

## MCK: VSH (HOSE)

## CTCP THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN – SÔNG HÌNH

## Tiện ích công cộng – Ngành thủy điện

## NĂM GIỮ

ĐỊNH GIÁ 19.000

Chuyên viên: Lương Thị MinhTrâm

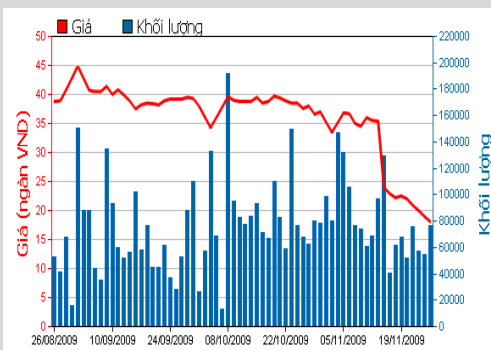
Email: tram.ltm@vdsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – Ext 307

## Chỉ tiêu cơ bản

Giá (04/12/2009)	18.300
Giá cao nhất (52 tuần)	44.900
Giá thấp nhất (52 tuần)	18.300
Số CP đang lưu hành	206.241.387
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	3.770
P/E (EPS 4 quý gần nhất)	11,1
P/BV (BV 31/09/09)	1,1

## Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: www.hsx.vn

## CTCP THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN SÔNG HÌNH

21 Nguyễn Huệ, Thành phố Quy Nhơn,  
Bình Định

Website: www.vshpc.evn.com.vn

Chúng tôi ước tính giá trị VSH trên nguyên tắc thận trọng vào khoảng 19.000 đồng/CP, tương đương giá trị vốn hóa 3.770 tỷ đồng cao hơn 4% so với giá tham chiếu ngày 07/12/09. VSH là một trong những cổ phiếu thanh khoản cao trên sàn HSX, đặc biệt được các nhà đầu tư nước ngoài quan tâm. Nhà đầu tư có thể nắm giữ cổ phiếu VSH đối với khẩu vị đầu tư giá trị với mức độ chấp nhận rủi ro thấp.

VSH là nhà máy thủy điện có quy mô lớn đầu tiên ở miền Trung và Tây Nguyên, góp phần giải quyết nhu cầu về điện và ổn định chất lượng điện cho hệ thống điện quốc gia. Công ty đang vận hành 2 nhà máy thủy điện là Vĩnh Sơn, Sông Hình với tổng công suất thiết kế khoảng 136 MW.

Là thành viên của EVN nên toàn bộ điện thương phẩm của VSH đều được EVN tiêu thụ với giá cố định theo hợp đồng ký kết. Năng lực sản xuất của VSH vào khoảng trung bình thấp của ngành.

Hoạt động kinh doanh của VSH trong những năm gần đây phát triển tốt, doanh thu tăng trưởng bền vững qua các năm. Tính đến tháng 10/2009, doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 428 tỷ và 254 tỷ đồng, tương ứng 101% và 87% kế hoạch cả năm. Dự kiến cả năm doanh thu đạt 527 tỷ đồng tăng 9% so với năm 2008, lợi nhuận sau thuế đạt 341 tỷ đồng, mặc dù vượt 19% so với kế hoạch nhưng giảm 9% so với năm 2008. Nguyên nhân của sự sụt giảm này do doanh thu hoạt động tài chính giảm khi điều chỉnh lại lãi suất của hợp đồng cho vay 500 tỷ đối với EVN từ 17% xuống khoảng 8% kể từ 26/6/2009 và chịu thuế thu nhập phát sinh từ hoạt động tài chính có hiệu lực từ 01/01/2009.

Trong ngắn hạn hoạt động kinh doanh của VSH không có đột biến. Tuy nhiên trong dài hạn với lợi thế về kinh nghiệm, uy tín và tình hình tài chính lành mạnh, nhà đầu tư có thể kỳ vọng với sự tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận của VSH khi các dự án thủy điện như dự án Đồng Cam, Thượng Kon Tum, các nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn 2, 3, 4 và 5 đi vào hoạt động.

Với đặc thù hoạt động thủy điện phụ thuộc vào lưu lượng nước, vì vậy, kết quả kinh doanh của VSH chịu ảnh hưởng trực tiếp bởi điều kiện thời tiết.

## Thông tin giao dịch

Ngày	Giá đóng cửa	KLGD	Dư mua	Dư bán	NN mua	NN bán
2/12/2009	18.400	427.120	119.290	436.050	21.000	30.850
1/12/2009	19.300	466.410	214.290	457.220	19.900	1.810
30/11/2009	19.300	551.350	365.660	202.060	228.460	54.130
27/11/2009	18.700	950.160	333.430	344.770	59.830	2.690
26/11/2009	18.100	769.290	530.000	1.055.300	265.840	34.900

## Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đơn vị: tỷ đồng	2008	2009 KH	9T/2009	2009 dự báo
Doanh thu	484	424	340	527
Lợi nhuận trước thuế	370	291	251	351
Lợi nhuận sau thuế	371	291	242	341
Vốn điều lệ	1.375		1.375	2.062
Tổng tài sản	2.483		2.549	2.479
Vốn chủ sở hữu	2.141		2.268	2.220
ROA	15%		9%	14,2%
ROE	17%		11%	15,8%
EPS (VNĐ)	2.698			1.701
Giá trị sổ sách (VNĐ)	15.572	-	16.498	10.763
Tỷ lệ cổ tức	15%	15%		15,0%

Nguồn: VSH, VDSC ước tính

Ngày 04/12/2009

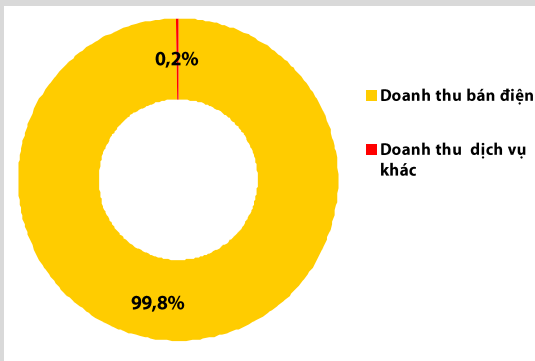
**Thành lập** Năm 1994

**Cổ phần hóa** Năm 2005

**Quản trị - Điều hành**

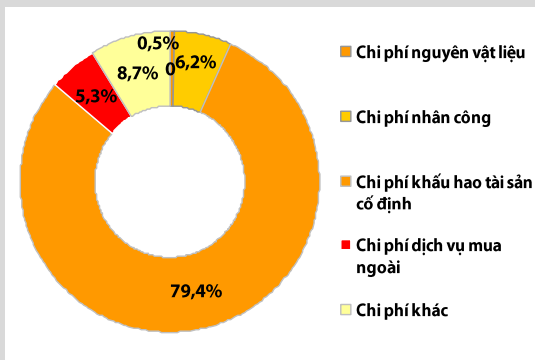
- Nguyễn Văn Thanh, CT.HĐQT kiêm PTGD
- Võ Thành Trung, TV.HĐQT kiêm TGD
- Nguyễn Việt Thắng, TV.HĐQT
- Đỗ Phong Thu, P. TGD

**Cơ cấu doanh thu 9T/2009**



Nguồn: Báo cáo tài chính Q3/2009

**Cơ cấu chi phí 9T/2009**



Nguồn: Báo cáo tài chính Q3/2009

**CÔNG TY**

Công ty cổ phần thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh tiền thân là Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn trực thuộc công ty Điện Lực III. Khởi công xây dựng ngày 15/9/1991, đưa vào sản xuất và hoà lưới điện quốc gia ngày 04/12/1994.

Cổ đông lớn của VSH là tập đoàn EVN (30,6%) và SCIC (24%). Vốn điều lệ của công ty tính đến T9/2009 là 1.372 tỷ đồng, tương ứng với 137,200 triệu cổ phiếu.

**Hoạt động sản xuất kinh doanh**

**Sản phẩm – năng lực sản xuất**

Sản phẩm chính của VSH là điện thương phẩm từ hai nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh. Trong đó, nhà máy Vĩnh Sơn công suất 66MW (vận hành từ năm 1994) với 3 hồ chứa và nhà máy Sông Hinh công suất 70MW với 1 hồ chứa (vận hành năm 1999). Để nâng cao hiệu suất phát điện, hồ C thuộc nhà máy Vĩnh Sơn đã được nâng công suất tối đa, cung cấp thêm 78 triệu KWh trong tổng sản lượng.

Do đặc thù hoạt động thủy điện phụ thuộc lượng nước đầu vào, nên kết quả kinh doanh của VSH chủ yếu bị ảnh hưởng trực tiếp bởi điều kiện thời tiết và tính vụ mùa. 2009 là năm thứ 2 trong chu kỳ 3 năm lượng mưa tăng tại khu vực này.

Mùa mưa tại khu vực 2 nhà máy của VSH thường kéo dài ¾ năm, VSH sản xuất khoảng 90% sản lượng điện trong thời gian này. Đồng thời, đây cũng là thời gian trùng với mùa khô tại khu vực miền Bắc, nơi tập trung hầu hết các nhà máy thủy điện lớn nên điện của VSH được mua với giá trần (580đ/kwh). Riêng giá bán điện vào mùa khô của VSH (từ tháng 7 đến tháng 9) chỉ ở mức thấp khoảng 476đ/kwh, đồng thời sản lượng trong thời gian chỉ chiếm khoảng 10% cả năm.

Trong năm nay, VSH đã tiến hành nâng cấp hồ A với chi phí đầu tư khoảng 30 tỷ đồng, nhằm nâng cao năng suất phát điện. Dự kiến hồ A đi vào hoạt động sẽ cung cấp thêm 30 triệu KWh/năm từ Quý 3-2010.

Hợp đồng mua bán điện với EVN đã kết thúc vào 31/12/2008, chưa có thông báo chính thức về việc sẽ ký hợp đồng mới cho tới thời điểm này. Hiện tại công ty đang hạch toán theo giá bán chỉ bằng 90% giá bán điện trong hợp đồng cũ.

**Chi phí**

Khấu hao tài sản cố định là chi phí sản xuất chủ yếu, chiếm trung bình khoảng 79% tổng chi phí. Các chi phí khác bao gồm vật liệu phụ, các khoản sửa chữa lớn, dịch vụ mua ngoài...chiếm 12% (chi phí sửa chữa của VSH bình quân mỗi năm khoảng 6-7 tỷ đồng đồng theo chu kỳ 2 năm trung tu và 1 năm tiểu tu).

Với đặc thù kinh doanh mà chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng lớn như VSH, kết quả kinh doanh sẽ ngày càng tốt hơn vào các năm sau của dòng đời dự án

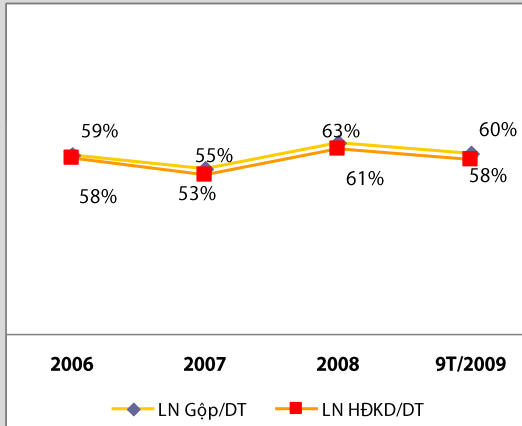
**Thị trường tiêu thụ**

Với mức bình quân mỗi năm sản xuất khoảng 850 triệu Kwh, hiện nay VSH đang chiếm khoảng 1,3% tổng công suất phát điện của EVN và khoảng 1% công suất phát điện của cả nước. Toàn bộ điện thương phẩm công ty sản xuất đều bán cho EVN trong điều kiện khả năng cung cấp điện hiện nay của ngành điện Việt Nam vẫn chưa đáp ứng nhu cầu sử dụng điện của nền kinh tế nên công ty không có đối thủ cạnh tranh.

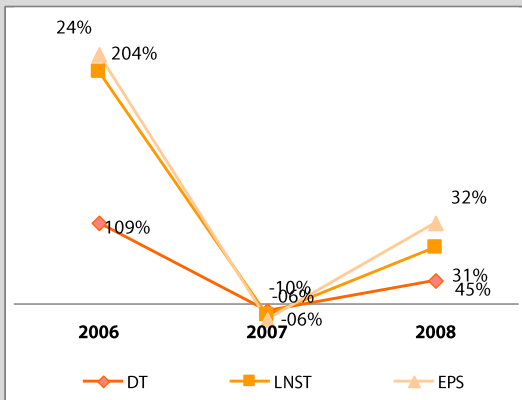
**Vị thế công ty và tiềm năng tăng trưởng**

VSH là nhà máy thủy điện có quy mô lớn đầu tiên ở miền Trung và Tây Nguyên, với mối quan hệ rộng rãi và chặt chẽ trong ngành phát điện và EVN, công ty có nhiều cơ hội tham gia vào đầu tư xây dựng và vận hành một số nhà máy có

Ngày 04/12/2009

**Khả năng sinh lợi**

Nguồn: VSH, VDSC

**Phân tích tăng trưởng****Khả năng sinh lợi**

	2007	2008	9T/2009
LN Gộp/DT	54,6%	63,3%	59,8%
LN HĐKD/DT	52,5%	61,2%	58,0%
LNST/DT	68,9%	76,6%	71,2%
ROA	10,4%	14,9%	
ROE	12,6%	17,3%	

công suất lớn. Hiện nay, công ty đang chuẩn bị đầu tư phát triển một số nhà máy thủy điện tại khu vực miền Trung chủ yếu ở lưu vực sông Ba, sông Kôn, sông Trà Khúc... để tạo thành một cụm quản lý liên hoàn và xem đây là hướng phát triển chính của doanh nghiệp trong thời gian tới.

**Một số các dự án công ty đang thực hiện**

VSH đang triển khai gần 10 dự án thủy điện như nâng cấp hồ chứa A và B Vĩnh Sơn, Đồng Cam, Thượng Kon Tum, các nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn 2, 3, 4 và 5... Tổng vốn đầu tư của các dự án này khoảng 10.000 tỷ đồng. Khi hoàn thành, các dự án này sẽ góp phần nâng tổng công suất của toàn nhà máy lên 600 MW.

- Dự án thủy điện Thượng Kon Tum được Chính phủ phê duyệt thuộc cấp II, dự án nhóm A, có nhiệm vụ khai thác thủy năng sông Đắk Nghé (thuộc hệ thống sông Sê San) cung cấp điện năng cho lưới điện quốc gia; đồng thời bổ sung nguồn nước vùng hạ lưu sông Trà Khúc (Quảng Ngãi) phục vụ dân sinh và phát triển kinh tế xã hội ở địa phương. Đây là dự án thủy điện có hiệu quả kinh tế cao, khi đưa vào vận hành đầu năm 2014 sẽ đưa doanh thu của công ty lên khoảng 1.000 tỷ đồng.
- Dự án bậc thang thủy điện thượng sông Kôn. Dự án có quy mô công suất 130 MW (có thể nâng lên 142 MW) bao gồm 2 nhà máy thủy điện là Vĩnh Sơn 2 (100/110 MW) tổng mức đầu tư dự kiến 1.520 tỷ đồng, Vĩnh Sơn 3 (30/32 MW) tổng mức đầu tư dự kiến 148 tỷ đồng và Vĩnh Sơn 4 (19MW) tổng mức đầu tư dự kiến 268 tỷ đồng. Dự kiến thực hiện 2009-2012.
- Dự án thủy điện Đồng Cam (bậc thang sông Ba) là dự án có quy mô tương đối lớn với công suất 120 MW, sản lượng điện bình quân 430 triệu Kwh/năm, tổng mức đầu tư 2.118 tỷ đồng. Dự kiến thực hiện từ năm 2009-2013.

Bên cạnh lĩnh vực kinh doanh chính, công ty còn nhắm đến những lĩnh vực kinh doanh khác nhằm phân tán rủi ro khi lĩnh vực thủy điện gặp khó khăn về thiên tai, thời tiết... Cụ thể, công ty thực hiện đào tạo các lớp công nhân vận hành, trưởng ca, trưởng kíp cho các nhà máy thủy điện Bình Điền, thủy điện Hương Điền, thủy điện Hương Sơn.v.v...

**Rủi ro kinh doanh**

Hoạt động kinh doanh của VSH luôn ổn định, chỉ chịu rủi ro khách quan về điều kiện thời tiết, lượng nước... Đây cũng là rủi ro chung đối với cả ngành thủy điện.

Điện mà công ty sản xuất luôn bán hết cho EVN với giá cố định theo hợp đồng ký kết nên VSH không gặp rủi ro về tiêu thụ điện sản xuất ra.

**Đầu tư tài chính**

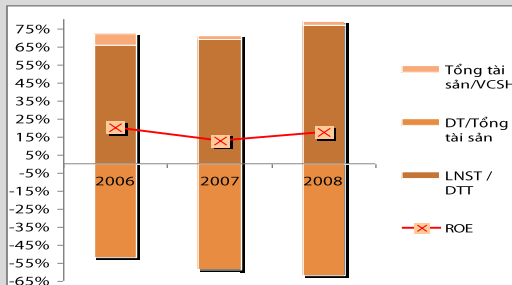
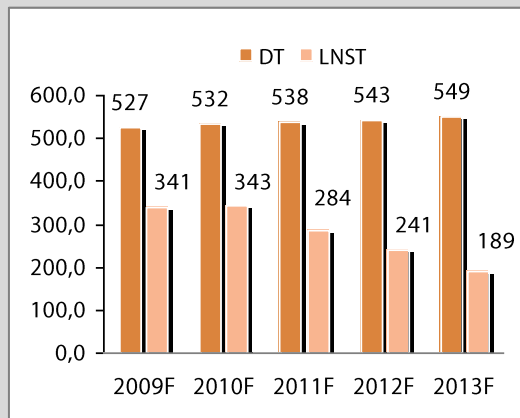
Về đầu tư tài chính, tính tới tháng 09/2009 khoản đầu tư tài chính ngắn hạn của VSH là 845 tỷ đồng. Trong đó bao gồm:

- Khoản tiền 500 tỷ đồng cho EVN vay với mức lãi suất bình quân của 4 Ngân hàng quốc doanh, khoản vay này sẽ đáo hạn cuối Q2/2010.
- Khoản 195 tỷ đồng được gửi ngắn hạn với kỳ hạn 3 tháng với mức lãi suất khoảng 7,5%/năm.
- Khoản đầu tư ngắn hạn khác là 120 tỷ đồng, bao gồm ủy thác cho công ty CP điện lực quản lý với số tiền là 85 tỷ đồng và hợp tác đầu tư với công ty CP CK Việt Nam với số tiền là 35 tỷ đồng.
- Hiện nay, công ty còn giữ 3 triệu cổ phiếu PPC với giá mua 10.200 đồng/cổ phiếu, đây là mức giá đầu tư an toàn sẽ thu được lợi nhuận khi

**Cấu trúc tài chính**

	2007	2008	9T/2009
<b>Cấu trúc tài sản</b>			
Hàng tồn kho/TTS	0,95%	0,84%	0,96%
TSCĐ/TTS	63,92%	57,26%	55,74%
ĐTTC dài hạn/TTS	0,42%	0,40%	0,39%
<b>Cấu trúc vốn</b>			
Tổng nợ/TTS	17,77%	13,73%	10,96%
Nợ vay/TTS	16,88%	13,25%	9,94%

Nguồn: VSH, VDSC

**Phân tích ROE****Dự phóng Doanh thu – Lợi nhuận**

Nguồn: VDSC ước tính

cổ phiếu được chuyển nhượng trong tương lai.

Các khoản tiền cho vay, tiền gửi và đầu tư cổ phiếu tạo doanh thu tài chính ổn định nhưng hiệu quả là không cao.

Trong thời gian tới, khả năng Công ty sẽ sử dụng các nguồn vốn (cho vay và tiền gửi) trên vào các dự án thủy điện sắp được triển khai, làm giảm khoản thu từ hoạt động tài chính.

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

Tỷ suất lợi nhuận gộp bình quân trong 4 năm từ 2005-2008 năm sau cao hơn năm trước, luôn đạt trên 54%. Tính đến T9/2009, tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 60% cho thấy hoạt động kinh doanh của công ty vẫn duy trì tốt. Tính theo bình quân 4 quý gần nhất khi so với 3 công ty trong ngành tại sàn HOSE như: TBC, PPC và SJD thì tỷ suất lãi gộp trên doanh thu của VSH đứng thứ 2 (61,1%) sau TBC (72,7%), cao hơn SJD (57,9%) và PPC (26,8%).

Về khả năng sinh lợi, chỉ số ROE và ROA của công ty cũng duy trì ở mức cao tương ứng với mức 17% và 15% trong năm 2008 cho thấy khả năng đạt được mức sinh lời không chịu ảnh hưởng bởi khó khăn của nền kinh tế. Ước tính năm 2009 ROE và ROA ở mức tương ứng 15% và 14%. Nguyên nhân ROE năm 2009 dự tính thấp hơn năm 2008 do lợi nhuận từ hoạt động tài chính giảm từ việc điều chỉnh lại lãi suất của khoản tiền 500 tỷ cho EVN vay.

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

VSH có cơ cấu tài chính an toàn thể hiện ở tỷ số nợ thấp do các khoản nợ ngắn hạn được công ty trả dần qua các năm. Tại thời điểm cuối tháng 9/2009 tỷ lệ này đạt 10%, khá thấp so với các DN cùng ngành như TBC, PPC, SJD nên công ty không phải chịu gánh nặng chi phí lãi vay trong điều kiện kinh tế khó khăn.

**DỰ PHÓNG – ĐỊNH GIÁ**

Với doanh thu và lợi nhuận sau thuế cho 10 tháng đầu năm lần lượt đạt 428 tỷ đồng và 254 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính, doanh thu trong năm 2009 sẽ tăng 9% so với năm 2008 do đây là năm thứ 2 trong chu kỳ mưa kéo dài 3 năm. Dựa trên tiến độ các dự án đang thực hiện, chúng tôi dự phóng từ năm 2010 đến 2013 doanh thu sẽ tăng khoảng 1%/năm và lợi nhuận gộp vẫn duy trì ở mức trên dưới 60%.

VSH được miễn thuế trong 6 năm kể từ năm đầu tiên kinh doanh có lãi và giảm 50% trong 6 năm tiếp theo với mức thuế suất chỉ 10%. Năm 2009 là năm thứ 5 công ty được miễn thuế.

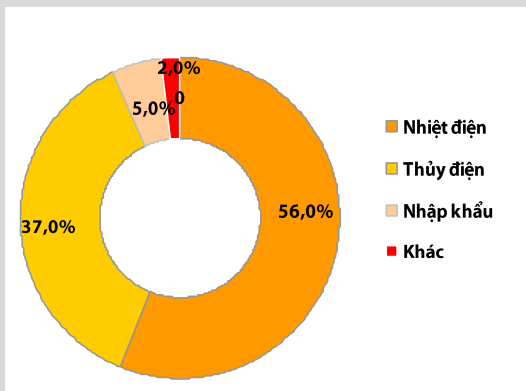
**Các tham số trong mô hình định giá**

Chúng tôi đưa ra mức tăng trưởng thận trọng 2% cho những năm tiếp theo. Chi phí sử dụng vốn tương ứng với  $Re = 15\%$  và  $WACC = 14,68$

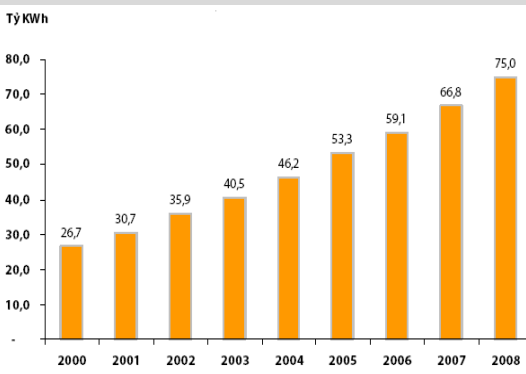
**Kết quả định giá**

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	16.904	25%	4.226
FCFE	12.831	25%	3.208
$P_0/E_0$	19.847	25%	4.962
P/BV	26.908	25%	6.727
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>19.122</b>

## Cơ cấu theo sản lượng điện



## Thống kê sản lượng điện từ 2000-2008



## SƠ LƯỢC NGÀNH ĐIỆN

Ngành điện có thể nói là ngành chịu ảnh hưởng ít nhất từ những biến động của nền kinh tế trong thời gian qua so với các ngành khác, vì khả năng cung ứng điện hiện vẫn chưa thể đáp ứng đủ nhu cầu. Các công ty trong ngành luôn hoạt động với công suất cao nhất nhưng hệ thống vẫn phải mua thêm điện từ bên ngoài. Giá bán điện của các công ty trong ngành được cố định theo hợp đồng với EVN nên sự cạnh tranh giữa các công ty sản xuất điện là không có. Tuy nhiên, các công ty vẫn chịu ảnh hưởng lớn về biến động giá của các yếu tố đầu vào. Nhìn chung, đầu tư vào ngành điện luôn mang tính dài hạn và tương đối an toàn trong giai đoạn hiện nay vì ngành có bản chất sản xuất ổn định và Việt Nam sẽ tiếp tục đối mặt với tình trạng thiếu điện trong tương lai.

Tuy nhiên, nhà đầu tư cũng cần lưu ý một số rủi ro của ngành. Đối với các nhà máy nhiệt điện, khi sản lượng khí và than cung cấp bị suy giảm sản xuất điện sẽ gặp nhiều khó khăn. Đối với các dự án thủy điện, nhân tố rủi ro lớn nhất ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh của các dự án thủy điện là rủi ro về điều kiện thiên nhiên. Bên cạnh đó, trong quá trình vận hành máy móc thiết bị của nhà máy điện có thể bị hỏng dẫn đến việc sản xuất bị gián đoạn làm cho sản lượng điện và doanh thu giảm sút.

## Tình hình ngành điện trong 10 tháng đầu năm

Trong 10 tháng đầu năm 2009, sản lượng điện do EVN sản xuất và mua từ các nhà máy ngoài EVN là 69,795 tỷ kWh, đạt 85,85% kế hoạch năm, tăng 12,39% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, điện thương phẩm ước thực hiện 61,472 tỷ kWh, tăng 11,66% so với cùng kỳ 2008; trong đó, điện cấp cho sản xuất tăng 9,9%; cấp cho quản lý và tiêu dùng dân cư tăng 13,66% so với cùng kỳ.

Về tình hình thực hiện các dự án nguồn điện, EVN đã hòa lưới lần đầu 7 tổ máy với tổng công suất 1.063MW và đưa vào vận hành ổn định 5 tổ máy với tổng công suất 994MW trong 10 tháng năm 2009.

Theo đánh giá của EVN lưu lượng nước về các hồ chứa miền Bắc thấp hơn giá trị trung bình nhiều năm từ 45% đến 81% nên các nhà máy thủy điện Thác Bà, Tuyên Quang, Hoà Bình khai thác hạn chế; các hồ thủy điện miền Trung và miền Nam đều vượt giá trị trung bình nhiều năm nên được khai thác cao. Các nhà máy thủy điện miền Trung, miền Nam và nhiệt điện than - tuabin khí được khai thác tối đa. Riêng nhiệt điện dầu và tuabin khí dầu huy động chạy phủ đỉnh, cơ bản đảm bảo cung ứng điện cho toàn hệ thống.

## Dự báo ngành điện 2 tháng cuối năm 2009

Dự báo trong 2 tháng cuối năm, do thời tiết, nhất là bão, lũ có thể còn diễn biến phức tạp và cùng với sự tăng tốc của các ngành công nghiệp vào cuối năm, tăng trưởng phụ tải sẽ ở mức cao nên EVN dự kiến sản lượng điện trung bình/ngày toàn hệ thống sẽ ở mức 245 - 247 triệu kWh, công suất lớn nhất khoảng 13.100-13.400 MW.

Với yêu cầu tăng trưởng kinh tế năm 2009 trên 6,5%, ngành điện đặt mục tiêu sản xuất khoảng gần 83,3 tỷ kWh, tăng 12,5% so với năm 2008. Tuy nhiên, do suy giảm kinh tế, nếu GDP chỉ tăng 5% theo phương án của Chính phủ trình Quốc hội, nhu cầu phụ tải điện cả nước năm nay sẽ chỉ còn 83,994 tỷ kWh, tăng 9,66% so với năm 2008. Tốc độ tăng này là rất thấp so với 2-3 năm trước.

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

Mã CK	Vốn điều lệ	Năm 2008					9T2009		
		Doanh thu	LNST	ROA	ROE	Cổ tức	Doanh thu	LN gộp	LNST
SJD	299	240	35	3%	9,6%	14%	233	146	82
TBC	635	245	155	18,4%	19,8%	10%	178	129	124
PPC	3.262	3.882	-208	-1,9%	6%		3.364	929	965
VSH	1.375	481	371	14,9%	17,3%	14%	340	203	242



Ngày 04/12/2009



## 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.