

## CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

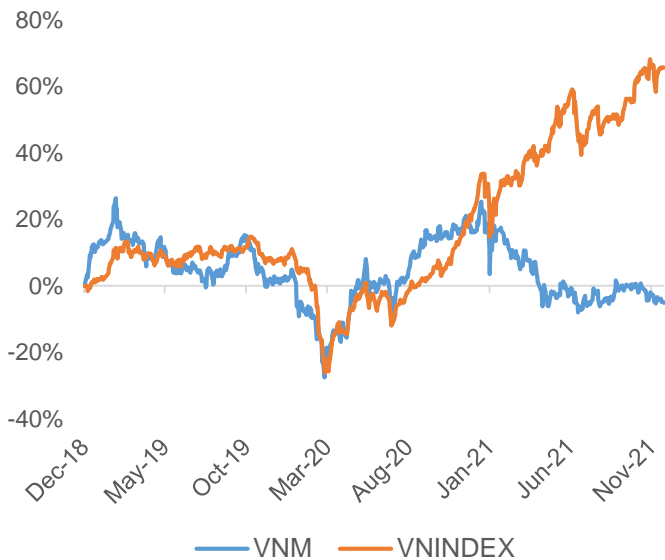
## Báo cáo định giá lần đầu

<b>Khuyến nghị</b>	<b>MUA</b>
Ngày:	24/12/2021
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>	<b>100,255</b>
Giá đóng cửa (VND)	86,000
Tỷ suất sinh lời kỳ vọng	<b>+16.58%</b>
Ngành	Sản xuất thực phẩm

### DỮ LIỆU CỔ PHIẾU

Vốn hóa thị trường (tỷ đồng):	179,736
SLCP lưu hành:	2,089,955,445
SLCP niêm yết:	2,089,955,445
Sở hữu nhà nước:	36%
Sở hữu nước ngoài:	55%
P/E (TTM):	17.0x
P/B (TTM):	5.8x
ROE (%):	30.98%
ROA (%):	20.57%
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

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

**Bloomberg code: YUTA**

## Kỳ vọng tăng trưởng trở lại vào đầu năm 2022

Chúng tôi công bố báo cáo định giá lần đầu cho Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (HOSE: VNM) với khuyến nghị MUA và tỷ suất sinh lời kỳ vọng +16.58%.

Giá cổ phiếu VNM đã giảm 25% từ mức đỉnh đầu năm do KQKD suy giảm mạnh trong năm 2021 khi đầu ra bị ảnh hưởng bởi COVID trong khi giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh. Chúng tôi dự phóng VNM sẽ có thêm một Q4/2021 chứng kiến suy giảm lợi nhuận trước khi quay lại đà tăng trưởng từ Q1/2022. Tuy nhiên, chúng tôi cũng rằng kết quả tiêu cực của Q4/2021 đã phần nào phản ánh vào giá cổ phiếu hiện tại và **đã đến lúc có thể tích lũy cổ phiếu VNM cho danh mục 2022**, nhờ:

- (1) **Kỳ vọng đà tăng trưởng quay lại từ Q1/2022** từ mức nền thấp 2021. Biên lợi nhuận gộp 2022 sẽ cải thiện nhờ giá bán đầu ra tăng, giá nguyên liệu đầu vào giảm và hưởng lợi từ gói kích thích kinh tế 800 nghìn tỷ của Chính phủ.
- (2) **VNM đang được 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. **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.
- (3) Với đặc trưng là ngành hàng tiêu dùng với thị phần dẫn đầu tại Việt Nam, VNM sẽ là cổ phiếu **vừa có tiềm năng tăng trưởng và vừa ít chịu nhiều rủi ro về lạm phát trong 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

### Kết quả kinh doanh suy giảm do ảnh hưởng từ dịch bệnh

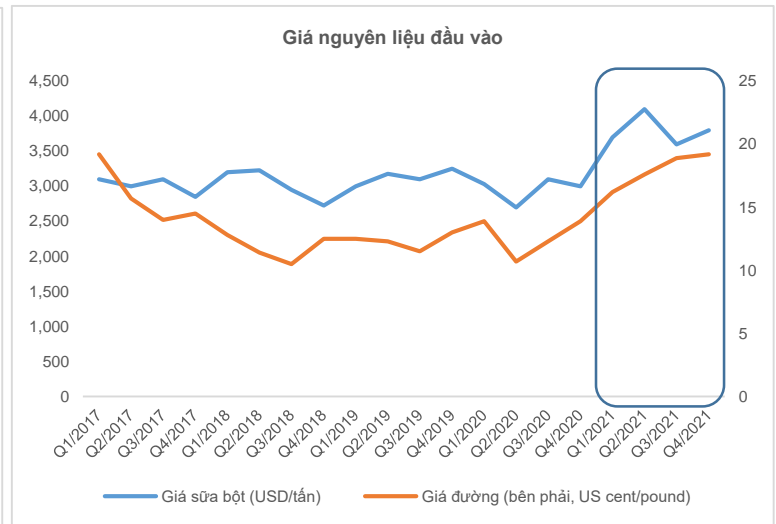
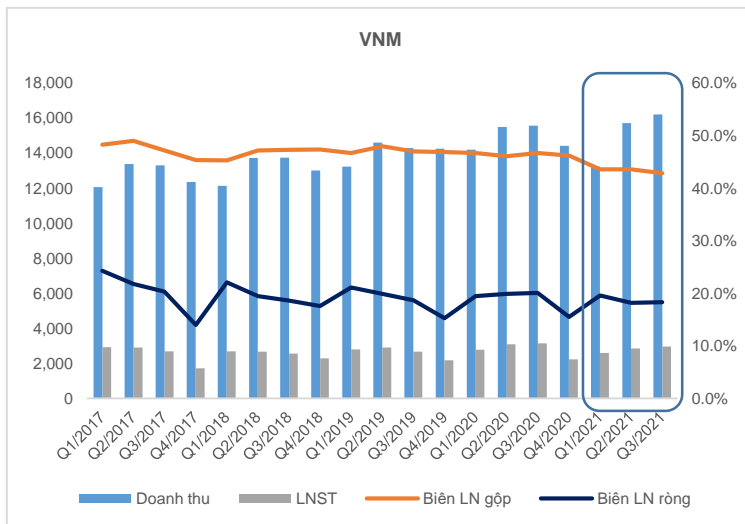
Q3/2021 VNM ghi nhận doanh thu thuần 16,194 tỷ đồng (+4.1% YoY), LNST đạt 2,961 tỷ đồng (-5.7% YoY). Lũy kế 9T2021, VNM ghi nhận doanh thu 45,100 tỷ đồng (-0.2% YoY) và LNST 8,420 tỷ đồng (-6.4% YoY), hoàn thành lần lượt 73% KH doanh thu và 75% KH lợi nhuận.

KQKD từ đầu năm đến nay của VNM suy giảm do đầu ra bị ảnh hưởng bởi các đợt bùng phát COVID mặc dù trong các đợt bùng phát trước, ngành tiêu dùng các sản phẩm sữa ít bị ảnh hưởng hơn so với các ngành FMCG khác. Theo đó, doanh thu 9T2021 giảm nhẹ 0.2% YoY, chúng tôi đánh giá đây là một thành quả khá tốt của VNM trong bối cảnh này, tuy nhiên, LNST giảm 6.4% chủ yếu do giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh từ cuối năm 2020 đến nay như sữa bột nguyên kem (+24% YoY), đường (+43% YoY).

Tuy nhiên, KQKD Q3/2021 đã cải thiện hơn nhờ nới lỏng giãn cách sau COVID và giá đầu vào như giá sữa bột nguyên kem giảm nhẹ. Biên lợi nhuận gộp Q3 đạt 42.9%, thấp hơn mức 46.7% cùng kỳ và cũng thấp hơn mức 43.6% của Q1 và Q2/2021 vì sức cầu tiêu dùng suy giảm mạnh trong Q3 do giãn cách khiến VNM không thể tăng giá bán. Điểm tích cực là VNM đã quản lý tốt chi phí hoạt động doanh nghiệp (-14.1% YoY), tăng chi phí bán hàng (+0.7%) để góp phần giúp tăng doanh thu (+4.1% YoY).

Đối với quản lý giá đầu vào, VNM cho biết đã chốt giá sữa bột đến hết Q1/2022 ở mức giá thấp hơn chi phí thực tế của Q3/2021 và ký hợp đồng bao bì đóng gói cố định cho nhiều năm.

### Kỳ vọng quay lại đà tăng trưởng từ Q1/2022 từ mức nền thấp 2021



Nguồn: Globaldairytrade, Bloomberg, YSVN

Giá các loại nguyên liệu đầu vào, đặc biệt là bột sữa (chiếm khoảng 20% chi phí sản xuất) bắt đầu tăng mạnh từ Q1/2021 khiến biên lãi gộp giảm mạnh xuống 43.6%, bên cạnh đó, do ảnh hưởng của đợt bùng phát Covid-19 trong cùng kỳ nên doanh thu Q1/2021 cũng giảm 6.8% YoY, LNST giảm xuống 2,570 tỷ đồng (-6.5% YoY).

**Chúng tôi dự phóng VNM sẽ tiếp tục suy giảm KQKD trong quý 4/2021** trước khi quay lại đà tăng trưởng từ Q1/2022 do: 1) Mức giá chốt đầu vào thấp hơn chi phí thực tế Q3/2021 nhưng vẫn cao hơn cùng kỳ 2020; 2) Tổng mức bán lẻ hàng hóa cũng như sức cầu tiêu dùng vẫn chưa hồi phục mạnh

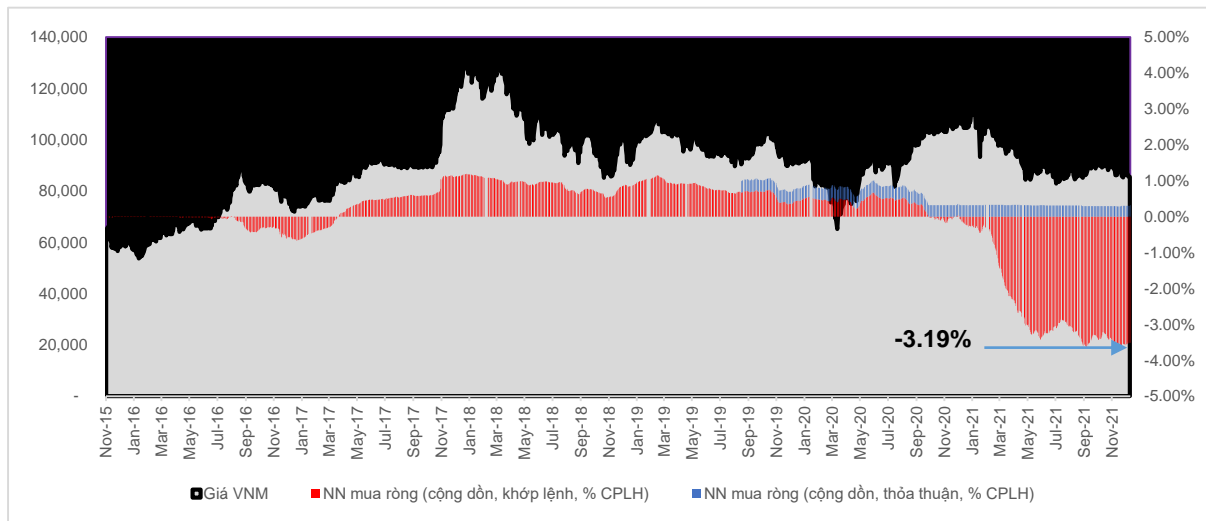


We Create **Fortune**

ngay trong Q4; 3) Một lưu lượng người lao động rời bỏ khu vực thành thị hiện vẫn chưa quay lại làm việc cho đến Tết Nguyên Đán trong khi các điểm bán lẻ và kênh phân phối của VNM phần lớn ở khu vực thành thị. Chúng tôi dự phóng doanh thu Q4/2021 sẽ tăng nhẹ 2.68% YoY nhờ nhu cầu hồi phục và giá bán cải thiện so với Q3/2021, chúng tôi cho rằng LNST sẽ tiếp tục giảm 6.31% YoY từ mức nền cao Q4/2020.

**Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng sẽ quay lại từ Q1/2022** nhờ 1) Mức nền thấp Q1/2021; 2) Biên lợi nhuận gộp 2022 sẽ cải thiện nhờ giá bán đầu ra tăng khi nhu cầu phục hồi và giá nguyên liệu đầu vào giảm khi dịch bệnh Covid-19 dần được kiểm soát ở các nước; và 3) Hưởng lợi từ gói kích thích kinh tế 800 nghìn tỷ của Chính phủ có thể giúp VNM tăng cả sản lượng lẫn giá bán ra.

**Khối ngoại đã bán ròng VNM kỷ lục trong năm 2021 và đã có dấu hiệu chững lại.** VNM chứng kiến đà bán ròng mạnh mẽ từ khối ngoại trong 2021, chúng tôi cho rằng có nhiều lý do như sau: 1) KQKD suy giảm trong 2021; 2) Thị phần VNM hiện đạt mức gần 40% toàn ngành sữa nên giảm kỳ vọng tăng trưởng trong mắt NĐT NN; 3) Theo giá hiện tại các NĐT NN vẫn lãi lớn VNM; và 4) Nhiều quỹ phòng hộ và quỹ nhỏ phải đóng cửa và chịu áp lực rút vốn từ 2020 khiến các quỹ này phải bán bớt các cổ phiếu như VNM. Trong sáu năm qua, tổng khối lượng bán ròng lũy kế tương đương mức 3.19% tổng số lượng cổ phiếu lưu hành, là mức kỷ lục nhiều năm qua và đã có dấu hiệu chững lại tại mức này.



Nguồn: FiinGroup, YSVN

Theo đó, chúng tôi cho rằng VNM có thể hưởng lợi từ 2022 khi dòng vốn ngoại quay lại các thị trường mới nổi, đặc biệt là dòng vốn theo câu chuyện nâng hạng thị trường Việt Nam, nhờ: 1) Tăng trưởng trở lại từ 2022; 2) Lịch sử quản trị minh bạch; 3) Vốn hóa đầu ngành tiêu dùng và TTCK Việt Nam; 4) Các tiêu chí về cổ phiếu gần như đáp ứng hầu hết các yêu cầu của các quỹ ETF.

We Create **Fortune**

### Định giá VNM đang ở mức rất hấp dẫn

Chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại của VNM là hấp dẫn và hiếm có so với lịch sử cũng như so với VN-Index và các cổ phiếu ngành hàng tiêu dùng trong khu vực. **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.

**Chúng tôi cho rằng KQKD VNM có thể tiếp tục giảm trong Q4/2021** trước khi bước sang chu kỳ tăng trưởng từ Q1/2022, **chúng tôi cho rằng các rủi ro này đã phần lớn được phản ánh vào giá cổ phiếu hiện tại** vì giá thị trường hiện tại tương đương P/E dự phóng cho 2021F và 2022F lần lượt là 18.9x và 17.0x, đều thấp hơn trung bình khu vực và lịch sử giao dịch của VNM.



Tên công ty	Mã Bloomberg	Quốc gia	Vốn hóa (triệu \$)	Biên LN gộp Q3/2021	ROA TTM	ROE TTM	Nợ vay/VCSH	P/E dự phóng 2021	P/E dự phóng 2022	Tỷ suất cổ tức TTM
INNER MONGOLIA YILI	600887 CH	CHINA	41,584	35.9%	11.3%	28.4%	0.57	28.2	24.0	2.0%
CHINA MENGNIU DAIRY	2319 HK	HONG KONG	22,771	NA	6.1%	16.4%	0.59	27.6	23.0	0.7%
HENAN SHUANGHUI	000895 CH	CHINA	16,719	20.3%	13.2%	20.7%	0.31	20.0	16.7	5.5%
WANT WANT HOLDINGS	151 HK	CHINA	10,784	39.1%	14.4%	29.5%	0.55	16.2	15.4	2.5%
NISSIN FOODS HOLDINGS	2897 JP	JAPAN	7,998	34.5%	5.7%	9.6%	0.11	27.5	25.6	1.6%
NESTLE BERHAD	NESZ MK	MALAYSIA	7,308	34.5%	20.6%	96.1%	0.43	51.1	50.8	1.8%
INDOFOOD CBP SUKSES MAKMUR T	ICBP IJ	INDONESIA	7,034	35.4%	7.3%	25.8%	0.60	15.5	14.0	2.5%
UNIVERSAL ROBINA	URC PM	PHILIPPINES	5,665	27.8%	7.7%	14.8%	0.19	24.2	23.5	2.6%
TOYO SUISAN KAISHA	2875 JP	JAPAN	4,835	24.4%	6.0%	7.7%	0.01	20.2	18.7	1.8%
NISSHIN SEIFUN GROUP	2002 JP	JAPAN	4,484	22.1%	2.9%	4.7%	0.16	22.5	21.3	2.3%
NH FOODS	2282 JP	JAPAN	3,738	17.1%	4.0%	7.6%	0.45	13.4	12.9	2.3%
BRIGHT DAIRY & FOOD	600597 CH	CHINA	3,134	21.2%	3.1%	10.2%	0.38	26.7	23.6	1.1%
<b>Trung bình</b>				<b>28.4%</b>	<b>8.5%</b>	<b>22.6%</b>	<b>0.36</b>	<b>24.4</b>	<b>22.5</b>	<b>2.2%</b>
<b>VINAMILK</b>	<b>VNM VN</b>	<b>VIETNAM</b>	<b>7,798</b>	<b>42.9%</b>	<b>20.5%</b>	<b>31.2%</b>	<b>0.27</b>	<b>17.8</b>	<b>16.9</b>	<b>4.2%</b>

Nguồn: Bloomberg, FiinGroup, YSVN

We Create Fortune

**Vừa có tiềm năng tăng trưởng, vừa ít chịu nhiều rủi ro về lạm phát trong 2022.**

Với đặc trưng là ngành hàng tiêu dùng với thị phần dẫn đầu tại Việt Nam, VNM là sẽ cổ phiếu vừa có tiềm năng tăng trưởng và vừa ít chịu nhiều rủi ro về lạm phát trong 2022. Với thị phần dẫn đầu ngành hàng tiêu dùng tại Việt Nam, chúng tôi cho rằng VNM sẽ có lợi thế để giá bán phù hợp theo mức lạm phát chung. Ngoài ra, với mức chia cổ tức tiền mặt thường xuyên 40-50%/cổ phiếu, tương đương tỷ suất cổ tức trên mức giá CP hiện tại là 5-6%/năm, chúng tôi đánh giá là khá an toàn so với rủi ro lạm phát vượt quá 4%, chưa bao gồm tiềm năng tăng trưởng doanh nghiệp và giá cổ phiếu.

### Dự phóng và 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

Tinh 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%
<b>Chi phí sử dụng vốn cổ phần</b>	<b>8.04%</b>
Chi phí sử dụng nợ	9.00%
Nợ/(Vốn+Nợ)	6%
Vốn/(Vốn+Nợ)	94%
Thuế	20%
<b>WACC</b>	<b>7.99%</b>
<b>Tốc độ tăng trưởng bền vững cuối kỳ</b>	<b>2.00%</b>

Dòng tiền	2019	2020	2021F	2022F
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>10,554</b>	<b>11,236</b>	<b>10,515</b>	<b>11,648</b>
Chi phí lãi vay sau thuế	90	120	82	42
<b>Lợi nhuận trước khi trừ lãi vay, sau thuế</b>	<b>10,644</b>	<b>11,355</b>	<b>10,597</b>	<b>11,690</b>
(+) Khấu hao			2,313	2,387
(-) Thay đổi Vốn lưu động (Working capital)			(1,187)	(220)
(-) Chi tiêu vốn (Capex)			1,015	1,054
<b>Dòng tiền tự do đối với công ty (FCFF)</b>		<b>11,355</b>	<b>13,081</b>	<b>13,243</b>
(-) Chi phí lãi vay sau thuế		120	82	42
(+) Vay nợ ròng			(5,165)	(587)
<b>Dòng tiền tự do đối với vốn cổ phần (FCFE)</b>			<b>7,834</b>	<b>12,614</b>
<b>Hiện giá của FCFE</b>			<b>7,816</b>	<b>11,648</b>

FCFE	2021F	2022F
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>96,228</b>	
EPS dự phóng	4,531	5,019
Tương đương P/E dự phóng	21.2	19.2

FCFF	2021F	2022F
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>109,166</b>	
EPS dự phóng	4,531	5,019
Tương đương P/E dự phóng	24.1	21.8



We Create **Fortune**

### Phương pháp định giá so sánh P/E

Cổ phiếu VNM đang giao dịch xung quanh mức P/E TTM 17.0x tương đương mức trung bình 6 năm – 1 độ lệch chuẩn (SD). Với dự phóng KQKD tăng trưởng từ 2022, chúng tôi sẽ dùng mức P/E 20.x lần, ngang mức trung bình 6 năm của VNM để định giá, chúng tôi tin rằng mức P/E 20.x lần khá hợp lý khi các cổ phiếu cùng ngành trong khu vực đang giao dịch tại mức P/E dự phóng 2021 là 24.4x lần.

P/E	2021F	2022F
EPS	4,531	5,019
P/E	20.0	18.1
Giá mục tiêu	90,612	

Theo đó, mức giá định giá theo phương pháp P/E là 90,612 VND/CP, tương đương mức P/E dự phóng cho 2022 là 18.1x lần, vẫn thấp hơn rất nhiều so với mức trung bình của khu vực là 24.4x 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 96,655 VNĐ/CP, chưa bao gồm cổ tức tiền mặt dự phóng cho 2021 là 3,600 VNĐ/CP. Do đó, tổng mức dự phóng cho VNM là 100,255 VNĐ/CP, tương ứng tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng +16.58% so với giá đóng cửa ngày 24/12/2021.**





We Create Fortune

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VNĐ	2020	2021F	2022F
<b>Bảng CĐKT</b>			
+ Tiền mặt	2,111	2,371	15,446
+ Đầu tư tài chính ngắn hạn	17,314	17,314	17,314
+ Phải thu ngắn hạn	5,187	5,427	5,659
+ Hàng tồn kho	4,905	5,458	5,664
+ Tài sản ngắn hạn khác	148	158	165
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>29,666</b>	<b>30,727</b>	<b>44,248</b>
+ Phải thu dài hạn	20	23	24
+ TSCĐ	13,914	12,497	11,046
+ Tài sản dở dang dài hạn	1,063	1,181	1,300
+ Đầu tư dài hạn	973	973	973
+ Tài sản dài hạn khác	2,797	3,282	3,422
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>18,767</b>	<b>17,957</b>	<b>16,766</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>48,432</b>	<b>47,237</b>	<b>57,833</b>
+ Nợ ngắn hạn	14,213	10,961	10,956
Trong đó: Nợ ngắn hạn	7,317	2,077	1,406
+ Nợ dài hạn	573	689	807
Trong đó: Nợ dài hạn	167	242	327
<b>Tổng nợ</b>	<b>14,785</b>	<b>11,650</b>	<b>11,763</b>
+ Vốn góp	20,900	20,900	20,900
+ Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-
+ Lợi nhuận chưa phân phối	6,910	7,798	17,116
+ Vốn/quỹ khác	3,286	4,338	5,502
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>33,647</b>	<b>35,587</b>	<b>46,070</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>48,433</b>	<b>47,237</b>	<b>57,833</b>
<b>Dòng tiền</b>			
Dòng tiền từ HĐKD	10,180	14,271	14,687
Dòng tiền từ HĐĐT	-4,802	-1,364	-1,058
Dòng tiền từ HĐTC	-5,927	-12,647	-553
Lưu chuyển tiền thuần	(548)	260	13,075
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	2,665	2,111	2,371
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2,111	2,371	15,446
<b>Chỉ số thanh khoản</b>			
Hệ số thanh toán hiện hành	2.09	2.80	4.04
Hệ số thanh toán nhanh	1.74	2.31	3.52
Chỉ số tiền mặt	0.15	0.22	1.41
Nợ ròng/EBITDA	0.52	0.17	0.12
Chỉ số bao lãi	85.27	115.29	245.73
Số ngày phải thu	30	32	31
Số ngày phải trả	71	86	85
Số ngày tồn kho	56	56	55
<b>Cấu trúc vốn</b>			
VCSH/TTS	0.69	0.75	0.80
Nợ/TTS	0.31	0.25	0.20
Nợ/VCSH	0.44	0.33	0.26
Nợ vay/VCSH	0.22	0.07	0.04
Nợ ngắn hạn/VCSH	0.22	0.06	0.03

Tỷ VNĐ	2020	2021F	2022F
<b>Báo cáo KQKD</b>			
Doanh thu thuần	59,636	59,912	64,763
GVHB	-31,968	-34,010	-36,915
Lãi gộp	27,669	25,902	27,848
Thu nhập tài chính	1,581	1,498	1,619
Chi phí tài chính	(309)	(196)	(101)
Thu nhập từ công ty liên kết	4	0	0
Chi phí bán hàng	-13,447	-12,931	-13,600
Chi phí quản lý	-1,958	-1,669	-1,804
Lợi nhuận từ HĐKD	41,208	38,506	41,810
Thu nhập ròng khác	(21)	0	0
LNNT	13,519	12,604	13,961
LNST	11,236	10,515	11,648
LNST thuộc về CĐ Cty mẹ	9,968	9,463	10,483
Lợi ích của CĐ thiểu số	137	105	116
<b>Chỉ số tài chính</b>			
EPS cơ bản (VNĐ)	4,772	4,531	5,019
GTSS/cp (VNĐ)	16,099	17,028	22,043
Cổ tức (VNĐ/cp)	1,500	1,501	1,502
EBIT	12,263	11,302	12,444
EBITDA	14,472	13,615	14,830
<b>Tăng trưởng</b>			
Doanh thu	5.89%	0.46%	8.10%
EBITDA	2.42%	-5.92%	8.93%
EBIT	0.66%	-7.83%	10.10%
Lãi ròng	4.50%	-5.06%	10.77%
VCSH	13.17%	5.76%	29.46%
Vốn điều lệ	20.00%	0.00%	0.00%
Tổng tài sản	8.35%	-2.47%	22.43%
<b>Định giá</b>			
P/E	0	21.3	19.3
P/B	0	6.3	4.8
P/Doanh thu	0	3.4	3.1
Tỷ suất cổ tức	30.00%	10.00%	30.00%
EV/EBITDA	14.0	14.8	13.6
EV/Doanh thu	3.4	3.4	3.1
<b>Biên lợi nhuận</b>			
Biên lãi gộp	46.40%	43.23%	43.00%
Biên LN từ HĐKD	20.56%	18.86%	19.21%
Biên lãi ròng	18.84%	17.55%	17.98%
Chi phí bán hàng/DT thuần	22.55%	21.58%	21.00%
Chi phí quản lý/DT thuần	3.28%	2.79%	2.79%
ROE	31.45%	27.34%	25.68%
ROA	24.13%	21.98%	22.17%
ROIC	16.04%	13.58%	12.67%



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