



Ngành cao su Hai câu chuyện trong một cổ phiếu



Mở tài khoản
liền tay



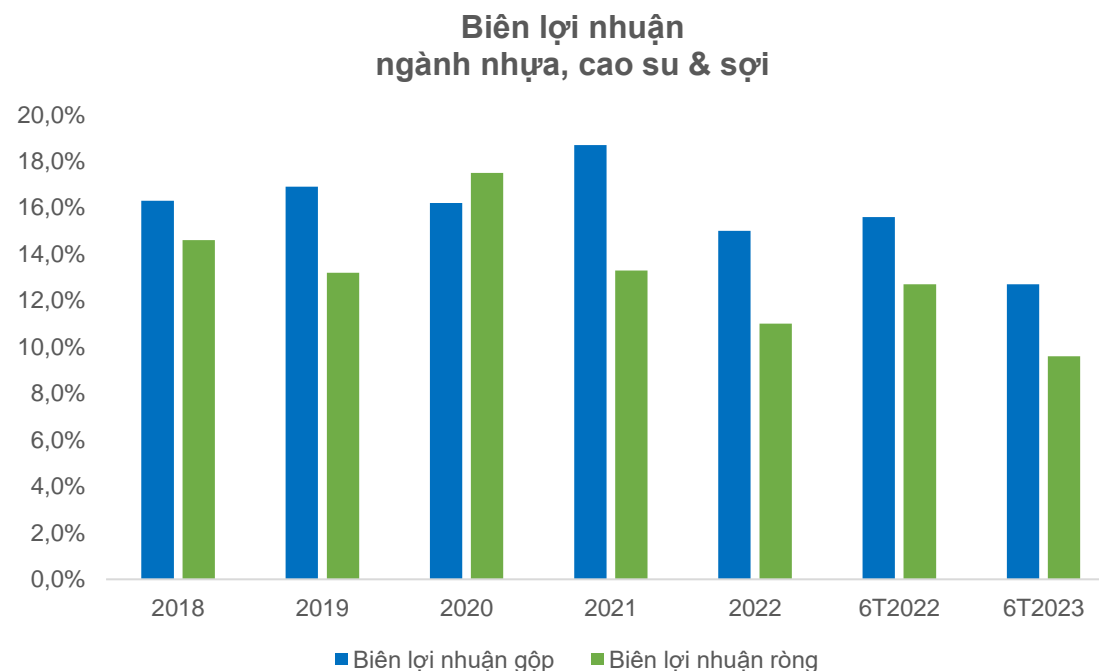
KẾT QUẢ KINH DOANH Q2/2023 NGÀNH CAO SU

- Kết quả kinh doanh ngành nhựa, cao su & sợi
- Kết quả kinh doanh một số DN Cao su
- Định giá cổ phiếu ngành nhựa, cao su & sợi
- Diễn biến cổ phiếu ngành nhựa, cao su & sợi



1.1. Kết quả kinh doanh ngành nhựa, cao su & sợi

- KQKD ngành nhựa, cao su & sợi trong 6T2023 có sự suy giảm đáng kể với doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế giảm lần lượt 21.9% và 41.3% YoY do giá cao su giảm ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của ngành. Cụ thể biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng trung bình ngành của Q2/2023 đạt 12.7% và 9.6%, giảm lần lượt 2.9% và 3.1% so với cùng kỳ năm trước.



Nguồn: FiinGroup, YSVN

1.2. Kết quả kinh doanh Q2/2023 ngành Cao su

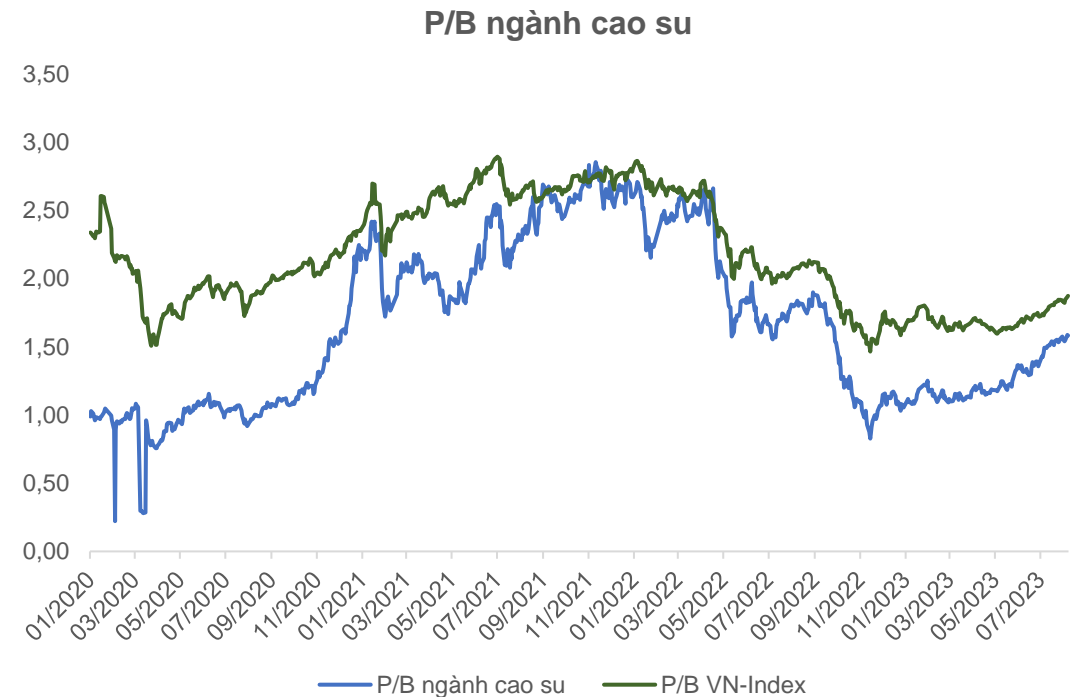
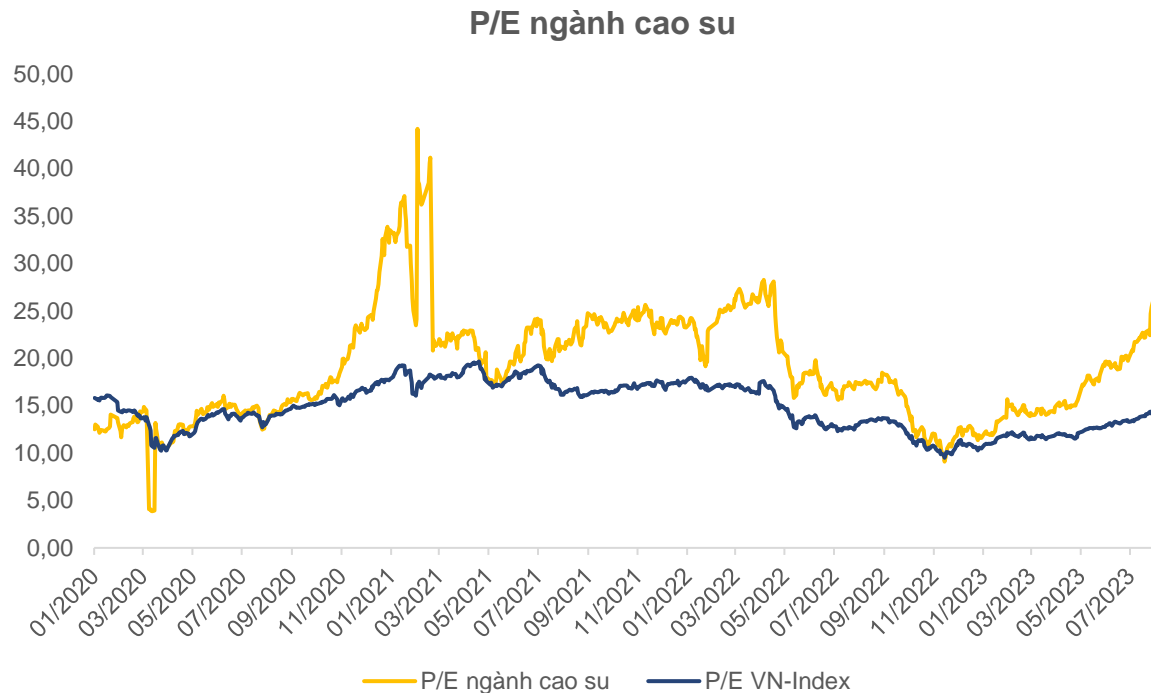
- KQKD Q2/2023 và 6T2023 của các doanh nghiệp cao su lớn trong ngành đều có xu hướng giảm.
- Tổng hợp KQKD của Top 11 doanh nghiệp cao su trên sàn, tổng doanh thu thuần 6T2023 đạt 12,571 tỷ đồng giảm 18.1% YoY, riêng Q2/2023 tổng doanh thu thuần đạt 6,227 tỷ đồng, -1.8% QoQ, -21.5% YoY. Tổng lợi nhuận sau thuế 6T2023 đạt 2,245 tỷ đồng, -36.3% YoY, riêng trong Q2/2023 đạt 1,070 tỷ đồng, -9.4% QoQ, -35.7% YoY.

| STT | Mã CK | Sàn | TTS Q2/2023 | | | | Doanh thu thuần Q2/2023 | | | Lợi nhuận gộp Q2/2023 | | | Lợi nhuận ròng Q2/2023 | | | P/E | P/B | ROE | ROA |
|-----|-------|-------|-------------|--------|--------|--------|-------------------------|---------|--------|-----------------------|--------|--------|------------------------|------|--------|--------|-----|-----|-----|
| | | | Tỷ VNĐ | Tỷ VNĐ | QoQ | YoY | Tỷ VNĐ | QoQ | YoY | Tỷ VNĐ | QoQ | YoY | Tỷ VNĐ | QoQ | YoY | Lần | Lần | % | % |
| 1 | DPR | HOSE | 4.247 | 146 | -18,6% | -50,7% | 37 | -45,8% | -60,6% | 41 | -33,7% | -43,4% | 11,68 | 1,12 | 9,50% | 5,37% | | | |
| 2 | GVR | HOSE | 76.616 | 4.273 | 3,3% | -23,2% | 969 | -3,7% | -34,1% | 717 | -5,1% | -39,1% | 30,10 | 1,73 | 5,74% | 3,66% | | | |
| 3 | HRC | HOSE | 805 | 11 | -62,1% | -52,2% | -3 | -468,3% | 669,2% | 3 | 487,9% | 34,7% | 150,99 | 2,72 | 1,81% | 1,20% | | | |
| 4 | PHR | HOSE | 5.989 | 111 | -66,1% | -54,5% | 47 | 2,1% | 17,5% | 127 | -45,5% | 127,5% | 7,72 | 2,04 | 26,21% | 14,52% | | | |
| 5 | TNC | HOSE | 387 | 26 | -43,6% | -21,2% | 5 | -23,3% | -44,4% | 20 | 343,0% | -54,8% | 34,11 | 3,02 | 8,46% | 7,26% | | | |
| 6 | TRC | HOSE | 1.937 | 69 | -35,1% | -28,1% | 7 | -48,2% | -69,6% | 5 | 105,4% | -82,5% | 19,22 | 0,57 | 2,94% | 2,34% | | | |
| 7 | BRR | UPCOM | 1.528 | 60 | 45,5% | -4,8% | 10 | 15,1% | -33,3% | 28 | 559,2% | -58,2% | 21,52 | 1,63 | 7,43% | 6,42% | | | |
| 8 | DRI | UPCOM | 712 | 70 | -44,7% | -35,2% | 29 | -17,1% | -42,0% | 6 | -56,8% | -63,4% | 14,59 | 1,21 | 7,96% | 5,98% | | | |
| 9 | RTB | UPCOM | 2.801 | 221 | 28,4% | -20,2% | 67 | 214,2% | -38,5% | 74 | 7,2% | -34,4% | 11,00 | 1,17 | 10,65% | 5,74% | | | |
| 10 | DRC | HOSE | 3.124 | 1.162 | 4,4% | 1,2% | 145 | 26,3% | -29,3% | 51 | 100,3% | -39,1% | 11,69 | 1,58 | 12,79% | 7,14% | | | |
| 11 | BRC | HOSE | 292 | 79 | 15,5% | -3,7% | 15 | -3,9% | -16,7% | 3 | -27,0% | -9,4% | 8,14 | 0,75 | 8,79% | 5,97% | | | |

Nguồn: FiinGroup, YSVN

1.3. Định giá cổ phiếu ngành nhựa, cao su & sợi

- Mức định giá P/E của ngành hiện tại ở mức 26.8x lần do KQKD giảm mạnh khiến EPS suy giảm.
- Tuy nhiên, mức định giá P/B phản ánh trung thực hơn, hiện ở mức 1.6x, thấp hơn VN-Index (1.9x) và thấp hơn mức P/B trong cả 2 năm 2021-2022.

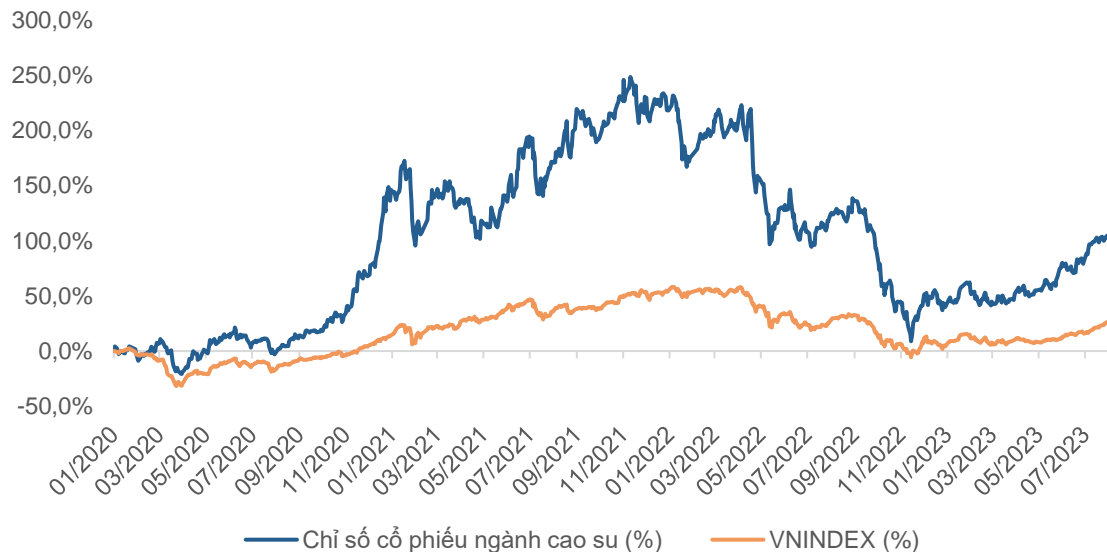


Nguồn: FiinGroup, YSVN

1.4. Diễn biến cổ phiếu ngành nhựa, cao su & sợi

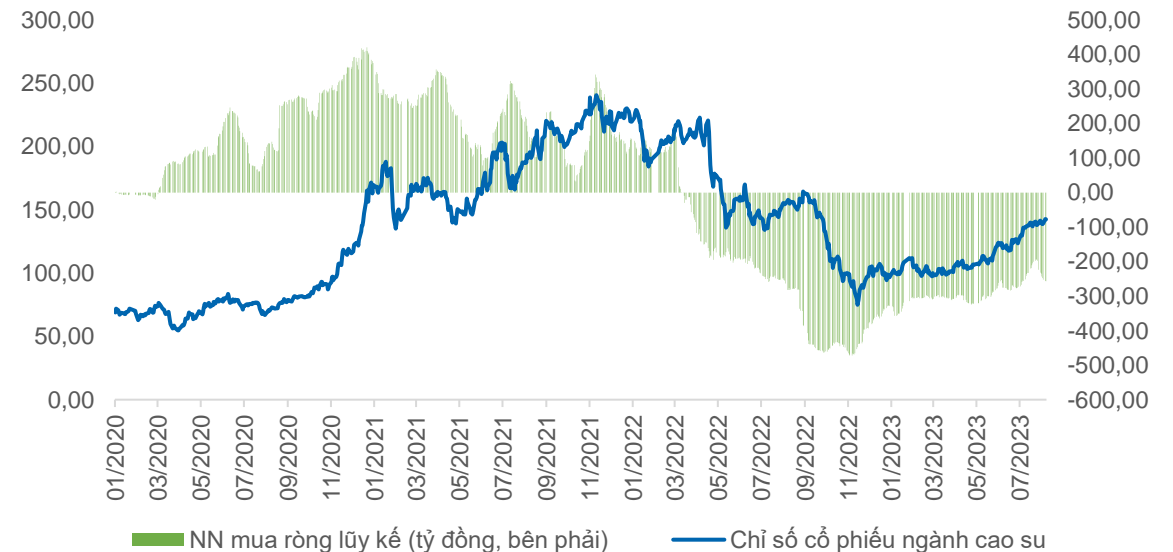
- Cổ phiếu ngành nhựa, cao su & sợi mặc dù đang “outperform” VN-Index nhưng đã giảm sâu 40% so với mức đỉnh tháng 3/2022, trong khi VN-Index hiện chỉ còn cách đỉnh 1,500 điểm là 17%.
- Khối ngoại vẫn đang bán ròng nhóm cổ phiếu ngành này tính từ tháng 3/2022.
- Tuy nhiên, xu hướng mua ròng rõ đã có từ tháng 11/2022.

Diễn biến cổ phiếu ngành cao su



Nguồn: FiinGroup, YSVN

Giao dịch khối ngoại trên nhóm CP cao su



Nguồn: FiinGroup, YSVN

CÂU CHUYỆN 1: KỶ VỌNG GIÁ CAO SU HỒI PHỤC

- Diễn biến giá cao su trên thế giới
- Cán cân cung - cầu cao su nhiều khả năng nghiêng về thiếu hụt nguồn cung
- Giá dầu kỳ vọng giữ ở mức cao và tác động cùng chiều lên giá cao su
- Tồn kho ở mức cao có thể vẫn ảnh hưởng giá cao su trong ngắn hạn
- Dự báo giá cao su
- Một số doanh nghiệp thuần sản xuất cao su
- Xuất khẩu cao su VN hồi phục trở lại nhờ nhu cầu thị trường Trung Quốc



2.1. Diễn biến giá cao su trên thế giới

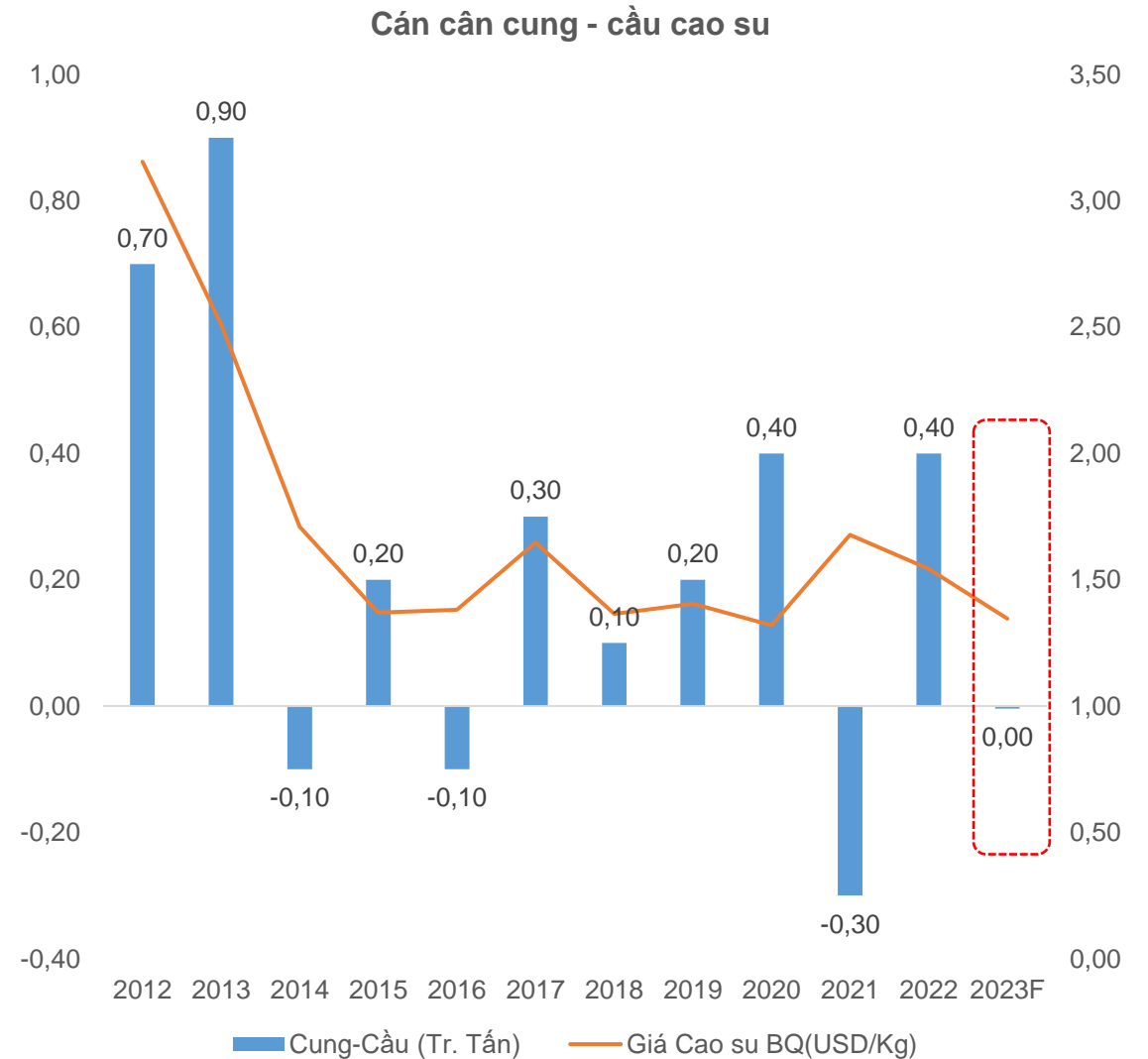
- **Từ 2000 – 2012: Giai đoạn tăng giá.** Ngành cao su, sản phẩm Trung Quốc phát triển mạnh; Nguồn cung không đủ đáp ứng cho nhu cầu; giá dầu có xu hướng tăng
- **Từ 2012 – 2015: Giai đoạn giảm giá.** Giá cao su tăng mạnh giai đoạn trước khiến diện tích vùng trồng cao su tăng lên đáng kể dẫn đến dư cung; Kinh tế Trung Quốc giảm tốc; Giá dầu trong xu hướng giảm.
- **Từ 2015 – Nay: Giai đoạn giá đi ngang.** Tình trạng dư cung dần dần được cải thiện do các nước có diện tích trồng lớn như Thái Lan, Indonesia, Malaysia,... giảm diện tích trồng; nhu cầu từ thị trường Trung Quốc vẫn yếu.



Nguồn: Tradingeconomics YSVN

2.2. Cán cân cung - cầu cao su nhiều khả năng nghiêng về thiếu hụt nguồn cung

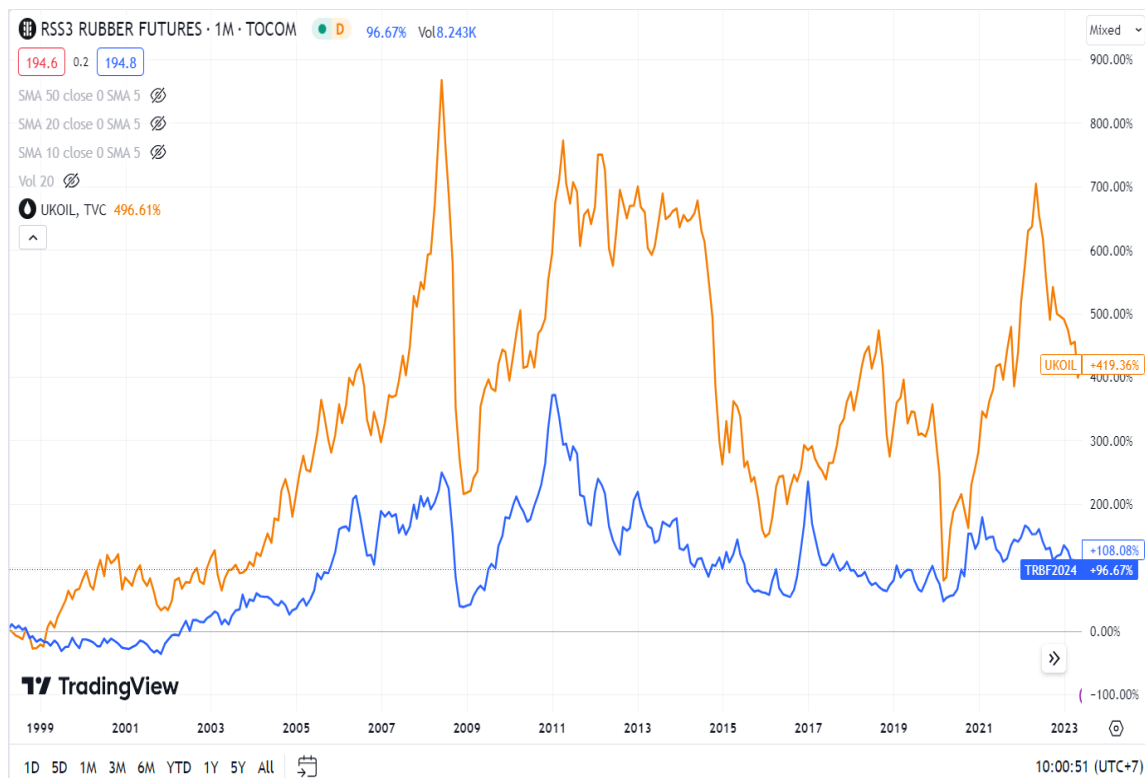
- Theo Hiệp hội Các nước sản xuất cao su tự nhiên (ANRPC), dự báo năm 2023 sản lượng cao su tự nhiên toàn cầu đạt khoảng 14,916 triệu tấn, tiêu thụ đạt 14,912 triệu tấn. **Dự kiến nguồn cung cao su toàn cầu sẽ gia tăng thiếu hụt trong những năm tiếp theo cho đến năm 2028** và có thể kéo dài đến năm 2031 do khoảng cách cung và cầu ngày càng lớn. Ngành cao su tự nhiên đã thoát ra thời kỳ kéo dài nguồn cung dư thừa.
- Nguồn cung cao su:** Các quốc gia có nguồn cung cao su lớn đã có chính sách hạn chế sản lượng; hợp tác quản lý nguồn cung giữa các quốc gia để cân đối với thị trường.
- Nhu cầu hồi phục:** Trung Quốc hiện có nhiều chính sách thúc đẩy ngành công nghiệp xe điện sẽ tác động tích cực lên nhu cầu tiêu thụ cao su trên thế giới; Kỳ vọng sự hồi phục các nền kinh tế lớn những năm tới.



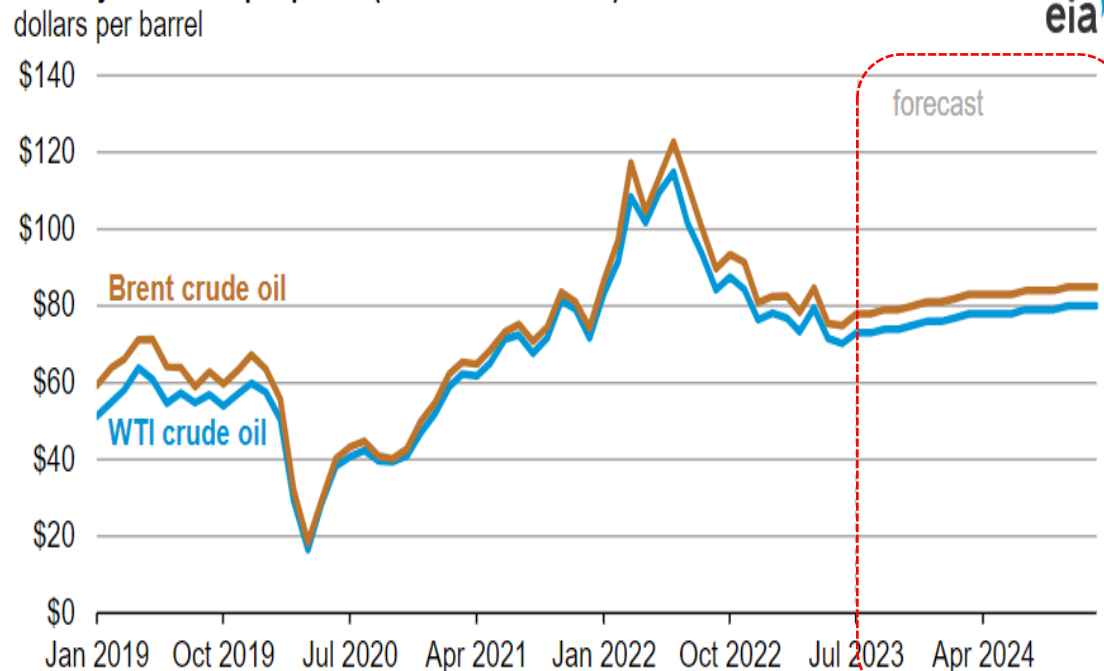
2.3. Giá dầu kỳ vọng giữ ở mức cao và tác động cùng chiều lên giá cao su

- Giá dầu thô có tác động gián tiếp lên giá cao su tự nhiên thông qua giá cao su tổng hợp do dầu thô là nguyên liệu đầu vào sản xuất cao su tổng hợp.

Giá dầu kỳ vọng vẫn neo ở mức cao: Theo EIA dự đoán giá dầu sẽ tăng quanh vùng 80\$/thùng trong năm 2024 do nhu cầu tăng cao hơn nguồn cung



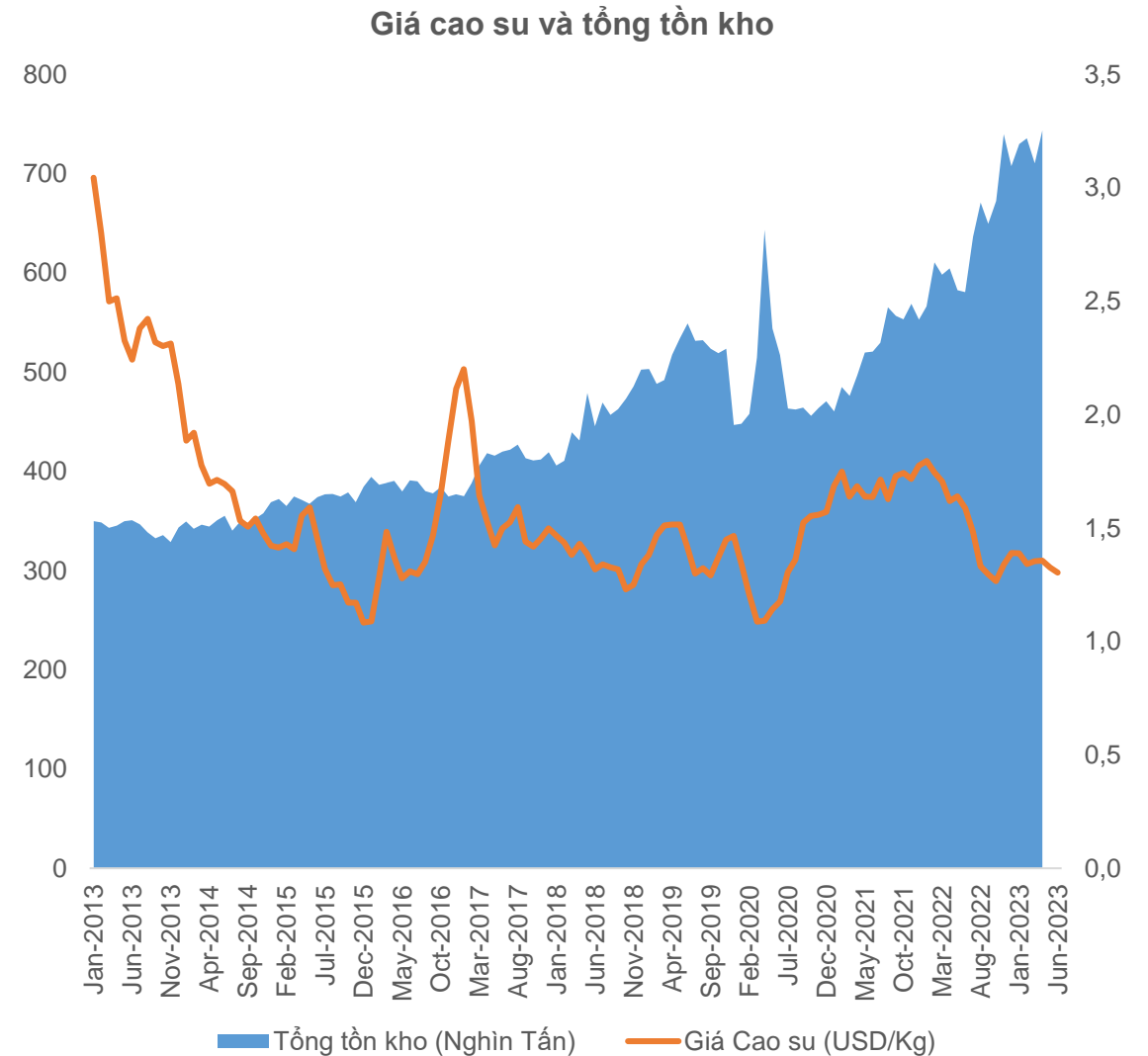
Monthly crude oil spot prices (Jan 2019–Dec 2024)



Data source: U.S. Energy Information Administration, *Short-Term Energy Outlook*, July 2023
Note: WTI=West Texas Intermediate

2.4. Tồn kho ở mức cao có thể vẫn ảnh hưởng giá cao su trong ngắn hạn

- Tồn kho cao su tích lũy cao trong giai đoạn 2021-2022 do ảnh hưởng bởi dịch COVID khiến nhu cầu tiêu thụ toàn cầu sụt giảm, đặc biệt việc Trung Quốc đóng cửa nền kinh tế trong thời gian dài.
- 6T2023 lượng tồn kho đã chững lại khi Trung Quốc bắt đầu mở cửa trở lại. Kỳ vọng tồn kho cao su sẽ giảm trong thời gian tới khi nhu cầu cho ngành công nghiệp ô tô tại thị trường Trung Quốc tăng lên; sự hồi phục kinh tế rõ ràng hơn tại các nền kinh tế lớn và các nước tiêu thụ cao su lớn như Trung Quốc, Ấn Độ, Mỹ.

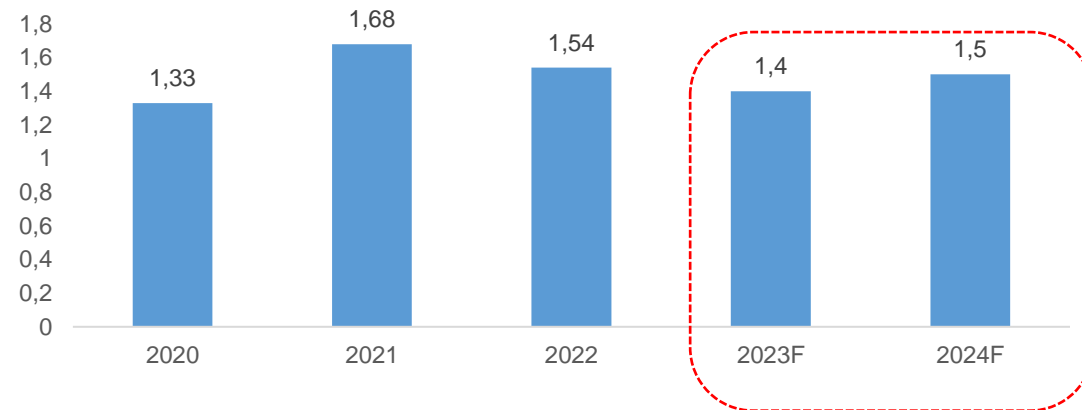


2.5. Dự báo giá cao su

- **World Bank:** Dự phóng giá cao su cho năm 2023 khoảng 1.4 \$/kg và tăng lên 1.5 \$/kg cho năm, tương ứng tăng khoảng 7.1%.
- **Tradingeconomics:** Giá cao su sẽ giao dịch quanh mức 1.27 \$/kg vào cuối quý 3 năm nay và có khả năng giảm nhẹ quanh 1.21 \$/kg trong 12 tháng tới.
- **Chúng tôi dự cho rằng giá cao su có khả năng hồi phục trong giai đoạn tới** do: (1) dự báo giá dầu vẫn neo ở mức cao; (2) sản lượng cao su trồng mới giảm khiến nguồn cung được kiểm soát; (3) ngành cao su - săm lốp Trung quốc phục hồi.



Giá cao su theo dự phóng của World Bank (USD/kg)



Nguồn: Tradingeconomics, World Bank, YSVN

2.6. Một số doanh nghiệp thuần sản xuất cao su

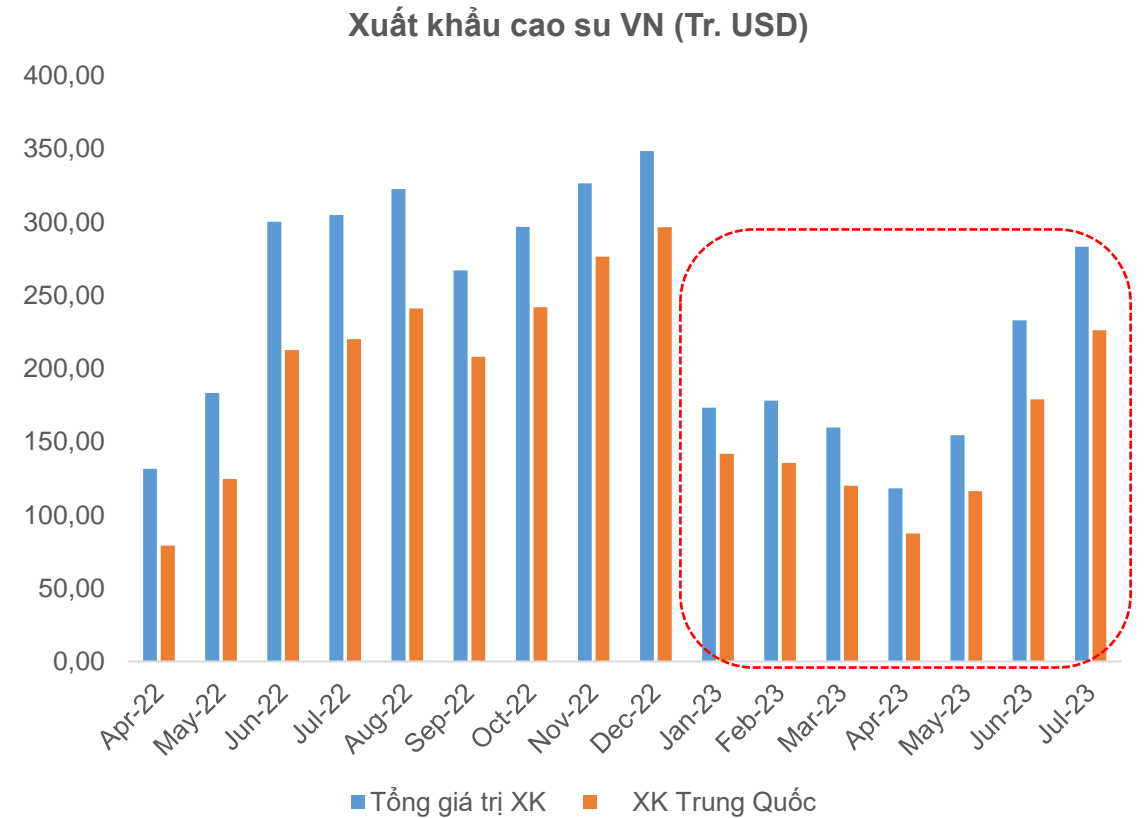
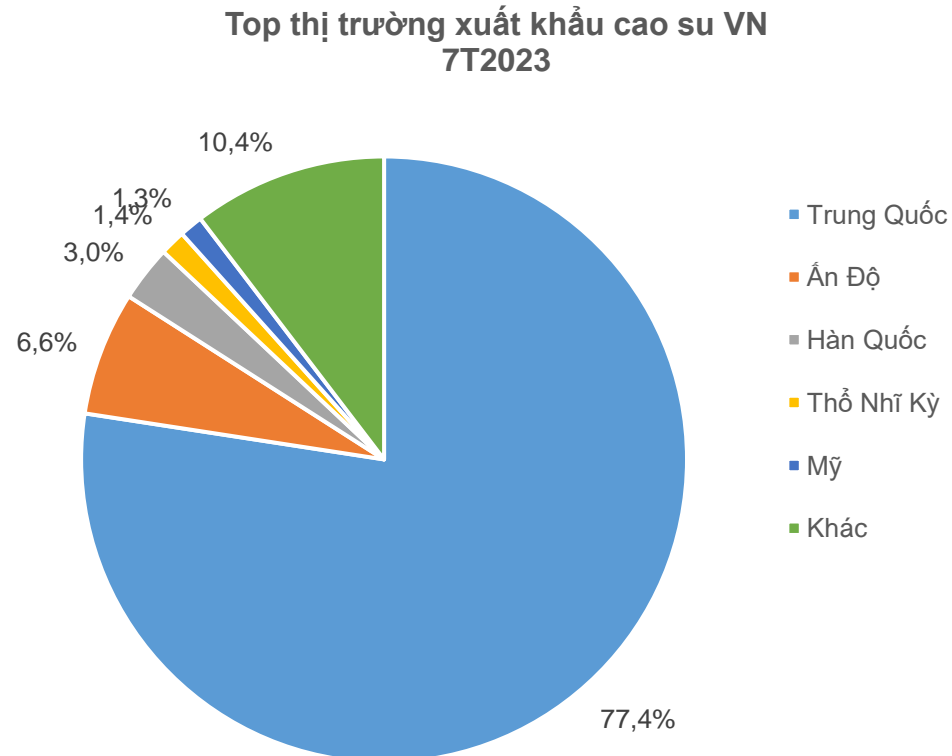
- Đây là các doanh nghiệp thuần túy có doanh thu chủ yếu đến từ việc trồng và khai thác cây cao su.
- Đa phần các doanh nghiệp khai thác cao su trên sàn đều bán cao su cho cả thị trường trong nước và xuất khẩu.

| Mã CK | Doanh nghiệp | Sàn | Vốn hóa (Tỷ VND) | Tổng diện tích đất trồng cao su (m ²) | % doanh thu XK | Thị trường XK |
|-------|-----------------------|-------|------------------|---|----------------|--|
| DRI | Đầu tư Cao su Đắk Lắk | UPCOM | 622 | 8,805 | 64% | Mỹ (18%), Đài Loan(17%), Hàn Quốc(10%), Ấn Độ (6%) |
| TRC | Cao su Tây Ninh | HOSE | 932 | 13,410 | | |
| TNC | Cao su Thống Nhất | HOSE | 1,120 | 1,175 | | |
| BRC | Cao su Bến Thành | HOSE | 149 | NA | | |
| DRG | Cao su Đắk Lắk | UPCOM | 1,106 | 4,475 | 55% | Mỹ, Châu Âu, Hàn Quốc, Thổ Nhĩ Kỳ |
| SBR | Cao su Sông Bé | UPCOM | 571 | 4,342 | | |

Nguồn: Doanh nghiệp, YSVN

2.7. Xuất khẩu cao su VN hồi phục trở lại nhờ nhu cầu thị trường Trung Quốc

- **Xuất khẩu cao su sang Trung Quốc hồi phục** trở lại mạnh mẽ từ T5/2023. Trung Quốc luôn chiếm khoảng trên 75% tổng giá trị xuất khẩu cao su Việt Nam hàng năm.



Nguồn: Hải quan VN, YSVN

CÂU CHUYỆN 2: BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

- Một số doanh nghiệp có câu chuyện KCN
- Dòng vốn FDI tăng trưởng trở lại



3.1. Doanh nghiệp có câu chuyện KCN

- Các doanh nghiệp trong ngành cao su đang có động lực phát triển trong trung và dài hạn nhờ chiến lược chuyển đổi diện tích trồng cao su thành các khu công nghiệp.
- Lợi thế về quỹ đất của các doanh nghiệp cao su hiện tập trung tại Bình Dương (GVR, PHR) và Bình Phước (DPR), vị trí đắc địa để chuyển đổi thành khu công nghiệp do giáp ranh với TP.HCM cùng hệ thống cơ sở hạ tầng phát triển. Đồng thời do đất chủ yếu trồng cao su nên sự thuận lợi trong việc giải phóng mặt bằng, mặt khác gỗ cao su có thể thanh lý mang lại nguồn thu cho doanh nghiệp trong ngắn hạn.
- Một số doanh nghiệp điển hình được hưởng lợi từ việc đền bù đất và chuyển đổi khu công nghiệp: GVR, PHR, DPR.

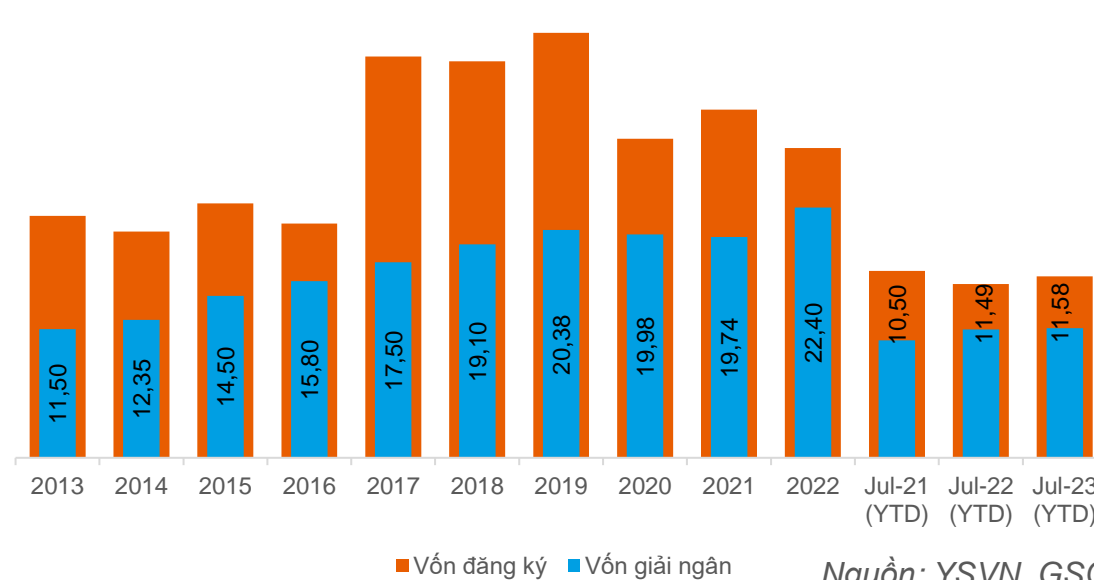
| Mã CK | Doanh nghiệp | Sàn | Vốn hóa Tỷ VND | Tổng diện tích đất trồng cao su (ha) | Diện tích đất KCN (ha) | Diện tích đất sẽ được đền bù (ha) |
|-------|-----------------------|------|----------------|--------------------------------------|------------------------|-----------------------------------|
| GVR | Tập đoàn CN Cao su VN | HOSE | 85,800 | 394,782 | 5,666 | 2,100 |
| PHR | Cao su Phước Hòa | HOSE | 6,870 | 23,564 | 5,807 | 0 |
| DPR | Cao su Đồng Phú | HOSE | 2,715 | 16,650 | 2,000 | 2,000 |

Nguồn: FiinGroup, YSVN

3.2. Dòng vốn FDI tăng trưởng trở lại

- Tổng vốn FDI đăng ký 7T2023 đạt 16.24 tỷ USD, đảo chiều tăng 4.5% YoY, tăng trưởng dương lần đầu tiên kể từ đầu năm. Vốn giải ngân tính từ đầu năm tới 20/07/2023 đạt 11.58 tỷ USD, tiếp tục tăng 0.8% YoY.
- Đây là tháng tích cực thứ 4 liên tiếp của dòng vốn FDI, đến từ các dự án mới và vốn đăng ký mới. Điều này cho thấy dòng vốn FDI đang quay lại một cách khá bền vững. Một số dự án FDI lớn vừa được chứng nhận gần đây như LG Innotek Hải Phòng (vốn tăng thêm 1 tỷ USD), Foxconn (đăng ký mới 246 triệu USD),...
- Dòng vốn FDI đang quay trở lại nhờ: 1) tình hình vĩ mô trong nước tiếp tục cải thiện; 2) hạ tầng đang cải thiện tích cực; 3) các tỉnh thành, địa phương đang có xu hướng thi đua thu hút các công ty lớn nước ngoài đầu tư => **Dòng vốn FDI vào Việt Nam tiếp tục duy trì ổn định tạo tiềm năng lớn cho sự tăng trưởng của bất động sản công nghiệp Việt Nam.**

Dòng vốn FDI vào Việt Nam



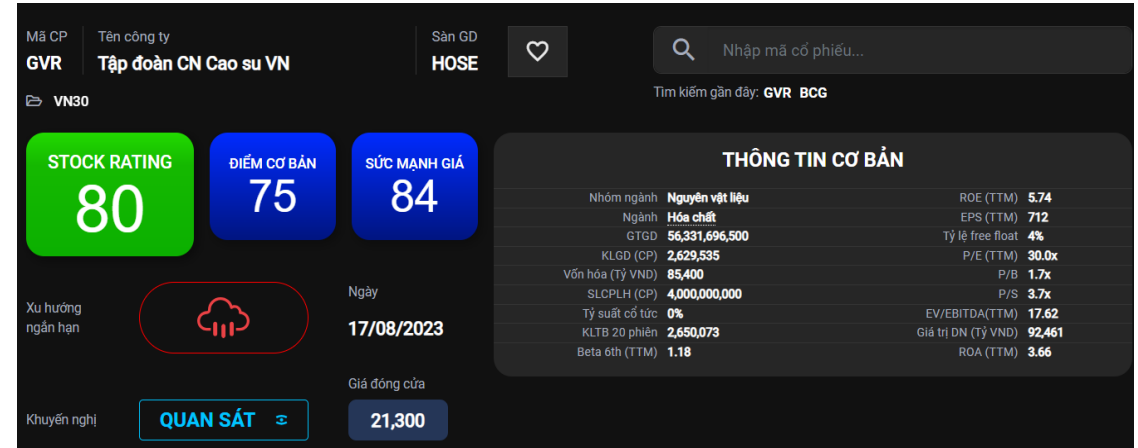
CỔ PHIẾU NỔI BẬT



- **GVR:** Nhiều câu chuyện tăng trưởng với động lực dài hạn từ mảng KCN
- **DPR:** Thu nhập từ đền bù đất – động lực ngắn hạn từ KCN Bắc Đồng Phú
- **PHR:** Tiềm năng dài hạn từ bất động sản khu công nghiệp

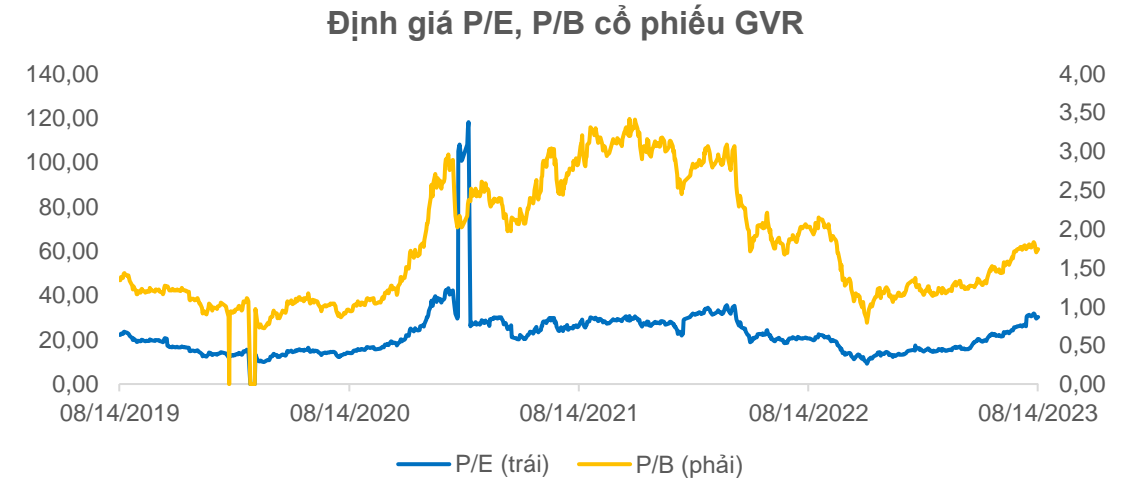
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (HOSE:GVR)

- Q2/2023, doanh thu và lợi nhuận sau thuế GVR đạt 4,276 tỷ đồng (-23% YoY) và 717 tỷ đồng (-39% YoY). Lũy kế 6T2023, doanh thu của GVR đạt 8,418 tỷ đồng (-20% YoY), lợi nhuận sau thuế của đạt 1.473 tỷ đồng (-41% YoY).
- Biên lợi nhuận gộp Q2/2023 giảm xuống 22.7% (cùng kỳ 26.0%) do giá bán các loại mủ cao su giảm trong khi giá vốn đầu vào tăng. Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giảm lần lượt 14% và 1% YoY.
- Cuối Q2/2023, tổng vay nợ ở mức 6,674 tỷ đồng (-22% YoY). Nợ vay/VCSH ở mức an toàn 0.12x lần.



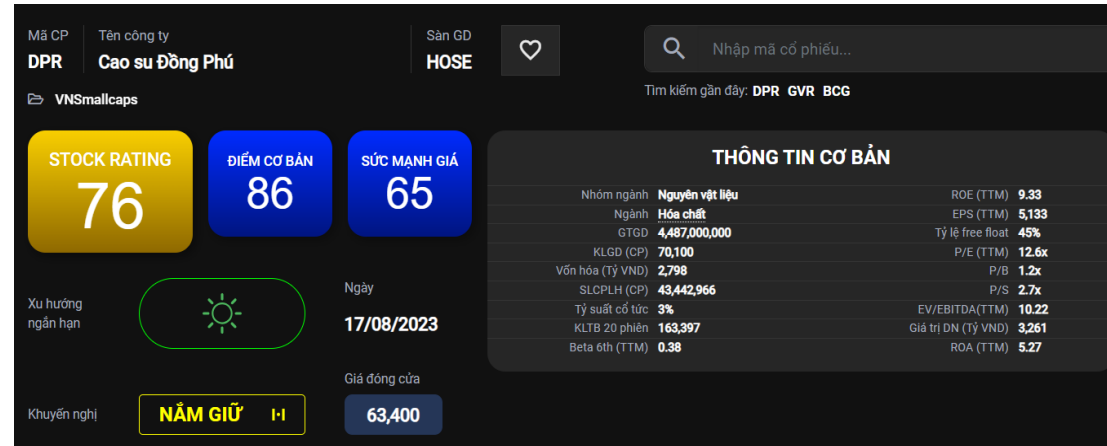
Nhiều câu chuyện tăng trưởng với động lực dài hạn từ mảng KCN

- Trong ngắn hạn 2023-2024: Nhờ lợi thế quỹ đất trồng cao su lớn và thị trường xuất khẩu chủ yếu của GVR là Trung Quốc nên sẽ hưởng lợi khi nhu cầu từ thị trường này phục hồi và giá cao su hồi phục.
- Mảng KCN: GVR đang tập trung vào 8 dự án KCN với tổng diện tích 2,900ha (chủ yếu ở Bình Dương và Bình Phước), dự kiến khởi công trong 2023-2024. Ban lãnh đạo đặt kế hoạch sẽ chuyển đổi 40 nghìn ha đất cao su sang đất KCN giai đoạn 2023-2030, sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn cho GVR.
- Câu chuyện thoái vốn khỏi các công ty con như PHR, NTC sẽ là các thông tin xúc tác cho giá cổ phiếu.
- GVR hiện đang giao dịch tại mức P/B 1.8x lần, khá thấp so với TB 2 năm.



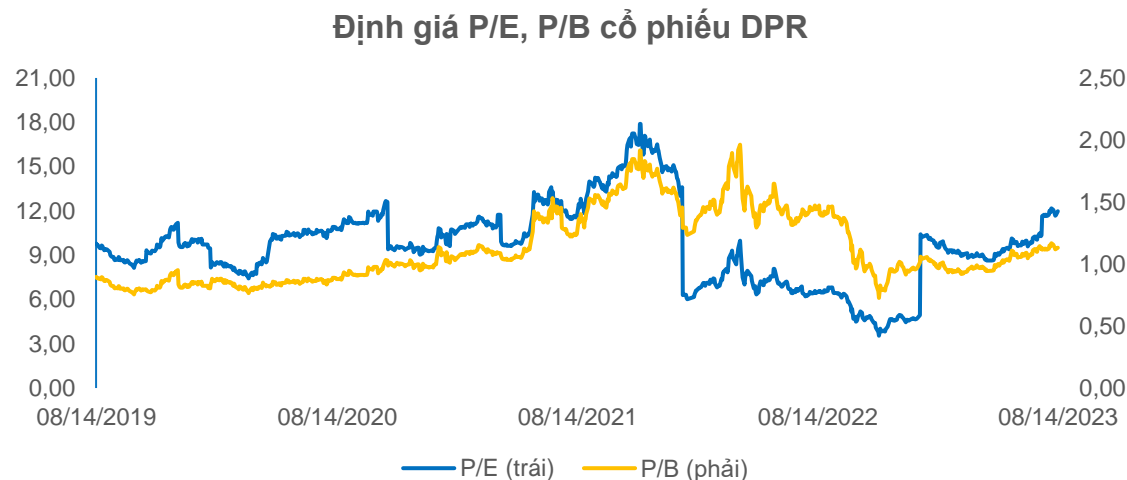
Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú (HOSE: DPR)

- Q2/2023, DPR ghi nhận doanh thu 146 tỷ đồng (-51% YoY), LNST 41 tỷ đồng (-43% YoY). Lũy kế 6T2023, DPR ghi nhận doanh thu 326 tỷ đồng (-35% YoY), LNST 103 tỷ đồng (-14% YoY).
- Biên lợi nhuận gộp Q2/2023 giảm xuống 25.4% (cùng kỳ 32.0%) do giá cao su giảm. Lợi nhuận giảm ít hơn doanh thu nhờ doanh thu tài chính tăng 174% YoY trong khi chi phí tài chính giảm 29% YoY. Chi phí bán hàng cũng giảm 22% còn chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 17% YoY.
- Điểm tích cực là DPR không có nợ vay. Bảng cân đối kế toán lành mạnh với lượng tiền mặt và tiền gửi ngân hàng 1,484 tỷ đồng, tương đương 35% tổng tài sản.



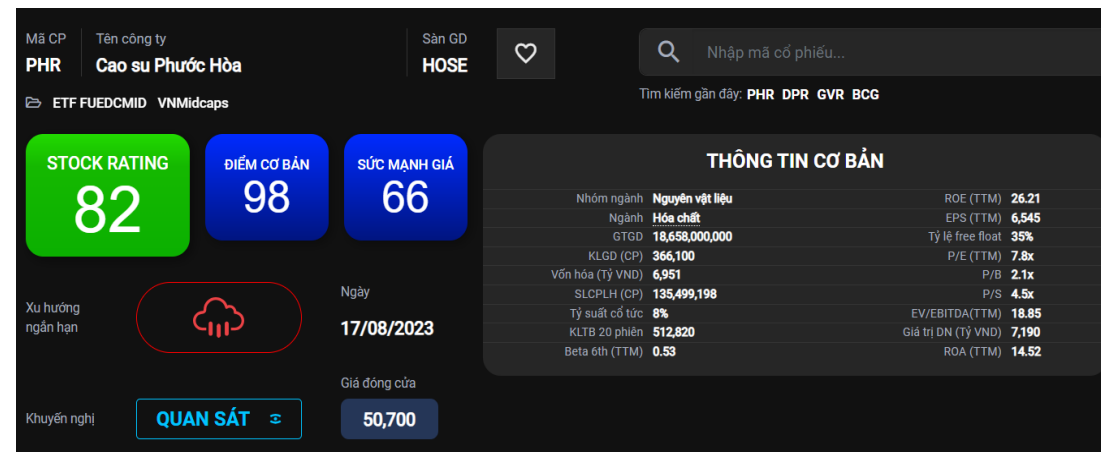
Thu nhập từ đền bù đất – động lực ngắn hạn từ KCN Bắc Đồng Phú

- Diện tích đất cao su hiện tại của DPR là khoảng 9,300 ha với phần lớn đang trong tuổi khai tốt nên hiệu quả cao hơn các doanh nghiệp khác. Theo đó, DPR có thể hưởng lợi khi giá cao su phục hồi.
- Mảng KCN: Theo Quy hoạch giai đoạn 2020-2030, DPR có 2,000 ha sẽ được bàn giao và tỉnh Bình Phước sẽ đền bù cho DPR với giá trị dự kiến 250 tỷ mỗi năm, giai đoạn 2023-2029. Và 2,000 ha còn lại sẽ được DPR dùng để phát triển thêm mảng KCN. Trong 2022, giá trị đền bù chưa thực hiện là 150 tỷ, theo đó, DPR có thể ghi nhận tiền đền bù đến 400 tỷ trong năm nay. Ngoài ra, KCN Bắc Đồng Phú sẽ bắt đầu cho thuê từ 2023 là động lực tăng trưởng trong ngắn hạn.
- DPR đang giao dịch tại mức P/B 1.2x lần, tiềm năng để tích lũy.



Công ty cổ phần Cao su Phước Hòa (HOSE:PHR)

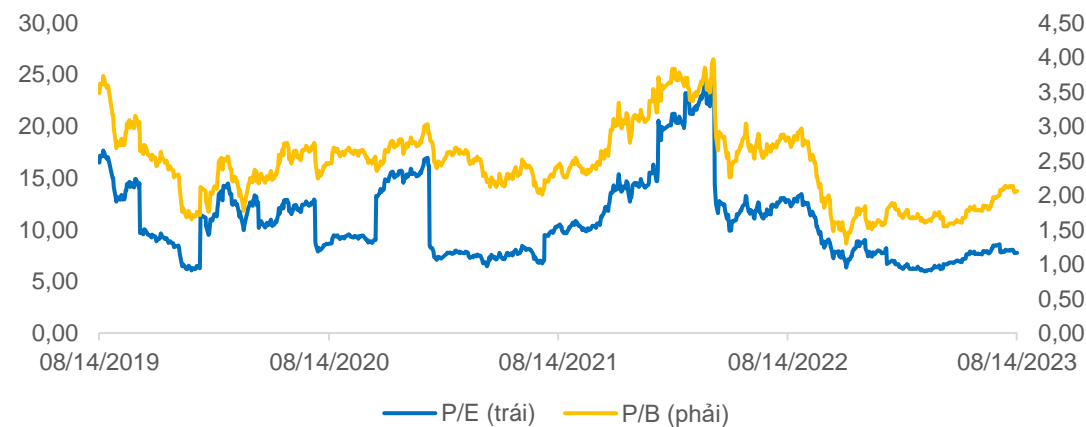
- Q2/2023, PHR ghi nhận doanh thu đạt 201 tỷ đồng (-17% YoY), LNST đạt 127 tỷ đồng (+128% YoY). Lũy kế 6T2023, doanh thu ghi nhận 528 tỷ đồng (-13% YoY), LNST 361 tỷ đồng (+2% YoY).
- Biên lợi nhuận gộp Q2/2023 tăng lên 23.5% (cùng kỳ 17.0%) nhờ doanh thu từ cho thuê đất KCN mặc dù giá bán cao su giảm. Lợi nhuận tăng mạnh chủ yếu nhờ doanh thu thanh lý cây cao su 75 tỷ đồng và 16 tỷ đồng tiền cổ tức đợt 2 từ NTC.
- Cuối Q2/2023, tổng vay nợ của PHR ở mức 262 tỷ đồng (-39% YoY, -25% QoQ). Tỷ lệ nợ vay/VCSH ở mức thấp 0.1x lần.



Tiềm năng dài hạn từ bất động sản khu công nghiệp

- KQKD mảng cao su của PHR có thể giảm trong giai đoạn 2023-2024 do diện tích vườn cao su đã giảm nhiều cho mảng KCN. Các khoản đền bù cũng đã được nhận hết trong 2023. Tuy nhiên, PHR vẫn sẽ hưởng lợi khi giá cao su hồi phục.
- Mảng KCN: KCN Nam Tân Uyên 3 và KCN VSIP 3 có thể mang lại lợi nhuận lớn từ năm 2024. Trong dài hạn, KCN Tân Lập (400 ha) và KCN Tân Bình 2 (1,055 ha) sẽ là động lực tăng trưởng, tiến độ pháp lý của 2 dự án này sẽ là các thông tin hỗ trợ giá cổ phiếu.
- PHR đang được giao dịch tại mức P/E 8.1x lần và P/B 2.1x lần, đều là mức thấp so với trung bình từ 2019 đến nay.

Định giá P/E, P/B cổ phiếu PHR



Liên hệ

Phòng Nghiên cứu và Phân tích khối Khách hàng cá nhân

+84 28 3622 6868 ext 3826

research.re@yuanta.com.vn

Global Disclaimer

© 2020 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 and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.