

BÁO CÁO QUÝ I/2011: Bản lề cho sự ổn định

09 - 04 - 2012

So sánh thị trường theo thời gian

	Hiện tại	1 năm trước	1/1/2011	Tháng trước
VN-Index	447.44	-3.8%	27.8%	0.5%
HNX-Index	74.69	-18.7%	31.5%	-0.7%

PHÒNG NGHIÊN CỨU:

Lê Quang Minh – Trưởng phòng
Phan Khánh Hoàng
Phạm Bình Phương

minh.le@miraeeasset.com
hoang.phan@miraeeasset.com
phuong.pham@miraeeasset.com

Kinh tế vĩ mô Quý I/2012

2

- Kinh tế tăng trưởng chậm – Mặt trái của chính sách kiềm chế lạm phát
- Cầu yếu giúp lạm phát giảm nhanh
- Cán cân thương mại tiếp tục cải thiện
- Kỳ vọng NHNN tiếp tục giảm lãi suất
- Hệ thống ngân hàng: Có thực sự ổn định?
- Tỷ giá ổn định – Niềm tin vào tiền đồng hồi phục

Thị trường trái phiếu

6

- Đấu thầu trái phiếu Chính Phủ thành công cao, trái phiếu doanh nghiệp khá trầm lắng.
- NHNN phát hành tín phiếu để hỗ trợ thanh khoản cho các NHTM khó khăn
- Lợi suất và lãi suất trúng thầu có xu hướng giảm

Thị trường chứng khoán

8

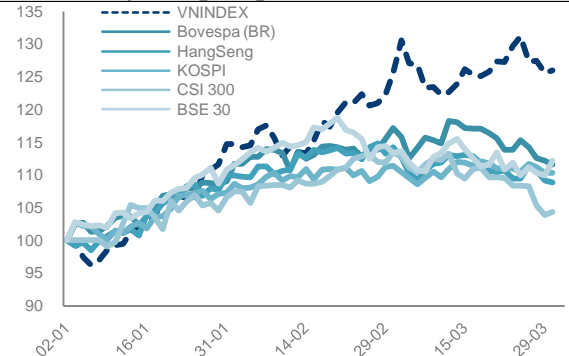
- Việt Nam trở thành một trong những thị trường tăng mạnh nhất trên thế giới trong Quý I
- Khối ngoại mua ròng 1.400 tỷ đồng trên sàn niêm yết,
- Quý I/2012 bùng phát những thương vụ thu tóm các công ty lớn
- Các “đại gia” trong nước cũng tích cực tham gia hoạt động M&A
- Thị trường khởi sắc, Ngân hàng “nuôi” kế hoạch tăng vốn.

Phân tích kỹ thuật

10

- VN-Index: Kỳ vọng bứt phá mẫu hình cờ đuôi nheo cho cơ hội tiếp tục tăng điểm.
- HNX-Index: HNX-Index nhiều khả năng cũng sẽ vượt đỉnh cũ.
- Khuyến nghị: mua và nắm giữ cổ phiếu cơ bản tốt.

Biểu đồ 1: Tương quan giữa thị trường Việt Nam và các thị trường thế giới



Nguồn: SSC, Bloomberg

MIRAE ASSET SECURITIES (VIETNAM)

Trụ sở

91 Pasteur, P.Bến Nghé, Quận 1, TP.HCM
T: 84-8-3911-0636 F: 84-8-3911-0678
Email: infoclient@miraeeasset.com
Website: www.masvn.com

Chi nhánh Hà Nội

27 Hàng Bài, Q.Hoàn Kiếm, Hà Nội

Bảng 1: Một số chỉ tiêu kinh tế quan trọng và dự báo của MAS VN

Chỉ tiêu	2007	2008	2009	2010	2011	1Q2012
Tăng trưởng GDP (YoY, %)	8,63	6,18	5,34	6,78	5,89	4,00
Lạm phát (YoY, %)	12,65	19,89	6,52	11,75	18,13	14,15
Tỷ giá (cuối năm, VND)	16.114	16.977	17.941	18.932	21.043	20.880
Lãi suất chiết khấu (%)	6,00	7,50	6,00	7,00	13,00	12,00
Lãi suất tái cấp vốn (%)	6,50	9,50	8,00	9,00	15,00	14,00
Lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm (trung bình, %)	8,73	10,00	11,68	14,00	12,00	11,50

Nguồn: ADB, IMF và MAS VN Research

KINH TẾ VĨ MÔ

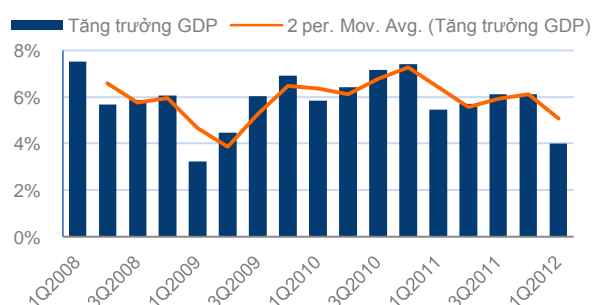
- ▶ Kinh tế tăng trưởng chậm – Mặt trái của chính sách kiềm chế lạm phát
- ▶ Cầu yếu giúp lạm phát giảm nhanh
- ▶ Cán cân thương mại tiếp tục cải thiện
- ▶ Kỳ vọng NHNN tiếp tục giảm lãi suất
- ▶ Hệ thống ngân hàng: Có thực sự ổn định?
- ▶ Tỷ giá ổn định – Niềm tin vào tiền đồng hồi phục

Kinh tế Việt Nam trong Quý I/2012 đang đi đúng định hướng chính sách Chính phủ đề ra, nhiều yếu tố vĩ mô được cải thiện đáng kể. Lạm phát tiếp tục xu hướng giảm, lãi suất ổn định và đang được hạ thấp, thâm hụt thương mại ở mức thấp, tỷ giá cải thiện đáng kể... Tuy nhiên, liều thuốc ổn định lạm phát đã bắt đầu ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế. Nhu cầu tiêu dùng chậm lại, lãi suất cao, chi phí đầu vào tăng... khiến cho tăng trưởng sản xuất công nghiệp ở mức thấp và cho thấy dấu hiệu đình trệ của nền kinh tế. Chúng tôi cho rằng những hy sinh trong ngắn hạn cho tăng trưởng trong dài hạn là cần thiết. Tóm lại, nếu tăng trưởng kinh tế tiếp tục thu hẹp trong các tháng tiếp theo chúng tôi kỳ vọng về một chính sách kích cầu và hỗ trợ sản xuất sẽ sớm được ban hành.

Kinh tế tăng trưởng chậm – Mặt trái của chính sách kiềm chế lạm phát.

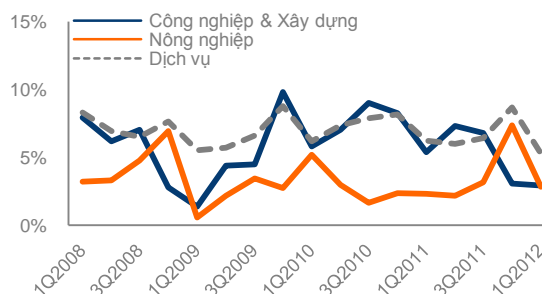
Tăng trưởng kinh tế quý đầu năm 2012 đã bắt đầu thu hẹp khi chỉ đạt 4%, mức thấp nhất kể từ Quý I/2009. Sự giảm tốc của tăng trưởng kinh tế là mặt trái của chính sách tiền tệ thắt chặt và chính sách tài khóa thắt lưng buộc bụng nhằm kiềm chế lạm phát. Dấu hiệu kinh tế đình trệ đang dần hiện rõ và mục tiêu tăng trưởng 6% trong 2012 là khó khả thi. Mặt tích cực là kinh tế Quý I vẫn còn tăng trưởng khi tín dụng dành cho nền kinh tế giảm (theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư tính đến 20/3/2012, tổng dư nợ của hệ thống ngân hàng ước giảm 2,13% so với tháng 12/2011).

Biểu đồ 2: Tăng trưởng kinh tế theo quý (y/y, %)



Nguồn: GSO

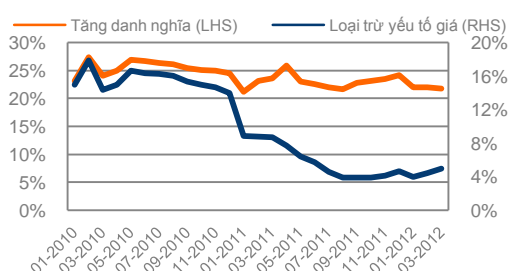
Biểu đồ 3: Tăng trưởng GDP theo ngành (y/y, %)



Nguồn: GSO

Lạm phát cao bào mòn sức mua của người tiêu dùng, trong khi doanh nghiệp không thể chuyển mức tăng chi phí đầu vào và gánh nặng lãi vay sang người tiêu dùng. Do đó, trong Quý I chúng ta chứng kiến sự suy yếu trên diện rộng của các ngành kinh tế (xem biểu đồ 3). Ngành Dịch vụ với mức tăng 5,31% so với cùng kỳ năm trước và giữ vị thế đầu tàu tăng trưởng kinh tế với tỷ trọng 45,7% trong GDP. Ngành Nông nghiệp chỉ tăng trưởng 2,84% và chiếm 11,4%. Đáng chú ý là ngành Công nghiệp và Xây dựng, chịu ảnh hưởng nhiều nhất từ lãi suất cao và ngành bất động sản đóng băng, chỉ tăng trưởng 2,94% và đóng góp 42,8% vào GDP. Sự suy yếu của ngành này được thể hiện qua chỉ số sản xuất công nghiệp Quý I chỉ tăng 4,1%, mức thấp nhất trong thời gian qua (xem biểu đồ 4) và chỉ số tồn kho của ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tăng 34,9% so với kỳ năm 2011. Bên cạnh đó, năng lực mua của người tiêu dùng cũng dần cạn kiệt khi doanh thu bán lẻ loại trừ yếu tố giá chỉ tăng 5,0% (xem biểu đồ 4).

Biểu đồ 4: Tăng trưởng doanh thu bán lẻ (y/y, %)



Nguồn: GSO

Bảng 2: Diễn biến các chỉ số công nghiệp quan trọng (y/y, %)

Chỉ tiêu	1Q 2011	2Q 2011	3Q 2011	4Q 2011	1Q 2012
Chỉ số SXCN	n.a	9,7	7,8	4,8	4,1
Chỉ số tiêu dùng	18,5	17,5	12,9	15	0,5
Chỉ số tồn kho	19,8	15,9	5,5	23	34,9

Nguồn: GSO

Một động lực tăng trưởng kinh tế khác là thu hút đầu tư nước ngoài (FDI) cũng kém khả quan khi tổng vốn đầu tư đăng ký cấp mới và tăng thêm trong 3 tháng đầu năm 2012 chỉ đạt 2,63 tỷ USD, bằng 63,6% so với cùng kỳ năm ngoái. Vốn giải ngân FDI đạt 2,52 tỷ USD, bằng 99,2% so với cùng kỳ năm 2011.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng kinh tế Quý II/2012 vẫn không có nhiều đột biến. Nhưng để các ngành sản xuất rơi vào tình trạng đình trệ sẽ gây hại đến triển vọng dài hạn, do đó sẽ cần những hỗ trợ thiết thực ở cả sản xuất lẫn tiêu dùng và đầu tư từ phía Chính phủ.

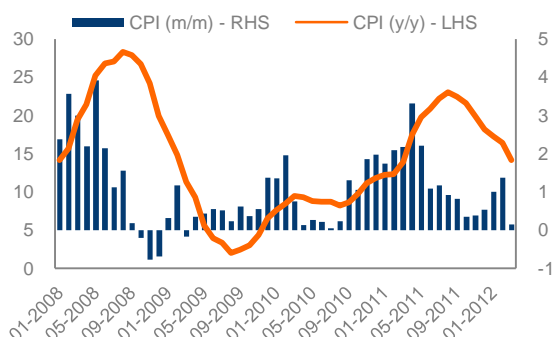
Sức mua yếu giúp lạm phát giảm nhanh.

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng Ba chỉ tăng 0,16% so với tháng trước và phá vỡ xu hướng tăng trong 4 tháng liên tiếp. Các số liệu so sánh khác cũng cho thấy xu thế giảm mạnh đã trở lại, lạm phát tháng Ba theo năm cũng giảm từ 16,44% trong tháng Hai xuống còn 14,15% (xem biểu đồ 5), vẫn là mức cao nhất trong khu vực. Tính từ cuối năm 2011 thì CPI đã tăng 2,55% vẫn còn khá xa so với mục tiêu dưới 10% trong năm 2012. Như vậy kỳ vọng mục tiêu giữ lạm phát ở mức một con số đang được nâng lên mức cao hơn. Với mức lạm phát giảm dần đang củng cố niềm tin của người dân vào giá trị của đồng nội tệ so với ngoại tệ và vàng, góp phần ổn định tỷ giá. Sự sụt giảm của CPI nhờ vào việc giá nhóm hàng lương thực thực phẩm giảm mạnh và đi ngược lại với việc tăng giá xăng và khí đốt. Do đó, CPI trong tháng Tư có thể phản ánh toàn bộ của mức tăng giá xăng, ảnh hưởng của việc tăng giá một số hàng hóa tiêu dùng, chi phí y tế... Tuy nhiên, mức tăng CPI sẽ không cao, có thể ở quanh mức 0,4-0,5%.

Nhóm Lương thực giảm mạnh nhất 1,25% (xem biểu đồ 6), nhóm Bưu chính viễn thông giảm nhẹ 0,02% trong tháng Ba. Dẫn đầu về mức tăng là hai nhóm Nhà ở và vật liệu xây dựng, Vận tải với mức tăng tương ứng là 2,31% và 1,08%, chịu tác động chủ yếu bởi giá xăng và gas tăng trong tháng Ba. Nhóm Giáo dục cũng có CPI tăng trên 1%.

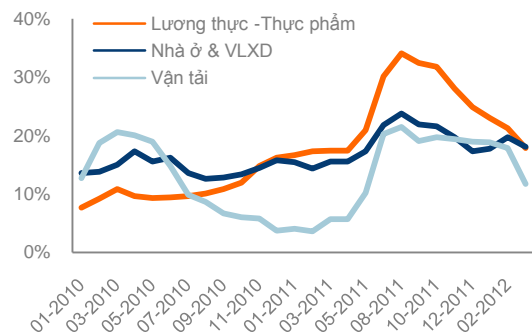
Mức tăng CPI tháng Ba là rất thấp và nếu loại trừ yếu tố tăng giá gas và xăng thì nhiều khả năng CPI tháng này đã giảm nhẹ so với tháng trước, chủ yếu là do nhu cầu nội địa suy yếu, tình hình đầu tư ảm đạm. Dấu hiệu cho thấy kinh tế Việt Nam đang đối mặt với rủi ro giảm phát đình trệ và rơi vào một vòng luẩn quẩn. Chi phí đầu vào cao, nhu cầu tiêu dùng nội địa và xuất khẩu suy yếu là những nguyên nhân dẫn đến hiện tượng này. Nếu như tình trạng đình trệ diễn ra trên diện rộng thì cung hàng hóa nhanh chóng cạn kiệt, điều này có thể dẫn đến một đợt lạm phát mới. Do đó, chúng tôi kỳ vọng vào việc Chính phủ sẽ có những chính sách thúc đẩy sản xuất kinh doanh phát triển, hỗ trợ các doanh nghiệp tiêu thụ sản phẩm, giảm hàng tồn kho, tăng cường hoạt động xúc tiến thương mại, đẩy mạnh xuất khẩu, thúc đẩy thị trường trong nước, đưa hàng hóa dịch vụ về nông thôn.

Biểu đồ 5: Diễn biến chỉ số giá tiêu dùng - CPI (%)



Nguồn: GSO

Biểu đồ 6: Biến động thành phần CPI (y/y, %)



Nguồn: GSO

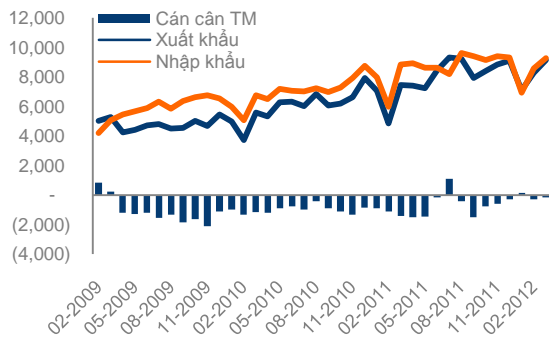
Nhập khẩu giảm tốc giúp cán cân thương mại tiếp tục cải thiện.

Theo ước tính của Tổng cục Thống kê (GSO), kim ngạch xuất khẩu tháng 3/2012 đạt 9,15 tỷ USD, tăng 10,24% so với tháng trước; nhập khẩu ước là 9,3 tỷ USD, tăng tương ứng khoảng 8,40%. Như vậy trong tháng Ba nhập siêu ở mức 150 triệu USD giảm mạnh so với mức thực tế 279 triệu USD trong tháng Hai. Theo đó, lũy kế từ đầu năm đến nay, tổng kim ngạch xuất khẩu đã đạt khoảng 24,54 tỷ USD, vẫn duy trì được mức tăng 26,6% so với cùng kỳ năm trước gần gấp 3 lần so với mức tăng của nhập khẩu. Trong khi đó kim ngạch nhập khẩu Quý I chỉ ở đạt 24,8 tỷ USD, tăng tương ứng 8,86%. Như vậy, thâm hụt thương mại trong Quý I/2012 ước khoảng 251 triệu USD, thấp hơn nhiều so với mức 3,4 tỷ USD cùng kỳ 2011. Điều này góp phần không nhỏ vào việc ổn định tỷ giá trong quý đầu năm 2012.

Trong cơ cấu hàng xuất khẩu các mặt hàng nông sản và chế biến thô vẫn tăng trưởng cao như thủy sản tăng 11,7%, duy trì khá tốt; dầu thô tăng 9,1% do giá tăng khá cao; gỗ và sản phẩm tăng 18,3%; giày dép 14% và dệt may 15,4%. Đáng chú ý là kim ngạch xuất khẩu các sản phẩm điện tử, máy tính cũng gần gấp đôi cùng kỳ năm trước; máy móc thiết bị, phương tiện vận tải đều hơn gấp rưỡi. Ngược lại một số mặt hàng xuất khẩu chủ lực như gạo, cà phê, cao su lại giảm rất mạnh so với cùng kỳ năm trước, tương ứng với mức giảm 42,5%, 11,8% và 7,9%; chủ yếu là do giá xuất khẩu giảm.

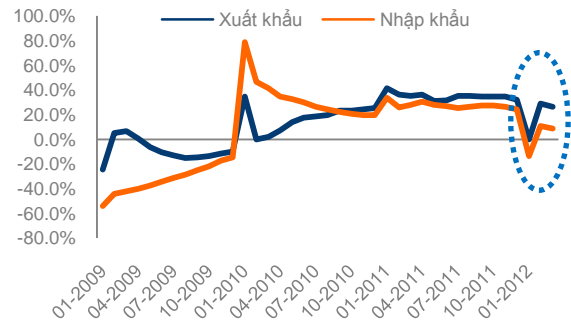
Trong cơ cấu hàng nhập khẩu, các mặt hàng nguyên liệu phục vụ sản xuất như hóa chất, phân bón, xăng dầu,... giảm mạnh lần lượt là 36,4%, 17,3% và 14,9%. Kim ngạch các mặt hàng nguyên vật liệu đầu vào, máy móc thiết bị sụt giảm không phải là tín hiệu tích cực đối với tăng trưởng kinh tế Việt Nam.

Biểu đồ 7: Cán cân thương mại (triệu USD)



Nguồn: GSO

Biểu đồ 8: Tăng trưởng xuất khẩu và nhập khẩu (y/y, %)



Nguồn: GSO

Mức tăng trưởng của xuất khẩu trong Quý I khá khả quan trong khi kinh tế thế giới vẫn phục hồi chậm chạp và thiếu ổn định. Sự giảm tốc của nhập khẩu chủ yếu là do nhu cầu tiêu thụ trong nước giảm nhưng đồng thời cũng cho thấy dấu hiệu đình trệ của ngành sản xuất hàng xuất khẩu như giày da, may mặc... Thông tư 03/2012-NHNN quy định cho vay bằng ngoại tệ đối với các tổ chức tín dụng được ban hành vào đầu tháng Ba, nhập khẩu có thể tiếp tục giảm tốc khi nguồn cung tín dụng ngoại tệ cho các doanh nghiệp vẫn hạn chế. Do đó, chúng tôi cho rằng thâm hụt thương mại trong thời gian tới có thể tiếp tục được duy trì ổn định và góp phần cải thiện Cán cân thanh toán Việt Nam.

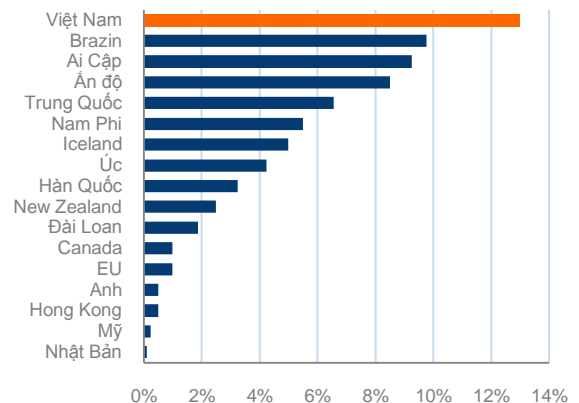
Kỳ vọng NHNN tiếp tục giảm lãi suất.

NHNN vẫn duy trì chính sách tiền tệ thắt chặt và bước đầu thu được kết quả trong việc kiềm chế lạm phát. Động thái đáng chú ý của NHNN là việc giảm 1% các lãi suất chính sách (lãi suất tái chiết khấu, lãi suất tái cấp vốn, lãi suất cơ bản và trần lãi suất). Tuy nhiên, kế hoạch giảm lãi suất của NHNN vẫn chưa có những tiến triển khả quan. Các doanh nghiệp vẫn không có nhiều động lực sử dụng vốn vay với mức lãi suất hiện tại. Bắt đầu từ Quý II, nếu kinh tế tiếp tục tăng trưởng chậm, chúng tôi kỳ vọng NHNN có thể tiếp tục giảm lãi suất thêm 1%. Theo đó, lãi suất chính sách sẽ về mức 10% trước cuối năm 2012.

Trần lãi suất được giảm nhưng lãi suất cho vay vẫn ở mức cao. Trong tháng Ba NHNN điều chỉnh giảm 1% đối với các lãi suất điều hành trong đó trần lãi suất huy động giảm từ 14% xuống 13%/năm, đây là mức cao nhất trên thế giới (xem biểu đồ 10). Đây là động thái tích cực nhằm kéo giảm lãi suất nhưng hầu như không đạt kết quả như mong đợi. Việc vi phạm trần lãi suất tái diễn khi người dân không có động lực gửi tiết kiệm khi lãi suất giảm và cho thấy thanh khoản của hệ thống ngân hàng vẫn đang khó khăn. Việc cạnh tranh vượt trần lãi suất gây rủi ro cho toàn hệ thống ngân hàng và lãi suất cho vay hầu như không giảm. Làn sóng các gói giảm lãi suất của các NHTM được đưa ra nhưng khách hàng vẫn khó có thể tiếp cận. Theo NHNN, lãi suất cho vay phổ biến đối với lĩnh vực sản xuất - kinh doanh thông thường phổ biến ở mức 16,5-17%/năm (đối với khối NHTMNN) và 18-19% (đối với khối NHTPCP); cho vay lĩnh vực phi sản xuất 20-25%/năm. Nhưng nhiều doanh nghiệp vẫn không mạnh dạn vay với mức lãi suất này.

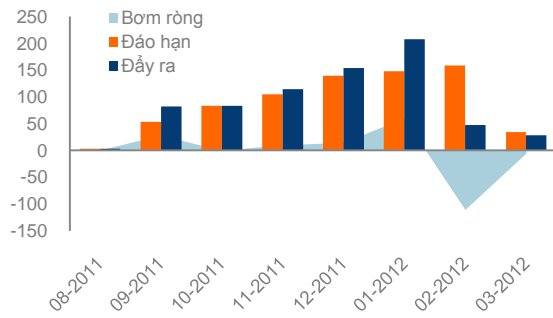
Lãi suất liên ngân hàng ổn định mặc dù NHNN liên tục hút ròng và phát hành tín phiếu. Trong Quý I lãi suất liên ngân hàng khá ổn định và có xu hướng giảm trong tháng Ba với kỳ vọng lãi suất sẽ được giảm trong thời gian tới (xem biểu đồ 11). Lãi suất qua đêm duy trì ở mức 10-11%/năm, so với mức 13-14%/năm của 2 tháng đầu năm. Tuy nhiên, điều này không có nghĩa là thanh khoản hệ thống ngân hàng cải thiện. Đáng chú ý là trong Quý I NHNN hút ròng trên thị trường mở (OMO) một lượng vốn khá lớn trị giá 57,3 nghìn tỷ đồng. Bên cạnh đó, trong tháng Ba, lượng tiền hút về thông qua kênh phát hành tín phiếu là 26,4 nghìn tỷ đồng. Như vậy, tổng lượng vốn rút ra khỏi hệ thống ngân hàng lên tới gần 84 nghìn tỷ đồng.

Biểu đồ 9: Việt Nam là nước có lãi suất cao nhất thế giới (%/năm)



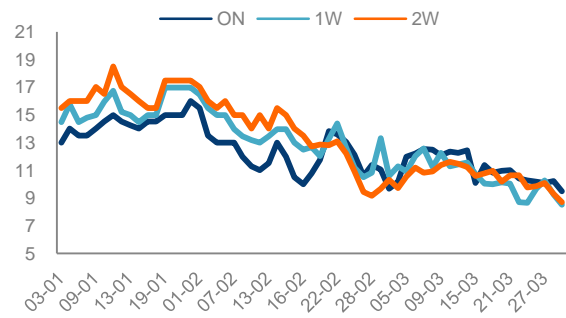
Nguồn: IMF, MAS Research

Biểu đồ 10: Hoạt động thị trường mở - OMO (nghìn tỷ VND)



Nguồn: SBV, Bloomberg

Biểu đồ 11: Biến động lãi suất trên thị trường liên ngân hàng (y/y, %)



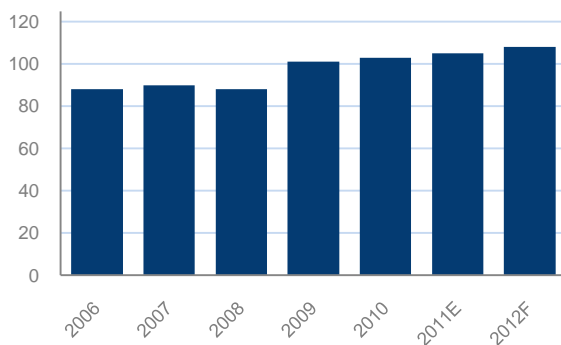
Nguồn: SBV và Bloomberg

Hệ thống ngân hàng: Có thực sự ổn định?

Tại cuộc Họp báo Chính phủ chiều ngày 6/3, Thống đốc Nguyễn Văn Bình cho biết hiện hệ thống ngân hàng còn 6 tổ chức tín dụng có tình hình tài chính yếu kém, chiếm khoảng 6% thị phần hoạt động của toàn hệ thống ngân hàng. Các ngân hàng này đang nằm dưới sự kiểm soát chặt chẽ của NHNN và đang lên kế hoạch tái cơ cấu nhằm tránh nguy cơ đổ vỡ. Các ngân hàng này do có khó khăn về tài chính nên vẫn còn nợ quá hạn trên thị trường liên ngân hàng và hiện đang chịu mức lãi suất phổ biến từ 18-20%. Trong khi đó, các ngân hàng còn lại đang đi vay trên thị trường liên ngân hàng với lãi suất tối đa là 14% đối với kì hạn 1 tháng và tối thiểu là 7-8% đối với kì hạn qua đêm.

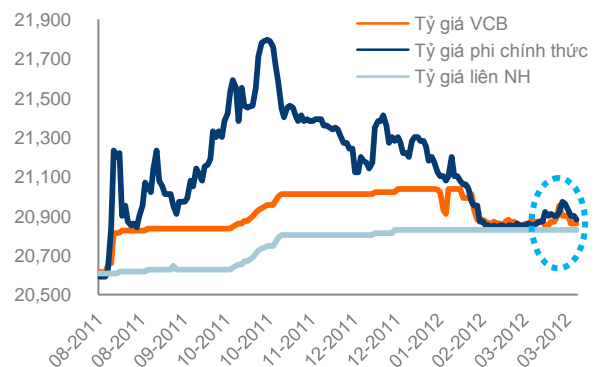
Tuy nhiên, vấn đề thanh khoản vẫn được đánh giá là “có vấn đề” cho toàn hệ thống. Kể từ năm 2009, hệ số dư nợ/vốn huy động luôn cao hơn 100%. Nhu cầu vốn luôn lớn hơn khả năng huy động của các NHTM. Một mặt là cơ sở để cho các NHTM tăng trưởng nhanh chóng. Mặt khác, hệ số Dư nợ/Vốn huy động lớn hơn 100% có thể gây ra nhiều rủi ro tiềm tàng. Có thể thấy đầu tiên là các NHTM phải chạy đua lãi suất huy động, phụ thuộc nhiều vào thị trường liên ngân hàng, nợ xấu có thể tăng lên nhanh chóng nếu khả năng quản lý và kiểm soát yếu. Những rủi ro này tiếp tục là những thách thức cho người quản lý, chỉ cần một sự biến động nhỏ cũng có thể lây lan ra toàn hệ thống khi căn bệnh cho vay nhiều hơn mức huy động còn tồn tại.

Biểu đồ 12: Tỷ lệ tín dụng/huy động của hệ thống ngân hàng (%)



Nguồn: Fitch Rating

Biểu đồ 13: Biến động tỷ giá (VND/USD)



Nguồn: SBV, VCB và MAS Research

Tỷ giá ổn định – Niềm tin vào tiền đồng hồi phục.

Thành công lớn nhất chính sách tiền tệ của NHNN là duy trì được trạng thái ổn định của tỷ giá trong thời gian khá dài (xem biểu đồ 13), đồng thời cải thiện dự trữ ngoại hối. Tiền đồng mạnh lên khá nhiều so với USD trên thị trường liên ngân hàng lẫn thị trường phi chính thức. Tỷ giá bình quân liên ngân hàng được duy trì ổn định tại mức 20.828 VND/USD trong 12 tuần liên tiếp. Trong tháng Ba, NHNN ban hành Thông tư 07/2012/TT-NHNN quy định giảm trạng thái ngoại tệ của các TCTD từ 30% trước đây xuống còn 20% nhưng không có nhiều biến động mạnh trên thị trường. Đồng USD tăng nhẹ 50VND/USD vào trung tuần tháng Ba, sau đó VND cũng mạnh dần lên và đưa tỷ giá về mức cũ. Sở dĩ, tỷ giá được duy trì ổn định chủ yếu là do thâm hụt thương mại Quý I giảm mạnh, lạm phát hạ nhiệt giúp niềm tin của người dân vào giá trị đồng nội tệ phục hồi. Ngoài ra, theo thống đốc NHNN lượng dự trữ ngoại tệ của NHNN đã tăng 50% so với đầu năm 2011. Với lượng dự trữ này có thể giúp ổn định tỷ giá và cam kết phá giá đồng nội tệ 3% là khả thi.

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

Kỳ vọng kinh tế được cải thiện và lãi suất được hạ đã khiến cho lãi suất trúng thầu và lợi suất trái phiếu giảm mạnh trong Quý I. Hoạt động trên thị trường sơ cấp lần thứ cấp đều khá sôi động, dòng tiền đầu tư chủ yếu đến từ lượng trái phiếu đáo hạn vào đầu năm, NHNN mua vào ngoại tệ và lượng vốn từ các khoản tín dụng mùa vụ bị ứ đọng trong hệ thống ngân hàng. Trong Quý I phát hành được 29,2 nghìn tỷ đồng trái phiếu Kho bạc NN (KBNN), hoàn thành kế hoạch 25 nghìn tỷ đồng của quý. Tuy nhiên thị trường đang có dấu hiệu chậm lại sau khi NHNN phát hành tín phiếu KBNN và tâm lý chờ đợi các chính sách mới từ NHNN. Với việc lạm phát giảm mạnh, lãi suất tiếp tục được dự báo sẽ giảm trong các quý tiếp theo thì trái phiếu tiếp tục thu hút được dòng vốn nhằm khai thác ưu thế lãi suất cao trong dài hạn.

Thị trường sơ cấp:

- Đầu thầu trái phiếu Chính Phủ thành công cao, trái phiếu doanh nghiệp khá trầm lắng.
- NHNN phát hành tín phiếu để hỗ trợ thanh khoản cho các NHTM khó khăn.

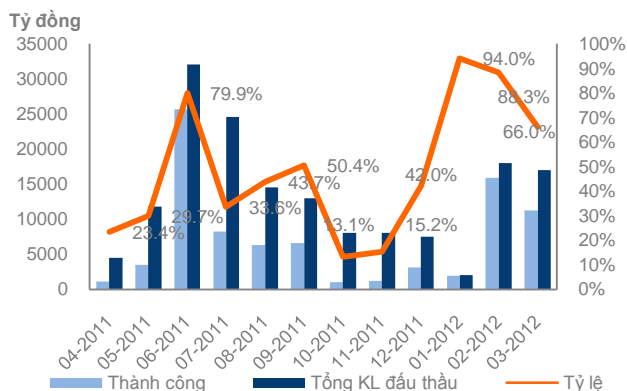
Trái phiếu Chính Phủ và Chính Phủ bảo lãnh:

Quý I/2012 có đến 22 đợt đấu thầu, bao gồm các loại: Trái phiếu Chính Phủ, Trái phiếu Ngân hàng Phát triển VN (VDB) và Trái phiếu Ngân hàng Chính sách Xã hội (VBSP), với tổng khối lượng gọi thầu lên đến 69.880 tỷ đồng. Kết quả đạt được khá khả quan khi giá trị trúng thầu đạt 51.575 tỷ đồng, chiếm 73,80% giá trị mời thầu, lãi suất trúng thầu cũng giảm dần về cuối quý.

Trái phiếu VDB: Là loại trái phiếu có tỷ lệ thành công cao nhất trong Quý I vừa qua khi cả 3 đợt đấu thầu đều thành công 100%. Tổng cộng 13.000 tỷ đồng ở hai kỳ hạn 3 năm và 5 năm đã được mua hết với mức lãi suất trúng thầu giảm dần qua các phiên. Đến cuối quý lãi suất trúng thầu trái phiếu 3 năm chỉ còn 11,80% giảm 40 điểm so với đầu năm. Trong khi đó trái phiếu 5 năm cũng có mức giảm 41 điểm trong quý khi chỉ còn 11,84% vào cuối quý.

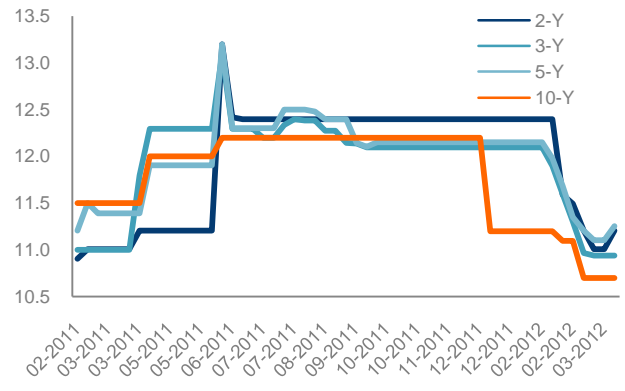
Trái phiếu VBSP: Có tổng cộng 7 phiên đấu thầu trái phiếu Ngân hàng Chính sách Xã hội (VBSP) với 15.180 tỷ đồng được đưa ra đấu thầu tại các kỳ hạn 2 năm, 3 năm và 5 năm. Kết quả có 9.330 tỷ đồng trái phiếu được đấu thầu thành công với tỷ lệ đạt 61,4%. Lãi suất trúng thầu cũng giảm ở tất cả các kỳ hạn: kỳ hạn 2 năm lãi suất trúng thầu còn 11,93%, giảm từ mức 11,95%; Kỳ hạn 3 năm còn 12,05%, giảm 30 điểm từ mức 12,35%; kỳ hạn 5 năm có mức giảm nhiều nhất với hơn 50 điểm lãi suất, từ mức 12,40% còn 11,90% vào cuối quý.

Biểu đồ 14: Hoạt động đấu thầu trái phiếu chính phủ



Nguồn: HNX

Biểu đồ 15: Biến động lãi suất trúng thầu (%/năm)



Nguồn: HNX

Trái phiếu Chính Phủ: Quý 1 có tổng cộng 8 phiên đấu thầu TPCP được tổ chức với tổng cộng 38.000 tỷ trái phiếu được đưa ra gọi thầu. Kết quả đạt khá khả quan khi có đến 28.000 tỷ đồng trái phiếu được chào bán thành công, tỷ lệ thành công đạt 74%. Lãi suất trúng thầu cũng đã giảm mạnh trên tất cả các kỳ hạn với mức giảm từ 50 – 150 điểm lãi suất.

Bảng 3: Kết quả đấu thầu trái phiếu chính phủ Quý I/2012 (ĐVT: tỷ VND)

Kỳ hạn	Khối lượng chào bán	Khối lượng đăng ký	Tỷ lệ đăng ký/chào bán	Khối lượng trúng thầu	Tỷ lệ trúng thầu	Lãi suất trúng thầu		
						Cuối quý	Đầu quý	Thay đổi
2-Y	9.000	15.730	1,75	7.445	83%	11,20	11,59	(1,20)
3-Y	13.870	41.748	3,01	9.920	72%	10,94	12,10	0,60
5-Y	12.300	33.180	2,70	9.650	78%	11,10	12,15	(1,05)
10-Y	3.000	2.317	0,77	1.050	35%	10,70	11,20	(0,50)
Tổng cộng	38.170	92.975	8,23	28.065	74%			

Nguồn: HNX và MAS Research

NHNN phát hành tín phiếu để hỗ trợ thanh khoản cho các NHTM khó khăn.

Xu hướng giảm lãi suất từ đầu năm có khuynh hướng chững lại vào giữa tháng 3 khi NHNN bất ngờ phát hành tín phiếu với các kỳ hạn 28 ngày, 91 ngày và 182 ngày, lãi suất lần lượt 11,5%, 12% và 12,5%/năm thông qua nghiệp vụ thị trường mở (OMO). Kể từ ngày 15/3 đến 23/3, Ngân hàng Nhà nước đã hút tổng cộng 15.064 tỷ đồng thông qua phát hành tín phiếu, theo ước tính tổng mức hút vốn qua kênh này được dự báo có thể lên tới 40.000 tỷ đồng. Hành động trên của NHNN làm cho đà giảm lãi suất đầu năm bị chững lại, lợi suất trái phiếu trên thị trường thứ cấp cũng dao động quanh mức 11,4 – 11,7%/năm sau khi giảm mạnh từ mức trên 12,5% cuối năm 2011.

Tuy nhiên việc phát hành tín phiếu với mục đích hỗ trợ các NHTM khó khăn cũng tạo nên được những hệ quả tích cực, lãi suất bình quân liên ngân hàng đã giảm mạnh trong tháng 3, phần lớn đều về dưới mức lãi suất trần huy động 13%/năm.

Trái phiếu doanh nghiệp:

Các doanh nghiệp và Ngân hàng Việt nam có kế hoạch phát hành 3,5 tỷ USD trái phiếu trong năm 2012, trong đó Vietinbank và Vietcombank dự kiến phát hành lần lượt 2 tỷ USD và 1 tỷ USD trái phiếu. MASAN thành công trong việc phát hành 155 triệu USD trái phiếu với thời hạn 4 năm. Lãi suất sẽ tăng dần, từ mức 5% cho 6 tháng đầu tiên, 6% cho năm 2 và 3, và sau đó là 7%. VINCOM cũng bán được 185 triệu USD trái phiếu (theo kế hoạch là 300 triệu USD). Trái phiếu của VINCOM có mức lãi suất thấp (5%), được niêm yết tại Singapore và có thể chuyển đổi sau 41 ngày.

Trái phiếu quốc tế: Trái phiếu ngoại tệ của Việt Nam đang dẫn đầu khu vực châu Á về tốc độ tăng giá. Với mức tăng 10%, trái phiếu chính phủ Việt Nam cao hơn tốc độ tăng giá trái phiếu quốc tế các nước khác như Ấn Độ (7,1%), Trung Quốc (4,1%). Nguyên nhân chủ yếu là do:

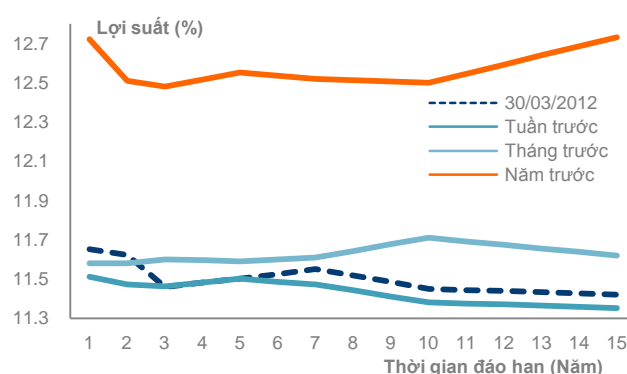
- (1) Rủi ro vỡ nợ giảm: CDS của trái phiếu có thời gian đáo hạn 5 năm của Việt Nam giảm 124 điểm cơ bản xuống mức 285 điểm vào ngày 3 tháng 4.
- (2) Tăng dự trữ ngoại tệ: theo Thống đốc Nguyễn Văn Bình, SBV đã gia tăng đáng kể lượng dự trữ ngoại tệ. Hiện tại, dự trữ ngoại tệ được tăng thêm 20% so với cuối năm 2011.
- (3) Ổn định vĩ mô: Nghị quyết 11 giúp cải thiện nhiều yếu tố vĩ mô. Lạm phát giảm, nợ xấu theo công bố của SBV giảm từ 3,8% vào cuối năm 2011 nay còn 3,3%.
- (4) Niềm tin dần trở lại: tăng trưởng tín dụng tiếp tục được thắt chặt từ mức 20% năm 2011 xuống còn các mức 17%, 15%, 8% và 0% cho 4 loại ngân hàng. Giá trị đồng Việt Nam được ổn định và tăng giá so với USD kể từ cuối năm 2011.

Với sự hồi phục này, kỳ vọng Việt Nam sẽ có thể phát hành trái phiếu quốc tế nhiều hơn kể từ 2012.

Thị trường thứ cấp: Kỳ vọng giảm lãi suất khiến giao dịch sôi động.

Diễn biến trầm lắng những tuần đầu năm dần được thay thế bằng sự sôi động bắt đầu từ những tuần giữa tháng 2/2012 khi lãi suất trúng thầu liên tục giảm. Sự sôi động này thể hiện sự kỳ vọng lợi suất trái phiếu sẽ tiếp tục giảm làm cho giá trái phiếu tăng. Những giao dịch trái phiếu trong Quý I chủ yếu tập trung vào các kỳ hạn trên 3 năm, điều này càng khẳng định thêm hành động mua vào trái phiếu đang dựa trên kỳ vọng lợi suất sẽ giảm và các kỳ hạn dài sẽ được hưởng lợi nhiều hơn từ diễn biến này.

Biểu đồ 16: Biến động lợi suất trái phiếu (%/năm)



Nguồn: HNX và ADB

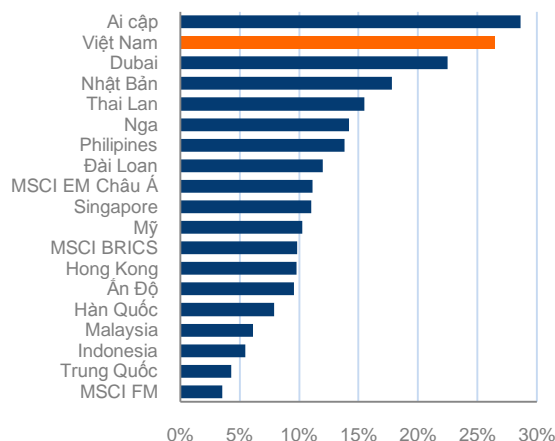
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

- ▶ Việt Nam trở thành một trong những thị trường tăng mạnh nhất trên thế giới trong Quý I
- ▶ Khối ngoại mua ròng 1.400 tỷ đồng trên sàn niêm yết,
- ▶ Quý 1/2012 bùng phát những thương vụ thu tóm các công ty lớn
- ▶ Các “đại gia” trong nước cũng tích cực tham gia hoạt động M&A
- ▶ Thị trường khởi sắc, Ngân hàng “nuôi” kế hoạch tăng vốn

Việt Nam trở thành một trong những thị trường tăng mạnh nhất trên thế giới trong Quý I. Thị trường chứng khoán Việt Nam đã kết thúc năm 2011 thuộc nhóm tiêu cực nhất thế giới. Điều bất ngờ đã đến trong Quý I, VN-Index đã có diễn biến hết sức ấn tượng, thuộc vào nhóm tăng mạnh nhất thế giới. Với mức tăng hơn 25% so với đầu năm, VN-Index đã bỏ xa những thị trường thuộc các nền kinh tế mới nổi (emerging markets) như Brazil (chỉ số Bovespa tăng 11,55%), Trung Quốc (CSI 300 tăng 4,31%) và Ấn Độ (BSE 30 tăng 12,16%)... Tuy nhiên theo đánh giá của chúng tôi, diễn biến tích cực của VN-Index đang mang nhiều tính chất của sự phục hồi về niềm tin khi các yếu tố vĩ mô đang từ trạng thái bất ổn trở nên có thể kiểm soát được.

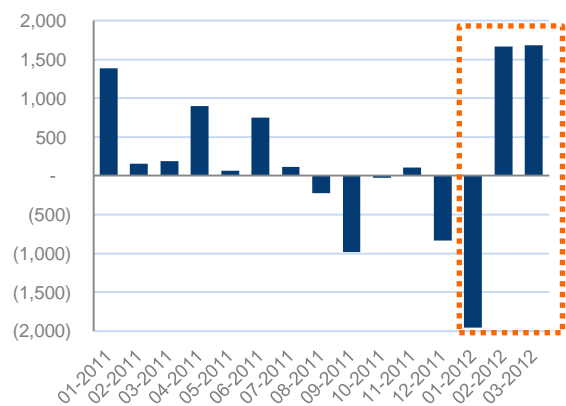
Sự sôi động trở lại của nhóm cổ phiếu Ngân hàng đã góp phần thu hút những dòng tiền lớn vào thị trường. KLGD của 2 sàn cũng có sự bùng nổ trong quý 1 này khi lập nên những kỷ lục về KLGD vào phiên ngày 06/03, nguyên nhân chính của sự bùng nổ này là sự trở lại vai trò cổ phiếu vua của nhóm Ngân hàng. Sự hồi sinh của nhóm Ngân hàng đã thu hút được sự quan tâm lớn của dòng tiền từ các quỹ cả trong nước lẫn ngoài nước. Phần lớn các Ngân hàng niêm yết đã trở thành mục tiêu trong việc xây dựng danh mục đầu tư cho các quỹ trong quý 1 vừa qua.

Biểu đồ 17: So sánh tăng trưởng thị trường Việt Nam với các thị trường thế giới (%)



Nguồn: GSO

Biểu đồ 18: Giá trị mua ròng của nhà đầu tư NN (tỷ VND)



Nguồn: GSO

Khối ngoại mua ròng 1.400 tỷ đồng trên sàn, dòng tiền chảy mạnh vào kênh phát hành riêng lẻ.

Tính riêng tháng 3, nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục xu hướng mua ròng mạnh tại HSX với giá trị 1.370 tỷ đồng. Sau khi bán ròng hơn 2.000 tỷ trong tháng 1 (chủ yếu là do ANZ bán STB), khối ngoại đã quay trở lại mua ròng 2.900 tỷ đồng trong 2 tháng vừa qua. Phía mua ròng, dòng tiền khối ngoại chủ yếu chảy vào các cổ phiếu ngân hàng như MBB (35 triệu đơn vị - 506 tỷ đồng), VCB (15 triệu đơn vị - 401 tỷ đồng) và CTG (6,8 triệu đơn vị - 165 tỷ đồng). Phía bán ròng, khối ngoại bán ròng 99 triệu cổ phiếu STB, trị giá gần 1.500 tỷ đồng. Lượng bán này chủ yếu là do ANZ đã bán lại 103 triệu cổ phiếu cho Eximbank, ngoài ra Temasek cũng bán ra khoảng 20 triệu cổ phiếu. Nhà đầu tư nước ngoài đóng vai trò khá quan trọng đối với diễn biến của thị trường trong Quý I và sự sôi động của các ETFs là chất xúc tác cho thị trường khi chỉ VN30 được áp dụng.

Quý 1/2012 bùng phát những thương vụ thu tóm các công ty lớn. Theo ước tính của Reuters, giá trị hoạt động M&A tại Việt Nam trong Quý I đạt 1,5 tỷ USD. Trong đó khối nhà đầu tư nước ngoài chiếm phần lớn tỷ trọng về giá trị của các thương vụ M&A trong năm.

Nhật Bản dẫn đầu làng sóng M&A của khối ngoại: Đáng chú ý nhất là sự thành công của thương vụ Mizuho Corporate Bank mua 15% vốn cổ phần của Vietcombank vào tháng 1/2012. Với giá phát hành 34.000đ/cp tổng giá trị tương ứng lên đến 567,3 triệu USD. Ngoài ra, nhóm NGĐT Nhật còn nhiều thương vụ khác như Ezaki Glico mua 10,5% cổ phần Kinh Đô (HSX: KDC), Quỹ DI Aisan Industrial Fund mua 31% cổ phần CTCP Thiết bị Y tế Việt Nhật (HSX: JVC), Nichirei Foods mua 19% cổ phần của Cholimex Food...

Dòng vốn từ Thái Lan, Hàn Quốc... cũng tích cực tham gia vào các hoạt động M&A như Công ty nhựa Thái Lan Nawaplastic Industry (Saraburi) mua 16,72% vốn của CTCP Nhựa Bình Minh (BMP) và 22,67% vốn của CTCP Nhựa Tiền Phong; CTCP Xây

dựng Cotec – Cotecons (HSX: CTD) sẽ phát hành 10,43 triệu cổ phiếu, tương đương 24,7% vốn điều lệ sau phát hành cho đối tác chiến lược Kusto Group, với mức giá chào bán là 50.000 đồng/cp, tương ứng tổng giá trị hơn 525 tỷ đồng (25 triệu USD).

Các “đại gia” trong nước cũng tích cực tham gia hoạt động M&A. Nổi bật nhất từ đầu năm đến nay là việc Eximbank (EIB) tuyên bố đại diện 51% số cổ phần lưu hành của Sacombank (STB), tỷ trọng cổ phiếu trên tương đương với giá trị vốn hóa hơn 10.000 tỷ đồng (500 triệu USD). Ngoài ra còn 1 số thương vụ đáng chú ý khác như ông Đỗ Văn Bình – Chủ tịch của CTCP Đại Dương đã mua vào 15,42 triệu cổ phiếu SJS, nâng tổng lượng nắm giữ lên 15,79 cổ phiếu, tương đương 15,79% cổ phần của CTCP Đầu tư và phát triển đô thị và KCN Sông Đà (Sudico); Công ty điện tử Hà Nội (Hanel) thông báo đã mua lại và nắm giữ 100% cổ phần của Khách sạn Daewoo Hà Nội.

Thị trường khởi sắc, Ngân hàng “nuôi” kế hoạch tăng vốn. Năm 2011 với diễn biến trầm lắng của thị trường chứng khoán, nhiều ngân hàng đã phải hoãn lỡ kế hoạch tăng vốn điều lệ. Đến 2012 khi thị trường đang có những sự khởi sắc rõ nét, các Ngân hàng lại tiếp tục nuôi tham vọng tăng vốn điều lệ trong ĐHCĐ.

Đại hội cổ đông năm 2012 của Ngân hàng Á Châu (HNX: ACB) đã thông qua phương án tăng thêm 3.000 tỷ đồng vốn điều lệ, lên 12.300 tỷ đồng. Ngân hàng Đông Á được cổ đông thông qua kế hoạch phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu tăng vốn điều lệ năm 2012 từ 5.000 tỷ đồng lên 6.000 tỷ đồng. Vietinbank (HSX: CTG) đã được Ngân hàng Nhà nước chấp thuận cho tăng vốn điều lệ từ 20.230 lên 26.217 tỷ đồng. Một loạt các ngân hàng khác như Sacombank, Techcombank, Eximbank, Maritime Bank cũng cho biết sẽ tiếp tục tăng vốn trong năm nay.

Việc tăng vốn sẽ giúp các Ngân hàng lớn mạnh hơn, tạo khả năng mở rộng mạng lưới hoạt động, tuy nhiên cũng có khá nhiều vấn đề rất đáng quan tâm cho hiện tượng này. (1) Năng lực quản trị chưa được cải thiện thì việc tăng vốn sẽ khó mang lại được suất sinh lời tương ứng với lượng vốn tăng thêm, như vậy nhiều ngân hàng sẽ khó thuyết phục cổ đông mua thêm cổ phần; (2) vấn đề sở hữu chéo các ngân hàng gây nên hiện tượng nguồn gốc vốn góp vốn không rõ ràng và rủi ro cho toàn hệ thống

Với sự hồi phục đáng chú ý kể từ đầu năm, thị trường chứng khoán Việt Nam kỳ vọng tiếp tục nhận được sự quan tâm của dòng vốn ngoại. Ngoài sàn, các giao dịch đầu tư gián tiếp đã nóng lên đáng kể bằng các vụ M&A. Với sự ổn định vĩ mô, Quý I là “điểm đảo chiều” cho xu hướng đi xuống từ năm 2008. Đóng vai trò là bản lề, việc hồi phục trong Quý 2 là không dễ dàng, nhất là áp lực cung cổ phiếu được đánh giá là khá lớn trong năm 2012. Khi mà lãi suất cao, việc vay vốn tín dụng đã làm giảm đáng kể kết quả kinh doanh còn khiếm tốn của các doanh nghiệp niêm yết. Ngoài ra, hàng loạt ngân hàng thương mại của Nhà nước và tư nhân dự kiến sẽ niêm yết hoặc phát hành thêm cổ phiếu sẽ tạo áp lực cung cổ phiếu lớn. Trong điều kiện hạn chế về dòng tiền trong nước, dòng vốn nước ngoài sẽ đảm nhận vai trò lớn hơn trong diễn biến của thị trường. Với nhận định lạc quan đến từ dòng vốn ngoại, chúng tôi tin rằng quý 2 tiếp tục là quý đi ngang và tăng nhẹ.

Bảng 4: Thống kê các chỉ số cơ bản thị trường

Ngành	Vốn hóa (tỷ VND)	PE	PB	ROE	Lãi ròng/ DT	Sở hữu NN
Dầu khí	13.904	5,7	1,1	21,5%	9,0%	22,6%
Nguyên vật liệu	54.869	5,1	2,2	25,8%	19,8%	14,1%
Công nghiệp	59.896	8,7	1,0	13,1%	9,6%	8,7%
Hàng Tiêu dùng	151.143	9,6	3,2	25,4%	22,7%	22,6%
Dược phẩm và Y tế	9.513	7,9	2,0	25,5%	13,8%	33,7%
Dịch vụ Tiêu dùng	6.656	7,1	1,1	13,3%	13,4%	4,6%
Tiện ích Cộng đồng	21	3,7	0,2	4,1%	1,8%	0,0%
Tài chính	16.460	7,5	1,0	15,0%	35,4%	11,8%
Công nghệ Thông tin	207.822	39,8	3,8	7,8%	25,8%	17,1%
Ngân hàng	16.681	10,4	2,0	28,1%	1,5%	20,8%
HOSE	622.164	11,8	2,7	19,0%	25,0%	18,0%
HNX	110.388	10,0	1,7	15,2%	19,5%	10,0%
HOSE & HNX	732.552	11,5	2,6	18,4%	24,2%	15,9%

Nguồn: Stoxplus

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

- ▶ VN-Index: Kỳ vọng bứt phá mẫu hình cờ đuôi nheo cho cơ hội tiếp tục tăng điểm.
- ▶ HNX-Index: HNX-Index nhiều khả năng cũng sẽ vượt đỉnh cũ.
- ▶ Khuyến nghị: mua và nắm giữ cổ phiếu cơ bản tốt.

VN-INDEX:



Triển vọng tháng 4: Kỳ vọng bứt phá mẫu hình cờ đuôi nheo cho cơ hội tiếp tục tăng điểm.

Trên đồ thị ngày và tuần của VN-Index đang xuất hiện mô hình cờ đuôi nheo, đây là mô hình khá tích cực cho việc tiếp tục xu hướng tăng điểm của chỉ số này. Chúng tôi kỳ vọng VN-Index sẽ bứt phá thành công mẫu hình này để tiếp tục xu hướng tích cực.

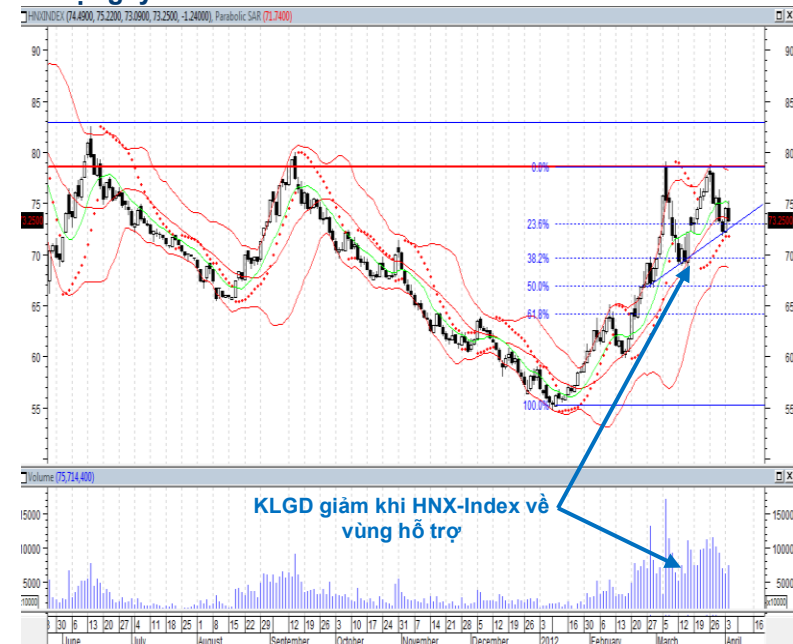
Kỳ vọng trên dựa trên diễn biến khá tích cực khi hiện tượng giảm bán đã xuất hiện mỗi khi VN-Index kiểm tra cận dưới của mẫu hình này. Điều này thể hiện rủi ro VN-Index sẽ giảm và phá vỡ mô hình này là tương đối thấp. Sự cân bằng cũng đang được xuất hiện trong những phiên giao dịch đầu tháng 4 khi VN-Index ở gần vùng hỗ trợ.

Xu hướng Quý 2: Bứt phá thành công mẫu hình VN-Index có thể hướng đến 520.

Với đánh giá tích cực, chúng tôi cho rằng khi VN-Index bứt phá được mẫu hình cờ đuôi nheo thì nhiều cơ hội chỉ số này sẽ bứt phá kháng cự 470 của đỉnh cũ. Thêm vào đó mục tiêu 520 khả năng sẽ đạt được với đánh giá mức tăng tiếp theo từ điểm phá vỡ sẽ bằng đúng chiều cao lá cờ.

Khuyến nghị: Đánh giá tích cực trong xu hướng trung hạn của VN-Index, chúng tôi khuyến nghị hành động mua vào và nắm giữ những cổ phiếu cơ bản tốt. Báo cáo tài chính quý 1 sẽ có tính chất sàng lọc khá cao, do đó NGĐT theo dõi những thông tin được công bố từ doanh nghiệp.

Đồ thị ngày của HNX-Index



Triển vọng tháng 4: HNX-Index nhiều khả năng cũng sẽ vượt đỉnh cũ.

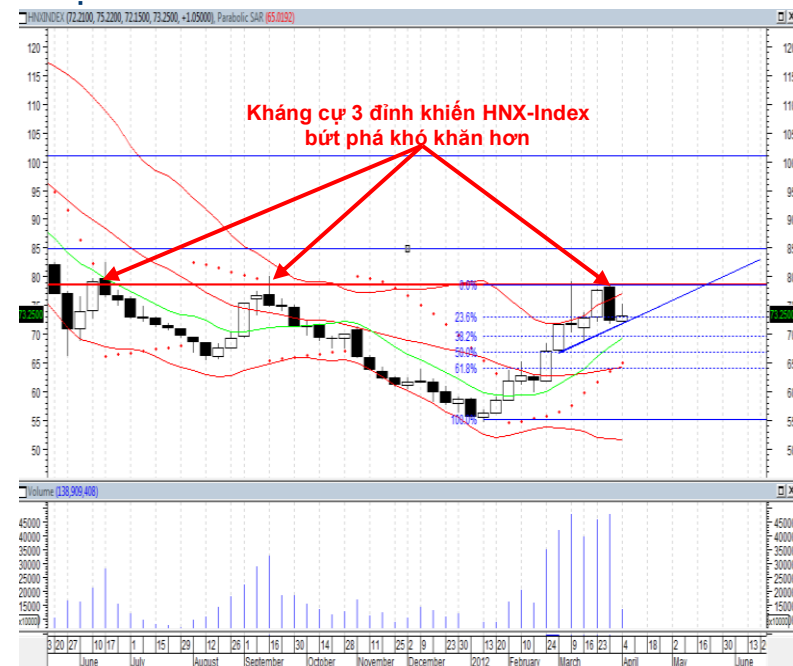
Tương tự như VN-Index, HNX-Index cũng có hiện tượng lực bán giảm đi khi chỉ số này tiến về vùng hỗ trợ. Do đó nhiều khả năng HNX-Index cũng sẽ tiếp tục xu hướng tích cực. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng khả năng bứt phá khỏi đỉnh cũ của HNX-Index sẽ khó khăn hơn VN-Index. Đồ thị tuần cho thấy vùng đỉnh cũ hiện đang hội tụ mô hình 3 đỉnh, do đó kháng cự đỉnh cũ trở nên là kháng cự rất mạnh của HNX-Index.

Xu hướng quý 2: Hướng đến mốc 85.

Với đánh giá tích cực cho VN-Index chúng tôi cho rằng xu hướng HNX-Index cũng được cộng hưởng theo. Chúng tôi cho rằng HNX-Index nhiều khả năng cũng sẽ bứt phá đỉnh cũ và hướng đến vùng 85 trong quý 2.

Khuyến nghị: Việc tích lũy cổ phiếu trên HNX cần chú trọng yếu tố cơ bản. Nhiều khả năng sự phân hóa sẽ xuất hiện mạnh trong xu hướng tích cực của HNX-Index sắp tới.

Đồ thị tuần của HNX-Index



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG:

Các thông tin, dự đoán trong báo cáo phân tích này, bao gồm các nhận định cá nhân là dựa trên các nguồn thông tin đáng tin cậy. Nhận định 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 có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin tham khảo mà không hàm ý khuyến nghị người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Mirae Asset sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất cứ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng Khoán Mirae Asset (Việt Nam). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của Mirae Asset đều trái luật. Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng Khoán Mirae Asset.