



CTCP Tập đoàn Dabaco Việt Nam (HOSE: DBC)

Báo cáo cập nhật

Khuyến nghị

Ngày: 04/11/2021

Giá mục tiêu (VND) **77,828**

Giá đóng cửa (VND) 59,700

Tỷ suất sinh lời kỳ vọng **+30%**

Ngành Nuôi trồng nông & hải sản

DỮ LIỆU CỔ PHIẾU

Vốn hóa thị trường (tỷ đồng): 6,857

SLCP lưu hành: 115,239,430

SLCP niêm yết: 115,239,430

Sở hữu nhà nước: 0%

Sở hữu nước ngoài: 2.64%

P/E (TTM): 7.0x

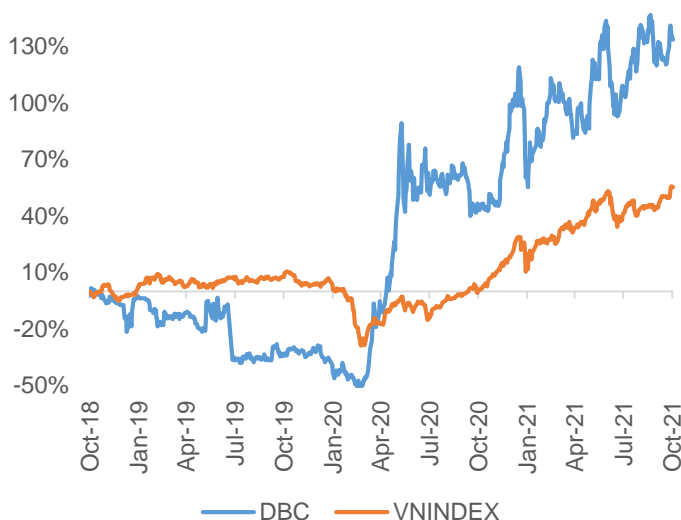
P/B (TTM): 1.4x

ROE (%): 21.6%

ROA (%): 9.35%

Tỷ suất cổ tức: 3%

DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU VÀ VN-INDEX



Kỳ vọng hồi phục trong quý 4/2021

DBC công bố KQKD Q3/2021 chưa khởi sắc do tình hình COVID kéo dài sang hết Quý 3 ở Việt Nam và các nước khiến: 1) Giá heo trong nước tiếp tục giảm do giãn các xã hội gây khó khăn cho đầu ra; 2) chi phí nguyên liệu thức ăn chăn nuôi duy trì mức cao do hiện tượng tắc nghẽn chuỗi cung ứng gây thiếu nguyên liệu và chi phí vận tải duy trì ở mức cao.

Giá heo hơi đã tăng trở lại từ đầu tháng 11 lên trên mốc 50,000 đồng/kg và kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng tới ít nhất Q1/2022. Dịch tả lợn châu Phi đang bùng phát trở lại ở các tỉnh thành từ tháng 9.

Chính phủ đưa ra các phương án giảm giá thức ăn chăn nuôi trong ngắn hạn như giảm thuế đối với nhập khẩu nguyên liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi.

Dự án Lotus Central đã bán được khoảng 95% sản phẩm và đang bàn giao cho khách hàng, kỳ vọng sẽ đóng góp vào KQKD Q4.

Kết quả công bố thử nghiệm tiêm vaccine dịch tả lợn châu Phi của DBC sắp tới sẽ là thông tin hỗ trợ giá cổ phiếu.

Điều chỉnh giảm dự phóng cho 2021 và giá mục tiêu cổ phiếu điều chỉnh giảm 9.41% so với định giá gần nhất xuống còn 77,828 đồng/cổ phiếu.

Rủi ro đối với dự phóng

- (1) Tình hình COVID diễn biến phức tạp hơn dự đoán.
- (2) Rủi ro khí hậu bất lợi tại các nước chính trồng các cây nguyên liệu cho TACN: Mỹ, Brazil, Ấn Độ, Argentina, Australia.
- (3) Tình trạng tái đàn heo đột biến.

Chuyên viên phân tích:

Khổng Hữu Hiệp

+84 28 3622 6868 ext 3912

hiep.khong@yuantan.com.vn

Bloomberg code: YUTA

We Create Fortune

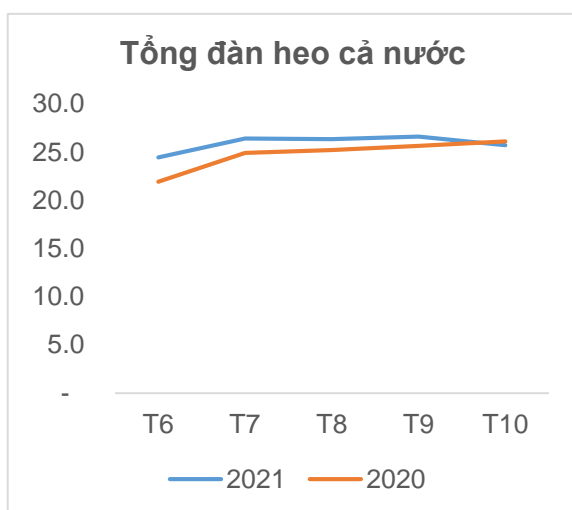
DBC công bố KQKD Q3/2021 chưa khởi sắc

Q3/2021 DBC ghi nhận doanh thu thuần đạt 2,682 tỷ đồng (+5.2% YoY). Trong đó, doanh thu từ chuỗi 3F đạt 2,185 tỷ đồng (-2.4% YoY), chủ yếu do giá heo tiếp tục giảm khoảng 30% trong Q3 từ mức khoảng 60,000 đồng/kg xuống mức 40,000 đồng/kg cuối tháng 9. Doanh thu từ chuỗi HORECA đạt 101 tỷ đồng (-64.7% YoY) do ảnh hưởng bởi COVID. Doanh thu từ BĐS và xây dựng đạt 396 tỷ đồng (+1,437.6% YoY) do DBC đã bắt đầu bàn giao dần dự án Lotus Central từ tháng 9 sau khi trì hoãn do COVID. LNST đạt 138 tỷ đồng (-64.3% YoY) chủ yếu do biên lợi nhuận gộp giảm xuống mức 14.3% (so với mức 26.6% cùng kỳ). Chúng tôi cho rằng biên lãi gộp quý 3 giảm do: 1) giá heo hơi giảm; 2) chi phí nguyên liệu thức ăn chăn nuôi vẫn duy trì ở mức cao do hiện tượng tắc nghẽn chuỗi cung ứng gây thiếu nguyên liệu và chi phí vận tải vẫn ở mức cao. Chúng tôi cũng lưu ý biên lãi gộp quý 3 của mảng 3F khá tiêu cực khi chỉ ở mức 4.2% tuy nhiên nhờ biên lãi gộp mảng bất động sản và xây dựng cao (72.3%) giúp biên lợi nhuận chung không giảm quá mạnh.

Lũy kế 9T2021, DBC ghi nhận doanh thu thuần đạt 7,752 tỷ đồng (+8.3% YoY), LNST đạt 718 tỷ đồng (-36.9% YoY). Biên lợi nhuận gộp đạt 19.1%, thấp hơn so với cùng kỳ 27.5%. Chi phí lãi vay giảm mạnh 44.3% YoY. Điểm sáng là cơ cấu nguồn vốn khá tích cực, DBC tiếp tục giảm sử dụng nợ vay. Tổng vay nợ cuối quý 3 đạt 2,964 tỷ đồng (-12.9% so với đầu năm), chiếm 27.5% tổng nguồn vốn (đầu năm là 33.7%).

Giá heo hơi đã tăng trở lại từ đầu tháng 11

Giá heo hơi sau khi giảm xuống mức “đáy” khoảng 35,000 - 40,000 đồng/kg, đã hồi phục tích cực trong tuần đầu tiên của tháng 11 lên trên mốc 50,000 đồng/kg. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân là do: 1) việc nới lỏng xã hội giúp đầu ra sản phẩm thịt heo được vận chuyển tốt hơn và nhu cầu tiêu thụ hồi phục; 2) tổng đàn heo cả nước giảm mạnh xuống mức 25.7 triệu con vì người dân ngại tái đàn do lo và tiềm tàng dịch tả heo châu Phi tái bùng phát (khoảng 60,000 con heo thiêu hủy do tả châu Phi trong 3 tháng gần đây, tương đương 6 tháng đầu năm 2021); 3) giá heo Trung Quốc hồi phục tích cực lên mốc 16.5 CNY/kg (khoảng 58,600 /kg) nên một số thương lái Trung Quốc đã thu mua thịt heo kiếm lợi nhuận, ở các tỉnh khu vực phía Bắc



Chúng tôi kỳ vọng sau đà tăng nóng vừa qua, giá heo hơi có thể chững lại do người dân giải phóng hàng tồn trong thời gian giãn cách và lo ngại việc tái phát dịch tả châu Phi.

Chúng tôi cho rằng giá thịt heo sẽ quay lại mức 65,000-70,000 đồng/kg và giữ mức cao đến ít nhất Q1/2022 do 1) nhu cầu kinh tế hồi phục và cận kề Tết; 2) nguồn cung thịt heo sẽ không dư thừa trong 6 tháng tới do lo ngại dịch tả châu Phi và tổng đàn lợn đã giảm; 3) Trung Quốc sẽ duy trì mua dự trữ để hỗ trợ giá thịt heo ít nhất đến hết 2021.

Nguồn: GSO, YSVN

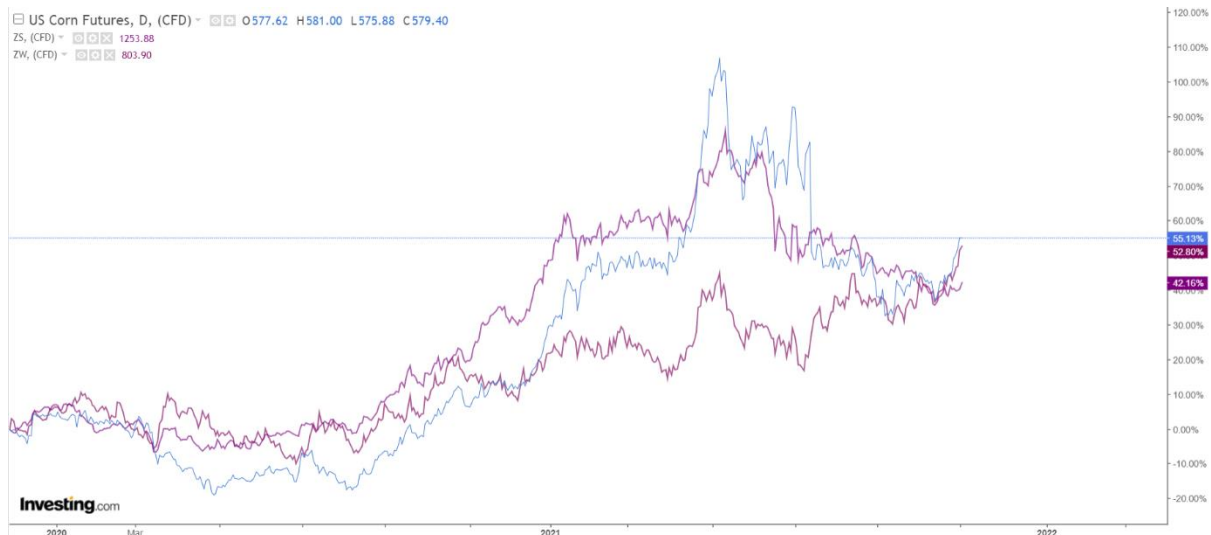


We Create Fortune

Giá thức ăn chăn nuôi kỳ vọng giảm

Trong ngắn hạn, Bộ Tài chính đã đề xuất giảm thuế nhập khẩu MFN của mặt hàng ngô từ 5% xuống 2%, giảm thuế nhập khẩu của lúa mì xuống 0%, nhằm giảm chi phí sản xuất thức ăn chăn nuôi.

Giá các loại nguyên liệu chính cho TĂCN như ngô, khô đậu đều đang tiếp tục giảm từ mức đỉnh tháng 5, chỉ có lúa mì là tiếp tục tăng giá trong quý 3 tuy nhiên, lúa mì chỉ chiếm tỷ trọng thấp (~10%) trong sản xuất TĂCN.



Nguồn: Investing, YSVN

Dự án Lotus Central kỳ vọng sẽ đóng góp tích cực vào KQKD Q4

Theo tìm hiểu, dự án Lotus Central hiện đã bán được khoảng 95% sản phẩm và đang trong quá trình bàn giao cho khách hàng. Chúng tôi kỳ vọng DBC có thể ghi nhận 90% doanh thu dự án vào KQKD Q4 và 10% còn sẽ bàn giao trong Q1/2022. Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng BĐS năm 2021 là 761 tỷ (+66.8% YoY).

Điều chỉnh giảm dự phóng 2021

Do tình hình COVID diễn biến phức tạp và cách ly xã hội kéo dài trong suốt Q3/2021 đã khiến KQKD DBC chưa thể phục hồi trong quý 3. Chúng tôi đã điều chỉnh một số yếu tố trong mô hình định giá so với Báo cáo lần đầu (ngày 13/08/2021).

Chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người của Việt Nam từ 6% xuống 3%, từ đó, mức chi tiêu cho thịt heo giảm. Số đàn heo cuối 2021 sẽ đạt 26 triệu con (giảm 1 triệu con so với báo cáo trước). Từ đó, giá heo hơi trung bình cả năm 2021 điều chỉnh giảm 1% xuống mức 66,700 đồng.

Giá các nguyên liệu đầu vào cho TĂCN trung bình cả năm 2021 điều chỉnh tăng lần lượt ngô (+71% YoY), khô đậu (+100% YoY), lúa mì (+32% YoY). Theo đó, biên lợi nhuận gộp cho cả 2021 kỳ vọng ở mức 19.8% (giảm 400bps so với báo cáo trước).

Tuy Lotus Central theo chúng tôi tìm hiểu hiện đã bán được khoảng 95%, chúng tôi thận trọng giả định 90% doanh thu sẽ được ghi nhận trong năm 2021 và 10% còn lại sẽ dời sang 2022.

We Create Fortune

Định giá

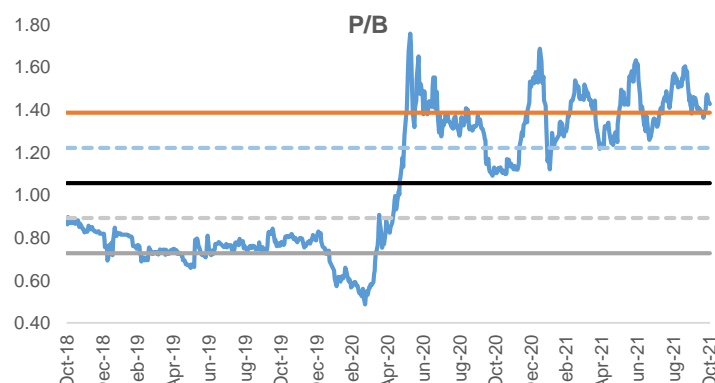
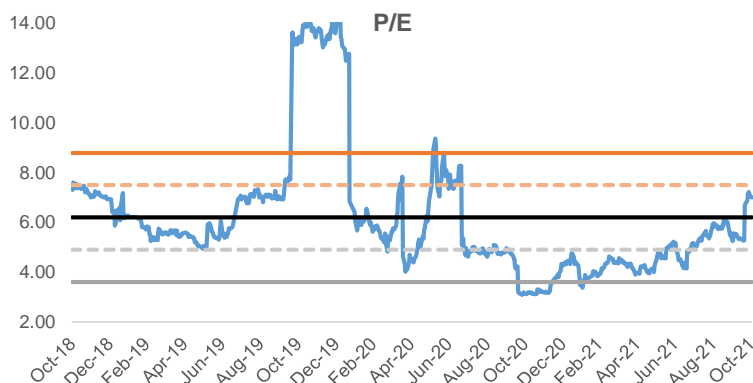
Chúng tôi tiếp tục sử dụng theo phương pháp định giá so sánh P/E và EV/EBITDA để dự phóng. Phương pháp so sánh P/B được loại ra do DBC vừa tạm ứng chia trước cổ tức tiền mặt 20% của 2022, thời gian chốt danh sách nhận cổ tức là tháng 9/2021, do đó, phương pháp so sánh P/B có thể gây sai lệch trong so sánh định giá.

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST 2021 của DBC lần lượt là 11,909 tỷ đồng (+18.8% YoY) và 1,145 tỷ đồng (-18.2% YoY), EPS dự phóng 2021F đạt 9,939 đồng/cổ phiếu và tăng trưởng 8.1% trong 2022F.

Hiện tại DBC đang được định giá gần như ở mức thấp nhất so với các công ty cùng ngành trong khu vực, trong khi các chỉ số hiệu quả kinh doanh ở mức cao hơn.

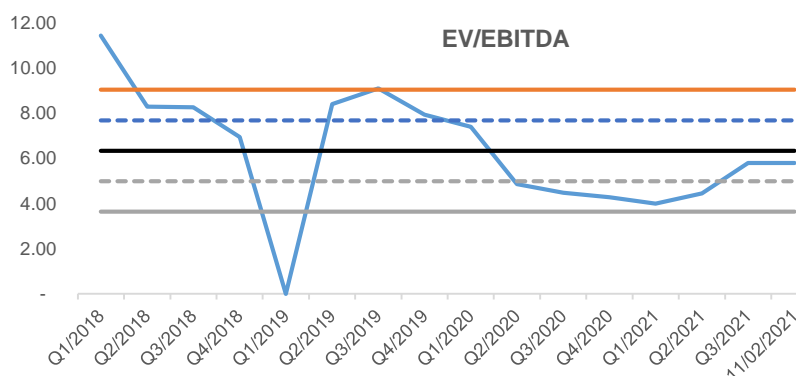
Tên công ty	Mã Bloomberg	Quốc gia	Vốn hóa (triệu \$)	Biên LN gộp 2020	ROA 2020	ROE 2020	Nợ vay/VCSH	F P/E 2021	F P/B 2021	F EV/EBITDA 2021
NEW HOPE LIUHE CO LTD-A	000876 CH	CHINA	9,997	10.6%	6.4%	17.5%	1.5	19.2	2.1	16.5
WH GROUP LTD	288 HK	HONG KONG	9,069	19.6%	4.5%	8.6%	NA	7.4	1.0	4.1
WENS FOODSTUFFS GROUP CO - A	300498 CH	CHINA	16,655	19.6%	9.3%	14.9%	1.2	48.5	3.0	16.9
THAIFOODS GROUP PCL	TFG TB	THAILAND	738	14.1%	10.3%	24.0%	1.2	12.3	2.1	7.9
JAPFA COMFEED INDONES-TBK PT	JPFA IJ	INDONESIA	1,427	20.1%	4.2%	10.2%	0.8	9.3	1.7	5.7
MUYUAN FOODSTUFF CO LTD-A	002714 CH	CHINA	47,552	60.7%	31.2%	79.5%	0.9	21.8	5.7	15.5
WELLHOPE FOODS CO LTD -A	603609 CH	CHINA	1,334	9.0%	12.0%	20.0%	0.4	11.8	1.3	8.3
Trung bình				22.0%	11.1%	24.9%	1.0	18.6	2.4	10.7
DABACO CORP	DBC VN	VIETNAM	308	25.5%	14.2%	38.7%	61.7	6.1	1.3	5.0

Nguồn: Bloomberg, YSVN



— P/E — +1SD — -1SD
— PE Trung bình — +0.5SD — -0.5SD

— DBC P/B — +1SD — -1SD
— PB Trung bình — +0.5SD — -0.5SD



— EV/EBITDA — +1SD — -1SD
— Trung bình — +0.5SD — -0.5SD

Nguồn: Bloomberg,
FiinGroup, YSVN

We Create **Fortune**

Theo đó, chúng tôi kỳ vọng mức định giá ở mức TB +0.5SD đối với PE là 7.49. Với các dự án vừa đi vào hoạt động trong 2021 và có khả năng hoàn thành trong 2022 như: Siêu thị Thuận Thành (2021), Nhà máy TẮCN Nutre Hà Tĩnh (2021), Trung tâm thương mại Lý Thái Tổ (2022), DA lợn giống Dabaco Phú Thọ giai đoạn 2 (2022), chúng tôi điều chỉnh sử dụng hệ số EV/EBITDA trung bình 3 năm là 6.33.

P/E	2021	2022
EPS	9,939	10,741
P/E	7.49	
Giá mục tiêu	74,446	

EV/EBITDA	2021	2022
EBITDA (tỷ đồng)	2,010	2,223
EV/EBITDA	6.33	
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	12,725	
Tiền mặt và tương đương	763	
Tổng nợ	3,795	
Giá trị vốn cổ phần	9,693	
Giá mục tiêu	84,108	

Chúng tôi lấy tỷ trọng theo 2 phương pháp P/E và EV/EBITDA lần lượt là 65% và 35% cho nên mức dự phóng 2021 là 77,828 VNĐ/cổ phiếu, giảm 9.41% so với mức giá mục tiêu gần nhất và tỷ suất sinh lời kỳ vọng 30.36%.



We Create Fortune

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VNĐ	2020	2021F	2022F
Bảng CĐKT			
+ Tiền mặt	233	225	449
+ Đầu tư tài chính ngắn hạn	537	537	537
+ Phải thu ngắn hạn	451	665	686
+ Hàng tồn kho	3,349	4,201	3,705
+ Tài sản ngắn hạn khác	83	261	269
Tổng tài sản ngắn hạn	4,653	5,889	5,647
+ Phải thu dài hạn	14	17	17
+ TSCĐ	4,455	4,274	4,053
+ Tài sản dở dang dài hạn	779	1,359	1,859
+ Đầu tư dài hạn	102	102	102
+ Tài sản dài hạn khác	97	109	113
Tổng tài sản dài hạn	5,448	5,861	6,145
Tổng tài sản	10,101	11,856	11,268
+ Nợ ngắn hạn	4,255	4,536	2,647
Trong đó: Nợ ngắn hạn	2,158	2,158	158
+ Nợ dài hạn	1,640	2,093	1,918
Trong đó: Nợ dài hạn	1,244	1,637	1,441
Tổng nợ	5,894	6,629	4,565
+ Vốn góp	1,048	1,152	1,268
+ Thặng dư vốn cổ phần	418	418	418
+ Lợi nhuận chưa phân phối	1,243	2,044	3,269
+ Vốn/quỹ khác	1,498	1,612	1,748
Vốn chủ sở hữu	4,207	5,227	6,704
Tổng nguồn vốn	10,101	11,856	11,268
Dòng tiền			
Dòng tiền từ HĐKD	2,169	1,097	3,339
Dòng tiền từ HĐĐT	-584	-1,432	-1,055
Dòng tiền từ HĐTC	-1,518	328	-2,060
Lưu chuyển tiền thuần	67	(7)	224
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	165	233	225
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	233	225	449
Chỉ số thanh khoản			
Hệ số thanh toán hiện hành	1.09	1.30	2.13
Hệ số thanh toán nhanh	0.31	0.37	0.73
Chỉ số tiền mặt	0.05	0.05	0.17
Nợ ròng/EBITDA	1.48	1.89	0.72
Chỉ số bao lãi	5.93	5.58	7.86
Số ngày phải thu	16	17	23
Số ngày phải trả	74	68	82
Số ngày tồn kho	158	144	175
Cấu trúc vốn			
VCSH/TTS	0.42	0.44	0.59
Nợ/TTS	0.58	0.56	0.41
Nợ/VCSH	1.40	1.27	0.68
Nợ vay/VCSH	0.81	0.73	0.24
Nợ ngắn hạn/VCSH	0.51	0.41	0.02

Tỷ VNĐ	2020	2021F	2022F
Báo cáo KQKD			
Doanh thu thuần	10,022	11,909	10,723
GVHB	-7,464	-9,547	-8,257
Lãi gộp	2,558	2,362	2,466
Thu nhập tài chính	30	36	32
Chi phí tài chính	(320)	(270)	(216)
Thu nhập từ công ty liên kết	1	0	0
Chi phí bán hàng	-380	-452	-407
Chi phí quản lý	-339	-403	-363
Lợi nhuận từ HĐKD	4,107	3,635	3,979
Thu nhập ròng khác	5	0	0
LNST	1,554	1,273	1,513
LNST thuộc về CĐ Cty mẹ	1,400	1,145	1,362
Lợi ích của CĐ thiểu số	0	0	0
EPS cơ bản (VNĐ)	13,366	9,939	10,741
GTSS/cp (VNĐ)	40,157	45,354	52,882
Cổ tức (VNĐ/cp)	1,500	1,501	1,502
EBIT	1,838	1,507	1,696
EBITDA	2,304	2,010	2,223
Tăng trưởng			
Doanh thu	39.45%	18.83%	-9.96%
EBITDA	151.14%	-12.75%	10.59%
EBIT	203.78%	-18.02%	12.59%
Lãi ròng	358.92%	-18.20%	18.87%
VCSH	39.03%	24.24%	28.26%
Vốn điều lệ	15.00%	10.00%	10.00%
Tổng tài sản	5.31%	17.37%	-4.95%
Định giá			
P/E	0	7.9	7.3
P/B	0	1.7	1.5
P/Doanh thu	0	0.8	0.9
Tỷ suất cổ tức	30.00%	10.00%	30.00%
EV/EBITDA	3.6	4.5	4.5
EV/Doanh thu	0.8	0.8	0.9
	0	7.9	7.3
Chỉ số lợi nhuận			
Biên lãi gộp	25.52%	19.83%	23.00%
Biên LN từ HĐKD	18.34%	12.65%	15.82%
Biên lãi ròng	13.97%	9.62%	12.70%
Chi phí bán hàng/DT thuần	3.80%	3.80%	3.80%
Chi phí quản lý/DT thuần	3.38%	3.38%	3.38%
ROE	38.72%	24.28%	22.83%
ROA	14.22%	10.43%	11.78%
ROIC	19.34%	12.47%	11.34%



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@yuantan.com.vn

Lý Thị Hiền

Trưởng phòng NC-PT

+84 28 3622 6868 ext 3908

hien.ly@yuantan.com.vn

Quách Đức Khánh

Phó Phòng NC-PT

+84 28 3622 6868 ext 3833

khánh.quach@yuantan.com.vn

Khổng Hữu Hiệp

Chuyên viên phân tích cao cấp

+84 28 3622 6868 ext 3912

hiep.khong@yuantan.com.vn

Nguyễn Trịnh Ngọc Hồng

Chuyên viên phân tích cao cấp

+84 28 3622 6868 ext 3832

hong.nguyen@yuantan.com.vn

Phạm Tấn Phát

Chuyên viên phân tích cao cấp

+84 28 3622 6868 ext 3880

phat.pham@yuantan.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng cá nhân

Phạm Đức Thành

Giám đốc Khu vực Miền Bắc

+84 28 3622 6868 ext 3416

thanh.pham@yuantan.com.vn

Võ Thị Thu Thủy

Giám đốc chi nhánh Bình Dương

+84 28 3622 6868 ext 3505

thuy.vo@yuantan.com.vn

Lương Kỳ Ty

Giám đốc chi nhánh Chợ Lớn

+84 28 3622 6868 ext 3653

ty.luong@yuantan.com.vn

Bùi Quốc Phong

Giám đốc chi nhánh Đồng Nai

+84 28 3622 6868 ext 3701

phong.bui@yuantan.com.vn

Võ Đình Tuấn

Giám đốc chi nhánh Đà Nẵng

+84 28 3622 6868 ext 3301

tuan.vo@yuantan.com.vn

Nguyễn Việt Quang

Giám đốc chi nhánh Hà Nội

+84 28 3622 6868 ext 3404

quang.nguyen@yuantan.com.vn

Đinh Thị Thu Cúc

Giám đốc chi nhánh Vũng Tàu

+84 28 3622 6868 ext 3203

cuc.dinh@yuantan.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-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