

Hóa chất Đức Giang (DGC)

Có thể gặp khó khăn trong ngắn hạn

21/06/2024

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

Kết quả kinh doanh 1Q2024 chưa cải thiện nhiều như kỳ vọng của chúng tôi

Doanh thu 1Q2024 của DGC giảm 4% yoy do doanh thu mảng phân bón không thể bù đắp được suy giảm doanh thu từ phốt pho vàng và acid phosphoric. Biên lợi nhuận gộp giảm từ 35.9% xuống còn 32.1% chủ yếu do giá bán các sản phẩm chủ lực giảm trong khi tăng tiêu thụ các sản phẩm có biên lợi nhuận thấp hơn.

Kỳ vọng tiêu thụ bán dẫn châu Á nhìn chung sẽ tăng trưởng mạnh, nhưng sẽ có rủi ro đến từ thị trường Nhật Bản

Chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ bán dẫn tại châu Á sẽ có thể hồi phục rõ ràng hơn trong 2H2024, từ đó góp phần cải thiện nhu cầu tiêu thụ phốt pho vàng và các dẫn xuất. Thị trường Nhật Bản có thể sẽ là rủi ro chính trong triển vọng tiêu thụ bán dẫn trong năm 2024 do gặp vấn đề suy thoái kỹ thuật trong 4Q2023 và 1Q2024.

Dự án Nghi Sơn có rủi ro chậm trễ

Hiện dự án đã hoàn thành bồi thường giải phóng mặt bằng nhưng vẫn gặp một số vướng mắc gồm (1) hồ sơ phòng cháy chữa cháy gặp khó khăn và (2) chưa hoàn thành sắp xếp tái định cư một số hộ dân. Chúng tôi tạm thời điều chỉnh lùi giả định thời gian dự án bắt đầu đi vào hoạt động sang 4Q2025.

Các thương vụ M&A góp phần thúc đẩy KQKD trong bối cảnh dự án chủ lực tại Nghi Sơn chưa thể khởi công

Trong 1H2024, DGC đã hoàn tất thầu tóm nhà máy còn Đại Việt. Chúng tôi giả định còn Đại Việt có thể bắt đầu đóng góp vào KQKD của DGC từ giữa 3Q2024 và đạt công suất tối đa từ năm 2026 với doanh thu khoảng 1,350 tỷ VND/năm. Dự án ắc quy Tia Sáng kỳ vọng có thể đóng góp khoảng 200 tỷ VND vào doanh thu DGC trong năm 2024 với mức biên lợi nhuận gộp giả định đạt 85%.

Khuyến nghị TRUNG LẬP, giá mục tiêu là 131,500 VND/cổ phiếu

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP cho DGC với mức giá mục tiêu là 131,500VND/cổ phiếu, tương đương với upside -0.2% so với giá đóng cửa 131,800 VND/cổ phiếu ngày 21/06/2024.

Trung lập duy trì

Giá mục tiêu	VND131,500
Tăng/giảm (%)	1.3%
Giá hiện tại (21/06/2024)	VND 131,800
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 132,400
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	49.4/1.9

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	63.6%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	374.6/14.8
Sở hữu nước ngoài (%)	19.1%
Cổ đông lớn	Đào Hữu Huyền (18.4%)

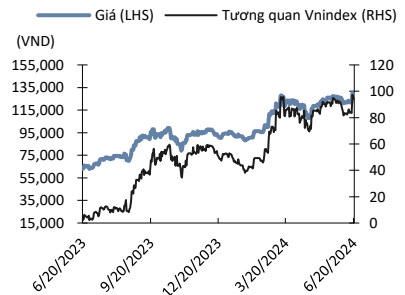
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	2.9	4.4	40.0	103.8
Tương đối	2.7	2.8	23.7	88.7

Dự phóng KQKD & định giá

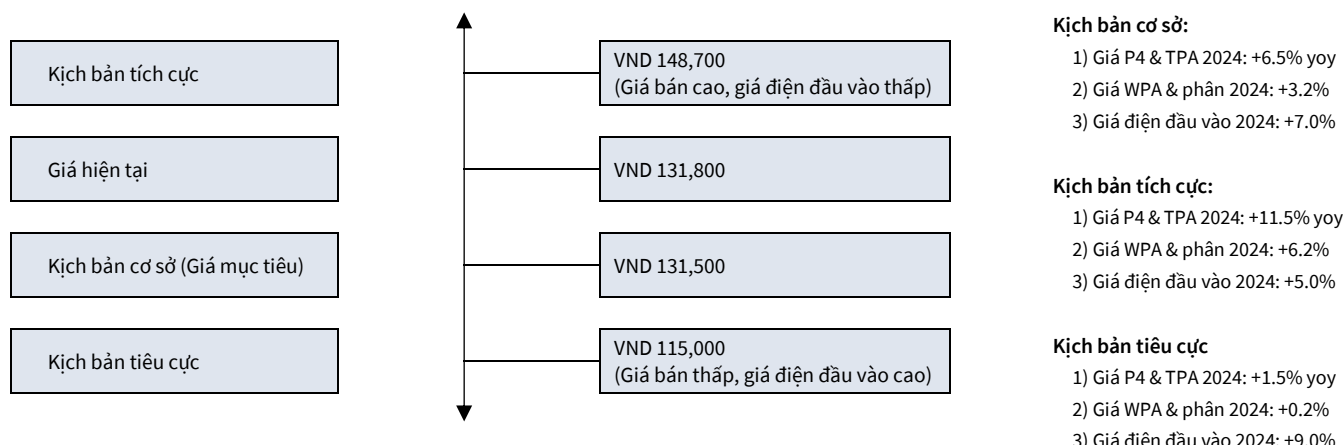
FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	14,444	9,748	11,980	14,038
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	5,998	2,845	3,306	3,895
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	5,565	3,100	3,626	4,182
EPS (VND)	13,774	7,673	8,567	9,878
Tăng trưởng EPS (%)	127.8	-44.3	12.0	15.0
P/E (x)	9.4	16.9	15.2	13.1
P/B (x)	4.6	4.1	3.5	2.9
ROE (%)	55.7	27.0	26.2	25.3
Tỷ suất cổ tức (%)	0.8	3.6	2.3	2.3

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Quan điểm định giá



Dự phóng Kết quả kinh doanh điều chỉnh

(tỷ VND, %)	Dự phóng kỳ trước		Dự phóng điều chỉnh		Thay đổi	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	11,758	13,325	11,980	14,038	1.9	5.4
EBIT	3,633	4,269	3,306	3,895	(9.0)	(8.8)
LNST công ty mẹ	3,917	4,510	3,626	4,182	(7.4)	(7.3)

Nguồn: KBSV ước tính

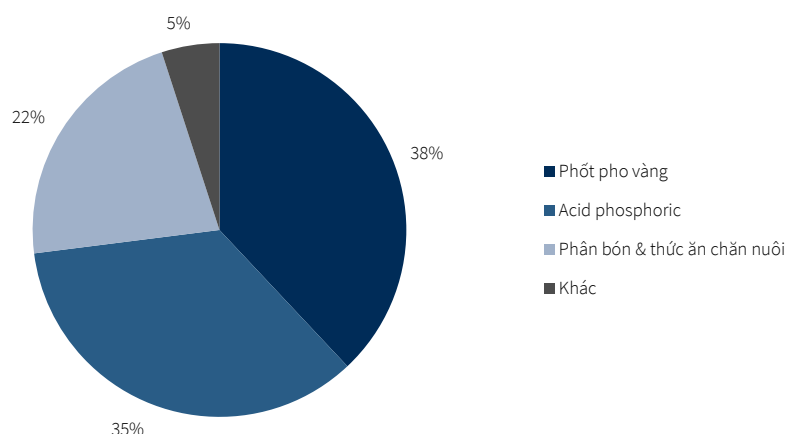
Dự phóng của KBSV vs. Dự phóng đồng thuận

(tỷ VND, %)	Dự phóng của KBSV		Dự phóng đồng thuận		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	11,980	14,038	10,905	12,948	9.4	8.4
EBIT	3,306	3,895	3,336	4,133	(0.9)	(5.8)
LNST công ty mẹ	3,626	4,182	3,577	4,286	1.4	(2.4)

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các TCTC được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Cơ cấu doanh thu 2023



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

Công ty Cổ phần Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC) được thành lập năm 1963. Năm 2004 chuyển sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần. Phốt pho vàng, hóa chất nông nghiệp, phân bón và bột giặt, chất tẩy rửa là các sản phẩm kinh doanh cốt lõi của Công ty, mang lại nguồn doanh thu chính. Hiện tại, DGC có lợi thế cạnh tranh lớn khi là một trong những nhà cung cấp phốt pho vàng chủ chốt tại khu vực Đông Á. Trong thời tới, DGC dự kiến sẽ tham gia sản xuất kinh doanh và sản xuất các sản phẩm Xút-Clo với dự án Tổ hợp Hóa chất Đức Giang Nghi Sơn.

Hoạt động kinh doanh

Kết quả kinh doanh 1Q2024 chưa cải thiện nhiều như kỳ vọng của chúng tôi

Doanh thu 1Q2024 của DGC giảm 4% yoy. Doanh thu từ các mặt hàng chủ lực là phốt pho vàng và acid phosphoric giảm 7% yoy do giá bán giảm 20-26% yoy và bảo dưỡng nhà máy WPA trong tháng 1/2024. DGC đẩy mạnh tiêu thụ các sản phẩm phân bón (tăng 25% yoy), trong đó doanh thu phân bón DAP tăng đột biến 99% yoy. Biên lợi nhuận gộp giảm từ 35.9% xuống còn 32.1% chủ yếu do giá bán các sản phẩm chủ lực suy giảm trong khi đẩy mạnh tiêu thụ các sản phẩm phân bón có biên lợi nhuận thấp hơn.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	Q1/2023	Q1/2024	+/-%YoY	3M2023	3M2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	2,483	2,385	-4.0%	2,483	2,385	-4.0%	Doanh thu phân bón các loại tăng mạnh 25% yoy do đẩy mạnh sản lượng nhưng không bù đắp được sự sụt giảm doanh thu phốt pho vàng và acid phosphoric (giảm 7% yoy) do giá bán giảm 20-26% yoy và bảo dưỡng nhà máy WPA trong tháng 1/2024
Lợi nhuận gộp	890	766	-13.9%	890	766	-13.9%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>35.9%</i>	<i>32.1%</i>		<i>35.9%</i>	<i>32.1%</i>		Do giá bán phốt pho vàng và acid phosphoric giảm và tăng sản lượng tiêu thụ mangan phân DAP có biên lợi nhuận gộp thấp hơn
Thu nhập tài chính	164	165	0.6%	164	165	0.6%	
Chi phí tài chính	20	18	-10.0%	20	18	-10.0%	Chủ yếu do giảm 14% yoy lỗ tỷ giá
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	0	0	N/A	0.0	0.0	N/A	
SG&A	149	145	-2.3%	148.7	145.4	-2.3%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	886	768	-13.3%	886	768	-13.3%	
Thu nhập khác	-1	1	-212.5%	-1	1	-212.5%	
Lợi nhuận trước thuế	885	769	-13.0%	885	769	-13.0%	
Lợi nhuận sau thuế	823	704	-14.4%	823	704	-14.4%	
LNST công ty mẹ	787	673	-14.5%	787	673	-14.5%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

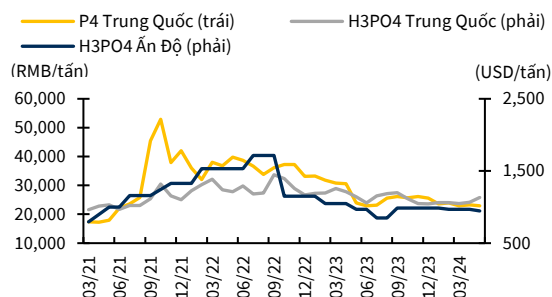
Kỳ vọng tiêu thụ bán dẫn châu Á nhìn chung sẽ tăng trưởng mạnh, nhưng sẽ có rủi ro đến từ thị trường Nhật Bản

Nhu cầu tiêu thụ thiết bị bán dẫn châu Á đã chạm đáy trong giai đoạn quý 2/2023 nhưng đã phục hồi trong 5 tháng đầu năm 2024 đã chứng lại theo chúng tôi quan sát được. World Semiconductor Trade Statistics (WSTS) dự báo mức tăng trưởng ngành bán dẫn châu Á Thái Bình Dương trong năm 2024 và 2025 đạt lần lượt 17.5% và 12.3% yoy, trong khi con số dự báo đối với thị trường Nhật Bản lần lượt là -1.1% và 9.3% yoy. Chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ bán dẫn tại châu Á (đặc biệt là Trung Quốc) sẽ có thể hồi phục rõ ràng hơn trong 2H2024, từ đó góp phần cải thiện nhu cầu tiêu thụ phốt pho vàng và các dẫn xuất. Thị trường Nhật Bản (một thị trường chủ lực của DGC) có thể sẽ là rủi ro chính trong triển vọng tiêu thụ bán dẫn trong năm 2024 do gặp vấn đề suy thoái kỹ thuật trong 4Q2023 và 1Q2024. Với các số liệu PMI sản xuất cải thiện trong tháng 5 và 6/2024, chúng tôi kỳ vọng thị trường Nhật Bản sẽ hồi phục từ 4Q2024 và có thể ghi nhận tăng trưởng mạnh trong năm 2025.

Nhu cầu tiêu thụ phân Phosphate toàn cầu gia tăng trong năm 2024 có thể sẽ hỗ trợ doanh thu các sản phẩm phân bón và WPA

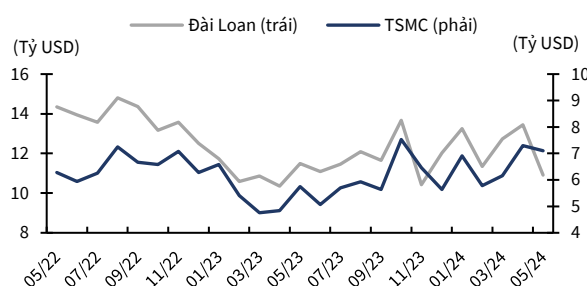
Green Markets dự báo tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ phân bón Phosphate toàn cầu trong năm 2024 và 2025 đạt lần lượt 2.7% và 1.6%. Chúng tôi cho rằng tác động tiêu cực từ việc Trung Quốc mở rộng xuất khẩu phân DAP đã phản ánh hết vào mức giá và thị trường có thể chứng kiến sự hồi phục của giá phân DAP khi nhu cầu tại thị trường Ấn Độ hồi phục trong 2H2024. Điều này là yếu tố tích cực cho triển vọng tiêu thụ các sản phẩm phân bón và WPA của DGC.

Biểu đồ 3. Giá phốt pho vàng Trung Quốc (RMB/tấn), axit photphoric Trung Quốc và Ấn Độ (USD/tấn)



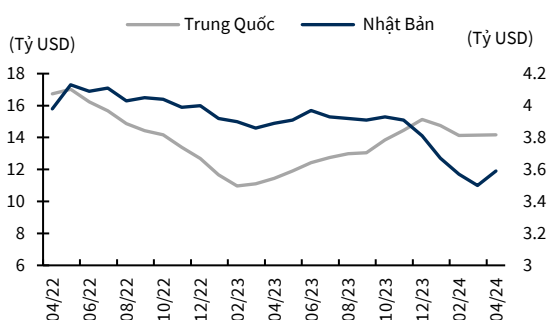
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. Doanh thu thiết bị bán dẫn tại Đài Loan và Tập đoàn bán dẫn TSMC (tỷ USD)



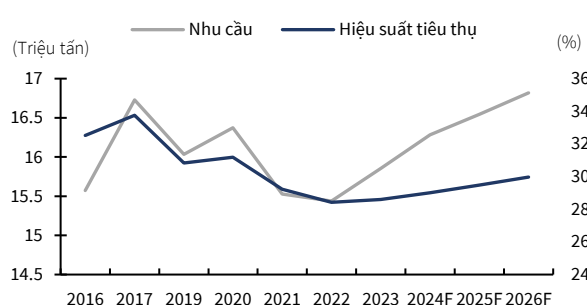
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 5. Doanh thu thiết bị bán dẫn tại Trung Quốc và Nhật Bản (tỷ USD)



Nguồn: SIA, Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 6. Dự báo nhu cầu tiêu thụ (triệu tấn) và hiệu suất tiêu thụ/công suất tối đa (%) cho phân bón Phosphate toàn cầu



Nguồn: Green Markets, Bloomberg, KBSV

Dự án Nghi Sơn có rủi ro chậm trễ

Hiện dự án đã hoàn thành bồi thường giải phóng mặt bằng nhưng vẫn gặp một số vướng mắc gồm (1) phân khu công nghiệp số 15 (vị trí đặt dự án) chưa được phê duyệt quy hoạch 1/2000 khiến việc hoàn tất hồ sơ phòng cháy chữa cháy gặp khó khăn và (2) chưa hoàn thành dự án di dân và sắp xếp tái định cư một số hộ dân trong khu vực. Chúng tôi tạm thời điều chỉnh lùi giả định thời gian khởi công dự án sang 4Q2024 và thời gian dự án bắt đầu đi vào hoạt động sang 4Q2025.

Tăng cường trữ lượng quặng Apatit giúp hỗ trợ biên lợi nhuận gộp trong dài hạn

DGC dự kiến sẽ chi khoảng 10 tỷ VND trong năm 2024 để tăng trữ lượng quặng Apatit. Trong thời gian tới, lãnh đạo công ty cho biết sẽ tiếp tục tìm kiếm cơ hội đấu thầu hoặc thuê tóm doanh nghiệp khác để tiếp tục mở rộng quy mô sử hữu quặng. Chúng tôi phản ánh yếu tố này vào dự phóng bằng cách giả định chi phí quặng Apatit đầu vào giảm 5%/năm trong giai đoạn 2024-2026 và giảm 2%/năm trong giai đoạn 2027-2028.

Các thương vụ M&A góp phần thúc đẩy KQKD trong bối cảnh dự án chủ lực tại Nghi Sơn chưa thể khởi công

Trong 1H2024, DGC đã hoàn tất thuê tóm nhà máy còn Đại Việt với mức giá hấp dẫn là 100 tỷ VND. Chúng tôi giả định còn Đại Việt có thể bắt đầu đóng góp vào KQKD của DGC từ giữa 3Q2024 và đạt công suất tối đa từ năm 2026 với doanh thu khoảng 1,350 tỷ VND/năm. Dự án ắc quy Tia Sáng kỳ vọng có thể đóng góp khoảng 200 tỷ VND vào doanh thu DGC trong năm 2024 với mức biên lợi nhuận gộp giả định đạt 85%.

Dự phóng kết quả kinh doanh

Bảng 5. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	9,748	11,980	22.9%	14,038	17.2%	
Phốt pho vàng, TPA và WAP	7,132	8,323	16.7%	9,410	13.1%	Giảm mạnh giả định tăng trưởng giá bán phốt pho vàng và TPA từ 13% xuống 6.5% so với báo cáo gần nhất do diễn biến thị trường chưa cải thiện trong 1Q-2Q2024. Kỳ vọng giá bán bắt đầu cải thiện trong 2H2024.
Phân bón và thức ăn chăn nuôi	2,148	2,654	23.6%	2,762	4.0%	Đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ mảng phân DAP và NPK
Khác	468	1,002	114.2%	1,866	86.2%	2024: Ghi nhận doanh thu cả năm cho Ấc quy Tia Sáng, giả định ghi nhận doanh thu từ Ethanol Đại Việt từ giữa 3Q2024 2025: Lùi giả định thời điểm ghi nhận doanh thu từ Tổ hợp hóa chất Nghi Sơn từ 3Q sáng 4Q2024 do có rủi ro chậm trễ
Lợi nhuận gộp	3,440	4,037	17.4%	4,752	17.7%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>35.3%</i>	<i>33.7%</i>		<i>33.9%</i>		BLNG giảm 3.3% so với báo cáo gần nhất do (1) giảm mạnh giả định giá bán phốt pho vàng và TPA, (2) tăng tỷ trọng đóng góp của mảng phân bón, đặc biệt có BLNG mỏng hơn và (3) tăng giả định tăng trưởng giá điện từ 5% lên 7%
Thu nhập tài chính	739	761	3.0%	784	3.0%	
Chi phí tài chính	98	63	-35.7%	60	-4.8%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	0	0	N/A	0	N/A	
SG&A	595	731	22.9%	857	17.2%	Giả định tăng trưởng theo doanh thu
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	3,486	4,004	14.9%	4,619	15.4%	
Thu nhập khác	-1	0	N/A	0	N/A	
Lợi nhuận trước thuế	3,485	4,004	14.9%	4,619	15.4%	
Lợi nhuận sau thuế	3,242	3,724	14.9%	4,296	15.4%	
LNST công ty mẹ	3,100	3,626	17.0%	4,182	15.3%	
<i>Biên LNST</i>	<i>31.8%</i>	<i>30.3%</i>		<i>29.8%</i>		

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Định giá

Khuyến nghị TRUNG LẬP, giá mục tiêu là 131,500 VND/cổ phiếu

Chúng tôi cho rằng DGC vẫn có triển vọng dài hạn tích cực nhưng có thể sẽ gặp nhiều khó khăn trong năm 2024. Chúng tôi kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền của doanh nghiệp (FCFF) và so sánh P/E để đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP cho DGC. Mức P/E mục tiêu vẫn duy trì ở 14.1x nhưng chúng tôi bắt đầu sử dụng trung bình EPS dự phóng cho năm 2024F và 2025F để định giá cổ phiếu. Mức giá mục tiêu là 131,500VND/cổ phiếu, tương đương với upside -0.2% so với giá đóng cửa 131,800 VND/cổ phiếu ngày 21/06/2024.

Bảng 6. Giá định mô hình định giá FCFF

Lãi suất phi rủi ro	4.7%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (Tỷ VND)	26,260
Phần bù rủi ro	7.6%	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2024-2028	13,831
Beta	1.5	Tổng giá trị hiện tại	40,091
Lãi suất bình quân	7.0%	Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	12,138
Thuế suất	7.0%	Trừ: Nợ gộp	-1,305
Chi phí vốn bình quân	13.2%	Trừ: Lợi ích CĐTS	-428
Tăng trưởng dài hạn	2.0%	Giá trị VCSH	50,496
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	379.80
		Giá trị VCSH/cổ phiếu (VND)	132,954

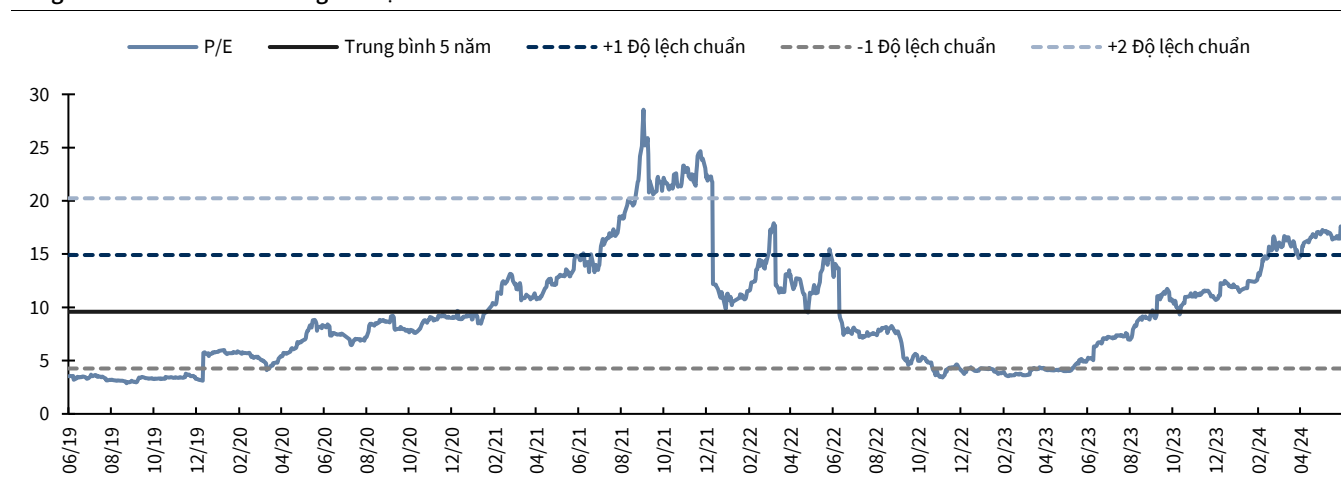
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 6. Giá định mô hình định giá FCFF

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	132,954	50%	66,477
P/E (14.1x)	130,044	50%	65,022
Giá mục tiêu (làm tròn)			131,500
Giá hiện tại (21/06/2024)			131,800
Upside			-0.2%
Tỷ suất cổ tức			2.3%
Tổng mức sinh lời			2.1%

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 7. Diễn biến PE của DGC giai đoạn 2019-2024



Nguồn: Bloomberg, KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

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

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 – Trưởng nhóm
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

Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

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

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

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienns@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:	Trung lập:	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.