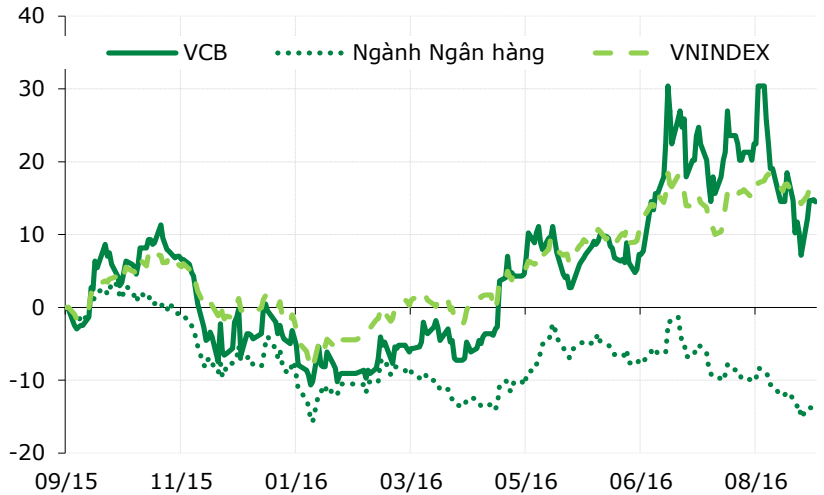


BÁO CÁO CẬP NHẬT: NĂM GIỮ

Giá hiện tại (22/09/2016):	VND	37.500		
Giá mục tiêu:	VND	40.000		
Giá trị dài hạn:	Tương đương giá trị nội tại			
Khuyến nghị ngắn hạn:	NĂM GIỮ			
Ngưỡng kháng cự:	38.500			
Ngưỡng hỗ trợ:	36.700			
Mã Bloomberg: VCB VN	SGD:	HNX		
Ngành: hàng	Ngân			
Beta:	1.31			
Giá cao nhất/thấp nhất 52 tuần (VND)	44.815/28.148			
Lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ)	3.598			
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	134.557			
Tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do (%)	22,9			
KLGBQ 12 tháng	1.127.286			
Sở hữu nước ngoài (%)	20,85			
Năm	NIM (%)	NPL (%)	Tỷ lệ cổ tức tiền mặt (%)	EPS (đồng)
2016F	2,55	2,00	0%	1.520
2015	2,62	1,84	10%	1.626
2014	2,47	2,31	10%	1.533
2013	2,64	2,73	12%	1.582
	VCB	Ngành	Ngành khu vực	VNI
P/E (lần)	18,7	9,26	17,07	16,0
P/B (lần)	2,79	1,04	2,42	1,91
ROE (%)	13,35	9,51	14,56	12,2
ROA (%)	1,00	0,64	1,41	2,15

Giới thiệu:

- VCB là ngân hàng thứ hai được thành lập tại Việt Nam (1963), có tiền thân là cục quản lý Ngoại hối thuộc NHNN.
- VCB cung cấp cho hàng đầy đủ các dịch vụ ngân hàng thương mại, dịch vụ ngân hàng đầu tư, quản lý quỹ, bảo hiểm, cho thuê tài chính, và bất động sản.
- Ngân hàng hiện có vốn điều lệ là 26.650 tỷ đồng, tổng tài sản 679.001 tỷ đồng, đứng thứ 4 trong ngành về tổng tài sản.



VPBS đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu VCB với mức giá mục tiêu được giữ nguyên 40.000 đồng, dựa trên những yếu tố sau:

- ❖ **KQKD 6T2016 rất tích cực:** mặc dù tổng tài sản chỉ tăng nhẹ, VCB vẫn đạt chỉ tiêu tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng với Lợi nhuận trước thuế tăng 35,8% so với cùng kỳ, đạt 51,7% kế hoạch năm.
- ❖ **Tỷ lệ nợ xấu giảm** xuống 1,75%, giảm từ mức 1,84% tại thời điểm cuối năm 2015, thấp hơn tỷ lệ nợ xấu toàn ngành cuối tháng 3/2016 là 2,6%.
- ❖ **Tiềm năng tăng trưởng mạnh** trong những năm sắp tới nhờ việc tăng vốn thông qua phát hành thêm 3.600 tỷ đồng, và thu được khoản thặng dư ước tính 5.850 tỷ đồng, giúp tăng cường năng lực tài chính, đảm bảo an toàn cho hoạt động ngân hàng, giúp ngân hàng mở rộng hoạt động kinh doanh trong tương lai.
- ❖ VPBS dự phóng cho cả năm 2016, VCB sẽ đạt tăng trưởng huy động 15,5%, tăng trưởng tổng tài sản 14,6%, dư nợ tăng 18,5% và đầu tư trái phiếu tăng 10% so với 2015.
- ❖ Tổng thu nhập hoạt động tăng 9,84% so với 2015 lên 23.288 tỷ đồng. Chi phí hoạt động tăng 11,6%, do đó thu nhập trước dự phòng chỉ tăng nhẹ 8,7%, lên mức 14.017 tỷ đồng.
- ❖ Số dư nợ xấu tại thời điểm cuối năm 2016 ước tính là 9.175 tỷ đồng, tương ứng với tỷ lệ nợ xấu là 2%. Chi phí dự phòng trong năm 2016 ước tính khoảng 6.444 tỷ đồng, bao gồm khoảng 116 tỷ đồng trích lập cho trái phiếu VAMC và 5.671 tỷ đồng trích lập cho nợ xấu.
- ❖ Theo đó, LNTT 2016 ước tính đạt 7.572 tỷ đồng, tăng 10,9% so với 2015. LNST đạt 5.921 tỷ đồng. Thu nhập mỗi cổ phiếu (EPS) đạt 1.520 đồng. Giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu (BVPS) cuối năm 2016 sẽ ở mức 14.989 đồng.

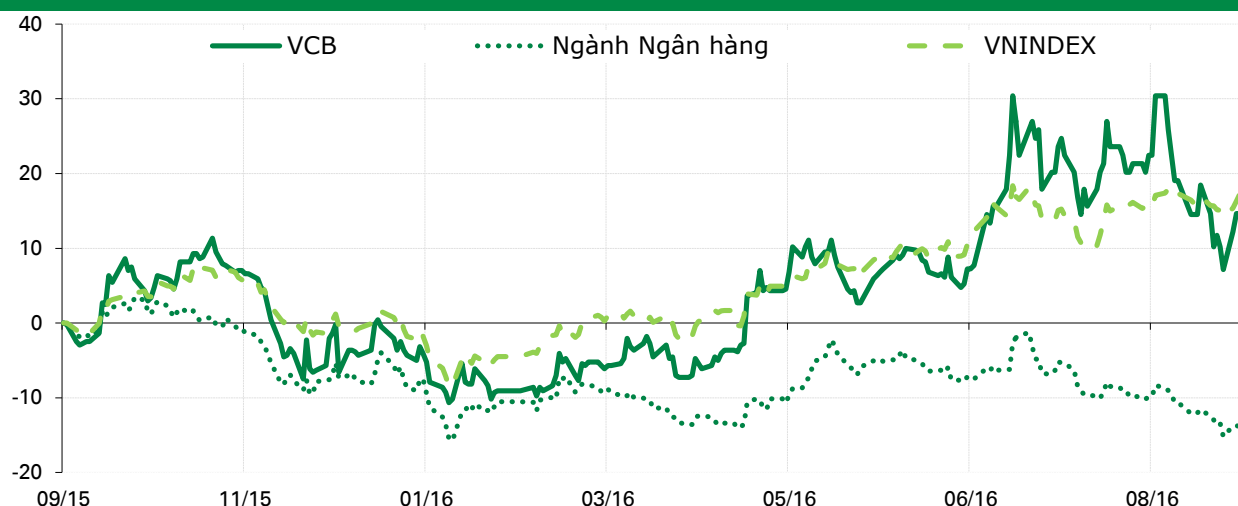
Vui lòng đọc khuyến cáo sử dụng ở trang cuối

Nội dung

CẬP NHẬT NGÀNH 6T2016	3
Tăng trưởng tín dụng 6 tháng đầu năm khả quan	3
Chênh lệch lãi suất thu hẹp, nhưng không đáng kể	4
Nợ xấu có xu hướng tăng trở lại	4
KẾT QUẢ KINH DOANH 6T 2016	5
Tổng tài sản tăng khá nhờ cho vay khách hàng tăng mạnh 14,4%	5
Vietcombank chuyển dịch từ đầu tư chứng khoán nợ TCTD sang trái phiếu doanh nghiệp	6
Tỷ lệ nợ xấu giảm từ 1.84% cuối năm 2015 lên 1,75%	7
Thu nhập lãi tăng mạnh giúp NIM cải thiện, tăng 28 điểm cơ bản lên 2,74%	7
Tiền gửi khách hàng tăng 7,2% nhờ tiền gửi không kỳ hạn tăng mạnh	8
Lợi nhuận trước thuế tăng ấn tượng 35,8% so với cùng kỳ, đạt 4.280 tỷ đồng, hoàn thành 57,1% kế hoạch năm	8
Kế hoạch tăng vốn năm 2016	9
DỰ PHÓNG VÀ GIẢ ĐỊNH	10
ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ	11
PHÂN TÍCH KỸ THUẬT	13
PHỤ LỤC	14

CẬP NHẬT NGÀNH 6T2016

Chỉ số giá cổ phiếu ngành Ngân hàng (% thay đổi trong 1 năm)



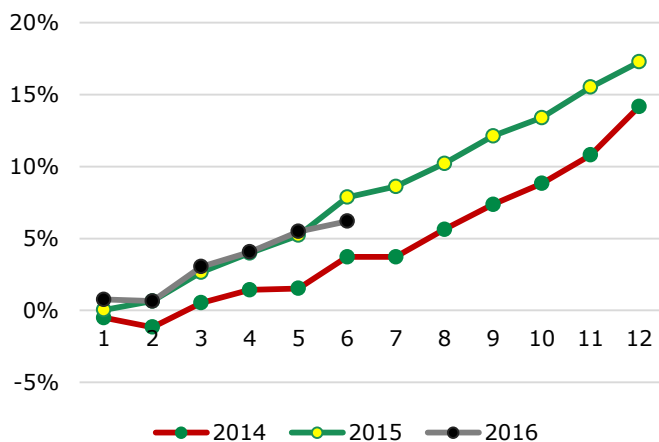
Nguồn: Bloomberg, VPBS

Tăng trưởng tín dụng 6 tháng đầu năm khá quan

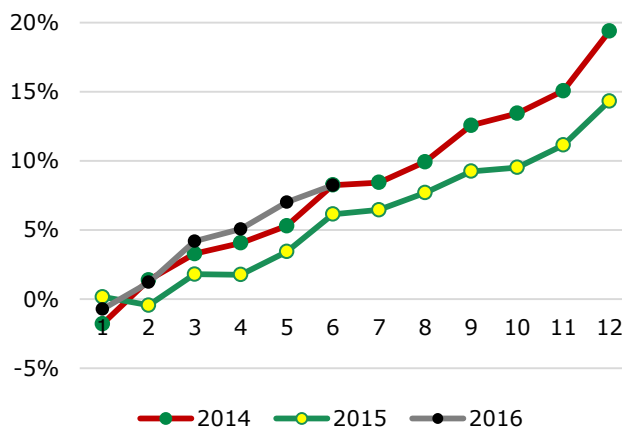
Khác với những năm trước, tín dụng tăng khá đều qua các tháng và liên tiếp tăng trưởng dương từ đầu năm. Theo số liệu của NHNN, tính đến ngày 24/6/2016, tín dụng nền kinh tế tăng 6,82% so với cuối năm 2015 và tăng cao hơn so với cùng kỳ năm 2015 (6,37%). Tín dụng VND tăng 8,11% so với cuối năm 2015, tăng 22,95% so với cùng kỳ năm trước và chiếm 90,8% tổng dư nợ tín dụng. Trong khi đó, tín dụng ngoại tệ giảm 4,64% so với cuối năm 2015.

Cơ cấu tín dụng cũng chuyển dịch theo hướng tích cực, tập trung vốn cho lĩnh vực sản xuất - kinh doanh, nhất là 5 lĩnh vực ưu tiên, hỗ trợ tích cực quá trình tái cơ cấu ngành nông nghiệp, phát triển thủy sản, công nghiệp hỗ trợ, doanh nghiệp xuất khẩu, doanh nghiệp ứng dụng công nghệ cao, đặc biệt hỗ trợ cho doanh nghiệp vừa và nhỏ.

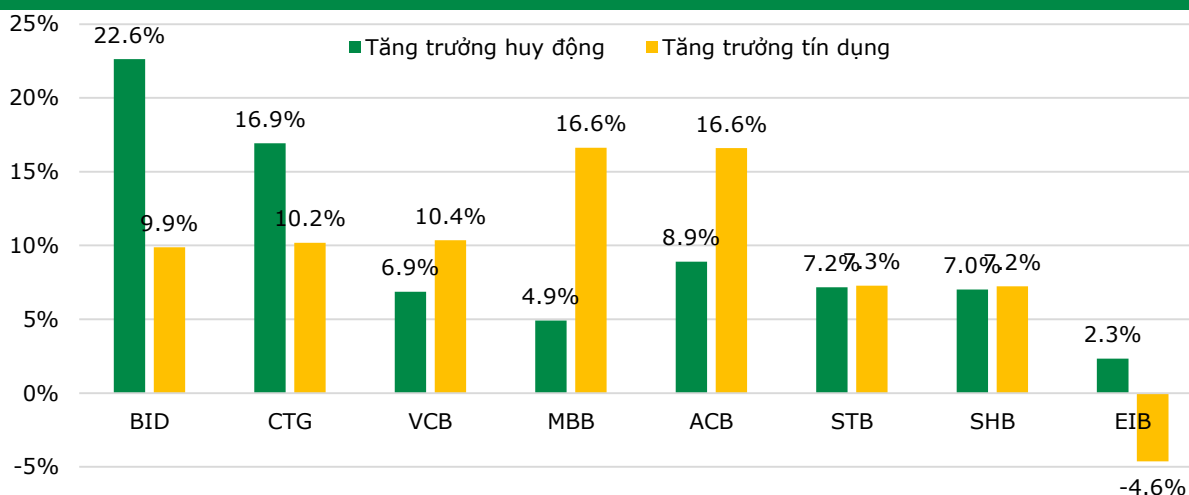
Tăng trưởng tín dụng lũy kế theo tháng



Tăng trưởng huy động lũy kế theo tháng



Nguồn: Bloomberg, VPBS

Tăng trưởng huy động & tín dụng 6T2016 so với đầu năm


Nguồn: BCTC các NH, VPBS

Hầu hết các ngân hàng niêm yết đều có mức tăng trưởng tín dụng khả quan. Duy nhất EIB có quy mô tín dụng giảm 4,62% so với cuối năm 2015. Đáng lưu ý là sự không tương đồng trong tăng trưởng tín dụng và huy động ở một số ngân hàng. BID và CTG có tăng trưởng huy động cao hơn nhiều so với tăng trưởng tín dụng do đã có tỷ lệ LDR

cao, vượt trần quy định. Trong khi đó những ngân hàng như VCB, MBB, và ACB là những ngân hàng có tỷ lệ LDR tương đối thấp, tín dụng tăng trưởng cao hơn huy động tương đối nhiều. Sự không tương đồng này sẽ gây áp lực lên NIM của BID và CTG, và ngược lại, sẽ hỗ trợ NIM của VCB, MBB, và ACB.

Chênh lệch lãi suất thu hẹp, nhưng không đáng kể

Sau khi cùng tăng nhẹ trong quý 1/2016, sang quý 2 mặt bằng lãi suất huy động đã duy trì tương đối ổn định còn lãi suất cho vay giảm nhẹ. Từ cuối tháng 4/2016, theo lời kêu gọi giảm lãi suất cho vay của Thống đốc NHNN nhằm hỗ trợ các hoạt động sản xuất kinh doanh, các NHTMNN đã giảm lãi suất cho vay VND các kỳ hạn ngắn 0,5% và giảm lãi suất cho vay trung dài hạn về tối đa 10% cho một số đối tượng khách hàng. Do đó, biên chênh lệch lãi suất đã bị thu hẹp phần nào trong quý 2, đặc biệt là ở nhóm NHTMNN.

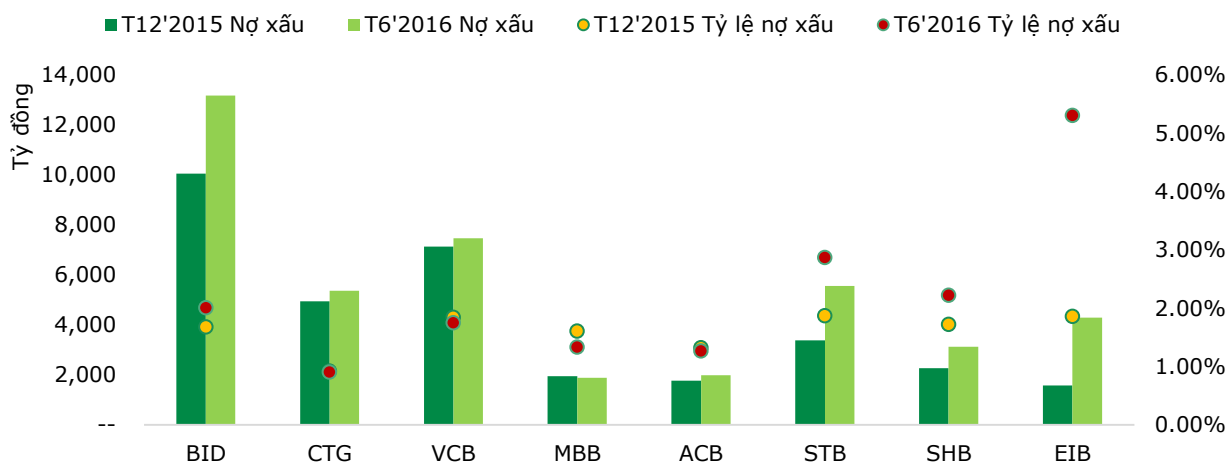
Từ nửa cuối tháng 6, một số NH TMCP đã có động thái tăng lãi suất huy động với mức điều chỉnh khoảng 0,1 – 0,2% một năm ở các kỳ hạn ngắn và 0,3 – 0,5% . Nguyên nhân lãi suất huy động tăng chủ yếu do các NHTM đẩy mạnh huy động vốn trung và dài hạn nhằm đáp ứng những quy định sửa đổi của Thông tư 06.

Nợ xấu có xu hướng tăng trở lại

Tỷ lệ nợ xấu đã tăng lên 2,62% cuối Q1 và tiếp tục tăng lên 2,78% tại thời điểm cuối tháng 5/2016, so với mức 2,55% cuối năm 2015. Ước tính, trong 5T2016, số dư nợ xấu toàn hệ thống đã tăng thêm 9.000 tỷ đồng. Trong 3 ngân hàng TMCPNN, CTG và VCB duy trì tỷ lệ nợ xấu ổn định với số dư nợ xấu tăng nhẹ. Đối với trường hợp BID, ngân hàng hiện đang có số dư nợ xấu lớn nhất hệ thống, nợ xấu đã tăng thêm hơn 3.000 tỷ đồng trong 6T2016 và tỷ lệ nợ xấu đã tăng từ 1,68% lên 2,0%. Trong nhóm

các ngân hàng TMCP, MBB và ACB có tỷ lệ nợ xấu giảm, còn STB, SHB và đặc biệt là EIB, số dư và tỷ lệ nợ xấu đều tăng đáng kể.

Số dư nợ xấu và tỷ lệ nợ xấu các ngân hàng



Nguồn: BCTC các NH, VPBS tổng hợp

Trong 6 tháng đầu năm, khối lượng nợ xấu được VAMC mua thông qua TPĐB chỉ khoảng 2.500 tỷ đồng. Theo kế hoạch, trong năm 2016 VAMC sẽ mua thêm 40.000 tỷ đồng nợ xấu bằng TPĐB, thu hồi 30.000 tỷ đồng nợ qua các hình thức bán nợ, bán TSĐB, và thí điểm mua 2.000 tỷ đồng nợ xấu theo giá thị trường. TT08 sẽ hỗ trợ cho VAMC đẩy mạnh xử lý nợ xấu trong nửa cuối năm.

KẾT QUẢ KINH DOANH 6T 2016

6 tháng đầu năm 2016, mặc dù tổng tài sản chỉ tăng nhẹ, Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank) vẫn đạt chỉ tiêu tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng với Lợi nhuận trước thuế tăng 35,8% so với cùng kỳ, đạt 51,7% kế hoạch năm.

Đơn vị: tỷ đồng

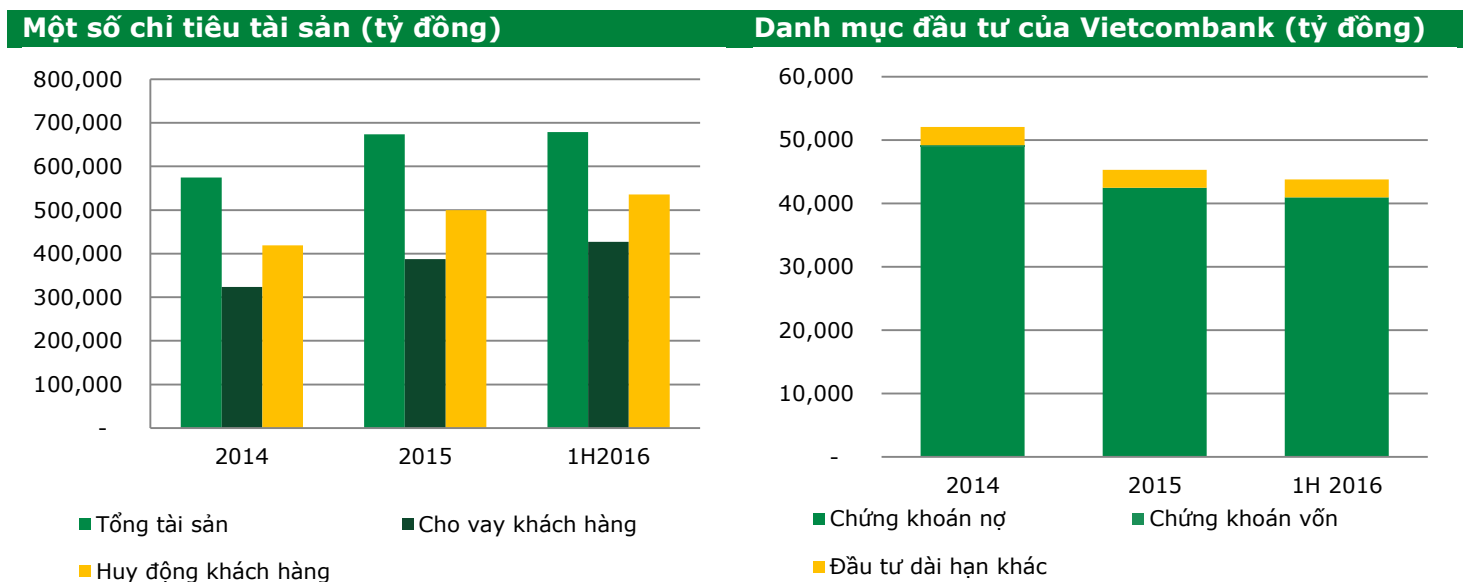
(Tỷ VND)	2015	6T 2016	Tăng/Giảm so với đầu năm (%)
Tổng tài sản	673,910	679,001	0.8%
Huy động khách hàng	499,764	535,648	7.2%
Cho vay khách hàng	387,152	427,215	10.3%
Số dư nợ xấu	7,137	7,470	4.7%
Tỷ lệ nợ xấu	1.84%	1.75%	

Nguồn: VCB, VPBS

Tổng tài sản tăng khá nhờ cho vay khách hàng tăng mạnh 14,4%

Tổng tài sản tăng nhẹ 0,8% từ đầu cuối năm 2015 lên 679.001 tỷ đồng, đạt 88% kế hoạch năm, đứng thứ ba trong toàn hệ thống ngân hàng. Nợ phải trả và vốn chủ sở hữu tăng tương ứng với mức tăng lần lượt là 0.4% và 5.3% so với đầu năm 2016 (tương ứng đạt 630.425 tỷ đồng và 48.428 tỷ đồng).

Tài sản sinh lãi đạt 672 nghìn tỷ đồng vào thời điểm cuối quý II/2016, tăng 1.12% so với đầu năm. Mặc dù tốc độ tăng trưởng tín dụng cao, ở mức 10,3% nhưng tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác lại giảm mạnh ở mức 23,7% và chứng khoán kinh doanh cũng giảm 7,1% so với đầu năm.



Nguồn: VCB, VPBS

Cho vay khách hàng tăng 10,3% so với cuối năm 2015, đạt 427.215 tỷ đồng vào cuối tháng 6/2016, sự tăng trưởng này đến chủ yếu từ sự gia tăng của cho vay trung hạn và dài hạn ở mức tương ứng 11,3% và 15,2% so với đầu năm. Bên cạnh đó, cho vay ngắn hạn chiếm phần trăm lớn nhất trong tổng lượng cho vay, 59,4% trong năm 2015. Trong 6T2016, cho vay ngắn hạn giảm nhẹ xuống còn 58% tổng dư nợ, đạt mức 248.021 tỷ đồng. Nhưng xét về giá trị tuyệt đối thì cho vay ngắn hạn vẫn đạt mức tăng 7,8% từ cuối 2015 đến cuối quý II/2016. VCB chủ yếu cho vay các tổ chức kinh tế, cá nhân trong nước, chiếm gần 99% tổng lượng cho vay khách hàng.

Vietcombank chuyển dịch từ đầu tư chứng khoán nợ TCTD sang trái phiếu doanh nghiệp

Đầu tư vào chứng khoán nợ giảm nhẹ 1,1% so với đầu năm, đạt 113.029 tỷ đồng. Trong đó, VCB đã giảm đầu tư vào chứng khoán nợ do tổ chức tín dụng phát hành 1.580 tỷ đồng (giảm 11,5%) để tăng đầu tư trái phiếu doanh nghiệp thêm 2.734 tỷ đồng, tương ứng tăng 25% so với đầu năm. Đồng thời, danh mục trái phiếu – tín phiếu chính phủ và NHNN cũng sụt giảm 2.416 tỷ đồng, tương ứng giảm 2,7%.

Bên cạnh đó, lượng trái phiếu đặc biệt do VAMC phát hành mà VCB đang nắm giữ cũng đã giảm 51,5 tỷ đồng, tương ứng 1,4% so với đầu năm 2015, còn 3.513 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính Ngân hàng đã trích lập được 2.345 tỷ đồng dự phòng cho lượng trái phiếu VAMC này, tương ứng mức trích lập thêm 1.749 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm.

Ngân hàng đang xin ý kiến cổ đông về việc thành lập ngân hàng con 100% vốn của Vietcombank tại Lào. Ngoài ra, các khoản mục đầu tư chứng khoán vốn và đầu tư dài

hạn khác chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng danh mục và không có nhiều thay đổi trong kỳ.

Tỷ lệ nợ xấu giảm từ 1.84% cuối năm 2015 lên 1,75%

Tỷ lệ nợ xấu chỉ còn 1,75%, giảm từ mức 1,84% tại thời điểm cuối năm 2015, thấp hơn tỷ lệ nợ xấu toàn ngành cuối tháng 3/2016 là 2,6%.

Số dư nợ xấu ở mức 7.470 tỷ đồng cuối tháng 6/2016, tăng 4,7% so với đầu năm. Trong đó, diễn biến của các loại nợ hầu như đều tốt: nợ đủ tiêu chuẩn (nhóm 1) tăng mạnh 11,2%, nợ cần chú ý (nhóm 2) giảm 21%, nợ dưới tiêu chuẩn (nhóm 3) giảm mạnh nhất 27%, nợ xấu có khả năng mất vốn (nhóm 5) giảm 16,4%. Chỉ riêng một điều đáng lưu ý là nợ nghi ngờ (nhóm 4) lại tăng gần gấp 3 lần so với cuối năm 2015.

Thu nhập lãi tăng mạnh giúp NIM cải thiện, tăng 28 điểm cơ bản lên 2,74%

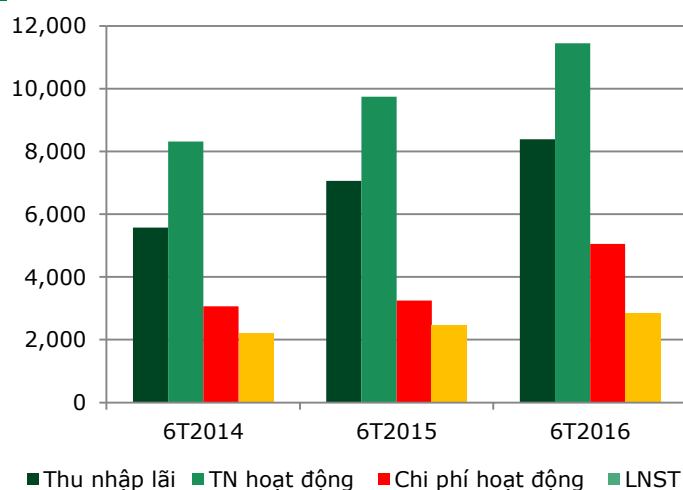
Tỷ lệ NIM đạt mức 2,74%, tăng nhẹ so với mức 2,46% cùng kỳ năm 2015 do thu nhập lãi ròng tăng nhanh 29,6% so với cùng kỳ trong khi tổng lượng tài sản sinh lãi chỉ tăng 17% so với cùng kỳ.

Trong những khoảng thu nhập lãi thì thu nhập lãi cho vay khách hàng và thu lãi từ chứng khoán đầu tư vẫn là hai nguồn thu lớn nhất của VCB, chiếm 93% tổng lãi thu nhập, tăng 17,3% so với cùng kỳ. Lãi từ chứng khoán đầu tư tăng trưởng mạnh 34,8% so với cùng kỳ.

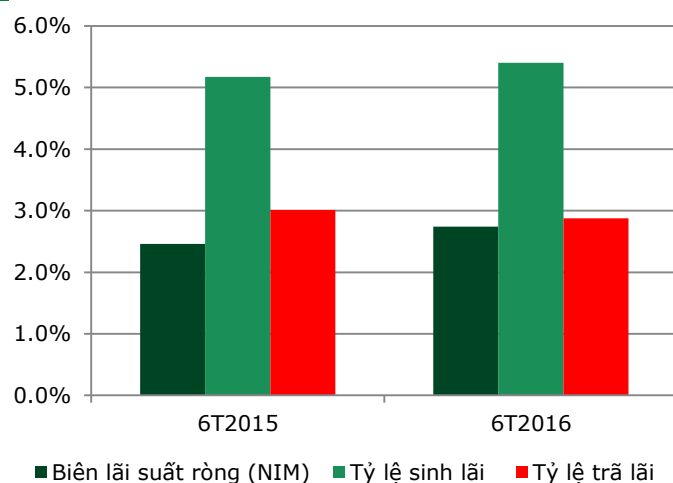
Bên cạnh đó, mặc dù thu nhập lãi tiền gửi chỉ đóng góp một phần nhỏ trong tổng thu nhập nhưng khoản này lại tăng trưởng ấn tượng 84% so với cùng kỳ. Từ những ghi nhận khả qua này, tổng thu nhập lãi của VCB đã đạt mức 18.033 tỷ đồng vào cuối tháng 6/2016, tăng 21,3% so với cùng kỳ.

Nhìn chung, VCB đã quản lý khá tốt khi chi phí lãi chỉ tăng 13,7%, thấp hơn nhiều so với mức tăng 21,3% của thu nhập lãi. Cụ thể, chi phí lãi tiền gửi đã giảm 48,1% and chi phí lãi cho giấy tờ có giá trị giảm mạnh 50,2% trong hai quý đầu năm nay. Đây là nhân tố quan trọng khiếm NIM tăng nhẹ trong 6 tháng đầu năm.

Kết quả kinh doanh của VCB (tỷ đồng)



Các tỷ lệ trả lãi và sinh lãi trung bình của VCB



Nguồn: VCB, VPBS

Tiền gửi khách hàng tăng 7,2% nhờ tiền gửi không kỳ hạn tăng mạnh

Tổng lượng huy động vốn của VCB trong 6T2016 đạt mức 535.648 tỷ đồng, tăng 7,2% so với cuối năm 2015. Trong đó tiền gửi có kỳ hạn và tiền gửi không kỳ hạn lần lượt chiếm tỷ trọng 71% và 27,8% trong tổng lượng tiền gửi. So với cuối năm 2015, tiền gửi có kỳ hạn đã tăng 12,7% lên 380.361 tỷ đồng, tiền gửi không kỳ hạn tăng 30,1%, đạt mức 148.709 tỷ đồng vào cuối tháng 6/2016. Sự gia tăng tiền gửi không kỳ hạn là một tín hiệu đáng mừng cho VCB vì đây là nguồn vốn có chi phí huy động thấp nhất trong hệ thống ngân hàng.

Phân theo loại tiền gửi thì tiền gửi bằng VND chiếm 79,6% và tiền gửi bằng vàng và ngoại tệ chiếm 19,6%. Trong đó tiền gửi bằng VND có xu hướng tăng mạnh với mức tăng 10,2%, nhưng tiền gửi bằng vàng và ngoại tệ lại giảm 4,8% trong 6 tháng đầu năm 2016 do lãi suất huy động USD bị áp trần 0%.

Lợi nhuận trước thuế tăng ấn tượng 35,8% so với cùng kỳ, đạt 4.280 tỷ đồng, hoàn thành 57,1% kế hoạch năm

	6T 2015	6T 2016	Đơn vị: tỷ đồng Tăng/Giảm so với cùng kỳ (%)
Thu nhập lãi ròng	7.065	9.157	29,6%
Thu nhập ngoài lãi	2.679	3.124	16,6%
Tổng thu nhập hoạt động	9.744	12.281	26,0%
Chi phí hoạt động	-	-4.998	53,9%
Dự phòng rủi ro tín dụng	3.346	-3.004	-10,2%
Lợi nhuận sau thuế cho cổ đông	2.453	3.421	39,5%

Nguồn: VCB, VPBS

Lợi nhuận trước thuế tăng ấn tượng 35,8% so với cùng kỳ, đạt 4.280 tỷ đồng, hoàn thành 57,1% kế hoạch năm. Sự tăng trưởng của NIM đã làm cho thu nhập lãi tăng nhanh 29,6% so với cùng kỳ, đạt 9.157 tỷ đồng. Mặc dù, chi phí hoạt động tăng đột biến ở mức 53,9% khiến tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) tăng nhanh lên mức 40,7% từ mức 33,3% cùng kỳ 2015, nhưng chi phí cho dự phòng rủi ro tín dụng lại giảm mạnh 10,2% so với cùng kỳ. VCB đã đạt được lợi nhuận trước trích lập dự phòng (PPOP) 7.283 tỷ đồng, tăng 12,1% so với cùng kỳ năm trước.

Thu nhập ngoài lãi tăng nhẹ 2% từ cuối năm 2015, đạt mức 3.124 tỷ đồng vào cuối tháng 6/2016. Trong đó có một khoản lãi lớn 1.038 tỷ đồng từ kinh doanh vàng và ngoại hối, tăng 50%, lãi thuần từ hoạt động dịch vụ cũng tăng 16%, đạt 1.060 tỷ đồng. Trong khi đó, thu nhập từ việc góp vốn mua cổ phiếu và lãi từ các hoạt động khác lại giảm mạnh khoản 36,5%, chỉ đem về cho VCB tổng cộng 844 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2016.

Tất cả các chỉ số NIM, ROAA và ROAE đều diễn biến tích cực do thu nhập lãi tăng nhanh. Trong đó ROAE ghi nhận tăng trưởng nhanh nhất, đạt mức 14,5% cuối tháng 6/2016, tăng từ 12,5% cuối 2015. Điều này có thể được lý giải thông qua việc tăng

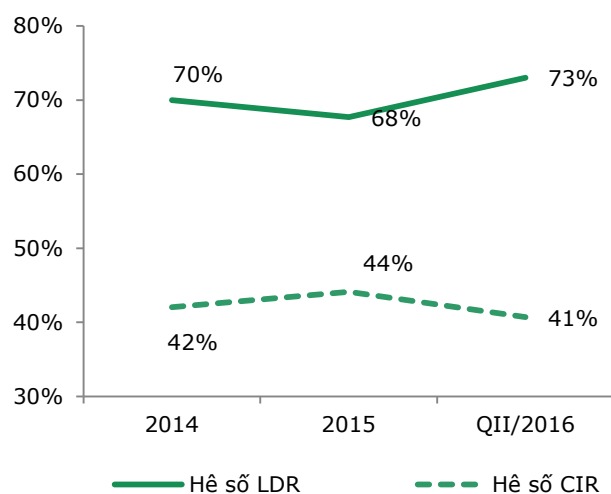
trưởng mạnh 12% của thu nhập lãi và chỉ 5% gia tăng vốn chủ sở hữu. Chỉ số ROAA tăng nhẹ khoản 0,1% lên mức 1% trong 6T2016. Đồng thời, ROA và ROE của VCB sau nửa đầu năm 2016 đã tăng cao hơn trung bình ngành (0,96% và 11,24% lần lượt).

Hệ số an toàn vốn – CAR – của VCB giảm nhẹ từ 11% vào cuối năm 2015 xuống còn 10% trong quý I/2016. Hệ số CAR của VCB có phần thấp (hơn hệ CAR trung bình ngành là 11%).

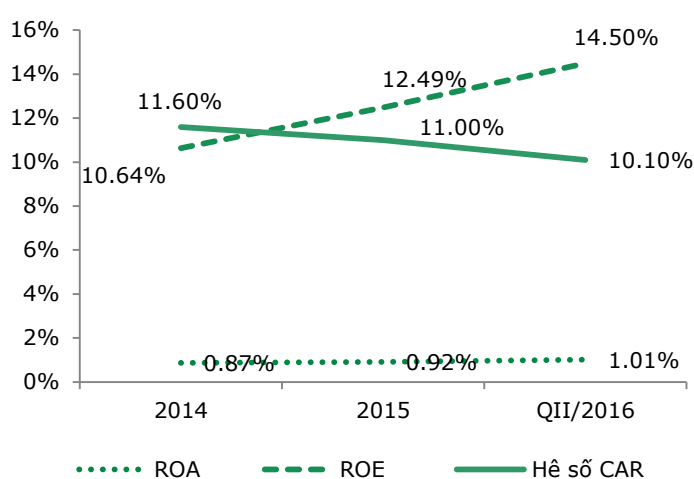
Tỉ lệ LDR ở mức 73%, tăng từ mức 67,7% vào cuối năm 2015. Do vậy, VCB vẫn còn dư địa để tăng trưởng tín dụng theo Thông tư 36 sửa đổi (quy định tỷ lệ sử dụng vốn ngân cho vay trung và dài hạn là 40% và LDR là 90% đối với VCB).

Tiền gửi và vay các tổ chức tín dụng khác sụt giảm 45.8% so với đầu năm, tương ứng giảm 22.658 tỷ đồng. Điều này làm giảm khả năng tăng trưởng tài sản sinh lãi của ngân hàng.

Chỉ số tài chính của Vietcombank



Chỉ số tài chính của Vietcombank



Nguồn: VCB, VPBS

Tính đến hết quý II, EPS trượt của Vietcombank đạt 2.357 đồng, giá trị sổ sách trên một cổ phiếu đạt 18.172 đồng. Sau khi điều chỉnh số lượng cổ phiếu thưởng 35% vừa qua, EPS và BVPS cuối quý II tương ứng 2.006 và 13.460 đồng. Tại giá đóng cửa ngày 22/9/2016 là 37.500 đồng, cổ phiếu VCB đang được giao dịch với PE và PB trượt 12 tháng ở mức 18,7 lần và 2,79 lần.

Kế hoạch tăng vốn năm 2016

Ngày 9/9/2016 là ngày giao dịch không hưởng quyền cho việc VCB trả 10% cổ tức bằng tiền mặt 2015 và phát hành 35% cổ phiếu thưởng trong năm 2016. Dự kiến vốn điều lệ sau khi phát hành cổ phiếu thưởng là 35.978 tỷ đồng.

Đồng thời, đại hội cổ đông 2016 đã thông qua kế hoạch phát hành riêng lẻ 10% vốn cho nhà đầu tư nước ngoài. Ngày 29/8/2016, Vietcombank và Quỹ đầu tư quốc gia của Singapore (GIC) đã ký kết một bản thỏa thuận ghi nhớ, theo đó GIC sẽ mua 7,73% vốn của Vietcombank, tương đương 305.810.895 cổ phần.

Điều này, nếu thành công sẽ bổ sung vốn điều lệ, tăng cường năng lực tài chính, đảm bảo an toàn cho hoạt động ngân hàng, giúp ngân hàng mở rộng hoạt động kinh doanh trong tương lai.

DỰ PHÓNG VÀ GIẢ ĐỊNH

Cho năm 2016, VPBS đưa ra những giả định chính sau:

Chúng tôi giả định trong năm nay, VCB tăng vốn thông qua phát hành riêng lẻ 10% cho các cổ đông chiến lược, tăng vốn thêm gần 3.600 tỷ đồng. Đồng thời ngân hàng có thể thu được một khoản thặng dư ước tính ở mức 5.850 tỷ đồng do bán 7.73% vốn cho GIC với giá ước tính 29.130 đồng/cổ phiếu. Tuy nhiên, việc tăng vốn này sẽ chỉ hoàn thành vào cuối năm nay, do đó, không tác động nhiều đến số cổ phiếu lưu hành bình quân trong năm.

Huy động tiền gửi và phát hành giấy tờ có giá tăng trưởng 15,5%, huy động và vay nợ trên thị trường liên ngân hàng giảm nhẹ 1,2%. Nhờ vậy, tổng tài sản tăng trưởng 14,6% so với cùng kỳ.

Do vốn cấp 1 gia tăng, tỷ lệ tài sản sinh lãi trên tổng tài sản tăng từ mức 93,9% năm 2015 lên 94,6% trong năm nay với dư nợ tăng 18,5% và đầu tư chứng khoán nợ tăng 10% so với năm trước.

Tuy nhiên, NIM có thể giảm nhẹ 7 điểm cơ bản xuống 2,55%, chủ yếu do lãi suất cho vay và lợi suất trái phiếu chính phủ giảm nhẹ.

Theo đó, thu nhập lãi thuần năm 2016 tăng khá, ở mức 12,5% so với 2015, đạt 17.382 tỷ đồng. Trong khi đó, thu nhập ngoài lãi tăng nhẹ 2,74%, đạt 5.906 tỷ đồng. Các khoản thu nhập phí và hoa hồng, thu nhập từ kinh doanh ngoại hối, và kinh doanh chứng khoán tăng 9,2% so với năm 2015 nhờ dư nợ tăng mạnh và mảng kinh doanh hợp đồng tương lai ngoại hối gia tăng.

Tổng thu nhập hoạt động tăng 9,84% so với 2015 lên 23.288 tỷ đồng. Chi phí hoạt động tăng 11,6%, do đó thu nhập trước dự phòng chỉ tăng nhẹ 8,7%, lên mức 14.017 tỷ đồng.

Số dư nợ xấu tại thời điểm cuối năm 2016 ước tính là 9.175 tỷ đồng, tương ứng với tỷ lệ nợ xấu là 2%. Chi phí dự phòng trong năm 2016 ước tính khoảng 6.444 tỷ đồng, bao gồm khoảng 116 tỷ đồng trích lập cho trái phiếu VAMC và 5.671 tỷ đồng trích lập cho nợ xấu.

Theo đó, LNTT 2016 ước tính đạt 7.572 tỷ đồng, tăng 10,9% so với 2015. LNST đạt 5.921 tỷ đồng. Lợi nhuận sau khi trích quỹ khen thưởng phúc lợi ở mức 5.034 tỷ đồng, thu nhập mỗi cổ phiếu (EPS) đạt 1.520 đồng.

Giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu (BVPS) cuối năm 2016 sẽ ở mức 14.989 đồng.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Trong Báo cáo Triển vọng Thị trường Quý 2/2016, chúng tôi đã đưa ra giá mục tiêu 55.000 đồng/cổ phiếu đối với VCB, tương đương với mức giá 40.000 đồng/cổ phiếu sau khi thực hiện quyền ngày 9/9/2016. Từ giữa tháng 7 đến đầu tháng 9/2016, cổ phiếu VCB đã đạt mức giá trên và sau đó, đã điều chỉnh giảm xuống mức giá 37.500 đồng/cổ phiếu ngày 22/9/2016.

Chúng tôi sử dụng hai phương pháp P/E và P/B để định giá cổ phiếu VCB. Các cổ phiếu ngân hàng trong nước đang được giao dịch ở mức P/B và P/E trung bình là 0,64 và 9,51 lần.

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Vốn hóa (triệu USD)	TTM P/E	TTM P/B	ROE (%)	ROA (%)
CTG	CTG VN	2,829	10.38	1.06	10.70	0.79
BID	BID VN	2,437	8.29	1.26	16.57	0.78
STB	STB VN	772	53.21	0.76	1.32	0.11
MBB	MBB VN	1,079	8.54	1.00	12.23	1.15
ACB	ACB VN	695	13.81	1.16	8.73	0.55
EIB	EIB VN	590	N/A	0.99	(2.30)	(0.25)
SHB	SHB VN	200	5.28	0.38	7.51	0.43
Trung bình			9.26	1.04	9.51	0.64
VCB	VCB VN	6,033	18.70	2.79	13.35	1.00
Tỷ lệ cao hơn so với trung bình ngành			101.9%	168.3%		

Nguồn: Bloomberg, VPBS

Ghi chú: số liệu tại ngày 22/9/2016

VCB hiện đang được giao dịch với mức P/E 18,7 lần, cao hơn 102% và P/B 2,79 lần, cao hơn 168% so với nhóm các ngân hàng tương đương. Là một cổ phiếu có giá trị vốn hóa lớn (hiện đứng thứ 1 trên HSX), chiếm tỷ trọng lớn trong danh mục đầu tư quỹ ETF (8,29% tại ngày 16/9/2016), và được đánh giá là ngân hàng thận trọng nhất Việt Nam trong mắt các nhà đầu tư, VCB hiện là ngân hàng duy nhất được giao dịch ở mức P/E và P/B cao hơn 100% so với trung bình ngành. Chúng tôi cho rằng dòng tiền đầu tư ngoại sẽ đóng vai trò quan trọng thúc đẩy giá VCB tăng trưởng.

Các ngân hàng cùng vị thế tại các nước trong khu vực đang được giao dịch ở mức P/B và P/E trung bình là 2,42 và 17,07 lần.

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Vốn hóa (triệu USD)	TTM P/E	TTM P/B	ROE (%)	ROA (%)
YES BANK LTD	YES IN	7,852	20.58	3.80	19.90	1.68
BANK OF THE PHILIPPINE ISLAN	BPI PM	8,545	19.06	2.55	13.89	1.43
BDO UNIBANK INC	BDO PM	8,443	15.37	1.97	13.78	1.32
BANK OF AYUDHYA PCL	BAY TB	7,797	13.27	1.37	10.68	1.20
Trung bình			17.07	2.42	14.56	1.41

Nguồn: Bloomberg, VPBS

Ghi chú: số liệu tại ngày 22/9/2016

Theo phương pháp P/E, chúng tôi định giá cổ phiếu VCB ở mức 38.611 đồng. Theo phương pháp P/B, chúng tôi định giá cổ phiếu VCB ở mức 41.520 đồng.

So sánh P/E	
VCB 2016 EPS (VND)	1,520
VCB P/E (x)	18.52
P/E phù hợp của VCB	25.40
Giá mục tiêu	38,611

So sánh P/B	
Giá trị sổ sách/CP 2016(VND)	14,989
VCB P/B	2.08
P/B phù hợp của VCB	2.77
Giá mục tiêu	41,520

Tổng hợp định giá		
<u>Phương pháp</u>	<u>Giá mục tiêu</u>	<u>Tỷ trọng</u>
P/E	38,611	50%
P/B	41,520	50%
Giá mục tiêu	40,065	

Với giá mục tiêu là 40.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng tỷ suất tăng giá 6,84%, chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu VCB tại thời điểm phát hành báo cáo này.

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Sau đợt sụt giảm liên tiếp từ cuối tháng 8, VCB bắt đầu hồi phục và lấy lại hỗ trợ ngắn hạn của các đường MA5, MA10 và MA20 trong khoảng 1 tuần gần đây. Tuy vậy, cổ phiếu này vẫn đang giao dịch dưới kháng cự trung hạn MA50 tại 38.400 đồng.

Khối lượng giao dịch trong những phiên phục hồi gần đây ở mức trung bình cho thấy lực cầu chưa thực sự tích cực.

Vì vậy, chúng tôi thấy tín hiệu TRUNG LẬP cho xu hướng ngắn hạn của cổ phiếu VCB.

Đơn vị: đồng/cổ phiếu

Mã chứng khoán	VCB
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	43.900
Giá thấp nhất trong 3 tháng	32.500
Đường MA50	38.500
Đường MA100	36.700
Kháng cự trung hạn	38.500
Hỗ trợ trung hạn	36.700
Khuyến nghị	Nằm giữ

Biểu đồ giá VCB



PHỤ LỤC

DỰ PHÒNG CỦA VPBS

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2,012	2,013	2,014	2,015	2016F
Thu nhập lãi	31,734	28,299	28,222	31,361	35,923
Chi phí lãi	(20,793)	(17,516)	(16,214)	(15,908)	(18,541)
Thu nhập lãi ròng	10,941	10,782	12,009	15,453	17,382
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	1,374	1,619	1,517	1,873	1,993
Lãi ròng từ kinh doanh vàng và ngoại tệ	1,488	1,427	1,345	1,573	1,730
Thu nhập từ mua bán chứng khoán kinh doanh và chứng khoán đầu tư	284	183	419	350	420
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	469	562	211	48	48
Thu nhập khác	525	934	1,785	1,905	1,715
Thu nhập ngoài lãi ròng	4,140	4,725	5,276	5,749	5,906
Tổng thu nhập hoạt động	15,081	15,507	17,285	21,202	23,288
Chi phí hoạt động	(6,013)	(6,244)	(6,850)	(8,306)	(9,272)
Lợi nhuận trước chi phí dự phòng	9,068	9,263	10,436	12,896	14,017
Dự phòng rủi ro tín dụng	(3,303)	(3,520)	(4,591)	(6,068)	(6,444)
Lợi nhuận trước thuế	5,764	5,743	5,844	6,827	7,572
Chi phí thuế	(1,343)	(1,365)	(1,258)	(1,495)	(1,631)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(24)	(20)	(19)	(18)	(20)
Lợi nhuận sau thuế	4,397	4,358	4,567	5,314	5,922
<i>Tăng trưởng</i>	<i>4.8%</i>	<i>-0.9%</i>	<i>4.8%</i>	<i>16.4%</i>	<i>11.4%</i>

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2,012	2,013	2,014	2,015	2016F
Tiền mặt và các khoản tương đương	5,627	6,060	8,323	8,519	9,497
Tiền gửi tại NHNN	15,732	24,844	13,267	19,715	20,469
Tiền gửi và cho vay các TCTD khác	65,830	91,803	146,099	131,527	146,808
Dư nợ cho vay	241,167	274,314	323,338	387,152	458,775
Chứng khoán nợ kinh doanh và đầu tư	79,069	63,396	75,128	114,291	125,720
Tài sản sinh lãi	386,066	429,513	544,566	632,970	731,303
Chứng khoán vốn	3,299	3,440	4,044	3,964	4,040
TSCĐ	3,660	4,086	4,465	5,039	5,039
Tài sản có khác	5,804	7,631	9,743	13,538	14,038
TỔNG TÀI SẢN	414,488	468,994	576,996	674,395	773,127
Tiền gửi và vay các TCTD	34,066	44,044	43,238	72,135	71,260
Tiền gửi khách hàng	285,382	332,246	422,204	500,528	578,110
Nguồn vốn chịu lãi khác	2,028	2,014	2,209	2,479	2,851
Nguồn vốn không chịu lãi khác	26,507	15,532	11,780	12,600	13,511
Tổng nợ	372,790	426,458	533,523	629,222	713,641
Tổng vốn chủ sở hữu	41,547	42,386	43,325	45,007	59,320
Lợi ích cổ đông thiểu số	152	150	148	165	165
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	414,488	468,994	576,996	674,395	773,127
<i>Tăng trưởng</i>	<i>13.0%</i>	<i>13.2%</i>	<i>23.0%</i>	<i>16.9%</i>	<i>14.6%</i>

Chỉ tiêu chính	2,012	2,013	2,014	2,015	2016F
Tăng trưởng tổng tài sản	13.0%	13.2%	23.0%	16.9%	14.6%
Tăng trưởng tín dụng	15.2%	13.7%	17.9%	19.7%	18.5%
Tăng trưởng huy động	25.7%	16.4%	27.1%	18.6%	15.5%
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần	-11.9%	-1.5%	11.4%	28.7%	12.5%
Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi	69.0%	14.1%	11.7%	9.0%	2.7%
Tăng trưởng chi phí hoạt động	5.5%	3.8%	9.7%	21.3%	11.6%
Tăng trưởng lợi nhuận thuần	4.8%	-0.9%	4.8%	16.4%	11.4%
CIR	39.9%	40.3%	39.6%	39.2%	39.8%
NIM	3.0%	2.6%	2.5%	2.6%	2.5%
LDR	84.5%	82.6%	76.6%	77.3%	79.4%
Tỷ lệ nợ xấu	2.4%	2.7%	2.3%	1.8%	2.0%
Chi phí DPRR/Lợi nhuận trước DPRR	-36.4%	-38.0%	-44.0%	-47.1%	-46.0%
ROAA	1.13%	0.99%	0.87%	0.85%	0.82%
ROAE	12.53%	10.38%	10.66%	12.03%	11.35%

HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

CTCP Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) đưa ra khuyến nghị dựa trên sự kết hợp giữa phân tích ngắn hạn và dài hạn.

Chúng tôi sử dụng hệ thống khuyến nghị dài hạn như sau:

Cổ phiếu bị thị trường định giá thấp (Undervalued): Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tới lớn hơn 10%.

Cổ phiếu được thị trường định giá tương đương giá trị nội tại (Fully-valued): Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tới dao động từ 0% đến 10%.

Cổ phiếu được thị trường định giá cao (Overvalued): Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tới thấp hơn 0%.

Sau đó, chúng tôi sẽ đưa ra những nhận định trong ngắn hạn dựa trên các yếu tố vĩ mô cùng với phương pháp phân tích kỹ thuật. Phương pháp này cho thấy những tín hiệu tăng giá, trung lập hay giảm giá thông qua việc phân tích các chỉ số xu hướng như đường trung bình động, PSAR, và MACD, cũng như chỉ báo xung lượng bao gồm chỉ số RSI và MFI.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị chung dựa trên các quan điểm trong ngắn hạn và dài hạn như sau:

Khuyến nghị	Giá trị dài hạn	Xu hướng ngắn hạn
MUA	Undervalued	Tăng giá hoặc Trung lập
	Fully-valued	Tăng giá
GIỮ	Undervalued	Giảm giá
	Fully-valued	Trung lập
	Overvalued	Tăng giá
BÁN	Fully-valued	Giảm giá
	Overvalued	Trung lập hoặc Giảm giá

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Nguyễn Thị Thùy Linh

Giám đốc – Vĩ mô và Tài chính
 linhhtt@vpbs.com.vn

Võ Thị Thu Hiền

Thực tập sinh
 hienvtt@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Lê Kiên Cường

Chuyên viên cao cấp
 Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức
 cuonglk@vpbs.com.vn
 +848 3823 8608 Ext: 202

Trần Thanh Bạch

Phó Giám Đốc – Khối Dịch vụ Ngân hàng Cá nhân Cao cấp VP Prestige
 bachtt@vpbs.com.vn
 +84 190 056 1218 Ext: 2607

Lý Đắc Dũng

Giám đốc - Khối Môi giới
 Khách hàng Cá nhân
 dungld@vpbs.com.vn
 +844 1900 6457 Ext: 1700

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
 Thành phố Hồ Chí Minh
 phuongvv@vpbs.com.vn
 +848 6296 4210 Ext: 130

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
 Thành phố Hồ Chí Minh
 domalux@vpbs.com.vn
 +848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ Hà Nội
 vinhtd@vpbs.com.vn
 +844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
 Thành phố Hồ Chí Minh
 vinhnd@vpbs.com.vn
 +848 3823 8608 Ext: 146

KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty CP Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS, Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T - +84 1900 6457
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418