

MCK: HAP (HOSE)

CTCP TẬP ĐOÀN HAPACO

NẮM GIỮ

ĐỊNH GIÁ 31.700 VND/CP**Chuyên viên thực hiện:****Nguyễn Thị Hải Yến****Email: yen2.nth@vdsc.com.vn****ĐT: 62992006 (Ext: 313)****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (17/09/2009)	28.000
Giá cao nhất (52 tuần)	7.700
Giá thấp nhất (52 tuần)	32.500
Khối lượng niêm yết	16.816.317
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	471
P/E (EPS 2009)	11
P/BV (BV 6T/2009)	1,10

Đồ thị giá 52 tuần

Nguồn: VDSC

CTCP TẬP ĐOÀN HAPACO

Tầng 5 – 6, toà nhà Khánh Hội

Lô 2/3C đường Lê Hồng Phong,

Ngô Quyền, Hải Phòng

Điện thoại: 031.3556002

Fax: 031.3556008

Website: www.hapaco.vn

NGUYÊN LIỆU CƠ BẢN – LÂM SẢN

Giá trị ước tính của cổ phiếu CTCP Tập đoàn Hapaco là 31.700 VND/CP cao hơn giá giao dịch ngày 17/09/2009 khoảng 13%. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư tiếp tục nắm giữ cổ phiếu HAP và chỉ đầu tư thêm khi mức lệch đủ lớn để cân đối giữa rủi ro và lợi nhuận từ cổ phiếu HAP đem lại cũng như kỳ vọng của mỗi cá nhân.

Ngành giấy trong thời gian gần đây đang có những chuyển biến tích cực sau thời gian lao đao do nhu cầu giảm đột ngột vì khủng hoảng kinh tế. Tiềm năng ngành giấy của Việt Nam tốt nhờ nguồn nguyên liệu dồi dào và nhu cầu sử dụng tăng nhanh sẽ tạo nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp trong ngành tiếp tục khai thác.

Hapaco là doanh nghiệp lớn thứ hai trong các doanh nghiệp giấy phía Bắc có khả năng bảo đảm được nguồn nguyên liệu ổn định cho sản xuất. Phát triển đa ngành sang lĩnh vực y tế, lọc hóa dầu nên nhận được nhiều ưu đãi và hỗ trợ của địa phương và chính phủ sẽ đem lại tiềm năng phát triển lớn cho Công ty trong tương lai. Lợi nhuận 8 tháng đầu năm 2009 công ty đã hoàn thành kế hoạch của năm tuy vậy lợi nhuận đến từ hoàn nhập dự phòng và đầu tư cổ phiếu là chính, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính rất thấp.

Chúng tôi cũng lưu ý nhà đầu tư khi chọn cổ phiếu HAP là hoạt động của Công ty đang phát triển theo hướng đa ngành nên hiệu quả hoạt động kinh doanh của Công ty trong thời gian đầu bị hạn chế do nguồn lực bị phân tán ra nhiều lĩnh vực. Thứ hai, đầu ra cho sản phẩm đang tập trung nhiều thị trường Đài Loan nên công ty chịu rủi ro lớn khi có biến động. Hơn nữa, đầu tư cổ phiếu nhiều có thể đem lại lợi nhuận đột biến nhưng cũng có thể làm giảm lợi nhuận chung của Công ty.

Thông tin giao dịch

Ngày	Giá đóng cửa	KLGD	Dư mua	Dư bán	NN mua	NN bán
16/09/2009	26.700	232.610	183.200	272.770	0	4600
15/09/2009	27.300	243.500	365.860	428.460	0	0
14/09/2009	28.000	616.250	407.800	443.520	5600	110
11/09/2009	26.900	77.110	1.180.180	0	0	300
10/09/2009	25.700	401.650	164.710	292.230	2000	300

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đơn vị: triệu đồng	2008	2009 (E)	KH2009	6T/2009	8T/2009
Doanh thu	318.681	331.429	330.000	159.026	210.168
Lợi nhuận sau thuế	-67.410	43.021	30.000	21.726	30.325
Vốn điều lệ	169.718	178.204		169.718	
Tổng tài sản	673.968	692.424		681.112	
Vốn chủ sở hữu	411.734	449.167		433.977	
ROA	-10%				
ROE	-16%				
EPS điều chỉnh (VNĐ)	-4.608				
Giá trị sổ sách (VNĐ)	24.260			25.570	
Tỷ lệ cổ tức	0%		10,00%		

Nguồn: HAP, VDSC ước tính

Ngày thành lập: Năm 1960
Ngày giao dịch đầu tiên: 08/12/2000
Nhân sự: 1.551 người

Quản trị - Điều hành

Tên	Chức vụ
Vũ Dương Hiến	Chủ tịch, TGD
Vũ Xuân Thủy	Ủy viên, Phó TGD
Vũ Xuân Thịnh	Ủy viên, Phó TGD
Nguyễn Thị Ngọc	Ủy viên
Phạm Thị Nguyệt	Ủy viên
Bùi Đức Thống	Ủy viên
Nguyễn Đức Hậu	Ủy viên

Công ty con	VĐL	% sở hữu
CTCP Hapaco Hải Âu	32,89	52,54
CTCP Hapaco Yên Sơn	37,30	79,89
CTCP Hapaco Đông Bắc	45	29,7
CTCP Hapaco HPP	127	94,83
CTCP Hapaco Phương Đông	30	99,88
CTCP Hải Hà	20	61,54
CTCP Dệt may Hapaco	30	100
CTCP TM – DV Hải Phòng		99,53
CTCP Quản lý quỹ đầu tư CK Hải Phòng	11	75
CT TNHH Đầu tư tài chính Hapaco	100	100

Công ty liên kết	VĐL	% sở hữu
CTCP HAP – REE	60	49
CTCP KCN Hải Phòng	500	30

CTCP Tập đoàn Hapaco tiền thân là Xí Nghiệp giấy bìa Đồng Tiến chủ yếu cung cấp các loại giấy bìa carton (các-tông) cho nhân dân trong khu vực. Sau quá trình phát triển gần 40 năm, đến năm 1990 CTCP giấy Hải Phòng (Hapaco) được thành lập. Năm 2000, Hapaco là một trong 4 doanh nghiệp đầu tiên được niêm yết cổ phiếu trên Trung tâm giao dịch Chứng khoán Tp.HCM.

Đến nay, hoạt động của Hapaco đã không còn gói gọn ở sản xuất giấy mà phát triển sang các lĩnh vực tài chính, thương mại và cả dệt may. Từ ngày 8/8/2009 Công ty đã chính thức đổi tên thành CTCP tập đoàn Hapaco với vốn điều lệ là 170 tỷ đồng.

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

Hoạt động kinh doanh truyền thống của Công ty là sản xuất giấy, gần đây công ty đã mở rộng sang dệt may và thương mại tuy nhiên các hoạt động này còn khá mới chưa có đóng góp lớn trong doanh thu.

Các sản phẩm chính của Công ty bao gồm: giấy đế, giấy vệ sinh, giấy Kraf và đũa. Doanh thu giấy đế và giấy kraf hiện có tỷ trọng đóng góp cao nhất trong cơ cấu doanh thu và cũng là hai mặt hàng cho tỷ suất lợi nhuận gộp cao nhất. Dự kiến hai sản phẩm này vẫn sẽ là sản phẩm chủ lực trong thời gian tới.

Thị trường tiêu thụ

Giấy kraf là nguyên liệu để sản xuất bao bì công nghiệp phần lớn được cung cấp trực tiếp cho các khách hàng ở phía Bắc. Giấy đế là nguyên liệu sản xuất giấy tiền vàng mã, thị trường tiêu thụ chính sản phẩm này là Đài Loan.

Năng lực sản xuất

Năng lực sản xuất thành phẩm của Công ty hiện nay là 28.000 tấn giấy Kraf/năm, giấy vệ sinh 6.000 tấn/năm, giấy đế dập nhũ xuất khẩu của Công ty và các thành viên khoảng trên 18.000 tấn/năm.

Nguyên liệu sản xuất

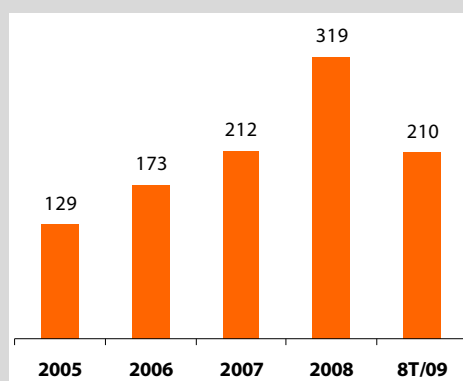
Bột giấy là nguyên chính để sản xuất. Ngoại trừ giấy kraf phần lớn sử dụng nguyên liệu nhập khẩu từ thị trường Bắc Âu, Bắc Mỹ các nguyên liệu bột giấy còn lại được chế biến trong nước. Công ty đã liên kết với vùng trồng nguyên liệu và ký kết hợp đồng mua bán nguyên liệu để sản xuất bột giấy tại vùng lân cận nhà máy nhờ đó Hapaco có khả năng chủ động về nguồn nguyên liệu của mình và giảm được chi phí vận chuyển. Hapaco hiện có những nhà máy sản xuất bột giấy nguyên liệu như:

- Nhà máy giấy Hòa Bình: 12.000 tấn/năm
- Nhà máy giấy Hải Hà: 16.000 tấn/năm
- Nhà máy giấy Yên Sơn: 12.000 – 14.000 tấn/năm
- Xí nghiệp giấy Văn Bằng Lào Cai: 6.000 tấn/năm

Giá bột giấy từ cuối năm 2008 đến tháng 8/2009 khá ổn định. Tuy nhiên, từ đầu tháng 9, các công ty cung cấp bột giấy lớn trên thế giới ở khu vực Châu Âu và Bắc Mỹ đều quyết định tăng giá bột thương phẩm ở tất cả các thị trường. Như vậy, nguyên liệu nhập khẩu cho sản xuất giấy Kraf của Công ty dự kiến sẽ có biến động giá trong thời gian tới.

Thị phần - Đối thủ cạnh tranh

Hapaco hiện chiếm từ 60% - 70% thị phần xuất khẩu giấy đế của Việt Nam. Ở giấy Kraf và giấy vệ sinh, Công ty chiếm một thị phần khá nhỏ. Riêng đũa được xuất khẩu

Doanh thu qua các năm

Nguồn: HAP

100%. Tính riêng ở khu vực phía Bắc, xét về năng lực sản xuất, Hapaco là doanh nghiệp lớn thứ hai trong ngành giấy sau Công ty giấy Bãi Bằng nhưng nếu xét về cơ cấu sản phẩm thì giấy Bãi Bằng tập trung vào sản phẩm giấy viết và giấy in còn Hapaco là sản phẩm giấy để và giấy Kraf. Tính chung cho thị phần cả nước, hiện tại, công suất của Công ty vẫn có một khoảng cách khá xa với các doanh nghiệp đầu ngành trong hiệp hội như Bãi Bằng, Tân Mai hoặc các liên doanh đều có công suất trên 150.000 tấn sản phẩm/năm.

Đầu tư tài chính

Với chủ trương phát triển thành tập đoàn đa ngành, HAP tham gia khá mạnh vào các hoạt động đầu tư tài chính. Tỷ trọng đầu tư vào lĩnh vực bất động sản chiếm tỷ trọng cao nhất với hai dự án KCN Hải Phòng và tháp tài chính Hap – Ree, tiếp đến là lĩnh vực lọc hóa dầu và y tế. Hiện tại Công ty đang triển khai các dự án sau:

Dự án	Chi tiết
Dự án bệnh viện phụ sản Quốc tế Hải Phòng. Tổng đầu tư: 330 tỷ VND	Dự án được xây dựng tại khu đất 1,24 ha thuộc sở hữu của Hapaco. Khởi công: 13/05/2009 Thời gian thi công: 17 tháng Dự án có quy mô 206 giường với cơ sở và trang thiết bị hiện đại
Dự án KCN Nam Đình Vũ Tổng đầu tư: 2.500 tỷ VND	Dự án đã được cấp phép đầu tư và đang thực hiện khâu đền bù giải tỏa. GĐ1: 400 ha, thực hiện 2009-2014 GĐ2: 246 ha, thực hiện 2015-2016
Dự án Tháp tài chính HAP – REE Tổng đầu tư: 160 tỷ VND	Mục tiêu: xây dựng khu Thương mại – Tài chính – Ngân hàng – Văn Phòng và căn hộ cho thuê tổng diện tích sử dụng 24.000 m2.
Dự án lọc hóa dầu GĐ 1: dự án lọc dầu (2009 – 2010) công suất 5 triệu tấn/năm. Đầu tư 2,8 tỷ USD (HAP: 15%) GĐ 2: xây dựng nhà máy chế biến dầu nhờn, dung môi hóa chất. Đầu tư 90 tỷ (HAP: 42%)	GĐ 1: thời gian xây dựng 48 tháng. Đang xin cấp phép của chính phủ. GĐ 2: thời gian xây dựng 12 tháng. Dự kiến triển khai cuối 6 tháng cuối 2009.

Ngoài ra, hoạt động đầu tư tài chính vào cổ phiếu cũng khá cao tuy nhiên sang đến 6 tháng đầu năm 2009 Công ty đã cơ cấu lại danh mục đầu tư chỉ giữ lại những cổ phiếu Công ty đang là cổ đông lớn nhằm tập trung tài chính cho hoạt động kinh doanh chính và triển khai các dự án.

Tiềm năng tăng trưởng

Nhu cầu tiêu thụ giấy của Việt Nam sẽ tăng cao khi nền kinh tế phục hồi là thuận lợi lớn cho Công ty khi tiếp tục triển khai giai đoạn 2 của nhà máy giấy Kraf nâng công suất hiện tại lên 50.000 tấn/năm và nhà máy bột giấy Hải Hà công suất 20.000 tấn/năm.

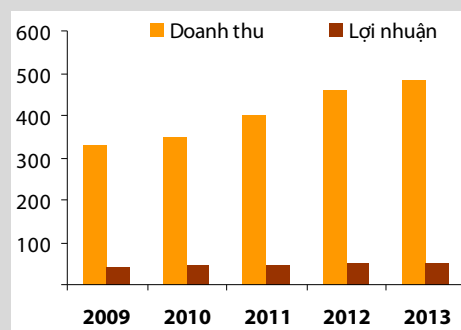
Bên cạnh đó, 4 dự án đầu tư vào các lĩnh vực y tế, bất động sản và lọc hóa dầu được đánh giá tương đối tiềm năng. Tuy nhiên, tiến độ của các dự án thực hiện tương đối chậm nên trong tương lai gần, hoạt động kinh doanh của Công ty chủ yếu vẫn từ mặt hàng giấy.

Các chỉ số tài chính

Khả năng sinh lời	2006	2007	2008
LNG/DT	20,98%	11,56%	10,12%
LN HĐKD/DT	13,35%	-1,34%	-2,25%
LNST/DT	8,91%	34,57%	-21,61%
ROA	5,84%	10,02%	-10,22%
ROE	9,62%	14,83%	-16,73%

Cấu trúc tài chính	2006	2007	2008
Cơ cấu tài sản			
Đầu tư tài chính/TTS	14,14%	34,12%	30,97%
Hàng tồn kho/TTS	7,94%	4,66%	11,69%
TSCĐ/TTS	9,98%	30,69%	33,13%
Cơ cấu nguồn vốn			
Tổng nợ / TNV	34,80%	30,59%	35,47%
Nợ vay / TNV	23,56%	22,47%	22,88%

Nguồn: VDSC

Dự phóng doanh thu lợi nhuận từ 2009 – 2013:

Nguồn: VDSC

Rủi ro trong kinh doanh

Việc đa dạng hóa kinh doanh được cho là giảm thiểu rủi ro nhưng ở góc độ khác sự phân tán quá lớn sẽ làm cho hiệu quả hoạt động kinh doanh của Công ty bị hạn chế do phải phân bổ nguồn lực về vốn, nhân sự cho các hoạt động khác.

Sản phẩm chủ lực của Công ty hầu hết được xuất khẩu và thị trường xuất khẩu thiếu đa dạng làm tăng mức độ rủi ro cho Công ty khi nhu cầu tiêu thụ tại thị trường nhập khẩu có biến động lớn.

Biến động tỷ giá sẽ có những tác động lớn đến hoạt động kinh doanh do Công ty vừa có xuất khẩu hàng hóa vừa có nhập khẩu nguyên liệu. Mức độ tham gia vào hoạt động đầu tư tài chính ngày càng cao thì mức độ phụ thuộc của lợi nhuận Công ty vào thị trường chứng khoán càng lớn.

2. Tình hình tài chính

Doanh thu từ hoạt động kinh doanh truyền thống có mức tăng trưởng tốt trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp lại có xu hướng giảm trong 3 năm trở lại đây. Riêng doanh thu của năm 2008 có mức tăng trên 50% đạt 318 tỷ đồng do giá giấy tăng nhanh nhưng đồng thời giá nguyên liệu cũng tăng mạnh. Tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2006 là 21% thì năm 2007 chỉ còn 11%, năm 2008 tiếp tục giảm nhẹ còn 10,12%. Nếu như trong năm 2007 lợi nhuận từ hoạt động tài chính đem lại sự tăng trưởng đột biến cho Hapaco thì 2008 đây là nguyên nhân chính dẫn đến khoản lỗ 68 tỷ đồng trong kết quả chung của năm do việc Công ty phải trích lập gần 77 tỷ đồng cho đầu tư tài chính ngắn và dài hạn.

Đầu tư tài chính cũng là khoản mục chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản của Công ty trên 30% trong 2 năm 2007 và 2008 trong đó hơn phân nửa là đầu tư cổ phiếu ngắn hạn. Cơ cấu vốn của Công ty khá an toàn, nợ chiếm tỷ trọng thấp trong dao động từ 30 – 35% tổng tài sản, chủ yếu sử dụng nợ vay dài hạn.

3. Dự phóng – Định giá

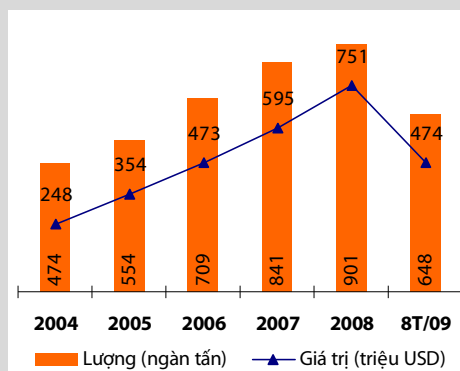
Hoạt động kinh doanh chính trong 6 tháng đầu năm chưa có nhiều tín hiệu tốt. Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính Công ty vẫn lỗ 4 tỷ. Tuy nhiên, phần hoàn nhập đầu tư tài chính đã đem lại lợi nhuận khá lớn. Trong 6 tháng đầu năm, doanh thu Hapaco đạt 159 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 21 tỷ đồng. So với cùng kỳ năm ngoái doanh thu giảm 38%, lợi nhuận giảm 12%.

Các giả định trong mô hình định giá:

- Kết quả kinh doanh lũy kế 8 tháng đạt 30 tỷ đồng. Như vậy, Công ty đã hoàn thành 101% kế hoạch lợi nhuận của cả năm. Theo chúng tôi ước tính tiêu thụ giấy của những tháng cuối năm sẽ phục hồi lại và hoạt động đầu tư tài chính sẽ tốt hơn giúp cho Công ty vượt kế hoạch 40%.
- Năm 2009 công ty chia cổ tức 10% trong đó có 5% bằng cổ phiếu.
- Chi phí sử dụng vốn bình quân WACC = 15%, tốc độ tăng trưởng dài hạn 5%

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	33.142	25%	8.286
FCFE	34.122	25%	8.530
P ₀ /E ₀	21.727	25%	5.432
P/BV	37.808	25%	9.452
Giá bình quân		100%	31.700

Sản lượng và kim ngạch nhập khẩu giấy qua các năm:

Nguồn: GSO

SƠ LƯỢC NGÀNH GIẤY VIỆT NAM

Nền kinh tế phát triển đã kéo theo nhu cầu hàng hóa tăng mạnh, trong đó giấy là mặt hàng có tốc độ tăng trưởng khá tốt từ 16% - 18% suốt trong 20 năm gần đây. Thị trường giấy Việt Nam được cho là khá béo bở, mức tiêu thụ giấy bình quân đầu người chỉ khoảng trên 22 kg/người/năm trong khi các nước phát triển khác con số này cao hơn từ 10 đến 15 lần. Sản lượng sản xuất trong nước tăng nhanh song sản lượng giấy nhập khẩu lại không hề giảm cho thấy nhu cầu tiêu dùng cũng đang tăng nhanh chóng. Ngành giấy Việt Nam được đánh giá có nhiều thuận lợi nhờ có nguồn nguyên liệu cho sản xuất giấy dồi dào và nhu cầu tiêu dùng cao về các loại sản phẩm giấy in, giấy viết, giấy vệ sinh khăn ăn và bao bì cho sản xuất công nghiệp.

Trong phê duyệt quy hoạch phát triển ngành công nghiệp giấy đến năm 2010, Chính phủ đặt ra mục tiêu đến năm 2010 phát triển các nguồn lực sản xuất trong nước đảm bảo cung cấp từ 85% - 90% nhu cầu. Nhưng con số thống kê năm 2008, sản lượng giấy trong nước là 932 ngàn tấn và sản lượng nhập khẩu là 901 ngàn tấn. Như vậy, năng lực sản xuất trong nước mới chỉ đáp ứng được 50% nhu cầu. Trong số đó, giấy in báo, giấy in và giấy viết mới đáp ứng khoảng 60%, còn các loại giấy in bao bì mới đáp ứng 1/3 nhu cầu thực tế. Công nghệ sản xuất giấy trong nước lạc hậu làm cho chi phí sản xuất trong nước cao và cơ cấu sản phẩm không đa dạng.

Tốc độ tăng của ngành giấy năm 2008 cũng khá chậm so với các năm trước, sản lượng giấy chỉ tăng 2,3% so với 2007. Ngoại trừ giấy in và giấy viết còn duy trì được tốc độ tăng khoảng 6% chủ yếu nhờ tiêu thụ tốt trong các tháng đầu năm thì các loại giấy khác như giấy bao bì, giấy vệ sinh, khăn ăn và giấy vàng mã hầu như không tăng trưởng. Nguyên nhân được lý giải là do sản lượng hàng công nghiệp giảm mạnh khiến cho nhu cầu về bao bì công nghiệp xuống thấp hơn nữa nguyên liệu đầu vào tăng cao đã hạn chế sản lượng các mặt hàng giấy bao bì. Còn giấy vàng mã, giấy vệ sinh hay khăn ăn không tăng trưởng là do công suất trong nước đã đạt mức tối đa trong khi chưa có dự án mới nào đi vào hoạt động.

Suy thoái kinh tế đã có tác động đáng kể tới các doanh nghiệp ngành giấy. Những tháng cuối năm 2008, sản lượng tiêu thụ giảm đột ngột và bột nguyên liệu cũng ở mức thấp, tồn kho nguyên liệu trở thành một gánh nặng lớn của hầu hết các doanh nghiệp giấy. Từ ngày 16/02/2009, Bộ Tài Chính đã tăng thuế nhập khẩu lên 29% thay cho mức 20 - 25% như là một biện pháp nhằm hỗ trợ cho các doanh nghiệp trong nước.

Trước những giải pháp hỗ trợ riêng cho ngành giấy, và cả những giải pháp kích thích chung cho cả nền kinh tế, trong các thống kê sơ bộ gần đây cho thấy lượng hàng tồn kho của các doanh nghiệp cũng giảm khá nhiều. Sản xuất đã có sự phục hồi rõ nét hơn. Theo ước tính của Hiệp hội giấy Việt Nam, sản xuất và tiêu thụ giấy sẽ cao hơn năm 2008, sản xuất có khả năng tăng 12% và tiêu thụ tăng 2%.

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

Đơn vị: triệu đồng	Năm 2008					Quý 2/2009	
	Doanh thu	Lợi nhuận	ROA	ROE	Cổ tức	Doanh thu	Lợi nhuận
HAP	318.681	-68.873	-10,22%	-16,73%	0,00%	159.026	21.726
VID	555.085	25.233	5,03%	9,31%	10,00%	292.234	7.954
GHA	79.691	7.144	21,08%	23,78%	15,00%	45.147	3.383
YSC	51.473	3.763	14,60%	24,29%	18,00%	23.275	706



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 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.