

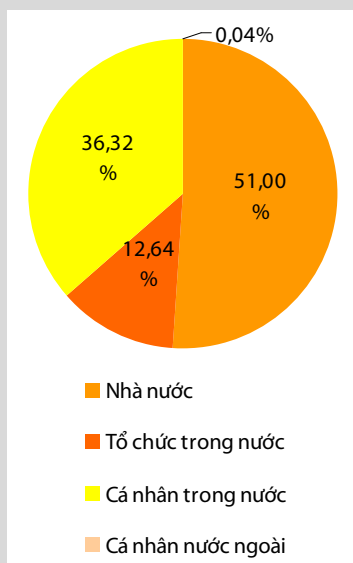
MCK: CSM (HOSE)

CTCP CÔNG NGHIỆP CAO SU MIỀN NAM

MUA

ĐỊNH GIÁ 58.474 VND**Chuyên viên thực hiện:****Nguyễn Thị Hải Yến****Email: yen2.nth@vdsc.com.vn****ĐT: 62992006 (Ext: 313)****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá niêm yết	42.000
Khối lượng niêm yết	25.000.000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.050
P/E (EPS 2009F) (VND)	5,48
P/BV (BV 6T/2009) (VND)	2,80

Cơ cấu sở hữu

Nguồn: BCB CSM

CTCP CÔNG NGHIỆP CAO SU MIỀN NAM

Số 180 Nguyễn Thị Minh Khai,

Q.3, Tp.HCM

Tel: (84.8) 39 303 122

Fax: (84.8) 39 303 205

Email: casumina@casumina.com.vn

Website : www.casumina.com.vn

HÀNG TIÊU DÙNG – XE HƠI VÀ PHỤ TÙNG

Giá trị ước tính của cổ phiếu CTCP Công nghiệp Cao su miền Nam ở mức 58.474 đồng/cp. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu Casumina thích hợp cho việc đầu tư dài hạn dựa trên các cơ sở sau:

Với 32 năm hoạt động, Casumina là một thương hiệu khá phổ biến và là lựa chọn đầu tiên của đa số người tiêu dùng có nhu cầu sử dụng sản phẩm đặc biệt là sản phẩm cho xe máy. Thương hiệu là một trong những lợi thế cạnh tranh quan trọng của Casumina.

Công ty chiếm thị phần lớn nhất về sản phẩm của cả 3 loại xe: xe đạp, xe máy và xe ô tô. Chất lượng sản phẩm của Công ty tốt có thể thay thế hàng ngoại nhập và đạt tiêu chuẩn xuất khẩu. Đến nay, sản phẩm Casumina đã có mặt tại 36 quốc gia, doanh thu xuất khẩu đóng góp hàng năm khoảng 20% tổng doanh thu. Casumina là doanh nghiệp Việt Nam duy nhất nằm trong danh sách 75 công ty sản xuất sản phẩm hàng đầu trên thế giới với vị trí thứ 60 do tạp chí Rubber & Plastic news xếp hạng. Công ty đang phấn đấu để lọt vào top 40 của danh sách này trong tương lai.

Việc liên doanh liên kết với các hãng sản xuất lốp xe lớn trên thế giới như Continental - Đức, tập đoàn JK - Ấn Độ, Yokohama - Nhật Bản sẽ tạo cơ hội cho Công ty tiếp cận với những công nghệ sản xuất mới cũng như mở rộng thị trường xuất khẩu.

Kết quả kinh doanh của năm 2009 ước tính sẽ có sự tăng trưởng đột biến nhờ vào giá nguyên liệu giảm mạnh trong khi giá bán không bị điều chỉnh giảm và công ty được hưởng ưu đãi lãi suất 4% từ gói kích thích kinh tế.

Tuy nhiên, cũng cần lưu ý ngành công nghiệp ô tô vẫn đang lao đao do khủng hoảng kinh tế sẽ làm giảm nhu cầu lốp xe. Thêm vào đó, nguyên liệu đầu vào cho sản xuất của Công ty chịu ảnh hưởng mạnh từ giá thế giới nhất là biến động giá dầu sẽ tác động đến chi phí đầu vào cho sản xuất. Lãi vay và tỷ giá cũng là hai rủi ro tiềm ẩn đáng phải quan tâm.

Hơn nữa, cổ phiếu của Công ty sẽ còn chịu ảnh hưởng bởi diễn biến chung của thị trường chứng khoán nên để cân đối giữa rủi ro và lợi nhuận, nhà đầu tư nên đầu tư ở mức giá thấp hơn tối thiểu 20% so với giá trị ước tính.

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2007	2008	6T/2009	2009(F)
Doanh thu	1.949	2.149	1.108	2,256
Lợi nhuận trước thuế	80	10	120	216
Lợi nhuận sau thuế	80	9	105	191
Vốn điều lệ	150	200	250	250
Tổng tài sản	983	1.151	1.003	1,278
Vốn chủ sở hữu	264	269	374	429
ROA (%)	8,16%	0,76%		14,97%
ROE (%)	30,34%	3,23%		44,61%
EPS điều chỉnh (VNĐ)	5.553	464		7,653
Giá trị sổ sách (VNĐ)	17.610	13.462		17,157
Tỷ lệ cổ tức (%)	33,00%	19,46%		12%

Ngày 06/08/2009

Ngày thành lập: 01/03/2006

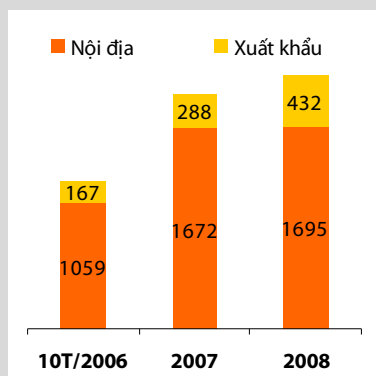
Nhân sự: 2.447 người

Quản trị - Điều hành

Tên	Chức vụ
Nguyễn Ngọc Tuấn	CT. HĐQT kiêm TGD
Lê Văn Trí	Thành viên HĐQT
Nguyễn Quốc Anh	Thành viên HĐQT
Trần Văn Trí	Thành viên HĐQT
Phạm Hồng Phú	Thành viên HĐQT
Trịnh Kim Liên	Thành viên HĐQT

Công ty liên doanh

Tên	% Sở hữu
CT LD Lốp Yokohama VN	30
CTCP Philips Carbon VN	8

Cơ cấu doanh thu qua các năm (tỷ VND)

Được thành lập năm 1976, sau gần 30 năm hoạt động, Casumina chính thức được cổ phần hóa chuyển thành công ty cổ phần năm 2006. Là đơn vị hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất sảm lốp, sản phẩm của Casumina vượt trội về mẫu mã và chất lượng so với công ty trong cùng ngành, chủ yếu là lốp xe máy và lốp ô tô tải nhẹ. Tổng công ty hóa chất Việt Nam là cổ đông chi phối với tỷ lệ nắm giữ 51%, đóng vai trò hỗ trợ rất lớn trong quá trình hoạt động của công ty.

1. Hoạt động sản xuất kinh doanh**Sản phẩm**

Công ty cung cấp đa dạng vỏ ruột cho các loại xe bao gồm 200 sản phẩm cho xe máy, 80 loại cho xe đạp và 90 loại cho xe ô tô. Trong đó, lốp ô tô, lốp xe máy và sảm xe máy là 3 sản phẩm đóng góp lớn nhất trong doanh thu và lợi nhuận của Công ty. Các sản phẩm tiêu biểu của Công ty:

Lốp xe máy không xăm (tubeless) chuyên dùng cho xe tay ga. Casumina là doanh nghiệp đầu tiên cung cấp sản phẩm này cho thị trường từ năm 2000. Đầu năm 2009 Công ty đã đưa thêm dòng sản phẩm lốp xe máy tay ga (scooter) cao cấp mang thương hiệu EUROMINA ra thị trường nội địa và xuất khẩu với chất lượng đạt tiêu chuẩn châu Âu E-Mark.

Lốp Radian bán thép và lốp Radian toàn thép: đây là hai sản phẩm giúp công ty trở thành nhà sản xuất hàng đầu về sản phẩm lốp ô tô tải nhẹ tại Việt Nam. Casumina là doanh nghiệp đầu tiên tại Việt Nam phát triển dòng sản phẩm này.

Lốp xe đạp là sản phẩm truyền thống của Casumina. Công ty chủ trương giảm tỷ trọng sản phẩm sảm lốp xe đạp để tập trung vào các sản phẩm khác có giá trị cao hơn.

Ngoài ra, Casumina còn cung cấp các sản phẩm găng tay cao su và cao su kỹ thuật tuy nhiên tỷ trọng của các sản phẩm này đóng góp rất ít trong doanh thu.

Thị trường tiêu thụ

Các sản phẩm sảm lốp xe máy của Công ty chủ yếu được cung cấp cho thị trường trong nước còn sảm lốp ô tô được định hướng cung cấp cho thị trường nước ngoài. Công ty có một mạng lưới phân phối tương đối rộng với 200 đại lý cấp I trong nước. Ngoài ra, Công ty còn cung cấp trực tiếp cho những khách hàng lớn như: CTCP Taxi Mai Linh, Công ty Sài Gòn Tourist, CTCP Huyndai Motor – Vinamotor, Suzuki Việt Nam...

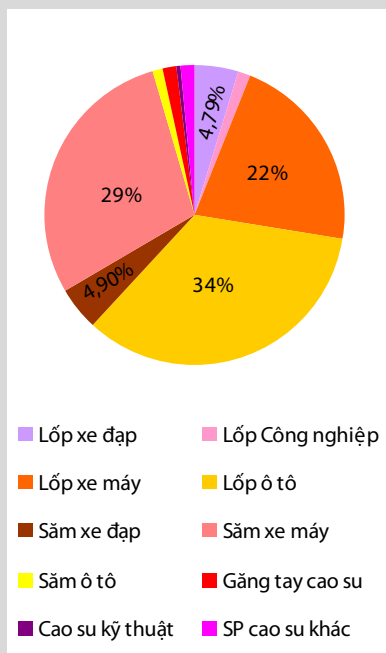
Sản phẩm Casumina có mặt tại 36 quốc gia trên thế giới như khu vực Đông Nam Á, EU sắp tới sẽ mở rộng ra thị trường Bắc Phi, Trung Đông Hiện nay tỷ trọng xuất khẩu của Casumina là 20%, và mục tiêu sẽ tăng lên 30% trong 4 năm tới.

Năng lực sản xuất

Casumina đang sở hữu 6 nhà máy sản xuất sảm lốp xe và 1 nhà máy sản xuất găng tay y tế có đủ năng lực sản xuất ra các sản phẩm đạt tiêu chuẩn xuất khẩu và quy trình sản xuất không gây ô nhiễm môi trường.

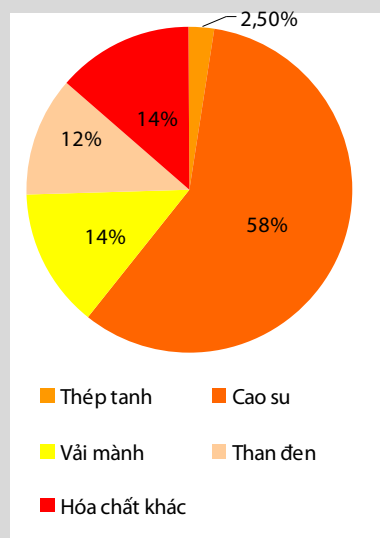
Công suất	Sảm	Lốp
Sản phẩm xe đạp	12.000.000	500.000
Sản phẩm xe máy	25.000.000	700.000
Sản phẩm ô tô	800.000	1.150.000

Cơ cấu sản phẩm theo doanh thu



Nguồn: CSM

Cơ cấu nguyên liệu theo giá trị



Nguồn: CSM

Khả năng sinh lời qua các năm

Nguyên liệu sản xuất

Chi phí nguyên liệu chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu khoảng 65% trong đó 58% là cao su nguyên liệu, 14% thép tanh, 12% vải màn và 14% than đen. Công ty sử dụng cả cao su tự nhiên và cao su tổng hợp. Với thể mạnh là nước có nguồn cao su tự nhiên dồi dào và công ty có quan hệ tốt với các nhà cung cấp cao su, đồng thời trở thành cổ đông chiến lược tại CTCP cao su Phước Hòa đã giúp công ty có được nguồn cung nguyên liệu ổn định. Cao su tổng hợp, thép tanh, vải màn, than đen đều được nhập khẩu từ nước ngoài. Tuy nhiên, giá cả các loại nguyên liệu này khá biến động do chịu ảnh hưởng của biến động giá dầu và giá sắt thép trên thế giới.

Gần đây, Công ty tham gia góp vốn liên doanh xây dựng nhà máy sản xuất Than đen tại Việt Nam cùng tập đoàn RPG của Ấn Độ. Dự án sẽ góp phần ổn định cho nguồn nguyên liệu đầu vào của Công ty thay thế cho nhập khẩu.

Thị phần - Đối thủ cạnh tranh

Hiện tại, thị trường săm lốp xe tại Việt Nam bị chi phối mạnh bởi 3 thành viên của Tổng công ty Hóa chất Việt Nam là CTCP Công nghiệp cao su Miền Nam, CTCP cao su Đà Nẵng và CTCP Sao Vàng. Mặc dù hoạt động cùng ngành nhưng cả 3 doanh nghiệp có thể mạnh vào từng loại sản phẩm riêng như Casumina là sản phẩm săm lốp xe máy, xe tải nhẹ, Cao su Đà Nẵng là xe tải nặng và xe chuyên dùng trong khi cao su Sao Vàng tập trung ở phân khúc lốp xe đạp. Tuy nhiên, xét tổng thể Casumina có khả năng vượt trội hơn khi chiếm thị phần cao ở cả 3 sản phẩm ô tô (32%), xe máy (47%) và xe đạp (42%). Năm 2008, Casumina tiếp tục là doanh nghiệp Việt Nam duy nhất trong danh sách 75 công ty sản xuất săm lốp hàng đầu trên thế giới với vị trí thứ 60 do tạp chí Rubber & Plastic news xếp hạng.

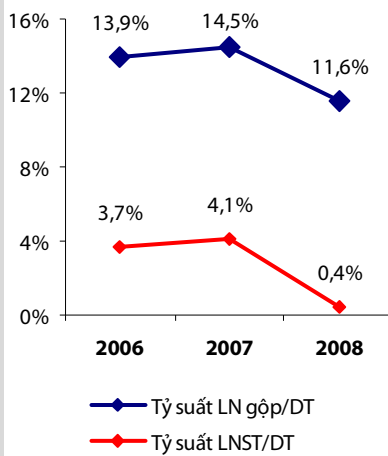
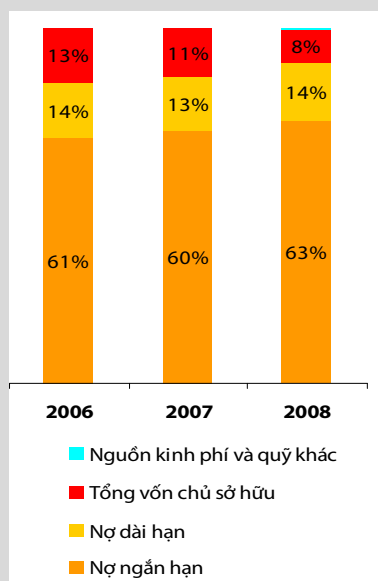
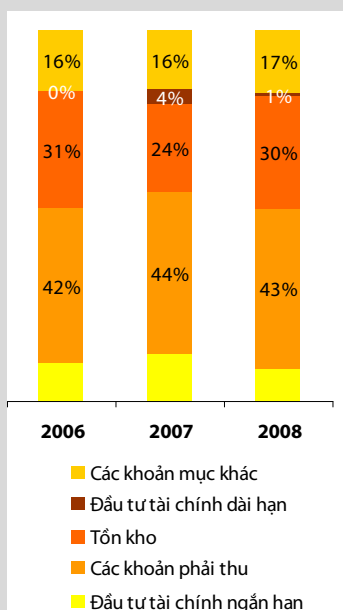
Ngoài ra ở khối các doanh nghiệp nước ngoài mới đây có nhà máy sản xuất lốp xe Kumho Tires Việt Nam khánh thành tại KCN Mỹ Phước 3, tỉnh Bình Dương năng suất đạt 3.150.000 lốp/năm, hoạt động năm 2008. Sản phẩm của nhà máy là lốp Radial cho xe khách và xe tải nhỏ. Đây dự kiến là đối thủ cạnh tranh khá nặng ký đối với các Công ty sản xuất lốp xe của Việt Nam nói chung và Casumina nói riêng.

Các dự án kinh doanh

- Đầu tư mở rộng và sắp xếp lại sản xuất các Xí nghiệp săm lốp hiện tại: với giá trị đầu tư 50 tỷ đồng sẽ tiến hành trong năm 2009 – 2010.
- Tiếp tục góp vốn thành lập Công ty liên doanh sản xuất Than đen cùng Phillips Carbon Black - Ấn Độ: tổng vốn đầu tư là 16 triệu USD trong đó phía Ấn Độ góp 80% còn lại phía Việt Nam có 8% của Casumina, 5% của CTCP Cao su Đà Nẵng và 7% của CTCP Cao su Sao vàng. Hiện nay Công ty Liên doanh đang tiến hành thủ tục xin giấy phép đầu tư, các bên đã góp một phần vốn để nộp tiền đặt cọc thuê 13 ha đất của Khu Công nghiệp Mỹ Xuân A1- Bà Rịa Vũng Tàu
- Đầu tư sản xuất 300.000 chiếc lốp ô tô radial toàn thép tại XN Casumina Bình Dương: tổng vốn đầu tư là 884 tỷ đồng. Dự kiến dự án sẽ được đưa vào hoạt động từ năm 2012 và 30% sản lượng đầu ra sẽ được xuất khẩu.
- Dự án Tòa nhà Casumina: Công ty đã được Thành phố chấp thuận cho thuê khu đất tại khu Văn phòng hiện nay của Công ty đến năm 2046 và được phép xây dựng thành tòa nhà đa chức năng. Hiện tại Công ty đang thực hiện các bước tiếp theo để thực hiện đầu tư dự án.

Đầu tư tài chính

Ngày 06/08/2009

**Cơ cấu nguồn vốn****Cơ cấu tài sản**

Công ty có tham gia đầu tư tài chính vào cổ phiếu ngắn hạn của các doanh nghiệp cùng ngành như DRC và đầu tư dài hạn vào CTCP Cao su Phước Hòa với tổng giá trị 55,78 tỷ đồng (số lượng 1 triệu cổ phiếu).

Rủi ro trong kinh doanh

Sự biến động của giá cao su theo giá dầu mỏ và cả biến động giá thép sẽ luôn là một rủi ro cho việc hoạch định kinh doanh của Công ty. Hoạt động sản xuất có thể sẽ bị gián đoạn do 3 trong số 7 nhà máy của Công ty cần phải di dời ra khỏi khu vực thành phố. Vấn đề tỷ giá cũng có những ảnh hưởng nhất định lên hoạt động công ty. Nếu tỷ giá tăng hàng xuất khẩu của Công ty mất lợi thế còn tỷ giá giảm sẽ ảnh hưởng đến tình hình nhập khẩu nguyên liệu.

Lãi suất và tỷ giá cũng sẽ là những vấn đề cần quan tâm khi tỷ lệ nợ luôn chiếm khoảng 75% tổng tài sản và các nguyên liệu cho sản xuất vẫn phải nhập khẩu.

2. Tình hình tài chính

Mặc dù doanh thu năm 2008 tăng 10% so với năm 2007 nhưng do biến động giá cao su nguyên liệu trong năm quá lớn làm cho tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2008 chỉ còn 11,6% từ mức 14,52% của năm 2007. Thêm vào đó, thua lỗ từ hoạt động đầu tư tài chính cổ phiếu ngắn hạn đã giảm hiệu quả hoạt động của Công ty trong năm 2008 rất nhiều. Tỷ suất lợi nhuận ròng trong năm của công ty chỉ còn 0,4% (năm 2007 là 4,1%). Bước sang 6 tháng đầu năm 2009, tình hình kinh doanh đã được cải thiện hơn với việc giá nguyên liệu cao su giảm mạnh cùng với chương trình hỗ trợ lãi suất 4% của gói kích thích kinh tế lợi nhuận sau thuế tăng đột biến đạt 105 tỷ.

Hàng tồn kho lớn và các khoản phải thu chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản qua các năm khiến cho nguồn vốn lưu động của Công ty khá hạn chế. Trong những năm qua lợi nhuận hằng năm đều được bổ sung vào nguồn vốn chủ đáp ứng nhu cầu vốn của Công ty tuy nhiên Casumina vẫn phải duy trì một tỷ lệ nợ chiếm trên 70% trong đó phần lớn là nợ ngắn hạn.

Dự phóng – Định giá:

Với kết quả kinh doanh khả quan của 6 tháng đầu năm đạt doanh thu 1.107 tỷ đồng và lợi nhuận 105 tỷ đồng, chúng tôi ước tính kết quả chung của cả năm nay Công ty sẽ có thể đạt kế hoạch doanh thu 2.200 tỷ VND và vượt kế hoạch 100 tỷ lợi nhuận trước thuế 100%. Năm 2009 là năm cuối cùng Casumina được ưu đãi cổ phần hóa với mức thuế suất 12,5%. Năm 2010 – 2011 tốc độ tăng doanh thu bình quân 5%, sang năm 2012 với sự đóng góp của dự án nhà máy radial toàn thép doanh thu của công ty dự kiến tăng 15%. Việc tăng sản lượng sản xuất sẽ giúp công ty hạ giá thành sản phẩm nhờ đó tỷ suất lợi nhuận gộp cũng tăng tương ứng. Các chi phí quản lý và bán hàng được dự phóng như những năm quá khứ.

Giả định công ty sẽ tăng vốn điều lệ lên 300 tỷ đồng vào năm 2010 và giữ nguyên mức vốn này cho các năm tiếp theo.

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	81.483	25%	20.371
FCFE	48.294	25%	12.074
P ₀ /E ₀	61.225	25%	15.306
P/BV	42.893	25%	10.723
Giá bình quân		100%	58.474

Ngày 06/08/2009

Quyết định số 002/2007/QĐ-BCT ngày 29/08/2007 của Bộ Công Thương về việc phê duyệt Quy hoạch phát triển ngành công nghiệp xe máy Việt Nam giai đoạn 2006 - 2015, có xét đến năm 2020 dự báo nhu cầu thị trường trong nước:

- Đến năm 2010, dự báo lượng xe máy lưu hành trong cả nước khoảng 24 triệu xe, tăng bình quân hàng năm khoảng 2,0 - 2,2 triệu xe/năm;
- Đến năm 2015, dự báo lượng xe máy lưu hành trong cả nước khoảng 31 triệu xe, tăng bình quân hàng năm giai đoạn này vào khoảng 2 triệu xe/năm;
- Đến năm 2020, tổng số xe máy lưu hành trong cả nước đạt khoảng 33 triệu xe, tăng bình quân hàng năm giai đoạn 2016 - 2020 vào khoảng 1,8 triệu xe/năm.

SƠ LƯỢC NGÀNH CÔNG NGHIỆP SẢN XUẤT Lốp XE

Ngành công nghiệp sản xuất lốp xe trong nước thuận lợi nhờ nguồn nguyên liệu ổn định

Ngành công nghiệp chế biến cao su của Việt Nam ra đời từ những năm 1950 nhưng đến nay vẫn chưa phát triển tương xứng với vị trí một nước có nguồn nguyên liệu cao su dồi dào. Khối lượng cao su tiêu thụ trong công nghiệp chế biến chỉ mới đạt khoảng 10%, tương đương 50.000 tấn/năm. Tuy nhiên, trong những năm tới dự báo ngành cao su tăng trưởng mạnh khi nhu cầu tiêu thụ các mặt hàng cao su ngày càng lớn.

Sản lượng cao su tự nhiên của Việt Nam năm 2008 khoảng 662 ngàn tấn, dự báo trong năm 2009 sản lượng cao su sẽ chỉ khoảng 650 ngàn tấn do Việt Nam tham gia cắt giảm sản lượng để bình ổn giá. Tuy nhiên, với diện tích cao su đang mở rộng trong nước cùng các dự án đầu tư tại Lào và Campuchia sẽ tạo ra một nguồn cung nguyên liệu dồi dào trong những năm tới. Đây là yếu tố thuận lợi giúp các công ty trong ngành hoạt động ổn định trước rủi ro biến động giá cao su trên thế giới.

Nhu cầu sử dụng phương tiện vận chuyển của thị trường nội địa và trên thế giới khá lớn nhất là khu vực Châu Á

Với tốc độ tăng trưởng hàng năm trên 8% và dân số trên 80 triệu dân với đời sống ngày càng được nâng cao, nhu cầu về sử dụng các loại phương tiện giao thông như xe máy, ô tô... ngày càng gia tăng mạnh mẽ.

Chính phủ khuyến khích phát triển ngành công nghiệp xe máy thông qua Quyết định số 002/2007/QĐ-BCT ngày 29/08/2007 của Bộ Công Thương về việc phê duyệt Quy hoạch phát triển ngành công nghiệp xe máy Việt Nam giai đoạn 2006 - 2015. Đây là điều kiện thuận lợi cho ngành sản xuất lốp xe phát triển khi nhu cầu sử dụng phương tiện trong nước ngày càng tăng.

Thị trường lốp ô tô thế giới sẽ tiếp tục tăng trong những năm tới đặc biệt tại các khu vực như Châu Á và Đông Âu, đặc biệt tại các nước như Trung quốc, Ấn Độ, nơi có tỷ lệ ô tô trên dân số còn rất thấp và kinh tế đang tăng trưởng rất nhanh. Châu Á nói chung và ASEAN nói riêng sẽ là nơi hấp dẫn đối với ngành sản xuất lốp vì ngoài việc là thị trường tiêu thụ đầy tiềm năng còn là nơi gần nguồn nguyên liệu và giá lao động khá rẻ.

Xu hướng sử dụng lốp ô tô đang chuyển dịch sang sử dụng lốp radian với tỷ trọng ngày càng tăng cùng với việc cải thiện chất lượng hạ tầng cơ sở như đường xá. Lốp Radian là loại lốp có nhiều ưu điểm hơn hẳn lốp Bias do có sự tiếp xúc ma sát giữa lốp với mặt đường và tăng độ an toàn cho người lái. Tuy nhiên, công nghệ sản xuất phức tạp, đòi hỏi vốn đầu tư lớn nên phải đạt công suất lớn mới đảm bảo có lãi.

Bảng thống kê tóm tắt số liệu kinh doanh các DN tiêu biểu

Đơn vị: tỷ đồng	Năm 2008					Quý 2/2009	
	Doanh thu	Lợi nhuận	ROA	ROE	Cổ tức	Doanh thu	Lợi nhuận
CAS	2.149	9	0,76%	3,23%	19,46%	1.108	105
DRC	1.291	52	8,43%	23,97%	19,00%	868	175
CTCP Cao su Sao vàng	920	1	0,14%	0,56%	2,50%	504	35

Ngày 06/08/2009

**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. Bản quyền thuộc VDSC, 2009.