

BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ & THỊ TRƯỜNG

Quý I/2014

Ngày 17/04/2014

Phòng Phân Tích CTCP Chứng Khoán Bảo Việt

Trụ sở chính Hà Nội

Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, HN

Tel: (84-4)-3928 8080

Fax: (84-4)-3928 9888

Email: research-bvsc@baoviet.com.vn

Website: www.bvsc.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Số 233 Đồng Khởi, Quận I, HCM

Tel: (84-8)-3914 6888

Fax: (84-8)-3914 7999

KINH TẾ VĨ MÔ

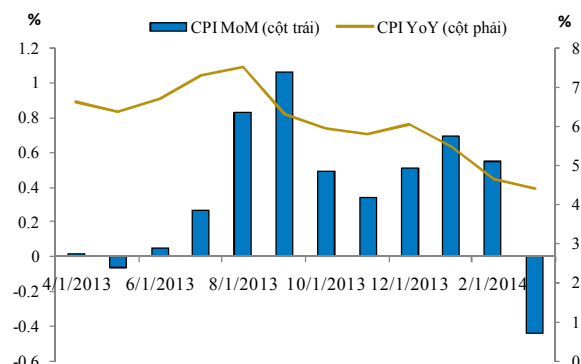
- *Nền kinh tế trong quý I được nhận định tiếp tục trên đà hồi phục tuy tốc độ còn chậm và mức độ hồi phục chưa đồng đều giữa các khu vực. Khu vực dịch vụ đóng vai trò đầu tàu, đóng góp hơn một nửa vào mức tăng trưởng GDP chung trong khi khu vực công nghiệp- xây dựng và nông- lâm- thủy sản còn gặp nhiều khó khăn.*
- *Chỉ số giá tiêu dùng CPI trong quý I đã xuống mức thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại đây. Điều này một phần được coi là hệ quả của sức cầu nội địa yếu khi tiêu dùng hộ gia đình phục hồi chậm trong khi đầu tư tư nhân hầu như không tăng trưởng trong ba tháng đầu năm.*
- *Chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ có thêm nhiều giải pháp nhằm đẩy mạnh vốn ra nền kinh tế. Trong đó, trọng tâm vẫn là tiếp tục các giải pháp giải quyết nợ xấu, điều hành lãi suất theo hướng giảm thêm (nếu có thể) và đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công (bao gồm vốn từ NSNN và vốn TPCP).*

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

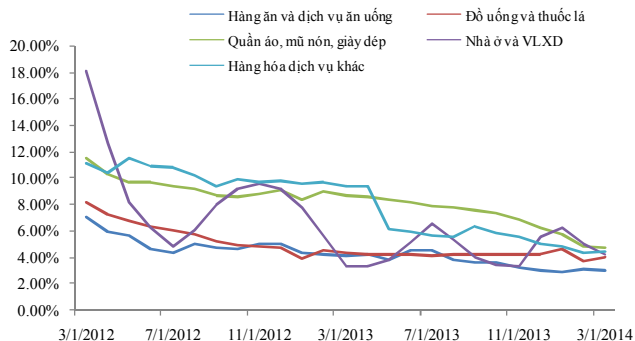
- *Nhà đầu tư trong nước đẩy mạnh giao dịch, thanh khoản và các chỉ số tăng trưởng đột biến. Kết thúc quý I, VnIndex tăng 17%, HnxIndex tăng 32%, là thị trường có mức tăng tốt nhất khu vực.*
- *Nhà ĐTNN giảm giá trị mua ròng trong quý I, một số cổ phiếu đã chịu áp lực bán ròng mạnh khi các quỹ đồng thực hiện cơ cấu lại danh mục. Diễn biến này còn có thể tiếp diễn trong quý tới khi dòng vốn ngoại tiếp tục, tìm kiếm các cơ hội đầu tư có nhiều tiềm năng tăng trưởng.*
- *Theo quan điểm của BVSC, tần suất xuất hiện chính sách mới sẽ giảm trong quý II, bên cạnh đó do nhiều cổ phiếu hiện đã ở mặt bằng giá cao nên động lực tăng trưởng của thị trường không còn lớn. Triển vọng kinh doanh của doanh nghiệp sẽ nhân tố chính quyết định xu hướng vận động của dòng tiền và thị trường trong các quý tới.*

KINH TẾ VĨ MÔ

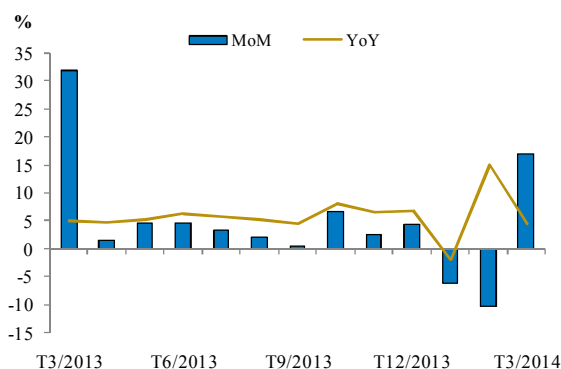
Lạm phát so với tháng trước và cùng kỳ năm trước



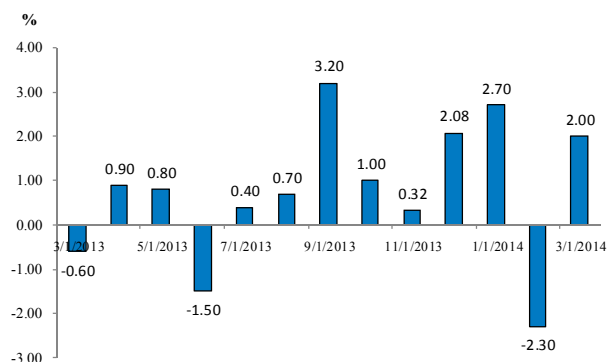
Diễn biến giá một số nhóm hàng



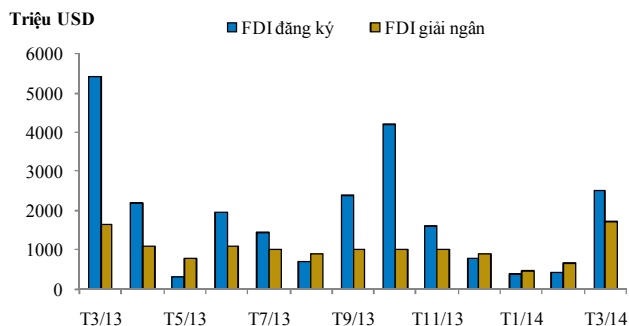
Chỉ số sản xuất công nghiệp



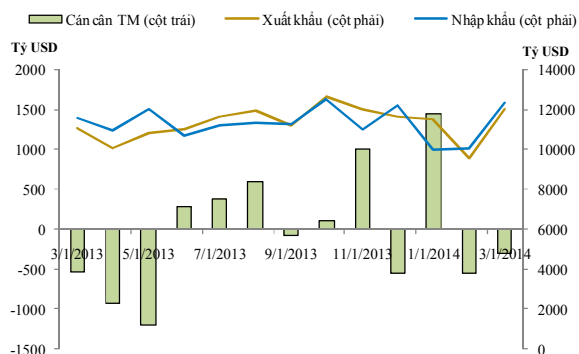
Tổng mức HH bán lẻ và doanh thu DV tiêu dùng (MoM)



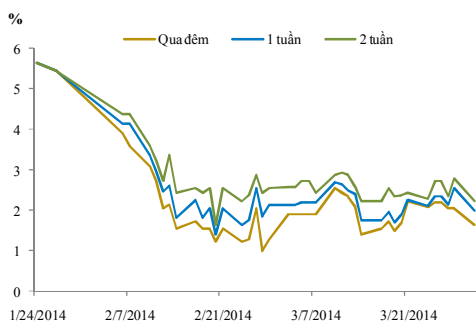
FDI



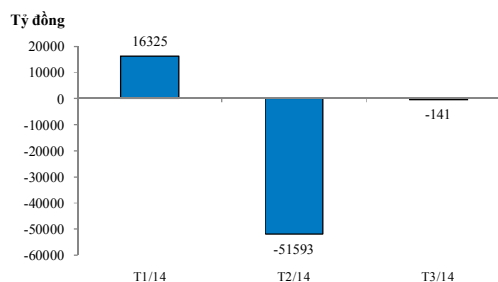
Cán cân thương mại



Lãi suất liên ngân hàng



Thị trường OMO

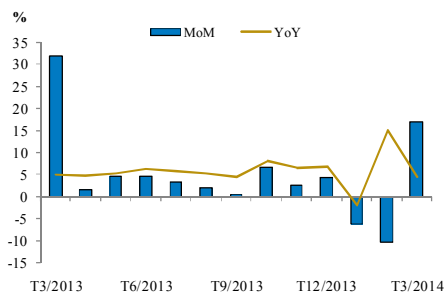


Nguồn: Bloomberg, GSO, BVSC

- *Nền kinh tế trong quý I được nhận định tiếp tục trên đà hồi phục tuy tốc độ còn chậm và mức độ hồi phục chưa đồng đều giữa các khu vực. Khu vực dịch vụ đóng vai trò đầu tàu, đóng góp hơn một nửa vào mức tăng trưởng GDP chung trong khi khu vực công nghiệp- xây dựng và nông- lâm- thủy sản còn gặp nhiều khó khăn.*
- *Chỉ số giá tiêu dùng CPI trong quý I đã xuống mức thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại đây. Điều này một phần được coi là hệ quả của sức cầu nội địa yếu khi tiêu dùng hộ gia đình phục hồi chậm trong khi đầu tư tư nhân hầu như không tăng trưởng trong ba tháng đầu năm.*
- *Chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ có thêm nhiều giải pháp nhằm đẩy mạnh vốn ra nền kinh tế. Trong đó, trọng tâm vẫn là tiếp tục các giải pháp giải quyết nợ xấu, điều hành lãi suất theo hướng giảm thêm (nếu có thể) và đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công (bao gồm vốn từ NSNN và vốn TPCP).*

Tổng cung: tiếp tục xu hướng hồi phục

Chỉ số sản xuất công nghiệp (YoY)



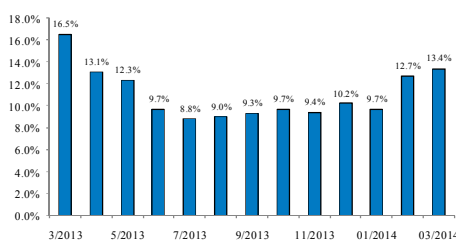
Nguồn: GSO, BVSC

Chỉ số sản xuất công nghiệp

Tính chung ba tháng đầu năm, chỉ số sản xuất công nghiệp tăng 5,2%, cao hơn mức tăng 5% của cùng kỳ năm trước. Chỉ số này giảm khá mạnh do yếu tố thời vụ trong hai tháng đầu năm (rơi vào kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán) nhưng đã phục hồi trở lại trong tháng 3 (IIP tháng 3 tăng 17% so với tháng 2).

Trong các ngành công nghiệp, ngành chế biến- chế tạo đóng vai trò trụ cột với mức tăng khá (7,3%), cao hơn nhiều mức tăng 5,3% của quý I/2013, đóng góp phần lớn (5,1 điểm phần trăm) vào mức tăng chung. Trong khi đó, ngành khai khoáng giảm 2,9% (khai thác dầu thô và khí đốt tự nhiên giảm 1,6%, khai thác than cứng và than non giảm 8,9%), làm giảm 0,6 điểm phần trăm của mức tăng chung. Dù mức tăng chung của chỉ số sản xuất công nghiệp trong quý I chưa thật sự lớn nhưng chúng tôi đánh giá cao sự phục hồi của ngành công nghiệp chế biến-chế tạo. Đây là ngành thâm dụng nhiều lao động và các lĩnh vực phục hồi mạnh đều liên quan mật thiết đến hoạt động xuất khẩu như sản xuất dệt (tăng 20%); sản xuất da và các sản phẩm liên quan (tăng 19,4%); sản xuất trang phục (tăng 14%); sản xuất sản phẩm điện tử, máy tính và quang học tăng (12,6%). Điều này phần nào cho thấy các ngành sản xuất liên quan đến xuất khẩu vẫn có triển vọng tăng trưởng tốt trong năm nay.

Chỉ số tồn kho ngành CN chế biến- chế tạo



Nguồn: GSO, BVSC

Chỉ số hàng tồn kho ngành công nghiệp chế biến chế tạo

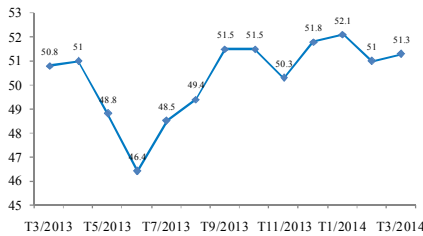
Chỉ số hàng tồn kho ngành công nghiệp chế biến chế tạo tính đến ngày 1/3/2014 tăng 13,4% so với cùng kỳ năm ngoái. Mức tăng này thấp hơn so với cùng kỳ các năm gần đây (năm 2011 tăng 19,8%; năm 2012 tăng 34,9%; năm 2013 tăng 16,5%). Tuy vậy, kể từ tháng 1 trở lại đây thì chỉ số này đang có xu hướng tăng lên. Một số ngành có chỉ số tồn kho tăng cao hơn nhiều so với mức tăng chung là: Sản xuất kim loại tăng 126,8%; sản xuất thuốc, hoá dược và dược liệu tăng 61,4%; sản xuất sản phẩm từ kim loại đúc sẵn (trừ máy móc, thiết bị) tăng 59,4%; sản xuất hóa chất và sản phẩm hóa chất tăng 54,2%.

Chỉ số PMI tiếp tục xu hướng mở rộng trong quý I

Chỉ số nhà quản trị mua hàng (PMI) do HSBC công bố liên tục duy trì trên ngưỡng 50 điểm trong cả ba tháng của quý I, trong đó đạt mức điểm cao nhất (52,1 điểm) vào tháng 1. Mặc dù chỉ số này giảm nhẹ trở lại trong tháng 2 và tháng 3 nhưng mức điểm số trên 50 vẫn cho thấy các hoạt động sản xuất vẫn đang được mở rộng.

Hai chỉ số phụ quan trọng trong PMI là số đơn đặt hàng mới và sản lượng đang cho diễn biến tương đối tích cực. Số lượng đơn đặt hàng mới trong tháng 3 có tốc độ

Chỉ số PMI do HSBC công bố



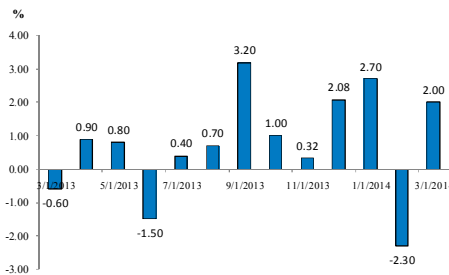
Nguồn: Bloomberg, BVSC

gia tăng mạnh nhất trong năm tháng gần đây trong khi sản lượng cũng tăng tháng thứ sáu liên tiếp. Lĩnh vực việc làm giảm nhẹ trong tháng 3 nhưng tốc độ giảm không đáng kể. Nhìn chung, hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp Việt Nam đang được hỗ trợ bởi việc gia tăng vốn đầu tư nước ngoài và sự khởi sắc trong nền kinh tế của một số thị trường xuất khẩu chủ lực như Mỹ, EU, Nhật Bản.

Tổng hợp các chỉ báo về tổng cung cho thấy tình hình sản xuất của các doanh nghiệp Việt Nam trong quý I tiếp tục xu hướng hồi phục nhưng tốc độ còn chậm và chưa đồng đều giữa các khu vực. Tuy vậy, sự phục hồi của ngành công nghiệp chế biến-chế tạo là rất đáng ghi nhận. Chúng tôi kỳ vọng sự khởi sắc của ngành này sẽ tạo ra hiệu ứng lan tỏa tới các ngành sản xuất khác, đồng thời góp phần cải thiện cầu tiêu dùng.

Tổng cầu: khu vực trong nước phục hồi yếu, khu vực FDI duy trì đà tăng trưởng cao

Doanh số bán lẻ



Nguồn: GSO, BVSC

Tiêu dùng trong nước

Tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ba tháng đầu năm tăng **10,2%** so với cùng kỳ năm trước, nếu loại trừ yếu tố giá thì tăng 5,1%, tuy cao hơn mức tăng của cùng kỳ hai năm gần đây nhưng vẫn thấp hơn khá nhiều mức tăng cùng kỳ của năm 2011 (năm 2011 tăng 7,5%; năm 2012 tăng 5,0%; năm 2013 tăng 4,5%). Nhìn chung sức cầu tiêu thụ trong nền kinh tế vẫn khá âm ỉ khi người dân tiếp tục xu hướng thắt chặt chi tiêu, ngay cả vào lúc cao điểm Tết Nguyên Đán (tháng 1), doanh số bán lẻ cũng chỉ tăng nhẹ 2,7%.

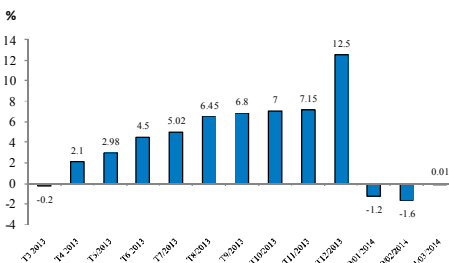
Đầu tư tư nhân

Tăng trưởng tín dụng tính đến cuối quý I đã đạt mức tăng trưởng dương **0,01%** so với cuối năm 2013 sau hai tháng đầu năm liên tục ở mức âm. Mặt bằng lãi suất cho vay tiếp tục giảm thêm khoảng 0,5-1% trong quý I/2014 nhưng tín dụng vẫn chưa thể khởi thông. Tín dụng giảm có nguyên nhân từ yếu tố thời vụ (thời điểm đầu năm các doanh nghiệp chưa có kế hoạch vay vốn mở rộng sản xuất kinh doanh nhiều). Tuy vậy, cũng có nguyên nhân khác là các doanh nghiệp không muốn vay khi sức cầu tiêu thụ của nền kinh tế còn yếu. Về phía các ngân hàng, mối lo ngại xấu cũng phần nào cản trở hoạt động cấp tín dụng cho doanh nghiệp. Trong phiên họp Chính phủ thường kỳ mới nhất, Thủ tướng đã yêu cầu hệ thống ngân hàng phải sớm có các giải pháp đẩy mạnh tiền ra nền kinh tế, thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong các tháng tới. Theo quan điểm của chúng tôi, muốn kích cầu tín dụng, ngoài việc giảm lãi suất cho vay, Chính phủ cần chú trọng nhiều hơn đến các giải pháp kích thích tổng cầu như đẩy mạnh vốn đầu tư từ ngân sách Nhà nước (giải ngân quý I ước tính đạt 34,4 nghìn tỷ đồng, mới bằng 19% kế hoạch năm và giảm 2,3% so với cùng kỳ năm 2013), vốn đầu tư từ TPCP (giải ngân vốn TPCP vẫn còn rất chậm, số dư trái phiếu luôn dao động khoảng 63.000 tỷ đồng). Ngoài ra, lộ trình xử lý nợ xấu cũng cần được thực hiện quyết liệt hơn nữa mới có thể giúp các ngân hàng trút bỏ mối lo ngại xấu, tự tin cấp tín dụng trở lại cho doanh nghiệp.

Đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI

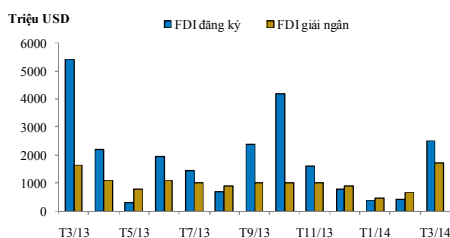
Thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài trong ba tháng đầu năm ước đạt **3,3 tỷ USD**, giảm 49,6% so với cùng kỳ năm 2013. Việc vốn FDI đăng ký giảm mạnh so với cùng kỳ là do sự thiếu vắng các dự án lớn (vốn đăng ký của nhà máy Samsung Electronics Thái Nguyên đóng góp 1,2 tỷ USD vào tổng vốn đăng ký 6 tỷ

Tăng trưởng tín dụng



Nguồn: SBV, BVSC tổng hợp

Vốn FDI



Nguồn: GSO, BVSC

USD trong quý I/2013). Về giải ngân, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện quý I/2014 ước tính đạt **2,8 tỷ USD**; tăng 5,6% so với cùng kỳ năm 2013.

Đầu tư công

Vốn đầu tư từ ngân sách Nhà nước trong ba tháng đầu năm ước tính đạt 34,4 nghìn tỷ đồng, bằng 19% kế hoạch năm và giảm 2,3% so với cùng kỳ năm 2013. Thông thường, giải ngân vốn đầu tư từ ngân sách thường đạt mức thấp trong quý I. Tuy vậy, trong bối cảnh tổng cầu phục hồi yếu như hiện nay, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ sớm đẩy mạnh giải ngân nguồn vốn này trong thời gian tới nhằm tạo hiệu ứng lan tỏa cho nền kinh tế.

Tình hình xuất nhập khẩu

Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa ba tháng đầu năm ước đạt 33,3 tỷ USD, tăng 14% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, khu vực kinh tế trong nước đạt 10,9 tỷ USD, tăng 9,8%; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài (kể cả dầu thô) đạt 22,4 tỷ USD, tăng 16,3%. Nhập khẩu trong quý I ước đạt 32,3 tỷ USD, tăng 12,4% so với cùng kỳ năm 2012. Khu vực kinh tế trong nước đạt 13,8 tỷ USD, tăng 9,7%; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài đạt 18,5 tỷ USD, tăng 14,6%.

Từ số liệu trên có thể thấy cán cân thương mại của Việt Nam trong quý I tiếp tục chịu ảnh hưởng lớn từ khu vực kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài. Khu vực kinh tế này đạt được sự tăng trưởng mạnh trong việc nhập khẩu một lượng lớn nguyên liệu đầu vào nhằm phục vụ cho hoạt động chế xuất, đặc biệt tại một số mặt hàng tiêu biểu như dệt may, máy tính, linh kiện điện tử. Trong khi đó, xuất nhập khẩu của khu vực kinh tế trong nước chỉ đạt mức tăng trưởng khoảng 10%, thấp hơn mức tăng trưởng của khu vực FDI, thể hiện sự hồi phục chậm của các doanh nghiệp nội địa.

Tính chung ba tháng đầu năm, Việt Nam đạt mức **xuất siêu 1 tỷ USD**, bằng 3% tổng kim ngạch hàng hóa xuất khẩu. Trong tổng xuất siêu 3 tháng, khu vực có vốn đầu tư nước ngoài xuất siêu 3,9 tỷ USD; khu vực kinh tế trong nước nhập siêu 2,9 tỷ USD. Như vậy, xuất siêu vẫn thuộc về khu vực có vốn đầu tư nước ngoài với các mặt hàng gia công, lắp ráp luôn chiếm ưu thế như: điện thoại các loại và linh kiện, điện tử, máy tính và linh kiện, hàng dệt may...

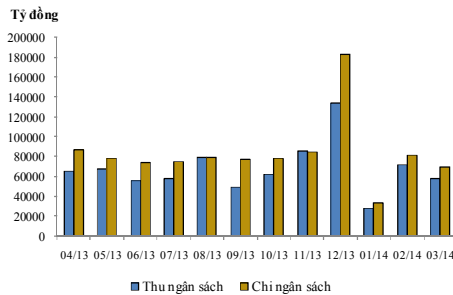
Tổng hợp các yếu tố từ phía cầu chúng tôi nhận thấy đà hồi phục của tiêu dùng nội địa trong quý I còn khá chậm. Đầu tư tư nhân còn gặp nhiều khó khăn, thể hiện qua tăng trưởng tín dụng thấp. Trong khi đó, vốn đầu tư từ ngân sách Nhà nước và nguồn TPCP giải ngân chậm nên chưa tạo được hiệu ứng lan tỏa trong nền kinh tế. Tuy vậy, xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng tốt trong quý I với vai trò đầu tàu từ khu vực FDI. Khu vực kinh tế trong nước dần hồi phục nhưng tốc độ còn khá chậm.

Lạm phát quý I: tăng thấp nhất trong vòng 10 năm

Lạm phát quý I/2014 thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại đây

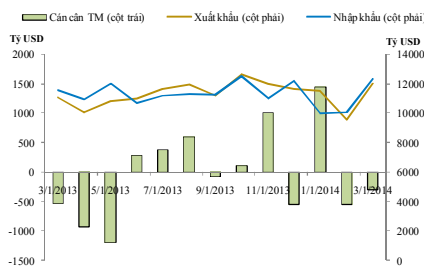
Nếu như các năm trước, lạm phát tăng thấp trong các tháng có Tết Nguyên Đán được coi là tín hiệu tích cực nổi bật của nền kinh tế thì đến năm nay, việc chỉ số CPI tháng 3 giảm 0,44% so với tháng 2, giúp lạm phát cuối quý I chỉ tăng 0,8% so với cuối năm ngoái và tăng 4,39% so với cùng kỳ năm 2013 đang mang đến nhiều lo ngại hơn sự lạc quan. Mức tăng 0,8% trong ba tháng đầu năm là thấp nhất kể từ năm 2006 trở lại đây trong khi mức tăng bình quân trong quý I so với bình quân cùng kỳ năm ngoái (4,83%) là mức tăng thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại đây. Việc CPI

Thu chi ngân sách



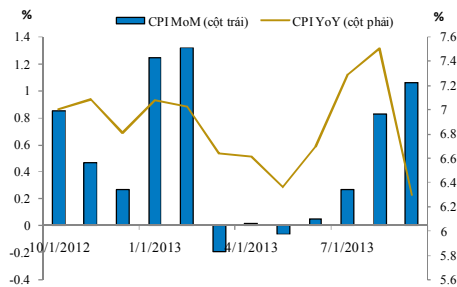
Nguồn: GSO, BVSC

Cán cân thương mại



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Lạm phát



Nguồn: Bloomberg, BVSC

giảm trong tháng 3 không phải điều lạ khi đã xảy ra nhiều lần do yếu tố thời vụ nhưng mức giảm tới 0,44% cũng là mức giảm sâu nhất trong vòng 7 năm trở lại đây.

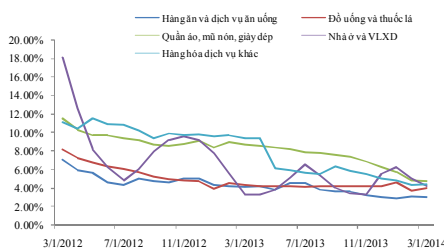
Nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống có mức giảm lên tới gần 1% trong tháng 3. Với tỷ trọng lớn (chiếm 40% trong rổ tính CPI), sự hạ nhiệt của giá cả lương thực thực phẩm đã đóng góp đáng kể vào mức giảm CPI chung. Tuy nhiên, điều này càng cho thấy cầu tiêu dùng các mặt hàng thiết yếu hiện vẫn khá yếu, lúc cao điểm (Tết Nguyên Đán), CPI chỉ tăng thấp (tháng 1 tăng 0,69%; tháng 2 tăng 0,55%) trong khi các tháng sau Tết lại quay đầu giảm mạnh.

Không nhiều áp lực tăng lạm phát trong các tháng tới

Trung bình lạm phát quý I trong các năm gần đây chiếm khoảng 30% tổng mức tăng lạm phát trong cả năm. Nếu xu hướng này tiếp diễn và cầu không sớm được cải thiện trong các tháng tới, nhiều khả năng lạm phát trong cả năm nay sẽ thấp hơn nhiều so với mục tiêu 7% của Chính phủ.

Theo quy luật hàng năm, lạm phát trong quý II thường không có biến động lớn. Hiện chúng tôi cũng chưa thấy nhiều nguy cơ gây áp lực lên lạm phát trong các tháng tới ở cả khía cạnh cầu kéo (cầu tiêu dùng hồi phục chậm, tín dụng hầu như không tăng trưởng trong quý I) lẫn chi phí đẩy (mặt bằng lãi suất thấp, tỷ giá ổn định, giá các mặt hàng đầu vào như xăng dầu, điện nước chưa có nhiều biến động). Nhiều khả năng mặt bằng giá cả trong quý II sẽ giữ nguyên như mức hiện nay hoặc sẽ chỉ tăng rất thấp. Chỉ số CPI dự kiến sẽ có mức tăng mạnh hơn vào tháng 8 và tháng 9 khi đây là thời điểm các tỉnh thành, địa phương tiếp tục lộ trình điều chỉnh giá học phí và dịch vụ y tế. Trên thực tế, lạm phát vẫn là một chỉ báo quan trọng quyết định đến chính sách điều hành lãi suất của NHNN. Việc giảm các mức lãi suất chủ chốt ngày 18/03 vừa qua của NHNN có xuất phát không nhỏ từ việc CPI trong quý I chỉ tăng ở mức thấp. Với diễn biến của lạm phát như hiện nay, BVSC cho rằng khả năng để mặt bằng lãi suất tiếp tục giảm thêm trong các tháng còn lại của năm 2014 vẫn có thể xảy ra, cho dù dư địa giảm không còn nhiều.

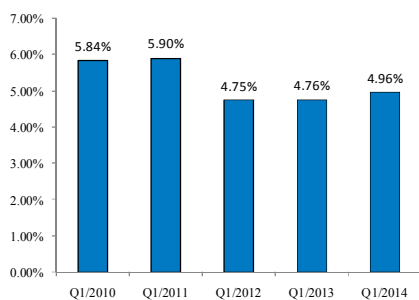
Diễn biến giá các nhóm hàng hóa



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Tăng trưởng GDP: đầu tàu lĩnh vực dịch vụ

Tăng trưởng GDP Q1 các năm gần đây



Nguồn: GSO, BVSC

Tăng trưởng GDP quý I đạt mức 4,96 %

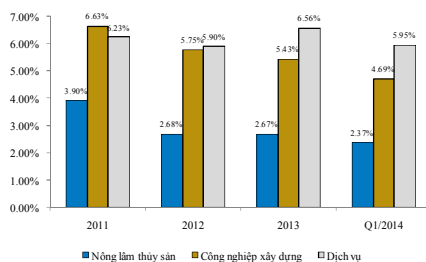
Tổng sản phẩm trong nước (GDP) ba tháng đầu năm 2014 ước tính tăng 4,96% so với cùng kỳ năm 2013. Mức tăng này thấp hơn so với cùng kỳ năm 2010 (tăng 5,97%) và năm 2011 (tăng 5,9%) nhưng cao hơn so với hai năm trở lại đây (năm 2012 tăng 4,75%; năm 2013 tăng 4,96%).

Về cơ cấu, khu vực nông - lâm - thủy sản trong quý I chiếm 12,9% tổng giá trị GDP, khu vực công nghiệp và xây dựng chiếm 40,3%, khu vực dịch vụ chiếm 46,8%. Cơ cấu này không có nhiều thay đổi so với cùng kỳ năm ngoái.

Lĩnh vực dịch vụ đóng vai trò đầu tàu

Nổi bật trong tăng trưởng GDP quý I là sự đóng góp của khu vực dịch vụ (tăng tới 5,95%) với các lĩnh vực chiếm tỷ trọng lớn là bán buôn bán lẻ (chiếm 15% GDP, tăng 5,61%); dịch vụ lưu trú ăn uống (chiếm 4,52% GDP, tăng 7,58%); tài chính ngân hàng bảo hiểm (chiếm 3,92% GDP, tăng 5,91%). Đặc biệt so với cùng kỳ năm 2013 (chỉ tăng 4,68%) thì khu vực dịch vụ trong quý I năm nay có sự khởi sắc hơn hẳn. Với tỷ trọng trong GDP lớn, chỉ riêng khu vực dịch vụ đã đóng góp hơn một

Tốc độ tăng trưởng các khu vực



Nguồn: GSO, BVSC

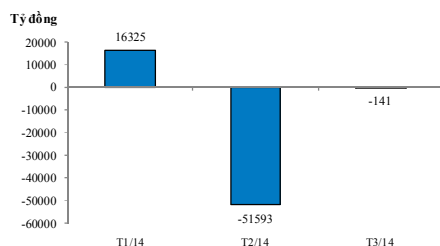
nửa vào tăng trưởng GDP trong ba tháng đầu năm.

Tuy vậy, hai khu vực còn lại là công nghiệp- xây dựng và nông lâm nghiệp thủy sản lại cho dấu hiệu tiếp tục chậm lại tại chỗ và kéo dài xu hướng tăng trưởng chậm lại kể từ năm 2011. Khu vực công nghiệp và xây dựng chỉ tăng 4,69% trong quý I, không cải thiện nhiều so với cùng kỳ năm ngoái (tăng 4,59%) và cách khá xa so với mức tăng 5,15% của quý I/2012 và 6,66% của quý I/2011. Khu vực nông lâm nghiệp và thủy sản cũng có diễn biến tương tự khi chỉ tăng 2,37% trong quý I năm nay, gần như không thay đổi so với quý I/2013 và thấp hơn nhiều so với mức tăng 2,8% của quý I/2012 và 3,35% của quý I/2011.

Đáng chú ý, khu vực công nghiệp-xây dựng và nông lâm nghiệp thủy sản đều bao gồm những ngành nghề thâm dụng lao động lớn (ước tính trên 80% tổng số lao động) nên sự tăng trưởng chậm lại của hai khu vực kinh tế trên có ảnh hưởng rất lớn đến đời sống đại đa số người dân. Thu nhập của số đông dân chúng bị ảnh hưởng khiến sức mua trong nền kinh tế hồi phục chậm (tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ quý I nếu loại trừ yếu tố giá chỉ tăng 5,1%). Chừng nào sức mua chưa hồi phục, giới doanh nghiệp sẽ vẫn thận trọng với các kế hoạch mở rộng sản xuất kinh doanh. Khi đó, cho dù lãi suất tiếp tục hạ, nợ xấu được giải quyết, các ngân hàng rộng cửa cho vay cũng không dễ để tín dụng tăng trưởng mạnh được.

Thị trường tiền tệ: thanh khoản hệ thống ngân hàng dồi dào

Thị trường OMO



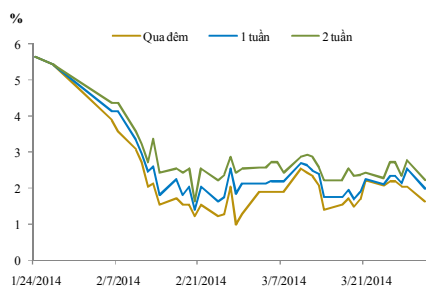
Thị trường OMO

Trong quý I, NHNN đã hút ròng tổng cộng khoảng 35.000 tỷ đồng thông qua nghiệp vụ thị trường mở. Thời điểm hút ròng mạnh nhất là tuần từ 10/02 đến 14/02 với giá trị lên tới hơn 50.000 tỷ đồng chủ yếu nhằm trung hòa lượng tiền NHNN bơm ra trước đó để hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống trước Tết Nguyên Đán. Đáng chú ý, kể từ thời điểm giữa tháng 3 trở lại đây, các ngân hàng rất hạn chế tham gia đấu thầu qua OMO, thậm chí đã ba tuần liên tiếp không có ngân hàng nào đăng ký đấu thầu. Thanh khoản dồi dào đã giúp các ngân hàng không có nhu cầu vay mượn ngắn hạn nhiều, thị trường OMO do đó ở trong tình trạng khá ảm đạm.

Thị trường liên ngân hàng

Lãi suất trên thị trường liên ngân hàng đã xuống mức rất thấp trong quý I, trung bình chỉ còn 2,8%/năm cho kỳ hạn qua đêm, 3%/năm cho kỳ hạn một tuần và 3,5%/năm cho kỳ hạn hai tuần. Những mức lãi suất này đều cao hơn so với cùng kỳ năm 2013 khi lãi suất các kỳ hạn qua đêm, 1 tuần, 2 tuần khi đó lần lượt là 3,12%; 3,55% và 4,1%/năm. Thậm chí trong thời gian gần đây, những mức lãi suất này còn xuống mức rất thấp (chỉ khoảng 2%/năm cho kỳ hạn qua đêm, 2,3%/năm cho kỳ hạn một tuần và 2,7%/năm cho kỳ hạn hai tuần. Mặc dù tiêu chuẩn để vay trên thị trường liên ngân hàng hiện đã được nâng lên, không phải nhà băng nhỏ nào gặp khó khăn về thanh khoản cũng có thể dễ dàng vay vốn trên thị trường này nhưng việc lãi suất liên ngân hàng xuống mức thấp như hiện nay có nguyên nhân không nhỏ do nhu cầu vay mượn giảm, thanh khoản của các ngân hàng đã được cải thiện đáng kể.

Lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Hoạt động phát hành tín phiếu

Ngoài việc hút ròng qua OMO, kênh tín phiếu cũng do NHNN sử dụng triệt để trong quý I. Thống kê cho thấy đã có khoảng 244.000 tỷ đồng tín phiếu được NHNN phát hành mới trong quý I. Đây là mức phát hành kỷ lục so với cùng thời điểm các năm

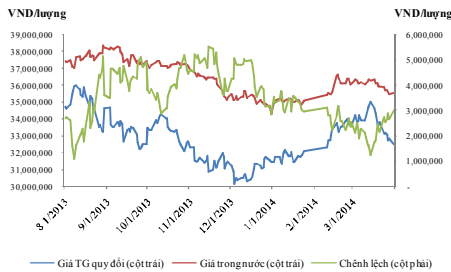
gần đây. Lượng tín phiếu đáo hạn trong quý vừa qua đạt khoảng 123.000 tỷ đồng. Như vậy, chỉ riêng qua kênh tín phiếu đã giúp NHNN hút ròng về hơn 121.000 tỷ đồng từ hệ thống ngân hàng thương mại.

Thanh khoản hệ thống ngân hàng dư thừa có nguyên nhân rất lớn từ việc chênh lệch cung- cầu vốn. Theo các số liệu được công bố, tín dụng tính đến hết quý I đạt mức tăng trưởng dương 0,1% so với cuối năm 2013 trong khi tăng trưởng tiền gửi huy động đạt gần 4%. Huy động vốn vẫn tăng trong khi cầu tín dụng ách tắc đã khiến một lượng tiền lớn vẫn nằm trong hệ thống ngân hàng. Cũng chính vì thanh khoản hệ thống dồi dào nên quyết định hạ trần lãi suất huy động xuống mức 6%/năm ngày 18/03 vừa qua đã được NHNN thực hiện nhanh chóng mà không gây xáo trộn nhiều đến thị trường.

Việc thanh khoản tạm thời dư thừa trong khi hoạt động cho vay khó khăn đã buộc các ngân hàng phải tìm đến hai kênh đầu tư: tín phiếu và trái phiếu Chính phủ (TPCP). Các ngân hàng đã mua vào hơn 244.000 tỷ đồng tín phiếu do NHNN phát hành và hơn 81.000 tỷ đồng TPCP trong quý I. Mặc dù lãi suất của tín phiếu ở mức khá thấp, không thật sự hấp dẫn (kỳ hạn 28 ngày phổ biến từ 2,6-2,8%/năm, thời điểm cao nhất là 4%/năm; kỳ hạn 91 ngày phổ biến từ 3,9-4,2%/năm, thời điểm cao nhất cũng chỉ ở mức 4,5%/năm) trong khi lãi suất trúng thầu TPCP hiện cũng đã giảm trên 100 điểm cơ bản so với cuối năm 2013 nhưng đây vẫn là một địa chỉ an toàn cho các ngân hàng tạm thời đầu tư, chờ kênh tín dụng phục hồi trong các tháng tới.

Thị trường vàng và ngoại hối: giá vàng hồi phục nhẹ, tỷ giá không có nhiều biến động

Chênh lệch giá vàng thế giới và trong nước



Nguồn: Bloomberg, BVSC

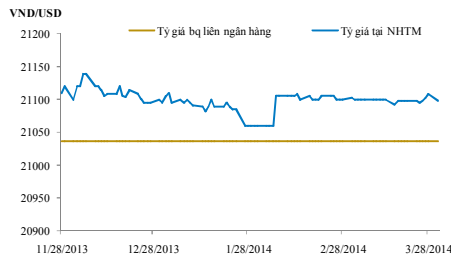
Thị trường vàng thế giới. Giá vàng thế giới trong quý I/2014 có chiều hướng hồi phục với mức tăng hơn 6% so với thời điểm cuối năm 2013. Đà hồi phục một phần xuất phát từ tình hình căng thẳng chính trị xung quanh vấn đề Ukraina, một phần đến từ hoạt động bắt đáy của nhà đầu tư khi giá vàng thế giới đã có sự sụt giảm sâu trước đó (lúc thấp nhất về gần 1.200 USD/oz).

Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm giá vàng thế giới sẽ vẫn chịu nhiều áp lực giảm giá trong trung và dài hạn. Hiện tại, FED đang dần thoái lui khỏi gói QE3 và đang có kế hoạch sẽ sớm tăng lãi suất cơ bản đồng USD. Trong khi đó, lạm phát tại các nền kinh tế lớn như Mỹ, EU, Nhật Bản đều đang ở mức rất thấp, chưa đạt mức mục tiêu của NHTW các nước này. Đây đều là những yếu tố gây bất lợi đối với giá vàng. Dự báo trong các tháng tới, nếu không có rủi ro chính trị nào bất ngờ xảy ra, giá vàng có thể sẽ duy trì xu hướng đi ngang trong biên độ hẹp.

Thị trường vàng trong nước. Vận động cùng chiều với giá vàng thế giới, giá vàng trong nước trong quý I cũng có xu hướng hồi phục nhưng mức độ tăng của giá vàng trong nước chỉ đạt khoảng 2%- thấp hơn so với mức tăng 6% của giá vàng thế giới. Chính điều này đã giúp thu hẹp đáng kể chênh lệch giữa giá vàng thế giới và trong nước. Mức chênh lệch phổ biến từ 2-2,5 triệu đồng/lượng trong khi mức chênh lệch thấp nhất ghi nhận được là 1,2 triệu đồng/lượng.

Tỷ giá. Trong suốt quý I, tỷ giá hầu như diễn biến theo chiều hướng ổn định, không có biến động nào đáng chú ý. Tỷ giá bình quân liên ngân hàng đứng yên tại mức 21.036 VND/USD trong khi tỷ giá giao dịch tại các NHTM dao động trong khoảng 21.060-21.110 VND/USD. Cán cân thương mại xuất siêu hơn 1 tỷ USD trong khi

Tỷ giá



Nguồn: Bloomberg, BVSC

giải ngân vốn FDI tăng 5,6% so với cùng kỳ năm 2013, đạt hơn 2,8 tỷ USD góp phần giúp nguồn cung USD dồi dào.

Một số liệu đáng chú ý là trong quý I, NHNN đã mua vào lượng ngoại tệ lên tới 7,7 tỷ USD. Tuy NHNN không tiết lộ chi tiết nguồn mua nhưng theo suy đoán của chúng tôi lượng ngoại tệ trên không chỉ mua từ các doanh nghiệp xuất khẩu, các nhà đầu tư trực tiếp nước ngoài mà còn mua từ người dân khi họ có nhu cầu chuyển đổi từ ngoại tệ sang nắm giữ tiền đồng để hưởng lãi suất tiết kiệm cao hơn. Đáng chú ý, NHNN đã trung hòa rất tốt lượng tiền đồng bơm ra để mua ngoại tệ qua hai kênh OMO và tín phiếu ngân hàng. Tổng lượng hút ròng qua hai kênh này đạt hơn 150.000 tỷ đồng, gần bằng mức 7,7 tỷ USD (tương đương 160.000 tỷ đồng). Do vậy, việc mua vào ngoại tệ của NHNN không gây nhiều rủi ro đến lạm phát trong các tháng tới.

Kết luận

Nền kinh tế trong quý I được nhận định tiếp tục trên đà hồi phục tuy tốc độ còn chậm và mức độ hồi phục chưa đồng đều giữa các khu vực. Khu vực dịch vụ đóng vai trò đầu tàu, đóng góp hơn một nửa vào mức tăng trưởng GDP chung trong khi khu vực công nghiệp- xây dựng và nông- lâm- thủy sản còn gặp nhiều khó khăn.

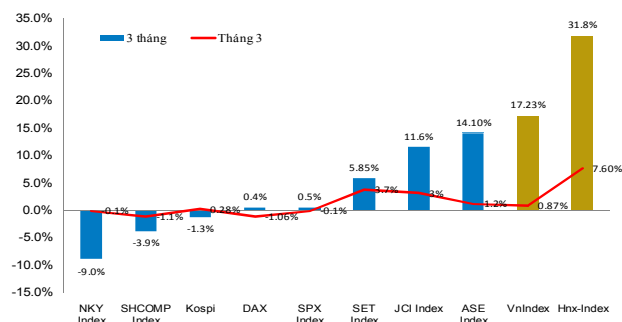
Chỉ số giá tiêu dùng CPI trong quý I đã xuống mức thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại đây. Điều này một phần được coi là hệ quả của sức cầu nội địa yếu khi tiêu dùng hộ gia đình phục hồi chậm trong khi đầu tư tư nhân hầu như không tăng trưởng trong ba tháng đầu năm. Mặc dù vậy, tình hình giải ngân vốn FDI khả quan cùng nhu cầu ổn định từ các thị trường xuất khẩu đã giúp nâng đỡ sản xuất trong nước.

Theo chúng tôi, nút thắt của nền kinh tế hiện nay vẫn chủ yếu nằm ở vấn đề đầu ra. Vấn đề chi phí vốn đầu vào của các doanh nghiệp đã bớt khó khăn hơn trước khi chỉ số giá sản xuất tăng thấp, mặt bằng lãi suất tiếp tục xu hướng giảm. Tuy vậy, niềm tin vào triển vọng phục hồi kinh tế của giới doanh nghiệp còn chưa vững chắc khiến họ chưa mạnh dạn trong các kế hoạch vay vốn nhằm mở rộng sản xuất kinh doanh. Trong khi đó, Chính phủ cũng chưa thật sự làm tốt vai trò kích cầu cho nền kinh tế khi giải ngân vốn ngân sách trong quý I còn thấp (mới đạt 19% kế hoạch năm).

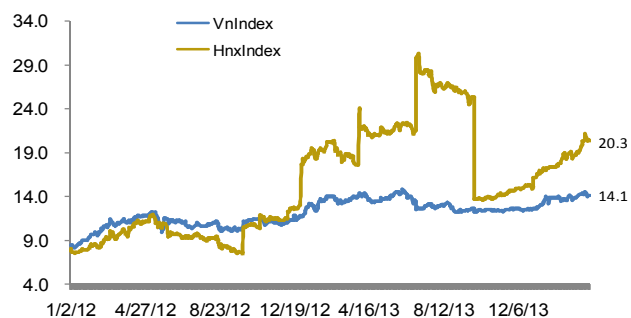
Trong các tháng tới, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ có thêm nhiều giải pháp nhằm đẩy mạnh vốn ra nền kinh tế. Trong đó, trọng tâm vẫn là tiếp tục các giải pháp giải quyết nợ xấu, điều hành lãi suất theo hướng giảm thêm (nếu có thể) và đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công (bao gồm vốn từ NSNN và vốn TPCP). Bên cạnh đó, cần tiếp tục tái cơ cấu khối DNNN và hỗ trợ nhiều hơn cho khối doanh nghiệp tư nhân, giúp tăng trưởng của Việt Nam giảm bớt sự phụ thuộc vào khối FDI.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

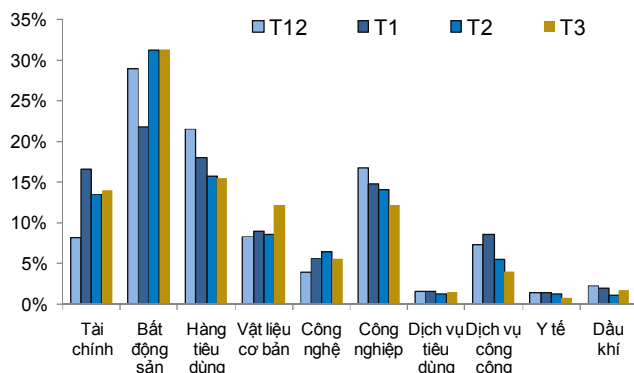
Biến động một số thị trường



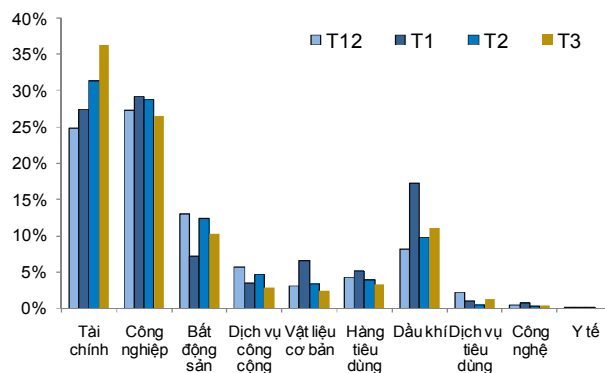
P/E tại HSX và HNX



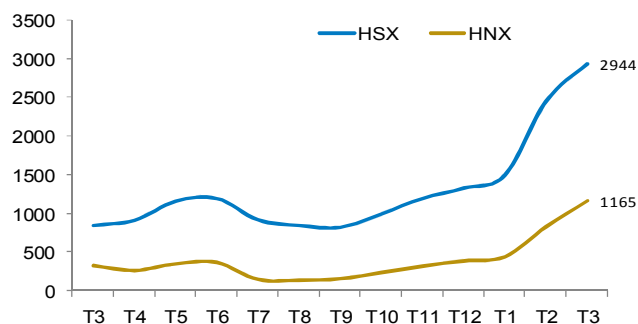
Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HSX



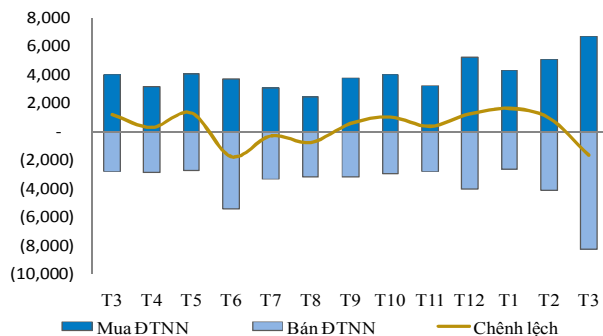
Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HNX



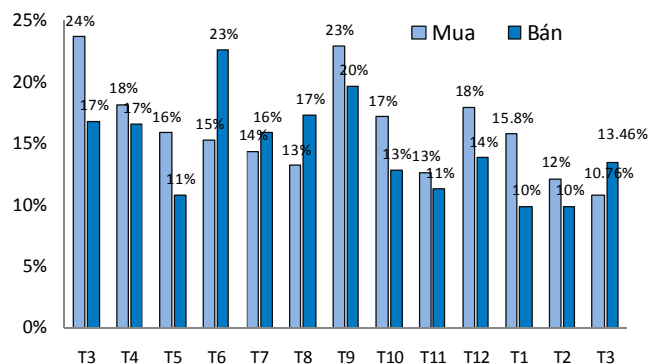
Giá trị giao dịch bình quân ngày các tháng



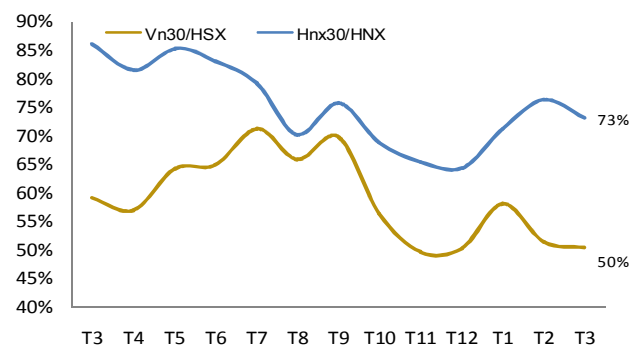
Giao dịch nhà ĐTNN trong tháng tại HSX



Tỷ trọng giá trị GD ĐTNN/giá trị GD toàn thị trường



Tỷ lệ giao dịch các mã trong Vn30, và Hnx30



Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC

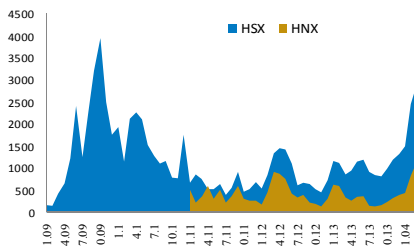
- Nhà đầu tư trong nước đẩy mạnh giao dịch, thanh khoản và các chỉ số tăng trưởng đột biến. Kết thúc quý I, VnIndex tăng 17%, HnxIndex tăng 32%, là thị trường có mức tăng tốt nhất khu vực.
- Nhà ĐTNN giảm giá trị mua ròng trong quý I, một số cổ phiếu đã chịu áp lực bán ròng mạnh khi các quỹ đóng thực hiện cơ cấu lại danh mục. Diễn biến này còn có thể tiếp diễn trong quý tới khi dòng vốn ngoại tiếp tục, tìm kiếm các cơ hội đầu tư có nhiều tiềm năng tăng trưởng.
- Theo quan điểm của BVSC, tần suất xuất hiện chính sách mới sẽ giảm trong quý II, bên cạnh đó do nhiều cổ phiếu hiện đã ở mặt bằng giá cao nên động lực tăng trưởng của thị trường không còn lớn. Triển vọng kinh doanh của doanh nghiệp sẽ nhân tố chính quyết định xu hướng vận động của dòng tiền và thị trường trong các quý tới.

Kết thúc quý I, chỉ số hai sàn có được mức tăng điểm khá ấn tượng, trong đó HnxIndex tăng 32% còn VnIndex tăng 17%. Đây là mức tăng tích cực nếu so sánh với các thị trường khác trong khu vực và trên thế giới. Các chỉ số chứng khoán của các thị trường phát triển như Mĩ, Châu Âu đang có dấu hiệu chững lại, thậm chí chỉ số tại các thị trường chứng khoán Trung Quốc, Nhật Bản còn giảm điểm.

Mức tăng mạnh của thị trường chứng khoán Việt Nam dựa trên cơ sở đón nhận nhiều thông tin hỗ trợ từ chính sách mới, các chỉ số kinh tế cải thiện tích cực, kết quả kinh doanh nhiều doanh nghiệp cải thiện và dòng vốn ngoại chảy đầy mạnh giải ngân đã tạo bối cảnh thuận lợi giúp nhà đầu tư trong nước tự tin và quan tâm đến thị trường. Mặt khác, mặt bằng lãi suất thấp giúp kênh chứng khoán có mức hấp dẫn tương đối so với các kênh đầu tư khác như gửi tiết kiệm hay trái phiếu. Dòng tiền nội đã tự tin tham gia thị trường và hướng tới cổ phiếu ở các ngành có mức độ rủi ro cao hơn, cổ phiếu còn nhiều tiềm năng cải thiện doanh thu và lợi nhuận.

Dòng vốn nội nhập cuộc giúp thanh khoản tăng mạnh

Giao dịch trung bình phiên theo tháng (đơn vị: tỷ đồng)

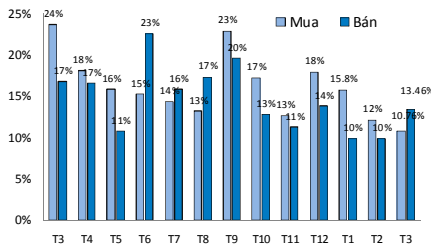


nhóm ngành tài chính là các nhóm ngành thu hút được dòng tiền. Nhóm cổ phiếu bất động sản thu hút được thêm dòng tiền và có tỷ trọng giao dịch trên toàn thị trường tăng liên tục trong vòng 03 tháng qua, từ mức 22% của tháng 01 tăng lên mức 31% trong tháng 02 và tháng 03. Với nhóm tài chính, việc hoãn thông tư 02 có ảnh hưởng tích cực với các cổ phiếu nhóm ngành ngân hàng, trong khi các cổ phiếu chứng khoán được nhiều nhà đầu tư kỳ vọng ở kết quả kinh doanh cải thiện cùng chính sách liên quan tới “room” giành cho khối ngoại. Những thông tin này đã góp phần cải thiện thanh khoản ở nhóm các cổ phiếu này. Ở phía ngược lại, nhóm cổ phiếu thuộc các ngành công nghiệp, dịch vụ công cộng và hàng tiêu dùng đang giảm sức hấp dẫn với dòng tiền khi tỷ trọng giao dịch có xu hướng giảm liên tục trong quý I.

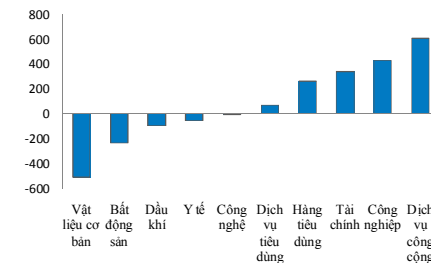
Sự dịch chuyển của dòng tiền cho thấy kỳ vọng của nhà đầu tư chuyển dần từ nhóm có tính phòng thủ sang nhóm cổ phiếu có tính rủi ro cao hơn.

Nhà ĐTNN đẩy mạnh giao dịch, nhưng giá trị mua ròng giảm

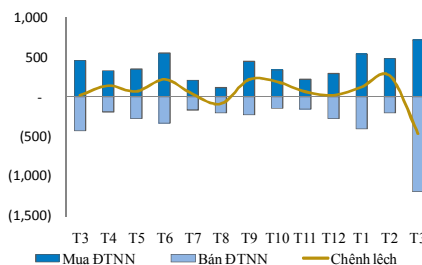
Tỷ trọng giá trị GD ĐTNN/giá trị GD toàn thị trường



Giá trị mua, bán ròng các ngành của nhà ĐTNN tại HSX trong tháng 09



Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC



Mua ròng mạnh trong 02 tháng đầu năm, tuy nhiên giá trị bán ròng lớn trong tháng 03 khiến tổng giá trị mua ròng trong quý I giảm mạnh so với cùng kỳ. Tại sàn HSX, khối ngoại mua ròng 871 tỷ, với giá trị mua đạt 15.994 tỷ, còn giá trị bán đạt 15.122 tỷ. Giá trị mua ròng đã giảm mạnh so với mức 2.564 tỷ của quý IV/2013 và mức 3.687 của quý I/2013.

Trong quý, các mã được mua ròng nhiều nhất là các mã bluechips như MSN, GAS, CTD, HSG... Ở chiều ngược lại, các cổ phiếu bị bán ròng nhiều nhất như HPG, DPR, PVD, DPM, KBC, HAG... Xét trên tổng giá trị giao dịch toàn thị trường tại HSX, tỷ lệ mua vào hàng tháng của nhà ĐTNN đã giảm đáng kể, từ mức trung bình khoảng 17% trong các tháng cuối năm 2012, xuống mức 12% trong quý I/2014. Có thể nhận định, dòng vốn ngoại đã tạo xung lực đưa thị trường bước vào giai đoạn tăng trưởng, tuy nhiên diễn biến sôi động của cả chỉ số và thanh khoản lại đến từ các nhà đầu tư trong nước.

Còn tại HNX, khối ngoại thậm chí còn bán ròng gần 70 tỷ trong quý I. Giá trị này trái ngược với động thái mua vào của cùng kỳ và quý trước, khi giá trị mua ròng lần lượt là khoảng 400 tỷ trong quý I/2013 và 279 tỷ của quý IV/2013.

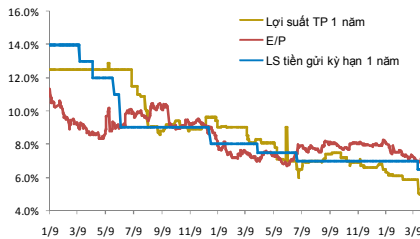
Đứng trên góc độ ngành, các ngành vật liệu cơ bản, bất động sản, dầu đã bị khối ngoại bán mạnh, còn các cổ phiếu thuộc ngành dịch vụ công cộng, công nghiệp và tài chính được khối ngoại mua ròng mạnh trong quý I.

Các quỹ ETF duy trì xu thế mua ròng, tuy nhiên đang có dấu hiệu cho thấy một số quỹ đang thực hiện cơ cấu lại danh mục. Một số cổ phiếu đã chịu sức ép bán lớn và liên tục trong nhiều phiên như HAG, DPM, HPG...đây cũng là các cổ phiếu đã tăng mạnh. Chúng tôi cho rằng nguồn vốn chốt lời từ các cổ phiếu này sẽ chuyển dần sang những cổ phiếu thuộc các nhóm ngân hàng, bất động sản.

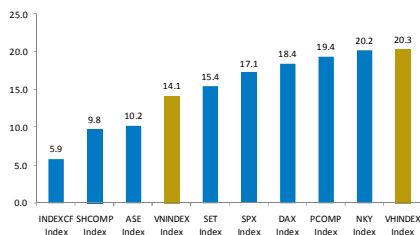
Mặt bằng lãi suất thấp giúp chứng khoán hấp dẫn dòng vốn nội

Mặt bằng lãi suất thấp giúp kênh chứng khoán hấp dẫn dòng vốn nội. Trong nỗ lực hạ mặt bằng lãi suất, thúc đẩy tăng trưởng tín dụng một số chính sách mới đã được ban hành trong quý I như Thông tư 09 sửa đổi Thông tư 02, về việc bổ sung quy định trích lập trái phiếu đặc biệt VAMC, quy định về cơ cấu lại thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ, chưa phải thực hiện quy định phân loại nợ của CIC cho đến 31/12/2014. Bên cạnh đó, NHNN đã hạ lãi suất huy động, các lãi suất chủ chốt khi

Diễn biến lãi suất huy động, lợi tức trái phiếu 1 năm và tỷ lệ E/P



Chỉ số P/E một số thị trường



Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC

đồng loạt các lãi suất chủ chốt 0,5%, đồng thời giảm lãi suất huy động tối đa áp dụng với tiền kỳ hạn 1 đến 6 tháng từ 7% xuống 6% áp dụng từ 18/3. Cùng với các chính sách liên quan tới hệ thống ngân hàng, nhiều nỗ lực để hỗ trợ thị trường Bất động sản cũng được đề cập và triển khai. Các thông tin này đã góp phần tạo thêm kỳ vọng cho nhà đầu tư vào sự cải thiện trong hoạt động kinh doanh của nhóm các cổ phiếu tài chính, bất động sản.

Nhờ mặt bằng lãi suất thấp khiến chi phí tài chính giảm, thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp giảm cũng sẽ góp phần cải thiện lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp niêm yết. Tuy nhiên, sức cầu trong nền kinh tế còn yếu do vậy nhiều doanh nghiệp sẽ gặp khó khăn ở yếu tố đầu ra, doanh thu cải thiện chậm và sự phân hóa sẽ diễn ra mạnh hơn giữa các doanh nghiệp.

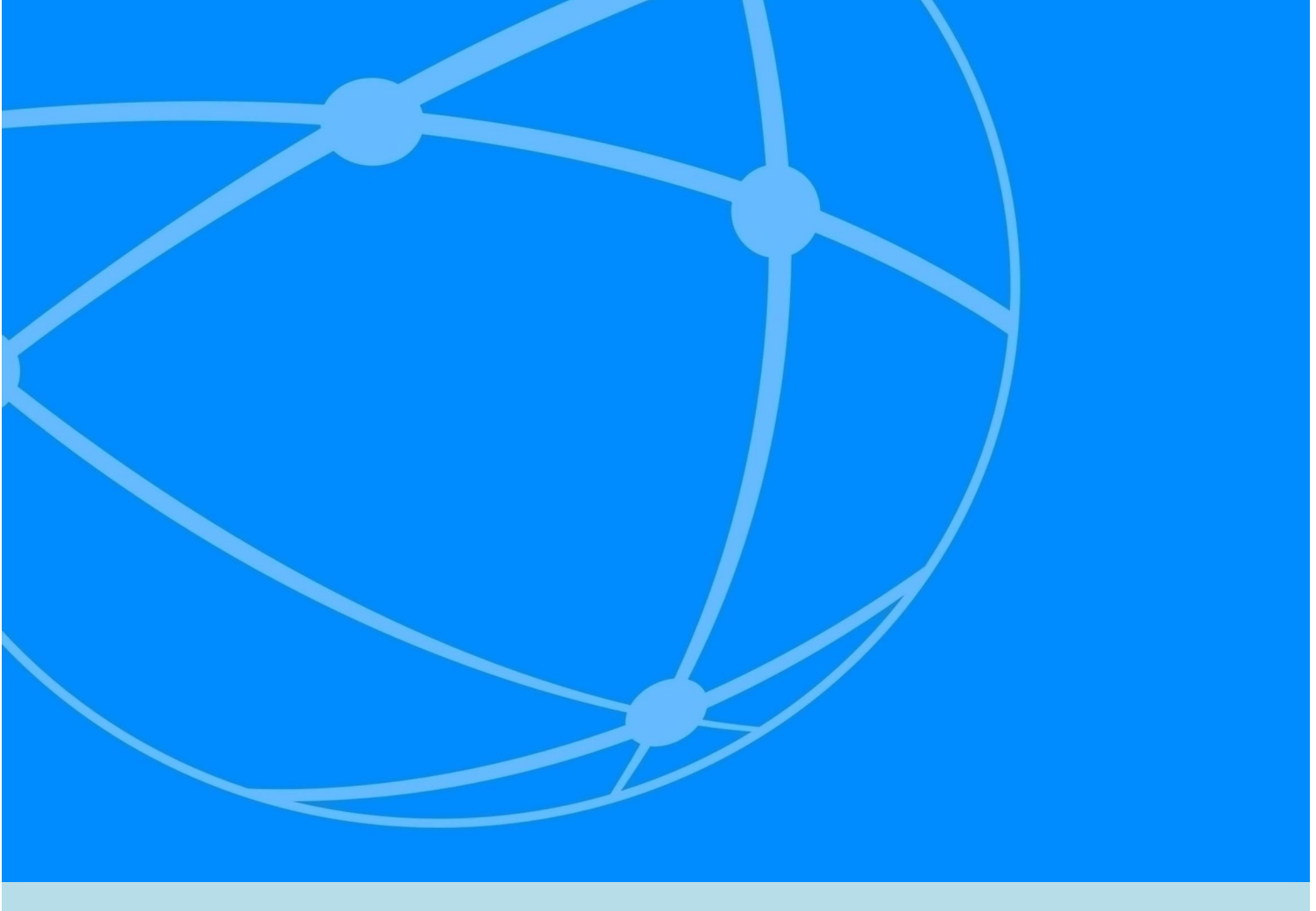
Chỉ số P/E của VNIndex hiện ở mức 14,1 vẫn khá hấp dẫn nếu so với P/E của các thị trường khá như P/E của SET Index (Thái Lan) là 15,4, P/E của PCOMP Index (Philippine) là 19,4 hay của Nikkei (Nhật Bản) là 20,2 lần. Tuy nhiên, do mức tăng giá mạnh trong khi kết quả kinh doanh chưa cải thiện tương xứng nên P/E của HnxIndex hiện ở mức khá cao 20,3, điều này khiến mức độ hấp dẫn của nhiều cổ phiếu tại sàn này giảm xuống.

Trong quý II, những chuyển biến trong hệ thống ngân hàng, nỗ lực hỗ trợ thị trường bất động sản và chính sách liên quan tới tỷ lệ sở hữu giành cho khối ngoại sẽ là những chính sách được nhiều nhà quan tâm. Nhưng, chúng tôi cho rằng mức độ ảnh hưởng của những chính sách này không còn lớn, thị trường sẽ chịu tác động lớn hơn từ kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp.

Triển vọng thị trường

Theo BVSC, quý II thị trường sẽ không còn đón nhận nhiều kỳ vọng thông tin chính sách như trong quý I, do vậy thông tin về kết quả kinh doanh sẽ là nhân tố chính quyết định xu hướng vận động của thị trường. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế của nhiều doanh nghiệp niêm yết sẽ cải thiện so với cùng kỳ và quý trước. Tuy nhiên, tốc độ cải thiện kết quả kinh doanh của doanh nghiệp sẽ không cao, và nhiều cổ phiếu sẽ cần giai đoạn tích lũy để có sự đồng nhịp giữa diễn biến giá và sự thay đổi trong kết quả kinh doanh.

Bối cảnh này khiến thị trường có sự phân hóa dựa trên triển vọng kinh doanh của doanh nghiệp và thị trường nhiều khả năng sẽ nằm trong xu hướng điều chỉnh với độ dốc thoải trong quý II.



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong báo cáo cũng có thể được thay đổi mà không cần báo trước. BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

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

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3928 8080

Fax: (844) 3928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: (848) 39146888

Fax: (848) 39147999

Phân tích vĩ mô:

Trần Hải Yến

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung:

Nguyễn Xuân Nam

nguyentuannam@baoviet.com.vn

Phân tích chiến lược thị trường

1 Phạm Tiến Dũng

phamtien.dung@baoviet.com.vn