nhật thông tin từ ĐHCĐ 2023:** Kế hoạch kinh doanh 2023, hủy phương án mua cổ phiếu quỹ, mua lại nhà máy nhựa Polyester, hoạt động duy trì ở 50% công suất, Rủi ro về cạnh tranh và tiềm tàng thuế chống lẩn tránh của Mỹ đối với các thị trường.
- Triển vọng hồi phục tích cực:** Tín hiệu tích cực VCS từ thị trường nhà đất Mỹ, Đầu tư nâng cao năng lực sản xuất và chất lượng sản phẩm trong suốt 2022-2023 để đón sóng hồi phục, giảm rủi ro về chi phí sản xuất, cơ cấu tài chính lành mạnh, tỷ suất cổ tức hợp lý.
- Dự phóng KQKD và Định giá:** Kết hợp 3 phương pháp định giá so sánh P/E, P/B và chiết khấu cổ tức, mức dự phóng cho VCS là 77,032 VNĐ/CP, tương ứng tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng +20.6% so với giá đóng cửa ngày 21/07/2023.

Rủi ro đối với nhận định

- Câu chuyện tiềm tàng Mỹ đánh thuế chống lẩn tránh đối với hàng Trung Quốc.
- Thị trường BĐS mỹ hồi phục chậm hơn dự kiến.
- Mua lại nhà máy Polyester có thể chậm hơn do rủi ro pháp lý.
- Cạnh tranh hàng nội thất với Trung Quốc.

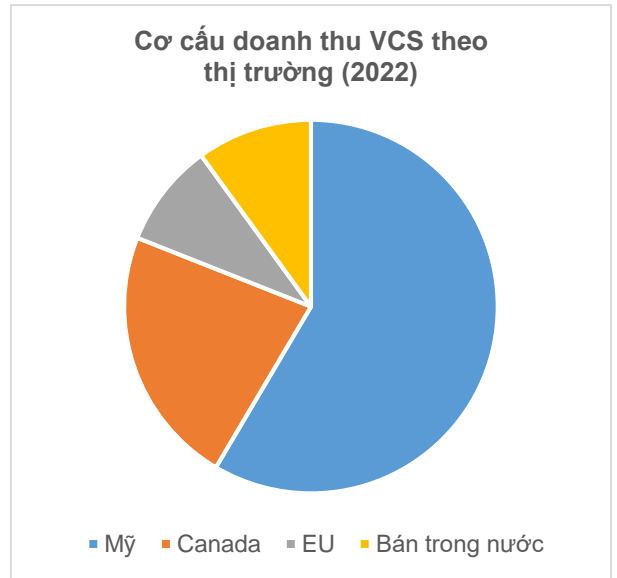
Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Vicostone - (HNX: VCS) là Nhà sản xuất đá thạch anh cao cấp hàng đầu tại Việt Nam và đã vươn đến vị thế Top 3 thương hiệu đá thạch anh cao cấp toàn cầu. Sản phẩm của Vicostone được tiêu thụ tại hơn 50 quốc gia, trong đó xuất khẩu sang các thị trường then chốt mang lại hơn 90% doanh thu năm 2022. Mỹ và Canada là hai thị trường trọng điểm, lần lượt chiếm 65% và 25% doanh thu xuất khẩu, doanh thu xuất sang Châu Á không đáng kể do cạnh tranh gay gắt với Trung Quốc.

Lợi thế bền vững đến từ hệ sinh thái của tập đoàn mẹ Phenikaa: Tập đoàn Phenikaa tham gia sâu vào chuỗi giá trị chiều dọc của ngành công nghiệp đá thạch anh nhân tạo với hệ sinh thái trải rộng từ khu nguyên liệu thô, sản xuất, chế tác thành phẩm cho đến mạng lưới phân phối (gồm 14 trung tâm ở Mỹ và Canada).

VCS hiện nay chủ động được hơn 95% các nguyên liệu đầu vào quan trọng, gồm Cristobalite (chiếm khoảng 38% chi phí sản xuất, VCS sở hữu đơn vị cung cấp chính), Hạt thạch anh và Polyester Resin (chiếm khoảng 40% chi phí sản xuất, cung cấp bởi công ty con cùng Tập đoàn mẹ nhưng VCS sẽ mua lại công ty này trong năm nay để tự chủ việc cung ứng). Điều này cho phép VCS kiểm soát được chất lượng và chi phí hiệu quả. Nhờ đó, thành phẩm của VCS đạt được sự nhất thống về độ bền, tiêu chuẩn cao và được phân phối trực tiếp dưới thương hiệu VICOSTONE ở các thị trường lớn.

Năng lực sản xuất: Hiện nay VCS đang sở hữu 6 dây chuyền Terastone và Bretonstone với tổng công suất đạt 3 triệu m²/năm.



Cập nhật KQKD Q1/2023

VCS công bố KQKD Q1/2023 với doanh thu 1,034 tỷ đồng, giảm 36% YoY, LNST 190 tỷ đồng, giảm 49% YoY. Biên lợi nhuận gộp giảm xuống mức 26.3% (cùng kỳ 31.2%) do nhu cầu sụt giảm mạnh từ thị trường Mỹ (chiếm khoảng 60% doanh thu) và cạnh tranh với các nhà cung cấp giá rẻ hơn từ Trung Quốc mặc dù chất lượng các sản phẩm này thấp hơn, sản phẩm của VCS vốn có chất lượng và giá thành cao hơn. Ngoài ra, lợi nhuận giảm mạnh còn do chi phí lãi vay tăng 23% YoY do lãi suất tăng, chi phí bán hàng tuy giảm 42% YoY nhưng chi phí quản lý doanh nghiệp tăng nhẹ 4%.

Điểm tích cực là cơ cấu tài chính VCS khá lành mạnh. Cuối Q1/2023, tổng vay nợ ở mức 1,313 tỷ đồng, giảm 8% QoQ, giảm 14% YoY. Hệ số Vay nợ/VCSH ở mức 0.26x lần, khá lành mạnh.

Cập nhật ĐHCĐ thường niên 2023 với các nội dung nổi bật

VCS đặt kế hoạch 2023 với 2 kịch bản: 1) Kịch bản tích cực với doanh thu 5,620 tỷ đồng (+5% YoY) và LNTT 1,152 tỷ đồng (-8% YoY); 2) Kịch bản không thuận lợi với doanh thu 4,496 tỷ đồng (-16% YoY) và LNTT 922 tỷ đồng (-27% YoY).

Hủy phương án mua lại 4.8 triệu cổ phiếu làm cổ phiếu quỹ, Ban lãnh đạo giải thích do thời điểm đề xuất là lúc cổ phiếu VCS và thị trường chứng khoán giảm sâu nên mua lại cổ phiếu quỹ để đầu tư

cũng như bảo vệ cổ đông. Tuy nhiên, hiện tại, thị trường chứng khoán đã hồi phục trở lại nên công ty sẽ hủy phương án mua lại này.

VCS dự kiến thực hiện việc mua lại nhà máy nhựa Polyester từ Phenikaa trong Q3/2023 (nguyên liệu chiếm khoảng 40% chi phí sản xuất) để tự chủ việc cung ứng. Lý do chậm trễ là do thủ tục nhận bàn giao đất chưa hoàn thiện nên chưa thể công nhận tài sản. Việc mua lại sẽ có sự tham gia của công ty định giá độc lập để thành lập mức giá mua khách quan, và theo Ban lãnh đạo là việc mua lại vẫn làm tăng hiệu quả cho VCS.

Với sự khó khăn của thị trường, VCS có kế hoạch duy trì công suất ở mức 50% tại thời điểm hiện tại do cần phải cân đối giữa các mục tiêu về tài chính và đảm bảo việc làm cho nhân viên.

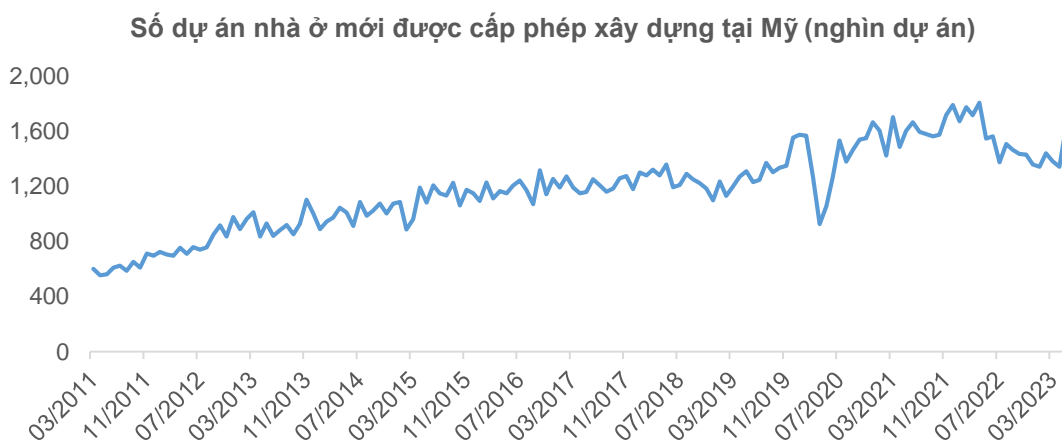
Việc xuất khẩu đá sang thị trường Mỹ đang gặp phải sự cạnh tranh khốc liệt với các nhà sản xuất Trung Quốc (chất lượng thấp, giá rẻ). Tuy nhiên, VCS sẽ không cạnh tranh về giá với hàng Trung Quốc.

Rủi ro về việc Mỹ áp dụng thuế chống lẩn tránh với các sản phẩm không rõ nguồn gốc nhập khẩu vào thị trường Mỹ nói riêng và các thị trường khác nói chung, do các công ty đá thạch anh của Trung Quốc xuất khẩu sang Mỹ bằng cách “lẩn tránh” là xuất sang Việt Nam. Công ty cũng đang tích cực nghiên cứu và chuẩn bị cho trường hợp đó. Việc tự chủ chuỗi cung ứng có thể giúp VCS tránh khỏi các vụ áp thuế này.

Cổ tức cho 2022 là 60% tiền mặt. Cổ tức cho 2023 sẽ được Ban lãnh đạo cân nhắc ứng trước trong năm khi phù hợp, con số cụ thể sẽ được quyết định trong ĐHCĐ thường niên 2024.

Triển vọng hồi phục tích cực

Tín hiệu tích cực VCS từ thị trường nhà đất Mỹ: Do ảnh hưởng lãi suất Fed tăng cao, thị trường BĐS Mỹ đã bắt đầu bị ảnh hưởng suy giảm từ Q2/2022, số dự án nhà ở mới được cấp phép xây dựng bắt đầu giảm từ tháng 4/2022. Tuy nhiên, dữ liệu tháng 5 cho thấy số dự án cấp phép mới đã hồi phục nhanh trở lại. Lý do là 1) Kỳ vọng Fed sẽ tạm dừng nâng lãi suất sớm trong bối cảnh lạm phát lõi đang trên đà suy giảm và Fed cũng cho biết cần tạm thời dừng việc tăng lãi suất để đánh giá lại hiệu quả chính sách; 2) tiền lương trung bình vẫn tốt cũng giúp giá cho thuê nhà ở Mỹ tiếp tục mang lại tỷ suất cho thuê tốt.



Nguồn: Fred Economic, YSVN

Nâng cao năng lực sản xuất: Năm 2022, VCS tiếp tục thực hiện dự án nâng cao năng lực sản xuất và cải tạo hạ tầng giao thông tại công ty để cải thiện hiệu quả hoạt động. Mục tiêu là nâng cao năng lực sản xuất và tiếp tục đầu tư vào chất lượng sản phẩm nhằm đáp ứng các điều kiện của đối tác mua

hàng. Tổng mức đầu tư khoảng 400 tỷ, tính đến cuối năm 2022 đã hoàn thành 40% và dự kiến hoàn thành trong năm 2023. Theo đó, chúng tôi đánh giá thời điểm hoàn thiện dự án sẽ giúp giành được các đơn hàng khi thị trường hồi phục.

Giảm rủi ro về chi phí sản xuất: nguyên liệu Polyester Resin vốn chiếm khoảng 40% chi phí sản xuất và thường biến động theo giá dầu. Giá dầu Brent vẫn tiếp tục được dự báo vẫn sẽ ở mức cao \$80, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc mua lại nhà máy Polyester trong 2023 sẽ giúp VCS tự chủ phần lớn nguyên liệu sản xuất này, theo đó, VCS sẽ ít chịu rủi ro hơn trong trường hợp giá dầu tăng cao.

Cơ cấu nguồn vốn lành mạnh: VCS luôn có dòng tiền kinh doanh (CFO) dương theo từng quý, điều này giúp công ty ít chịu rủi ro nếu lãi suất tăng cao. Trong năm 2022, tổng vay nợ của VCS đã giảm 12% YoY, tính đến cuối Q1/2023, tổng vay nợ ở mức 1,313 tỷ đồng, giảm 14% YoY, -8% QoQ.

Tỷ suất cổ tức hàng năm là hợp lý: VCS vẫn luôn duy trì mức cổ tức 40-70% hàng năm từ 2015 đến nay, chủ yếu là bằng tiền mặt. Mức cổ tức 2023 sẽ được quyết định vào ĐHCĐ năm 2024 nhưng tháng 6 vừa qua, công ty cũng đã ứng trước 20% cổ tức tiền mặt cho cổ đông. Theo đó, với mức giá cổ phiếu hiện tại, tỷ suất cổ tức tương đương 8-10% hàng năm theo chúng tôi là khá hợp lý, sức hấp dẫn là tùy theo khẩu vị nhà đầu tư.

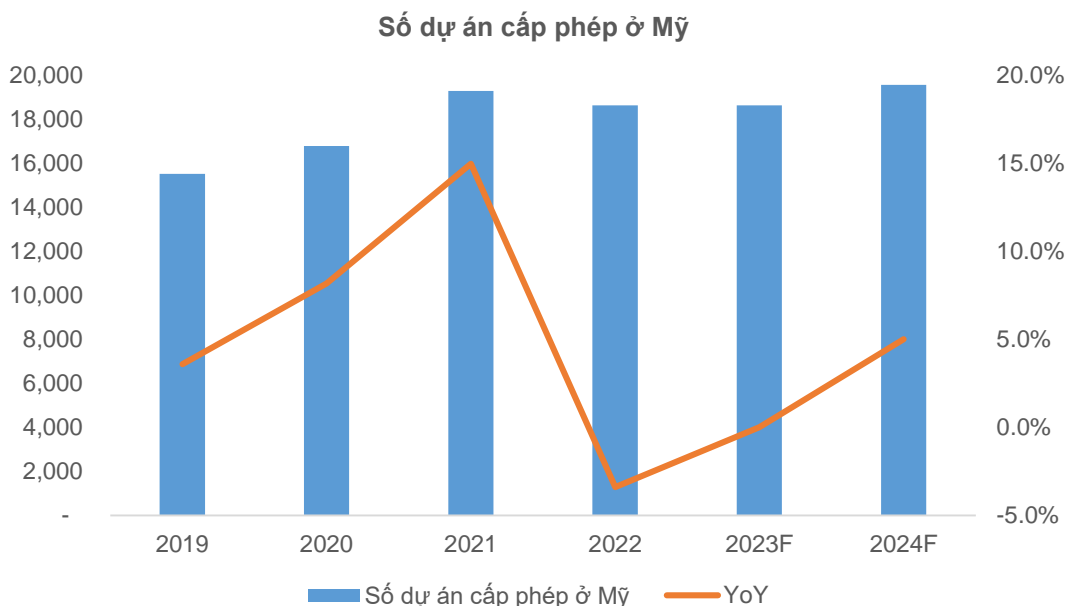
Dự phóng KQKD

Chúng tôi giả định thị trường BĐS Mỹ sẽ ấm dần lại từ Q2/2023, số dự án cấp mới sẽ hồi phục trong nửa cuối 2023 và tính chung cả năm 2023 sẽ đi ngang và hồi phục +5% trong 2024.

Theo đó, trên quan điểm thận trọng, chúng tôi dự phóng doanh thu 2023 của VCS sẽ phục hồi tốt trong nửa cuối 2023 và tăng +5.5% trong cả năm 2023, hồi phục mạnh 15% trong 2024.

Biên lợi nhuận gộp sẽ giảm xuống 27.0% (cùng kỳ 30.8%) và cải thiện lên mức 30% trong 2024 (vẫn thấp hơn của năm 2022 là 30.8%).

Ngoài ra, chúng tôi cũng dự phóng tỷ lệ chi trả cổ tức/LNST hàng năm sẽ ở mức 54% do 1) Ban lãnh đạo có thể giữ nguyên mức chi trả cổ tức tiền mặt hàng năm từ 40-70% mệnh giá; 2) tỷ lệ Chi trả cổ tức/LNST tương đương 2022 để phản ánh sự cẩn trọng của chúng tôi và của Ban lãnh đạo muốn giữ lại tiền mặt trong bối cảnh vĩ mô chưa chắc chắn.



Nguồn: Fred Economic, YSVN

Kết quả dự phóng:

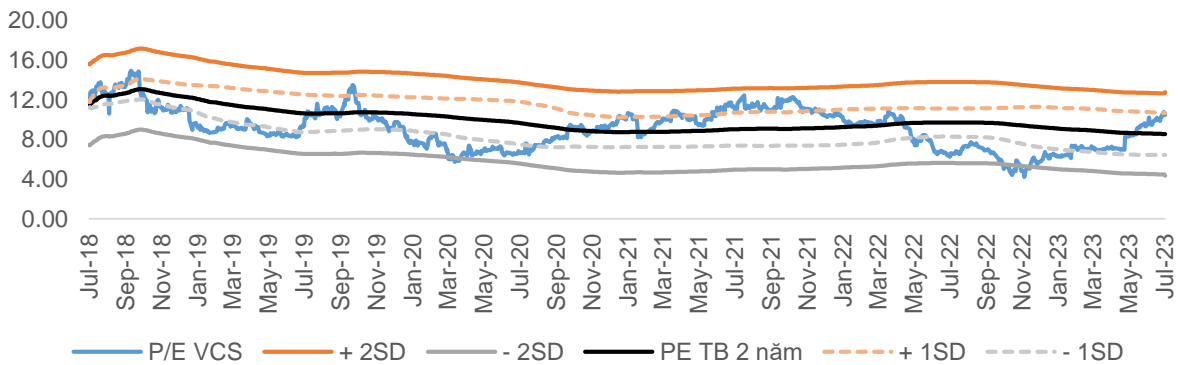
Các chỉ tiêu chính KQKD	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	5,660	7,070	5,660	5,972	6,867
Giá vốn hàng bán	(3,696)	(4,608)	(3,917)	(4,359)	(4,807)
Lợi nhuận gộp	1,964	2,463	1,743	1,612	2,060
Chi phí bán hàng	(161)	(272)	(255)	(269)	(309)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(71)	(47)	(67)	(55)	(64)
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (EBIT)	1,732	2,143	1,422	1,288	1,688
EBITDA	1,851	2,271	1,551	1,424	1,828
Khấu hao	119	128	129	136	140
Thu nhập từ hoạt động tài chính	40	62	98	104	119
Chi phí tài chính	-93	-89	-137	-120	-85
Lợi nhuận trước thuế (EBT)	1,668	2,097	1,377	1,267	1,722
Lợi nhuận sau thuế (EAT)	1,428	1,772	1,149	1,063	1,446
Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS)	10,932	11,075	7,179	6,646	9,035
Giả định về Cổ tức					
Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt	70.0%	60.0%	60.0%	40.0%	65.0%
Tiền trả cổ tức	1,120	960	960	626	1,012
Payout ratios	79%	67%	54%	54%	54%

Nguồn: FiinGroup, YSVN

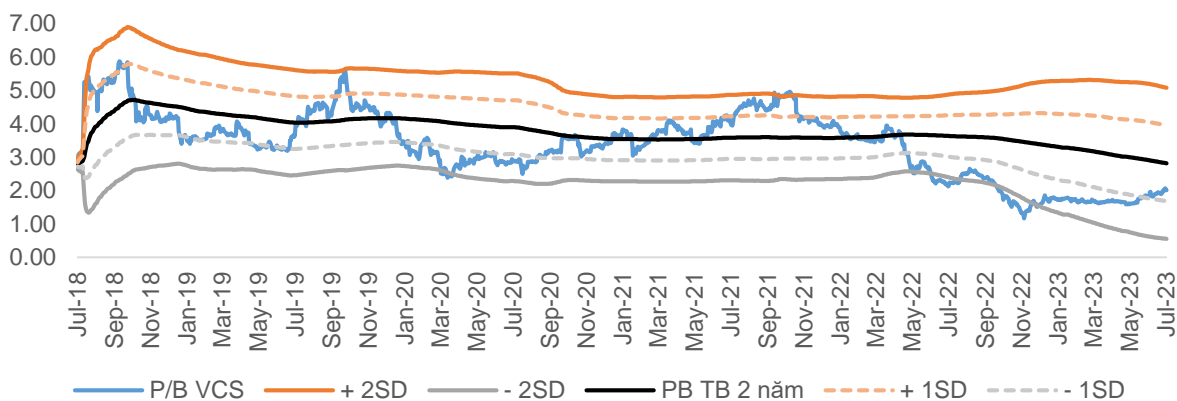
Quan điểm định giá

Chúng tôi sẽ định giá VCS theo 3 phương pháp P/E, P/B, Chiết khấu cổ tức với tỷ trọng chia đều 1/3 cho mỗi phương pháp do 1) phương pháp P/E chưa phản ánh đủ tiềm năng hồi phục tiếp tục trong 2024; 2) phương pháp P/B chỉ có thể phản ánh 1 phần triển vọng của 2024; 3) VCS chia cổ tức đều đặn hàng năm nên cần chiết khấu cổ tức để đưa vào định giá.

P/E VCS



P/B VCS



Chúng tôi sẽ áp dụng P/E dự phóng là 10.65x lần, tương đương mức P/E TB 2 năm +1SD để phản ánh kỳ vọng hồi phục tiếp tục trong 2024. Mức P/B dự phóng áp dụng sẽ là TB 2 năm do quan điểm thận trọng, là 2.82x lần.

Theo PP P/E		Theo PP P/B	
	2022F		2022F
EPS 2023	6,646	BVPS 2023	33,076
P/E	10.65	P/E	2.82
Giá trị định giá	70,784	Giá trị định giá	93,274
Tỷ trọng	33%	Tỷ trọng	33%

Đối với dòng cổ tức, với KQKD và tỷ lệ chi trả cổ tức dự phóng, mức cổ tức dự phóng cho 2023F, 2024F lần lượt là 4,000 và 6,500 VNĐ tiền mặt. Giá trị định giá như sau:

Dòng tiền cổ tức	2021	2022	2023F	2024F
Lợi nhuận ròng	1,772	1,149	1,063	1,446
Cổ tức/mệnh giá	60%	60%	40.0%	65.0%
Cổ tức/cổ phiếu			4,000	6,500
Chi phí sử dụng Vốn cổ phần	10.59%			
Giai đoạn chiết khấu			0.45	1.45
Hệ số chiết khấu			0.96	0.86
Hiện giá của Cổ tức/cổ phiếu			3,821	5,615

Giá trị 1 Cổ phần	
Tổng hiện giá của Cổ tức/cổ phiếu	9,437

Giá trị cuối kỳ	5,615
------------------------	-------

Tốc độ tăng trưởng	2.00%
Giá trị cuối kỳ	66,677
Hệ số chiết khấu	0.86
Hiện giá của Giá trị cuối kỳ	57,602
<i>% của Giá trị Vốn cổ phần</i>	<i>85.92%</i>

Giá trị cổ phiếu	67,038
-------------------------	---------------

Kết hợp 3 phương pháp định giá so sánh P/E, P/B và chiết khấu cổ tức, mức định giá trung bình sẽ là 77,032 VNĐ/cổ phiếu. Theo đó, mức dự phóng 12 tháng tới cho cổ phiếu VCS là 77,032 VNĐ/CP, tương đương mức P/E dự phóng cho 2023F và 2024F lần lượt là 11.6x và 8.5x, mức P/B dự phóng cho 2023F và 2024F lần lượt là 2.3x và 2.2x Chúng tôi cho rằng mức định giá này là hợp lý khi KQKD VCS hồi phục trong các quý tới và thị trường bắt đầu nhìn sang dự phóng 2024. **Mức dự phóng cho VCS là 77,032 VNĐ/CP, tương ứng tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng +20.6% so với giá đóng cửa ngày 21/07/2023.**

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VNĐ	2021	2022	Q1/2023
Bảng CĐKT			
+ Tiền mặt	1,102	1,077	1,214
+ Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-
+ Phải thu ngắn hạn	1,750	2,067	2,282
+ Hàng tồn kho	2,578	2,376	2,620
+ Tài sản ngắn hạn khác	112	198	218
Tổng tài sản ngắn hạn	5,541	5,718	6,333
+ Phải thu dài hạn	0	0	0
+ TSCĐ	975	909	846
+ Tài sản dở dang dài hạn	54	23	23
+ Đầu tư dài hạn	-	-	-
+ Tài sản dài hạn khác	19	18	20
Tổng tài sản dài hạn	1,049	950	889
Tổng tài sản	6,590	6,713	6,761
+ Nợ ngắn hạn	1,628	1,378	1,020
<i>Trong đó: Nợ ngắn hạn</i>	<i>1,341</i>	<i>1,043</i>	<i>649</i>
+ Nợ dài hạn	93	43	43
<i>Trong đó: Nợ dài hạn</i>	<i>93</i>	<i>43</i>	<i>43</i>
Tổng nợ	1,721	1,421	1,063
+ Vốn góp	1,600	1,600	1,600
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0
+ Lợi nhuận chưa phân phối	3,161	3,584	3,990
+ Vốn/quỹ khác	89	89	89
Vốn chủ sở hữu	4,869	5,292	5,698
Tổng nguồn vốn	6,590	6,713	6,761
Dòng tiền			
Dòng tiền từ HĐKD	1,192	1,001	1,650
Dòng tiền từ HĐĐT	21	-37	-80
Dòng tiền từ HĐTC	-1,151	-989	-1,434
Lưu chuyển tiền thuần	62	(25)	137
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,045	1,102	1,077
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1,107	1,077	1,214
Chỉ số thanh khoản			
Hệ số thanh toán hiện hành	3.40	4.15	6.21
Hệ số thanh toán nhanh	1.82	2.43	3.64
Chỉ số tiền mặt	0.68	0.78	1.19
Nợ ròng/EBITDA	0.92	0.76	0.38
Chỉ số bao lãi	28.19	29.22	54.25
Số ngày phải thu	26	26	32
Số ngày phải trả	69	72	77
Số ngày tồn kho	28	29	31
Cấu trúc vốn			
VCSH/TTS	0.74	0.79	0.84
Nợ/TTS	0.26	0.21	0.16
Nợ/VCSH	0.35	0.27	0.19
Nợ vay/VCSH	0.29	0.21	0.12
Nợ ngắn hạn/VCSH	0.28	0.20	0.11

Tỷ VNĐ	2021	2022	Q1/2023
Báo cáo KQKD			
Doanh thu thuần	5,660	5,972	6,867
GVHB	-3,917	-4,359	-4,807
Lãi gộp	1,743	1,612	2,060
Thu nhập tài chính	98	104	119
Chi phí tài chính	-137	-120	-85
Thu nhập từ công ty liên kết	0	0	0
Chi phí bán hàng	-255	-269	-309
Chi phí quản lý	-67	-55	-64
Lợi nhuận từ HĐKD	3,125	2,884	3,782
Thu nhập ròng khác	-5	-5	0
LNTT	1,377	1,267	1,722
LNST	1,149	1,063	1,446
LNST thuộc về CĐ Cty mẹ	1,149	1,063	1,446
Lợi ích của CĐ thiểu số	0	0	0
Chỉ số tài chính			
EPS cơ bản (VNĐ)	7,179	6,646	9,035
GTSS/cp (VNĐ)	30,430	33,076	35,611
Cổ tức (VNĐ/cp)	7,000	6,000	6,000
EBIT	1,422	1,288	1,688
EBITDA	1,551	1,424	1,828
Tăng trưởng			
Doanh thu	-19.94%	5.50%	15.00%
EBITDA	-31.70%	-8.18%	28.36%
EBIT	-33.67%	-9.36%	30.99%
Lãi ròng	-35.18%	-7.42%	35.94%
VCSH	-0.11%	8.70%	7.66%
Vốn điều lệ	0.00%	0.00%	0.00%
Tổng tài sản	-4.40%	1.87%	0.71%
Định giá			
P/E	0	11.6	8.5
P/B	0	2.3	2.2
P/Doanh thu	0	2.1	1.8
Tỷ suất cổ tức	30.00%	10.00%	30.00%
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0
EV/Doanh thu	0.0	0.0	0.0
Chỉ số khác			
Biên lãi gộp	30.79%	27.00%	30.00%
Biên LN từ HĐKD	25.11%	21.58%	24.58%
Biên lãi ròng	20.29%	17.81%	21.05%
Chi phí bán hàng/DT thuần	4.50%	4.50%	4.50%
Chi phí quản lý/DT thuần	1.18%	0.92%	0.92%
ROE	23.58%	20.93%	26.31%
ROA	17.04%	15.99%	21.46%
ROIC	12.02%	10.57%	12.84%

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Phòng phân tích khối khách hàng cá nhân

+84 28 3622 6868 ext 3826
research.re@yuanta.com.vn

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 months 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 effected 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 any form or manner, without the express written