

Ngày 05 tháng 7 năm 2012



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

Phòng Phân tích & Tư vấn đầu tư

Báo cáo chuyên đề nghiên cứu

phanhich@vdsc.com.vn

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ

07/2012

KINH TẾ THẾ GIỚI

- ✓ Khủng hoảng nợ công Châu Âu - lo ngại tạm lắng xuống nhưng vẫn còn tiềm ẩn nhiều rủi ro;
- ✓ Mỹ dè dặt trong việc thực hiện kích thích kinh tế dù lĩnh vực việc làm chưa được cải thiện;
- ✓ Trung Quốc nỗ lực kích thích tăng trưởng trong bối cảnh hoạt động sản xuất suy yếu;
- ✓ TTCK thế giới nhận được sự hỗ trợ mạnh từ kỳ vọng các cơ quan điều hành sẵn sàng hành động để bình ổn thị trường tài chính, ngăn chặn khủng hoảng và suy thoái. Các TTCK Mỹ, châu Âu và Nhật Bản đồng loạt tăng điểm tích cực.

KINH TẾ VIỆT NAM

- ✓ Nền kinh tế lần đầu rơi vào trạng thái giảm phát sau 38 tháng, dự báo xu hướng này sẽ tiếp diễn trong tháng 7/2012;
- ✓ NHNN đang tiến hành các phép thử đầu tiên nhằm tiến đến gỡ bỏ hoàn toàn trần lãi suất huy động;
- ✓ Tỷ giá có thể biến động nhiều hơn trong giai đoạn cuối năm;
- ✓ Giữ mục tiêu tăng trưởng kinh tế 2012 ở mức 6 – 6,5% - Đẩy mạnh đầu tư công.

TRIỂN VỌNG TTCK VÀ ĐỀ XUẤT CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ THÁNG 7/2012

- ✓ Tháng 7/2012, chúng tôi nhận thấy thị trường hoàn toàn thiếu vắng các yếu tố hỗ trợ cho khả năng phục hồi ngắn hạn. Trong khi đó, các giải pháp tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế mang tính trung - dài hạn nhiều hơn. Do vậy, chúng tôi cho rằng xu hướng tích lũy sẽ tiếp diễn trong tháng Bảy.
- ✓ Kịch bản VNIndex biến động trong khoảng 400 – 450 điểm sẽ có xác suất xảy ra cao nhất. Với kịch bản này, chúng tôi cho rằng tháng Bảy chỉ phù hợp cho các NĐT trung – dài hạn đang nắm giữ tỷ trọng tiền mặt cao (trên 70%). NĐT theo chiến lược này có thể bắt đầu xem xét giải ngân từng phần khi VNIndex tiến về ngưỡng 400 điểm.

Quý nhà đầu tư có thể tham khảo các cổ phiếu được chúng tôi đánh giá có triển vọng đầu tư tốt trong báo cáo cổ phiếu triển vọng được phát hành vào tháng 3/2012.

KINH TẾ THẾ GIỚI

Mối lo ngại rủi ro tại khu vực EU một lần nữa tạm lắng xuống nhờ kết quả bầu cử tại Hy Lạp cùng với nỗ lực giải quyết khủng hoảng của các nước thành viên. Tuy nhiên, khu vực EU vẫn còn những nguy cơ tiềm ẩn về suy thoái kinh tế và giải quyết nợ công, đặc biệt là ở các nền kinh tế lớn như Tây Ban Nha và Ý.

Trong tháng 6, rủi ro xuất phát từ khu vực Eurozone cũng kéo theo hàng loạt quyết định hạ xếp hạng tín nhiệm của nhiều ngân hàng lớn trên toàn cầu. Tây Ban Nha đồng thời bị hai hãng xếp hạng tín nhiệm là Moody's và Fitch hạ 3 bậc xếp hạng tín dụng cùng với rất nhiều ngân hàng trong hệ thống TCTD tại nước này. Ngoài ra, trong đợt đánh giá tín nhiệm hệ thống ngân hàng toàn cầu mới đây, Moody's cũng đã đánh tụt hạng tín nhiệm của một loạt các ngân hàng lớn tại Mỹ (5 NH), Châu Âu (9 NH), Canada (NH Hoàng Gia Canada), Mexico (6 NH) và Brazil (11 NH) với lý do các ngân hàng này sẽ đối mặt với nguy cơ thua lỗ nếu có những biến động lớn xảy ra trên thị trường vốn.

Tại Mỹ, trái với mong đợi của giới đầu tư về một gói nới lỏng định lượng mới, Fed đã có bước đi thận trọng hơn bằng cách kéo dài chương trình hoán đổi trái phiếu đến cuối năm 2012. Với lựa chọn này, kinh tế Mỹ dự kiến sẽ tăng trưởng khoảng 1,9-2,4% trong năm nay và tỷ lệ thất nghiệp sẽ dao động trong khoảng 8-8,2%, tương đương số liệu thống kê của Bộ Lao Động Mỹ trong các tháng gần đây. Trong khi đó, Trung Quốc vẫn đang nỗ lực kích thích tăng trưởng trở lại qua việc cắt giảm lãi suất cơ bản thêm 25 điểm phần trăm trong bối cảnh hoạt động sản xuất suy yếu nhiều tháng liên tiếp.

Khủng hoảng nợ công Châu Âu - lo ngại tạm lắng nhưng vẫn còn tiềm ẩn nhiều rủi ro

Người dân Hy Lạp đã bỏ phiếu để ở lại Liên Minh Châu Âu. Kết quả cuộc bầu cử bổ sung vào ngày 17/06 tại Hy Lạp với số phiếu ủng hộ nghiêng về Đảng dân chủ mới (phe ủng hộ gói cứu trợ) đã giúp cho nguy cơ quốc gia này phải rời khỏi Liên minh Châu Âu thêm một lần nữa tạm lắng. Tuy nhiên, ngay sau đó, sự chú ý lập tức đổ dồn vào Tây Ban Nha với lời kêu gọi cứu trợ tài chính trị giá 100 tỷ euro (~125 tỷ USD) cho hệ thống ngân hàng của nước này.

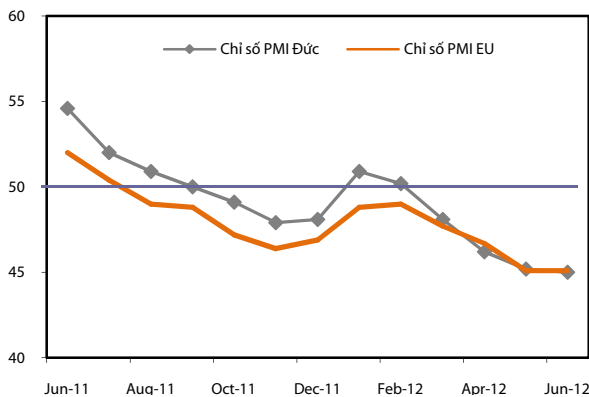
Tây Ban Nha trở thành nước tiếp theo nhận cứu trợ từ EU. Với nỗ lực ngăn cản cuộc khủng hoảng thanh khoản của hệ thống ngân hàng trong nước, chính phủ Tây Ban Nha đã nhận được sự đồng ý hỗ trợ tài chính (100 tỷ euro) từ Liên minh Châu Âu. Tuy nhiên, gói cứu trợ được giới quan sát nhìn nhận theo chiều hướng tiêu cực nhiều hơn bởi điều này đồng nghĩa với việc nợ công của nước này sẽ tăng thêm 10%. Ngày 18/06, lãi suất TPCP Tây Ban Nha kỳ hạn 10 năm lập đỉnh tại mức 7,16%/năm, đây là mức lãi suất được đánh giá kém bền vững trong dài hạn và gây khó khăn cho việc tự tài trợ vốn của nền kinh tế lớn thứ 4 trong khu vực EU.

Triển vọng khu vực EU vẫn còn khá mờ mịt. Kinh tế toàn khu vực tiếp tục chìm sâu vào suy thoái trong tháng 6, thể hiện qua các chỉ số kinh tế cơ bản như PMI, chỉ số niềm tin kinh doanh và tiêu dùng, tỷ lệ thất nghiệp, v.v... Chỉ số quản lý thu mua sản xuất (PMI) khu vực Eurozone của Markit tháng Sáu giữ nguyên ở mức 45,1 điểm, hoạt động sản xuất thu hẹp tháng thứ 11 liên tiếp cũng dẫn đến việc các công ty gia tăng cắt giảm lao động và nguồn nguyên liệu thô dự trữ. Số liệu thống kê mới nhất của Eurostat cho thấy tỷ lệ thất nghiệp trong tháng 5 tiếp tục lập kỷ lục mới và tăng thêm 0,1% so với mức 11% trong tháng 4.

Ngoài ra, chỉ số niềm tin tiêu dùng vẫn duy trì mức âm từ đầu năm đến nay và không có dấu hiệu được cải thiện.

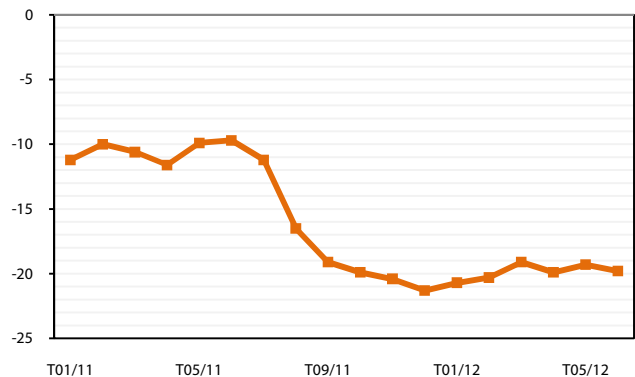
Việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế của khu vực đã được các nhà lãnh đạo của EU đưa ra thảo luận trong hội nghị thượng đỉnh EU diễn ra vào cuối tháng 6, kết quả là hiệp ước tăng trưởng có quy mô 120 tỷ Euro (~149 tỷ USD) đã được nhất trí thông qua. Bên cạnh đó, hội nghị cũng mở ra cánh cửa cho việc thành lập một liên minh ngân hàng trong tương lai qua bước đi đầu tiên là đưa Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) trở thành cơ quan giám sát tối cao nhất của tất cả các ngân hàng trong toàn khối Eurozone. Một động thái được giới đầu tư kỳ vọng chính là việc nới lỏng các điều kiện vay vốn đối với Tây Ban Nha và Ý cũng đã được nhất trí trong cuộc họp vừa qua. Mặc dù vậy, giới quan sát nhận thấy vẫn còn những mâu thuẫn và sự thiếu đồng thuận giữa các nước trong liên minh đối với các quyết định được đưa ra, cuộc khủng hoảng nợ công tại khu vực EU vẫn còn tiềm ẩn nguy cơ vượt khỏi tầm kiểm soát gắn liền với sự suy yếu của các nền kinh tế lớn như Đức và Pháp cùng với vấn đề nợ nần của Hy Lạp, Tây Ban Nha, Ý, v.v... vẫn chưa được giải quyết tận gốc.

Sản xuất của EU và Đức thu hẹp nhiều tháng liên tiếp



Nguồn: RONGVIET Securities tổng hợp

Chỉ số niềm tin tiêu dùng khu vực EU



Nguồn: RONGVIET Securities tổng hợp

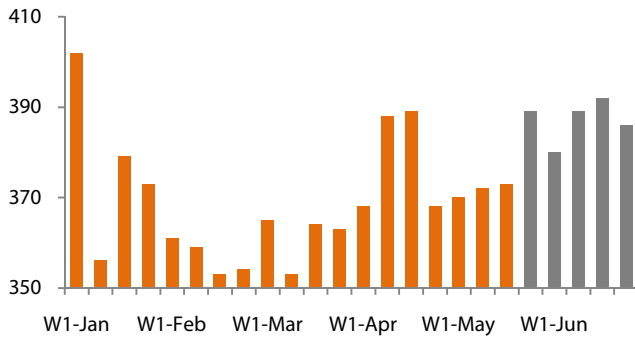
Mỹ dè dặt trong việc thực hiện kích thích kinh tế dù lĩnh vực việc làm chưa được cải thiện

Đà hồi phục của thị trường lao động đang chững lại. Từ cuối tháng 5, số lượng người nộp đơn xin trợ cấp thất nghiệp lần đầu đã tăng mạnh trở lại, thống kê cho thấy số đơn xin trợ cấp thất nghiệp lần đầu trung bình trong tháng 6 đạt xấp xỉ 387.000 đơn/tuần, tăng 3% so với trung bình tháng trước. Lo ngại về thị trường lao động cũng khiến cho chỉ số niềm tin tiêu dùng của người dân Mỹ giảm tháng thứ tư liên tiếp, từ 64,4 xuống còn 62 trong tháng 6.

Tín hiệu tích cực trên thị trường nhà đất. Chỉ số giá nhà S&P/Case Shiller của giá trị bất động sản tại 20 thành phố lớn nhất nước Mỹ đã tăng tháng thứ 3 liên tiếp (+1,3% trong tháng 4/2012) cho thấy dấu hiệu khởi sắc trên thị trường bất động sản. So với cùng kỳ năm 2011, giá nhà vẫn giảm 1,9% tại 20 thành phố lớn song ghi nhận một mức phục hồi đáng kể so với mức giảm 2,6% trong tháng 3/2012. Ngoài ra, số nhà mới được bán trong tháng 5/2012 đạt 369.000 căn (+19,8% so với cùng kỳ năm trước) và đạt mức cao nhất trong 2 năm, doanh số nhà chờ bán cũng tăng 15,3% so với cùng kỳ năm 2011 và hồi phục trở lại (+5,9% sau khi giảm 5,5% trong tháng 4).

Chương trình hoán đổi trái phiếu (Operation Twist) mở rộng. Trong cuộc họp của Ủy ban Thị trường mở Liên bang (FOMC) mới đây, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) đã quyết định kéo dài chương trình hoán đổi trái phiếu đến hết năm 2012 bằng cách bán thêm 267 tỷ USD trái phiếu ngắn hạn để mua trái phiếu dài hạn. Sau khi hạ dự báo tăng trưởng kinh tế 2012 từ mức 2,4-2,9% xuống còn 1,9%-2,4%, Fed cho rằng chương trình Operation Twist mở rộng sẽ là một giải pháp an toàn đồng thời giúp hạn chế rủi ro lạm phát thay vì tung ra một gói kích thích kinh tế mới.

Số đơn xin trợ cấp thất nghiệp lần đầu tại Mỹ gia tăng



Nguồn: RONGVIET Securities tổng hợp

Chỉ số Giá Nhà S&P/Case-Shiller tại Mỹ tăng trở lại

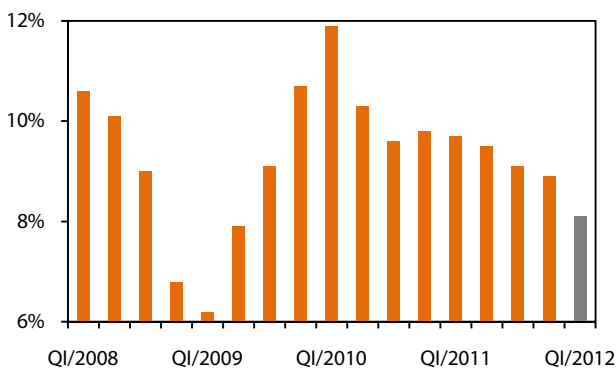


Nguồn: S&P Indices & Fishery

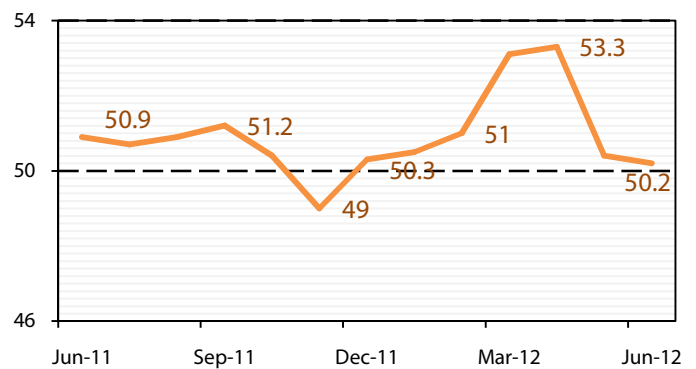
Trung Quốc nỗ lực kích thích tăng trưởng trong bối cảnh hoạt động sản xuất suy yếu

Hoạt động sản xuất tiếp tục suy giảm. Các số liệu Cục Thống kê Trung Quốc cho thấy chỉ số quản lý mua hàng (PMI) tiếp tục giảm 0,2 điểm từ mức 50,4 của tháng trước còn 50,2 điểm trong tháng 6. Số liệu này tốt hơn PMI sơ bộ HSBC đưa ra trước đó ở 48,2 điểm song đây lại là mức thấp nhất trong vòng 7 tháng trở lại đây. Trong các nhân tố cấu thành chỉ số PMI, nhân tố sản lượng giảm xuống 52 từ 52,9 tháng trước đó, nhân tố số đơn đặt hàng mới giảm tháng thứ 2 liên tiếp, trong khi số đơn đặt hàng xuất khẩu giảm lần đầu tiên kể từ tháng 1. Các số liệu này đều cho thấy hoạt động sản xuất các nhà máy Trung Quốc tiếp tục xấu đi, theo khảo sát của Reuters, GDP quý II/2012 của Trung Quốc có thể chỉ đạt 7,9%, thấp hơn mức tăng trưởng 8,1% trong quý I và sẽ đánh dấu quý có tăng trưởng chậm thứ 6 liên tiếp của nền kinh tế nước này.

Tăng trưởng GDP của Trung Quốc đang chậm lại



Chỉ số PMI của Trung Quốc giảm nhẹ trong tháng 6



Nguồn: RONGVIET Securities tổng hợp

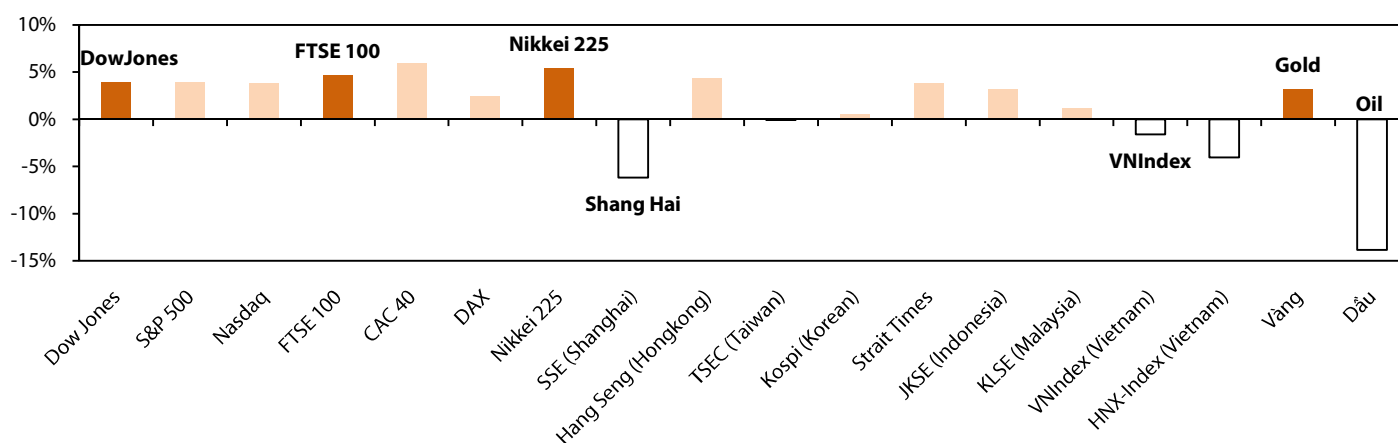
Nỗ lực kích thích tăng trưởng kinh tế. Sau 3 lần liên tiếp giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc tại các ngân hàng thương mại (T12/2011, T2/2012 và lần gần đây nhất vào T5/2012), NHTW Trung Quốc (POBC) tiến hành bước đi mạnh mẽ hơn để duy trì đà tăng trưởng thông qua cắt giảm 25 điểm cơ bản đối với các khoản tiền gửi và tiền vay bằng đồng Nhân dân tệ vào đầu tháng 6. Theo đó, lãi suất huy động kỳ hạn 1 năm giảm còn 3,25%/năm và lãi suất cho vay kỳ hạn 1 năm giảm còn 6,31%/năm. Đây cũng là lần cắt giảm lãi suất đầu tiên của POBC kể từ tháng 12/2008, trong điều kiện các chỉ báo kinh tế quan trọng đều cho dấu hiệu suy giảm, giới phân tích nhận định Trung Quốc cần cắt giảm thêm lãi suất cơ bản và xem xét việc kích thích tăng trưởng tích cực hơn nữa trong thời gian tới.

Thị trường chứng khoán thế giới

Tâm lý của NĐT trên hầu hết các TTCK thế giới trong tháng vừa qua đã được hỗ trợ rất nhiều từ kỳ vọng các cơ quan điều hành sẵn sàng hành động để bình ổn thị trường tài chính, ngăn chặn khủng hoảng và suy thoái. Kỳ vọng này đã bù đắp phần nào các dữ liệu kinh tế kém tích cực và giúp cho các chỉ số tại các thị trường Mỹ, Châu Âu, Nhật Bản và một số nước Châu Á như Indonesia, Hàn Quốc, Malaysia có được sự phục hồi trong tháng vừa qua. Riêng với TTCK Trung Quốc, xu hướng giảm điểm kéo dài từ đầu tháng 5 tiếp tục diễn ra, tương tự như TTCK Việt Nam, các biện pháp kích thích kinh tế chưa phát huy được nhiều tác dụng và các chỉ báo kinh tế vẫn đang cho dấu hiệu suy giảm là nguyên nhân khiến chỉ số SSE (Thượng Hải) trở thành chỉ số giảm điểm mạnh nhất trong tháng vừa qua.

Tháng 6, chỉ số S&P đã tăng 3,96%, ghi nhận tháng phục hồi mạnh nhất kể từ năm 1999 đến nay, chỉ số DowJones cũng tăng 3,93% so với tháng trước và đóng cửa ở mức 12.880,09 điểm tại ngày 29/06. Trên TTCK Châu Âu, các chỉ số FTSE 100, CAC 40 (Pháp) và DAX (Đức) phục hồi mạnh, nhất là sau thông tin bầu cử tại Hy Lạp và kết quả khả quan từ hội nghị các nước thành viên EU, với mức tăng trong tháng lần lượt là 4,7%, 5,95% và 2,42%. Tại Nhật Bản, Nikkei 225 cũng tăng 464,05 điểm (+5,43%) lên 9.006,78 điểm. Ở chiều ngược lại, chỉ số SSE liên tục đi xuống và đóng cửa ngày 29/06 ở mức 2.225,43 điểm, giảm 6,19% so với cuối tháng 5.

Diễn biến của chỉ số trên TTCK thế giới trong tháng 6/2012



Nguồn: MarketWatch, RONGVIET Securities tổng hợp

KINH TẾ VIỆT NAM

Điểm tin kinh tế vĩ mô

Tăng trưởng GDP quý II/2012 đạt 4,66%, hai quý đầu năm đạt 4,38%, khá sát với nhận định chung của giới nghiên cứu kinh tế - tài chính đưa ra từ trước. Tốc độ tăng trưởng ở cả ba lĩnh vực Nông lâm nghiệp, Công nghiệp và xây dựng, và Dịch vụ đều giảm mạnh so với cùng kỳ năm 2011, trong đó lĩnh vực CN-XD giảm mạnh nhất, từ mức 5,78% của 1H2011, hiện chỉ còn 3,81% trong 1H2012.

Mức tăng chỉ số giá tiêu dùng tháng Sáu là -0,26%, đánh dấu tháng giảm phát đầu tiên kể từ tháng 3/2009. Mức tăng chỉ số giá sáu tháng đầu năm theo đó chỉ còn 2,52% và lạm phát theo năm chỉ còn 6,9%. Có 5/11 nhóm hàng trong rổ tính CPI tháng Sáu giảm giá, trong đó nhóm Giao thông và nhà ở - điện nước giảm mạnh nhất (giảm trên 1%), nhóm Hàng ăn giảm tháng thứ tư liên tiếp. Xu hướng giảm giá ở các mặt hàng lương thực – thực phẩm, hàng hóa nguyên liệu, xăng dầu và gas tiếp diễn là nguyên nhân chính dẫn đến tình trạng này.

Cán cân thanh toán dự báo thặng dư 7,5 tỷ USD nhờ sự cải thiện cán cân thương mại. Sáu tháng đầu năm, tổng kim ngạch hàng hóa xuất khẩu đạt 53,1 tỷ USD và tổng kim ngạch hàng hóa nhập khẩu đạt 53,8 tỷ USD, lần lượt tăng 22,2% và 6,9% so với cùng kỳ năm 2011. Nếu loại trừ yếu tố giá thì mức tăng lần lượt là 21,7% và 3,6%. Kể từ quý IV/2011, tốc độ tăng trưởng kim ngạch nhập khẩu bắt đầu có xu hướng chậm hơn rất nhiều so với tốc độ tăng kim ngạch xuất khẩu và chênh lệch hiện tại đã lên hơn 15 điểm phần trăm. Nhìn ở góc độ tích cực, diễn biến này đã hỗ trợ đáng kể cho mục tiêu ổn định tỷ giá cũng như cải thiện dự trữ ngoại hối của NHNN. Tuy nhiên, với đặc thù nhập khẩu chủ yếu là tư liệu sản xuất, diễn biến hiện tại ở lĩnh vực nhập khẩu đang phản ánh sự khó khăn của lĩnh vực sản xuất. Và do đó, xu hướng này cũng có thể sẽ sớm chấm dứt khi hoạt động sản xuất được khôi phục trở lại.

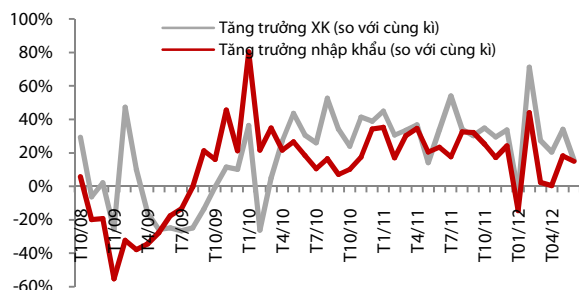
Trong tháng Sáu, NHNN đã tiến hành hai đợt cắt giảm lãi suất. Trong đó, trần lãi suất huy động giảm hai điểm phần trăm vào đầu tháng, từ 11% xuống còn 9%; các mức lãi suất điều hành khác được cắt giảm hai lần và hiện ở mức 9% đối với lãi suất cơ bản, 8% đối với lãi suất tái chiết khấu và 10% đối với lãi suất tái cấp vốn. Trong khi đó, trên thị trường liên ngân hàng, lãi suất các kỳ hạn ngắn (qua đêm – 3 tháng) biến động mạnh trong hai tuần giữa tháng. Lý giải cho sự biến động bất thường này là thanh khoản giảm khi các ngân hàng cho vay tiến hành trả nợ qua các kênh tái cấp vốn.

Báo cáo mới nhất của Chính phủ và Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia trong phiên họp thường kỳ cho thấy vốn huy động và tổng phương tiện thanh toán của hệ thống ngân hàng đã tăng khá và tăng trưởng tín dụng cải thiện nhẹ. Theo đó, tổng phương tiện thanh toán (M2) trong 6 tháng đầu năm ước tăng 6,84% (tháng 5/2012 tăng 4,47%); tổng số dư tiền gửi của khách hàng tại các tổ chức tín dụng tăng 7,83% (tháng 5/2012 là 5,42%). Sau 5 tháng liên tiếp duy trì trạng thái âm, tăng trưởng tín dụng đến tháng Sáu đã tăng khoảng 0,17% so với cuối năm 2011.

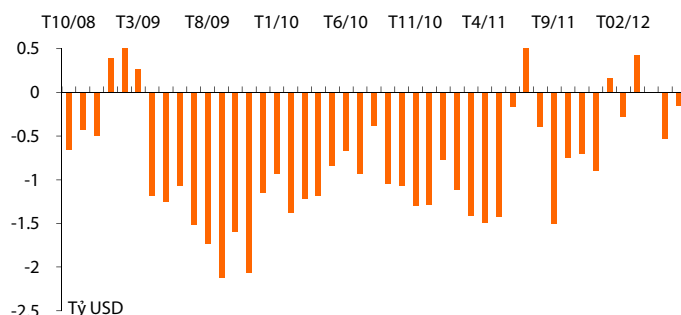
Trong khi tỷ giá giao dịch thị trường liên ngân hàng được giữ cố định ở mức 20.828 VND/USD, tỷ giá giao dịch ở các NHTM cũng như thị trường tự do biến động khá mạnh trong tháng 6/2012. Tỷ giá giao dịch cao nhất của các NHTM ghi nhận có thời điểm lên 20.966 – 21.036 VND/USD (mua vào – bán ra), cao hơn khoảng 0,7% so với tỷ giá cuối tháng 5/2012. Tỷ giá thị trường tự do theo đó cũng lên mức 21.020 – 21.050 VND/USD. Thị trường ngoại tệ ổn định hơn trong tuần cuối tháng và tỷ giá giao dịch hiện tại của các NHTM xoay quanh mức 20.865 – 20.920 VND/USD.

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 07/2012

Tăng trưởng kim ngạch XNK

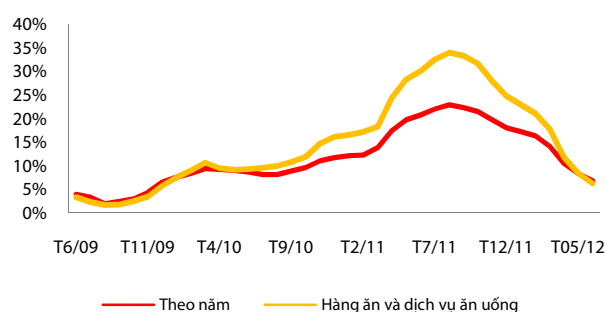


Cán cân thương mại

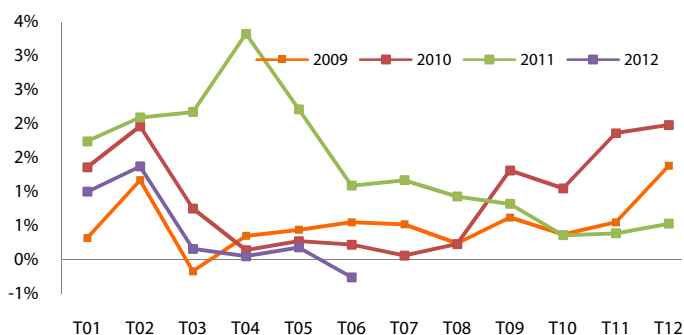


Nguồn: GSO, RONGVIET SECURITIES database

Tốc độ tăng trưởng CPI theo năm

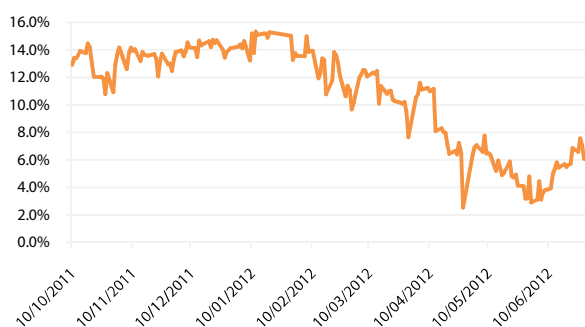


Diễn biến CPI qua các năm

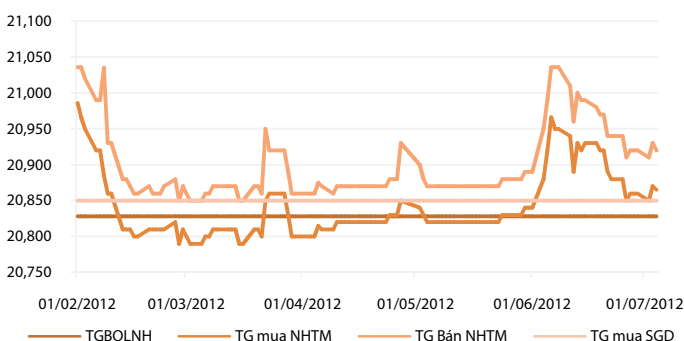


Nguồn: GSO, RONGVIET SECURITIES database

Biến động của lãi suất qua đêm liên ngân hàng



Biến động của tỷ giá hối đoái



Nguồn: SBV, VIETCOMBANK, RONGVIET SECURITIES database

Nền kinh tế lần đầu rơi vào trạng thái giảm phát sau 38 tháng, dự báo xu hướng này sẽ tiếp diễn trong tháng 7/2012. Vào đầu tháng 7/2012, EVN đã chính thức điều chỉnh tăng giá bán điện thêm 5%. Việc điều chỉnh này đã được chờ đợi từ khá lâu, và sẽ là yếu tố làm tăng chỉ số giá của tháng Bảy. Trong khi đó, mặt hàng xăng dầu chính thức bước vào đợt điều chỉnh giảm thứ năm liên tiếp, diễn biến tương tự ở giá bán mặt hàng gas và các loại hàng hóa khác sẽ là những yếu tố có tác động ngược lại. Ngoài ra, với sức cầu tiêu dùng còn khá yếu, chúng tôi đánh giá việc điều chỉnh tăng giá bán điện sẽ lép vế hơn so với diễn biến ở các yếu tố khác.

NHNN đang tiến hành các phép thử đầu tiên nhằm tiến đến gỡ bỏ hoàn toàn trần lãi suất huy động. Trong tháng Sáu, NHNN đã tiến hành bỏ trần lãi suất huy động ở các kỳ hạn dài (trên 12 tháng). Bên cạnh đó, NHNN cũng đã gỡ bỏ quy định mức lãi suất giao dịch thị trường mở. Chúng tôi cho rằng đây là phép thử đầu tiên của NHNN nhằm đo lường tình trạng thanh khoản của hệ thống, chuẩn bị tiến tới gỡ bỏ hoàn toàn trần lãi suất huy động cho các kỳ hạn còn lại. Tuy nhiên, sau động thái gỡ trần của NHNN, hiện tượng đẩy tăng lãi suất huy động kỳ hạn dài đã tái diễn, mặc dù chỉ cá biệt ở một số NHTM nhỏ và trong thời gian ngắn, hiện tượng này cho thấy tình trạng thanh khoản của hệ thống vẫn chưa thực sự ổn định như trông đợi. Do đó, chúng tôi cho rằng, trần lãi suất huy động kỳ hạn ngắn nếu được hoàn toàn gỡ bỏ, lãi suất huy động có thể sẽ tăng nhẹ trở lại thay vì vẫn ở mức 9% như hiện tại. Cho đến khi nhiệm vụ xử lý các ngân hàng yếu kém được hoàn thành, lãi suất thực tế khó có thể về mức mong muốn của nhà điều hành.

Tỷ giá có thể biến động nhiều hơn trong giai đoạn cuối năm. Một số luận điểm để chúng tôi đưa ra nhận định này là: (1) Hoạt động sản xuất được kỳ vọng sẽ hồi phục tốt hơn trong giai đoạn cuối năm. Kim ngạch nhập khẩu do đó được kỳ vọng sẽ bắt đầu tăng nhanh hơn giai đoạn đầu năm, làm tăng cầu ngoại tệ; (2) Dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài sáu tháng đầu năm đang cho thấy sự suy giảm mạnh, chỉ bằng 72% so với cùng kỳ năm 2011; và, (3) Các khoản vay ngoại tệ đáo hạn. Mặc dù vậy, với lượng dự trữ ngoại hối đã dồi dào trở lại (hiện đủ đảm bảo cho 10 tuần nhập khẩu), chúng tôi tin rằng NHNN vẫn đủ nguồn lực để đảm bảo tỷ giá biến động trong tầm kiểm soát.

Giữ mục tiêu tăng trưởng kinh tế 2012 ở mức 6 – 6,5% - Đẩy mạnh đầu tư công

Số liệu kinh tế nửa đầu năm cho thấy điều kiện kinh doanh đã kém hơn rất nhiều so với nhận định ban đầu của các nhà làm chính sách. Mặc dù vậy, mục tiêu tăng trưởng GDP của năm 2012 ở mức 6 – 6,5% vẫn được Chính phủ giữ nguyên. Theo tính toán của các chuyên gia, để đạt được mức tăng trưởng 6 – 6,5%, tăng trưởng GDP sáu tháng cuối năm phải đạt từ 7,62 – 8,62%, đây là kết quả khó đạt được trong bối cảnh khó khăn chung của toàn cầu.

Theo như phân tích ở phần lãi suất, có thể thấy dư địa cho chính sách tiền tệ 6 tháng cuối năm hầu như không còn. Do đó, giải pháp tài khóa nhằm kích cầu có thể sẽ được vận dụng mạnh mẽ hơn trong nửa cuối năm. Đối với chính sách tài khóa, chúng tôi nhận thấy giải pháp đầu tiên là gói miễn - giảm - giãn thuế cho doanh nghiệp (29.000 tỷ đồng) đã được thông qua. Tuy nhiên, như đã có đánh giá trong các báo cáo trước, hiệu quả mang lại của gói giải pháp này sẽ không cao, do đối tượng được hưởng lợi nhiều nhất từ gói hỗ trợ này sẽ là các doanh nghiệp khỏe mạnh.

Trong bối cảnh hiện tại, khó có thể trông đợi nhiều vào tăng cầu ở khu vực hộ gia đình và tư nhân. Do đó, giải pháp thứ hai là tăng cầu bằng cách đẩy mạnh đầu tư công sẽ được hướng đến. Thông tin từ Bộ Tài chính cho biết giải ngân vốn đầu tư từ ngân sách chỉ đạt 81 ngàn tỷ đồng (~45% kế hoạch) và từ trái phiếu chỉ đạt 10 ngàn tỷ đồng (~22% kế hoạch) trong sáu tháng đầu năm. Như vậy, nguồn vốn còn lại cho nửa cuối năm sẽ là 98 ngàn tỷ đồng từ ngân sách và 35 ngàn tỷ đồng từ trái phiếu, bình quân mỗi tháng là 22 ngàn tỷ đồng. Với nguồn vốn dồi dào như hiện tại, khả năng nhiều dự án đầu tư công sẽ được khởi động trở lại trong nửa cuối năm. Đây sẽ là lực cầu mạnh giúp lĩnh vực sản xuất giải phóng hàng tồn kho đồng thời khôi phục hoạt động sản xuất.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

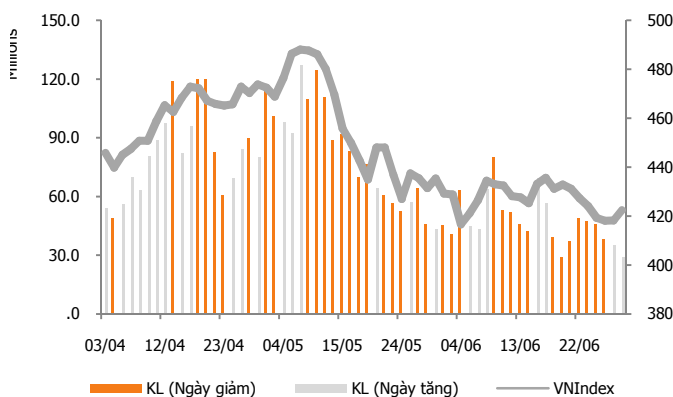
Diễn biến thị trường

Tiếp nối đợt điều chỉnh vào cuối tháng 5, nét chung của TTCK tháng 6 chính là tình trạng chỉ số tiếp tục giằng co theo chiều hướng tiêu cực với thanh khoản sụt giảm mạnh. VNIndex biến động trong biên độ hẹp (416-436), số phiên giảm điểm chiếm đa số khiến chỉ số chốt phiên ngày 29/06 với 422,37 điểm, giảm 1,5% so với phiên ngày 31/05; HNIIndex có mức giảm mạnh hơn (-4,42%) xuống còn 71,07 điểm. Giá trị khớp lệnh trung bình mỗi phiên trên sàn HSX là 697 tỷ đồng (-42%) và trên sàn HNX là 365 tỷ đồng (-45%).

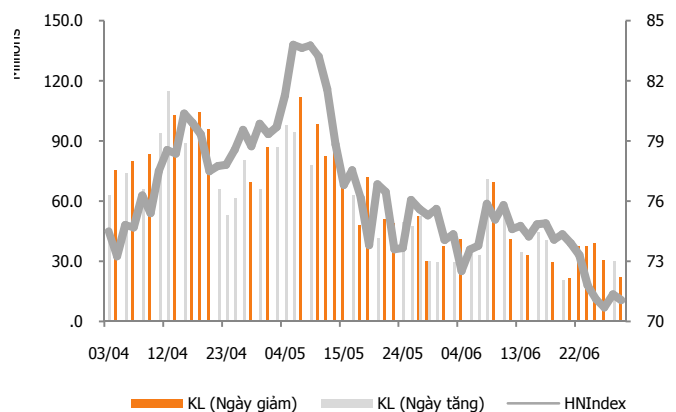
Tháng 6 diễn ra với khá nhiều thông tin vĩ mô tích cực được công bố trong tháng như hạ trần lãi suất về 9%/năm vào ngày 11/06, giảm giá xăng 2 lần liên tiếp trong tuần đầu và tuần cuối tháng với mức giảm 1.500 đồng/lít đối với mặt hàng xăng A92. Tuy nhiên, thị trường hầu như không có bất kỳ phản ứng tích cực nào đối với các thông tin trên. Thay vào đó là sự thận trọng trong giao dịch khiến cho dòng tiền trở nên suy yếu, sự lạc quan trong dài hạn vẫn được duy trì song sự nghi ngại đối với xu hướng ngắn hạn ngày càng trầm trọng hơn. Ngoài ra, những diễn biến khó lường về chính trị tại Hy Lạp cũng như tình hình vay nợ của một số quốc gia thuộc khu vực Eurozone cũng ảnh hưởng đến tâm lý giao dịch của các NĐT. Thanh khoản và điểm số của thị trường vì thế sụt giảm nhiều hơn trong hai tuần cuối tháng.

Hơn 70% số lượng cổ phiếu có vốn hóa thấp giảm điểm trong tháng vừa qua, các cổ phiếu có vốn hóa lớn có sự phân hóa với 10 mã tăng, 22 mã giảm và 6 mã giữ giá, trong đó nhóm giảm mạnh nhất là các mã VIC (-18%), STB (-12%) và BVH (-11%), nhóm giữ giá có MSN, HPG, VCB, ACB và VCG, nhóm tăng giá có PNJ (+9%), KDC (+5%), và một số mã còn lại có mức tăng không đáng kể. Khác với tháng trước, GAS và VCB đóng vai trò trụ cột khá tốt và giúp cho thị trường không giảm điểm quá sâu, đặc biệt là trong những phiên giao dịch gần cuối tháng 6.

Biến động của chỉ số VN-Index trong Q2/2012



Biến động của chỉ số HN-Index trong Q2/2012



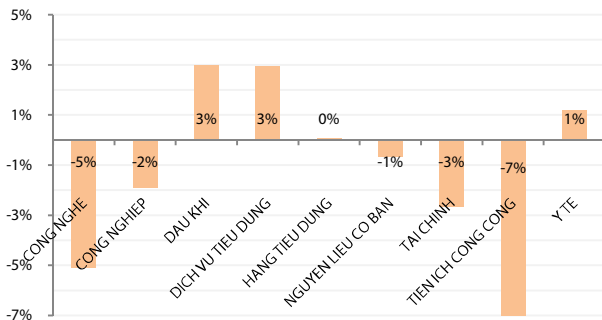
Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

Tháng 6 chứng kiến đợt điều chỉnh danh mục lần thứ 2 trong năm của các quỹ đầu tư chỉ số, NĐT nước ngoài bán ròng rất mạnh REE và STB do REE bị loại ra khỏi danh mục đầu tư của cả hai quỹ FTSE và Market Vectors Vietnam (VNM), còn STB được điều chỉnh giảm tỷ lệ

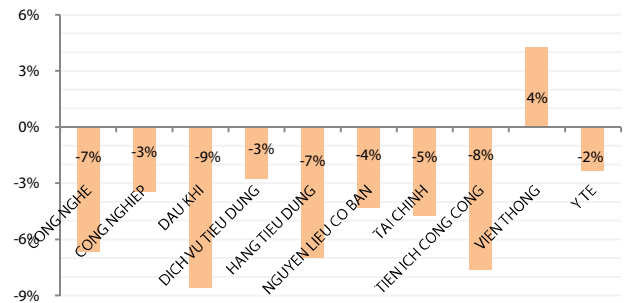
năm giữ. Ngược lại, chiếm tỷ trọng lớn trong giá trị mua ròng trên sàn HNX là hai mã PVX và VCG nhờ VNM tăng đáng kể tỷ lệ nắm giữ đối với hai cổ phiếu này. Sau khi đột điều chỉnh danh mục của hai quỹ ETF kết thúc, động thái bán ròng của khối ngoại bắt đầu chứng lại và xuất hiện trạng thái mua ròng trên sàn HSX trong những phiên giao dịch cuối cùng của tháng.

Tổng kết tháng 6, NĐT nước ngoài bán ròng 650 tỷ trên sàn HSX, STB là mã bị bán nhiều nhất với giá trị lên đến 733 tỷ đồng, tiếp đến là VIC (~142,6 tỷ đồng) và REE (~41,7 tỷ đồng); ở chiều ngược lại, các mã được mua ròng nhiều nhất gồm có GAS (~76 tỷ đồng), MBB (~51 tỷ đồng) và DPM (~47,6 tỷ đồng). Trong khi đó, khối ngoại mua ròng 142 tỷ đồng trên sàn HNX, điển hình nhất là PVX (~88 tỷ đồng) và VCG (~94 tỷ đồng).

Biến động các nhóm ngành trong tháng (HSX)

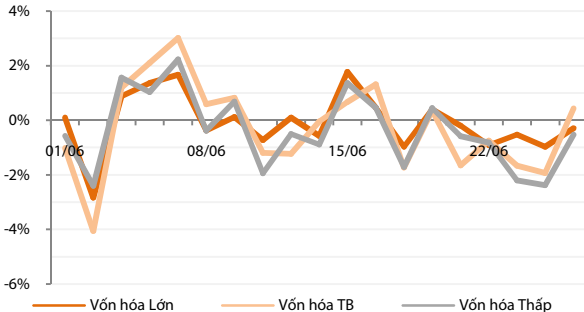


Biến động các nhóm ngành trong tháng (HNX)

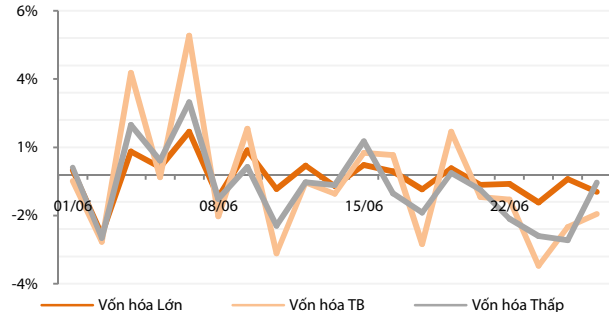


Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

Biến động giá hàng ngày của các nhóm cổ phiếu (HSX)

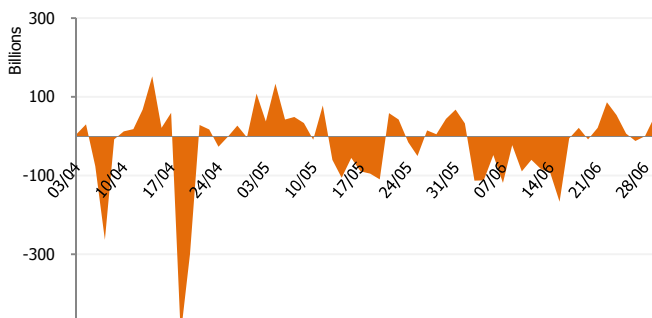


Biến động giá hàng ngày của các nhóm cổ phiếu (HNX)

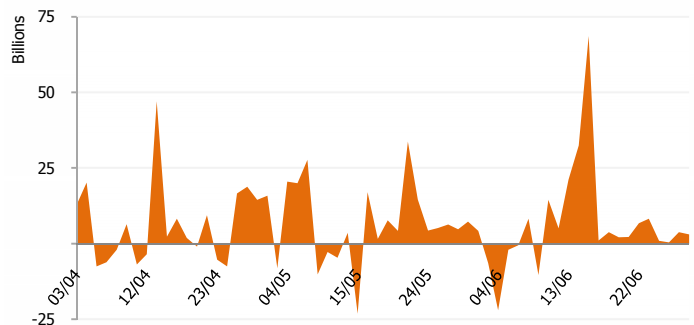


Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

Giá trị giao dịch ròng của khối ngoại trên HSX (tỷ đồng)



Giá trị giao dịch ròng của khối ngoại trên HNX (tỷ đồng)



Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 07/2012

Khối lượng cổ phiếu niêm yết từ đầu năm 2012

Quý I/2012	HSX		HNX	
	SLCP lưu hành (CP)	VHTT (tỷ đồng)	SLCP lưu hành (CP)	VHTT (tỷ đồng)
T1	-	-	-	-
T2	22.870.000	485	8.339.743	79
T3	38.918.990	677	3.000.000	33
T4	9.500.000	190	-	-
T5	1.895.000.000	68.220	25.453.800	267
T6	-	-	11.125.000	88

Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

Triển vọng thị trường

Sang tháng 7/2012, chúng tôi nhận thấy thị trường hoàn toàn thiếu vắng các yếu tố hỗ trợ cho khả năng phục hồi ngắn hạn. Trong khi đó, các giải pháp tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế mang tính trung - dài hạn nhiều hơn. Do vậy, chúng tôi cho rằng xu hướng tích lũy sẽ tiếp diễn trong tháng Bảy. Thị trường trong giai đoạn này sẽ phù hợp cho các NĐT với chiến lược đầu tư trung – dài hạn hơn là các NĐT ngắn hạn.

Chính sách điều hành xúc tiến chậm, mức độ bi quan của giới đầu tư tài chính đang gia tăng. Để giải bài toán tăng trưởng kinh tế, các vấn đề về (1) nợ xấu, (2) cải cách hệ thống ngân hàng và (3) cầu tiêu dùng của nền kinh tế đã được cơ quan điều hành nhận diện. Tuy nhiên, các giải pháp đồng bộ nhằm giải quyết các vướng mắc này vẫn chưa có nhiều chuyển biến. Thông tin mới nhất về nợ xấu được NHNN cập nhật là tỷ lệ nợ xấu đã tăng lên mức 10% và cần khoảng 100.000 tỷ đồng để có thể giải quyết khoản nợ này. Tuy nhiên, đến thời điểm hiện tại, một kế hoạch cụ thể để giải quyết vấn đề này vẫn chưa được nhà điều hành đặt ra. Tương tự ở nhiệm vụ cải cách hệ thống ngân hàng, hiện tại chúng tôi chưa thấy có thêm thông tin về xử lý các ngân hàng yếu kém. Vấn đề thứ ba, cầu tiêu dùng, sẽ cần sự hỗ trợ nhiều hơn của chính sách tài khóa. Chúng tôi đánh giá đây sẽ là nhiệm vụ mới trong sáu tháng cuối năm.

TTCK trong tháng Sáu đã phản ánh rõ tâm trạng thất vọng của nhà đầu tư. NĐT khá thờ ơ trước một số thông tin tích cực được công bố trong giai đoạn này như giảm giá xăng và giảm lãi suất. Giao dịch thị trường khá trầm lắng, khối lượng khớp lệnh bình quân một phiên đã giảm khoảng 50% so với tháng 5. Chúng tôi cho rằng tình trạng này chỉ có thể chấm dứt khi một trong ba vấn đề nêu ở phần trên tiến triển lên bước mới.

Kỳ vọng vào chính sách tài khóa 6 tháng cuối năm. Như chúng tôi đã có phân tích ở yếu tố bên trên cũng như đề cập ở phần kinh tế vĩ mô, đã đến lúc cần thực hiện mạnh tay hơn chính sách tài khóa nhằm tăng tổng cầu của nền kinh tế. Bên cạnh tìm giải pháp nhằm kích thích tiêu dùng khu vực hộ gia đình và tư nhân, các giải pháp chi tiêu đầu tư công được trông đợi sẽ mang lại hiệu quả đáng kể hơn. Với dự địa vốn đầu tư công còn khoảng 98.000 tỷ đồng từ ngân sách và khoảng 35.000 tỷ đồng từ trái phiếu, chính sách tài khóa nếu được mở rộng, bình quân một tháng sẽ có khoảng 22.000 tỷ đồng cung ra nền kinh tế. Đây sẽ là đối tượng tiêu thụ giúp doanh nghiệp giải phóng hàng tồn kho và đi vào tái sản xuất. Hoạt động kinh doanh của các DNNY theo đó được kỳ vọng sẽ tích cực hơn từ quý III và IV/2012.

Giảm dần kỳ vọng vào điểm tựa NĐT nước ngoài. Vai trò nâng đỡ thị trường của khối NĐT nước ngoài bắt đầu mờ nhạt hơn từ tháng 5. Trong tháng Sáu, giao dịch của khối này chủ yếu gắn với hoạt động cơ cấu danh mục của các quỹ đầu tư chỉ số. Trong đó, giao dịch bán ra của khối này tăng nhẹ (~3%) so với tháng 5 do việc giảm tỷ trọng nắm giữ STB của hai quỹ đầu tư chỉ số là FTSE Vietnam Index và Market Vectors Vietnam ETF. Tuy nhiên, mức độ mua vào của khối này đã giảm hơn 20% so với tháng 5. Như vậy, nếu loại trừ khối lượng bán ròng STB, NĐT nước đã mua ròng hơn 200 tỷ đồng trên cả hai sàn, song chỉ tập trung cá biệt ở một số mã như GAS, DPM, MBB, PVX và VCG.

Trong khi đó, kinh tế thế giới đang bộc lộ khó khăn nhiều hơn do ảnh hưởng của vấn đề nợ công châu Âu. Chỉ số HSBC PMI cho thấy điều kiện kinh doanh tháng Sáu của hầu hết các quốc gia đã chuyển biến xấu hơn rất nhiều. Nếu xu hướng này tiếp diễn mà không có gói hỗ trợ kinh tế mới nào được đưa ra, kinh tế thế giới có thể sẽ tiến gần hơn với nguy cơ suy thoái. Do đó, chúng tôi cho rằng cho đến khi chính sách điều hành mang lại hiệu quả nhất định cho nền kinh tế Việt Nam, NĐT nước ngoài cũng sẽ giao dịch thận trọng hơn.

Kết quả kinh doanh quý 1H2012 của các doanh nghiệp niêm yết. KQKD ước tính và chính thức quý II và 2 quý đầu năm của các doanh nghiệp niêm yết sẽ bắt đầu được công bố trong tháng Bảy. Với số liệu kinh tế 6 tháng đầu năm, chúng tôi chưa có nhiều kỳ vọng vào kết quả kinh doanh giai đoạn này của các doanh nghiệp. Tuy nhiên, các doanh nghiệp lành mạnh và nhóm doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực ưu tiên có khả năng tiếp cận nguồn vốn vay với chi phí thấp vẫn có khả năng đạt được kết quả tích cực hơn so với tình hình chung của nền kinh tế. Do đó, thị trường có thể sẽ có sự phân hóa nhẹ, trong đó nhóm tăng giá là các doanh nghiệp tránh được vòng xoáy suy giảm chung của nền kinh tế.

Chiến lược đầu tư

TTCK tháng Sáu biến động trong kênh giá hẹp với sự suy giảm mạnh về thanh khoản. Các thông tin từng được NĐT phản ứng mạnh và tích cực trong các tháng trước như giảm giá xăng và hạ lãi suất hầu như không có tác dụng trong giai đoạn này. Lạm phát giảm tốc không còn là sự vui mừng vì mục tiêu đạt được, mà thay vào đó là sự bi quan bởi là dấu hiệu của kinh tế suy yếu. Bên cạnh mối quan ngại đối với vấn đề kinh tế trong nước, diễn biến khó lường của kinh tế thế giới góp phần làm tăng trở ngại đối với nỗ lực phục hồi của các chỉ số. Trong tháng Sáu, nỗ lực của VNIndex chưa đủ mạnh để giúp chỉ số này tiến sát hơn với ngưỡng 460 điểm, song xu thế hiện tại cho thấy chỉ số này đang tiến gần hơn với cận dưới 400 mà chúng tôi đặt ra cho chiến lược đầu tư tháng Sáu.

Sang tháng Bảy, chúng tôi kỳ vọng xu hướng của tháng Sáu sẽ tiếp diễn, bởi các lý do: (1) Thị trường hầu như vắng bóng thông tin hỗ trợ ngắn hạn. Thông tin giảm giá xăng, mức tăng chỉ số giá tiêu dùng, hoặc KQKD của các doanh nghiệp, dù là tiêu cực hay tích cực, đều là những thông tin đã được đoán định từ trước; và, (2) Các giải pháp tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế mang tính trung - dài hạn. Từ những lý do này, chúng tôi cho rằng quá trình tích lũy vẫn sẽ kéo dài sang tháng Bảy. Và trước dấu hiệu suy yếu về thanh khoản, yếu tố có thể làm tăng bi quan của NĐT, chúng tôi điều chỉnh một chút mức kỳ vọng so với tháng trước. Theo đó, chúng tôi tin rằng kịch bản VNIndex biến động trong khoảng 400 – 450 điểm sẽ có xác suất xảy ra cao nhất. Với kịch bản này, chúng tôi cho rằng tháng Bảy chỉ phù hợp cho các NĐT trung - dài hạn đang

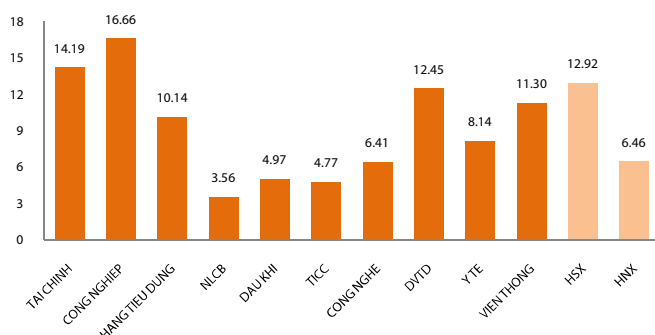
nằm giữ tỷ trọng tiền mặt cao (trên 70%). NĐT theo chiến lược này có thể bắt đầu xem xét giải ngân từng phần khi VNIndex tiến về ngưỡng 400 điểm.

Quý nhà đầu tư có thể tham khảo các cổ phiếu được chúng tôi đánh giá có triển vọng đầu tư tốt trong báo cáo cổ phiếu triển vọng được phát hành vào tháng 3/2012.

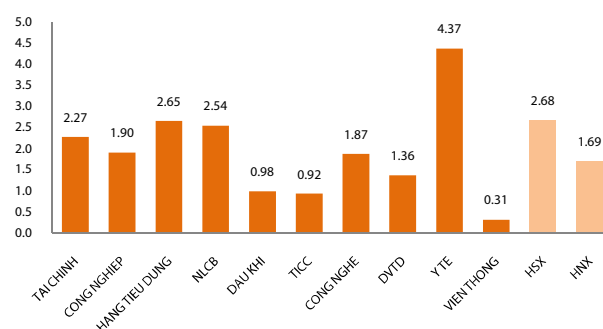
Rủi ro

Kịch bản thị trường đã được chúng tôi cân nhắc khá kĩ dựa trên những yếu tố hiện có. Tuy nhiên, một sự biến động bất ngờ trong nền kinh tế hoặc thị trường có thể gây sai lệch những kỳ vọng. Yếu tố bất ngờ chúng tôi muốn đề cập ở đây các chuyển biến về mặt chính sách có thể sẽ đến chậm hơn so với kỳ vọng. Trong khi đó, trước những khó khăn hiện tại của kinh tế thế giới, xu hướng của NĐT nước ngoài vẫn là ẩn số khó đoán định. Thị trường sẽ đối diện với nguy cơ lún sâu dưới vùng 390 điểm và thời gian hồi phục sẽ lâu hơn dự định. Trong trường hợp này, chúng tôi vẫn cho rằng tăng tỷ trọng nắm giữ cổ phiếu nên là chiến lược thực hiện của NĐT.

Chỉ số P/E tại thời điểm cuối tháng 06/2012



Chỉ số P/B tại thời điểm cuối tháng 06/2012



Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

Bảng cập nhật hiệu quả khuyến nghị “Cổ phiếu triển vọng 2012”:

Mã CK	Giá mục tiêu	Giá @ thời điểm phát hành báo cáo cập nhật (12/03/2012)	Giá @ 05/07/2012	Giá cao nhất kể từ thời điểm phát hành	Giá thấp nhất kể từ thời điểm phát hành	Thời hạn đầu tư	Mục đích đầu tư
VNM	95.500	91.500	87.000	96.000	85.500	Dài hạn	Giá trị
PGD	42.000	31.000	33.800	37.400	31.000	Trung hạn	Tăng trưởng
DPM	36.000	29.200	33.900	40.800	28.900	Trung hạn	Giá trị
HPG	23.500	22.000	23.400	27.100	22.000	Trung hạn	Tăng trưởng
CNG	35.000	27.900	26.100	36.200	25.700	Trung hạn	Tăng trưởng
PHR	32.000	27.100	29.500	39.000	25.500	Ngắn hạn	Giá trị
EIB	19.700	16.900	18.500	19.000	16.900	Trung - dài hạn	Tăng trưởng
KLS	13.000	11.300	9.500	13.800	9.000	Trung hạn	Cơ hội
DIG	18.000	16.500	16.500	22.600	15.600	Trung - dài hạn	Giá trị

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, 2012.



CTCP CHỨNG KHOÁN RÔNG 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 Hà Nội

Số 2C Thái Phiên – Quận Hai Bà
Trung – Hà Nội

Tel: (84 4) 6288 2006

Fax: (84 4) 6288 2008

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần
Thơ

Tel: (84 71) 381 7578

Fax: (84 71) 381 7579

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Tel: (84 58) 382 0006

Fax: (84 58) 382 0008