

Phạm Thế Anh,
Kinh tế trưởng

T: +84 4 4456 8668 ext 6669
E: Anh.PhamThe@tls.vn

Trần Thị Thanh Thảo,
Chuyên viên

T: +84 4 4456 8668 ext 6677
E: Thao.TranThiThanh@tls.vn

TLS Vietnam Research

Website: www.tls.vn

Bloomberg: TLSV<GO>

Xem thông tin thêm ở trang cuối

TÓM TẮT

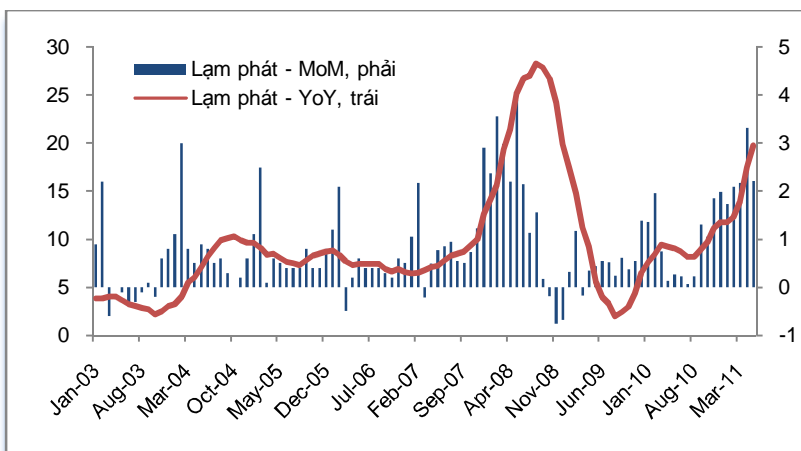
- CPI tháng Năm đã giảm tốc so với mức tăng kỷ lục của tháng Tư nhưng vẫn cao, lên tới 2,21% so với tháng trước. Lạm phát so với cùng kì năm trước cũng tiếp tục gia tăng lên mức 19,78%;
- Tăng trưởng kinh tế có dấu hiệu chậm lại, tốc độ tăng GDP 6 tháng đầu năm 2011 ước tính đạt 5,6%;
- Thâm hụt thương mại của 5 tháng đầu năm lên tới gần 6,6 tỉ \$;
- FDI giải ngân của 5 tháng đầu năm xấp xỉ 4,5 tỉ \$;
- Thị trường ngoại hối khá ổn định trong những tháng qua nhờ hàng loạt chính sách của NHNN;
- Khoảng 19,4 ngàn tỉ đồng trái phiếu chính phủ (TPCP) và gần 30 ngàn tỉ đồng TPCP bảo lãnh đã được phát hành thành công kể từ đầu năm đến nay;
- Từ đầu năm đến hết ngày 07/6/2011, NHNN đã hút ròng gần 40 ngàn tỉ đồng qua thị trường mở;
- Tăng trưởng tín dụng đến cuối tháng Năm đạt 6,92%;
- Lãi suất OMO được nâng lên 15% từ đầu tháng 5;
- Các mô hình của chúng tôi dự báo lạm phát của tháng Sáu sẽ vào khoảng 0,76%.

LẠM PHÁT

Chỉ số giá tiêu dùng CPI của tháng 5 được chính thức công bố tăng tới 2,21% so với tháng trước. Như vậy, sau 3 tháng tăng liên tiếp và đạt đỉnh ở mức kỷ lục 3,32% trong tháng 4, chỉ số giá tháng này đã có phần chậm lại. Tuy nhiên, mức tăng khoảng 2% chưa phải là dấu hiệu lạc quan do mặt bằng giá đã ở mức rất cao trước đó. Lạm phát tiếp tục cao do giá cả lương thực & thực phẩm, dịch vụ giao thông, và vật liệu xây dựng vẫn tăng mạnh. Trong khi đó, lạm phát so với cùng kỳ năm ngoái đạt mức kỷ lục 19,78% trong vòng 3 năm, vượt xa con số mục tiêu mới được chính phủ điều chỉnh là 15% trong năm nay.

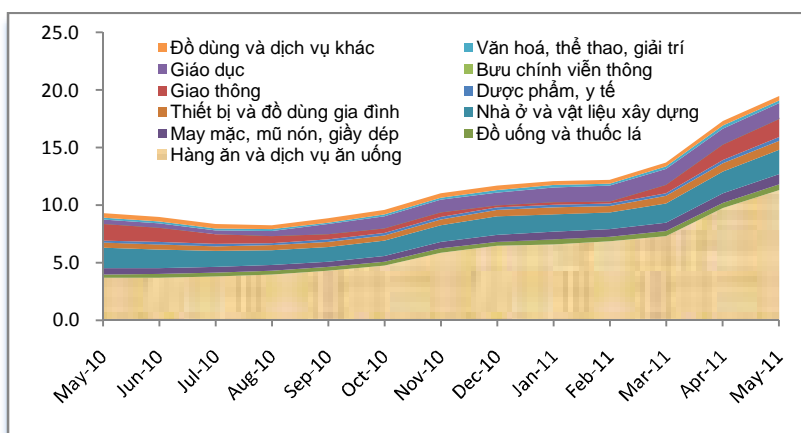
Trong những năm qua, chính phủ luôn theo đuổi mục tiêu tăng trưởng kinh tế bằng cách nới lỏng chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ để mở rộng đầu tư. Kết quả là tốc độ tăng trưởng tín dụng luôn ở mức cao khoảng 30%/năm, M2 lớn gấp 1,3 lần GDP danh nghĩa, thâm hụt tài khóa và thâm hụt cán cân thanh toán gia tăng được xem như nguyên nhân chính gây ra lạm phát cao và kéo dài. Bên cạnh đó, việc điều chỉnh tăng giá xăng dầu, điện, các mặt hàng khác kết hợp với giá cả trên thị trường thế giới kể từ đầu năm đã làm tăng chi phí sản xuất nên tỷ lệ lạm phát trong ba tháng qua cao hơn nhiều so với cùng kỳ năm trước.

Hình 1: Lạm phát theo tháng (%)



Nguồn: GSO

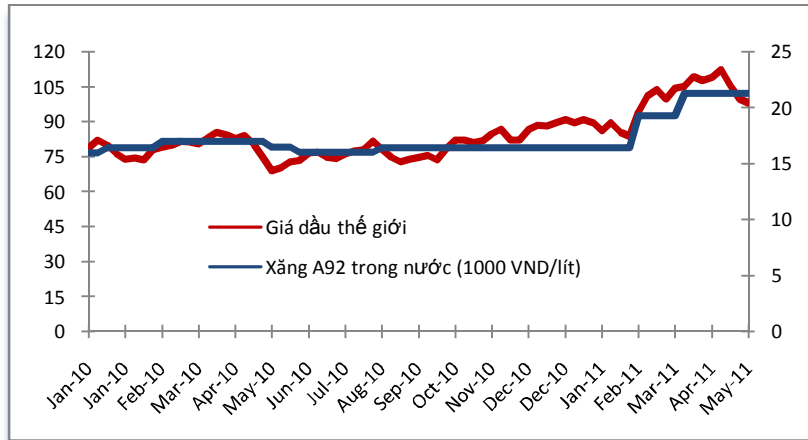
Hình 2: Đóng góp của các nhóm hàng vào lạm phát (% , so với cùng kỳ)



Nguồn: GSO

Nhóm hàng ăn & dịch vụ ăn uống đóng góp chủ yếu vào lạm phát trong 5 tháng đầu năm với xấp xỉ 57% tổng mức tăng của CPI hàng tháng. Tiếp theo là nhóm hàng nhà ở & vật liệu xây dựng với mức đóng góp trên dưới 10%, nhóm hàng giáo dục với mức 7%. Nhóm dịch vụ giao thông có mức đóng góp khoảng 8% tổng mức tăng giá của toàn nền kinh tế và tiếp tục gia tăng do tác động trễ của đợt tăng giá xăng dầu hồi tháng 3. Tuy nhiên, thông tin tích cực là giá dầu thô thế giới có xu hướng giảm trong tháng năm và xấp xỉ 100 USD/thùng do trong tháng tư 11 thành viên OPEC đã sản xuất trên hạn ngạch khoảng 1,3 triệu thùng/ngày. Việc OPEC quyết định không tăng sản lượng khai thác dầu thô gần đây có thể sẽ làm giá dầu thế giới khó giảm tiếp trong những tháng tới.

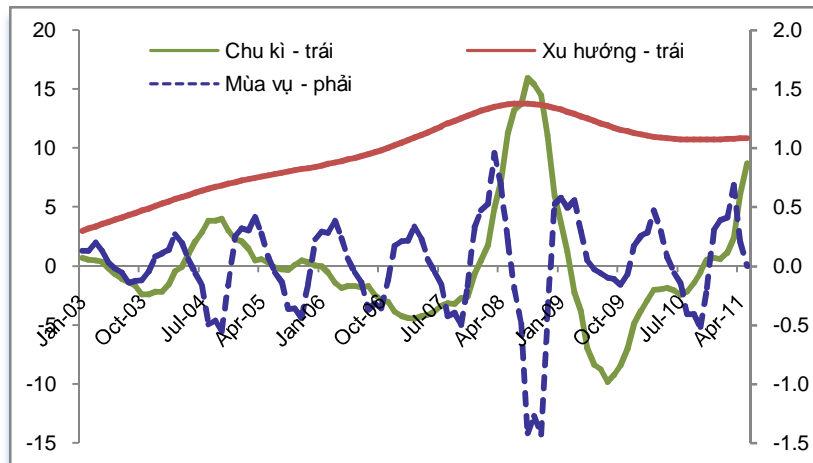
Hình 3: Giá dầu thô thế giới (FOB) và giá xăng dầu trong nước (A92)



Nguồn: EIA và MoF

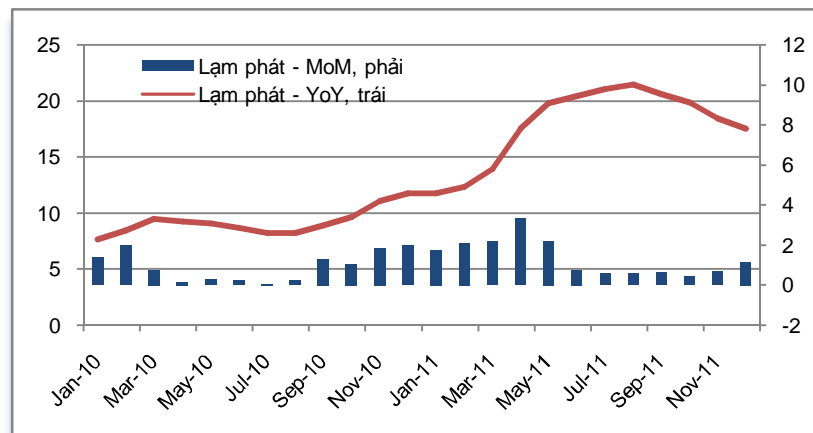
Phân rã lạm phát so với cùng kỳ theo các thành phần khác nhau cho thấy thành phần mùa vụ đã giảm nhưng yếu tố chu kỳ vẫn đang trong đà đi lên. Điều này cho thấy mặc dù tốc độ tăng giá hàng tháng có thể bắt đầu chậm lại nhưng thước đo lạm phát so với cùng kỳ năm trước sẽ còn tiếp tục tăng thậm chí là liên tiếp trong một vài tháng tới.

Hình 4: Phân rã lạm phát (% , so với cùng kỳ)



Nguồn: GSO và tính toán của tác giả

Hình 5: Dự báo lạm phát năm 2011 (% , so với cùng kỳ)



Nguồn: Tính toán của tác giả

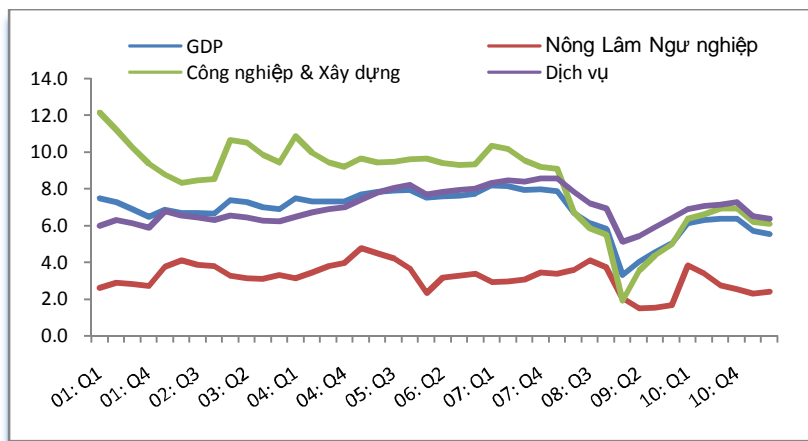
Chúng tôi thực hiện dự báo lạm phát với giả định NHNN tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ thận trọng không chế tăng trưởng cung tiền trong khoảng 1% mỗi tháng trong khoảng thời gian từ giờ tới cuối năm, không có cú sốc thiên tai lớn nào xảy ra, đồng thời giá xăng dầu trong nước không được điều chỉnh tăng thêm. Theo kịch bản này, lạm phát tiếp tục giảm tốc trong 2-3 tháng tới sau đó tăng nhẹ vào tháng 9 do sự tăng giá của nhóm hàng giáo dục, và cuối cùng tăng cao vào tháng 12 do cầu tiêu dùng tăng nhanh vào cuối năm.

Tuy nhiên, lạm phát tính theo cùng kì năm trước vẫn tiếp tục gia tăng trong vài tháng tới trước khi đạt đỉnh vào tháng 8. Con số lạm phát so với cùng kì năm trước vào tháng 8 có thể lên tới trên 21% sau đó giảm dần và kết thúc năm ở mức 17-18%.

CÁC CHỈ SỐ KINH TẾ KHÁC

Việc theo đuổi mục tiêu kiềm chế lạm phát của chính phủ từ đầu năm 2011 đã làm giảm tốc độ tăng trưởng kinh tế ở cả ba khu vực công nghiệp & xây dựng, nông lâm ngư nghiệp và dịch vụ. Do đó, dựa trên tình hình thực tiễn của nền kinh tế, mục tiêu tăng trưởng GDP cả năm đã được điều chỉnh giảm xuống 6% thay vì 7,5% trước đó. Tốc độ tăng GDP 6 tháng đầu năm 2011 ước tính sẽ đạt 5,6%, thấp hơn cùng kỳ năm trước ở mức 6,16%.

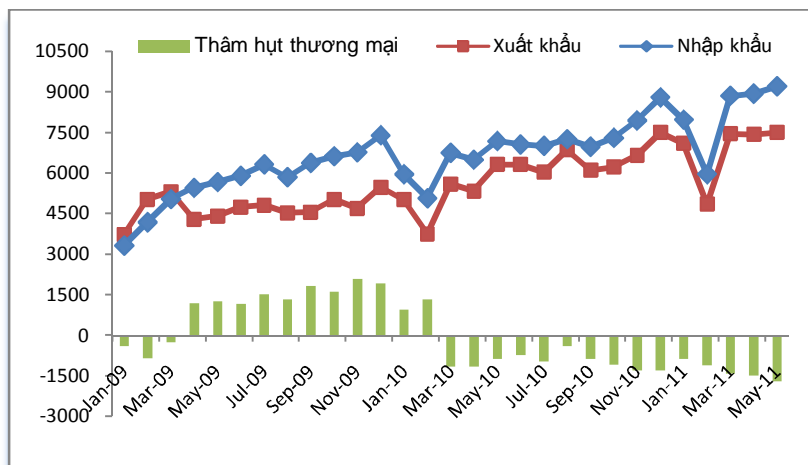
Hình 6: Tăng trưởng kinh tế (% , đã điều chỉnh yếu tố mùa vụ)



Nguồn: GSO

Nhập siêu tháng 5 tăng mạnh lên tới 1,7 tỉ USD là mức cao nhất trong vòng 17 tháng qua, khiến cho thâm hụt thương mại 5 tháng đầu năm xấp xỉ 6,59 tỉ \$. Có thể dự đoán sự gia tăng mạnh của nhập siêu trong những tháng vừa rồi xuất phát từ việc đồng USD giảm giá so với VND và dễ mua hơn. Một mặt nó khiến cho cầu hàng nhập khẩu tăng cao, mặt khác nó cũng khuyến khích các doanh nghiệp tranh thủ thời điểm này để nhập khẩu. Nếu thâm hụt thương mại trong vài tháng tới không có dấu hiệu giảm thì gần như chắc chắn vấn đề tỉ giá sẽ căng thẳng trở lại vào quý 4 tương tự như thời điểm cuối năm 2010. Vì vậy, để chuẩn bị cho tình huống này, NHNN hiện đang tăng cường tích trữ ngoại tệ đồng thời hạn chế tăng trưởng tín dụng USD.

Hình 7: Thương mại quốc tế (triệu \$)

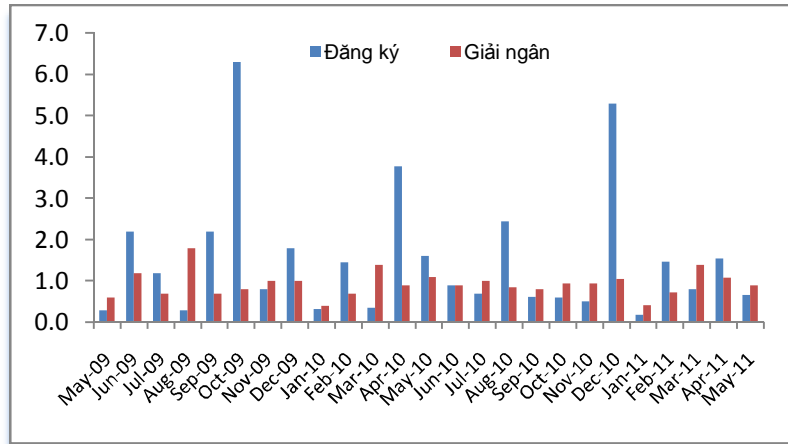


Nguồn: GSO

Giải ngân vốn ODA 5 tháng đầu năm tăng đáng kể lên tới 1,26 tỷ USD, bằng 52,5% kế hoạch giải ngân của cả năm. Nguồn vốn này một mặt giúp tài trợ một phần cho thâm hụt thương mại nhưng nó cũng phản ánh xu hướng ngày càng gia tăng của nợ công nước ngoài trong thời gian gần đây.

Lượng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào Việt Nam trong 5 tháng đầu năm đã giảm mạnh do tình hình kinh tế thế giới còn khó khăn, các điều kiện vĩ mô trong nước có nhiều bất ổn. Tính đến cuối tháng 5, Việt Nam thu hút được khoảng 4,52 tỉ \$ giải ngân và 4,69 tỉ \$ đăng kí vốn đầu tư nước ngoài. FDI giải ngân tiếp tục là một trong những nguồn tài trợ quan trọng cho thâm hụt thương mại nhưng chưa đủ lớn để bù đắp lượng thâm hụt này.

Hình 8: Đầu tư trực tiếp nước ngoài hàng tháng (triệu \$)

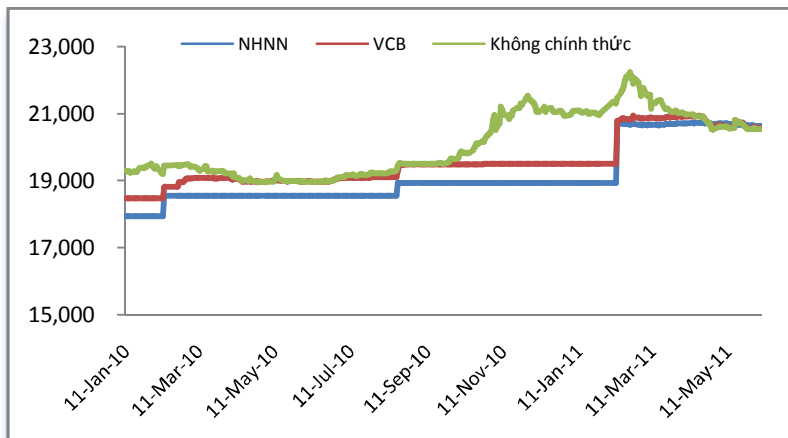


Nguồn: GSO

CẬP NHẬT CHÍNH SÁCH

Thị trường ngoại hối tương đối ổn định và VND lên giá nhẹ so với USD do NHNN tiếp tục thực hiện những biện pháp chống đô-la hóa và tăng cường dự trữ ngoại hối. Hàng loạt các biện pháp mang tính hành chính đã được áp dụng nhằm làm giảm tăng trưởng tín dụng bằng ngoại tệ bao gồm: hạ trần lãi suất huy động USD từ 3% xuống còn 2%, nâng tỉ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi bằng USD lên 7%, bắt buộc các doanh nghiệp có vốn nhà nước trên 50% phải bán lại ngoại tệ cho các tổ chức tín dụng. Đồng thời trong tháng 5 NHNN cũng tăng cường mua vào USD nhằm nâng cao dự trữ ngoại hối thêm khoảng 1-2 tỉ USD. Như vậy, các chính sách này về ngắn hạn sẽ hạn chế được rủi ro vay nhiều ngoại tệ tại thời điểm đầu năm, giảm căng thẳng cầu về ngoại tệ trong những tháng cuối năm. Trong dài hạn, quan hệ vay mượn sẽ được chuyển sang quan hệ mua bán ngoại tệ và theo đó giảm nguy cơ tích trữ USD trong nền kinh tế. Tuy nhiên việc tỷ giá giảm có thể gây bất lợi trong ngắn hạn cho chính các doanh nghiệp xuất khẩu là đối tượng hiện đang cần được ưu tiên.

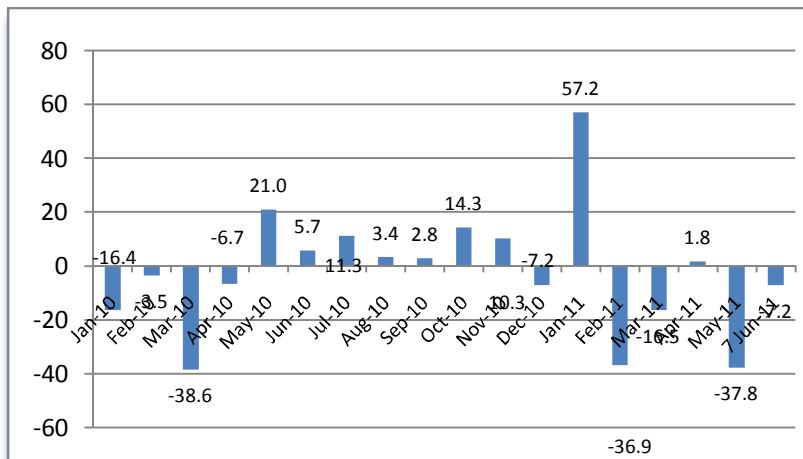
Hình 9: Tỷ giá bán VND/USD



Nguồn: SVB, VCB và các nguồn khác

Sau khi lạm phát tháng 4 tăng 3,32% đạt kỷ lục trong vòng gần 3 năm, thắt chặt tiền tệ được chính phủ tiếp tục triển khai tích cực trong toàn nền kinh tế. Cụ thể, ngay từ đầu tháng 5, lãi suất tái cấp vốn và lãi suất tái chiết khấu được nâng lên lần lượt là 14% và 13%. Lãi suất nghiệp vụ thị trường mở (OMO) cũng được điều chỉnh hai lần liên tiếp từ đầu tháng 5 lên tới 15%. Đồng thời, cung tiền đồng được hút mạnh về qua OMO kể từ sau tháng 1. Riêng trong tháng 5, NHNN đã hút ròng về gần 38.000 tỷ đồng thông qua thị trường mở. Tính từ đầu năm đến hết ngày 07/6/2011, tổng lượng hút ròng qua OMO đạt xấp xỉ 40.000 tỉ đồng.

Hình 10: Lượng bơm ròng qua OMO hàng tháng (ngàn tỉ đồng)



Nguồn: Bloomberg và tính toán của tác giả

Lãi suất huy động VND vượt trần vẫn tiếp tục diễn ra tại nhiều ngân hàng nhưng mức lãi suất thỏa thuận với khách hàng có xu hướng giảm kể cả đối với khoản tiền gửi lớn. Điều này có thể do thanh khoản của các ngân hàng thương mại đã được cải thiện mạnh sau khi NHNN liên tiếp mua vào ngoại tệ và bán ra nội tệ trong thời gian gần đây. Mặt bằng lãi suất cho vay VND của ngân hàng quốc doanh, thương mại cổ phần lớn và công ty tài chính cũng giảm nhẹ từ 0,3 - 0,5%/năm nhưng hạn chế các khoản vay tiêu dùng. Cụ thể, lãi suất cho vay VND tại ngân hàng quốc doanh dao động từ 20 - 21%/năm, các ngân hàng ngoài quốc doanh có lãi suất cho vay từ 23 - 27%/năm. Tuy nhiên, lãi suất chưa thể giảm mạnh do lạm phát so với cùng kỳ dự kiến còn tiếp tục gia tăng trong vài tháng tới.

Đến cuối tháng 5, tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán và tăng trưởng tín dụng ước khoảng lần lượt 1,6% và 6,92% so với đầu năm (thấp hơn so với cùng kỳ 2010 là 7,46%), trong đó cho vay phi sản xuất chiếm 16,91%. Như vậy, nếu so sánh với các chỉ tiêu trong nghị quyết 11 về tăng trưởng tín dụng cả năm khoảng 20% và tăng trưởng M2 khoảng 15-16% thì dự địa chính sách cho những tháng cuối năm còn khá lớn. Lãi suất cao đang gây khó khăn cho việc tiếp cận vốn vay của doanh nghiệp đồng thời đẩy chi phí sản xuất và lạm phát leo thang. Dự tính chính sách thắt chặt tiền tệ sẽ ảnh hưởng rất xấu đến kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp trong quý 2.

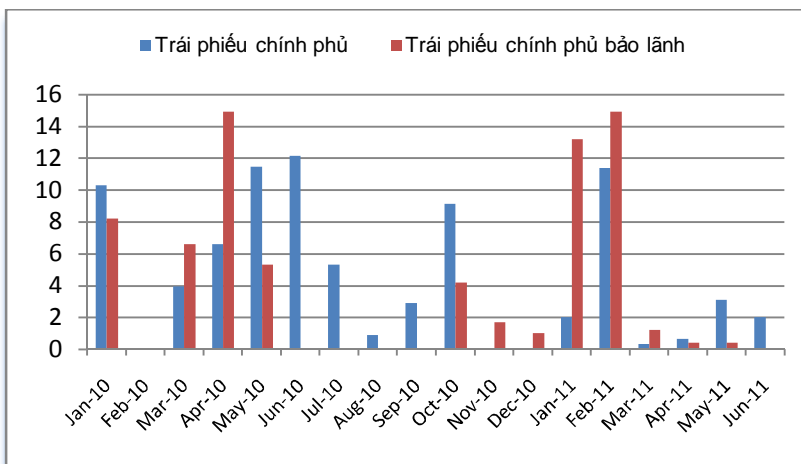
Có thể thấy hạn mức cho vay phi sản xuất của toàn hệ thống ngân hàng đang ở dưới mức giới hạn 22% vào ngày 30 tháng 6 2011. Tuy nhiên không phải tất cả các ngân hàng đều đang đáp ứng được yêu cầu này. Thông tin từ NHNN cho thấy có tới 20 ngân hàng thương mại cổ phần trong nước vẫn đang có dự nợ phi sản xuất cao hơn 22%, cá biệt có 2 ngân hàng có dự nợ phi sản xuất là 50% và 52%. Do vậy lo ngại về việc giải chấp từ những ngân hàng này vẫn đang đè nặng lên thị trường bất động sản và chứng khoán.

Vào cuối tháng 5, chính sách tiền tệ bắt đầu có xu hướng thay đổi từ thắt chặt sang mở rộng. Bên cạnh việc bơm ra khoảng 25 ngàn tỉ đồng để mua vào hơn 1,2 tỉ USD, những thông tin không chính thức còn cho biết NHNN đã bơm ra khoảng 70 ngàn tỉ đồng qua cửa sổ tái cấp vốn. Việc bơm mạnh tiền qua cửa sổ tái cấp vốn thay vì qua OMO đang phản ánh hoặc là NHNN đang có chú ý dành những ưu tiên nhất định đối với các ngân hàng thương mại cổ phần nhỏ nhằm hạn chế việc kinh doanh vốn trên thị trường liên ngân hàng, hoặc là các ngân hàng này đang trong tình trạng “rất cần” sự giúp đỡ của NHNN.

Cũng tính đến hết ngày 7/6/2011, khoảng 19,4 ngàn tỉ đồng TPCP đã được phát hành thành công, đạt xấp xỉ 20% so với kế hoạch phát hành 95 ngàn tỉ TPCP của Kho Bạc Nhà nước trong năm 2011. Ngoài ra, lượng TPCP bảo lãnh phát hành thành công đã lên đến xấp xỉ 30 ngàn tỉ đồng. Kể từ cuối tháng 5 đến nay, các phiên đấu thầu trái phiếu chính phủ có tỷ lệ thành công rất cao đặc biệt là phiên đấu thầu TPCP ngày 2/6 đã bán hết hoàn toàn với 2.000 tỷ đồng TP kì hạn 3 và 5. Điều này cho thấy thị trường trái phiếu đang sôi động trở lại khi thanh khoản trên hệ thống ngân hàng tốt lên do NHNN vừa qua đã bơm ra hàng chục ngàn tỉ đồng qua thị trường ngoại hối và qua cửa sổ tái cấp vốn/tái chiết khấu. Hơn nữa, do bị giới hạn về tỷ lệ tăng trưởng

tín dụng nên thay vì cho vay ra dân cư, các ngân hàng lớn đã quay sang mua trái phiếu hoặc giao dịch trên thị trường liên ngân hàng.

Hình 11: Phát hành TPCP và TPCP bảo lãnh (ngàn tỉ đồng)



Nguồn: HNX và khác

Việc cắt giảm đầu tư công chưa có dấu hiệu tích cực. Tính đến cuối tháng 5, chi đầu tư công vẫn lên tới 73,3 ngàn tỉ đồng, tương đương với 39% kế hoạch năm và tăng 14,8% so với cùng kì năm ngoái. Tổng chi và thu ngân sách nhà nước 5 tháng đầu năm lần lượt đạt 270 và 248 ngàn tỉ đồng, dẫn đến thâm hụt ngân sách vào khoảng 22 ngàn tỉ đồng, tương đương với xấp xỉ 1% GDP. Như vậy, thâm hụt ngân sách cao tiếp tục làm tăng sức ép phát hành thành công TPCP trong phần còn lại của năm, và gây khó khăn cho việc hạn chế và kiểm soát cung tiền hay nói cách khác là kiềm chế lạm phát do lượng TPCP phát hành có thể được cầm cố qua OMO hoặc qua cửa sổ tái chiết khấu.

PHỤ LỤC SỐ LIỆU VÀ DỰ BÁO

	T1	T2	T3	T4	T5	T6
GDP (% , YoY, cộng dồn)			5,43			5,60
Sản lượng CN (% , yoy)	12,9	16,5	13,8	12,2	17,6	
Xuất khẩu (triệu \$)	7.091	4.848	7.447	7.437	7.500	
Nhập khẩu (triệu \$)	7.968	5.960	8.856	8.930	9.200	
Thâm hụt TM (triệu \$)	877	1.112	1.409	1.493	1.700	
FDI cam kết (triệu \$)	190	1.470	810	1.550	670	
FDI giải ngân (triệu \$)	420	730	1.390	1.080	900	
Lạm phát (% , mom)	1,74	2,09	2,17	3,32	2,21	0,76
Lãi suất OMO (%)	11	12	12	13	15	15
VND/USD (VCB, cuối kì)	19.498	20.875	20.908	20.595	20.560	20.600

SẢN PHẨM

Sản phẩm này được phát triển dựa trên phiên bản trước đây có tên gọi là **Báo cáo Lạm phát và Chính sách Tiền tệ hàng tháng**. Trong phiên bản mới **Triển vọng Việt nam**, chúng tôi gắn các chuyển động kinh tế với diễn biến thị trường chứng khoán. Sự thay đổi này phản ánh những kết quả nghiên cứu thực nghiệm của chúng tôi về mối liên hệ chặt chẽ giữa chỉ số thị trường và những thay đổi về chỉ số lạm phát và chính sách tiền tệ. Bình luận về kinh tế bao gồm lạm phát, chính sách tiền tệ và những chuyển dịch kinh tế được viết bởi Phạm Thế Anh (Tiến sỹ Kinh tế, ĐH Manchester, Anh). Bình luận về những tác động tới thị trường chứng khoán được viết bởi Quách Mạnh Hào (Tiến sỹ Kinh tế Tài chính, ĐH Birmingham, Anh). Chứng khoán Thăng Long phát hành báo cáo này, nhưng những sai sót nếu có thuộc về các tác giả. Chúng tôi cảm ơn khách hàng đã đọc và gửi phản hồi về các sản phẩm của chúng tôi.

KHÓI NGHIÊN CỨU

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế được phụ trách bởi Phạm Thế Anh (Tiến sỹ, Manchester, UK) đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu do Đỗ Hiệp Hòa (MBA Hawaii; ứng viên CFA III) phụ trách đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua hai bản tin là The Investor Daily và The Investor Journal Weekly.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG



Được thành lập vào năm 2000, Công ty CP Chứng khoán Thăng Long là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Công ty được thành lập theo Luật chứng khoán Việt Nam, cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 400 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Thăng Long hiện là một trong những Công ty Chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp trong nước. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty Địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty Quản lý quỹ MB Capital, Thăng Long có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, Thăng Long đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới năm 2009
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán.
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty vừa trong nước.

VĂN PHÒNG

Trụ sở Công ty: Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Ma St., Ba Dinh, Hanoi. Phone: +84(4) 3726 2600. **Website:** www.tls.vn. Bloomberg: TLSV <GO>

Trụ sở Phân tích: Tầng 4, Tòa nhà Vinaconex, 34 Lang Ha St., Ba Dinh, Hanoi. Phone: +84(4) 4456 8668. E: Research@tls.vn

QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© **Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2006-2010, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO.** Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thăng Long.