

## MCK: GMD (HOSE)

## CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẠI LÝ LIÊN HIỆP VẬN CHUYỂN

## MUA

**ĐỊNH GIÁ 116.000****Chuyên viên: Vũ Hoàng Việt****Email: viet.vh@vdsc.com.vn****ĐT: 08 6299 2006 – Ext 308****Chuyên viên: Đoàn Thị Thanh Trúc****Email: truc.dtt@vdsc.com.vn**

## Chỉ tiêu cơ bản

Giá (11/09/2009)	88.500
Giá cao nhất (52 tuần)	88.500
Giá thấp nhất (52 tuần)	19.000
Số CP đang lưu hành	47.500.000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	4.203
P/E (EPS 2008)	-
P/BV (BV 31/06/09)	1,94

## Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: VDSC

## CTCP ĐẠI LÝ LIÊN HIỆP VẬN CHUYỂN

Cao ốc Gemadept,  
6 Lê Thánh Tôn, Phường Bến Nghé,  
Quận 1, Tp Hồ Chí Minh, Việt Nam

ĐT: +84 38 236 236

Fax: +84 241 3 820 845

Website: www.gemadept.com.vn

## VẬN TẢI

Giá trị GMD được ước tính vào khoảng 116.000 đồng/CP, (tương đương giá trị vốn hóa khoảng 5.510 tỷ đồng), cao hơn 31% so với giá tham chiếu ngày 14/09/09. Chúng tôi nhận thấy GMD có những thuận lợi trong cả ngắn hạn và dài hạn. Nhà đầu tư có thể xem xét mua vào tại các mức giá hợp lý tùy theo mục tiêu đầu tư.

Là một trong những doanh nghiệp hàng đầu của ngành hàng hải Việt Nam, GMD hội tụ cả hai yếu tố hấp dẫn: có nền tảng vững chắc để duy trì sự ổn định hoạt động kinh doanh đồng thời có những lợi thế đặc biệt để đẩy mạnh tăng trưởng trong tương lai.

GMD hiện đang sở hữu những cảng tại vị trí đắc địa (nằm trên 3 tuyến đường hành lang kinh tế Tiểu vùng sông Mê Kông mở rộng). Đặc biệt là dự án cảng Cái Mép, gần đây đang được giới đầu tư rất quan tâm, với tổng vốn đầu tư lên đến 410 triệu USD, sẽ được khởi công vào cuối quý 1/2010. Khi hoàn thành, đây sẽ là cảng nước sâu quy mô lớn nhất Việt Nam, cùng với các cảng (đã được xây dựng tại Cái Mép) của Tân Cảng, Cảng Sài Gòn trở thành hệ thống cảng trọng yếu của Miền Nam. Dự án này dự kiến sẽ đem lại khoảng lợi nhuận đột biến cho GMD kể từ 2012. Trước mắt, việc xác định lại giá trị đất dự án Cái Mép có thể giúp GMD ghi nhận khoảng 450 tỷ đồng lợi nhuận bất thường trong năm nay, đồng thời gia tăng giá trị sách trên mỗi cổ phiếu thêm khoảng 28.000 đồng.

Bên cạnh đó, GMD còn sở hữu 30% lô đất 5.800 m<sup>2</sup> tại vị trí Lê Lợi – Nam Kỳ Khởi Nghĩa, tương đương giá trị thị trường ước tính gần 60 triệu USD và một số tài sản bất động sản giá trị khác mà chúng tôi, theo nguyên tắc thận trọng, chưa đưa vào giá trị vốn hóa ước tính ở trên.

Giá trị tài sản lớn hơn nhiều so với giá trị sổ sách và tiềm năng của các dự án mà GMD đang và sẽ thực hiện là điều không khó nhận thấy, tuy nhiên, việc hiện thực hóa bằng dòng tiền thật sự phải cần ít nhất 2 năm, nhà đầu tư nên cân nhắc khả năng chịu rủi ro về thời gian. Một số vấn đề khác cần quan tâm là hoạt động đầu tư tài chính, vấn đề lãi suất (do GMD sử dụng vốn vay lớn) và rủi ro mang tính đặc thù ngành trong trường hợp kinh tế phục hồi chậm và thương mại thế giới trì trệ kéo dài.

## Thông tin giao dịch

Ngày	Giá đóng cửa	KLGD	Dư mua	Dư bán	NN mua	NN bán
11/09/2009	88.500	1.162.650	1.113.710	491.960	260	621.720
10/09/2009	88.000	782.700	591.450	567.220	25.000	279.760
09/09/2009	88.500	1.719.850	761.740	39000	6.400	356.910
08/09/2009	84.500	1.021.980	611.260	365.430	301.680	120.770
07/09/2009	80.500	535.100	403.290	320.920	20.000	78.000

## Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2008	2009 KH	6T/2009	2009 dự báo
Doanh thu	1.913	1.600	447	1.760
Lợi nhuận trước thuế	-145	135	125	
Lợi nhuận sau thuế	-137	78	116	701
Vốn điều lệ	475	475	475	475
Tổng tài sản	3.544		3.852	5.124
Vốn chủ sở hữu	2.030		2.164	3.483
ROA				13,7%
ROE				20,1%
EPS (VNĐ)	-2.887			14.747
Giá trị sổ sách (VNĐ)	42.743		45.560	73.334
Tỷ lệ cổ tức	15%			

Nguồn: GMD, VDSC ước tính

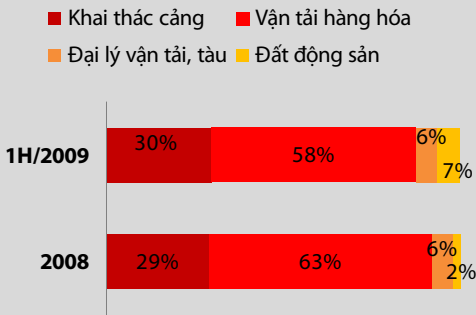
Ngày 12/09/2009

Thành lập	Năm 1991
Cổ phần hóa	Năm 1993
Nhân sự (28/02/2009)	>500 người

Quản trị - Điều hành

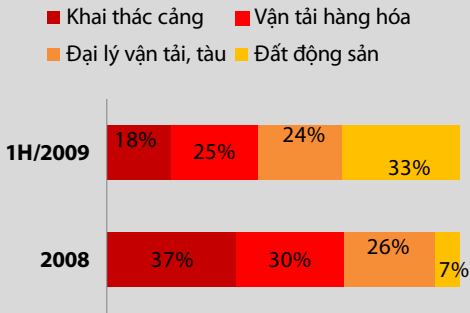
Tên	Chức vụ
Đỗ Văn Nhân	CT. HĐQT
Phạm Tiến Tịnh	TV. HĐQT
Đỗ Văn Minh	TV. HĐQT/TGĐ
Nguyễn Quốc Khánh	TV. HĐQT
Phạm Hồng Hải	TV. HĐQT
Nguyễn Minh Nguyệt	TV. HĐQT
Lê Ngọc Quang	Phó TGĐ
Vũ Ninh	TV. HĐQT
Chu Đức Khang	Phó CT.HĐQT/ Phó TGĐ

Cơ cấu doanh thu



Nguồn: GMD, VDSC

Cơ cấu lợi nhuận gộp



Nguồn: GMD, VDSC

CÔNG TY

Công ty Gemadept tiền thân là một DNNN thành lập năm 1990, cổ phần hóa năm 1993. Đến nay, Gemadept hầu như bao trùm toàn bộ các mảng khai thác cảng, vận tải hàng hóa, logistic,... và đã mở rộng sang cả lĩnh vực bất động sản, đầu tư tài chính.

Công ty đang định hướng phát triển thành một tập đoàn đa ngành nghề với qui mô 24 công ty con, công ty liên kết với mạng lưới trải rộng tại các cảng chính của Việt nam và một số quốc gia lân cận.

Hoạt động sản xuất kinh doanh

Sản phẩm - dịch vụ

**Khai thác cảng, logistic:** Hiện tại, GMD có ba cảng đang đưa vào khai thác. Cảng Phước Long với vị trí thuận lợi, hoạt động khá ổn định, đóng góp khoảng 70% thu nhập từ cảng của GMD. 6 tháng đầu năm, do tình hình khó khăn chung, công suất cảng này chưa được khai thác hết, dự kiến, trong điều kiện thuận lợi, có thể tăng trưởng lên gấp đôi. Hai cảng mới đưa vào hoạt động vào cuối 2008, đầu 2009 là cảng Dung Quất (góp 55%) và cảng Nam Hải (góp 30%). Trong đó, Cảng Nam Hải đã hoạt động hết công suất trong thời gian đầu. Cảng Dung Quất tuy chưa đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm nhưng với vị trí gần liền với tiềm năng Khu Kinh Tế Dung Quất, các khu CN ở các tỉnh Quảng Nam, Quảng Ngãi, Tây Nguyên và phía Bắc Bình Định, kỳ vọng cũng sẽ tạo ra nguồn thu ổn định trong vài năm tới.

**Vận tải hàng hóa:** GMD hiện đang sở hữu một đội tàu lớn gồm 6 tàu biển và 12 tàu cấp S1, S2 đang hoạt động. Mới chỉ tham gia vào thị trường vận tải biển quốc tế trong 2 năm, nhưng GMD đã được đánh giá nằm trong nhóm các hãng tàu container tầm cỡ trong khu vực. Theo thông tin chúng tôi được biết, 6 tháng đầu năm, các con tàu vẫn được vận hành bình thường, tuy nhiên, cước phí vận tải và phí thuê tàu bị giảm gần một nửa, chiếm tỷ trọng 58% doanh thu nhưng chỉ đem lại 25% lợi nhuận gộp.

**Đại lý hàng hải:** GMD đang liên doanh, hợp tác với hãng OOCL, Hyundai, Sinokor, Inchcape, MISC và hơn 40 hãng giao nhận quốc tế để cung cấp dịch vụ đại lý hàng hải và giao nhận. Trong 6 tháng đầu 2009, doanh thu từ hoạt động đại lý vận tải đóng góp 5,8% vào tổng doanh thu, không thay đổi nhiều so với cuối 2008, nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp giảm nhẹ làm giảm tỷ trọng lợi nhuận trong cơ cấu.

**Bất động sản:** Trong tình hình các mảng khác đều gặp khó khăn, hoạt động cho thuê văn phòng tại Gemadept Tower đã giúp duy trì được thu nhập. Hầu như 100% diện tích sàn cho thuê (khoảng 15.000 m2) đã được ký hợp đồng thời hạn 3 năm với giá cố định 50 USD/m2. Nguồn thu trên dưới 100 tỷ này kỳ vọng sẽ tương đối ổn định trong vài năm tới. Nhờ chi phí đầu tư thấp (chỉ khoảng 275 tỷ đồng), tỷ suất lợi nhuận gộp lên đến gần 90%. Vì vậy, 6 tháng đầu năm, bất động sản chỉ đóng góp 6,6% doanh thu nhưng lại chiếm đến hơn 33% lợi nhuận gộp.

Tuy nhiên, hiện nay, trong thị trường cao ốc cho thuê văn phòng, cung đang lấn át cầu với rất nhiều cao ốc đã và đang được xây dựng. Điều này tạo áp lực giảm giá để có thể tăng tính cạnh tranh và giữ được những khách hàng hiện có.

Thị trường

Là công ty lâu đời và có tên tuổi trên thương trường, GMD luôn có những khách hàng truyền thống và chiến lược trong hầu hết các mảng hoạt động.

Trong thời gian tới, cạnh tranh có khả năng sẽ diễn ra gay gắt hơn ở mảng bất động sản, văn phòng cho thuê và vận tải hàng hóa, đặc biệt là vận tải nội thủy khi

số tàu tăng lên với hơn 11 công ty tham gia khai thác các tuyến này.

#### Vị thế công ty

Hiện nay GMD đang sở hữu 6 tàu biển, 12 tàu cấp S1, S2 với tổng trọng tải 50.000 tấn và khả năng chuyên chở trên 4.000 TEU. Ngoài ra, Công ty có 3 hệ thống cảng lớn đó là Cảng ICD Phước Long (là cảng có lượng hàng container thông quan đứng hàng thứ 2 tại TP.HCM và thứ ba trong cả nước với sản lượng 240.000 TEU), Cảng Bình Dương và hệ thống Cảng Cái Lân. Hiện tại thị phần trong lĩnh vực khai thác cảng chiếm hơn 23%, lĩnh vực vận tải container chiếm 20% thị phần, đại lý giao nhận chiếm khoảng 15 - 20% thị phần so với cả nước.

GMD có thế mạnh nhờ có đội tàu lớn, do đó có khả năng cung cấp dịch vụ khép kín vận tải – cảng – logistics nên có khả năng cung cấp trọn gói với chi phí thấp, tăng sức cạnh tranh.

#### Tiềm năng tăng trưởng

<i>Dự án</i>	<i>Tổng vốn đầu tư</i>	<i>Thời gian thực hiện dự kiến</i>
Cảng Cái Mép	~ 410 triệu USD	2010 – 2012
Cảng hàng hóa hàng không Tân Sơn Nhất	~ 600 tỉ VNĐ	2007 – 2010
Cảng quốc tế Hoa Sen Gemadep – Cái Mép	~ 63 triệu USD	2008 – 2010
Cảng quốc tế Gemadep Nhơn Hội	~ 1.197 tỉ VNĐ	2007 – 2010
Lê Lợi Plaza	~ 50 triệu USD	2010 - 2012

Khủng hoảng kinh tế đã làm giảm đáng kể nhu cầu xuất nhập khẩu trong nửa cuối 2008. Sang quý 2, hoạt động vận tải của GMD được cải thiện, tuy nhiên, cước phí giảm đã ảnh hưởng đến kết quả doanh thu. Trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng, cạnh tranh có thể tiếp tục làm suất sinh lời mỏng này ở mức thấp.

Với việc tập trung đầu tư vào dự án khổng lồ Cảng Cái Mép và các cảng khác như Cảng hàng hóa hàng không Tân Sơn Nhất, Cảng quốc tế Nhơn Hội,..., GMD dường như đang xác định mảng hoạt động cốt lõi trong tương lai sẽ là khai thác cảng, tận dụng thế mạnh vị trí địa lý và các lợi thế khác của Công ty.

Cảng Cái Mép có thể nói là dự án trọng tâm của GMD trong hai năm tới. Đây sẽ là cảng nước sâu tầm cỡ ở châu Á, tổng chiều dài cầu cảng lên đến khoảng 1500m, tiếp nhận tàu trọng tải đến 200.000 DWT (so với quy mô cầu cảng từ 150 – 300m và tải trọng tàu tiếp nhận từ 10.000 – 30.000 DWT của các cảng hiện tại thuộc GMD).

Bên cạnh đó, dự án Lê Lợi Plaza, diện tích 5.800m<sup>2</sup> với tổng vốn đầu tư khoảng 50 triệu USD cũng được đánh giá rất cao. Dự án dự kiến sẽ bắt đầu khởi công vào quý 01/2010, hoàn thành sau đó 2 năm và đưa vào khai thác như một trung tâm thương mại và cao ốc cho thuê văn phòng.

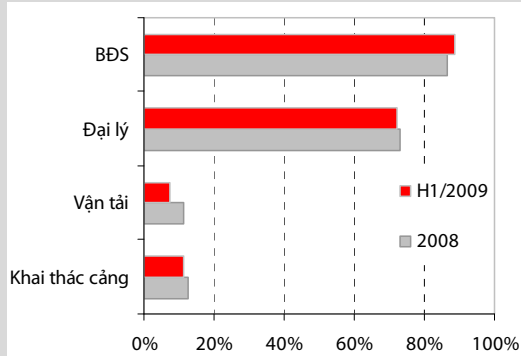
#### Rủi ro kinh doanh

Trong lĩnh vực khai thác cảng, trong giai đoạn hiện tại, có rất nhiều các công ty vận tải trong nước và những công ty vận tải nước ngoài tham gia đầu tư mạnh dự án xây dựng cảng, do đó, mức độ cạnh tranh của lĩnh vực kinh doanh này trong tương lai là khá lớn.

Cạnh tranh mạnh mẽ trong lĩnh vực vận tải hàng hóa trong thời gian tới có thể khiến tốc độ tăng lợi nhuận chậm hơn mức độ tăng doanh thu.

Các dự án GMD đang tham gia đòi hỏi một lượng vốn đầu tư lớn, phải tăng cường

Ngày 12/09/2009

**Tỷ suất lợi nhuận gộp**

Nguồn: VDSC ước tính

**Khả năng sinh lợi**

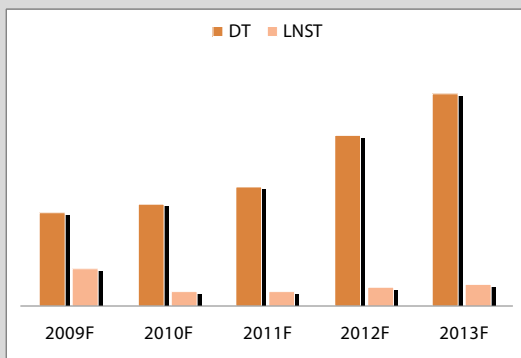
	2006	2007	2008
LN Gộp/DT	20,4%	19,5%	17,0%
LN HĐKD/DT	13,0%	11,0%	11,6%
LNST/DT	18,1%	22,6%	-7,6%
ROA	11,2%	6,2%	-3,9%
ROE	25,0%	8,9%	-6,8%

Nguồn: VDSC

**Cấu trúc tài chính**

	2006	2007	2008
<b>Cấu trúc tài sản</b>			
Hàng tồn kho/TTS	0,4%	0,3%	0,8%
TSCĐ/TTS	43%	36%	47%
ĐTTC dài hạn/TTS	15%	24%	18%
<b>Cấu trúc vốn</b>			
Tổng nợ/TTS	53%	30%	42%
Nợ vay/TTS	28%	14%	27%

Nguồn: VDSC



Nguồn: VDSC ước tính

vay nợ. Mặc dù đầu ra của dự án được các bên tham gia khá lạc quan. Tuy nhiên, nếu hoạt động khai thác không thuận lợi như dự kiến thì gánh nặng lãi vay sẽ khiến dòng tiền của Công ty bị cạn kiệt.

**Đầu tư tài chính**

Hoạt động đầu tư tài chính là nguyên nhân chủ yếu khiến GMD có lợi nhuận âm (-165,2 tỷ VNĐ) trong năm 2008 với mức trích lập dự phòng cực lớn.

Đến hết quý 2-2009, cùng với sự hồi phục mạnh mẽ của thị trường chứng khoán Việt Nam đã giúp GMD hoàn nhập dự phòng giảm giá đầu tư chứng khoán hơn 136 tỷ đồng.

**Tình hình tài chính****Khả năng sinh lợi**

Ngoại trừ mảng vận tải bị giảm sút lợi nhuận nghiêm trọng, các mảng còn lại tỷ suất lợi nhuận gộp biến động không đáng kể. Hoạt động bất động sản (hiện tại chỉ là cho thuê văn phòng) có tỷ suất lợi nhuận gộp cao đột biến, chúng tôi đã phân tích ở trên. Tỷ suất lợi nhuận hoạt động kinh doanh trên doanh thu ổn định, tuy nhiên, ROA và ROE lại biến động mạnh và khá thấp trong năm 2007 và nửa đầu 2009. Điều này có thể dễ lý giải, GMD đang trong giai đoạn đầu tư mạnh, dẫn đến sự bất cân xứng về thời gian giữa dòng tiền đầu tư và dòng thu nhập. Điều này cũng gợi lên rằng, trong trường hợp tình hình kinh tế kém thuận lợi, các dự án càng chậm trễ tiến độ thì các chỉ số tài chính càng xấu đi.

**Cấu trúc tài chính và hiệu quả hoạt động**

Trong 2008, mức độ sử dụng nợ vay ngắn hạn và dài hạn của công ty khá lớn, chủ yếu để phục vụ cho các dự án xây dựng cảng và mua đầu tư thêm tàu. Điều này dẫn đến chi phí lãi vay trong năm 2008 tăng khá mạnh.

**DỰ PHÓNG – ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi dự phóng thận trọng tăng trưởng các mảng kinh doanh của Gemadept trong khoảng 5- 20% (ngoại trừ ước tính doanh thu khai thác cảng sẽ tăng 100% khi đưa Cảng Cái Mép vào hoạt động).

Tỷ suất lợi nhuận gộp của vận tải cải thiện dần và của các mảng khác ổn định trong 5 năm.

**Các tham số trong mô hình định giá**

Do dự án trọng tâm Cái Mép và các cảng khác dự kiến có thể đưa vào khai thác từ 2012, 2013, dòng tiền thời gian sau đó nhiều khả năng sẽ tăng trưởng mạnh. Chúng tôi sử dụng mức tăng trưởng dài hạn 7% cho mô hình FCFF và FCFE.

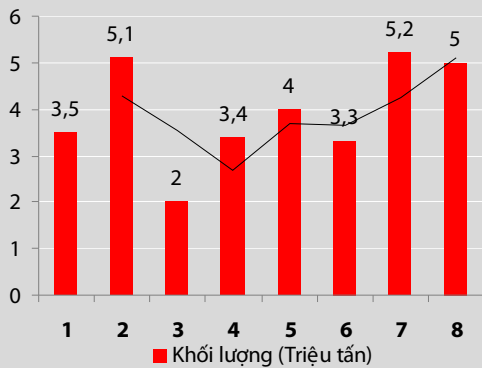
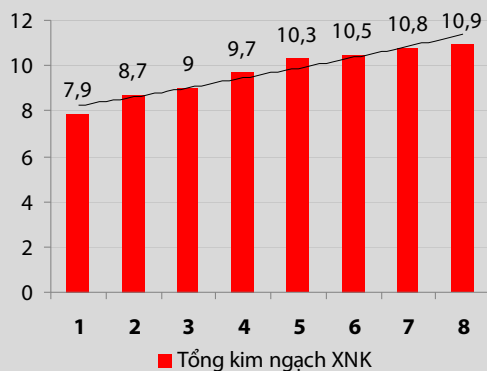
Chi phí sử dụng vốn tương ứng là  $Re = 15\%$ ,  $WACC = 13,9\%$

Phương pháp so sánh P/E, chúng tôi chỉ đưa ra mức P/E chấp nhận là 7,5 lần, phần nào loại trừ tính đột biến do lợi nhuận bất thường từ việc hạch toán giá trị khu đất cảng Cái Mép dự kiến sẽ thực hiện trong nửa cuối năm.

**Kết quả định giá**

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	106.015	30%	31.805
FCFE	108.894	30%	32.668
P/E	110.606	20%	22.121
P/BV	146.667	20%	29.333
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>115.927</b>

Ngày 12/09/2009

**Tổng kim ngạch Xuất Nhập Khẩu đến 08/2009****Khối lượng hàng hóa vận chuyển bằng đường biển đến 08/2009****SƠ LƯỢC NGÀNH VẬN TẢI VÀ CẢNG BIỂN**

Việt Nam với đường bờ biển kéo dài hơn 3.200km, theo thống kê của VCCI. Việt Nam hiện có 49 cảng biển, phần lớn còn rất nhỏ, không có khả năng đón các loại tàu lớn do đó, hầu hết hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam đều phải trung chuyển tới các cảng trong khu vực. Điều này làm mất khả năng cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam vì các chi phí lưu kho, bến bãi và nhiên liệu cho việc trung chuyển này rất lớn. Điều này cũng có khả năng làm giảm khả năng thu hút vốn FDI vào Việt Nam khi giá vận chuyển quá cao.

80 đến 90% vận tải hàng hóa của Việt Nam được thực hiện thông qua đường biển. Trong 7 tháng đầu năm 2009, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu đạt 79,5 tỷ USD, giảm hơn 23% so với cùng kỳ năm 2008. Từ tháng 03/2009, khối lượng vận tải hàng hóa bằng đường biển của Việt Nam đã có sự tăng trưởng đáng kể từ, tuy nhiên giá trung bình cước vận tải vẫn còn ở mức thấp hơn 40-50% so với cùng kỳ năm ngoái.

Triển vọng ngành trong những tháng cuối năm có xu hướng tốt lên. Theo dự báo tháng 7 của IMF, kinh tế thế giới đang dần hồi phục bắt đầu từ những tháng cuối năm 2009, các con số thống kê về sản lượng sản xuất Công Nghiệp của các nước tăng. Cùng với đó, quý 3 và 4 cũng bắt đầu mùa sôi động của hoạt động thương mại, hoạt động vận tải biển được kỳ vọng sẽ sôi động trở lại.

Quy hoạch cảng biển đến 2030 đang được chờ duyệt là một định hướng phát triển tích cực cho ngành với 6 vùng quy hoạch trải dài trên cả 3 miền. Tập trung tại các khu vực có những dự án trọng điểm của nhà nước (đồng bằng sông Cửu Long, nhà máy lọc dầu Dung Quất,...) Đây là một quy hoạch mang tính chiến lược và dài hạn nhằm khai thác và phát huy tối đa tiềm năng của một nước có đường bờ biển dài như Việt Nam. Các khu vực được quy hoạch phát triển cảng biển đều nằm trên ba tuyến hành lang kinh tế Đông Tây chạy qua các nước lưu vực sông Me-Kong. Đây sẽ là ba tuyến đường huyết mạch vận chuyển hàng hóa trong khu vực ra thế giới bằng con đường biển Đông. Điều này mang lại cho Việt Nam một tiềm năng phát triển ngành vận tải biển rất lớn.

Tuy trong thời điểm hiện tại, ngành vận tải và cảng biển vẫn còn gặp nhiều khó khăn về cân đối giá thành và chi phí nhiên liệu đang tăng, nhưng với chính sách phát triển dài hạn của Chính Phủ và các dự án cảng lớn đang và sẽ được xây dựng trong thời gian tới sẽ làm tăng đáng kể năng lực hoạt động của ngành và kinh tế Việt Nam.

**Bảng thông kê tóm tắt các DN tiêu biểu trong ngành**

Đơn vị: tỷ đồng

Mã CK	Vốn điều lệ	Năm 2008					1H2009	
		Doanh thu	LNST	ROA	ROE	Cổ tức	Doanh thu	LNST
VFR	150	301	31,4	6%	15%	8%	97	7
DDM	122	270	14	1%	9%	10%	133	-7
VSG	110,4	134	6	1%	4%	10%	61	3
VSC	96,2	313	104	24%	36%	50%	202	67
TMS	63,4	174	27	12%	14%	15%	74	9
DXP	52,5	72	25	24%	30%	32%	71	25
SFI	28	121	35	12%	26%	10%	50	12





## 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.