

TS. Quách Mạnh Hào
 T: (844) 4456 8668 ext 6666
 E: Hao.QuachManh@tls.vn

TLS Vietnam Research
 Website: www.tls.vn
 Bloomberg: TLSV <GO>

Xem thông tin thêm ở trang cuối

Mặt bằng lãi suất nên ở mức nào?¹

Trong Bài nghiên cứu số 3, chúng tôi đã đưa ra quan điểm mặt bằng lãi suất nên được giảm xuống và mức lãi suất cho vay hợp lý theo chúng tôi nên nằm trong khoảng từ 11-14%. Quan điểm của chúng tôi dựa trên lập luận đơn giản rằng lãi suất không nên quá thấp để tạo ra những sự đầu tư không hiệu quả và hậu quả là sức ép lạm phát do cầu kéo nhưng đồng thời cũng không nên quá cao kéo theo sụt giảm sản xuất dẫn tới sức ép lạm phát do chi phí đẩy. Trong một chừng mực nào đó, chúng tôi muốn nhấn mạnh rằng chính sách tiền tệ thực tế chỉ là lý do dễ nhìn thấy của lạm phát, còn nguyên nhân thực sự nằm ở năng lực của nền kinh tế và điều này đòi hỏi một chiến lược lâu dài kiểm chế lạm phát dài hạn hơn là công thức cổ điển: lãi suất cao chống lạm phát cao².

Giai đoạn 2000-2007: Sự ổn định của năng lực thấp

Trong giai đoạn kinh tế tăng trưởng tương đối ổn định 2000-2007 với GDP khoảng 7-7.5%, chúng tôi nhận thấy mặt bằng lãi suất tiền Đồng cũng được giữ khá ổn định. Cụ thể, mức lãi suất cho vay vào khoảng trên dưới 11%, thậm chí trong nửa đầu của thời kỳ này mức lãi suất cho vay trung bình luôn duy trì dưới 10%. Cũng trong giai đoạn này, chỉ số đầu tư ICOR ổn định trong khoảng 5.1 lần - mặc dù cao hơn so với các nước so sánh nhưng ít nhất nó cho thấy một sự hài hòa giữa chính sách tiền tệ và năng lực của nền kinh tế. Quan sát này cho chúng tôi kết luận rằng chính sách tiền tệ trong giai đoạn 2000-2007 là phù hợp với năng lực của nền kinh tế.

Bảng 1 – Một số chỉ tiêu so sánh chất lượng tăng trưởng

Quốc gia	Giai đoạn	GDP(%)	Đầu tư/GDP	ICOR
Hàn quốc	1961-1980	7.9	23.3	3.0
Đài Loan	1961-1980	9.7	26.2	2.7
Indonesia	1981-1995	6.9	25.7	3.7
Thái Lan	1981-1995	8.1	33.3	4.1
Trung quốc	2001-2006	9.7	38.8	4.0
Việt nam	2001-2006	7.6	39.1	5.1

Nguồn: Trích lại từ bài viết của Phương Loan³

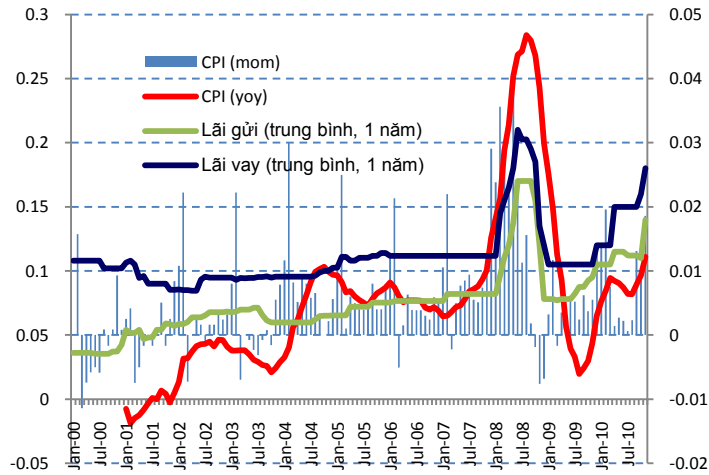
Điểm thu hút sự chú ý của chúng tôi là cũng trong giai đoạn này, sức ép lạm phát đã từng hai lần xảy ra, năm 2001 và năm 2004, với sức ép cũng gần như tương tự giai đoạn hiện tại. Cụ thể, trong năm 2001, chỉ số CPI (yoy) tăng từ âm 1-2% lên dương gần 5% và trong năm 2004 đã tăng từ khoảng 2-3% lên khoảng trên 10%. Sự khác biệt quan trọng nằm ở chỗ trong cả hai tình huống đó mặt bằng lãi suất đều được giữ ổn định (dù là thị trường hay hành chính) và nền kinh tế thực tế vẫn ổn định và tăng trưởng tốt. Ngay cả khi bỏ qua tình huống năm 2001 do CPI tuyệt đối ở mức thấp, thì ở tình huống năm 2004, chỉ số CPI đủ cao so với mặt bằng lãi suất tại thời điểm đó để cho chúng tôi thêm kết luận nữa rằng không nhất thiết phải nâng mặt bằng lãi suất mà vẫn đảm bảo chống được lạm phát sau đó.

Đồ thị 1 – Diễn biến CPI, lãi suất từ 2000-2010

¹ Quan điểm thể hiện trong bài viết này của cá nhân tác giả. Nguồn số liệu, trừ khi được chỉ rõ, lấy từ bộ phận Nghiên cứu của TLS Việt nam. Những lỗi phân tích nếu có thuộc về cá nhân tác giả.

² Chúng tôi có suy nghĩ giống như quan điểm của TS. Vũ Thành Tự Anh trong bài “Giằng co giữa tăng trưởng và lạm phát” khi ông cho rằng *nguyên nhân bề mặt của lạm phát là chính sách nới lỏng tiền tệ, nguyên nhân trung gian là chính sách tài khóa mở rộng, và nguyên nhân căn bản là mô hình tăng trưởng dựa vào đầu tư nhưng kém hiệu quả*. Bài viết đăng tại Thời báo Kinh tế Sài Gòn. Xem lưu tại: <http://www.thesaigontimes.vn/Home/diendan/ykien/44003/>

³ Xem bài “Khám sức khỏe kinh tế Việt từ chỉ số ICOR” đăng trên Tuần Việt nam. Xem lưu tại: <http://tuanvietnam.vietnamnet.vn/2009-10-09-kham-suc-khoe-kinh-te-viet-tu-chi-so-icor->



Giai đoạn 2007- Hiện tại: Bất thường chính sách tiền tệ

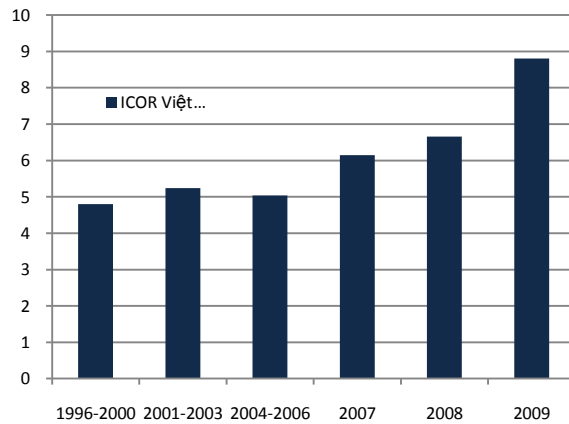
Từ hai kết luận trên và so sánh với giai đoạn hiện tại, chúng tôi nghĩ rằng đã có một điểm gì đó không bình thường kể từ năm 2007 trở lại đây. Quan sát của chúng tôi cho thấy có một sự tăng trưởng đột biến của mức cung tiền M2 (46% so với trước đó chỉ trên dưới 30%) và tăng trưởng tín dụng nội địa (50% so với trước đó chỉ trên dưới 35%) vào năm 2007. Hệ quả là tỷ trọng đầu tư so với GDP tăng lên 46.5% dù trước đó phần lớn trong khoảng 30-40% và hệ số ICOR tăng lên trên 6 lần so với ổn định ở mức quanh 5 lần thời gian trước đó. Như vậy, điểm bất thường theo chúng tôi chính là sự xuất hiện đột ngột của quá nhiều “tiền rẻ” trong khi năng lực sản xuất chưa kịp cải thiện dẫn tới hiệu quả đầu tư giảm sút. Tiền rẻ là nguyên nhân dẫn tới sự bùng phát lạm phát năm 2008 lên tới 25.6% - điều trong kinh tế học gọi là lạm phát cầu kéo do “quá nhiều tiền nhưng ít hàng hóa”.

Để đối phó với lạm phát cao, như thường thấy, chính sách tiền tệ thắt chặt và mặt bằng lãi suất cao đã được thực hiện. Và nó đã thành công. Tuy nhiên, sự thành công này cần phải được nhìn nhận khách quan bởi mặc dù khi đó năng lực sản xuất trong nước gần như không được cải thiện (thể hiện qua việc cung tiền (20%) và tăng trưởng tín dụng (27%) đều giảm mạnh nhưng hệ số ICOR (6.6 lần) vẫn tăng) nhưng khủng hoảng và suy thoái kinh tế đã làm giảm sức cầu và do vậy tương quan giữa cung và cầu dịch chuyển theo hướng có lợi cho việc giảm lạm phát. Đồng thời, trong giai đoạn này, sức ép lạm phát quá lớn nên chênh lệch lãi suất thực âm không kéo theo hậu quả từ các hoạt động đầu cơ tiền tệ.

Câu chuyện nêu trên một lần nữa lặp lại trong chu kỳ 2009 - 2010. Mặc dù tiền rẻ trong năm 2009 (do kích cầu) khác với bản chất năm 2007 (do thiếu đồng bộ trong các chính sách tiền tệ), nhưng đều dẫn tới một hệ quả chung nhìn thấy được là sức ép lạm phát tăng cao và chỉ số ICOR tăng vọt (năm 2009 lên trên 8 lần). Và lần này, chúng ta cũng đang theo đuổi chính sách tiền tệ thắt chặt nhằm đối phó với lạm phát. Nhưng câu chuyện có lẽ đã khác, thể hiện ít nhất ở hai điểm quan trọng là (i) nền kinh tế đang trong giai đoạn tăng trưởng sau khủng hoảng chứ không phải suy thoái và (ii) mức lãi suất thực dương quá lớn (lãi suất 15-20% so với lạm phát 11.75%) chứ không phải âm như thời điểm 2008-2009. Do vậy, việc thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt tại thời điểm này sẽ làm cho khoảng cách giữa cung và cầu xa nhau hơn và dẫn tới nguy cơ của vòng luẩn quẩn, đồng thời tạo ra một miếng mồi ngon cho các hoạt động đầu cơ tiền tệ tìm kiếm cơ hội từ sự chênh lệch lãi suất thực quá lớn giữa tiền Đồng và các đồng tiền khác, và giữa Việt nam với các nước khác.

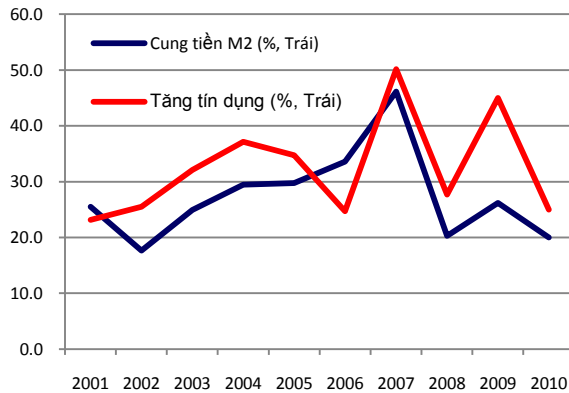
Đồ thị 2a – ICOR của Việt nam qua các năm

Đồ thị 2b – Tỷ trọng đầu tư so với GDP

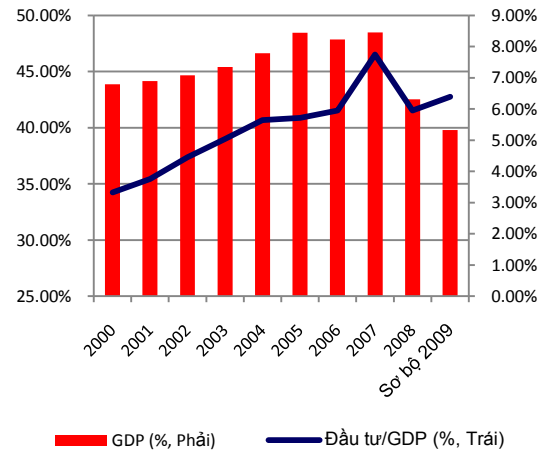


Nguồn: ADB

Đồ thị 3a – Cung tiền và tăng trưởng tín dụng

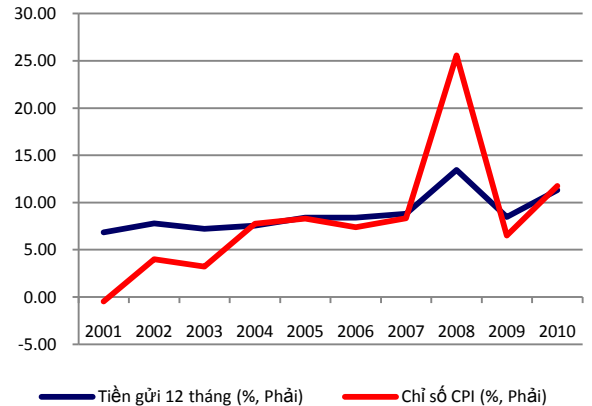


Nguồn: ADB, TLS



Nguồn: GSO

Đồ thị 3b – Tiền gửi và CPI theo năm



Nguồn ADB, TLS

Bài toán: Lãi suất không thể quá thấp và quá cao

Tóm lại, có thể khẳng định rằng nếu năng lực của nền kinh tế đủ tốt để hấp thụ lượng tiền bơm ra, thì hẳn là chúng ta sẽ không nhìn thấy câu chuyện lạm phát nữa. Điều này đối với giới đầu tư cũng giống như câu chuyện tăng vốn của doanh nghiệp có gây ra hiệu ứng pha loãng EPS hay là không. Nhưng điều chúng tôi muốn nhấn mạnh chính là việc cung tiền quá nhiều trong năm 2007 đã làm thay đổi căn bản hành vi của các chủ thể kinh tế sau này. Hành vi này gắn liền với tư duy mở rộng sản xuất kinh doanh dựa chủ yếu trên mở rộng quy mô vốn thay vì các nguồn lực khác bao gồm con người và công nghệ, và do vậy, nếu vốn mà quá rẻ thì sẽ dẫn tới đầu tư không hiệu quả. Đó chính là lý do chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất cho vay trong giai đoạn hiện tại cần phải lớn hơn 11% - là mức trung bình trong giai đoạn trước 2007. Điều này là do khi mặt bằng lãi suất tăng sẽ giúp sàng lọc để loại bỏ những dự án/doanh nghiệp có mức độ sinh lời thấp nhưng vì vốn rẻ nên vẫn được đầu tư.

Nhưng đồng thời ở một thái cực khác, chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất cho vay hiện tại trong khoảng 15-20% lại là quá cao, dẫn tới nguy cơ tạo ra vòng luẩn quẩn. Một mặt, lý thuyết về “kiềm chế tín dụng tự nguyện”⁴ đủ để giải thích rằng lãi suất cao sẽ dẫn tới những rủi ro ví mô khác như đã trình bày trong Bài nghiên cứu số 3. Mặt khác, các số liệu thực tế (ví dụ ROE, ROA lần lượt của các doanh nghiệp niêm yết trên HNX vào khoảng 21.5%, 9.1% và trên HNX vào khoảng 17.7%, 5.4%) cũng cho thấy rằng việc duy trì mặt bằng lãi suất như hiện tại sẽ không khuyến khích các doanh nghiệp mở rộng kinh doanh và thậm chí nhiều doanh nghiệp sẽ phải đóng cửa. Như vậy, mặt bằng lãi suất cần phải rẻ hơn và điều này phụ thuộc

⁴ Tiếng Anh là “Credit Rationing”, xem Stiglitz and Weiss (1981) “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *American Economic Review*, Vol. 71 (3) pp 393-410.

vào việc các ngân hàng có khả năng cung cấp được nguồn vốn giá bao nhiêu. Chúng tôi tính toán và con số đó có thể nằm trong khoảng 11-14%.

Giá thành cho vay bằng bao nhiêu?

Trong bài Nghiên cứu số 1, chúng tôi đã đưa ra những nhận xét về giá thành cho vay và bức tranh thị trường tín dụng, trong đó chúng tôi đã chỉ ra rằng nhóm các NHTMCP nhà nước có chi phí vốn rẻ nhất, tính trung bình vào khoảng 7.39%, trong khi nhóm các NHTMCP khác có chi phí vốn trong khoảng 8.30%-10.70%. Điều này, như đã chỉ ra trong Bài nghiên cứu số 3, là do các ngân hàng lớn có vị thế “tiền rẻ độc quyền”. Điểm đáng chú ý là ở chỗ, các NHTMCP nhà nước thường có chi phí quản lý (1.64% so với mặt bằng chung là 1.32%) và chi phí mất vốn (2.70% so với 0.98%) cao hơn hẳn so với các NHTMCP khác nên giá thành cho vay ra nền kinh tế gần như bằng nhau. Do vậy, sẽ không ngạc nhiên nếu các NHTMCP nhà nước luôn cố gắng duy trì vị thế tiền rẻ độc quyền và đồng thời đẩy lãi suất cho vay trên thị trường liên ngân hàng lên càng cao càng tốt bởi làm như vậy sẽ luôn đảm bảo vị thế cạnh tranh trên thị trường 1 tốt hơn cho họ.

Chúng tôi cho rằng lãi suất sẽ giảm nếu trạng thái tiền rẻ độc quyền được triệt tiêu. Cụ thể, theo tính toán của chúng tôi, khi vị thế tiền rẻ độc quyền không còn nữa, áp lực cạnh tranh sẽ khiến các ngân hàng thương mại lớn có vị thế tiền rẻ trước đó sẽ phải thực hiện cho vay ra nền kinh tế hoặc cho vay liên ngân hàng với lãi suất tương ứng với giá thành cho vay của mình (khoảng 11%). Nếu chi phí vốn đầu vào của các ngân hàng thương mại đúng bằng với mức này (11%) thì giá thành cho vay của các ngân hàng thương mại sẽ rơi vào khoảng 12.57%. Ngay cả khi giả sử các ngân hàng thương mại lớn cho các ngân hàng thương mại nhỏ vay lại với giá 12%, thì giá thành cho vay ra nền kinh tế sẽ khoảng 13.56%. Còn nếu là 13% thì giá thành cho vay là 14.55%.

Những tính toán nêu trên cho chúng tôi nhận xét là chìa khóa cho việc giảm mặt bằng lãi suất thực tế đang nằm trong tay các ngân hàng lớn. Rõ ràng, vì lợi ích kinh tế, họ sẽ không dễ dàng từ bỏ vị thế “tiền rẻ độc quyền”. Nhưng nếu vị thế “tiền rẻ độc quyền” được giải quyết, sức ép cạnh tranh cùng với giải pháp đồng thuận sẽ đảm bảo tạo ra mặt bằng lãi suất thấp hơn bởi những tính toán trên cho thấy giá thành cho vay hoàn toàn có thể nằm trong khoảng 11-14% và mức này theo chúng tôi là phù hợp với năng lực hiện tại của nền kinh tế.

Bảng 2 – Cấu trúc giá thành cho vay.

Trung bình năm 2006	SOBs	Lớn	Vừa	Nhỏ	Tất cả
Chi phí quản lý tín dụng	1.39%	0.99%	1.14%	1.07%	1.13%
Chi phí mất vốn	2.13%	0.51%	0.46%	0.64%	0.82%
Chi phí vốn đầu vào	7.65%	9.06%	6.01%	5.34%	7.07%
Lợi nhuận đầu tư	0.31%	0.64%	0.33%	0.37%	0.42%
Giá thành cho vay	11.14%	9.98%	7.31%	6.72%	8.69%
Trung bình năm 2007	SOBs	Lớn	Vừa	Nhỏ	Tất cả
Chi phí quản lý tín dụng	1.47%	1.00%	0.82%	1.34%	1.10%
Chi phí mất vốn	2.64%	0.55%	0.44%	0.46%	0.83%
Chi phí vốn đầu vào	7.60%	8.44%	8.65%	6.09%	7.81%
Lợi nhuận đầu tư	0.26%	1.60%	0.54%	0.47%	0.78%
Giá thành cho vay	11.79%	8.44%	9.42%	7.46%	9.05%
Trung bình năm 2008	SOBs	Lớn	Vừa	Nhỏ	Tất cả
Chi phí quản lý tín dụng	1.84%	1.32%	1.50%	2.07%	1.62%
Chi phí mất vốn	3.14%	1.07%	0.89%	0.50%	1.16%
Chi phí vốn đầu vào	7.71%	15.89%	18.19%	14.52%	15.17%
Lợi nhuận đầu tư	0.30%	0.42%	1.14%	-0.18%	0.48%
Giá thành cho vay	12.84%	18.04%	19.62%	17.35%	17.66%
Trung bình năm 2009	SOBs	Lớn	Vừa	Nhỏ	Tất cả
Chi phí quản lý tín dụng	1.85%	1.11%	1.50%	1.66%	1.44%
Chi phí mất vốn	2.86%	1.09%	0.87%	0.72%	1.11%
Chi phí vốn đầu vào	6.59%	9.40%	8.85%	7.25%	8.43%

Lợi nhuận đầu tư	0.45%	0.66%	1.19%	0.36%	0.75%
<i>Giá thành cho vay</i>	11.19%	11.06%	10.13%	9.33%	10.36%
Trung bình 4 năm gần nhất	SOBs	Lớn	Vừa	Nhỏ	Tất cả
Chi phí quản lý tín dụng	1.64%	1.10%	1.24%	1.53%	1.32%
Chi phí mất vốn	2.70%	0.80%	0.66%	0.58%	0.98%
Chi phí vốn đầu vào	7.39%	10.70%	10.42%	8.30%	9.62%
Lợi nhuận đầu tư	0.33%	0.83%	0.80%	0.26%	0.61%
<i>Giá thành cho vay</i>	11.74%	11.88%	11.62%	10.21%	11.44%

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 3: Dự toán giá thành cho vay dựa trên giả định tiền rẻ độc quyền bị triệt tiêu

Giả sử vốn đầu vào 11%	SOBs	Lớn	Vừa	Nhỏ	Tất cả
Chi phí quản lý tín dụng	1.64%	1.10%	1.24%	1.53%	1.32%
Chi phí mất vốn	2.70%	0.80%	0.66%	0.58%	0.98%
Chi phí vốn đầu vào	7.39%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
Lợi nhuận đầu tư	0.33%	0.83%	0.80%	0.26%	0.61%
<i>Giá thành cho vay</i>	11.09%	11.97%	12.02%	12.78%	12.57%
Giả sử vốn đầu vào 12%	SOBs	Lớn	Vừa	Nhỏ	Tất cả
Chi phí quản lý tín dụng	1.64%	1.10%	1.24%	1.53%	1.32%
Chi phí mất vốn	2.70%	0.80%	0.66%	0.58%	0.98%
Chi phí vốn đầu vào	7.39%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
Lợi nhuận đầu tư	0.33%	0.83%	0.80%	0.26%	0.61%
<i>Giá thành cho vay</i>	11.09%	12.97%	13.01%	13.77%	13.56%
Giả sử vốn đầu vào 13%	SOBs	Lớn	Vừa	Nhỏ	Tất cả
Chi phí quản lý tín dụng	1.64%	1.10%	1.24%	1.53%	1.32%
Chi phí mất vốn	2.70%	0.80%	0.66%	0.58%	0.98%
Chi phí vốn đầu vào	7.39%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
Lợi nhuận đầu tư	0.33%	0.83%	0.80%	0.26%	0.61%
<i>Giá thành cho vay</i>	11.09%	13.96%	14.01%	14.76%	14.55%

Nguồn: Tính toán của tác giả

Thay lời kết

Trong bài nghiên cứu này, chúng tôi đã đưa ra những lập luận để chỉ ra rằng mặt bằng lãi suất phù hợp với năng lực của nền kinh tế hiện tại nên nằm trong khoảng 11-14%. Lập luận của chúng tôi dựa trên quan điểm cho rằng nếu lãi suất thấp sẽ dẫn tới đầu tư không hiệu quả và khi đó sẽ phát sinh lạm phát do cầu kéo. Nhưng nếu duy trì mặt bằng lãi suất quá cao sẽ dẫn tới hệ quả là thiếu hụt sản xuất và phát sinh lạm phát do chi phí đẩy. Ngoài ra, trong bối cảnh hiện tại, mặt bằng lãi suất quá cao làm cho chênh lệch lãi suất thực là quá lớn khiến cho các nguy cơ đầu cơ tiền tệ sẽ trở nên rõ ràng hơn. Bằng những lập luận thực tế, con số 11-14% được đưa ra dựa trên quan sát năng lực của nền kinh tế và khả năng đáp ứng của hệ thống ngân hàng.

Tuy vậy, điểm yếu của bài nghiên cứu này nằm ở chỗ những quan sát của chúng tôi dựa trên đánh giá xu hướng mà không dựa trên một nghiên cứu chi tiết về mối tương quan giữa lượng tiền cung ứng và năng lực của nền kinh tế để đảm bảo có những khuyến nghị chính xác hơn. Nói cách khác, chúng ta cần có nghiên cứu về lượng tiền cung ứng tối ưu để việc điều hành và đánh giá chính sách tiền tệ được khách quan hơn. Chủ đề này rất thiết thực cho Việt nam phục vụ cho việc xây dựng các chính sách tài chính tiền tệ, nhưng tiếc là chúng ta chưa có nghiên cứu nào như vậy được công bố. Chúng tôi nghĩ rằng đó cần thiết là công việc của các tổ tư vấn chính sách cho chính phủ, thay vì những khuyến nghị chính sách dựa trên phương pháp “thủ

SẢN PHẨM

Sản phẩm này là kết quả nghiên cứu theo chủ đề của các cán bộ nghiên cứu TLS.

KHOẺ NGHIÊN CỨU

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế được phụ trách bởi Phạm Thế Anh (Tiến sĩ kinh tế, Đại học Manchester, Anh) đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu do Đỗ Hiệp Hòa (MBA Hawaii; ứng viên CFA III) phụ trách đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Nghiên Cứu cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua bản tin là The Investor Daily.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG (TLS)



Được thành lập vào năm 2000, TLS là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. TLS cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 600 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, TLS hiện là một trong những công ty chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt Nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty quản lý quỹ MB Capital. TLS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, TLS đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới từ năm 2009;
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán;
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

VĂN PHÒNG

Trụ sở Công ty: Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 3726 2600. **Website:** www.tls.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh: Tầng 2, Tòa nhà Petro Việt Nam, 1-5 Lê Duẩn, Quận 1, Hồ Chí Minh. Điện thoại: +84(8) 3910 6411.

Trụ sở Phân tích: Tầng 4, Tòa nhà Vinaconex, 34 Láng Hạ, Ba Đình, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 4456 8668. E: research@tls.vn

QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của TLS. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của TLS. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© **Bản quyền.TLS 2000-2010**,TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO. Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của TLS.