

Việt Nam: Ngành Tiện Ích
19 October 2022
**BWE
MUA**

Giá đóng cửa ngày 19/10/2022
Giá 45.750 đồng
Giá MT 12T 70.902 đồng
Mức tăng giá MT +55,0%

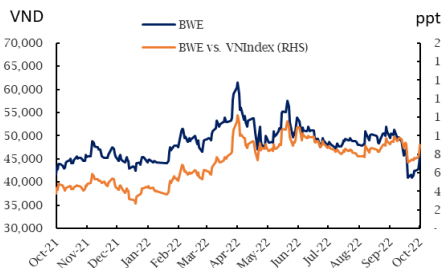
Tiêu điểm

- ▶ BWE là doanh nghiệp có năng lực cấp nước lớn thứ 3 tại Việt Nam.
- ▶ Công ty đang mở rộng địa bàn hoạt động sang các tỉnh/thành khác thông qua M&A.
- ▶ Việt Nam tiếp tục đô thị hóa, làm tăng nhu cầu sử dụng nước.

Quan điểm

- ▶ BWE hưởng lợi từ sự phát triển và đô thị hóa nhanh chóng của tỉnh Bình Dương.
- ▶ Công suất thông qua các công ty liên kết tăng thêm 200.000m³/ngày đêm.
- ▶ Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với BWE với giá mục tiêu là 70.902 đồng dựa trên phương pháp kết hợp các mô hình định giá.

Tổng quan doanh nghiệp: BWE là doanh nghiệp cấp nước lớn thứ ba tại Việt Nam với công suất thiết kế là 760.000m³/ngày đêm (tối đa là 997.000m³). Địa bàn hoạt động chính của công ty là tại tỉnh Bình Dương, nơi có tốc độ đô thị hóa nhanh nhất cả nước với tỷ lệ đô thị hóa là 83%. BWE còn vận hành hệ thống quản lý và xử lý nước thải, chất thải.

Tương quan giá CP với VN-Index


Vốn hóa thị trường	361 triệu USD
GTGD BQ 6T	660 nghìn USD
SLCP đang lưu hành	193 triệu CP
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	32,3%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	17,6%
Cổ đông lớn	67,7%
P/E 2022E	11,7x
P/B 2022E	1,9x
Sàn giao dịch	HOSE
Room ngoại còn lại (%)	31,5%

Tình hình tài chính (tỷ đồng)

Năm tài chính	2021A	2022E	2023E	2024E
Doanh thu	3.119	3.531	4.028	4.631
Lợi nhuận ròng	845	971	1.152	1.555
PATMI	755	793	990	1.404
EPS (đồng)	3.337	3.903	4.877	6.912
Tăng trưởng EPS (%)	46,1	17,0	24,9	41,7
P/E (x)	13,7	11,7	9,4	6,6
Tỷ suất cổ tức (%)	2,8	3,1	4,4	5,5
Cổ tức (đồng/CP)	1.300	1.400	2.000	2.500

Nguồn: Bloomberg, Fiiipno
Chuyên viên phân tích:
Trương Quang Bình

+84 28 3622 6868 ext 3845

Binh.truong@yuanta.com.vn
<http://yuanta.com.vn>
Bloomberg code: YUTA
CTCP Nước – Môi Trường Bình Dương (BWE)
Nơi trú ẩn an toàn khi thị trường biến động

Năng lực cấp nước lớn thứ ba tại Việt Nam. BWE có công suất thiết kế là 760.000m³/ngày đêm, nhưng công ty cho biết công suất tối đa có thể đạt đến 997.000m³/ngày đêm. Lượng công suất này đưa BWE trở thành nhà cung cấp nước lớn thứ ba tại Việt Nam, chỉ sau Sawaco (với 2,4 triệu m³) và REE (1,1 triệu m³). Ngoài ra, BWE là đơn vị cung cấp nước hiệu quả nhất cả nước xét về tỷ lệ thất thoát nước, tỷ lệ này giảm từ 5,33% (năm 2020) xuống còn 5,0% vào năm 2021, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình ngành là 17%.

Thâm nhập vào các thị trường mới thông qua M&A. BWE đã mua lại 24,65% cổ phần tại CTCP Cấp thoát nước Cần Thơ (mã cổ phiếu: CTW – Không đánh giá) và 48,86% cổ phần tại CTCP Nước Cần Thơ 2, hai công ty này đáp ứng 90% nhu cầu tiêu thụ nước tại TP. Cần Thơ, nơi được xem là trung tâm kinh tế của khu vực Đồng bằng sông Cửu Long. Sau khi mua lại, BWE quản lý thêm 200.000m³/ngày đêm. Các công ty được mua lại chủ yếu chỉ cấp nước cho mảng dân dụng, do đó vẫn còn dư địa mở rộng sang cấp nước cho mảng công nghiệp.

Đô thị hóa thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ nước trong tương lai. Chính phủ đặt mục tiêu phấn đấu đến năm 2030 sẽ có 65% dân số nông thôn được tiếp cận và sử dụng nước sạch, so với tỷ lệ hiện tại là 43,5%; và đến năm 2025 sẽ có 100% dân cư đô thị được tiếp cận với nguồn nước sạch, tăng so với mức hiện tại là 90%. Theo Hội Cấp thoát nước Việt Nam (VWSA), năng lực cấp nước cho dân cư đô thị được kỳ vọng sẽ tăng từ 10,9 triệu m³/ngày đêm (năm 2019) lên đạt 20 triệu m³/ngày đêm vào năm 2030.

Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu cổ phiếu BWE với khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu của chúng tôi là 70.902 đồng/CP, được ước tính dựa trên phương pháp kết hợp giá mục tiêu của mô hình định giá FCFF và so sánh P/E lũy kế với tỷ trọng 70:30. Dự báo EPS năm 2023E và 2024E của chúng tôi cao hơn 15% so với các bên. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với tổng mức sinh lời của cổ đông trong 12T là 59,4%. Với mức giá hiện tại, BWE đang giao dịch tương ứng với P/E 2023E là 9,4x.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

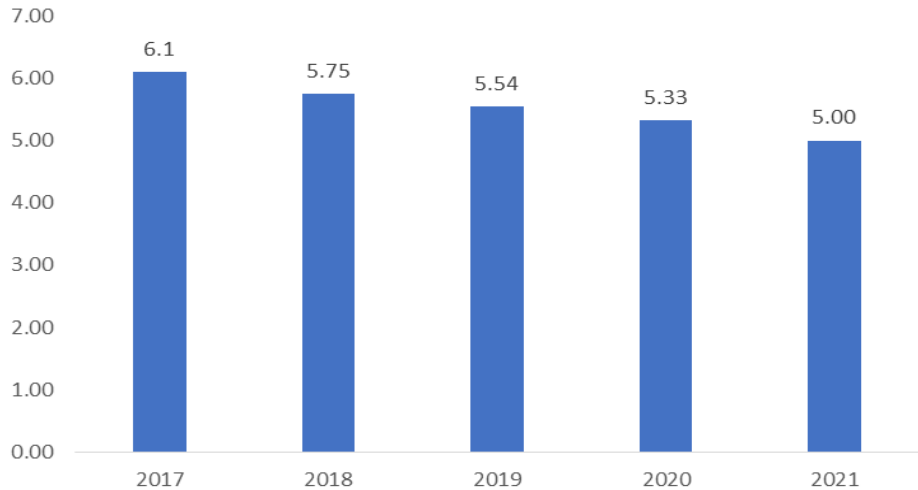
Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

BWE: Vị thế vững chắc trong ngành

BWE và cổ đông lớn nhất của công ty – TDM – là 2 đơn vị cấp nước duy nhất tại tỉnh Bình Dương. BWE có thể cung cấp đến 760.000m³/ngày đêm và với lượng công suất này giúp BWE trở thành công ty cung cấp nước lớn thứ 3 tại Việt Nam, chỉ sau Sawaco (2,4 triệu m³) và REE (1,1 triệu m³).

Vào năm 2021, doanh thu cấp nước chiếm 63% tổng doanh thu và chiếm 71% tổng LNTT. BWE là đơn vị cung cấp nước hiệu quả nhất tại Việt Nam với tỷ lệ thất thoát nước của năm 2021 là 5%, giảm so với mức 5,33% của năm 2020. Tỷ lệ này thấp hơn đáng kể so với mức trung bình ngành là 17%.

Biểu đồ.1: BWE là đơn vị cung cấp nước hiệu quả nhất trong ngành

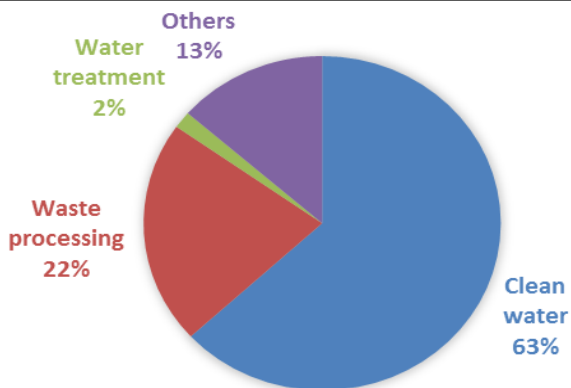


Nguồn: BWE

Mảng xử lý rác thải có tỷ trọng đóng góp lớn thứ hai vào doanh thu của BWE. Xử lý rác thải chiếm 22% tổng doanh thu năm 2021, nhưng chỉ chiếm 7% tổng LNTT. BWE đã xử lý 885.000 tấn rác thải trong năm 2021, tương ứng trung bình xử lý khoảng 2.425 tấn/ngày. Lượng rác thải này giúp tạo ra 5MW điện và 840 tấn phân bón hữu cơ sinh học (phân Compost)/ngày.

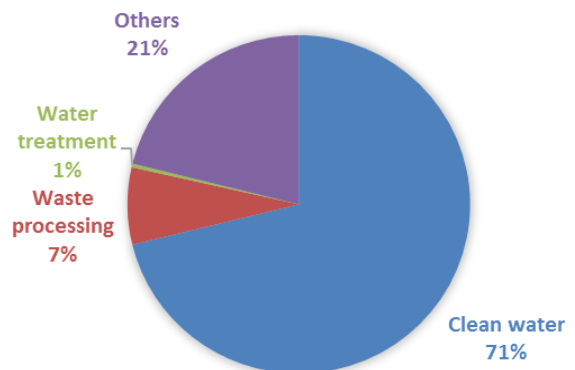
Mảng xử lý nước thải có nhiều dự địa tăng trưởng. Hiện tại, mảng này chỉ đóng góp 2% vào tổng doanh thu và 1% vào tổng LNTT (vào thời điểm cuối năm 2021). Công suất xử lý nước thải đạt 69.650m³/ngày đêm tính đến năm 2021. Tuy nhiên, BWE đã mở rộng công suất lên thêm 25%, tương ứng xử lý được 87.450m³ nước thải/ngày đêm trong năm 2022 do công ty nâng gấp đôi công suất xử lý tại nhà máy Thủ Dầu Một lên 35.000m³/ngày đêm.

Biểu đồ. 2: Cơ cấu doanh thu 2022F



Nguồn: BWE

Biểu đồ.3: Cơ cấu LNTT 2022F



Nguồn: BWE

Ngành cấp nước: nhiều dư địa tăng trưởng

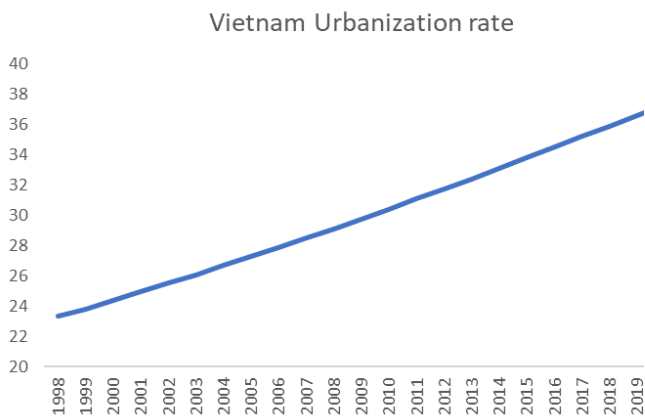
Ngành cấp nước tại Việt Nam vẫn còn dư địa tăng trưởng trong dài hạn. Việt Nam có hơn 3.500 con sông dài hơn 10.000km, tỏa ra khắp 16 lưu vực sông lớn. Ngoài ra, lượng mưa trung bình đạt khoảng 2.000mm/năm. Đồng nghĩa với việc Việt Nam có nguồn nước rất dồi dào để có thể xử lý và sản xuất ra nước sạch.

Mở rộng công suất cấp nước liên tục đáp ứng nhu cầu. Theo Ngân hàng Thế giới, tỷ lệ đô thị hóa tại Việt Nam là 38,2% trong năm 2021, tăng so với mức 23,3% trong năm 1998. Nhu cầu sử dụng nước cũng tăng lên đáng kể tương ứng với xu hướng đô thị hóa. Theo Hội Cấp thoát nước Việt Nam (VWSA), tổng công suất sản xuất nước thiết kế trong năm 2021 là 11,2 triệu m³/ngày đêm, tăng 60% so với năm 2015 và gấp 8,8x so với năm 1998. Do đó, ngành cấp nước đã tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép CAGR là +5,9%/năm trong giai đoạn 1998-2021.

Theo Chiến lược Quốc gia về cấp nước sạch và vệ sinh nông thôn, đến năm 2030 sẽ có 65% dân số nông thôn sẽ được tiếp cận và sử dụng nguồn nước sạch (so với tỷ lệ hiện tại là 43,5%)

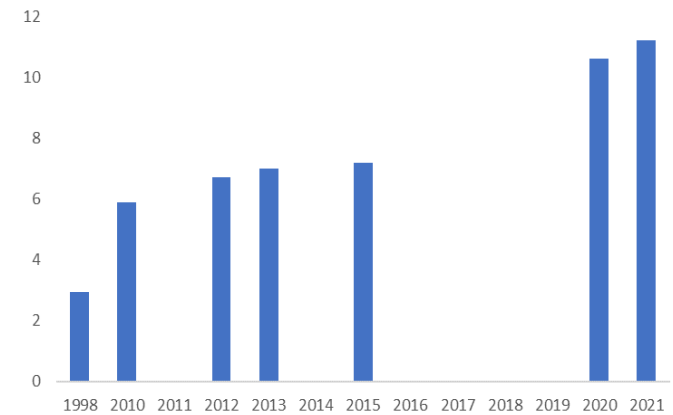
Đô thị hóa giúp làm tăng nhu cầu tiêu thụ nước trong tương lai. Theo Chiến lược Quốc gia về cấp nước sạch và vệ sinh nông thôn, phấn đấu đến năm 2030 sẽ có 65% dân số nông thôn (so với mức hiện tại là 43,5%) được tiếp cận và sử dụng nguồn nước sạch; và đến năm 2025 sẽ có 100% dân thành thị (so với mức hiện tại là 90%) được tiếp cận và sử dụng nguồn nước sạch. Theo Water Resource Group, tổng lượng nước được cấp cho các khu công nghiệp ước đạt 6 tỷ m³ vào năm 2016 và được dự báo đến năm 2030 sẽ đạt 15,6 tỷ m³. Nguồn cung nước cũng sẽ phải tăng lên để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng. Sản lượng nước sạch được kỳ vọng sẽ tăng trưởng từ 10,9 triệu m³/ ngày đêm (năm 2019) lên đạt 20 triệu m³ vào năm 2030, theo VWSA.

Biểu đồ. 4: Tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam



Nguồn: Ngân hàng Thế giới

Biểu đồ. 5: Năng lực cấp nước tăng tương ứng với tỷ lệ đô thị hóa



Nguồn: VWSA, YSVN tổng hợp

Bình Dương là tỉnh có tốc độ đô thị hóa nhanh thứ hai cả nước, với tỷ lệ đô thị hoá đạt 71,7%, chỉ sau TP.HCM là 80,5%, nhưng cao hơn so với Hà Nội là 69,7%. Với vai trò là đơn vị cung cấp nước lớn nhất tại Bình Dương, BWE được hưởng lợi từ xu hướng đô thị hoá, công nghiệp hoá và tăng trưởng kinh tế.

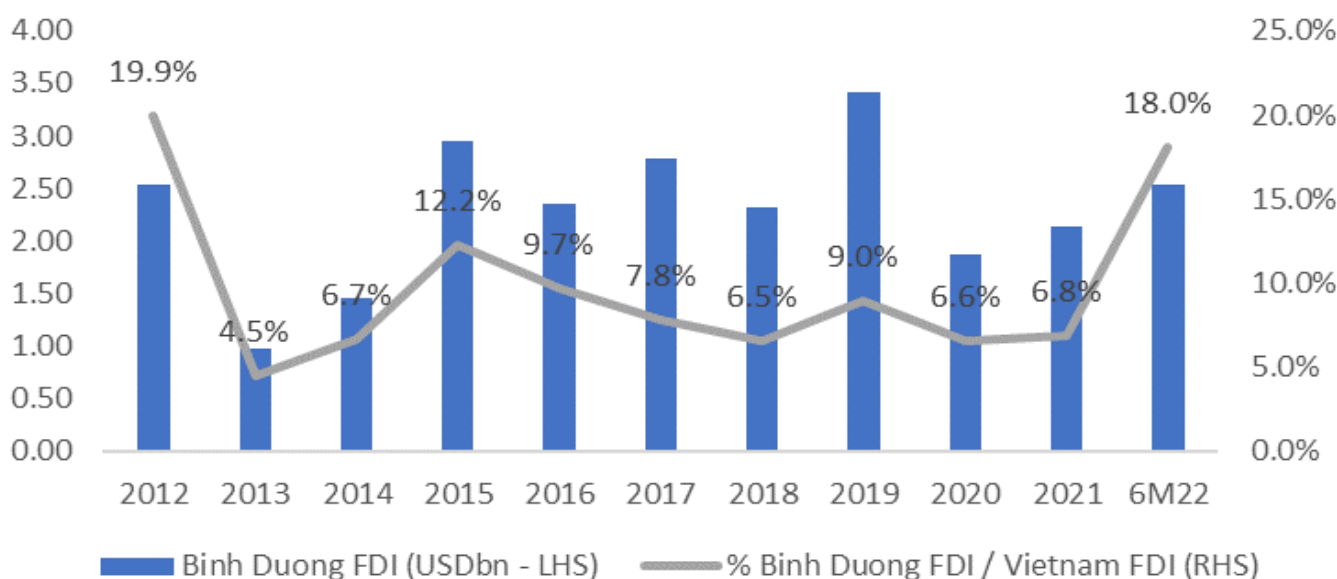
Nhu cầu sử dụng nước tại Bình Dương tăng theo tỷ lệ đô thị hoá. Tỉnh Bình Dương có 3 thành phố và 2 thị xã: Tân Uyên và Bến Cát. Bình Dương cũng đã lập đề án đưa thị xã Tân Uyên và Bến Cát lên thành phố trong tương lai gần. Từ đó làm tăng nhu cầu sử dụng nước cho các khu đô thị.

Số lượng KCN tại tỉnh Bình Dương có thể đạt đến 34 KCN, với tổng diện tích là 14.790ha (+16,8% so với mức hiện tại) và do vậy làm tăng nhu cầu sử dụng nước.

Phát triển công nghiệp cũng làm tăng nhu cầu tiêu thụ nước. Hiện nay, Bình Dương có 27 khu công nghiệp (KCN) với tổng diện tích là 12.662ha và tổng tỷ lệ lấp đầy là 88%. Bình Dương có kế hoạch mở thêm 7 KCN, đưa tổng số lượng KCN tại khu vực này lên đạt 34 KCN với tổng diện tích là 14.790ha (+16,8% so với mức hiện tại). Bên cạnh đó, Bình Dương nằm trong top 5 địa phương dẫn đầu về thu hút dòng vốn FDI. Trong ngắn hạn, có 2 KCN với tổng diện tích là 1.700ha đang được xây dựng (VSIP 3 và Cây Trờng), các KCN này tiếp tục giúp thu hút dòng vốn FDI và từ đó thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ nước tại khu đô thị và khu công nghiệp trong tương lai.

Biểu đồ. 6: FDI đổ vào ngành sản xuất được kỳ vọng sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ nước

Bình Dương FDI and proportion of the country FDI



Nguồn: BWE

Màng xử lý nước thải cũng có tiềm năng phát triển rất lớn

Theo Chiến lược Quốc gia về Cấp nước sạch và Vệ sinh nông thôn, phần đầu đến năm 2030 sẽ có 25% điểm dân cư nông thôn tập trung có hệ thống thu gom nước thải sinh hoạt; với 15% nước thải sinh hoạt sẽ được xử lý, con số này cải thiện đáng kể so với mức hiện tại gần như bằng 0, và ước tính 75% hộ chăn nuôi, trang trại được xử lý chất thải chăn nuôi.

Nhằm đảm bảo vệ sinh và an toàn khi sử dụng nước tại khu vực nông thôn, Chiến lược Quốc gia đặt mục tiêu đến năm 2045: 1) 100% người dân nông thôn được sử dụng nước sạch và vệ sinh an toàn, bền vững; 2) 50% điểm dân cư nông thôn tập trung có hệ thống thu gom nước thải sinh hoạt; 3) 30% nước thải sinh hoạt được xử lý; và 4) 100% hộ chăn nuôi, trang trại được xử lý chất thải chăn nuôi.

Cơ chế xác định giá bán: lợi nhuận ổn định

Cơ chế xác định giá bán nước đảm bảo các doanh nghiệp có lãi

Ngành cấp thoát nước bị kiểm soát rất nghiêm ngặt. Chính quyền địa phương sẽ thông qua giá bán nước cho người tiêu dùng cuối cùng tại khu vực đó theo quy định của Thông tư 117/2007/NĐ-CP. Cụ thể, UBND tỉnh sẽ theo dõi sát sao giá bán lẻ nước sạch. Mỗi năm, các đơn vị cấp nước sẽ nộp giá bán nước đề xuất dựa trên các khoản chi phí khác nhau. Sau đó, UBND tỉnh sẽ quyết định có chấp nhận các đề xuất này hay không. Trong mọi trường hợp, giá bán thường không vượt qua mức giá tối đa theo khung giá quy định của Bộ Tài chính trong Thông tư [44/2021/TT-BTC](#).

Cụ thể, UBND tỉnh Bình Dương đã thông qua đề xuất giá bán nước cho giai đoạn 5 năm (bảng phía dưới). Nhìn chung, giá bán tăng trung bình 5% mỗi năm trong giai đoạn 2018-2022. Giá bán niêm yết sẽ bao gồm tất cả các yếu tố chi phí sản xuất hợp lý và hợp lệ trong quá trình sản xuất nước.

Giá bán nước tại địa bàn tỉnh Bình Dương tăng trung bình 5%/năm trong giai đoạn 2018-2022.

Biểu đồ. 7: Bảng giá cấp nước do UBND tỉnh Bình Dương quy định

Water price roadmap (VND/cbm)	2018	2019	2020	2021	2022F
Water for household	8,500	9,000	9,500	10,000	10,500
Water for administrative office	11,500	12,000	12,600	13,200	13,800
Water for industrial production					
– Retail	11,500	12,000	12,600	13,200	13,800
– Wholesales	10,800	11,300	11,800	12,500	13,100
Water for service business	17,000	18,000	19,000	20,000	21,000
BWE cost and price of water supply business					
ASP (VND/cbm)	9,703	10,413	11,475	11,316	11,858
Full cost (VND/cbm) (*)			8,358	8,471	8,538
Profit (VND/cbm)			3,118	2,845	3,320

Nguồn: BWE, UBND tỉnh Bình Dương, YSVN ước tính

(*) full cost – toàn bộ chi phí đã bao gồm cả định phí và biến phí trong mảng cấp nước

Trong trường hợp chi phí sản xuất nước sạch cao, làm cho giá bán của đơn vị cấp nước (sau khi được Sở Tài chính thẩm định) cao hơn mức giá tối đa trong Thông tư 44, thì khi đó UBND tỉnh sẽ căn cứ vào tình hình thực tế để quyết định giá bán nước sao cho phù hợp. Chúng tôi cho rằng phương pháp xác định giá này sẽ đảm bảo mang lại lợi nhuận ổn định cho các công ty cấp nước như BWE.

Tổng chi phí sẽ bằng tổng chi phí sản xuất và kinh doanh nước sạch, như được quy định trong Thông tư 44:

$$C_T = C_{Vt} + C_{Nc} + C_{Sxc} + C_{Ql} + C_{Bh} + C_{Tc} + C_{At}$$

Trong đó:

C_T : Tổng chi phí sản xuất, kinh doanh nước sạch (đồng);

C_{Vt} : Chi phí vật tư trực tiếp (đồng);

C_{Nc} : Chi phí nhân công trực tiếp (đồng);

C_{Sxc} : Chi phí sản xuất chung (đồng);

C_{Ql} : Chi phí quản lý doanh nghiệp (đồng);

C_{Bh} : Chi phí bán hàng (đồng);

C_{Tc} : Chi phí tài chính (đồng);

C_{At} : Chi phí đảm bảo cấp nước an toàn(đồng)

Giá dịch vụ xử lý rác thải: Phương pháp định giá (mark-up pricing) cũng đảm bảo mang lại lợi nhuận ổn định cho các doanh nghiệp

BWE đang tập trung đẩy mạnh xử lý nước thải tại các khu công nghiệp, trong đó lượng rác thải từ các KCN chiếm 88% tổng sản lượng rác thải đã xử lý của công ty trong năm 2021. Theo quan điểm của chúng tôi, nhu cầu xử lý rác thải tại tỉnh Bình Dương sẽ tăng lên trong tương lai tương ứng với sự gia tăng của tỷ lệ đô thị hoá và dòng vốn FDI.

Giá dịch vụ xử lý rác thải được xác định dựa trên phương pháp vốn cộng lãi (cost-plus-margin) theo quy định của Thông tư 07/2017/TT-BXD của Bộ Xây Dựng. Phương pháp định giá này cũng được kỳ vọng sẽ giúp ổn định hoá lợi nhuận của công ty. Giá dịch vụ xử lý rác thải được tính toán như công thức dưới đây:

$$G_{XLCTR} = Z_{TB} + (Z_{TB} \times P)$$

Trong đó:

G_{XLCTR} : là giá dịch vụ xử lý 1 tấn rác thải rắn sinh hoạt chưa bao gồm thuế VAT (đồng)

Z_{TB} : là giá thành toàn bộ để xử lý 1 tấn chất thải rắn sinh hoạt (đồng)

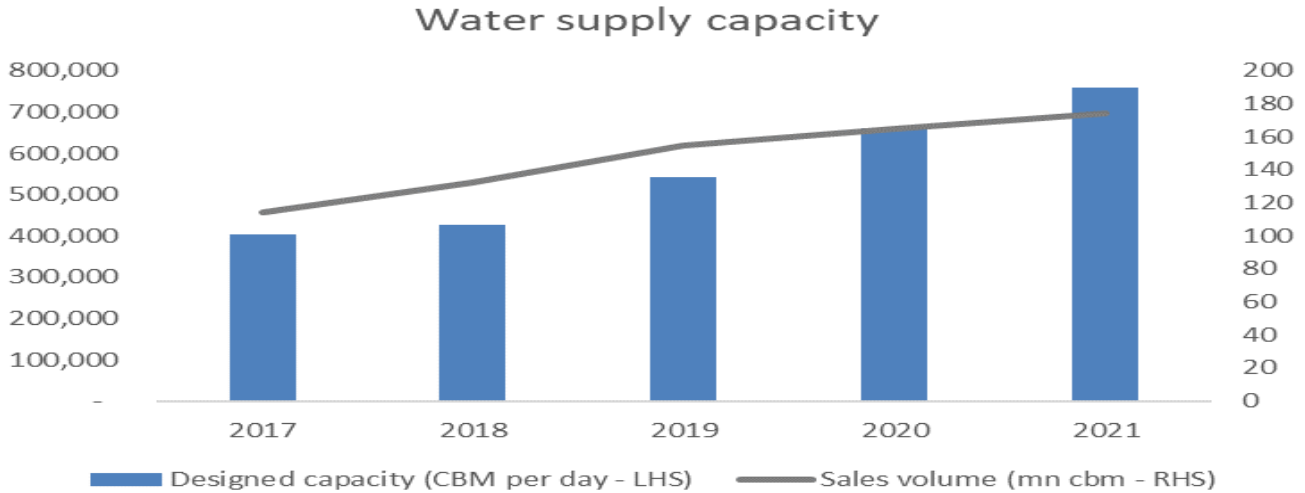
P là tỷ lệ lợi nhuận (%): không quá 5%.

BWE đang mở rộng địa bàn hoạt động

BWE đã mở rộng công suất cấp nước thêm 69% so với năm 2020, lên 760.000m³/ngày đêm.

BWE là một công ty cấp nước đang phát triển rất nhanh chóng. Trong những năm vừa qua, BWE đã rất tích cực đầu tư để mở rộng năng lực cấp nước nhằm đáp ứng nhu cầu đang tăng cao. Công suất cấp nước hiện tại của BWE là 760.000m³/ngày đêm, tăng 69% so với mức 450.000m³/ngày đêm vào đầu năm 2020. BWE cho biết công suất tối đa có thể đạt đến 997.000m³/ngày đêm.

Biểu đồ. 8: Mở rộng công suất nhằm đáp ứng nhu cầu



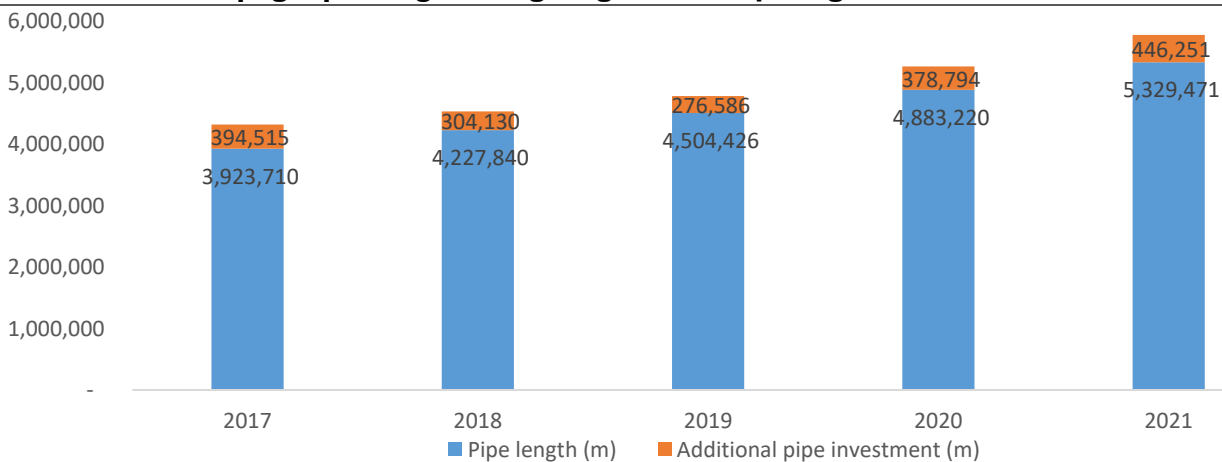
Nguồn: BWE

BWE đã lắp đặt thêm 100km đường ống cấp nước tính từ đầu năm 2022 đến nay, tăng 10% YoY.

Hiện BWE đang mở rộng địa bàn kinh doanh bằng cách đưa nước sạch về các vùng nông thôn và các tỉnh/thành khác mà ít có khả năng tiếp cận với nguồn nước sạch. Kế hoạch mở rộng này sẽ giúp thúc đẩy tăng doanh thu sản xuất nước trong tương lai. Cụ thể, BWE đã nối thêm 446.251m (+8,3%) đường ống cấp nước đưa tổng số m đường ống cấp nước lên đạt 5,3 triệu m vào thời điểm cuối năm 2021. Công ty cũng đã lắp đặt thêm 100km đường ống cấp nước tính từ đầu năm 2022 đến nay. Theo quan điểm của chúng tôi, mở rộng hệ thống phân phối sẽ giúp lợi nhuận tăng trưởng trong tương lai.

BWE đã chứng minh khả năng tiếp cận với nguồn vốn giá rẻ từ các tổ chức tín dụng quốc tế như Quỹ phát triển Đức (DEG), Ngân hàng phát triển Châu Á (ADB), và Ngân hàng Thế giới. Cụ thể, BWE đã vay 25 triệu USD từ DEG để lắp đặt 50km ống gang dẫn nước với đường kính từ 600mm đến 1.500mm để mở rộng năng lực cấp nước của công ty. Vào năm 2021, ADB và Jica cũng đã tài trợ 16 triệu USD cho BWE để lắp đặt 16km đường ống đường kính 600mm-1500mm.

Biểu đồ. 9: Mở rộng hệ thống đường ống nhằm đáp ứng nhu cầu



Nguồn: BWE

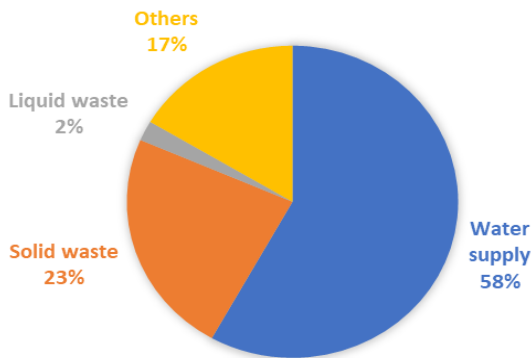
BWE cũng dần “lấn sân” sang các tỉnh/thành khác. Công ty đang mở rộng ra các trung tâm công nghiệp lớn ở khu vực miền Nam như Đồng Nai và Cần Thơ bằng cách đầu tư vào các công ty cấp thoát nước ở các khu vực này. Tính đến cuối năm 2021, BWE đã mua thêm 32,46% cổ phần tại CTCP Cấp Nước Gia Tân – Đồng Nai và 17,7% cổ phần tại CTCP Cấp Nước Đồng Nai. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, công ty có quyền kiểm soát tại CTCP Cấp nước Gia Tân thông qua phương thức sở hữu gián tiếp. Ngoài ra, Công ty Cấp nước Đồng Nai dự kiến sẽ phát triển và mở rộng năng lực cấp nước lên đến 600.000m³ trong 15 năm tới để phục vụ cho nhu cầu sinh hoạt của dân cư đô thị ở gần Sân bay Quốc tế Long Thành – dự kiến sẽ được khánh thành vào năm 2025.

BWE đã mua lại 24,65% cổ phần tại CTCP Nước Cần Thơ (mã cổ phiếu: CTW, Không đánh giá) và 48,86% tại CTCP Cấp thoát nước Cần Thơ 2, dự án Nước Cần Thơ 3. Ban lãnh đạo cho biết BWE và một nhóm nhà đầu tư có quyền kiểm soát (+50%) tại CTW, Cấp thoát nước Cần Thơ 2, và dự án Nước Cần Thơ 3. Các công ty này đáp ứng cho 90% nhu cầu sử dụng nước sạch tại Cần Thơ, nơi được xem là một trung tâm kinh tế quan trọng của khu vực Đồng bằng sông Cửu Long.

Sau các thương vụ mua lại, lượng công suất thuộc quản lý của BWE tăng thêm 200.000m³/ngày đêm tại trung tâm kinh tế Cần Thơ. Ngành cấp thoát nước tại Cần Thơ vẫn còn rất nhiều dư địa tăng trưởng do các công ty này hiện chỉ chủ yếu tập trung cấp nước cho các khu đô thị. Ban lãnh đạo cho biết, các khoản đầu tư quy mô lớn vào Cần Thơ để xây dựng KCN quy mô lớn từ VSIP cũng đang trong quá trình hoàn thành, từ đó giúp làm tăng nhu cầu đối với nước.

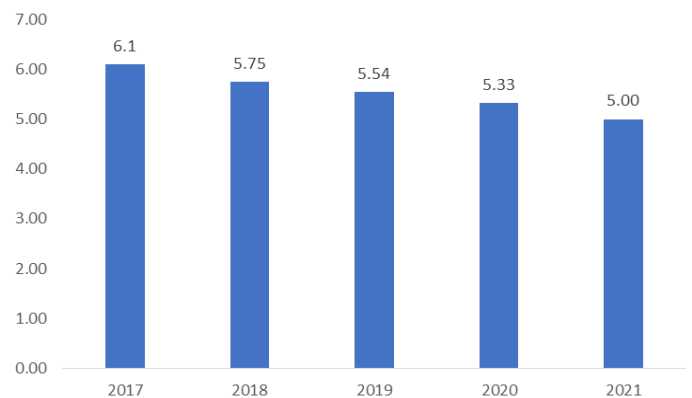
BWE đã mua 24,65% cổ phần tại CTCP Nước Cần Thơ (mã cổ phiếu: CTW, Không đánh giá) và 48,86% tại CTCP Cấp thoát nước Cần Thơ 2.

Biểu đồ 10: Cơ cấu doanh thu 2021A



Nguồn: BWE

Biểu đồ 11: Tỷ lệ thất thoát nước đang giảm dần

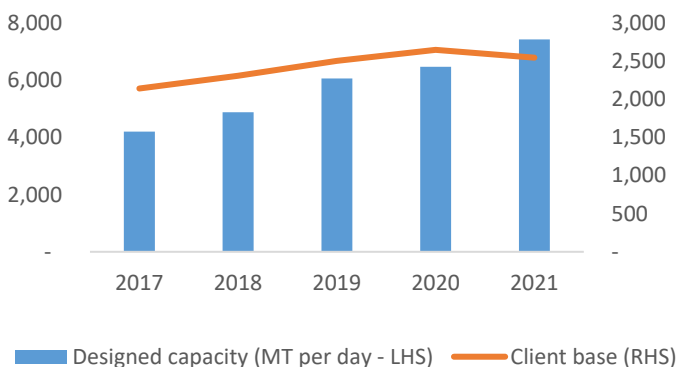


Nguồn: BWE

Doanh thu từ xử lý chất thải tăng trưởng với CAGR là 13,8%/năm trong giai đoạn 2017-2021.

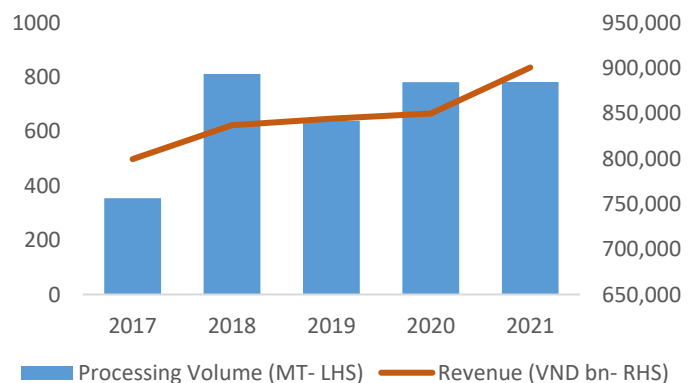
Xử lý rác thải là mảng kinh doanh ổn định. Doanh thu từ xử lý rác thải ghi nhận tăng trưởng với tốc độ CAGR là 13,8%/năm trong giai đoạn 2017-2021, khối lượng rác tiếp nhận tăng với CAGR là 4,0% trong cùng giai đoạn do số lượng khách hàng của chi nhánh xử lý chất thải tăng với CAGR là 4,4%/năm. Tuy nhiên, số lượng khách hàng giảm trong năm 2021 chủ yếu là do các doanh nghiệp phải tạm ngưng hoạt động do ảnh hưởng bởi COVID, theo chia sẻ của ban lãnh đạo.

Biểu đồ 12: Mở rộng năng lực nhằm đáp ứng nhu cầu



Nguồn: Ngân hàng Thế giới

Biểu đồ 13: Xử lý rác thải là mảng kinh doanh ổn định

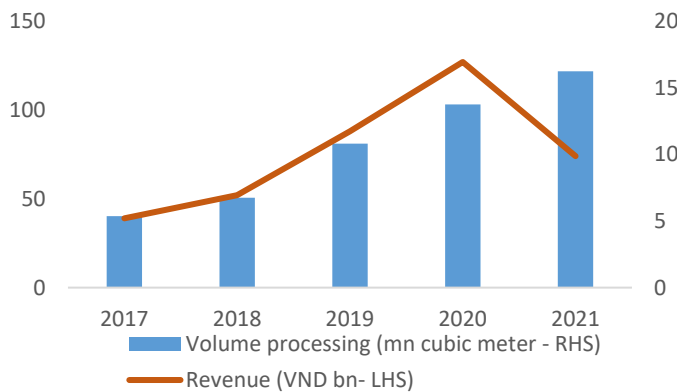


Nguồn: VWSA, YSVN tổng hợp

Sản lượng nước thải đã xử lý tăng với CAGR là 31,9%/năm trong giai đoạn 2017-2021.

Xử lý nước thải chiếm tỷ trọng nhỏ, nhưng có tiềm năng tăng trưởng. Doanh thu từ xử lý nước thải ghi nhận tốc độ tăng trưởng CAGR là 17,4%/năm trong giai đoạn 2017-2021, thấp hơn so với mức tăng trưởng của sản lượng nước thải đã xử lý là 31,9%/năm trong cùng giai đoạn. Ban lãnh đạo cho biết, nguyên nhân dẫn đến sự chênh lệch chủ yếu là do Việt Nam phải thực hiện giãn cách xã hội vào năm 2021, do đó tác động tiêu cực đến kết quả tài chính của mảng xử lý nước thải

Biểu đồ 14: Mở rộng năng lực nhằm đáp ứng nhu cầu



Nguồn: Ngân hàng Thế giới

Biểu đồ 15: Xử lý nước thải có tiềm năng tăng trưởng

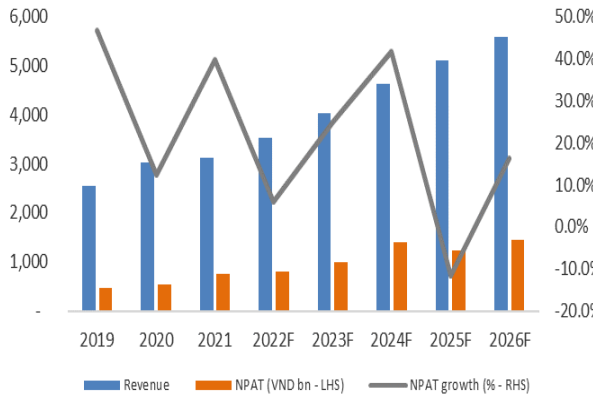


Nguồn: VWSA, YSVN tổng hợp

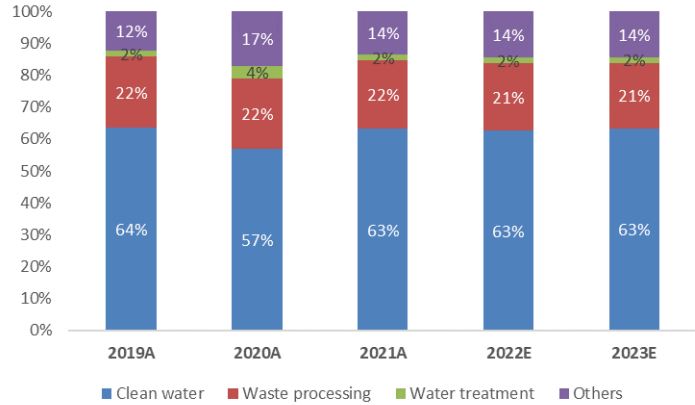
Triển vọng tài chính

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của BWE sẽ tăng trưởng với CAGR là 12,3%/năm trong giai đoạn 2021-2026 do kỳ vọng nhu cầu tăng trưởng ổn định và giá bán bình quân tăng. BWE đã không ngừng mở rộng năng lực cung cấp và xử lý nước, cũng như mở rộng hệ thống phân phối nước để có thể đáp ứng nhu cầu tốt hơn.

Biểu đồ 16: Tình hình tài chính



Biểu đồ 17: Cơ cấu doanh thu



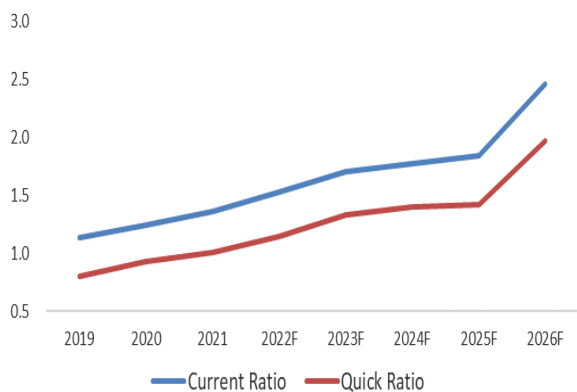
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

BWE là một trong những công ty cung cấp nước được niêm yết có khả năng sinh lời tốt nhất tại Việt Nam. Vào năm 2021, tỷ lệ ROE của công ty là 20,4%, cải thiện đáng kể so với năm 2017 (khi đó tỷ lệ ROE chỉ đạt 6,7%). Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ ROE của BWE vẫn sẽ duy trì ở ngưỡng ~20% trong tương lai nhờ vào hiệu quả sử dụng tài sản được cải thiện dù tỷ lệ đòn bẩy giảm. Công suất mới tăng thêm được sử dụng thúc đẩy tăng doanh thu cũng như hiệu quả sử dụng tài sản.

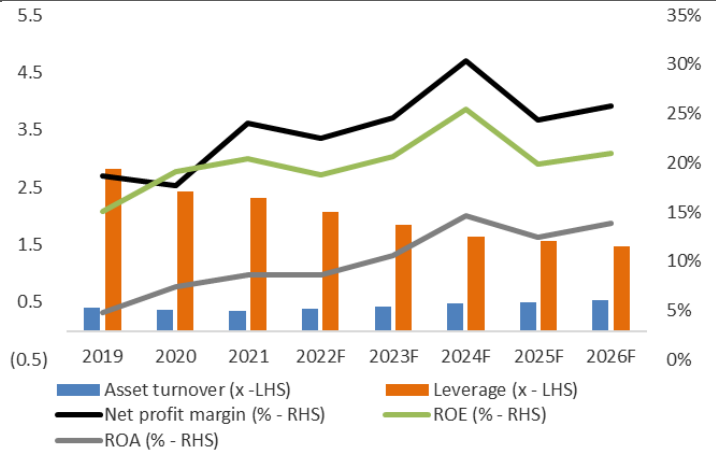
Khả năng thanh toán của BWE vẫn ổn định do công ty không phụ thuộc vào nợ ngắn hạn. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận ròng của BWE sẽ tiếp tục duy trì quanh ngưỡng 20% trong giai đoạn dự báo.

Biểu đồ 18: Thanh khoản ổn định và đang cải thiện



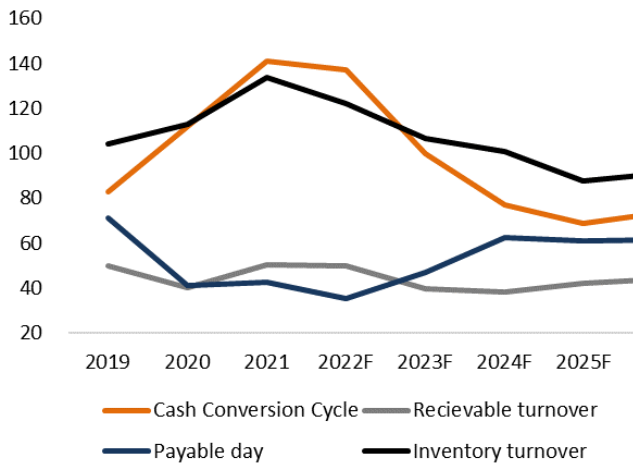
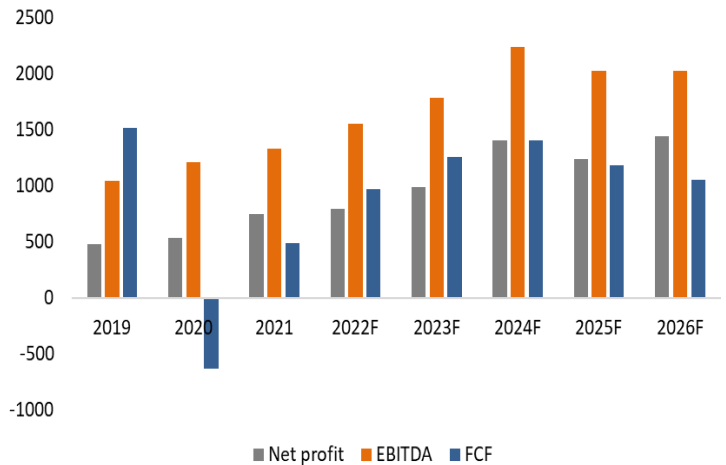
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 19: Kỳ vọng tỷ suất sinh lời vẫn duy trì ở mức tích cực do giảm tỷ lệ đòn bẩy



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi kỳ vọng chu kỳ chuyển đổi tiền mặt sẽ được rút ngắn trong tương lai do vòng quay khoản phải trả và vòng quay hàng tồn kho được cải thiện. BWE gần như cũng đã hoàn thành hết các dự án mở rộng công suất trong trung hạn, do vậy dòng tiền có thể sẽ tiếp tục tích cực trong thời gian tới.

Biểu đồ 20: Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt**Biểu đồ 21: Dòng tiền tự do**

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Cập nhật kết quả kinh doanh

Doanh thu 1H22 của BWE tăng +9,0% YoY, đạt 1.580 tỷ đồng, trong đó sản lượng nước sạch tăng +3% YoY, đạt 89,4 triệu m³. Kỳ vọng giá bán bình quân sẽ tiếp tục tăng +5% YoY, tương ứng với kế hoạch của UBND địa phương.

Biên lãi gộp 1H22 tăng +3,3ppt YoY, đạt 46,4%. Chi phí hoạt động 1H22 vẫn trong tầm kiểm soát (đi ngang so với cùng kỳ). Do đó, tỷ lệ chi phí BH&QLDN / doanh thu giảm 80bps còn 14,8%.

LNST của GĐCT mẹ (PATMI) 1H22 tăng +10,9% YoY, đạt 347 tỷ đồng, tương ứng hoàn thành 46,3% kế hoạch lợi nhuận của BWE.

Biểu đồ 22: PATMI 1H22 tăng 10,9% YoY

Key matrix	2Q21	2Q22	1H21	1H22	2022F guidance
Revenue (VND bn)	774.48	847.03	1,450.0	1,580.4	3,900
Revenue growth (%)		9.4%		9.0%	10%
Gross margin	41.1%	45.6%	43.1%	46.4%	
Gain/Loss from JVs	9.27	15.88	-8.76	-4.87	
PATMI	168.88	201.79	341.3	378.6	750
Profit growth (%)		19.5%		10.9%	1.80%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Theo quan điểm của chúng tôi, BWE khá thận trọng khi đưa ra kế hoạch kinh doanh cho năm 2022. Cụ thể, ban lãnh đạo đặt mục tiêu doanh thu năm 2022E sẽ tăng +10% YoY và đạt 3,9 nghìn tỷ đồng nhưng LNST 2022E chỉ tăng +1,8% YoY và đạt 750 tỷ đồng. BWE dự kiến trả 1.300 đồng cổ tức tiền mặt cho mỗi cổ phiếu trong năm 2022, tương ứng với tỷ suất cổ tức là 2,5% và tỷ lệ chi trả cổ tức ~30% dựa trên kế hoạch LNST năm 2022E của công ty.

Quan Điểm, Định Giá và Rủi Ro

Quan điểm

BWE đã bước vào giai đoạn tích lũy sau khi giảm -28% từ mức đỉnh được thiết lập hồi tháng 04/2022. Theo quan điểm của chúng tôi, nguyên nhân của sự suy giảm là do ảnh hưởng của nhịp điều chỉnh của thị trường và không liên quan đến các nền tảng cơ bản vốn rất vững chắc của công ty. Với mức giá thị trường hiện tại, định giá của BWE hiện đang rất hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2023E là 9,4x.

BWE được hưởng lợi từ quá trình đô thị hoá và công nghiệp hoá nhanh chóng tại Việt Nam, các quá trình này sẽ thúc đẩy tăng nhu cầu tiêu thụ nước trong dài hạn. Công ty đã và đang mở rộng năng lực cấp nước cũng như hệ thống phân phối để có thể đáp ứng cho lượng nhu cầu ngày càng tăng này. BWE cũng đang mở rộng năng lực xử lý rác thải, chúng tôi xem đây là một động lực tăng trưởng tiềm năng do ý thức bảo vệ môi trường ngày càng được nâng cao.

Yuanta vs. Các bên. Dự báo EPS 2023E của chúng tôi cao hơn 14,9% và dự báo EPS 2024E cao hơn 15,0% so với dự báo của các bên. Nguyên nhân là do chúng tôi lạc quan hơn khi đưa ra giả định về sản lượng sản xuất nước sạch dựa trên kế hoạch mở rộng mạng lưới phân phối của công ty. Ngoài ra, tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận từ các công ty liên doanh / liên kết (thông qua các thương vụ M&A) trong tương lai cũng đã được chúng tôi đưa vào mô hình định giá.

Định giá

Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu cổ phiếu BWE với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 70.902 đồng. Giá mục tiêu của chúng tôi được xác định dựa trên phương pháp kết hợp giá mục tiêu của mô hình định giá FCFF và so sánh P/E theo tỷ trọng 70:30.

Biểu đồ. 23: Định giá

	Target Price	Weight	Implied upside
FCFF	74,329	70%	69%
PE multiple	62,907	30%	43%
Fair value	70,902	100%	62%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Mô hình định giá FCFF

Các giả định trong mô hình định giá FCFF được chiết khấu theo chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là 11,2%. Tỷ lệ chiết khấu này được xác định dựa trên giả định chi phí sử dụng vốn vay là 8% và chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu là 15,8%, và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%. Chúng tôi cho rằng các giả định này vẫn ở mức thận trọng.

Biểu đồ. 24: Định giá FCFF

FCFF	2022	2023	2024	2025	2026
EBIT	971	1,152	1,555	1,332	1,490
Less: Tax	(106)	(132)	(187)	(165)	(192)
add: Depreciation	587	631	684	698	536
less: FCInvestment (Capex)	(600)	(600)	(600)	(600)	(600)
less: WCInvestment	120	205	(49)	(85)	(180)
Free cash flow	972	1,255	1,403	1,180	1,053
PV of free cash flow	972	1,128	1,134	857	687
Total PV of free cash flow	5,901				
Terminal value	21,134				
PV of terminal value	12,394				
PV of free cash flow	18,295				
less: debt	4,821				
Add: cash	866				
Equity value	14,339				
Outstanding shares (000)	192,920				
Intrinsic value /share	74,329				

Nguồn: Yuanta Việt Nam

So sánh P/E

Chúng tôi áp dụng P/E 2023E mục tiêu là 12,9x, tương ứng với trung vị ngành. Chúng tôi cho rằng mức P/E mục tiêu này phù hợp với BWE do được ước tính theo trung vị các mã cổ phiếu có vốn hoá vừa và lớn và có khả năng sinh lời vượt trội. BWE có vốn hoá thị trường là 424 triệu USD, thấp hơn một số công ty cấp nước khác trong cùng khu vực, nhưng lại là đơn vị cấp nước và quản lý môi trường lớn thứ hai trong số các công ty được niêm yết tại Việt Nam xét về cả vốn hoá và doanh thu. Ngoài ra, ROE năm 2021 của BWE là 16,7%, cao hơn đáng kể so với mức trung vị ngành của các công ty trong cùng khu vực là 9,9%.

Biểu đồ 25: So sánh với các công ty cùng ngành trong cùng khu vực

NAME	COUNTRY	Market Cap (USD mn)	2023 PE (x)	TTM PE (x)	Current PB (x)	FY21 ROE (%)	FY21 ROA (%)	Net Debt/Equity (x)	TTM Dividend yield (%)
WHA CORP PCL	TH	1,429	12.9	15.7	1.8	10.7	3.7	103.5	2.6
TTW PCL	TH	1,106	12.9	13.7	2.8	21.1	13.5	52.8	5.3
MANILA WATER COMPANY	PH	775	8.8	12.7	0.5	4.9	2.3	98.2	3.4
TALIWORKS CORP BHD	MA	413	22.1	24.9	2.3	8.6	4.0	-	3.2
EASTERN WATER RESOURCES DEV	TH	296	13.8	11.9	1.0	8.2	3.8	86.6	4.9
VA TECH WABAG LTD	IN	222	9.9	13.5	1.2	8.9	3.2	3.0	N/A
THU DAU MOT WATER JSC	VN	165	15.0	16.7	2.0	13.0	10.7	15.2	3.1
SONG DA WATER INVESTMENT JSC	VN	140	N/A	16.6	2.4	15.7	9.7	52.4	7.0
BA RIA VUNG TAU WATER SUPPLY	VN	122	N/A	17.0	3.0	17.6	17.9	-	23.2
RANHILL UTILITIES BHD	MA	115	10.1	18.2	0.7	4.9	0.9	81.9	N/A
HAI PHONG WATER JSC	VN	62	N/A	16.3	1.4	8.8	3.6	79.4	4.7
PBA HOLDINGS BHD	MA	57	N/A	5.0	0.3	7.0	3.4	14.5	2.9
VIETNAM WATER & ENVIRONMENT	VN	42	N/A	N/A	1.7	-0.2	-0.1	31.5	N/A
CAN THO WATER SUPPLY SEWERAG	VN	23	N/A	13.5	1.3	9.6	5.7	25.1	3.3
CHO LON WASUCO JSC	VN	19	N/A	21.9	2.2	9.9	4.4	-36.5	3.4
THU DUC WATER SUPPLY JSC	VN	16	N/A	11.8	2.1	18.5	6.8	-33.1	2.8
BEN THANH WATER SUPPLY JSC	VN	14	N/A	14.5	1.5	10.4	7.3	-30.2	3.4
NHA BE WATER SUPPLY JSC	VN	13	N/A	17.1	2.0	11.5	6.6	-39.4	4.1
GIA DINH WATER SUPPLY JSC	VN	8	N/A	11.1	1.1	10.1	6.1	-23.0	5.2
Median			12.9	15.1	1.7	9.9	4.4	15.2	3.8
BINH DUONG WATER ENVIROMENT	VN	424.8	10.2	15.3	2.4	20.4	10.6	63.8	2.3

Nguồn: Bloomberg (số liệu ngành), Yuanta Việt Nam (số liệu dự báo cho BWE)

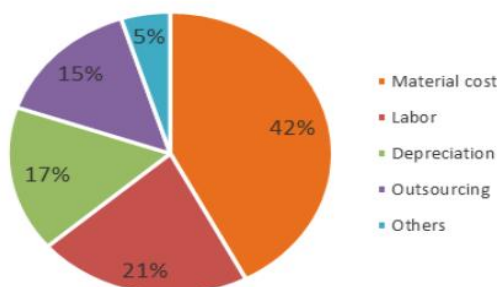
Rủi ro

Ô nhiễm nguồn nước. Ô nhiễm nguồn nước đầu vào có thể làm gián đoạn khả năng cung cấp nước của công ty và / hoặc làm ô nhiễm cả nguồn nước đầu ra. Ô nhiễm nước cũng khiến cho chi phí hoạt động tăng lên do công ty sẽ cần dùng nhiều hoá chất hơn để làm sạch nguồn nước và hệ thống xử lý nước.

Rủi ro về chính sách xác định giá bán nước. Giá bán nước do UBND cấp tỉnh quy định nên các công ty cấp nước không thể kiểm soát và điều chỉnh mức giá này. Giá bán giảm trong tương lai rõ ràng sẽ làm ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng lợi nhuận và biên lợi nhuận của công ty.

Lạm phát chi phí đầu. Giá nguyên vật liệu chiếm 42% trong cơ cấu chi phí SXKD của công ty. Vì thế, chi phí nguyên vật liệu tăng sẽ làm giảm biên lợi nhuận. Trong trường hợp này, có thể thay đổi giá bán bình quân để hỗ trợ cho lợi nhuận, nhưng việc này không dễ thực hiện do UBND các tỉnh sẽ là đơn vị kiểm soát giá bán nước.

Biểu đồ. 26: Cơ cấu chi phí 1H22



Nguồn: Yuanta Việt Nam

BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH (Tỷ đồng)

Năm tài chính kết thúc ngày 31/12 (tỷ đồng)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Doanh thu	3.025	3.119	3.531	4.028	4.631
<i>Cung cấp nước sạch</i>	1.898	1.970	2.209	2.551	2.973
<i>Xử lý rác thải</i>	736	675	751	827	936
<i>Xử lý nước thải</i>	130	51	62	76	93
<i>Khác</i>	570	423	510	574	629
Giá vốn hàng bán	(1.789)	(1.804)	(2.048)	(2.264)	(2.335)
Lợi nhuận gộp	1.236	1.315	1.483	1.764	2.296
Chi phí hoạt động	(489)	(470)	(512)	(612)	(741)
Lợi nhuận hoạt động	747	845	971	1.152	1.555
Chi phí lãi ròng	(172)	31	(120)	(73)	(17)
Thu nhập đầu tư ròng	16	8	56	61	67
Thu nhập khác ròng	5	(20)	(8)	(17)	(15)
Lợi nhuận trước thuế	596	864	898	1.122	1.590
Thuế	(61)	(109)	(106)	(132)	(187)
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	535	755	793	990	1.404
<i>Lợi nhuận cốt lõi</i>	535	755	793	990	1.404
EBITDA	1.213	1.329	1.557	1.783	2.239
EPS (đồng)	2.284	3.337	3.903	4.877	6.912

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Tăng trưởng (%YoY)					
Doanh thu	19%	3%	13%	14%	15%
<i>Cung cấp nước sạch</i>	18%	4%	12%	16%	17%
<i>Xử lý rác thải</i>	31%	-8%	11%	10%	13%
<i>Xử lý nước thải</i>	193%	-61%	21%	23%	23%
<i>Khác</i>	83%	-26%	21%	13%	9%
Lợi nhuận từ HĐKD	20.8	13.1	14.9	18.6	35.0
EBITDA	15.7	9.5	17.2	14.5	25.6
Lợi nhuận ròng	12.4	41.0	5.0	24.9	41.7
EPS (đồng)	(10.1)	46.1	17.0	24.9	41.7
Chỉ số lợi nhuận (%)					
Biên lợi nhuận gộp	40.9	42.2	42.0	43.8	49.6
Biên lợi nhuận hoạt động	24.7	27.1	27.5	28.6	33.6
Biên EBITDA	40.1	42.6	44.1	44.3	48.3
Biên lợi nhuận ròng	17.7	24.0	22.4	24.6	30.3
ROA	7.4	8.6	8.6	10.6	14.7
ROE	19.1	20.4	18.8	20.6	25.5
Chỉ số bền vững					
Nợ ròng/VCSH (x)	71.5	63.8	51.4	24.2	11.3
Tỷ lệ thanh toán lãi vay (x)	4.8	5.5	5.5	6.8	12.3
Tỷ lệ thanh toán lãi vay và nợ ngắn hạn(x)	0.8	0.8	0.9	1.2	1.7
Số ngày phải thu tiền mặt	111.9	141.0	137.1	99.7	76.7
Hệ số thanh toán tức thời (x)	1.2	1.4	1.5	1.7	1.8
Hệ số thanh toán nhanh (x)	0.9	1.0	1.1	1.3	1.4
Tiền mặt (tỷ đồng)	(2.436)	(2.505)	(2.327)	(1.232)	(673)
Hiệu suất hoạt động					
Số ngày phải thu	40	50	50	40	38
Số ngày tồn kho	113	133	122	107	101
Số ngày phải trả	41	43	35	47	63

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)

Năm tài chính kết thúc ngày 31/12 (tỷ đồng)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Tổng tài sản	8.246	9.074	9.349	9.401	9.753
Tiền và các khoản tương đương tiền	728	476	866	1.245	1.223
Đầu tư tài chính ngắn hạn	337	600	353	353	353
Các khoản phải thu ngắn hạn	691	911	771	729	791
Hàng tồn kho	622	698	673	651	640
Tài sản ngắn hạn khác	82	35	34	34	34
Tài sản cố định	2.679	3.253	3.255	3.645	3.945
Tài sản khác	3.108	3.102	3.397	2.745	2.767
Nợ phải trả	4.836	5.149	4.821	4.319	3.819
Nợ ngắn hạn	1.988	2.008	1.768	1.770	1.715
Phải trả người bán ngắn hạn	224	198	196	385	416
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	1.281	1.210	1.217	1.080	970
Nợ dài hạn	2.849	3.141	3.053	2.549	2.104
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	2.220	2.371	2.330	1.750	1.280
Phải trả khác	629	770	724	799	824
Vốn chủ sở hữu	3.409	3.925	4.528	5.083	5.934
Vốn góp của chủ sở hữu	1.875	1.929	1.929	1.929	1.929
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-
Khác	440	625	889	889	889
Lợi nhuận giữ lại	374	606	1.089	1.643	2.495
Cổ đông thiểu số	34	47	49	54	59

BÁO CÁO CHUYỂN LƯU TIỀN TỆ (tỷ đồng)

Năm tài chính kết thúc ngày 31/12 (tỷ đồng)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Dòng tiền từ HĐ kinh doanh	(613)	(140)	893	464	280
Thu nhập ròng	535	749	793	990	1404
Khấu hao	465	484	484	211	300
Thay đổi trong VLC	(77)	(310)	120	205	(49)
Khác	(1.536)	(1.062)	(503)	(942)	(1.374)
Dòng tiền từ HĐ đầu tư	(1.691)	(1.053)	(781)	52	(622)
Chi tiêu vốn ròng	(1.673)	(420)	(600)	(600)	(600)
Thay đổi trong đầu tư dài hạn	(757)	251	138	600	(18)
Chi tiêu tài sản dài hạn khác	739	(884)	(319)	52	(4)
Dòng tiền sau đầu tư	(2.304)	(1.192)	113	515	(342)
Dòng tiền từ HĐ tài chính	2.957	940	277	(137)	320
Thay đổi trong vốn góp CSH	964	87	-	-	-
Thay đổi trong nợ	843	80	(35)	(717)	(580)
Thay đổi khác trong nợ dài hạn	1.151	774	312	580	900
Thay đổi ròng trong dòng tiền	653	(252)	390	379	(21)
Dòng tiền đầu kỳ	75	728	476	866	1.245
Tiền mặt cuối kỳ	728	476	866	1.245	1.223

CÁC THƯỚC ĐO CHÍNH

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
PE (x)	20.0	13.7	11.7	9.4	6.6
PE pha loãng (x)	20.0	13.7	11.7	9.4	6.6
PB (x)	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5
EBITDA/CP	6,470	6,887	8,073	9,241	11,605
DPS (đồng)	1,200	1,300	1,400	2,000	2,500
Tỷ suất cổ tức (%)	2.6	2.8	3.1	4.4	5.5
EV/EBITDA (x)	9.1	8.5	7.2	5.6	4.2
EV/EBIT (x)	14.7	13.4	11.5	8.7	6.1

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

© 2019 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.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu
Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Việt Nam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Việt Nam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Việt Nam

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIỆT NAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Việt Nam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

Di Luu

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Tuan-Anh Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (3941)

dat.bui@yuanta.com.vn

Trung Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (3890)

trung.nguyen2@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (3940)

vi.truong@yuanta.com.vn