



CTCP Sữa Việt Nam (VNM)

Nỗ lực giành lại thị phần

13/03/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Trường Giang
Giangnt1@kbsec.com.vn

Kết quả kinh doanh khởi sắc, lợi nhuận tăng trưởng trên mức nền thấp

Kết thúc 4Q2023, VNM đạt doanh thu thuần 15,618 tỷ đồng tăng nhẹ 3,6% YoY. Biên lợi nhuận gộp đạt 41.2% tăng 2.4 điểm phần trăm YoY do giá nguyên vật liệu tiếp tục neo ở mức thấp. LNST đạt 2,351 tỷ đồng tăng trưởng mạnh 25.8% YoY trên mức nền thấp cùng kỳ.

Doanh thu nội địa tăng trưởng nhẹ nhờ lấy lại thị phần

Thị trường nội địa tiếp tục cho thấy sự chững lại khi toàn ngành sữa tăng trưởng âm. Tín hiệu tích cực là VNM tiếp tục duy trì được thị phần, cải thiện so với đầu năm sau khi thực hiện chiến dịch thay đổi nhận diện thương hiệu, công ty cũng liên tục thực hiện ra mắt sản phẩm mới, các chương trình khuyến mại, quảng cáo. Công ty con MCM đã kết thúc đà giảm doanh thu của 2 quý trước đó.

Thị trường nước ngoài bắt đầu có những tín hiệu tích cực

Doanh thu nước ngoài đạt tăng trưởng mạnh mẽ. Thị trường xuất khẩu tăng trưởng mạnh trên mức nền thấp và nhờ sự phục hồi tại các thị trường lớn như Trung Đông, Đông Á. Tại chi nhánh nước ngoài, AngkorMilk tiếp tục duy trì tăng trưởng mạnh mẽ về cả doanh thu và lợi nhuận, Driftwood quay lại đà tăng trưởng, ghi nhận lợi nhuận kỷ lục.

Khuyến nghị: NẮM GIỮ - Giá mục tiêu 79,500 VND

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2024 của VNM ghi nhận doanh thu thuần 63,225 tỷ đồng (+4.7% YoY). Lợi nhuận gộp đạt 26,122 tỷ đồng (+6.4% YoY), biên LNG đạt 41.3% tăng nhẹ 0.7ppts. LNST của công ty dự báo đạt 9,644 tỷ đồng (+6.9% YoY). Trong bối cảnh ngành cạnh tranh, tăng trưởng chậm lại, chúng tôi đưa ra khuyến nghị NẮM GIỮ cổ phiếu VNM với giá mục tiêu 79,500 VND/cổ phiếu.

NẮM GIỮ DUY TRÌ

Giá mục tiêu	79,500 VND
Tăng/giảm (%)	13%
Giá hiện tại (13/03/2023)	70,800VND
Giá mục tiêu đồng thuận	85,772VND
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	148/6

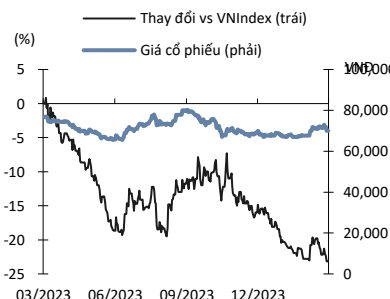
Dự phóng KQKD & định giá

	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	59,956	60,369	63,225	66,314
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	9,753	9,771	10,632	11,325
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	8,578	9,019	9,644	10,234
EPS (VND)	3,632	3,796	4,566	4,847
Tăng trưởng EPS (%)	-20%	5%	20%	6%
P/E (x)	17.1	16.3	15.2	14.4
P/B (x)	4.5	4.2	4.0	3.8
ROE (%)	25%	27%	27%	27%
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	7.1%	5.7%	5.3%	5.3%

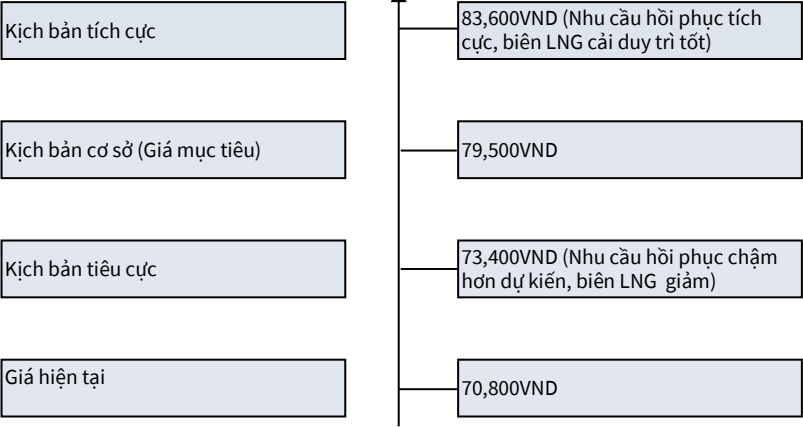
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	35.2%
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	228/9.3
Sở hữu nước ngoài	54.7%
Cổ đông lớn	SCIC (36%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	3.6	1.4	-12.5	-9.0
Tương đối	-0.5	-8.5	-12.9	-23.2



Nguồn: Bloomberg, KBSV



- Kịch bản cơ sở:**
- 1) Tăng trưởng doanh thu 5%
 - 2) Biên LNG đạt 41.3%
- Kịch bản tích cực:**
- 1) Tăng trưởng doanh thu 8%
 - 2) Biên LNG đạt 41.8%
- Kịch bản tiêu cực:**
- 1) Tăng trưởng doanh thu 2%
 - 2) Biên LNG đạt 41%

Nguồn: KBSV

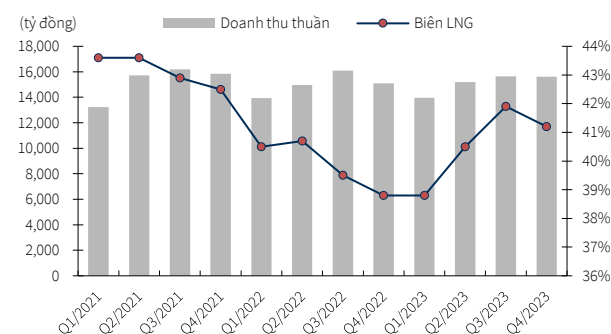
Kết quả kinh doanh

Bảng 1. Cập nhật KQKD

(tỷ VND)	4Q2022	4Q2023	+/-%YoY	2022	2023	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	15,069	15,619	3.6%	59,957	60,369	0.7%	
Nội địa	12,800	13,085	2.2%	50,704	50,578	-0.2%	Thị trường nội địa tăng nhẹ trong bối cảnh ngành sữa đi lùi nhờ cải thiện thị phần sau khi thực hiện thay đổi nhận diện thương hiệu. Công ty con MCM cũng ghi nhận những khó khăn tương tự khi sức mua yếu và toàn ngành gặp khó khăn.
Xuất khẩu	1,088	1,298	19.3%	4,829	5,039	4.3%	Doanh thu xuất khẩu hồi phục tích cực trên mức nền thấp cùng kỳ, nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu chính của VNM cũng đã bắt đầu hồi phục.
Chi nhánh nước ngoài	1,181	1,236	4.7%	4,424	4,713	6.5%	Các chi nhánh nước ngoài tại Mỹ và Campuchia đều tăng trưởng doanh thu tích cực, nỗ lực tối ưu các chi phí đem về lợi nhuận đều đặn.
Lợi nhuận gộp	5,846	6,442	10.2%	23,898	24,545	2.7%	
Biên lợi nhuận gộp	38.8%	41.2%	2.4ppts	39.9%	40.7%	0.8ppts	Lợi nhuận gộp cải thiện nhờ doanh thu duy trì tăng trưởng cùng với cải thiện biên lợi nhuận gộp. Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giá sữa nguyên liệu duy trì ở mức thấp, nhiều nguyên vật liệu đầu vào khác cũng đã hạ nhiệt sau thời gian lạm phát cao.
Thu nhập tài chính	379	429	13.2%	1,380	1,716	24.3%	
Chi phí tài chính	-207	-119	-42.5%	-618	-503	-18.6%	
SG&A	-3,784	-3,998	5.7%	-14,144	-14,772	4.4%	Chi phí bán hàng tăng do công ty mới thực hiện chiến dịch thay đổi nhận diện thương hiệu, đẩy mạnh marketing quảng cáo, khuyến mãi nhằm tiếp cận khách hàng.
Lợi nhuận từ HBKD	2,229	2,726	22.3%	10,491	10,904	3.9%	
Lợi nhuận trước thuế	2,295	2,852	24.3%	10,495	10,968	4.5%	
Lợi nhuận sau thuế	1,869	2,351	25.8%	8,577	9,019	5.2%	
							LNST tăng mạnh trên mức nền thấp cùng kỳ nhờ cải thiện biên lợi nhuận gộp và kiểm soát các chi phí hiệu quả.

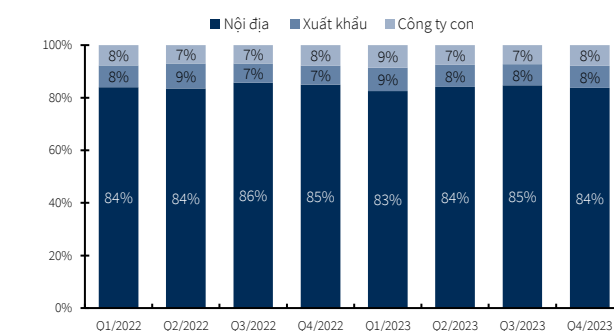
Nguồn: VNM, KBSV

Biểu đồ 2. Doanh thu thuần và BLNG của VNM



Nguồn: VNM, KBSV

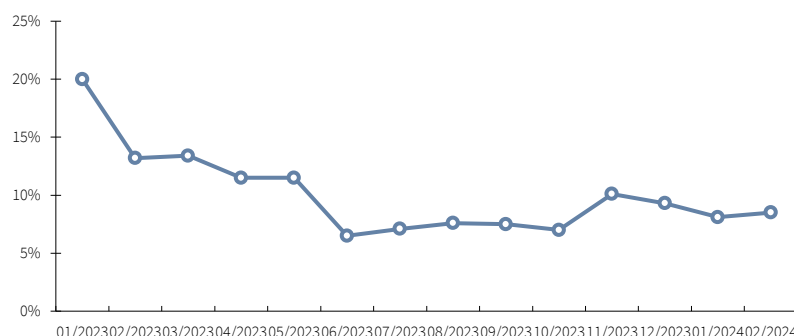
Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu theo thị trường của VNM



Nguồn: VNM, KBSV

Kinh tế Việt Nam giảm tốc rõ rệt. Theo GSO, tổng mức bán lẻ hàng hóa dịch vụ của Việt Nam tăng trưởng chậm lại trong năm 2023, nhiều tháng liền tăng trưởng chỉ đạt 6-7%. Lũy kế cả năm 2023, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng chỉ tăng 9.6% so với năm trước, thấp hơn so với mức tăng trưởng đều đặn 2 chữ số trước đại dịch Covid.

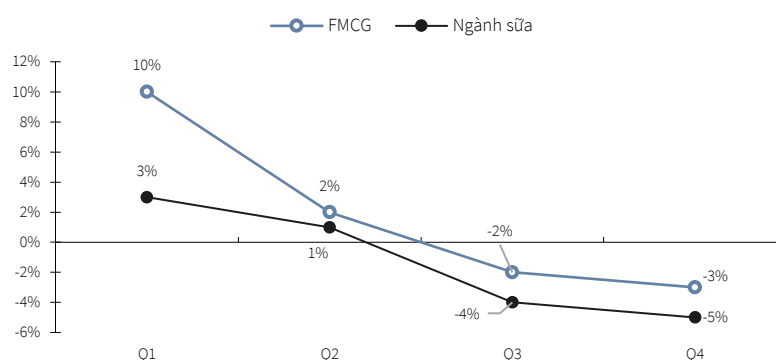
Biểu đồ 4. Tăng trưởng tổng mức bán lẻ HH&DV (YoY) cho thấy sự giảm tốc



Nguồn: GSO, KBSV

Kinh tế giảm tốc, thu nhập người dân giảm sút nên tiêu dùng cũng không nằm ngoại lệ. Theo báo cáo của AC Nielsen vào Q4/2023, ngành FMCG ghi nhận giá trị giảm 3% YoY, tính cả năm ngành FMCG tăng nhẹ 2% YoY. Ngành sữa cũng ghi nhận sự sụt giảm với mức giảm 5% YoY trong quý 4, tính cả năm toàn ngành sữa giảm nhẹ 1%.

Biểu đồ 5. Ngành FMCG và ngành sữa cho thấy tín hiệu giảm sút do tiêu dùng chậm lại



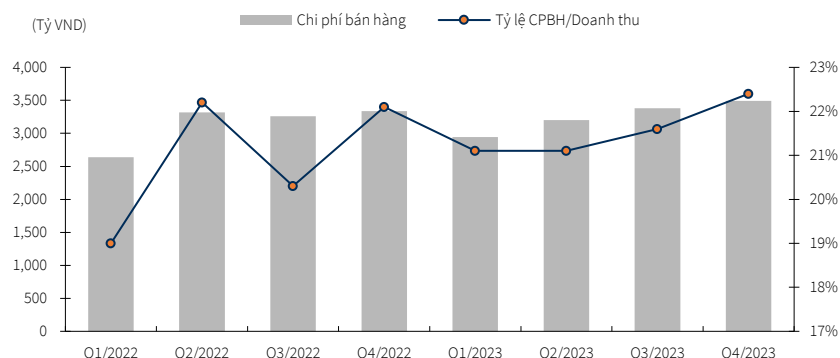
Nguồn: AC Nielsen, VNM, KBSV

Thị phần nội địa dự báo tiếp tục duy trì sau khi thay đổi bộ nhận diện

Trong bối cảnh ngành sữa đi vào giai đoạn bão hòa tăng trưởng rất chậm trong những năm tới, việc cạnh tranh thị phần là điều tiên quyết đối với các doanh nghiệp sữa để đem lại tăng trưởng doanh thu ổn định. VNM sau khi thay đổi bộ nhận diện thương hiệu đã liên tục có những tín hiệu tích cực khi giành lại thị phần từ các đối thủ. Thị phần được duy trì ổn định so với quý 3 ở tất cả các mặt hàng (tại cuối quý 3 công ty công bố tăng 2 điểm phần trăm thị phần so với tháng 1/2023).

Tuy nhiên để duy trì và gia tăng thị phần, công ty phải đánh đổi bằng việc gia tăng chi phí quảng cáo và marketing. Tại Q4/2023, chi phí bán hàng chiếm 22.4% doanh thu thuần, tỷ lệ này cao nhất trong 2 năm trở lại đây. Mặc dù là yếu tố mùa vụ khi chi phí bán hàng thường gia tăng mạnh vào quý 4, tuy nhiên nhìn vào 2 quý gần nhất sau khi thay đổi bộ nhận diện, VNM đã phải gia tăng chi phí bán hàng để chiếm lại thị phần.

Chúng tôi nhận định VNM sẽ có khả năng duy trì và cải thiện nhẹ thị phần trong năm 2024, tuy nhiên cần phải theo dõi diễn biến thị phần và chi phí bán hàng trong các quý tới để đánh giá hiệu quả chiến dịch thay đổi bộ nhận diện của VNM, đánh giá xem liệu khi không tăng chi phí bán hàng VNM có giữ được thị phần hay không.

Biểu đồ 6. Chi phí bán hàng của VNM có xu hướng tăng sau khi thay đổi bộ nhận diện

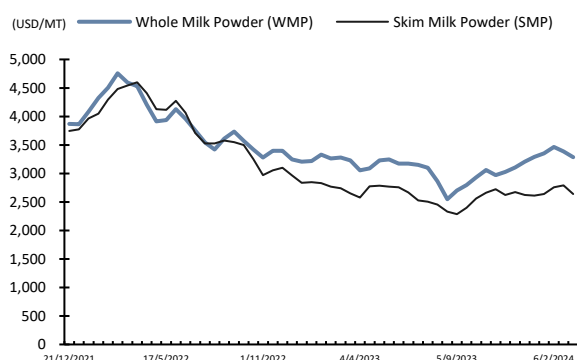
Nguồn: VNM, KBSV

Biên lợi nhuận tiếp tục duy trì ổn định trong năm 2024

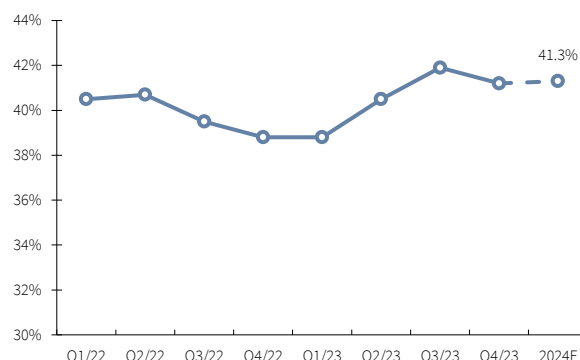
Trong Q4/2023, biên lợi nhuận gộp (LNG) toàn công ty duy trì đà tăng đạt 41.2%, tăng 2.45 điểm phần trăm YoY nhưng lại giảm nhẹ 0.7 điểm phần trăm so với quý 3, tuy nhiên chủ yếu do yếu tố mùa vụ. Lũy kế cả năm, biên LNG đạt 40.7% phục hồi 0.8 điểm phần trăm YoY, tuy vậy mức biên LNG này vẫn còn khá thấp so với thời kỳ trước Covid khi cạnh tranh không gay gắt như hiện tại.

Chúng tôi dự báo biên LNG của VNM trong 2024 có thể duy trì và cải thiện nhẹ so với mức hiện tại tuy nhiên sẽ không tăng mạnh như năm 2023 do các yếu tố: (1) Giá sữa bột đã có tạo đáy và bắt đầu có dấu hiệu tăng trở lại khi nhu cầu toàn cầu bắt đầu hồi phục, đặc biệt là các thị trường đang phát triển như Trung Đông, Đông Nam Á. Tuy nhiên ở phía cung, việc kết thúc pha El Nino (dự báo sẽ chấm dứt trong nửa đầu năm 2024) chuyển sang La Nina làm thời tiết bớt khắc nghiệt hơn sẽ giúp năng suất đàn bò gia tăng trở lại, gia tăng sản lượng sữa. (2) Trang trại tại Lào bước đầu đã được đưa vào hoạt động, giúp gia tăng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu, giảm bớt biến động từ các yếu tố bên ngoài.

Rủi ro có thể đến từ các bất ổn chính trị, đứt gãy chuỗi cung ứng làm giá cả hàng hoá leo thang. Tuy nhiên, ban lãnh đạo cho biết cũng đã thực hiện chốt giá đơn hàng từ sớm, thực hiện các hợp đồng giảm thiểu rủi ro nên dự báo sẽ không có biến động lớn ảnh hưởng đến biên LNG.

Biểu đồ 7. Biến động giá sữa bột nguyên kem (WMP) và sữa bột gầy (SMP)

Nguồn: Global Dairy Trade, KBSV

Biểu đồ 8. Biên lợi nhuận gộp của VNM dự báo sẽ tiếp tục duy trì mức hiện tại

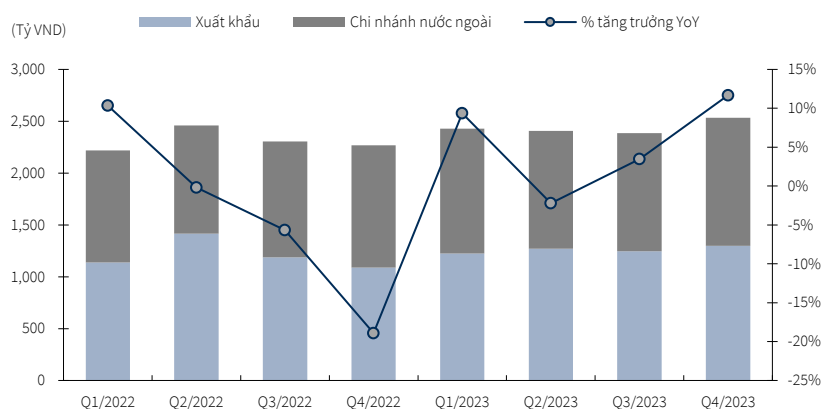
Nguồn: VNM, KBSV

Thị trường nước ngoài diễn biến tích cực, tiếp đà tăng trưởng trong năm 2024

Doanh thu thuần xuất khẩu có mức tăng trưởng ấn tượng do mức nền thấp cùng kỳ cùng với sức mua bắt đầu hồi phục. Dự báo trong năm 2024, khi nền kinh tế toàn cầu hồi phục, các thị trường xuất khẩu lớn của VNM (Đông Nam Á, Trung Đông) bắt đầu hồi phục nhu cầu tiêu thụ, đặc biệt là thị trường Trung Đông ngày càng ưa chuộng sữa của VNM, tuy nhiên thị trường này biến động khá lớn do các căng thẳng chính trị, các thị trường phát triển cũng khá đón nhận các sản phẩm của VNM nhờ chất lượng đồng đều và công ty đáp ứng được các tiêu chuẩn ESG.

Các chi nhánh nước ngoài cũng tiếp tục có tín hiệu tích cực, Driftwood tại Mỹ vẫn duy trì mức tăng trưởng nhẹ và lần đầu ghi nhận lợi nhuận trên 2 triệu USD. AngkorMilk tại Campuchia tiếp tục tăng trưởng ấn tượng, doanh thu và lợi nhuận lần lượt tăng 6% và 27% YoY. Với việc ngày càng xây dựng thương hiệu vững chắc trên thị trường, mở rộng tệp khách hàng kết hợp với tiềm lực và sự giúp sức của công ty mẹ, dự kiến các thị trường này sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng về cả doanh thu và lợi nhuận trong năm 2024.

Biểu đồ 9. Kết quả kinh doanh thị trường nước ngoài của VNM



Nguồn: VNM, KBSV

Dự phóng và định giá

Dự phóng KQKD năm 2024

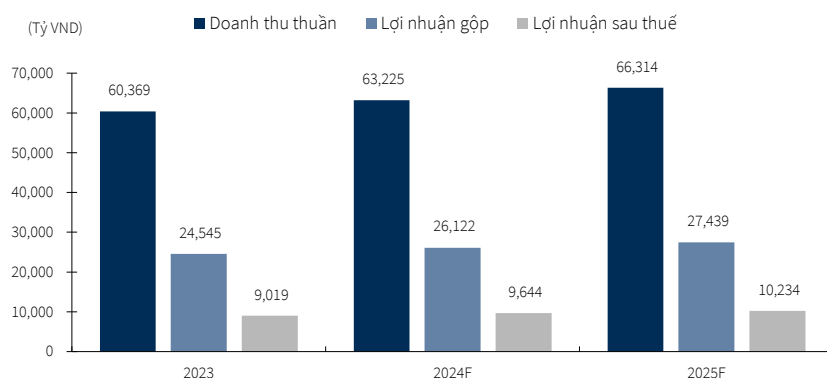
Chúng tôi cho rằng ngành sữa trong năm 2024 sẽ có sự phục hồi nhẹ khi sức mua có sự phục hồi nhờ những tín hiệu tích cực từ kinh tế vĩ mô. Dự báo doanh thu thuần cả năm 2024 VNM ghi nhận 63,225 tỷ đồng (+4.7% YoY), tăng trưởng nội địa sẽ chậm hơn thị trường nước ngoài. Lợi nhuận gộp đạt 26,122 tỷ đồng (+6.4% YoY), biên LNG đạt 41.3% tăng nhẹ 0.7ppts. Nhờ những nỗ lực tối ưu chi phí, cải thiện biên lợi nhuận, LNST của công ty dự báo đạt 9,644 tỷ đồng (+6.9% YoY).

Bảng 10. Dự phóng KQKD 2023

(tỷ VND)	2023	2024F	+/- % YoY	2025F	+/- YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu	60,369	63,225	4.7%	66,314	4.9%	
<i>Nội địa</i>	50,617	52,404	3.5%	54,521	4.0%	Doanh thu nội địa tiếp tục tăng trưởng chậm trong bối cảnh sức mua hồi phục chậm, ngành bão hoà, cạnh tranh gay gắt với các đối thủ trong và ngoài nước. Tăng trưởng chủ yếu đến từ tăng giá bán và nỗ lực duy trì thị phần tăng trưởng theo tốc độ của ngành.
<i>Xuất khẩu</i>	5,039	5,543	10.0%	5,986	8.0%	
<i>Chi nhánh nước ngoài</i>	4,713	5,279	12.0%	5,806	10.0%	
Lợi nhuận gộp	24,545	26,122	6.4%	27,439	5.0%	Lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp dự báo sẽ tiếp tục cải thiện. Biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ duy trì và ít có biến động lớn khi giá sữa ổn định và công ty cũng liên tục gia tăng dần bù để tự chủ nguyên vật liệu.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	40.7%	41.3%	0.7ppts	41.4%	0.1ppts	
SG&A	(14,774)	(15,490)	4.8%	(16,114)	4.0%	
EBIT	9,771	10,632	8.8%	11,325	6.5%	
EBT	10,968	11,761	7.2%	12,480	6.1%	
Lợi nhuận sau thuế	9,019	9,644	6.9%	10,234	6.1%	Trong bối cảnh ngành bão hoà và cạnh tranh gay gắt, công ty sẽ nỗ lực tối ưu các chi phí nhằm duy trì tăng trưởng lợi nhuận, tuy nhiên mức độ tăng trưởng dự báo sẽ rất chậm.

Nguồn: VNM, KBSV dự phóng

Biểu đồ 11. Dự phóng KQKD VNM giai đoạn 2023-2025F



Nguồn: VNM, KBSV

Khuyến nghị: NẮM GIỮ – Giá mục tiêu: 79,500 VND

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu VNM với 2 phương pháp là (1) chiết khấu dòng tiền và (2) phương pháp so sánh để đưa ra mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu VNM.

(1) Với phương pháp chiết khấu dòng tiền, tiến hành chiết khấu dòng tiền tự do trong doanh nghiệp FCFF với giả định nêu dưới đây, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cổ phiếu VNM đối với phương pháp này là 72,300 VND/cổ phiếu.

(2) Với phương pháp so sánh, chúng tôi sử dụng P/E mục tiêu là 19 điều chỉnh giảm so với P/E trung bình 5 năm do tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn so với giai đoạn trước. EPS mục tiêu là 4,566 VND/cổ phiếu. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu đối với phương pháp này là 86,700 VND/cổ phiếu.

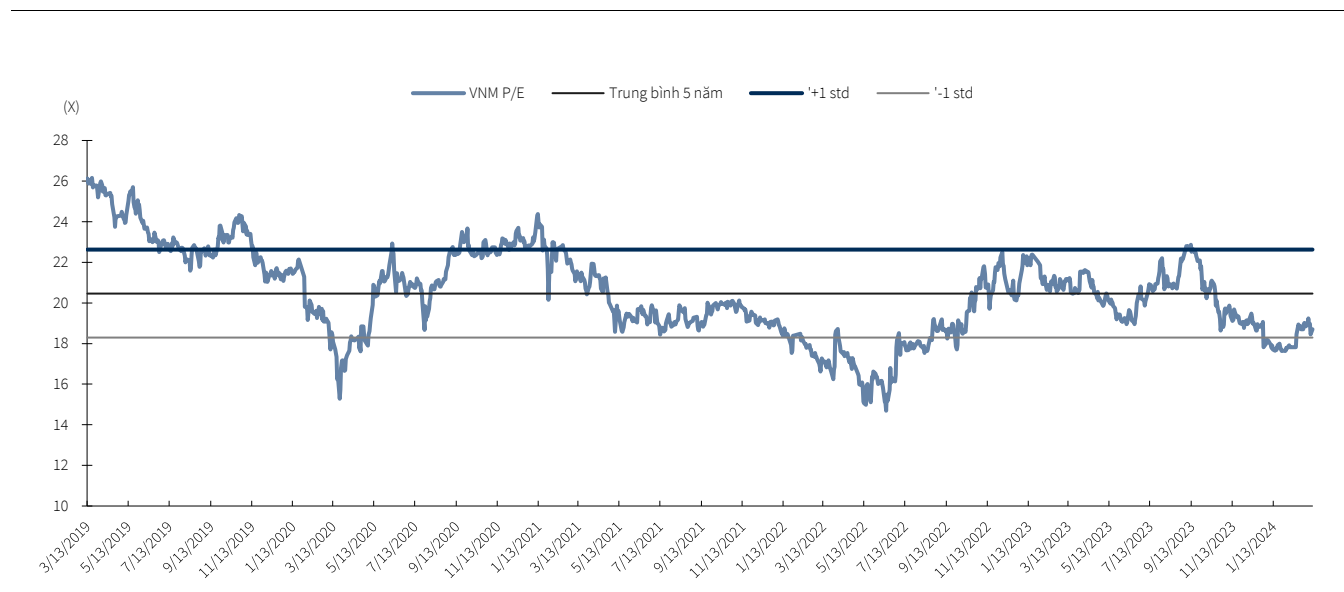
Với tỷ trọng sử dụng vào mô hình định giá đối với mỗi phương pháp là 50-50 chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu VNM, mức giá mục tiêu 79,500 VND/cp, cao hơn 12% giá đóng cửa ngày 13/03/2024.

Bảng 12. Dự báo FCFF và các giả định

Chi phí VCSH	10.02%	Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	99,570
Chi phí vốn vay	7.00%	Giá trị hiện tại FCFF	35,239
Lãi suất phi rủi ro	4.70%	Tiền và tương đương tiền	3,856
Beta	0.7	Đầu tư ngắn hạn	18,968
Tăng trưởng dài hạn	3.0%	Giá trị doanh nghiệp	157,632
Thời gian dự phóng	5	Nợ vay	6,631
WACC	9.79%	Giá trị công ty	151,001
		SLCP	2,089,955,445
Giá mục tiêu (VND/cp)			72,300

Nguồn: KBSV dự phóng

Biểu đồ 13. Diễn biến P/E của VNM giai đoạn 2018-2023



Nguồn: Bloomberg, KBSV

KHOI PHAN TICH CONG TY CHUNG KHOAN KB VIET NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhthd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:
Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:
Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:
Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:
Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ
Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276
Email: ccc@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu (dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)		
Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành (dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)		
Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.