

Khuyến nghị: MUA

Giá đóng cửa (15/05/2024): 8,480 VND

Giá mục tiêu: 10,438 VND

Sàn: HOSE - Ngành: Tài chính đặc biệt (ICB: L4)

DỮ LIỆU CỔ PHIẾU

Vốn hóa thị trường (tỷ đồng):	4,508
SLCP lưu hành (cp):	533,467,622
SLCP niêm yết (cp):	533,467,622
Sở hữu nhà nước:	0%
Sở hữu nước ngoài:	2%
P/E (lần):	67.6
P/B (lần):	0.3
ROE:	0.1%
ROA:	0.03%
Tỷ suất cổ tức:	0.0%

Biến động giá của cổ phiếu BCG so với VN-Index



BDS phục hồi và BCG Energy vượt kỳ vọng

Cập nhật KQKD Q1/2024 của BCG: BCG ghi nhận KQKD Q1/2024 với doanh thu thuần 985 tỷ đồng (+41% YoY) và LNST 98 tỷ đồng, hơn 11 lần cùng kỳ, hoàn thành lần lượt 16% và 10% kế hoạch 2024. Doanh thu tăng trưởng mạnh chủ yếu ở các mảng BCG Land, Financial và Energy, ngược lại mảng xây dựng TCD và Nguyễn Hoàn chưa kịp hồi phục trong Q1 này.

Mảng BDS đã có những tín hiệu hồi phục tích cực đầu tiên, doanh thu Q1 đạt 210 tỷ đồng, gấp 24 lần cùng kỳ nhờ BCG đã có sự chuẩn bị cho kịch bản thị trường hồi phục tốt hơn trong 2024 nên có thể bắt đầu chào bán và bàn giao các sản phẩm khi thị trường hồi phục.

Mảng xây dựng TCD tái cơ cấu theo mô hình Tập đoàn. Doanh thu thuần Q1/2024 đạt 241 tỷ đồng (-23% YoY) chưa kịp hồi phục trong Q1 nhưng chúng tôi kỳ vọng KQKD TCD sẽ hồi phục nhanh trong các quý tới. BCG cho biết TCD sẽ tái cấu trúc dần sang mô hình Tập đoàn để tạo một hệ sinh thái riêng trong mảng xây dựng, chiến lược sắp tới là đẩy nhanh theo hướng M&A các công ty lĩnh vực vật liệu xây dựng.

Mảng năng lượng tích cực hơn so với kỳ vọng, doanh thu BCG Energy Q1/2024 đạt 320 tỷ đồng (+31% YoY), là yếu tố tiếp theo thúc đẩy KQKD của BCG. Sản lượng điện tăng trưởng tích cực đạt 190 triệu kWh (+39% YoY) nhờ: 1) việc đầu nối thêm dự án điện Phù Mỹ (tổng sản lượng 3 nhà máy điện Phù Mỹ đạt 120 triệu kWh, +76% YoY); 2) thời tiết El Nino có tác động lớn, ở mức kỷ lục nhiều năm; 3) tỷ giá tăng khoảng 4% YoY và một số hợp đồng bán điện được neo theo USD. **Ngoài ra, BCG Energy sẽ tập trung đầu tư mảng điện rác** thông qua con đường M&A các dự án, doanh nghiệp đã có giấy phép vận hành.

Mảng Tài chính, tiếp nối tăng trưởng tích cực, doanh thu Q1/2024 đạt 186 tỷ đồng (+136% YoY), đóng góp chủ yếu bởi Bảo hiểm AAA. Theo BCG, thị phần bảo hiểm phi nhân thọ trong nước của AAA từ vị trí thứ 27 năm 2021 nay đã lọt top 15 thị trường. Doanh thu 2024 của AAA kỳ vọng sẽ đạt tối thiểu 1,000 tỷ đồng, gấp 2.7 lần 2023.

Mảng bảo hiểm: Doanh thu thuần bảo hiểm AAA tăng trưởng tích cực 117% YoY trong Q4/2023. LNST đạt 34.3 tỷ đồng, hồi phục mạnh từ mức lỗ ròng 15 tỷ đồng cùng kỳ, khá tích cực trong bối cảnh tổng lợi nhuận các công ty bảo hiểm niêm yết trên sàn chỉ tăng 5% YoY trong Q4/2023.

Niêm yết BCG Energy, BCG cho biết đang thực hiện những bước cuối cùng để đưa cổ phiếu BCG Energy lên giao dịch trên sàn UPCOM vào tháng 6 năm nay. Đây sẽ là thông tin hỗ trợ giá cổ phiếu do mảng năng lượng đang cho thấy KQKD vượt kỳ vọng của chúng tôi.

Quan điểm đầu tư

Mức giá mục tiêu cho cổ phiếu BCG là 10,438 đồng/cp, tương ứng với tiềm năng tăng giá là 23.1%, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu BCG. Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống 6.4% so với báo cáo gần nhất ngày 29/02/2024 do chúng tôi giảm định giá mảng BDS khoảng 10% chủ yếu là do quan điểm thận trọng của chúng tôi đối với thị trường BDS và các rủi ro về lãi suất nhìn từ rủi ro tỷ giá.

Chuyên viên phân tích:

Khổng Hữu Hiệp

+84 28 3622 6868 ext 3912

hiep.khong@yuantan.com.vn

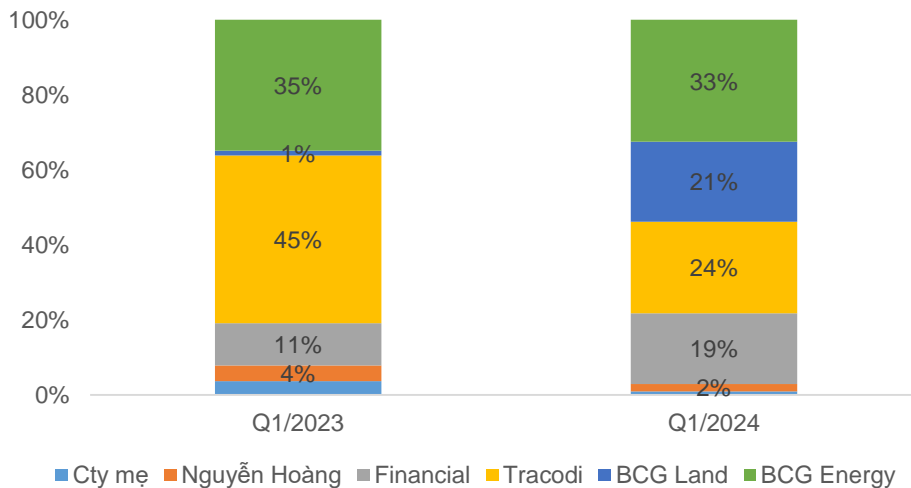
Bloomberg code: YUTA

Cập nhật KQKD hợp nhất Q1/2024

BCG ghi nhận KQKD Q1/2024 với doanh thu thuần 985 tỷ đồng (+41% YoY) và LNST 98 tỷ đồng, hơn 11 lần cùng kỳ, hoàn thành lần lượt 16% và 10% kế hoạch 2024. Doanh thu tăng trưởng mạnh chủ yếu ở các mảng BCG Land, Financial và Energy, ngược lại mảng xây dựng TCD và Nguyễn Hoàn chưa kịp hồi phục trong Q1 này.

Biên lợi nhuận gộp Q1 đạt 27.6%, cải thiện 240bps QoQ nhưng vẫn thấp hơn 80bps YoY. Ngoài ra, lợi nhuận tăng mạnh còn nhờ thu nhập khác ròng đạt 43 tỷ đồng, gấp 19 lần cùng kỳ và chi phí tài chính giảm 25% YoY, do lãi suất giảm và nợ vay giảm. Cuối Q1/2024, tổng nợ vay của BCG ở mức 12,127 tỷ đồng (-19% YoY), đây tiếp tục là điểm tích cực trong cơ cấu tài chính của Tập đoàn, tỷ lệ Vay nợ/VCSH giảm xuống mức 0.7x.

Cơ cấu doanh thu Q1/2024



Nguồn: BCG, YSVN

KQKD các mảng, cập nhật thông tin ĐHCĐ 2024 và triển vọng

Mảng BĐS đã có những tín hiệu hồi phục tích cực đầu tiên, doanh thu Q1 đạt 210 tỷ đồng, gấp 24 lần cùng kỳ nhờ BCG đã có sự chuẩn bị cho kịch bản thị trường hồi phục tốt hơn trong 2024 nên có thể bắt đầu chào bán và bàn giao các sản phẩm khi thị trường hồi phục. Tập đoàn đã bàn giao thêm 55 căn condotel ở dự án Radisson Blu Hội An (Malibu Hội An), 17 villas dự án King Crown Village (GĐ 1) và 61 shophouse dự án Hội An D'or (Cồn Bắp). Trong 2024, BCG dự kiến tiếp tục mở bán phần còn lại của dự án King Crown Infinity vào cuối Q2 hoặc đầu Q3/2024, dự án Radisson Blu Hội An (Malibu Hội An) sẽ tiếp tục bàn giao trong năm nay, dự án có tiến độ bán hàng khá tốt (đã bán 80%) nên BCG có kế hoạch sẽ tự khai thác 20% số căn còn lại hoặc chào bán khi dự án đã đi vào hoạt động (giá bán tốt hơn), Hội An D'or (Cồn Bắp) cũng tiếp tục được bàn giao năm nay, ngoài ra, BCG sẽ tái khởi động dự án Casa Marina Mũi Né (Capri Islands) trong 2024.

Mảng xây dựng TCD tái cơ cấu theo mô hình Tập đoàn. Doanh thu thuần Q1/2024 đạt 241 tỷ đồng (-23% YoY) chưa kịp hồi phục trong Q1 nhưng với việc BCG sẽ khởi công trở lại các dự án tạm ngưng và đẩy nhanh tiến độ bàn giao các dự án hiện tại, chúng tôi kỳ vọng KQKD TCD sẽ hồi phục nhanh trong các quý tới. Song song đó, TCD sẽ tiếp tục thực hiện các dự án cơ sở hạ tầng lớn, đã trúng thầu, như: Dự án Sân bay Phan Thiết, Dự án thành phần 4 thuộc Dự án xây dựng đường bộ Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng giai đoạn 1; Dự án đường nối Quốc lộ 3 (cũ) - đường Võ Nguyên Giáp (Hà Nội)... và tham gia đấu thầu các dự án đầu tư công mới trong 2024. BCG cho biết TCD sẽ tái cấu trúc dần sang mô hình Tập đoàn để tạo một hệ sinh thái riêng trong mảng xây dựng, chiến lược sắp tới là đẩy nhanh theo hướng M&A các công ty lĩnh vực vật liệu xây dựng.

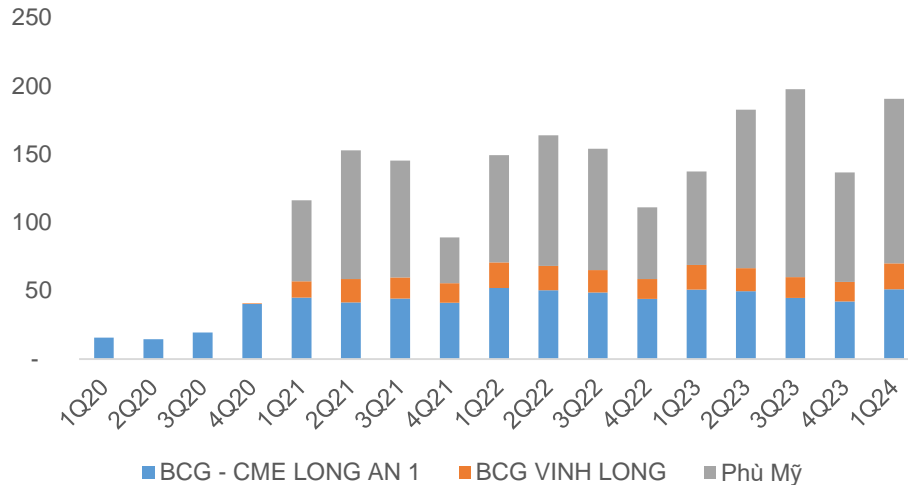
Mảng năng lượng tích cực hơn so với kỳ vọng, doanh thu BCG Energy Q1/2024 đạt 320 tỷ đồng (+31% YoY), là yếu tố tiếp theo thúc đẩy KQKD của BCG. Sản lượng điện tăng trưởng tích cực đạt 190 triệu kWh (+39% YoY) nhờ: 1) việc đầu tư thêm dự án điện Phù Mỹ (tổng sản lượng 3 nhà máy điện

Phù Mỹ đạt 120 triệu kWh, +76% YoY); 2) thời tiết El Nino có tác động lớn, ở mức kỷ lục nhiều năm; 3) tỷ giá tăng khoảng 4% YoY và một số hợp đồng bán điện được neo theo USD.

Trong năm nay, BCG sẽ tập trung hoàn thiện công tác đàm phán giá cho 02 dự án điện mặt trời, gồm Phù Mỹ (114 MW) và Krong Pa 2 (21 MW) và đặt mục tiêu hoàn thành thêm 150 MW điện mặt trời áp mái. Ngoài ra, BCG sẽ bắt đầu triển khai xây dựng 550 MW điện gió trên bờ và ngoài khơi, kỳ vọng vận hành thương mại từ 2025.

Về triển vọng dài hạn, chúng tôi kỳ vọng Quy hoạch Điện VIII sẽ tạo điều kiện cho các dự án mới của công ty sẽ sớm được triển khai. BCG cho biết theo Kế hoạch thực hiện Quy hoạch Điện VIII, công ty hiện có 8 dự án điện gió với tổng công suất lên đến 925 MW được ưu tiên triển khai.

Sản lượng điện của BCG Energy (triệu kWh)



Nguồn: BCG, YSVN

Ngoài ra, BCG Energy sẽ tập trung đầu tư mảng điện rác thông qua con đường M&A các dự án, doanh nghiệp đã có giấy phép vận hành. Dự án điện rác đầu tiên của BCG Energy ở tại huyện Củ Chi, TP.Hồ Chí Minh, sẽ khởi công vào tháng 5 này, công suất xử lý 2.000 tấn rác/ngày (tương ứng 200 MW). Dự kiến Giai đoạn 1 (40 MW) của Nhà máy sẽ đi vào vận hành trong năm 2025 và Giai đoạn 2 (130 MW) sẽ hoàn thành trong năm 2026. Đồng thời, dự án nhà máy điện rác tại Long An với công suất ban đầu 500 tấn rác/ngày (tương ứng 10 MW) dự kiến sẽ được cấp phép phê duyệt trong khoảng quý 2/2024. Chúng tôi đánh giá tích cực cho chiến lược này do vấn đề về môi trường đang trở nên cấp bách và triển vọng là rất khả quan trong dài hạn.

Ở mảng Tài chính, tiếp nối tăng trưởng tích cực, doanh thu Q1/2024 đạt 186 tỷ đồng (+136% YoY), đóng góp chủ yếu bởi Bảo hiểm AAA. Theo BCG, thị phần bảo hiểm phi nhân thọ trong nước của AAA từ vị trí thứ 27 năm 2021 nay đã lọt top 15 thị trường. Doanh thu 2024 của AAA kỳ vọng sẽ đạt tối thiểu 1,000 tỷ đồng, gấp 2.7 lần 2023. Chiến lược của AAA là sẽ chuyển dịch dần sang mảng bảo hiểm Tài sản, Kỹ thuật, Hàng hải và bảo hiểm Con người. Bên cạnh đó, BCG cũng có kế hoạch sẽ đưa cổ phiếu của AAA lên giao dịch trên sàn UPCoM.

Về tái cấu trúc bộ máy Tập đoàn, chủ tịch BCG cho biết Tập đoàn sẽ thành lập Hội đồng Chiến lược và định hướng sẽ rút dần các thành viên sáng lập tập đoàn về Hội đồng Chiến lược để tập trung cho công tác lập chiến lược và tìm kiếm các cơ hội kinh doanh mới; đồng thời, trao quyền dần cho các thế hệ lãnh đạo tiếp theo để bồi dưỡng năng lực, kinh nghiệm điều hành.

Kế hoạch năm 2024, BCG đặt mục tiêu doanh thu 6,102 tỷ đồng (+52% YoY) và LNST 952 tỷ đồng (+456% YoY). BCG không chia cổ tức 2023 mà sẽ tăng vốn bằng phương án phát hành cho cổ đông hiện hữu 10% từ nguồn vốn VCSH hiện tại. Kế hoạch cổ tức 2024 là 5% bằng tiền mặt hoặc cổ phiếu.

Về niêm yết BCG Energy, BCG cho biết đang thực hiện những bước cuối cùng để đưa cổ phiếu BCG Energy lên giao dịch trên sàn UPCOM vào tháng 6 năm nay. Đây sẽ là thông tin hỗ trợ giá cổ phiếu do mảng năng lượng đang cho thấy KQKD vượt kỳ vọng của chúng tôi.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi cho rằng năm 2024 sẽ vẫn là một năm đầy thách thức đối với BCG nhưng triển vọng là khả quan nhờ: 1) thị trường BĐS đang bắt đầu có những tín hiệu hồi phục và BCG đã nắm bắt khá tốt khi tình hình bàn giao và mở bán các dự án của BCG đã cho thấy những dấu hiệu tích cực trong Q1/2024; 2) mảng xây dựng kỳ vọng hưởng lợi theo mảng BĐS và xu hướng đầu tư công tiếp tục; 3) mảng năng lượng tích cực hơn kỳ vọng của chúng tôi nhờ việc đầu nối thêm ở các dự án năng lượng mặt trời, tác động của El Nino mạnh hơn dự báo và hưởng lợi từ tỷ giá USD/VND tăng cao.

Mức giá mục tiêu cho cổ phiếu BCG là 10,438 đồng/cp, tương ứng với tiềm năng tăng giá là 23.1%, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu BCG.

Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống 6.4% so với báo cáo gần nhất ngày 29/02/2024 do chúng tôi giảm định giá mảng BĐS khoảng 10% **chủ yếu là do quan điểm thận trọng của chúng tôi đối với thị trường BĐS do các rủi ro về lãi suất nhìn từ rủi ro tỷ giá**, chúng tôi nâng đánh giá lên khả quan hơn cho 2 dự án Hội An D'or (Cồn Bắp) và Radisson Blu Hội An trong 2024 nhưng đã dời giả định phần lớn bán hàng và bàn giao sang 2025 cho 4 dự án King Crown Infinity, Amor Riverside Villa, Casa Marina Premium, Casa Marina Mũi Né. Ngược lại, định giá mảng BCG Energy tăng 9.3% nhờ đầu nối thêm dự án điện, El Nino mạnh hơn dự báo và hưởng lợi từ tỷ giá USD/VND tăng.

Chi tiết định giá:

Các mảng kinh doanh và các khoản đầu tư	Phương pháp	Giá trị hợp lý
BDS	DCF	4,429
Năng lượng	DCF	10,303
Giá trị ròng các hợp đồng BCC	BV	9,803
Tiền và tương đương tiền	BV	422
Chứng khoán kinh doanh	BV	495
Đầu tư vào công ty liên kết	BV	2,454
Khác	BV	618
Nợ vay		(12,127)
Lợi ích cổ đông thiểu số	BV	(10,830)
Giá trị VCSH		5,569
SLCPĐLH		533,467,622
Giá trị hợp lý của mỗi cổ phần:		10,438

Rủi ro đối với khuyến nghị của chúng tôi:

Rủi ro tăng giá:

- Tiến độ pháp lý, bán hàng và bàn giao của các dự án BĐS được đẩy nhanh và thị trường BĐS hồi phục nhanh hơn dự kiến trong nửa cuối năm.
- Chính sách khuyến khích phát triển năng lượng tái tạo mới được ban hành.

Rủi ro giảm giá:

- Lãi suất điều hành tăng trở lại.
- Thị trường BĐS hồi phục chậm hơn kỳ vọng
- Rủi ro biến đổi khí hậu ảnh hưởng sản lượng điện NLTT

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VNĐ	2022	2023	1Q24
Bảng CĐKT			
+ Tiền mặt	629	757	422
+ Đầu tư tài chính ngắn hạn	511	590	1,062
+ Phải thu ngắn hạn	13,461	13,577	14,213
+ Hàng tồn kho	2,755	3,782	3,749
+ Tài sản ngắn hạn khác	406	394	500
Tổng tài sản ngắn hạn	17,762	19,099	19,947
+ Phải thu dài hạn	11,036	8,480	7,802
+ TSCĐ	8,113	9,598	10,197
+ Tài sản dở dang dài hạn	2,618	1,604	1,164
+ Đầu tư dài hạn	3,694	2,620	2,978
+ Tài sản dài hạn khác	598	577	504
Tổng tài sản dài hạn	26,059	22,880	22,645
Tổng tài sản	43,820	41,979	42,592
+ Nợ ngắn hạn	11,380	11,603	12,642
Trong đó: Nợ ngắn hạn	3,036	2,827	3,285
+ Nợ dài hạn	18,641	12,920	12,277
Trong đó: Nợ dài hạn	11,688	9,314	8,842
Tổng nợ	30,021	24,523	24,919
+ Vốn góp	5,335	5,335	5,335
+ Thặng dư vốn cổ phần	867	867	867
+ Lợi nhuận chưa phân phối	427	424	427
+ Vốn/quỹ khác	4	4	4
Vốn chủ sở hữu	13,799	17,456	17,673
Tổng nguồn vốn	43,820	41,979	42,592

Dòng tiền			
Dòng tiền từ HĐKD	-3,609	-152	-98
Dòng tiền từ HĐĐT	-4,031	608	-298
Dòng tiền từ HĐTC	7,225	-329	62
Lưu chuyển tiền thuần	(415)	127	(335)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,044	629	757
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	629	757	422

Chỉ số thanh khoản			
Hệ số thanh toán hiện hành	1.56	1.65	1.58
Hệ số thanh toán nhanh	1.32	1.32	1.28
Chỉ số tiền mặt	0.06	0.07	0.03
Nợ ròng/EBITDA	#DIV/0!	#VALUE!	41.55
Chỉ số bao lãi	0.43	0.36	0.48
Số ngày phải thu	26	26	26
Số ngày phải trả	69	69	69
Số ngày tồn kho	28	28	28

Cấu trúc vốn			
VCSH/TTS	0.31	0.42	0.41
Nợ/TTS	0.69	0.58	0.59
Nợ/VCSH	2.18	1.40	1.41
Nợ vay/VCSH	1.07	0.70	0.69
Nợ ngắn hạn/VCSH	0.22	0.16	0.19

Tỷ VNĐ	2022	2023	1Q24
Báo cáo KQKD			
Doanh thu thuần	4,531	4,012	985
GVHB	-3,212	-2,801	-709
Lãi gộp	1,320	1,211	276
Thu nhập tài chính	2,548	2,082	376
Chi phí tài chính	-2,402	-2,390	-408
Thu nhập từ công ty liên kết	0	-36	-21
Chi phí bán hàng	-216	-192	-47
Chi phí quản lý	-483	-446	-102
Lợi nhuận từ HĐKD	2,086	1,439	350
Thu nhập ròng khác	24	39	43
LNTT	790	267	117
LNST	541	188	98
LNST thuộc về CĐ Cty mẹ	350	75	14
Lợi ích của CĐ thiểu số	191	113	85
EPS cơ bản (VNĐ)	655	141	26
GTSS/cp (VNĐ)	25,867	32,722	33,129
Cổ tức (VNĐ/cp)	1,500	1,500	1,500
EBIT	620	572	127
EBITDA	1,187	1,187	292

Tăng trưởng			
Doanh thu	74.99%	-11.47%	-75.44%
EBITDA	36.00%	0.02%	-75.41%
EBIT	31.58%	-7.76%	-77.84%
Lãi ròng	-42.60%	-78.53%	-81.83%
VCSH	65.27%	26.50%	1.24%
Vốn điều lệ	79.29%	0.00%	0.00%
Tổng tài sản	15.15%	-4.20%	1.46%

Định giá			
P/E	0	0	0
P/B	0	0	0
P/Doanh thu	0	0	0
Tỷ suất cổ tức	0%	0%	0%
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0
EV/Doanh thu	0.0	0.0	0.0

Tỷ suất lợi nhuận			
Biên lãi gộp	29.12%	30.18%	28.03%
Biên LN từ HĐKD	13.69%	14.26%	12.87%
Biên lãi ròng	11.93%	4.69%	9.96%
Chi phí bán hàng/DT thuần	4.76%	4.79%	4.76%
Chi phí quản lý/DT thuần	10.67%	11.12%	10.40%
ROE	3.16%	0.48%	0.08%
ROA	1.33%	0.44%	0.23%
ROIC	1.27%	0.97%	0.24%

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.