

Dầu khí

Đạt đỉnh sau khi Brent vượt mức 55 USD

27/05/2020

Giá cổ phiếu đạt đỉnh khi giá Brent tăng trên mức hòa vốn 55 USD

Giá dầu khai thác hòa vốn ở Việt Nam ở mức 55 USD và những đợt khủng hoảng giá dầu trước đã chứng minh rằng cổ phiếu ngành dầu khí tăng vượt trội sau khi Brent vượt qua mức này. Đợt khủng hoảng gần nhất chứng khiến giá dầu giảm thấp hơn 55 USD là *Khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009* và giai đoạn kinh tế chậm lại 2015-2016 do *Taper Tantrum* (việc dừng chính sách Nới lỏng định lượng QE dẫn đến sự tụt dốc của thị trường chứng khoán và giá trị đồng tiền các nền kinh tế mới nổi, khi nhà đầu tư quốc tế rút vốn)

Mức biến động & độ tương quan tăng đột biến khi Brent dưới 55 USD

Xu hướng giao dịch của các cổ phiếu dầu khí Việt Nam thể hiện hai đặc điểm khi Brent rất dưới mức 55 USD: 1) Mức biến động (volatility) tăng vọt cùng với giá dầu; và 2) độ tương quan (correlation) giữa giá dầu và giá cổ phiếu mạnh hơn. Điều này đã được chứng minh trong giai đoạn 2008-2009 và 2015-2016 khi sự lao dốc của Brent đã kéo giá cổ phiếu dầu khí giảm sâu. Điều đáng lưu ý là giá cổ phiếu dầu khí tăng trưởng mạnh nhất sau khi giá Brent phục hồi và vượt qua mức 55 USD.

GAS là lựa chọn tối ưu; PVS và PVD có nguy cơ chênh hướng khỏi Brent

Hiện nay, ba công ty dầu khí – Tổng công ty khí (GAS), Tổng CTCP Kỹ thuật Dầu khí (PVS) và Tổng CTCP Khoan Dầu khí (PVD) đang giao dịch khá sát với sự phục hồi của giá dầu Brent. GAS cho thấy sự liên kết tốt nhất với Brent vì giá bán khí của GAS dựa vào dầu mazut nhiều sulphur (High Sulphur Fuel Oil) và lợi nhuận của GAS trực tiếp thể hiện sự phục hồi của giá dầu. Mặc khác, giá PVS & PVD lại phụ thuộc nhiều hơn vào giá thuê của các hoạt động khai thác và các giá thuê này thường có độ trễ so với Brent. Trong hai đợt khủng hoảng giá dầu trước, PVS & PVD ban đầu cho thấy sự tương quan cao nhưng sau đó lại di chuyển lệch đi so với đà phục hồi của Brent.

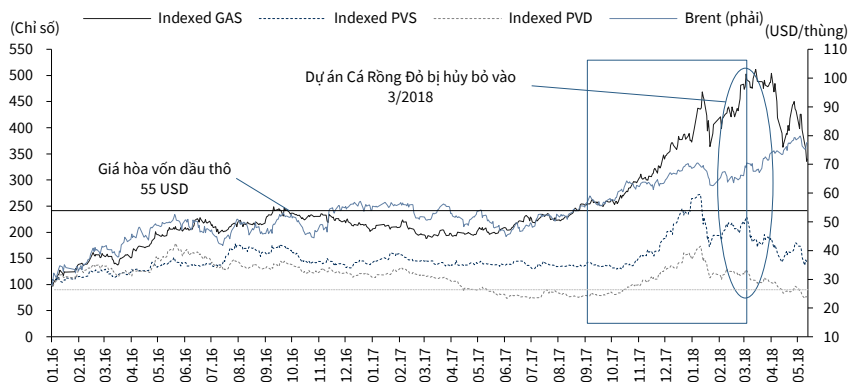
Cổ phiếu tăng mạnh khi Brent vượt mức hòa vốn

Diễn biến giá cổ phiếu dầu khí đạt đỉnh sau khi Brent phục hồi vượt mức 55 USD

Nhìn lại cuộc khủng hoảng 2015-2016, chúng tôi cho rằng diễn biến giá cổ phiếu dầu khí Việt Nam chỉ đạt đỉnh khi Brent vượt mức hòa vốn 55 USD. Vì các chủ mỏ tạo ra lợi nhuận chỉ sau khi dầu trên 55 USD, việc giá Brent trên mức này báo hiệu sự phục hồi lợi nhuận và tiềm năng hoàn nhập các chi phí dự phòng của các công ty thượng nguồn. Mối tương quan giữa cổ phiếu với Brent chỉ thực sự mạnh lúc giá dầu phục hồi lại sau chạm đáy dài hạn. Trong quá khứ, GAS hoàn toàn theo sát giá Brent trong khi diễn biến giá PVS và PVD lại tệ hơn. Nhìn lại, sau khi giá Brent chạm đáy tại mức 28 USD vào tháng 1/2016, giá cổ phiếu theo sát giá Brent cho đến khi dự án *Cá Rồng Đỏ* bị hủy bỏ vào tháng 3/2020 khi giá dầu đã phục hồi lên mức 70 USD.

Biểu đồ 1. Dầu khí - Giá cổ phiếu (indexed) vs Brent, 7/2015-12/2017 (USD/thùng)

Cổ phiếu dầu khí Việt Nam thể hiện tốt nhất sau khi giá dầu Brent tăng trên mức hòa vốn 55 USD



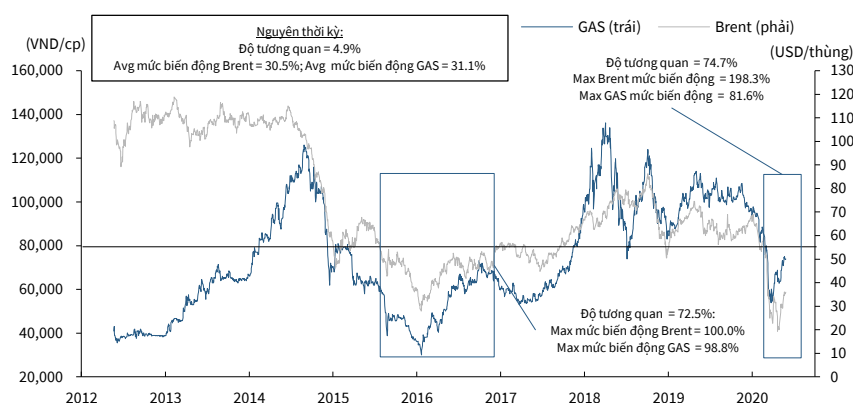
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Mức biến động và độ tương quan với giá dầu của GAS nhảy vọt lên khi giá Brent lao dốc

Trong giai đoạn suy thoái giá dầu 2015-2016, mức biến động của GAS gần đạt 100% và độ tương quan với giá dầu thắt chặt 73 %

Dù chỉ bắt đầu giao dịch từ tháng 5/2012, GAS vẫn cung cấp đủ dữ liệu cho chúng tôi thấy được mức biến động cao và mối tương quan cao với giá Brent khi Brent rớt dưới mức 55 USD trong 2015-2016. Trong 2015, mức biến động của GAS nhảy lên gần 100% so với 31% trung bình của tổng thời gian giao dịch. Hơn nữa, trong giai đoạn này, mối tương quan của GAS với Brent cũng đạt 73% so với trung bình 5% khá thấp.

Biểu đồ 2. Giá GAS vs giá Brent, 5/2012-5/2020 (VND, USD/thùng)

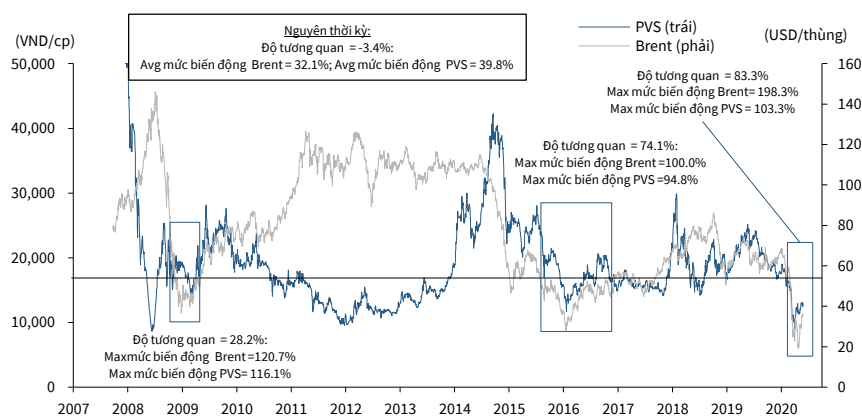


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Chúng tôi chứng kiến PVS & PVD có mức biến động và độ tương quan với giá dầu tăng vượt trội

Chúng tôi đã nghiên cứu xu hướng giao dịch PVS và PVD cả hai giai đoạn 2008-2009 và 2015-2016. Đáng lưu ý, điểm chung của 2 giai đoạn là PVS và PVD cho thấy mức biến động và độ tương quan có xu hướng tăng nhanh. Trong giai đoạn 2008-2009, mức biến động giao dịch của PVS & PVD lần lượt đạt 116% & 70%. Trong khi độ tương quan với giá dầu của PVS tăng lên mức 28%, độ tương quan của PVD lại giảm còn 4% do độ trễ của giá giàn khoan. Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng 2015-2016 lại thể hiện mức biến động của PVS & PVD vượt lên 95% & 92% và độ tương quan đạt 74% & 52%.

Biểu đồ 3. Dầu khí – PVS vs Brent, 9/2007-5/2020 PVD(VND, USD/thùng)

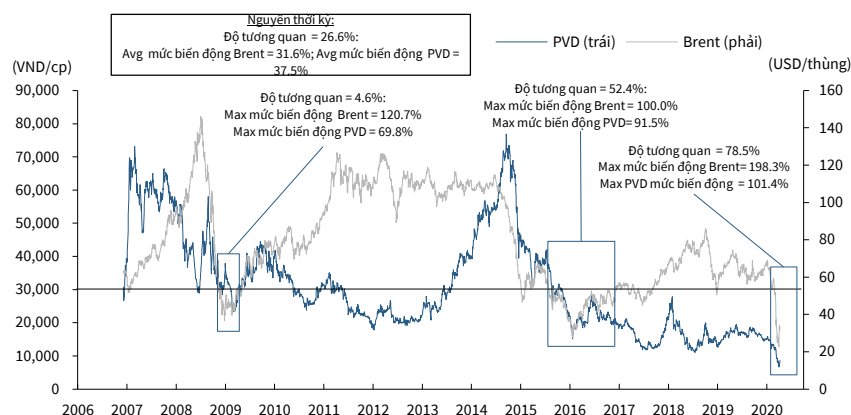


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Mức biến động niên hóa của PVS nhảy lên 95% và độ tương quan với giá dầu tăng lên 74% trong đợt khủng hoảng gần nhất

Biểu đồ 4. Dầu khí – PVD vs Brent, 12/2006-5/2020 (VND, USD/thùng)

PVD ít bị ảnh hưởng trực tiếp bởi giá dầu nhưng mức biến động vẫn tăng lên 92% và độ tương quan với Brent tăng lên 52% trong giai đoạn 2015-2016 khi Brent thấp hơn 55 USD



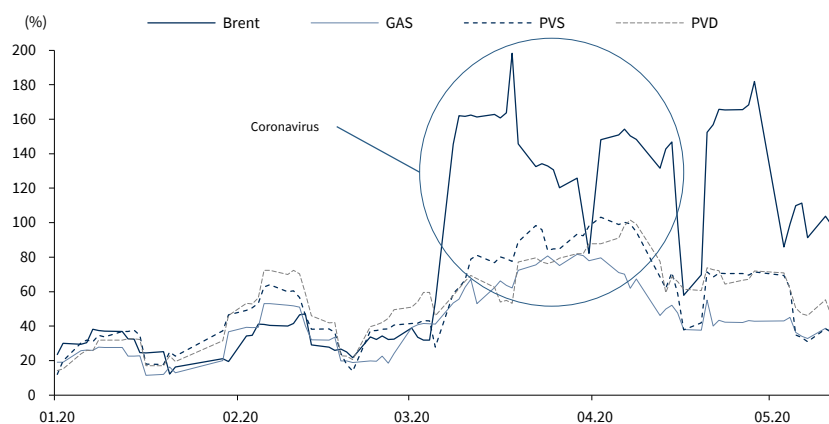
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Hiện nay, mức biến động giao dịch của các cổ phiếu dầu khí tăng vọt lên ...

Diễn biến cổ phiếu dầu khí đang có chung xu hướng với những gì đã diễn ra ở những đợt khủng hoảng trước đây. Mức biến động 10 ngày niên độ hóa của GAS, PVS, PVD gần đạt 100% trong khi mức này của GAS đã nhảy lên gần 200%.

Biểu đồ 5. Dầu khí – Mức biến động 10 ngày niên độ hóa, 1/2020 – 5/2020 (%)

Mức biến động 10 ngày niên độ hóa của GAS, PVS & PVD tăng vọt lên gần mức 100%.



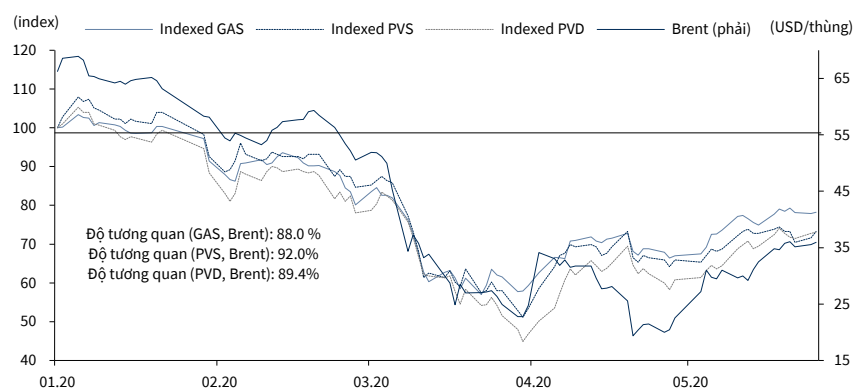
Nguồn: Bloomberg, KBSV

... và mức tương quan với Brent cũng dẫn mạnh lên

Giá dầu tăng vọt cũng thúc đẩy giá cổ phiếu dầu khí phục hồi và độ tương quan với giá dầu cũng dần mạnh hơn với gần 90% cho cả GAS, PVS, PVD.

Độ tương quan với giá Brent nhảy lên mức 90% cho GAS, PVS, PVD

Biểu đồ 6. Dầu khí – Giá cổ phiếu (Indexed) vs Brent, 1/2020 – 5/2020 (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Không phải mối tương quan nào cũng bền vững

Độ tương quan với Brent liên sụp đổ sau thời gian đầu lúc giá dầu phục hồi

GAS là cổ phiếu duy nhất theo sát cả quá trình phục hồi của Brent trong khi PVS & PVD đã lệch khỏi xu hướng và thể hiện kém hơn xu hướng diễn biến giá Brent. Trong quá khứ, độ tương quan với giá dầu của các cổ phiếu trên chỉ diễn ra trong thời gian ngắn chứ không tồn tại suốt toàn bộ thời gian Brent tăng lại. Cổ phiếu dầu khí chỉ thực sự bám sát sự phục hồi của Brent lúc giá dầu vừa mới phục hồi từ đáy dài hạn.

Độ tương quan lâu dài của GAS xuyên suốt thời gian Brent phục hồi

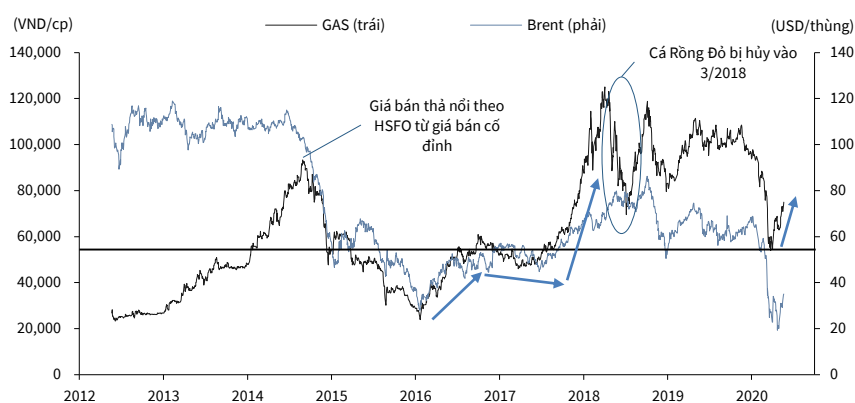
GAS có chung xu hướng di chuyển với Brent do cơ chế thả nổi giá khí năm 2014. Giá bán khí được neo theo giá dầu mazut có nhiều Sulphur (HSFO) và có công thức như sau:

$$\text{Giá bán} = \text{Max} [46\% \text{ HSFO, giá miệng giếng}] + \text{chi phí vận chuyển}$$

Công thức trên thể hiện mối liên hệ trực tiếp giữa GAS với giá Brent vì lợi nhuận của GAS được xác định bởi giá HSFO; điều này khiến GAS theo sát sự phục hồi của giá Brent nhất trong những cổ phiếu dầu khí.

Biểu đồ 7. Dầu khí – GAS vs Brent, 2012 – 2020 (VND, USD/thùng)

Giá bán khí phụ thuộc vào dầu mazut có nhiều sulphur (HSFO) giúp cổ phiếu GAS liên kết trực tiếp với giá Brent.



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Giá PVS & PVD bị ảnh hưởng nhiều bởi các hoạt động khai thác, khiến PVS & PVD không thể theo sát sự phục hồi của Brent

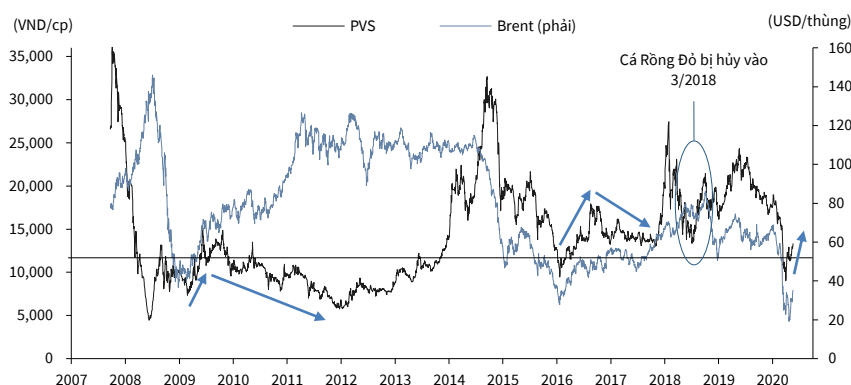
Tuy nhiên, giá thuê của các hoạt động khai thác thượng nguồn mới là yếu tố ảnh hưởng trực tiếp lên giá cổ phiếu và lợi nhuận của PVS và PVD. Hơn nữa, cơ chế giá thuê thượng nguồn khá phức tạp và thường đòi hỏi giá Brent phải trên chi phí sản xuất trước khi thực sự bước vào giai đoạn phục hồi của ngành. Điều này có thể thấy trong 2 đợt suy thoái trước đây, giá thuê khu vực thượng nguồn ngày càng giảm dần ngăn cho giá PVS & PVD phục hồi theo giá Brent.

Giảm giá thuê FPSO và lợi nhuận ngày càng mỏng cho các dự án EPC có thể khiến PVS

Đáng lưu ý, giá thuê tàu FPSO khá quan trọng với PVS và tình trạng mảng FPSO hiện nay có thể lặp lại giống như trong quá khứ. Trong Q1 2020, PVS đã trích lập chi phí dự phòng cho một tàu FPSO sau khi hoạt động bị ảnh hưởng bởi sản lượng sụt giảm; nhu cầu dầu thô giảm mạnh; và do công sức chứa dầu thô đã cạn. Thêm nữa, giá hợp đồng EPC của các dự án mới cũng đóng vai trò quan trọng lên lợi nhuận của PVS, tuy nhiên hợp đồng EPC bị ảnh hưởng nhiều bởi các rủi ro liên quan đến dự án bị ngưng trệ hay bị hủy bỏ. Với thị trường xây lắp dầu khí rất khó khăn trong 5 năm trở lại, việc giá dầu thấp hơn mức hòa vốn sẽ khiến việc chậm tiến độ ngày trầm trọng.

Biểu đồ 8. Dầu khí – PVS vs Brent, 2007– 2020 (VND, USD/thùng)

Giá PVS đã không theo sát giá Brent trong những đợt khủng hoảng giá dầu trước đây do giá thuê FPSO thấp và rủi ro dự án EPC bị trì hoãn hoặc hủy bỏ



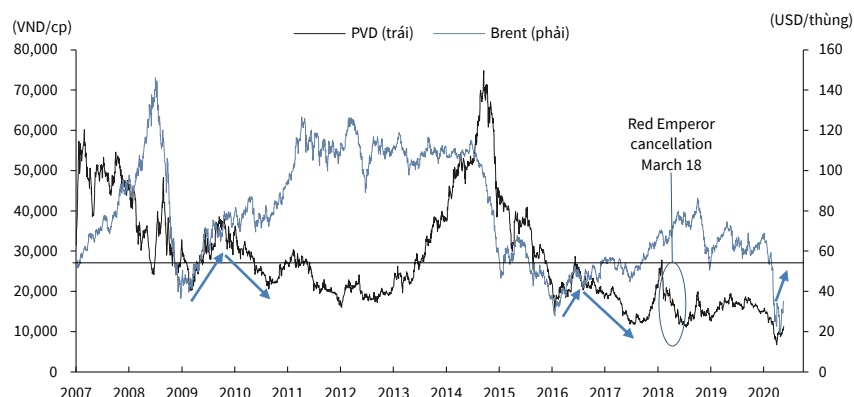
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Giảm giá thuê giàn jack-up rất đáng quan ngại với PVD

Giá thuê giàn khoan jack-up đóng vai trò quan trọng cho lợi nhuận và giá cổ phiếu của PVD. Hiện nay, giá dầu sụt giảm mạnh và các nước OPEC+ cắt giảm sản lượng do đại dịch corona gây áp lực lên giá thuê jack-up, khiến cho giá thuê giàn jack-up và giá PVD không thể phục hồi theo kịp giá Brent. Việc này tương tự như những cuộc khủng hoảng giá dầu trước đây khi giá Brent bé hơn mức hòa vốn dẫn đến cắt giảm sản lượng và các dự án trọng điểm bị hủy bỏ. Hơn nữa, các hợp đồng khoan của PVD sẽ hết hạn vào cuối năm 2020E và công ty cần khẩn trương tìm những hợp đồng mới.

Biểu đồ 9. Dầu khí – PVD vs Brent, 2007– 2020 (VND, USD/thùng)

Giá PVD phụ thuộc vào giá thuê giàn khoan jack-up, khiến cổ phiếu thể hiện kém hơn giá dầu.



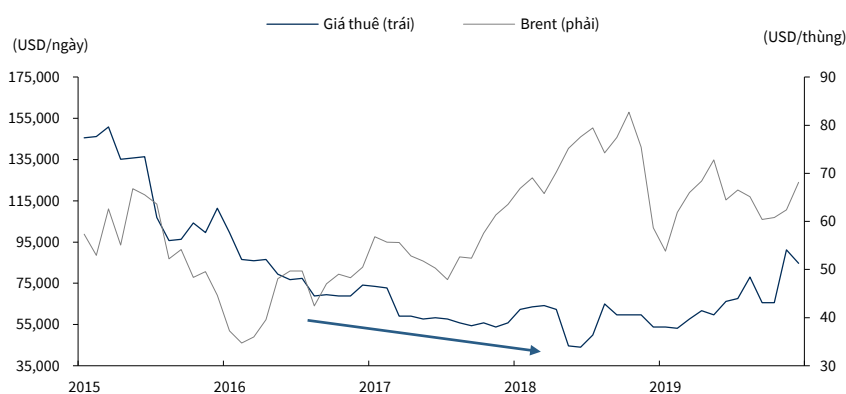
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Giá thuê giàn khoan được xác định dựa trên hoạt động khai thác dầu khí

Thị trường dầu khí Việt Nam có thể tiếp tục gặp khó khăn tương tự trong quá khứ và giá thuê thị trường khai thác có thể khiến độ tương quan của PVS & PVD sẽ ngày càng yếu dần. Ban đầu, thị trường khoan được kì vọng phục hồi sau khi thỏa thuận cắt giảm sản lượng OPEC+ hết hạn cuối tháng 3/2020. Tuy nhiên, giá dầu lao dốc và việc các nước OPEC+ cắt giảm sản lượng kỉ lục vào 4/2020 khiến nhu cầu khoan suy giảm. Thêm nữa, các công ty dầu khí quốc tế hàng đầu đã quyết định giảm ngân sách đầu tư các hoạt động khai thác E&P trong năm nay, khiến triển vọng sản lượng dầu thô ngày càng ảm đạm.

Biểu đồ 10. Dầu khí – Giá thuê giàn jack-up vs Brent, 2015– 2019 (VND, USD/thùng)

OPEC+ tiếp tục cắt giảm sản lượng có thể khiến giá thuê giàn khoan giảm trong nhiều năm tới



Nguồn: IHS Markit, KBSV

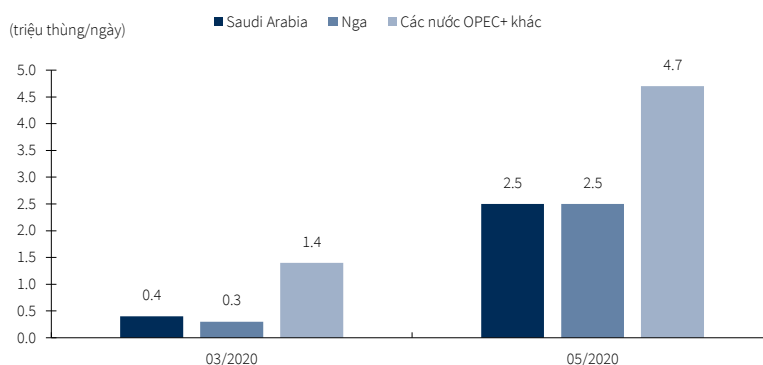
Giá Brent không thể giảm sâu hơn nữa

Đợt cắt giảm sản lượng mới nhất sẽ ngăn Brent quay về đáy cũ

Brent đã chạm đáy sau khi giảm 70% từ đầu năm sau xuất phát từ khủng hoảng nguồn cung do chi phí sản xuất cao và khủng hoảng nhu cầu từ đại dịch Covid-19. Các nước OPEC+ đã đồng ý cắt thêm sản lượng nhằm giúp giá dầu phục hồi sau khi một số nước trên thế giới nới lỏng phong tỏa COVID-19. Các nước OPEC+ đã đồng ý cắt giảm sản lượng với kì hạn cho đến tháng 4/2022. Ban đầu, sản lượng cắt giảm sẽ là 9.7 triệu thùng/ngày trong tháng 5 & 6; 7.7 triệu thùng/ngày từ tháng 7 đến tháng 12; và 5.8 triệu thùng/ngày cho 16 tháng còn lại.

Biểu đồ 11. OPEC+ - Sản lượng cắt giảm thỏa thuận, 3/2020 & 5/2020 (triệu thùng/ngày)

Các nước OPEC+ đồng ý cắt giảm nhiều hơn để bình ổn giá dầu.



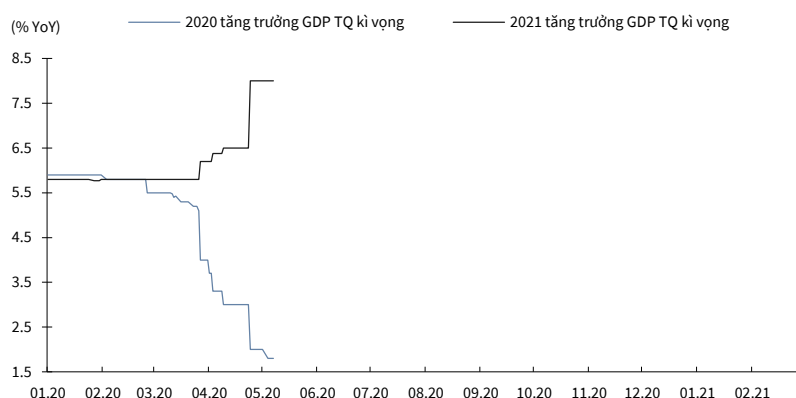
Nguồn: KBSV

Kinh tế Trung Quốc sẽ sớm phục hồi sau COVID-19

Đa số tin rằng kinh tế Trung Quốc sẽ trở lại nhanh và mạnh mẽ và điều này sẽ hỗ trợ sự phục hồi của giá dầu sau đại dịch COVID-19. Các chuyên gia kinh tế đồng tình GDP Trung Quốc 2020 sẽ chững lại nhưng sẽ phục hồi trong năm 2021E. Chỉ thiếu số cho rằng cuộc khủng hoảng này sẽ tiếp tục kéo dài trong vài năm và đây cũng là điều khác biệt nhất so với những đợt khủng hoảng trước. Trong gia đoạn 2015-2016, kì vọng GDP Trung Quốc bắt đầu giảm vào tháng 7/2015 và không thấy sự phục hồi cho đến tháng 10/2016 (15 tháng sau). Tương tự 2008-2009, các nhà kinh tế GDP dự đoán Trung Quốc giảm mạnh vào tháng 2/2008 và tiếp tục bị quan 17 tháng kể cho đến tháng 7/2009.

Biểu đồ 12. Trung Quốc – GDP kì vọng của thị trường, 1/2020-5/2020 (%)

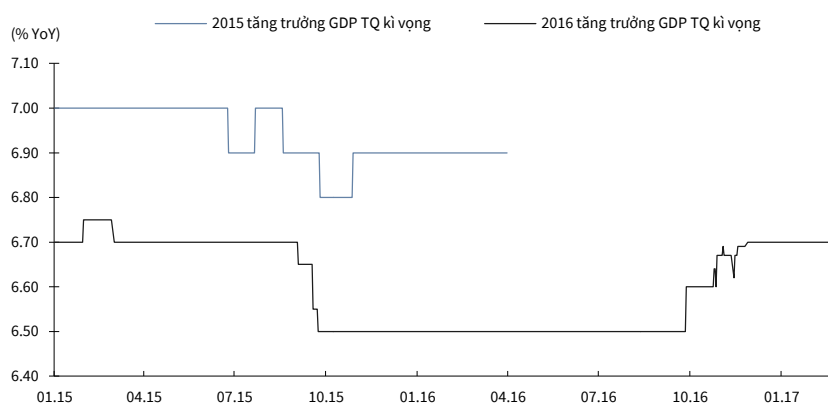
Triển vọng tăng trưởng kinh tế Trung Quốc
tươi sáng hơn vài tháng gần gũi



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 13. Trung Quốc – GDP kì vọng của thị trường, 1/2015-2/2017 (%)

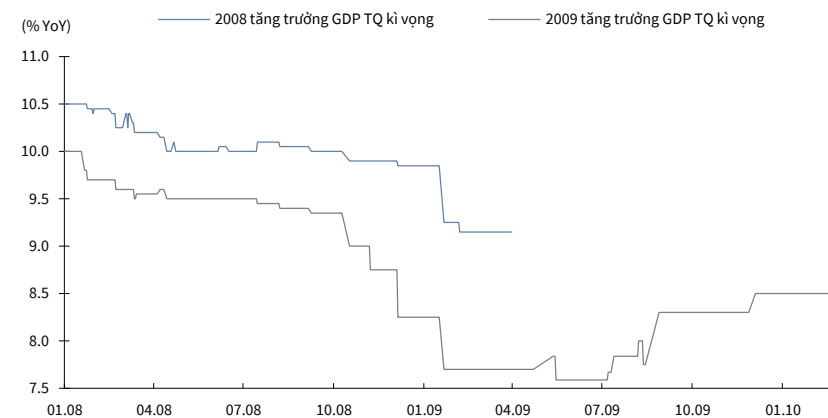
Giai đoạn 2015-2016, kì vọng GDP bắt đầu
giảm từ 7/2015 và không thấy dấu hiệu phục
hồi cho đến 10/2016, tức 15 tháng sau.



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 14. Trung Quốc – GDP kì vọng của thị trường, 1/2008-2/2010 (%)

Kì vọng GDP giảm từ 2/2008 và kéo dài đến 17
tháng tới 7/2010



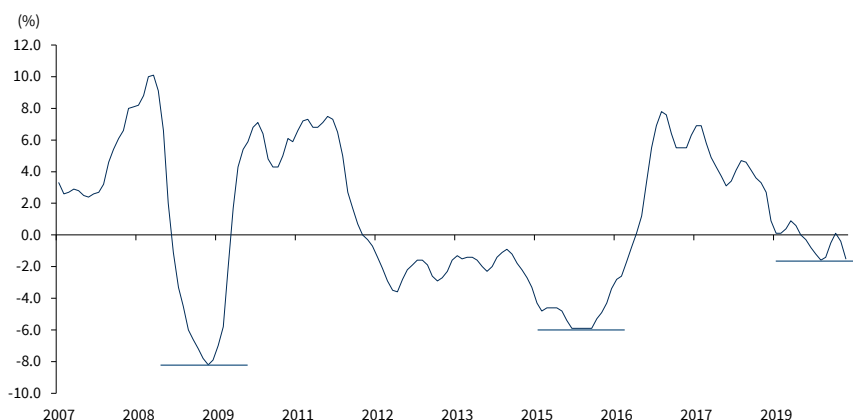
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Ít áp lực giảm phát hơn từ Trung Quốc so với những đợt khủng hoảng trước

Giá dầu hiện nay không cho thấy dấu hiệu giảm phát từ Trung Quốc như những đợt khủng hoảng trước đây. Dù, chỉ số sản xuất PPI đã chuyển sang âm nhưng kì vọng kinh tế Trung Quốc phục hồi khiến áp lực giảm phát không đáng lo ngại. Trong 2 đợt khủng hoảng trước đây, áp lực của giảm phát đáng quan ngại hơn do nền kinh tế phục hồi chậm.

Biểu đồ 15. Trung Quốc – Chỉ số sản xuất PPI, 2007-2020 (% YoY)

Ít áp lực giảm phát trong 2020 hơn tại thời điểm 2008 và 2015



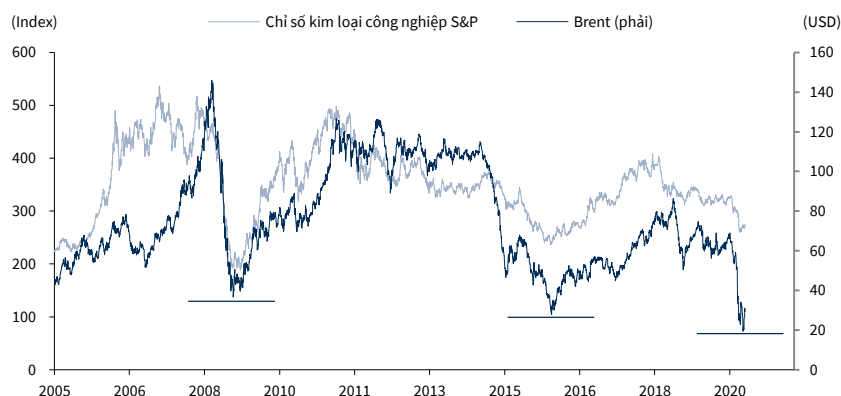
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Giá Brent cũng đã rất sâu hơn Chỉ số kim loại công nghiệp S&P

Khi so sánh với chỉ số kim loại công nghiệp S&P, giá dầu đã giảm ở một mức kinh hoàng hơn. Hiện tại, giá Brent chịu ảnh hưởng tiêu cực từ cả hai phía cung & cầu vs khủng hoảng nhu cầu trong quá khứ. Chúng ta có thể nhận thấy giá Brent đã rất sâu so với Chỉ số kim loại công nghiệp S&P. Từ đầu năm, Brent đã giảm 55% còn chỉ số kim loại S&P chỉ giảm 15.9%.

Biểu đồ 16. Hàng hóa quốc tế – Chỉ số kim loại công nghiệp S&P vs Brent, 2005-2020 (USD/thùng)

Hiện nay, giá Brent phản ứng với COVID-19 tiêu cực hơn Chỉ số kim loại S&P so với những gì diễn ra trong quá khứ.



Nguồn: Bloomberg, KBSV

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược Thị trường

Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh
anhthd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Vĩ mô – Thái Thị Việt Trinh
trinhhtt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng
tungla@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu
hieudd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga
ngaphb@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Lê Thành Công
conglth@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Ngân hàng Tài chính – Nguyễn Thị Thu Huyền
huyenntt@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim
harrison.kim@kbfg.com

Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung
dungdpp@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Thủy sản & Dược phẩm – Nguyễn Thanh Danh
danhnt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Hóa chất – Nguyễn Vinh
vinhn@kbsec.com.vn

Bộ phận Marketing Research

Chuyên viên Marketing Hàn Quốc – Seon Yeong Shin
shin.sy@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:
Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, 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.