



**BÁO CÁO**  
**NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN**  
**6 THÁNG ĐẦU NĂM 2011**



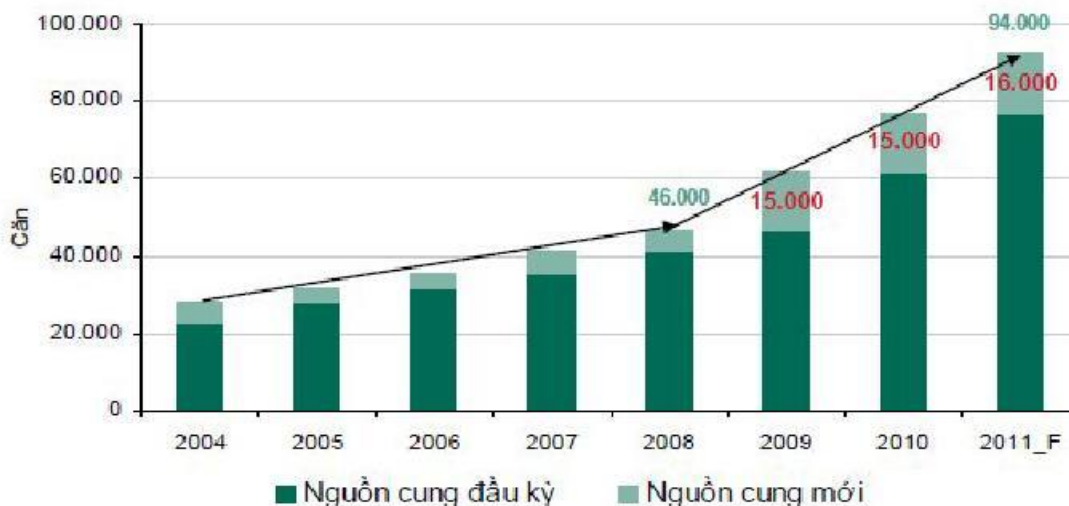
## MỤC LỤC

<b>I. ĐIỂM QUA DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN.....</b>	<b>2</b>
1. Phân khúc căn hộ .....	2
2. Đất nền.....	3
<b>II. ĐÁNH GIÁ THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN.....</b>	<b>5</b>
1. Điểm qua các cuộc khủng hoảng kinh tế - tài chính trên thế giới.....	5
1.1 Khủng hoảng kinh tế Nhật - 1990.....	5
1.2 Khủng hoảng tài chính Châu Á - 1997 .....	6
1.3 Khủng hoảng tài chính Mỹ - 2008 .....	7
2. Đánh thị trường bất động sản Hà Nội.....	8
2.1 Sự tăng trưởng nhanh chóng của dòng vốn ngoại.....	8
2.2 Hiện tượng bong bóng bất động sản.....	11
2.3 Tín dụng ngân hàng đối với lĩnh vực bất động sản .....	14
<b>III. LỜI KẾT .....</b>	<b>17</b>

## I. ĐIỂM QUA DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN

### 1. Phân khúc căn hộ

Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội từ năm 2008 trở lại đây đang có tốc độ tăng nhanh chóng. Theo dự báo của CBRE, nguồn cung căn hộ năm 2011 sẽ đạt 94.000 căn hộ (gấp đôi tổng cung năm 2008).



Biểu đồ 1.1 Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội (nguồn: CBRE)

Thị trường căn hộ chung cư bắt đầu giảm giá trước áp lực dư cung, trong khi phân khúc đất nền đang chững lại và một vài nơi có dấu hiệu giảm giá mạnh. Theo CBRE, xu hướng trong năm 2011 là sự dịch chuyển từ phân khúc hạng cao cấp sang phân khúc trung cấp (Indochina Land, CapitalLand, Posco, Vihajico...). Các chủ đầu tư cũng đã bắt đầu hướng vào nhu cầu thực của khách hàng cuối cùng.

Biểu hiện rõ nét của áp lực dư cung thời điểm hiện nay là các hoạt động marketing nhiều hơn của các dự án, hoạt động chiết khấu bán hàng của chủ đầu tư (Vihajico chiết khấu 12% cho khách hàng mua căn hộ Ecopark 3 ngày trong tháng 4, mới đây lại tiếp tục chiết khấu 10%). Ngoài ra một số công ty đã bỏ các hình thức điều chỉnh giá (Vincom đưa ra chính sách bỏ điều chỉnh giá trị thanh toán theo biến động của CPI đối với các hợp đồng mua bán căn hộ tại Times City)...

ST T	Dự án	SL căn hộ	Giá	ST T	Dự án	SL căn hộ	Giá
1	Mandarin Garden	1.200	2.000 \$/m2	19	89 Nguyễn Chánh	120	>20 tr.đ/m2
2	Viglacera Tower	1.000	40-44 tr.đ/m2	20	AZ Thăng Long	1.000	20 tr.đ/m2
3	Hapulico Complex	800	35-39 tr.đ /m2	21	Discovery Complex	360	1.600 \$/m2
4	Golden Place	1.200	1.750 \$/m2	22	Hillstate Hyundai	928	1.200 \$/m2
5	Euro Window	100	>2.000 \$/m2	23	Tân Tây Đô	1.500	17-18 tr.đ/m2
6	N03 UDIC	536	>25 tr.đ/m2	24	CT7 Lê Văn Lương - Nam Cường	2.500	22-24 tr.đ/m2





7	Royal City	4.000	2.000 \$/m2	25	The Pride Lê Văn Lương	1.500	23-25 tr.đ/m2
8	Kangnam Land Mark	1.000	3.000 \$/m2	26	CT3 Hoàng Quốc Việt	600	27-30 tr.đ/m2
9	Golden Land	500	1.700 \$/m2	27	Times City	3.000	27-32 tr.đ/m2
10	Castle Plaza	3.800	>27 tr.đ/m2	28	Cannal Park-Berjaya	800	25-28 tr.đ/m2
11	N03- Ngoại giao đoàn	1.200	27-30 tr.đ/m2	29	Mulbary Land	1.478	>1.300 \$/m2
12	Cleve Văn Phú	4.658	>1.400 \$/m2	30	Vinaconex 1	400	28 tr.đ/m2
13	Bemes Cầu Bươu	1.100	21-22 tr.đ/m2	31	Văn La Văn Khê Sudico	1.000	>25 tr.đ/m2
14	Trung Yên 2 UDIC	210	>27 \$/m2	32	Park City	800	21 tr.đ/m2
15	Kim Văn-Kim Lũ	2.000	>22 tr.đ/m2	33	Hesco Văn Quán	800	20 tr.đ/m2
16	Splendora	496	1.500 \$/m2	34	Ecopark	1.000	21-23 tr.đ/m2
17	Tricon	732	1.400 \$/m2	35	Xa La - Phúc Hà + SD7	800	20-21 tr.đ/m2
18	Usilk City	2.500	1.300 \$/m2	36	CC6 Linh Đàm	1.000	25-27 tr.đ/m2

*Bảng 1.1 Cập nhật giá bán các dự án tại Hà Nội*

## 2. Đất nền

Giá đất nền tăng phổ biến từ 30-100% trong Quý 1/2011 tại các khu vực Sóc Sơn, Đông Anh, Hà Tây do thông tin di chuyển các trường đại học, bệnh viện ra các khu vực ngoại thành. Sau đó có một vài dấu hiệu sụt giảm về giá tại các khu đã tăng quá nóng.

Giá bất động sản Hà Nội đã đạt đến mặt bằng khó tưởng tượng chỉ trong vài năm trở lại đây. Tại khu vực trung tâm quanh hồ Hoàn Kiếm, mức giá chuyển nhượng đã lên tới 1 tỷ đồng/m2. Đất mặt phố vị trí đẹp tại quận Ba Đình có giá chuyển nhượng không dưới 400 triệu đồng/m2, tại quận Đống Đa không dưới 300 triệu đồng/m2, đất nền các khu vực Dịch Vọng, Nguyễn Phong Sắc... cách trung tâm khoảng 7 km cũng ngấp nghé mức giá 300 triệu đồng/m2. So với mức giá cao nhất 81 triệu đồng/m2 (2011) trong khung giá đất đền bù của nhà nước, thì giá thị trường đang ở mức cao gấp nhiều lần.

Khu vực	Khung giá đền bù 2011 (đất ở, VT1)	Giá thị trường 2011 (tham khảo)
Quận Ba Đình + Cao + Thấp	68,4 tr.đ/m2 (Điện Biên Phủ) 20,4 tr.đ/m2 (Phúc Xá)	Phan Đình Phùng: 400 tr.đ/m2 Phúc Xá: 150 tr.đ/m2
Quận Đống Đa + Cao + Thấp	55,2 tr.đ/m2 (Lê Duẩn) 20,4 tr.đ/m2 (Nguyễn Phúc Lai, Hoàng Cầu,	Lê Duẩn: 300 tr.đ/m2 La Thành: 220 tr.đ/m2



	La Thành)	
Quận Cầu Giấy + Cao + Thấp	39,6 tr.đ/m <sup>2</sup> (Trần Duy Hưng) 16,8 tr.đ/m <sup>2</sup> (Trần Bình)	Trung Yên: 200 - 250 tr.đ/m <sup>2</sup>
Quận Hai Bà Trưng + Cao + Thấp	67,2 tr.đ/m <sup>2</sup> (Nguyễn Du, Phố Huế) 15,6 tr.đ/m <sup>2</sup> (đường gom chân đê Nguyễn Khoái)	Phố Huế: 500 - 600 tr.đ/m <sup>2</sup> Nguyễn Khoái: 200 tr.đ/m <sup>2</sup>
Quận Hà Đông + Cao + Thấp	18 tr.đ/m <sup>2</sup> (Lê Văn Lương, Cầu Trắng) 5,85 tr.đ/m <sup>2</sup> (đường vào UBND P. Dương Nội)	Cầu Trắng: 250 tr.đ/m <sup>2</sup>
Quận Hoàn Kiếm + Cao + Thấp	81 tr.đ/m <sup>2</sup> (Hàng Đào, Hàng Ngang) 19,2 tr.đ/m <sup>2</sup> (Nguyễn Tư Giản, Vạn Kiếp)	900tr.đ/m <sup>2</sup> - 1 tỷ đồng/m <sup>2</sup>
Quận Hoàng Mai + Cao + Thấp	30 tr.đ/m <sup>2</sup> (Giải Phóng) 11 tr.đ/m <sup>2</sup> (đê Sông Hồng)	Giải Phóng: 200 tr.đ/m <sup>2</sup>
Quận Long Biên + Cao + Thấp	30 tr.đ/m <sup>2</sup> (Nguyễn Văn Cừ) 7,2 tr.đ/m <sup>2</sup> (đê Sông Đuống, đường vào Bắc Cầu, Tinh Quang)	Nguyễn Văn Cừ: 200 tr.đ/m <sup>2</sup>
Quận Tây Hồ + Cao + Thấp	51,6 tr.đ/m <sup>2</sup> (Thanh Niên, 15,6 tr.đ/m <sup>2</sup> (An Dương Vương)	60 tr.đ/m <sup>2</sup> - 300 tr.đ/m <sup>2</sup>
Quận Thanh Xuân + Cao + Thấp	36 tr.đ/m <sup>2</sup> (Nguyễn Trãi, Trường Chinh) 15,6 tr.đ/m <sup>2</sup> (Khương Hạ, Vũ Hữu)	Trường Chinh: 130 tr.đ/m <sup>2</sup> Hạ Đình: 14,3 tr.đ/m <sup>2</sup>
Huyện Chương Mỹ + Cao + Thấp	8,4 tr.đ/m <sup>2</sup> (xã Phụng Châu) 1,89 tr.đ/m <sup>2</sup> (cổng Vân Đình - thôn Hoàng Xá)	TT Chúc Sơn: 20 tr.đ/m <sup>2</sup>
Huyện Gia Lâm + Cao + Thấp	15,6 tr.đ/m <sup>2</sup> (Quốc lộ 1 & 5) 5,6 tr.đ/m <sup>2</sup> (Nam đê Sông Đuống)	Đặng Xá, Yên Viên: 20 - 40 tr.đ/m <sup>2</sup>
Huyện Hoài Đức + Cao + Thấp	13,2 tr.đ/m <sup>2</sup> (Đại lộ Thăng Long) 5,5 tr.đ/m <sup>2</sup> (phía bãi Đông La)	Hoàng Quốc Việt kéo dài: 40 tr.đ/m <sup>2</sup> Vân Canh: 30 tr.đ/m <sup>2</sup>
Huyện Thanh Oai + Cao + Thấp	8,4 tr.đ/m <sup>2</sup> (đường 21B) 4,2 tr.đ/m <sup>2</sup> (đường Cao Viên đi Thanh Cao)	Thanh Hà: 40 - 50 tr.đ/m <sup>2</sup>
Huyện Thanh Trì + Cao + Thấp	24 tr.đ/m <sup>2</sup> (Nguyễn Xiển) 6,6 tr.đ/m <sup>2</sup> (đê Sông Hồng đi Yên Mỹ, Tả Thanh Oai)	Triều Khúc: 90 - 100 tr.đ/m <sup>2</sup>
Huyện Từ Liêm + Cao + Thấp	31,2 tr.đ/m <sup>2</sup> (Hoàng Quốc Việt) 7,2 tr.đ/m <sup>2</sup> (đường 72)	KĐT Cổ Nhuế: 40 tr.đ/m <sup>2</sup>



**Bảng 1.2 So sánh giá đất nền và giá thị trường một vài khu vực tại Hà Nội (2011)**

(Nguồn: Sở Tài chính Hà Nội, TAS)

Xét về mặt bằng giá đất nền tại thủ đô Hà Nội, có thể thấy nó đã vượt quá xa sức mua người tiêu dùng trên cơ sở tính toán thu nhập, đặc biệt đặt trong tương quan so sánh với các thành phố lớn trên thế giới.

Thành phố	Giá đất khu trung tâm (tham khảo) 3/2011	Thu nhập bình quân đầu người quốc gia 2010 (nguồn: IMF)
<b>Hà Nội</b>	<b>20.000 - 50.000 USD/m<sup>2</sup></b>	<b>1.174 USD/người</b>
Bắc Kinh	2.000 - 6.000 USD/m <sup>2</sup>	4.382 USD/người
Bangkok	8.000 - 15.000 USD/m <sup>2</sup>	4.992 USD/người
Hong Kong	45.000 - 80.000 USD/m <sup>2</sup>	31.591 USD/người
Kuala Lumpur	1.500 - 5.000 USD/m <sup>2</sup>	8.432 USD/người
Tokyo	12.000 - 24.000 USD/m <sup>2</sup>	42.820 USD/người

**Bảng 1.3 Giá đất nền một số thành phố trên thế giới**

(nguồn: <http://www.asteriskrealty.jp/articles/news/2011-official-land-price-tokyo-23-wards2011-official-land-price-tokyo-23-wards.html>, <http://www.cbre.co.th/en/property-search.asp#t=1&v=1&mt=8&st=0&ml=1&sl=3>, <http://www.cbre.com.my/propertySearch/submit>, <http://www.cbre.com.mo/hkpropertylist/bylocation.asp>, <http://www.beijingrealestates.com/PropertiesForSale.htm>, <http://www.reuters.com/article/2010/03/16/us-chinaland-records-idUSTRE62F1K020100316>)

## II. ĐÁNH GIÁ THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN

Trong bài viết này, chúng tôi xem xét khả năng bong bóng của bất động sản Hà Nội dưới góc độ tài chính tiền tệ, qua việc so sánh với các cuộc khủng hoảng trên thế giới, ở đó bong bóng bất động sản được xem là nguồn gốc. Các tiêu chí so sánh của chúng tôi đưa ra dựa trên Nghiên cứu của Wharton - SMU Research Center tại báo cáo “Bank Lending and Real Estate in Asia: Market Optimism and Asset Bubbles”.

### 1. Điềm qua các cuộc khủng hoảng kinh tế - tài chính trên thế giới

Các cuộc khủng hoảng tài chính trên thế giới trong các thập kỷ gần đây đã ghi nhận những ảnh hưởng nhất định từ sự phát triển của thị trường bất động sản. Bong bóng bất động sản được xem là dự báo của nhiều cuộc khủng hoảng tài chính tồi tệ trên thế giới.

#### 1.1 Khủng hoảng kinh tế Nhật - 1990

Sau thỏa ước Plaza Accord tháng 9 năm 1985, sự tăng giá của đồng Yen làm tác động mạnh vào lĩnh vực xuất khẩu, tăng trưởng kinh tế Nhật từ 4,4% năm 1985 giảm xuống còn 2,9% năm 1986 (EIU 2001). Tháng 1/1986 và tháng 2/1987, chính phủ Nhật đã sử dụng chính sách tiền tệ thả lỏng để bù đắp vào trị giá tăng cao của đồng Yen. Trong thời gian này, NHTW Nhật Bản (BOJ) đã giảm lãi suất chiết khấu xuống một nửa từ 5% còn 2,5% *gây nên tình trạng bong bóng bất động sản* và thị trường cổ phiếu bị căng phồng. Chính phủ ứng phó bằng cách thắt chặt chính sách tiền tệ, tăng LSCB 5 lần đến mức 6% trong vòng 2 năm 1989 và 1990. Nền kinh tế sụp đổ sau các lần gia tăng LSCB này.



Chỉ số thị trường chứng khoán Nikkei bị tuột dốc hơn 60% - từ cao điểm của 40.000 điểm vào cuối năm 1989 xuống còn dưới mức 15.000 vào năm 1992. Giữa thập niên 1990 có vài dấu hiệu phục hồi, tuy nhiên bức tranh kinh tế tiếp tục trở nên tồi tệ hơn.

Tháng 3/ 2001, giá thị trường cổ phiếu bị giảm tiếp tục dưới mức 12.000. Giá trị bất động sản cũng lao xuống vực thẳm: mất 80% giá trị từ 1991 đến 1998 trong suốt giai đoạn kinh tế suy thoái (theo Herbener 1999).

## ***1.2 Khủng hoảng tài chính Châu Á - 1997***

Khủng hoảng tài chính Châu Á 1997 bắt đầu từ tháng 7/1997 ở Thái Lan rồi sau đó ảnh hưởng đến các thị trường chứng khoán, tiền tệ và giá cả của những tài sản khác ở một số nước trong khu vực. Indonesia, Hàn Quốc và Thái Lan là những nước bị ảnh hưởng nặng nề nhất từ cuộc khủng hoảng này. Hồng Kông, Malaysia, Lào và Philippines cũng chịu những ảnh hưởng lớn.

Thái Lan và một số nước Đông Nam Á đã cố gắng thực hiện cái mà các nhà kinh tế gọi là Bộ ba chính sách không thể đồng thời. Họ vừa cố định giá trị đồng tiền của mình vào Dollar Mỹ, vừa cho phép tự do lưu chuyển vốn (tự do hóa tài khoản vốn). Kinh tế Đông Nam Á tăng trưởng nhanh trong thập niên 1980 và nửa đầu thập niên 1990 đã tạo ra sức ép tăng giá nội tệ. Để bảo vệ tỷ giá cố định, các NHTW Đông Nam Á đã thực hiện chính sách tiền tệ nới lỏng. Kết quả là cung tiền tăng gây ra sức ép lạm phát. Chính sách vô hiệu hóa (sterilization policy) đã được áp dụng để chống lạm phát vô hình chung đẩy mạnh các dòng vốn chảy vào nền kinh tế.

Chính sách tiền tệ nới lỏng và việc tự do hóa tài chính ở Mỹ, châu Âu và Nhật Bản cuối thập niên 1980 đã khiến cho thanh khoản toàn cầu cao quá mức. Các nhà đầu tư ở các trung tâm tiền tệ nói trên của thế giới tìm cách thay đổi danh mục tài sản của mình bằng cách chuyển vốn đầu tư ra nước ngoài. Trong khi đó, các nước châu Á lại thực hiện chính sách tự do hóa tài khoản vốn. Lãi suất ở các nước châu Á cao hơn ở các nước phát triển. Chính vì thế, dòng vốn quốc tế đã ồ ạt chảy vào các nước châu Á.

Ngoài ra, những xúc tiến đầu tư của chính phủ và những bảo hộ ngầm của chính phủ cho các thể chế tài chính cũng góp phần làm các công ty ở châu Á bất chấp mạo hiểm để đi vay ngân hàng trong khi các ngân hàng bất chấp mạo hiểm để đi vay nước ngoài mà phần lớn là vay nợ ngắn hạn và nợ không tự bảo hiểm rủi ro.

Khi phát hiện thấy những điểm yếu chết người trong nền kinh tế của các nước châu Á, một số thể chế đầu cơ vĩ mô đã tiến hành tấn công tiền tệ châu Á. Các nhà đầu tư nước ngoài đồng loạt rút vốn ra. Ngày 14/5 và ngày 15/5/1997, đồng Baht Thái bị tấn công đầu cơ quy mô lớn. Ngày 30/6, thủ tướng Thái Lan Chavalit Yongchaiyudh tuyên bố sẽ không phá giá Baht, song rốt cục lại thả nổi Baht vào ngày 2/7. Baht ngay lập tức mất giá gần 50%. Vào tháng 1/1998, nó đã xuống đến mức 56 Baht mới đổi được 1 dollar Mỹ. Chỉ số thị trường chứng khoán Thái Lan đã tụt từ 1.280 điểm cuối năm 1995 xuống còn 372 điểm cuối năm 1997. Đồng thời, mức vốn hóa thị trường vốn giảm từ 141,5 tỷ USD xuống còn 23,5 tỷ USD. Finance One, công ty tài chính lớn nhất của Thái Lan bị phá sản. Ngày 11/ 8, IMF tuyên bố sẽ cung





cấp một gói cứu trợ trị giá 16 tỷ dollar Mỹ cho Thái Lan. Ngày 20/ 8, IMF thông qua một gói cứu trợ nữa trị giá 3,9 tỷ dollar.

Vào thời điểm khủng hoảng bùng phát ở Thái Lan, Hàn Quốc có một gánh nặng nợ nước ngoài khổng lồ. Các công ty nợ ngân hàng trong nước, còn ngân hàng trong nước lại nợ ngân hàng nước ngoài. Một vài vụ vỡ nợ đã xảy ra. Khi thị trường châu Á bị khủng hoảng, tháng 11 các nhà đầu tư bắt đầu bán ra chứng khoán của Hàn Quốc ở quy mô lớn. Ngày 28/11/ 1997, tổ chức đánh giá tín dụng Moody đã hạ thứ hạng của Hàn Quốc từ A1 xuống A3, sau đó vào ngày 11/ 12 lại hạ tiếp xuống B2. Điều này góp phần làm cho giá chứng khoán của Hàn Quốc tiếp tục sụt giảm. Riêng trong ngày 7/ 11, thị trường chứng khoán Seoul tụt 4%. Ngày 24/ 11 lại tụt 7,2% do tâm lý lo sợ IMF sẽ đòi Hàn Quốc phải áp dụng các chính sách khắc khổ. Trong khi đó, đồng Won giảm giá xuống còn khoảng 1.700 KRW/USD từ mức 1.000 KRW/USD.

Tháng 7, khi Thái Lan thả nổi đồng Baht, cơ quan hữu trách tiền tệ của Indonesia đã nói rộng biên độ dao động của tỷ giá hối đoái giữa Rupiah và Dollar Mỹ từ 8% lên 12%. Tháng 8/1997, đồng Rupiah bị giới đầu cơ tấn công và đến ngày 14/8 thì chế độ tỷ giá hối đoái thả nổi có quản lý được thay thế bằng chế độ thả nổi hoàn toàn. Đồng Rupiah liên tục mất giá. IMF đã thu xếp một gói viện trợ tài chính khẩn cấp cho Indonesia lên tới 23 tỷ Dollar, nhưng Rupiah tiếp tục mất giá do đồng Rupiah bị bán ra ồ ạt và lượng cầu Dollar Mỹ ở Indonesia tăng vọt. Tháng 9/1997, cả giá Rupiah lẫn chỉ số thị trường chứng khoán đều giảm xuống mức thấp lịch sử. Trước khủng hoảng, tỷ giá hối đoái giữa Rupiah và Dollar vào khoảng 2.000 : 1. Nhưng trong thời kỳ khủng hoảng, tỷ giá đã giảm xuống mức 18.000 : 1.

### ***1.3 Khủng hoảng tài chính Mỹ - 2008***

Cuộc khủng hoảng bắt nguồn từ tình trạng bong bóng của thị trường nhà đất ở Mỹ (tình trạng này diễn ra khoảng năm 2005 - 2006) với những khoản vay dưới chuẩn có nguy cơ rủi ro cao và các khoản thế chấp có lãi suất điều chỉnh. Từ vài năm trước đó, giá nhà tăng cao cùng với việc được phép vay với điều kiện rất đơn giản, nhiều khách hàng đã tranh thủ tiền của các ngân hàng đầu tư để đầu cơ vào bất động sản với hi vọng kiếm được nhiều tiền từ các khoản mua bán chênh lệch.

- Năm 2002-2004: Giá cả ở các bang Arizona, California, Florida, Hawaii, và Nevada tăng trên 25% một năm. Sự bùng nổ nhà đất ở Mỹ bắt đầu.
- Năm 2005: Bong bóng nhà đất ở Mỹ vỡ vào tháng 08/2005. Thị trường bất động sản tạm gián đoạn trên một vài bang ở Mỹ vào cuối mùa hè năm 2005 khi tỷ lệ lãi suất tăng từ 1% lên đến 5,35% do có nhiều nhà kinh doanh bất động sản đã đánh giá thấp thị trường.
- Năm 2006: Thị trường bất động sản tiếp tục suy giảm. Giá giảm, lượng nhà dư thừa đáng kể. Chỉ số Xây dựng Nhà ở tại Mỹ hồi giữa tháng 08 giảm hơn 40% so với một năm trước đó.
- Năm 2007: Kinh doanh bất động sản tiếp tục thất bại. Số lượng nhà tồn ước tính cao nhất từ năm 1989. Ngành kinh doanh bất động sản suy giảm với hơn 25 tổ chức cho vay dưới chuẩn tuyên bố phá sản. Gần





1,3 triệu bất động sản nhà ở bị tịch thu để thế chấp nợ, tăng 79% từ năm 2006. Thư ký bộ tài chính Mỹ gọi bong bóng bất động sản này là “mối nguy hiểm ảnh hưởng trực tiếp đến nền kinh tế”...

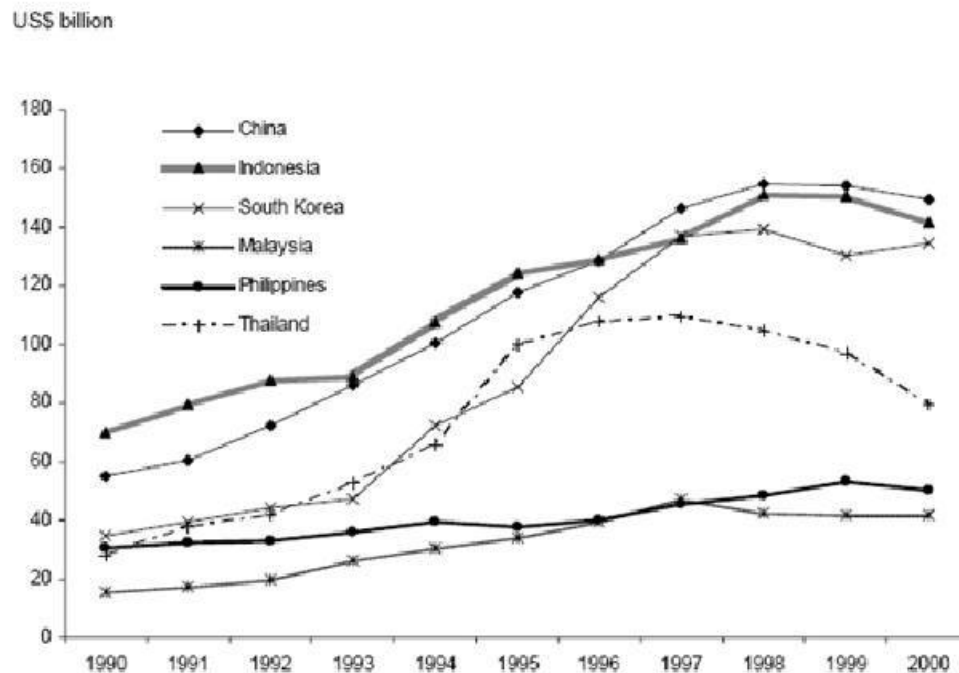
## 2. Đánh giá thị trường bất động sản Hà Nội

### 2.1. Sự tăng trưởng nhanh chóng của dòng vốn ngoại

Dòng vốn không lồ ồ ạt chảy vào những năm 1990 được xem là nguồn gốc gây nên bong bóng BĐS tại Châu Á. Đầu những năm 1990, các nền kinh tế mới nổi Châu Á được đánh giá cao bởi tỷ lệ tiết kiệm và đầu tư cao, kinh tế vĩ mô ổn định và GDP tăng trưởng mạnh mẽ đã thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài. Lực lượng lao động được đào tạo bài bản và siêng năng là những yếu tố được nhấn mạnh đối với nhiều nước mới nổi Châu Á.

Sau hiệp định Plaza Accord (1985), đồng USD đã mất giá 50% so với Yên Nhật, trong khi hầu hết các nước Châu Á cố định với đồng USD. Điều này kích thích làn sóng di dời các công ty sản xuất Nhật Bản sang các nền kinh tế Đông Á nhằm giảm chi phí sản xuất khi đồng Yên của họ mạnh lên. Tiếp sau đó là làn sóng đầu tư từ Châu Âu và Mỹ. Nhu cầu đi thuê tăng kéo theo giá tài sản tăng là khởi nguồn cho bong bóng bất động sản và chứng khoán tại các nước Châu Á mới nổi.

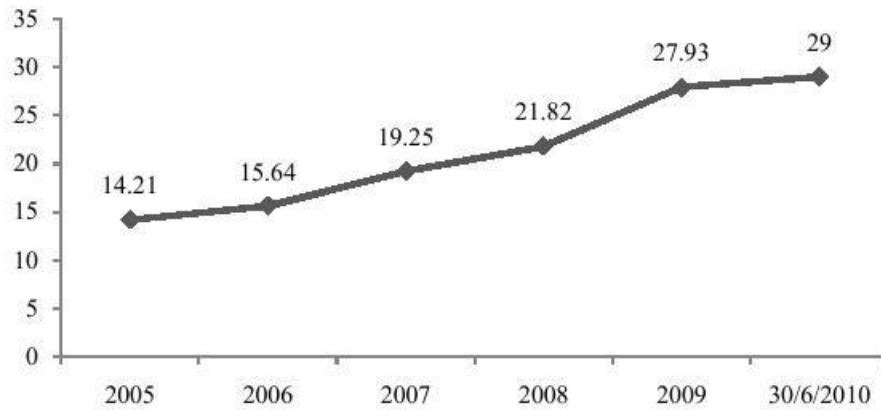
Trong khi dòng vốn chảy mạnh vào thì chính sách cố định tỷ giá hối đoái không làm tỷ giá hối đoái đồng nội tệ tăng tương ứng, vì vậy thanh khoản trong nước tăng cao và lãi suất giảm. Tín dụng cho bất động sản và chứng khoán luôn ở trạng thái sẵn sàng, tỷ lệ cho vay lên tới 90% giá trị tài sản thế chấp. Lũ thanh khoản mặt khác khiến bất động sản và chứng khoán được định giá cao sẽ tiếp tục kéo theo việc mở rộng tín dụng.



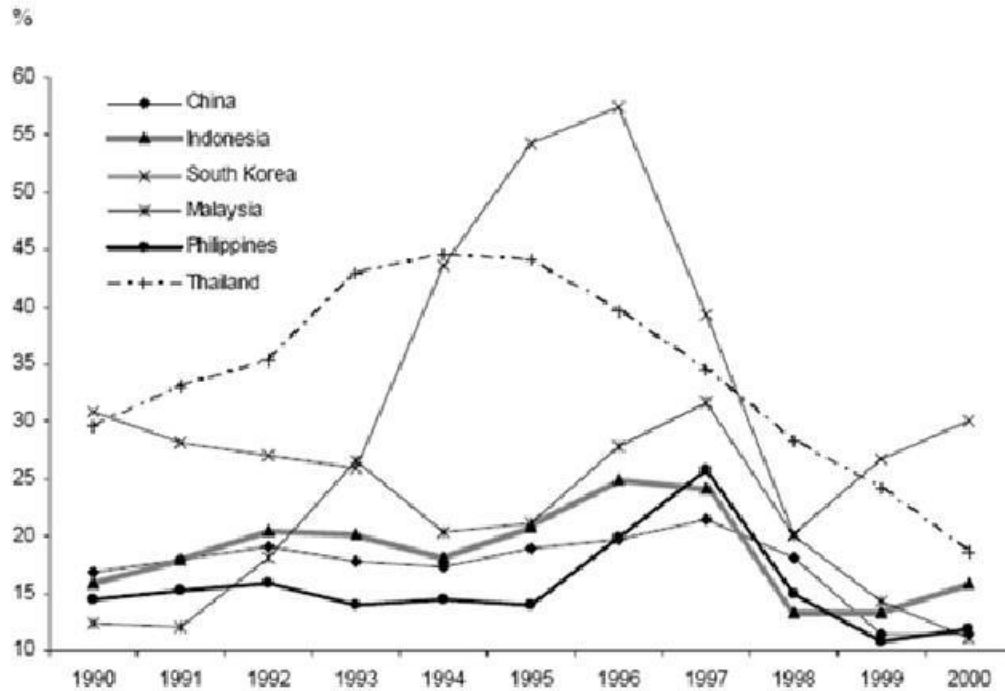
Biểu đồ 2.1 Nợ nước ngoài của các nước Châu Á theo tỷ giá gần nhất (nguồn: Wharton)



Sự gia tăng vốn đầu tư nước ngoài được phản ánh trong sự trỗi dậy của khoản nợ nước ngoài của các nước Châu Á mới nổi (trừ Singapore và Hong Kong). Nợ nước ngoài của Việt Nam cũng gia tăng mạnh trong những năm gần đây, đáng chú ý là nợ có lãi suất cao tăng mạnh. Tuy nhiên tỷ lệ nợ dài hạn chiếm chủ yếu trong tổng nợ nước ngoài.

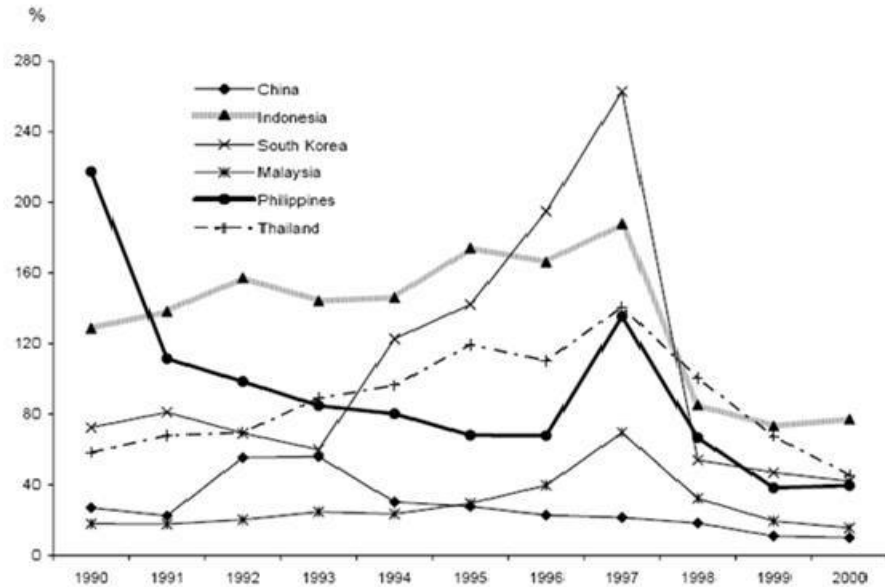


Biểu đồ 2.2 Nợ nước ngoài của Việt Nam theo tỷ giá cuối kỳ (nguồn: Bộ Tài chính)

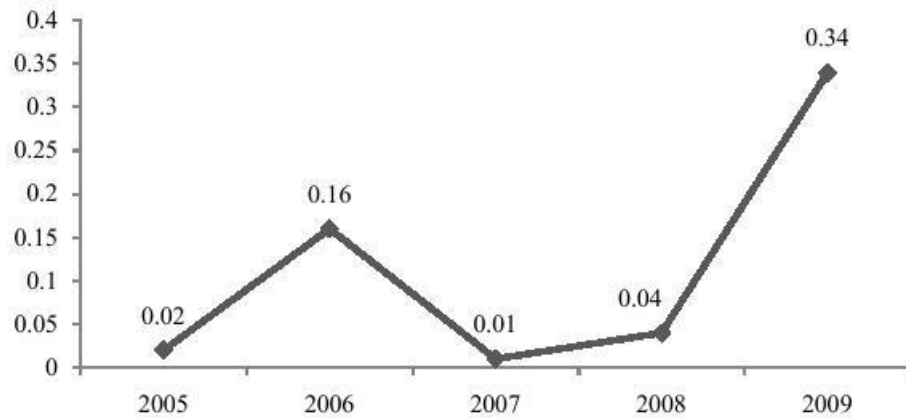


Biểu đồ 2.3 Tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng nợ nước ngoài của các nước Châu Á (nguồn: Wharton)





Biểu đồ 2.4 Tỷ trọng nợ ngắn hạn so với dự trữ ngoại hối các nước Châu Á (nguồn: Wharton)



Biểu đồ 2.5 Tỷ trọng nợ ngắn hạn so với dự trữ ngoại hối của Việt Nam (nguồn: Bộ Tài chính)

Economy	Total External Debt (US\$ billion)	Short-term Debt (US\$ billion)	Total Foreign Reserves (US\$ billion)	Current Account Balance (% of GDP)	Change in Foreign Exchange Rate (% Jul 97 to Feb98)
China	129	34	107	0.88	-
Hong Kong	-	-	63	-1.33	-
Indonesia	129	41	24	-3.4	-76
Malaysia	40	11	27	-4.43	-39
Philippines	40	13	10	-4.77	-36
Singapore	-	-	76	14.05	-16
South Korea	116	102	34	-4.42	-43
Taiwan	46	29	88	4.00	-17
Thailand	107	42	37	-8.05	-49

Bảng 2.1 Nợ nước ngoài, dự trữ ngoại hối và cán cân thanh toán năm 1996, tiếp theo cuộc khủng hoảng tiền tệ năm 1997-1998 (nguồn: Wharton)



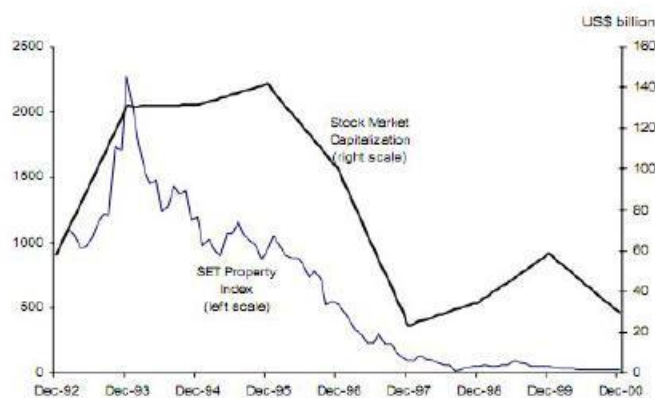
Đầu năm 1996, Mỹ sử dụng chính sách tiền tệ thắt chặt khiến USD tăng giá so với đồng Yên và khả năng xuất khẩu của các nước Châu Á bị xói mòn. Kết quả là cán cân thanh toán của các nước Châu Á bị thâm hụt. Bằng việc duy trì tỷ giá hối đoái cố định, dự trữ ngoại hối của các nước Châu Á ngày càng cạn kiệt. Khi đó các nhà đầu tư nhìn vào khả năng hỗ trợ của NHTW và tỷ lệ nợ ngắn hạn đã đi tới đầu cơ phá giá tiền tệ các nước này.

Theo thống kê mới nhất của Bộ Tài chính, nợ nước ngoài của Việt Nam tính đến 31/6/2010 là 29 tỷ USD trong đó chủ yếu là nợ dài hạn. Dự trữ ngoại hối khá mỏng được xem là trở ngại đối với vấn đề ổn định kinh tế vĩ mô. Con số này vào khoảng 13,6 tỷ USD cuối năm 2010 từ mức 23,9 tỷ USD năm 2008 và được dự báo sẽ khó cải thiện trong các năm tới khi đồng VND chịu áp lực mất giá và lạm phát cao. Cán cân thanh toán tổng thể năm 2010 thâm hụt khoảng 4 tỷ USD, tương đương -3,8% GDP. Tỷ giá USD/VND năm 2010 tăng 5,5% bởi việc điều chỉnh 2 lần của NHNN. Sang năm 2011, NHNN tăng tỷ giá thêm 9,3% và sử dụng chính sách điều hành tỷ giá linh hoạt, song song với việc dẹp bỏ thị trường tự do. Tuy nhiên trong các năm gần đây, đồng VND đã mất giá khá mạnh. Tính từ 2005 đến hiện tại, VND đã mất 30% so với USD.

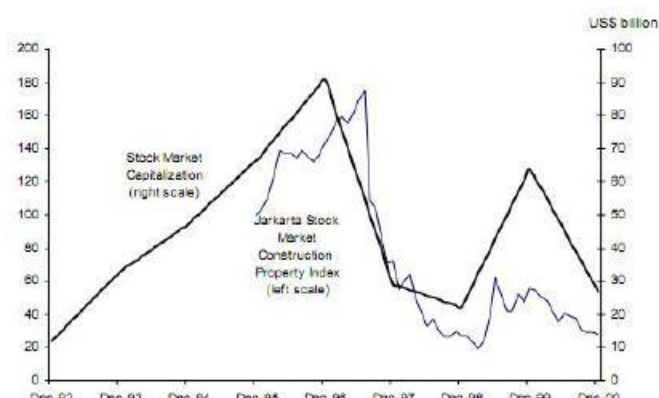
Như vậy, so với các nước Châu Á năm 1997-1998, chỉ tiêu nợ nước ngoài của Việt Nam hiện tại ở mức thấp về con số tuyệt đối, dự trữ ngoại hối cũng mỏng hơn, trong khi cán cân thanh toán thâm ở mức khá lớn, tốc độ mất giá của đồng nội tệ thì diễn ra chậm hơn.

## 2.2 Hiện tượng bong bóng bất động sản

Bắt đầu bằng việc thị trường chứng khoán bùng nổ năm 2007, giá bất động sản tại Hà Nội đã bắt đầu được đẩy lên cao. Cũng tương tự như các nước Châu Á trước khủng hoảng 1997. Sự gia tăng dòng vốn đầu tư nước ngoài đã thúc đẩy thị trường bất động sản và chứng khoán bùng nổ ở Thái Lan và hầu hết các thị trường chứng khoán và bất động sản Châu Á.



Biểu đồ 2.6 Vốn hóa thị trường chứng khoán và chỉ số bất động sản tại Thái Lan (nguồn: Wharton)

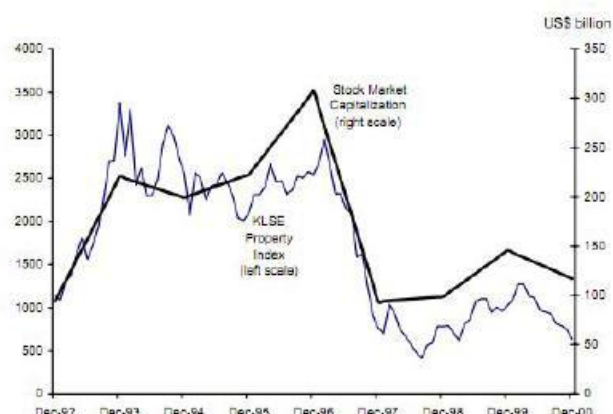


Biểu đồ 2.7. Vốn hóa thị trường chứng khoán và chỉ số bất động sản tại Indonesia (nguồn: Wharton)





**Biểu đồ 2.8** Vốn hóa thị trường chứng khoán và chỉ số bất động sản tại Hong Kong (nguồn: Wharton)



**Biểu đồ 2.9** Vốn hóa thị trường chứng khoán và chỉ số bất động sản tại Malaysia (nguồn: Wharton)

Đầu năm 1994 đã có những dấu hiệu cảnh báo sớm về việc thị trường bất động sản đã phát triển quá nóng và tăng trưởng không dựa trên các yếu tố kinh tế cơ bản. Đối với Thái Lan, giá bất động sản đạt đỉnh năm 1992 và liên tục giảm sau đó. Thị trường chứng khoán vẫn nhận được sự quan tâm của các nhà đầu tư năm 1994 do sự chênh lệch giữa lãi suất đồng Bath và lãi suất USD.

Đối với Việt Nam, kể từ khi gia nhập WTO, Việt Nam đã thu hút sự quan tâm lớn của các nhà đầu tư nước ngoài. Vốn FDI chảy vào Việt Nam gia tăng nhanh chóng, trong đó lĩnh vực bất động sản thường xuyên đứng đầu bảng về lượng vốn đăng ký. Mặc khác, với các chính sách ưu tiên tăng trưởng, thị trường chứng khoán Việt Nam đã bùng nổ mạnh mẽ từ 2006.

Chỉ số VN-index gia tăng mạnh mẽ và đạt đỉnh với 1.113 điểm vào tháng 3/2007. Do ảnh hưởng cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, chỉ số liên tục sụt giảm, xác lập đáy vào tháng 2/2009 tại 235 điểm - giảm gần 80% giá trị. Sau đó thị trường chứng khoán đã có bước phục hồi nhờ tác động của gói kích cầu năm 2009, nhưng mau chóng giảm trở lại trước những bất ổn kinh tế vĩ mô. Thanh khoản thấp, nguồn cung gia tăng và chỉ số không phản ánh khách quan diễn biến giá của hầu hết các cổ phiếu, VN-index dao động quanh mức 400-500 điểm trong suốt hai năm trở lại đây.



**Biểu đồ 2.10** Diễn biến VN-index



Từ sự bùng nổ của chứng khoán, thị trường bất động sản cũng đã có bước phát triển mạnh mẽ. Cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu năm 2008 chỉ tác động chủ yếu đến thanh khoản thị trường, mặt bằng giá bất động sản thậm chí còn tiếp tục tăng lên, nhất là sau gói kích cầu của Chính phủ.

Cho đến thời điểm hiện tại, thị trường bất động sản Hà Nội mới bắt đầu có dấu hiệu giảm nhiệt khi nguồn cung lần đầu tiên được dự báo sẽ tăng vượt quá cầu. Tuy nhiên, giá bất động sản vẫn chưa xác lập đỉnh một cách rõ rệt.

Từ biểu các biểu đồ 2.6-2.9, có thể thấy khủng hoảng 1997 đã khiến thị trường bất động sản và chứng khoán Thái Lan, Malaysia, Indonesia giảm sâu. Chúng tôi trở nên quan ngại đối với thị trường bất động sản Việt Nam, đặc biệt là Hà Nội, khi yếu tố giá đã tăng trưởng mạnh trong vài năm trở lại đây.

Theo dõi 2 bảng dưới đây có thể thấy, thị trường bất động sản đã sụp đổ trên khắp các thành phố tại Châu Á trong thời gian 1997-1998. Lợi tức cho thuê đã giảm trung bình 34%, trong khi giá giảm trung bình 40%. Ngay cả khi giá và sản lượng cho thuê giảm, tỷ lệ trống văn phòng cũng tăng cao.

	1997 Rental rates (US\$/sq m, p.a.)	1997 Property prices (US\$/sq m)	Rental yield in 1997 (% p.a.)	% Change in rental rate, 1997 to 1998	% Change in property prices, 1997 to 1998	% Change in rental yield, 1997 to 1998
Bangkok	35	453	7.78	-60	-50	-1.92
Hong Kong	847	12309	6.88	-13	-18	0.39
Jakarta	38	350	10.25	-83	-88	0.83
Kuala Lumpur	54	593	9.03	-47	-54	1.11
Manila	154	1068	14.43	-38	-43	1.68
Seoul	250	2159	11.58	-34	-40	1.04
Shanghai	248	1265	19.62	-35	-58	6.29
Singapore	334	8916	3.74	-31	-23	-0.40
Taipei	395	5792	6.82	-8	-21	1.05
Tokyo	466	9888	4.71	-18	-30	0.71

*Bảng 2.2 Tỷ lệ thuê trung bình và giá bất động sản thương mại  
tại một số thành phố khu vực thuộc Asian 1997-1998*

	Vacancy rate in June 1997	Vacancy rate in June 1998	New supply, 1998 to 1999 (,000 sq m)	New supply as % of June 1998 stock
Bangkok	17.7	27.0	250.0	11.0
Hong Kong	6.4	9.7	250.0	14.2
Jakarta	13.1	16.0	150.0	8.2
Kuala Lumpur	10.3	16.8	300.0	13.7
Manila	2.1	5.7	200.0	9.9
Seoul	n.a.	15.0	500.0	3.9
Shanghai	40.3	48.4	900.0	26.1
Singapore	9.3	11.1	300.0	8.0
Taipei	3.0	2.5	50.0	5.3
Tokyo	5.0	4.5	700.0	1.0

*Bảng 2.3 Tỷ lệ trống và nguồn cung văn phòng mới tại các thành phố  
trong khu vực Asian 1997-1998*



	HẠNG A	HẠNG B	HẠNG C	TỔNG CỘNG
Số lượng tòa nhà	12	35	46	93
Diện tích cho thuê thực (m <sup>2</sup> )	106.680	332.223	185.877	634.780
Nguồn cung mới (m <sup>2</sup> )	-	-	-	-
Tỷ lệ diện tích trống (%)	5,65%	12,21%	N/A	15,42%
Giá chào thuê trung bình (USD/m <sup>2</sup> /tháng) tại thời điểm Q3/2010	\$40,42	\$28,20	\$15-\$20	-
% giá thuê thay đổi (theo quý)	1,92%	6,71%	N/A	-
Giá chào thuê trung bình (USD/m <sup>2</sup> /tháng) tại thời điểm Q3/2009	\$44,73	\$26,21	N/A	-
% giá thuê thay đổi (theo năm)	-9,63%	7,59%	N/A	-

Bảng 2.4 Thị trường văn phòng Hà Nội Q3/2010 (nguồn: CBRE)

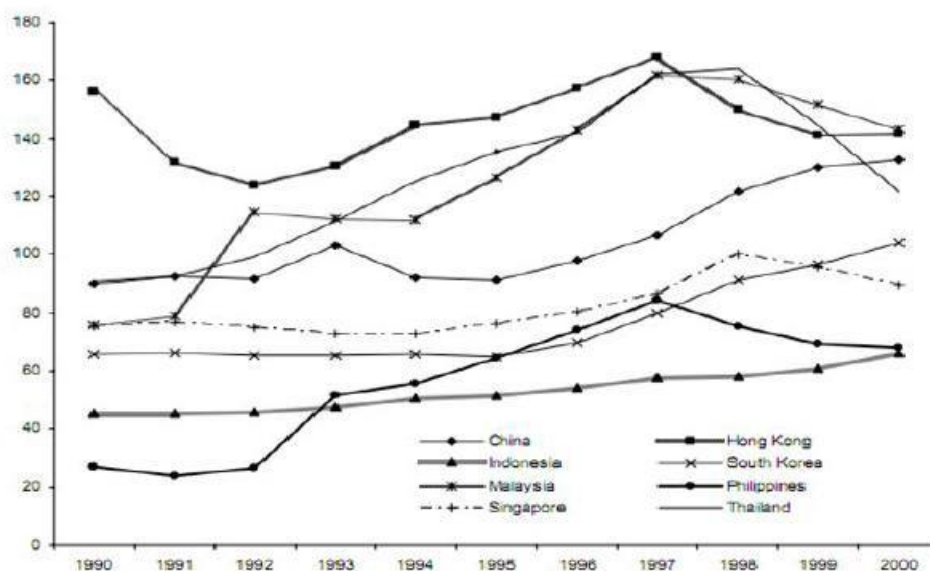
Tại trường Hà Nội Q3/2010, mặc dù giá thuê văn phòng Hạng A tăng 1,92% so với quý trước, nhưng vẫn giảm 9,63% so với cùng kỳ năm trước. Tỷ lệ trống thời điểm Q3/2010 là 5,65%. Đối với văn phòng Hạng B, giá thuê Q3/2010 tăng 6,71% so với quý trước và tăng 7,59% so với cùng kỳ năm trước, tỷ lệ trống ở mức khá cao: 12,21%.

### 2.3 Tín dụng ngân hàng đối với lĩnh vực bất động sản

Dư nợ tín dụng bất động sản của Việt Nam hiện nay cũng đang là vấn đề đáng quan tâm khi hiện tượng “bất động sản hóa” đang trở nên phổ biến. Việc tham gia đầu tư bất động sản không chỉ các công ty trong ngành mà còn sự tham gia của nhiều đối tượng ở các lĩnh vực khác. Theo ước tính của NHNN, dư nợ cho vay bất động sản cuối năm 2010 ước đạt 228 nghìn tỷ đồng, chiếm 8,7% tổng dư nợ toàn hệ thống và bằng 11,5% tổng GDP năm 2010 (theo ước tính của EIU, tổng dư nợ năm 2010 của toàn nền kinh tế đạt 2.627,8 nghìn tỷ đồng, GDP danh nghĩa năm 2010 đạt 1.984,3 nghìn tỷ đồng). So với các nước Châu Á trước khủng hoảng, tỷ trọng cho vay bất động sản của nước ta hiện đang thấp hơn, nhưng tỷ trọng tổng dư nợ tín dụng trên GDP khá cao (năm 2010: 127,4%, EIU).

	Real estate, as % of bank loans	Private bank credit (US\$ billion)	Average loan exposure to real estate as % of GNP	Non-performing real estate loans (% of total loans) <sup>1</sup>	Moody's rating of the banking sector	1996 GNP (US\$ billion)
China	35-40	930	9	n.a.	D	812
Hong Kong	40-55	300	76	3.0	C	154
Indonesia	25-30	54	7	18.0	-	197
Malaysia	30-40	120	58	6.0	D+	94
Philippines	15-25	40	17	8.0	D+	87
Singapore	30-40	130	30	4.5	C+	94
South Korea	15-25	440	17	18.0	D	480
Taiwan	35-45	400	58	5.0	D	274
Thailand	30-40	160	44	16.0	E+	176

Bảng 2.4 Tín dụng ngân hàng đối với bất động sản Châu Á 1996 (nguồn: Wharton)



Biểu đồ 2.10 Tín dụng ngân hàng các nước Châu Á (%GDP) (nguồn: Wharton)

Tháng 3/2011, NHNN quy định khống chế chỉ tiêu dư nợ cho vay phi sản xuất (bao gồm bất động sản và chứng khoán) đến cuối tháng 6/2011 là 22% tổng dư nợ, và giảm còn 16% tổng dư nợ vào cuối năm 2011. Với quy định này, nguy cơ đổ vỡ tín dụng bất động sản bắt đầu được nhìn nhận và kiểm soát. Tuy nhiên, tính minh bạch của thông tin và khả năng chống chịu rủi ro của hệ thống ngân hàng vẫn còn là vấn đề đáng lo ngại.

Real estate, as % of bank loans	Lending to private sector (US\$ billion)	Average loan exposure to real estate as % of GDP	Non-performing real estate loans (% of total loans)	Moody's rating	2010 Nominal GDP (US\$ billion)
8.7	115.3	11.5	-	B1	103.7

Bảng 2.5 Tín dụng ngân hàng đối với lĩnh vực BĐS Việt Nam (nguồn: EIU, Moody, TAS)

**Lending Rates**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
China	9.36	8.64	8.64	10.98	10.98	12.06	10.08	8.64	6.39	5.85	5.85
Hong Kong	10.00	8.50	6.50	6.50	6.50	8.75	8.50	9.50	9.00	8.50	9.50
Indonesia	20.83	25.53	24.03	20.59	17.76	18.85	19.22	21.82	32.15	27.66	18.45
Malaysia	7.17	8.13	9.31	9.05	7.61	7.63	8.89	9.53	10.61	7.29	6.77
Philippines	24.12	23.07	19.48	14.68	15.06	14.68	14.84	16.28	16.78	11.78	10.91
Singapore	7.38	7.58	5.95	5.39	5.88	6.37	6.28	6.32	7.44	5.80	5.83
South Korea	10.00	10.00	10.00	8.58	8.50	9.00	8.84	11.88	15.28	9.40	8.55
Thailand	14.42	15.40	12.17	11.17	10.90	13.25	13.40	13.85	14.42	8.98	7.83



### Deposit Rates

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
China	8.64	7.56	7.56	10.98	10.98	10.98	7.47	5.67	3.78	2.25	2.25
Hong Kong	6.67	5.46	3.07	2.25	3.54	5.63	4.64	5.98	6.62	4.50	4.80
Indonesia	17.53	23.32	19.60	14.55	12.53	16.72	17.26	20.01	39.07	25.74	12.50
Malaysia	5.90	7.16	7.97	7.04	4.94	5.93	7.09	7.78	8.51	4.12	3.36
Philippines	19.54	18.80	14.27	9.81	10.54	8.39	9.68	10.19	12.11	8.17	8.31
Singapore	4.67	4.63	2.86	2.30	3.00	3.50	3.41	3.47	4.60	1.68	1.71
South Korea	10.00	10.00	10.00	8.58	8.50	8.83	7.50	10.81	13.29	7.95	7.94
Thailand	12.25	13.67	8.88	8.63	8.46	11.58	10.33	10.52	10.65	4.73	3.29

### Interest Rate Spreads

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
China	0.72	1.08	1.08	0.00	0.00	1.08	2.61	2.97	2.61	3.60	3.60
Hong Kong	3.33	3.04	3.43	4.25	4.96	3.12	3.86	3.52	2.38	4.00	4.70
Indonesia	3.30	2.21	4.43	6.04	5.23	2.13	1.96	1.81	-6.92	1.92	5.95
Malaysia	1.26	0.94	1.35	2.01	2.67	1.70	1.81	1.75	2.10	3.16	3.41
Philippines	4.58	4.27	5.20	5.08	4.52	6.29	5.16	6.08	4.67	3.61	2.60
Singapore	2.69	2.95	3.09	3.09	2.88	2.86	2.85	2.85	2.84	4.12	4.12
South Korea	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.17	1.34	1.07	1.99	1.45	0.61
Thailand	2.17	1.73	3.29	2.54	2.44	1.67	3.06	3.13	3.77	4.25	4.54

*Bảng 2.6 Lãi suất cho vay, lãi suất tiền gửi và chênh lệch lãi suất (nguồn: Wharton)*

Lãi suất cho vay và tiền gửi và mức chênh lệch lãi suất của Indonesia là cao nhất. Năm 1991, lãi suất cho vay của Indonesia lên tới 25,53%/năm, sau đó giảm dần xuống 17,76%/năm năm 1994, nhưng nhanh chóng bật trở lại. Năm 1997, lãi suất cho vay đạt 21,82%/năm, lãi suất tiền gửi đạt 20,01%/năm, chênh lệch lãi suất thu hẹp về 1,81%/năm. Năm 1998, do ảnh hưởng của khủng hoảng, các con số này lần lượt đạt 32,15%/năm; 39,07%/năm; -6,92%.

Lãi suất cho vay ở Thái Lan tuy thấp hơn nhưng cũng đạt mức 2 con số. Từ suốt giai đoạn 1990-1998, lãi suất cho vay trong khoảng 11,17-15,14%/năm, lãi suất tiền gửi trong khoảng 8,46-13,67%/năm, chênh lệch lãi suất vào khoảng 1,67-3,77%/năm. Năm 2000, lãi suất cho vay của Thái Lan giảm xuống còn 7,83%/năm, lãi suất tiền gửi là 3,29%/năm, theo đó chênh lệch lãi suất tăng lên 4,54%.

Đối với Việt Nam, chênh lệch giữa lãi suất tiền cho vay và tiền gửi là khá lớn. Mức trung bình ít nhất là 3% đối với toàn bộ nền kinh tế, riêng ngành bất động sản mức chênh lệch cao hơn vì khả năng tạo lợi nhuận lớn, có thể lên tới 6-8%/năm.

Từ đầu quý 2/2011, do thắt chặt tín dụng đối với lĩnh vực phi sản xuất trong đó có bất động sản, lãi suất cho vay đối với lĩnh vực này lên tới 26%/năm, trong khi lãi suất huy động đối với các khoản tiền lớn đạt 18-19%/năm. Nếu như CPI không nhanh chóng hạ nhiệt, khả năng tăng dự trữ bắt buộc của NHNN sẽ là rất lớn. Khi đó, lĩnh vực bất động sản sẽ chịu ảnh hưởng sâu rộng hơn.



### III. LỜI KẾT

Mô hình tăng trưởng kinh tế của Việt Nam phụ thuộc lớn vào dòng vốn đầu tư thông qua tăng trưởng tín dụng - cung tiền. Tuy nhiên, một phần lớn dòng tiền lại chảy vào lĩnh vực phi sản xuất, đặc biệt là bất động sản. Thị trường bất động sản nhanh chóng phình to, tiềm ẩn rủi ro đối với cả hệ thống kinh tế - tài chính.

Theo các số liệu không chính thức (NHNN), dư nợ tín dụng bất động sản năm 2010 đạt 228 nghìn tỷ đồng. Theo TS. Lê Xuân Nghĩa, dư nợ cho vay BĐS tại TP. HCM chiếm gần 60%, tại Hà Nội tỷ lệ này chỉ vào khoảng 15%. Tuy nhiên, mặt bằng giá bất động sản tại Hà Nội cao hơn nhiều so với TP. HCM gây rủi ro trong việc định giá cho vay của các ngân hàng thương mại. Nhất là khi tỷ lệ thế chấp cho vay rất cao, có thể lên tới 70% giá trị thị trường.

Sau khi so sánh thị trường bất động sản Hà Nội với các nước trên thế giới, thị trường tài chính Việt Nam trong giai đoạn hiện tại với thị trường tài chính các nước Châu Á trước khủng hoảng 1997, chúng tôi có căn cứ để cho rằng, thị trường bất động sản Hà Nội đã có dấu hiệu hình thành bong bóng. Với hiện trạng bất ổn vĩ mô, nếu không có biện pháp can thiệp kịp thời, một cuộc khủng hoảng tài chính là hoàn toàn có thể xảy ra.



## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Tràn An (TAS) cung cấp những thông tin và phân tích về cổ phiếu và đưa ra định giá hợp lý về cổ phiếu đó. Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. TAS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất cứ thiệt hại hay sự kiện nào bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào trong Báo cáo này.

Những số liệu, thông tin nêu trong Báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và khách quan, tuy nhiên, Công ty Cổ phần Chứng khoán Tràn An không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là chính xác, và không chịu bất cứ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các nhận định trong Báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra Báo cáo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong Báo cáo này cũng sẽ có thể được thay đổi mà không cần báo trước.

Báo cáo này thuộc bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Tràn An (TAS). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của TAS đều trái luật.

Mọi ý kiến đóng góp vui lòng liên hệ theo địa chỉ:

**Phòng Phân tích – Đầu tư**

**CPCP Chứng khoán Tràn An**

### HỘI SỞ CHÍNH

**Địa chỉ:** Tầng 9, 59 Quang Trung, Hai Bà Trưng, Hà Nội.

**Tel:** (84.4) 3 944 62 18

**Fax:** (84.4) 3 944 62 13

**E-mail:** [contact@tas.com.vn](mailto:contact@tas.com.vn)

### PHÒNG GIAO DỊCH TRUNG YÊN:

**Địa chỉ:** Số 14, Lô 14A Trung Yên, Cầu Giấy, Hà Nội

**Tel:** (84.4) 2 220 95 96

**Fax:** (84.4) 2 220 96 10

### CHI NHÁNH TP. HỒ CHÍ MINH

**Địa chỉ:** Lầu 3B Tòa nhà VIET NAM BUSINESS CENTER  
57-59 Hồ Tùng Mậu, P. Bến Nghé, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh.

**Tel:** (84.8) 3 821 82 86

**Fax:** (84.8) 3 821 84 86

**E-mail:** [contact\\_hcm@tas.com.vn](mailto:contact_hcm@tas.com.vn)

### CHI NHÁNH QUẢNG NINH

**Địa chỉ:** Đường Kho Than, P. Bạch Đằng, TP Hạ Long, Quảng Ninh

**Tel:** (84.33) 3 820 008

**Fax:** (84.33) 3 820 333