

Ngày 28 tháng 07 năm 2011



**CTCP Chứng khoán
Rồng Việt – Rong Viet
Securities**

Lầu 1 – 2 – 3 – 4

Toà nhà Viet Dragon

141 Nguyễn Du, Quận 1

TP.Hồ Chí Minh, Việt Nam

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

www.vdsc.com.vn

info@vdsc.com.vn

HỒ QUỐC TUẤN

Kinh tế gia trưởng

tuqn.hq@vdsc.com.vn

Phòng Phân tích & Tư vấn đầu tư

Báo cáo chuyên đề nghiên cứu

phan_tich@vdsc.com.vn

BA THỬ THÁCH ĐỐI VỚI ĐIỀU HÀNH KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM TRONG GIAI ĐOẠN CUỐI NĂM 2011

Trong báo cáo này chúng tôi phân tích ba thách thức lớn đối với điều hành kinh tế vĩ mô ở Việt Nam trong hai quý cuối năm 2011, đó là (1) lạm phát cao; (2) nền kinh tế thiếu vốn và nguy cơ nợ xấu; (3) rủi ro tỷ giá. Chúng tôi đánh giá rằng với những thách thức này, khó có thể có đột biến về dòng vốn quốc tế đổ vào thị trường chứng khoán Việt Nam trong nửa cuối năm 2011. Nhưng điều đó có thể tạo ra mức chiết khấu tốt đối với giá cổ phiếu tạo điều kiện cho nhà đầu tư gia tăng mức nắm giữ dài hạn những cổ phiếu tốt. Ngoài ra, áp lực từ kinh tế vĩ mô cũng có thể buộc cơ quan quản lý phải điều chỉnh lại mô hình phát triển thị trường chứng khoán theo hướng bền vững hơn.

LẠM PHÁT CAO

Lạm phát sẽ tiếp tục là nỗi lo của kinh tế Việt Nam trong giai đoạn nửa cuối năm 2011. Sau khi lạm phát tỏ ra có xu thế tăng chậm lại trong hai tháng 5 và tháng 6, lạm phát tháng 7 đã tăng 1,17% so với tháng 6, phá vỡ xu thế cải thiện tình hình lạm phát này. Cần nhận thấy là ngay cả trong hai tháng 5 và tháng 6, thực tế thì lạm phát không giảm mà vẫn tăng, chỉ là tăng chậm hơn các tháng trước. So với đầu năm, chỉ số giá tháng 7 năm 2011 đã tăng hơn 14%. So với cùng kỳ năm trước, con số này còn đáng lo ngại hơn khi mức tăng chỉ số giá đã lên đến 22,16%. Tình hình hiện tại cho thấy mục tiêu lạm phát dưới 17% trong năm nay là không dễ đạt được.

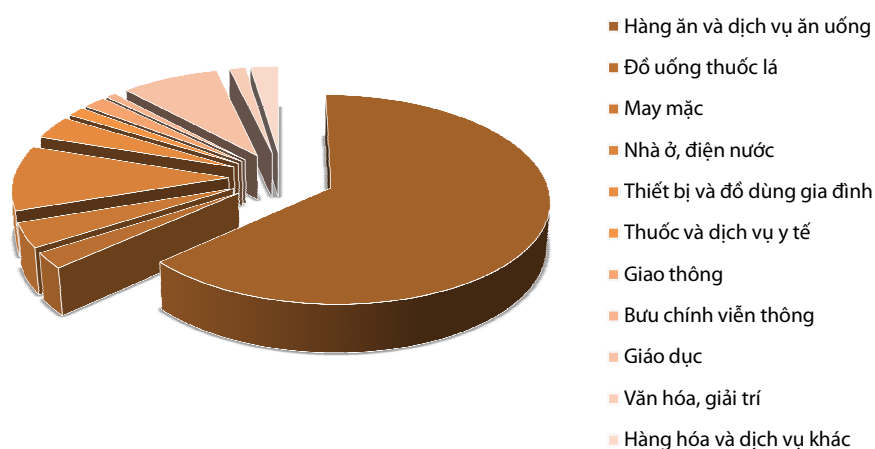
Mức lạm phát 6 tháng đầu năm: giai đoạn 2006-2011



Nguồn: GSO

Phân tích cơ cấu lạm phát trong 6 tháng đầu năm cho thấy nhóm hàng lương thực thực phẩm đóng vai trò quan trọng nhất trong việc kéo lạm phát Việt Nam đến tháng 7/2011 lên trên mức 20% so với cùng kỳ năm trước. Cụ thể là nhóm hàng lương thực-thực phẩm và dịch vụ ăn uống đã tăng giá đến hơn 30% so với cùng kỳ năm trước. Với mức tăng lớn như vậy, nhóm hàng này đã đóng góp tới gần 60% vào mức tăng của chỉ số giá so với cùng kỳ năm trước.

Chiếc bánh CPI 6 tháng đầu năm



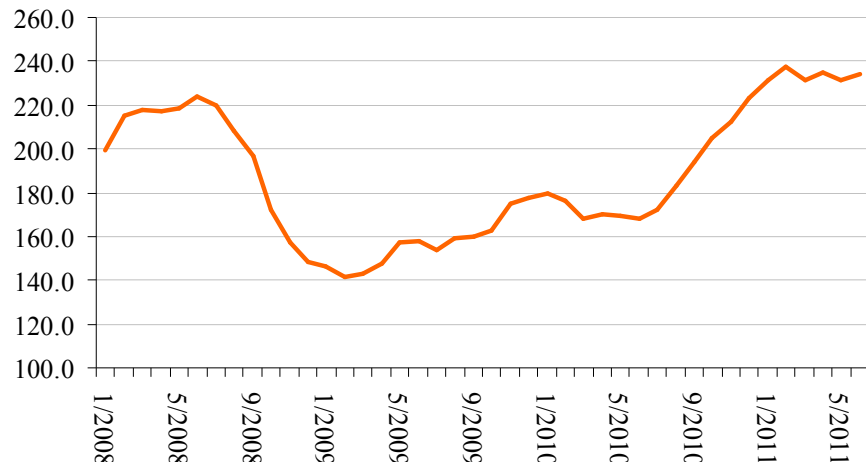
Ghi chú: Đồ thị thể hiện phần đóng góp của tốc độ tăng giá từng nhóm ngành trong tổng mức tăng CPI 20,82% của tháng 6/2011 so với tháng 6 năm 2010. Ví dụ, nhóm hàng lương thực thực phẩm và dịch vụ ăn uống tăng giá 30,15% trong năm 2011 và có tỷ trọng là 39,9% trong rổ tính CPI do đó đã đóng góp mức tăng 12% trong tổng mức tăng 20,82%, chiếm tỷ trọng 58,5%. Phần đóng góp này được thể hiện qua “phần bánh” khá lớn của nhóm hàng lương thực thực phẩm và dịch vụ ăn uống như trên đồ thị.

Nguồn: GSO, Rongviet securities

Mức tăng giá hàng lương thực thực phẩm hiện tại của Việt Nam không chỉ bị chi phối bởi yếu tố nội tại mà còn bị dẫn dắt bởi các yếu tố có phần mang tính toàn cầu như sự gia tăng của giá hàng lương thực thực phẩm toàn cầu. Chỉ số giá lương thực của Tổ chức Lương Nông Hiệp Quốc (FAO) cho thấy chỉ số này đã tăng khoảng 40% so với tháng 6 năm ngoái và chưa có dấu hiệu cho thấy xu thế tăng giá này sẽ sớm đảo chiều. Mức tăng nhanh của giá đường và ngũ cốc (đều tăng trên 50% so với tháng 6 năm ngoái, trong đó giá ngũ cốc đã tăng trên 70%) đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy chỉ số giá lương thực toàn cầu tăng nhanh.

Trong khi đó, trong tháng 7/2011, lại có nhiều thông tin cho thấy giá một số mặt hàng lương thực thực phẩm vẫn đang tiếp tục tăng lên tại các nước đang phát triển. Ví dụ, tại Trung Quốc, giá thịt heo đã tăng 57% trong tháng 6. Vì vậy, trong vài tháng tới, giá hàng lương thực thế giới vẫn còn có thể tiếp tục giữ ở mức cao và đe dọa lạm phát tại các nước đang phát triển. Nguyên nhân là vì tại những nước này, lương thực thực phẩm chiếm một tỷ trọng lớn trong rổ tiêu dùng cá nhân. Theo số liệu của Rabobank, tỷ trọng lương thực thực phẩm chiếm trong rổ hàng hóa tính chỉ số giá tiêu dùng có thể lên đến 45% ở Ấn Độ và Phillipines và 30% ở Trung Quốc.

Chỉ số giá hàng lương thực toàn cầu: liên tục tăng từ sau khủng hoảng tài chính



Nguồn: FAO

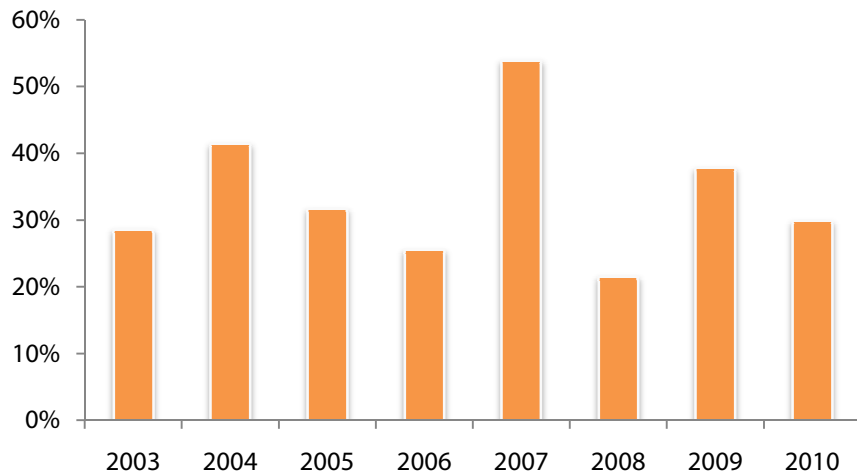
Xu thế tăng giá của hàng lương thực thực phẩm do nhiều nguyên nhân, trong đó có nguyên nhân khá quan trọng là thời tiết bất lợi dẫn đến mất mùa tại một số khu vực sản xuất chính tạo ra áp lực với nguồn cung. Mặt khác, thảm họa tại Nhật và bất ổn tại khu vực Trung Đông và Châu Phi cũng góp phần khiến giá một số hàng nông sản tăng (bên cạnh việc thúc đẩy giá dầu tăng). Ngoài trừ mặt hàng gạo, đa số các mặt hàng ngũ cốc khác đều gặp vấn đề nguồn cung không theo kịp nhu cầu tiêu dùng. Đối với hàng sản xuất từ sữa và thịt, vấn đề đến từ phía chi phí sản xuất tăng cao (ví dụ chi phí thức ăn cho gia súc) và sự sụt giảm của đàn gia súc và gia cầm tại một số nước sản xuất chính do tác động của dịch bệnh. Trong khi đó, với mức tăng trưởng cao, nhu cầu chi tiêu tiêu dùng trong nhiều nền kinh tế đang phát triển như Trung Quốc vẫn được duy trì ở mức cao bất chấp lạm phát tại những nền kinh tế này. Xu hướng chi tiêu cho ăn uống khó có thể thay đổi trong một thời gian ngắn do đó bất chấp lạm phát, nhu cầu tiêu dùng hàng lương thực thực phẩm được dự đoán vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao hơn hoặc ngang bằng với năm ngoái cho nhiều mặt hàng.

Phân tích trên cho thấy việc kiểm soát lạm phát của Việt Nam không hẳn sẽ đạt mục tiêu chỉ với việc thắt chặt tiền tệ. Cho dù với những điều chỉnh mạnh tay với chi tiêu công, không có nghĩa là giá cả hàng tiêu dùng có thể giảm được ngay nếu giá hàng hóa thô và lương thực thực phẩm trên thế giới có thể có những diễn biến bất lợi. Vì vậy, mục tiêu kiểm soát lạm phát ở mức dưới 17% trong năm nay của chính phủ có thể khó mà đạt được. Tuy nhiên, điều đó không có nghĩa là Việt Nam có thể bỏ rơi mục tiêu khống chế lạm phát mà ngược lại phải gia tăng các nỗ lực kiềm chế lạm phát để giảm bớt tác động tiêu cực đối với nền kinh tế và kiềm chế kỳ vọng lạm phát của người dân. Điều đó cũng đồng nghĩa với việc ít có khả năng chính phủ sẽ bỏ qua quan điểm tiếp tục thắt chặt tiền tệ trong các tháng cuối năm. Điều này dẫn đến thử thách thứ hai của nền kinh tế: thiếu vốn.

NỀN KINH TẾ THIẾU VỐN VÀ NGUY CƠ NỢ XẤU

Trong bối cảnh chính sách vĩ mô hướng tới thắt chặt tiền tệ, điều không tránh khỏi là nguồn tín dụng cung ra cho nền kinh tế không thể tăng nhanh như những năm trước. Báo cáo sơ bộ của Ngân hàng Nhà nước trong tháng 6/2011 cho thấy tín dụng trong toàn nền kinh tế chỉ tăng trưởng khoảng 7%, thấp hơn nhiều so với mức tăng trên 37% của năm 2009 và 27% của năm 2010. Tuy nhiên, một sự sụt giảm đột ngột đối với nguồn tín dụng không tránh khỏi sẽ tạo ra áp lực về vốn đối với doanh nghiệp trong nền kinh tế.

Tăng trưởng tín dụng 2003-2010: thường xuyên duy trì trên 20%

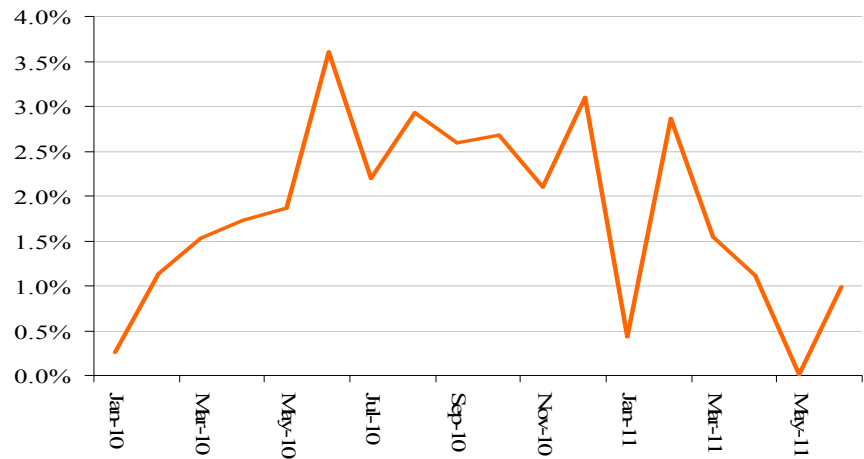


Nguồn:SBV

Diễn biến tăng trưởng tín dụng hàng tháng trong năm 2010 cho thấy trong giai đoạn cuối quý 3 đầu quý 4, tăng trưởng tín dụng đạt mức khá cao, trên 2% mỗi tháng và nhiều tháng gần 3%. Điều này phản ánh nhu cầu vốn vào cuối quý 3 đầu quý 4 của các doanh nghiệp để làm ăn và việc đáo hạn các khoản vay từ đầu năm và năm ngoái thường tăng vào giai đoạn này. Năm nay, ngân hàng thương mại sẽ đứng trước sức ép lớn về nhu cầu vốn và nhu cầu thanh khoản trong các tháng cuối năm như thường lệ nhưng với một khó khăn mới là họ đang bị giới hạn trần tăng tín dụng 20%, khá thấp so với những năm trước.

Khi tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống chỉ tăng khoảng 7% trong 6 tháng đầu năm, một số ngân hàng thực tế đã gần chạm trần tăng trưởng tín dụng 20% được đề ra trong năm nay và không ít ngân hàng thương mại cổ phần sẽ nằm trong nhóm này. Cụ thể, đến tháng 4/2011, trong khi tín dụng toàn hệ thống chỉ khoảng 1,7% nhưng dư nợ của khối ngân hàng cổ phần đã đạt trên 8%. Như vậy, trong 6 tháng cuối năm, nhiều ngân hàng chẳng những phải giảm nguồn tín dụng cho lĩnh vực phi sản xuất về dưới 16% tổng dư nợ mà còn phải nỗ lực duy trì mức tăng trưởng tín dụng dưới 20% trong năm 2011. Điều này có thể khiến nguồn cung tín dụng trong nền kinh tế còn khó khăn hơn so với đầu năm và do đó có thể đẩy mặt bằng lãi suất và điều kiện cho vay lên khó khăn hơn so với trước trong bối cảnh nhu cầu vay mượn trong nền kinh tế giai đoạn cuối năm có thể còn cao hơn đầu năm.

Tăng trưởng tín dụng theo tháng giai đoạn 2010-2011



Nguồn:SBV

Việc thiếu hụt nguồn tín dụng trong nền kinh tế tạo ra nguy cơ với các doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính (vay nợ) cao. Việc tăng chậm về tín dụng nói chung và việc nỗ lực duy trì tín dụng cho khu vực phi sản xuất xuống mức 16% tổng dư nợ vào cuối năm sẽ thúc đẩy một hiệu ứng giảm đòn bẩy tài chính đột ngột. Không ít nhà đầu tư và doanh nghiệp đã và sẽ phải bán tài sản đầu tư của mình với giá thấp (điển hình như tình huống giải chấp đối với lĩnh vực chứng khoán gần đây). Đối với những lĩnh vực kinh doanh có xu thế sử dụng đòn bẩy lớn như chứng khoán và bất động sản, tác động đột ngột hạ đòn bẩy tài chính không chỉ có thể tạo ra hiệu ứng xấu đối với giá tài sản nhưng cũng có thể đồng thời đẩy các ngân hàng cho những nhà đầu tư trên những thị trường này vay vào tình thế đối mặt với nguy cơ không thu hồi được đủ khoản cho vay. Nói cách khác, tình huống nền kinh tế đột ngột giảm nhanh việc sử dụng đòn bẩy tài chính có thể đẩy hệ thống ngân hàng đối mặt với nguy cơ nợ xấu gia tăng.

Một hệ lụy khó tránh khỏi của việc suy giảm trên thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản trong thời gian qua là việc nhiều khoản cho vay đối với chứng khoán và bất động sản có thể trở thành nợ xấu. Sự thiếu minh bạch về chất lượng các khoản vay của các ngân hàng thương mại sẽ đặt các tổ chức xếp hạng tín nhiệm nước ngoài trước nỗi nghi ngờ về độ an toàn của từng ngân hàng Việt Nam và có thể sẽ tiến hành rà soát lại xếp hạng tín nhiệm. Điều này hoàn toàn có thể tạo ra ảnh hưởng tâm lý xấu đối với nhóm cổ phiếu ngân hàng, cho dù là các xếp hạng đó chính xác hay lệch lạc.

Bài học của khủng hoảng nợ dưới chuẩn ở các nước phát triển cho thấy không thể xem nhẹ vai trò của tác động dây chuyền trên thị trường bất động sản và mối liên hệ của nó đối với tổn thất của ngân hàng. Vì vậy, trong những tháng cuối năm, thách thức phải vừa thực thi chính sách thắt chặt tiền tệ để chống lạm phát lại vừa đảm bảo chất lượng nợ của hệ thống ngân hàng không bị xuống cấp do việc thắt chặt nguồn tín dụng, nhất là tín dụng phi sản xuất, là một thách thức không nhỏ.

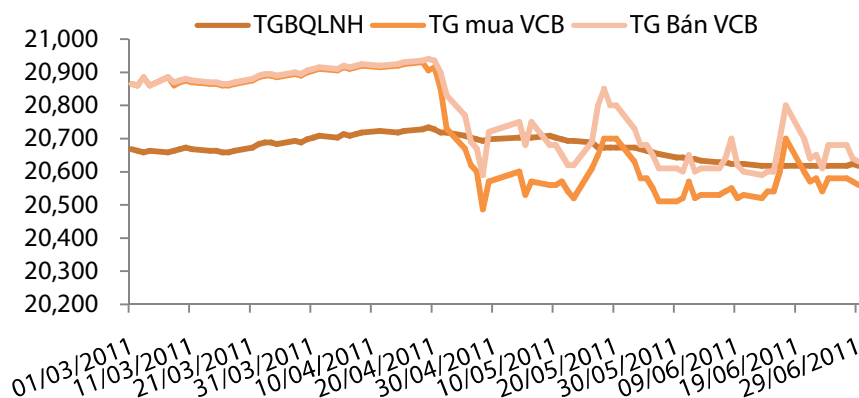
TỶ GIÁ: VẤN TIỀM ẨN NHIỀU RỦI RO

Trong vài tháng qua, tình hình căng thẳng tỷ giá được cải thiện đáng kể. Tỷ giá mua và bán của các ngân hàng thương mại không thường xuyên ở mức cao hơn bình quân liên ngân hàng như trong giai đoạn từ tháng 2 đến tháng 4 đồng thời tỷ giá bình quân liên ngân hàng lẫn tỷ giá niêm yết của ngân hàng thương mại đều đi theo chiều hướng giảm. Điều này phản ánh áp lực mất giá của đồng VND so với USD được giảm bớt. Trong khi đó, dự trữ ngoại hối quốc gia cũng được cải thiện. Các số liệu công bố gần đây của chính phủ cho thấy Ngân hàng Nhà nước đã mua thêm 4 tỷ USD từ đầu năm đến nay.

Nhiều ý kiến cho rằng nhờ vào các chính sách can thiệp kịp thời của chính phủ như chống đô la hóa và kiểm soát thị trường vàng đã phát huy tác dụng giúp gia tăng nguồn cung USD cho thị trường. Tuy nhiên, cũng cần lưu ý rằng thời gian qua cũng không phải là mùa cao điểm trong nhu cầu ngoại tệ cho thanh toán quốc tế. Đồng thời, cũng có những phân tích cho rằng sự ổn định của tỷ giá trong thời gian qua là nhờ vào nguồn ngoại tệ thu được từ việc giải ngân các khoản vay ngoại tệ. Điều này có thể giúp ổn định tạm thời nguồn ngoại tệ trong các tháng qua nhưng tạo áp lực đáng kể lên nền kinh tế trong các tháng cuối quý 3 và đầu quý 4 khi nhu cầu ngoại tệ cho thanh toán quốc tế tăng trở lại và các khoản nợ vay ngoại tệ này đáo hạn.

Ngoài ra, cũng cần lưu ý rằng trong giai đoạn từ tháng 4 đến tháng 6 là giai đoạn thị trường vàng quốc tế tương đối bình ổn, đặc biệt là từ tháng 5 đến tháng 6 khi mà giá vàng quốc tế đi vào xu thế giảm ngắn hạn từ đỉnh 1575 USD/ounce về trở lại khu vực dưới 1500 USD/ounce. Vì vậy, có nhiều nguyên nhân khiến nhu cầu tích trữ vàng và ngoại tệ hạ nhiệt trong tháng 4 đến tháng 6 chứ không chỉ có tác động từ các chính sách kiểm soát thị trường vàng và chống đô la hóa. Nếu giá vàng quốc tế lại tăng nhanh trở lại (hiện tại đã vượt mốc 1600 USD/ounce) do tác động bất ổn từ các cuộc khủng hoảng nợ công và khi vàng đi vào mùa thường có biến động tăng giá (bắt đầu từ tháng 9 hàng năm) thì nhu cầu găm giữ vàng và ngoại tệ lại có thể tăng trở lại. Khi đó, sức ép lên tỷ giá USD/VND có thể tiếp tục căng thẳng. Nếu cùng thời điểm này mà nhu cầu USD cho thanh toán quốc tế và trả nợ cùng tăng thì đây sẽ là thử thách mới vào dịp cuối năm đối với mặt bằng tỷ giá hiện tại của Việt Nam.

Biến động tỷ giá trong quý 2: áp lực đã giảm



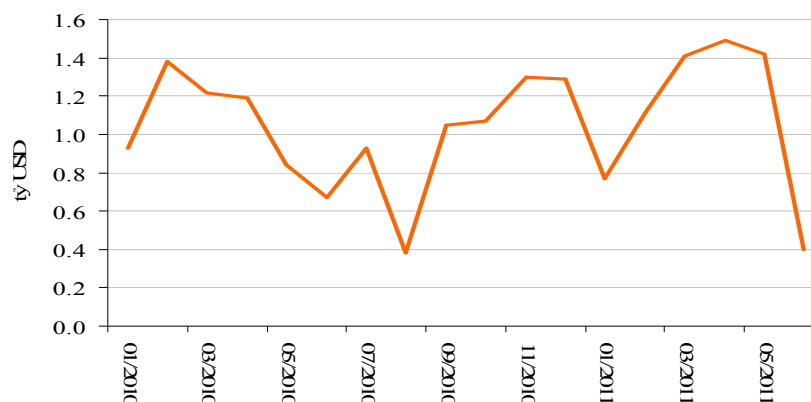
Nguồn: SBV, VCB

Xét về các yếu tố cơ bản, nhu cầu nguồn ngoại tệ để bù đắp cho thâm hụt thương mại các tháng cuối năm nay cũng không ít áp lực hơn năm trước. Đến tháng 6/2011, nhập siêu của Việt Nam duy trì ở mức trên 6 tỷ USD, xấp xỉ như mức cùng kỳ của năm 2010. So với cùng kỳ của năm 2010, xuất khẩu cho thấy một mức tăng trưởng đáng lạc quan (gần 30%) trong bối cảnh kinh tế thế giới vẫn còn hồi phục chậm chạp. Xuất khẩu đã tăng trưởng nhanh hơn nhập khẩu trong 6 tháng đầu năm 2011 (nhập khẩu chỉ tăng khoảng 25%) có thể là một tín hiệu đáng mừng. Tuy nhiên, điều đáng quan ngại rằng liệu trong các tháng còn lại của năm, doanh nghiệp xuất khẩu có thể tiếp tục duy trì được xu thế này hay không? Ngoài ra, nhập siêu hiện nay chịu ảnh hưởng không nhỏ từ biến động giá hàng nguyên liệu trên thế giới. Do đó, nếu giá hàng hóa trên thế giới có biến động lớn, mức nhập siêu có thể tăng nhanh hơn.

Trong khi đó, trong 6 tháng đầu năm, một nguồn vốn quan trọng để bù đắp cho thâm hụt thương mại là nguồn vốn FDI đã có dấu hiệu sụt giảm. Vốn thực hiện FDI đạt 5,3 tỷ USD trong 6 tháng đầu năm, giảm 1,9% so với cùng kỳ năm 2010. Số vốn FDI đăng ký mới đã giảm 49,9% so với cùng kỳ năm ngoái. Điều này không có gì khó hiểu khi mà dự báo về tăng trưởng của Việt Nam và những khó khăn bắt nguồn từ lạm phát và thắt chặt tiền tệ đã được các định chế tài chính quốc tế dự báo từ đầu năm. Dù sao, sự sụt giảm nhẹ của nguồn vốn giải ngân cũng không tạo ra sức ép lớn trong ngắn hạn. Tuy nhiên về dài hạn, nếu xu thế giải ngân FDI tiếp tục sụt giảm, đây sẽ là một mối lo lớn cho Việt Nam trong bối cảnh thâm hụt thương mại không dễ cải thiện nhanh chóng còn mức kiều hối gửi về nước khó mà có thể tăng thêm nhiều được.

Từ những phân tích trên cho thấy thách thức đối với điều hành tỷ giá trong giai đoạn nửa cuối năm nay của Việt Nam có thể vẫn tiếp tục phức tạp và xét trong dài hạn chính phủ Việt Nam đứng trước một thách thức là phải nhanh chóng giảm nhập siêu vào nền kinh tế để tránh phải phụ thuộc lớn vào nguồn vốn bên ngoài nhằm tài trợ cho các thâm hụt vãng lai của mình. Nếu không thành công, nghĩa là nhập siêu vẫn lớn mà FDI sụt giảm nhiều, khó tránh khỏi việc Việt Nam sẽ phải tiếp tục đi vay nợ quốc tế để tài trợ cho cán cân vãng lai của mình, và đẩy mức nợ công của Việt Nam khỏi mức an toàn.

Nhập siêu của Việt Nam từ đầu 2010 đến nay



Nguồn: GSO

NHỮNG TÁC ĐỘNG TỪ NHỮNG THÁCH THỨC VĨ MÔ ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Với ba thách thức lớn đối với điều hành vĩ mô ở Việt Nam vào nửa cuối năm 2011, chúng tôi lo ngại sức ép từ lạm phát và chính sách thắt chặt tiền tệ có thể khiến mặt bằng lãi suất trong nền kinh tế tiếp tục duy trì ở mức cao. Với những giới hạn về nguồn tín dụng giá rẻ cho lĩnh vực chứng khoán, dòng vốn đầu tư vào thị trường vẫn chỉ có thể giới hạn trong dòng vốn đầu tư dài hạn và do đó thanh khoản trên thị trường không thể tăng nhanh được. Giới hạn đối với việc tiếp cận nguồn vốn từ ngân hàng có thể khuyến khích nhiều công ty niêm yết tính đến các kế hoạch gọi vốn từ thị trường thông qua phát hành thêm cổ phiếu hoặc thông qua các vụ mua bán và sáp nhập.

Dòng vốn gián tiếp đầu tư nước ngoài vào thị trường chứng khoán chủ yếu vẫn có thể chỉ thông qua kênh mua bán và sáp nhập để tìm kiếm các cơ hội mua tài sản giá rẻ ở Việt Nam. Những lo ngại về lạm phát cao của Việt Nam trong bối cảnh tốc độ tăng trưởng kinh tế Việt Nam không còn quá cao so với các nước láng giềng sẽ khiến dòng vốn quốc tế vẫn chờ đợi.

Bất ổn của kinh tế Việt Nam có thể tăng thêm nếu vấn đề ổn định hệ thống ngân hàng và khống chế nợ xấu không được thực hiện tốt. Bên cạnh đó rủi ro tỷ giá sẽ vẫn là một mối lo trong các quý còn lại của năm 2011. Vì vậy chúng tôi cho rằng sẽ khó có đột phá về phía dòng vốn quốc tế đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam trong những quý cuối năm 2011.

Về dài hạn, những bất ổn về vĩ mô hiện tại tạo ra một mức chiết khấu hấp dẫn để bù đắp cho việc nắm giữ các cổ phiếu niêm yết ở Việt Nam. Điều này tạo điều kiện cho nhà đầu tư có thể mua được cổ phiếu với giá hợp lý để nắm giữ dài hạn. Vàng vẫn có thể trở thành kênh cạnh tranh đối với dòng vốn vào thị trường chứng khoán nếu giá vàng quốc tế tiếp tục được hỗ trợ bởi những tin tức về bất ổn nợ quốc gia trên thế giới và xu thế tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng của Mỹ. Bất động sản cũng có thể trở thành một kênh thu hút một nguồn đầu tư đáng kể nếu có nhiều dự án bất động sản gặp khó khăn về tài chính buộc phải chuyển nhượng với giá thấp hoặc buộc phải tìm phương thức gọi vốn với một mức sinh lời hấp dẫn. Tuy nhiên, những bất ổn đối với thị trường bất động sản cũng có thể khiến giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trong lĩnh vực này chịu nhiều áp lực bán hơn.

Những tác động tiêu cực của kinh tế vĩ mô đến dòng vốn vào chứng khoán cũng sẽ tạo áp lực buộc cơ quan quản lý phải điều chỉnh là mô hình phát triển của thị trường chứng khoán để đảm bảo dòng tiền vào thị trường có thể ổn định và đảm bảo phát triển bền vững hơn việc phụ thuộc quá lớn vào việc sử dụng đòn bẩy tài chính quá mức và dòng vốn ngoại như trước đây.

BÁO CÁO CHUYÊN ĐỀ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RONGVIET SECURITIES tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RONGVIET SECURITIES thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RONGVIET SECURITIES. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RONGVIET SECURITIES đều trái luật. Bản quyền thuộc RONGVIET SECURITIES, 2011.



CTCP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

Tầng 1-2-3-4, Tòa nhà Viet Dragon,

141 Nguyễn Du - Quận 1 – TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

Email: info@vdsc.com.vn

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Sài Gòn

Tầng 4 Tòa nhà Estar

147 – 149 Võ Văn Tần – Quận 3
– TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 8599

Fax: (84 8) 6299 2007

Chi nhánh Hà Nội

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm
– Hà Nội

Tel: (84 4) 6288 2006

Fax: (84 4) 6288 2008

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Tel: (84 58) 382 0006

Fax: (84 58) 382 0008

Chi nhánh Đà Nẵng

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

Tel: (84 0511) 386 7084

Fax: (84 0511) 386 7085

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần
Thơ

Tel: (84 71) 381 7578

Fax: (84 71) 381 7579