

BÁO CÁO THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

Áp lực trên con đường dài

Nguyễn Đại Hiệp – hiep.nd@vdsc.com.vn

FLASHNOTE | Tư Vấn Cá Nhân
(08/03/2023)





LỜI MỞ ĐẦU

- ✓ **Rủi ro đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp** là một trong những rủi ro trọng yếu của thị trường khi bước sang năm 2023. Với sự ra đời của Nghị Định 65/2022/NĐ-CP, thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã chính thức chứng lại về cả số lượng và giá trị phát hành trong những tháng tiếp theo. Trong bối cảnh chính sách cho ngành bất động sản nói riêng và vĩ mô thể giới nói chung còn nhiều bất ổn, dòng tiền trong nền kinh tế bị ảnh hưởng và tác động trực tiếp lên hoạt động kinh doanh của nhiều doanh nghiệp. Do đó, đang có những rủi ro về việc các tổ chức phát hành không thực hiện chi trả đúng hạn các khoản lãi cũng như gốc trái phiếu khi đáo hạn, đặc biệt là các tổ chức với sức khỏe tài chính kém.
- ✓ **Ở góc nhìn định tính**, chúng tôi đánh giá sự suy giảm niềm tin thị trường vẫn đang là rủi ro lớn nhất, mức độ trong thời gian sắp tới có thể tăng dần khi giai đoạn 2023 -2024 là thời điểm đáo hạn đỉnh cao của thị trường. Chính vì vậy, những chính sách, quy định hay các vấn đề được đề cập trong thời gian sắp tới sẽ xoay quanh việc giảm thiểu rủi ro này, đồng thời để tránh đi những đổ vỡ dây chuyền dẫn tới những hậu quả lớn hơn.
- ✓ **Trong tương lai dài hạn hơn**, chúng tôi nhận thấy những diễn biến ngắn hạn hiện tại cụ thể là việc thanh lọc các tổ chức phát hành yếu kém, sẽ có tác động tích cực tới thị trường trái phiếu. Khi nhìn trên mối quan hệ tổng thể của nền kinh tế sẽ cần khoảng 5-7 năm để thị trường trái phiếu doanh nghiệp thực sự đi vào hoạt động ổn định.

CÁC LUẬN ĐIỂM CHÍNH

- ✓ Áp lực đáo hạn trong năm 2023 sẽ đạt đỉnh vào tháng 9/2023 với giá trị hơn 41,6 nghìn tỷ đồng. Các tháng 5, 6, 7 và 12 là những tháng có giá trị đáo hạn cao - trên 20 nghìn tỷ đồng. Đỉnh đáo hạn của số dư trái phiếu (bằng VND) là vào năm 2024 với ~345 nghìn tỷ đồng. Kể từ năm 2026 trở đi, áp lực đáo hạn sẽ giảm dần.
- ✓ Giá trị còn lại đối với trái phiếu ngân hàng và bất động sản tính tới thời điểm 12/1/2023 vẫn là rất lớn với lần lượt 374 nghìn tỷ đồng (chiếm 57% giá trị phát hành của ngành này) và 273 nghìn tỷ đồng (chiếm 61% giá trị phát hành của ngành này). **Đặc biệt, kỳ hạn còn lại bình quân của trái phiếu ngành bất động sản chỉ khoảng 1,3 năm.**
- ✓ Ở khía cạnh tích cực, phía Cơ quan nhà nước cũng vừa ban hành Nghị định 08/2023/NĐ-CP có hiệu lực ngay ngày 05/03/2023 sửa đổi, bổ sung Nghị định 65/2022/NĐ-CP để có thể nới lỏng hoặc kéo dài một số điều khoản giúp các Doanh nghiệp chủ động hơn trong việc tái cấu trúc nguồn vốn. Ngoài ra, các doanh nghiệp vẫn cần tích cực tìm kiếm các nguồn vốn dồi dào từ các tổ chức quốc tế khác để đa dạng hóa nguồn, giảm chi phí vốn, sự phụ thuộc vào thị trường trong nước cũng như nâng cao uy tín trên thị trường thế giới.

ĐỀ XUẤT

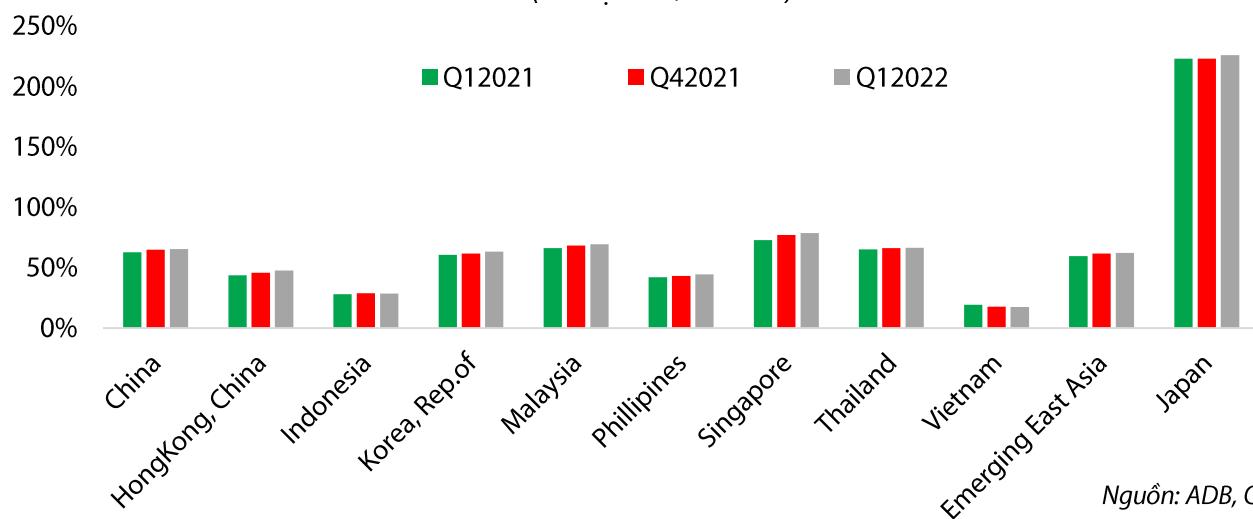
Bất động sản là một trong những nhóm ngành phát hành trái phiếu nhiều nhất và các trái phiếu này đang đối mặt với các rủi ro về việc thanh toán gốc lãi. Do đó, các giải pháp sẽ cần phải tập trung để tháo gỡ khó khăn cho các doanh nghiệp bất động sản trên khía cạnh chính sách, nguồn vốn và môi trường kinh doanh nói chung. Từ đó lan tỏa và hỗ trợ ngược lại cho thị trường trái phiếu:

- ✓ **Về chính sách:** Trong ngắn hạn cần sự linh hoạt, nhưng trong dài hạn phải sớm xây dựng và ban hành những **chính sách đồng bộ**, có tầm nhìn lâu dài và luôn theo định hướng minh bạch, công bằng xã hội, đặc biệt là đối với thị trường bất động sản. Giải quyết được nhu cầu lớn của xã hội cũng chính là lời giải tốt nhất cho sự phát triển của bất kỳ thị trường nào.
- ✓ **Về nguồn vốn:** Thúc đẩy mạnh hơn các chính sách và **giải ngân ưu tiên** cho Nhà ở xã hội, thu nhập trung bình/thấp, việc này cũng đòi hỏi sự đồng bộ về phê duyệt, cắt giảm sự chồng chéo của nhiều quy định hiện hành.

CẤU TRÚC THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

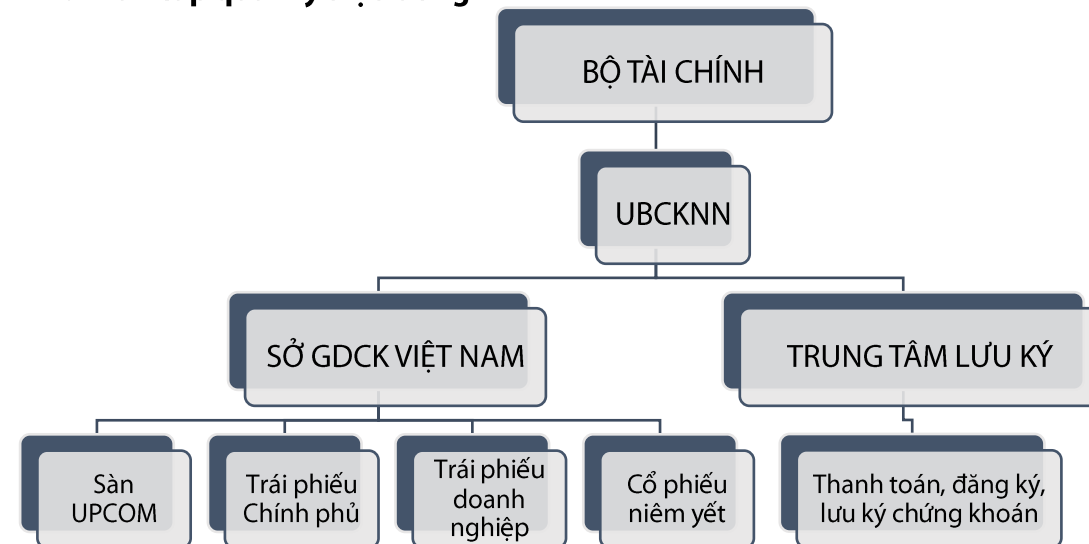
- ✓ Theo Bộ Tài Chính (Mof), thị trường trái phiếu của Việt Nam được hình thành từ năm 1990 và bắt đầu phát triển từ năm 2000. Trải qua thời gian dài phát triển, thị trường trái phiếu đã có những đóng góp quan trọng cho nhu cầu huy động vốn của Chính phủ, Chính quyền địa phương, Ngân hàng và các Doanh nghiệp.
- ✓ Là 1 bộ phận quan trọng của thị trường tài chính mà cụ thể là thị trường chứng khoán. Độ lớn của thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam cũng không ngừng tăng trưởng. Theo dữ liệu từ HNX tới ngày 12/1/2023, giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp / GDP năm 2022 đã đạt 21%, tăng mạnh so con số 5,3% được Bộ Tài Chính công bố năm 2016.
- ✓ Tuy nhiên, xét về quy mô tỷ trọng Dư nợ trái phiếu DN phát hành/ GDP của Việt Nam vẫn còn khá khiêm tốn so với các quốc gia trong khu vực như: Trung Quốc, Hàn Quốc, Malaysia, Singapore, Thái Lan.... và các quốc gia ở khu vực kinh tế mới nổi Đông Á.

Hình 2: Quy mô thị trường Trái phiếu Chính phủ
(Giá trị TPCP/ GDP -%)

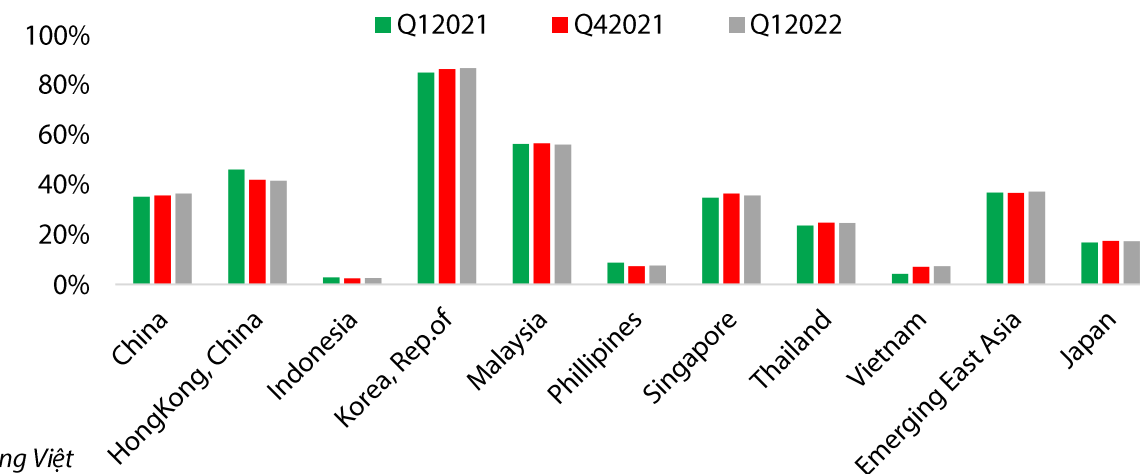


Nguồn: ADB, CTCK Rồng Việt

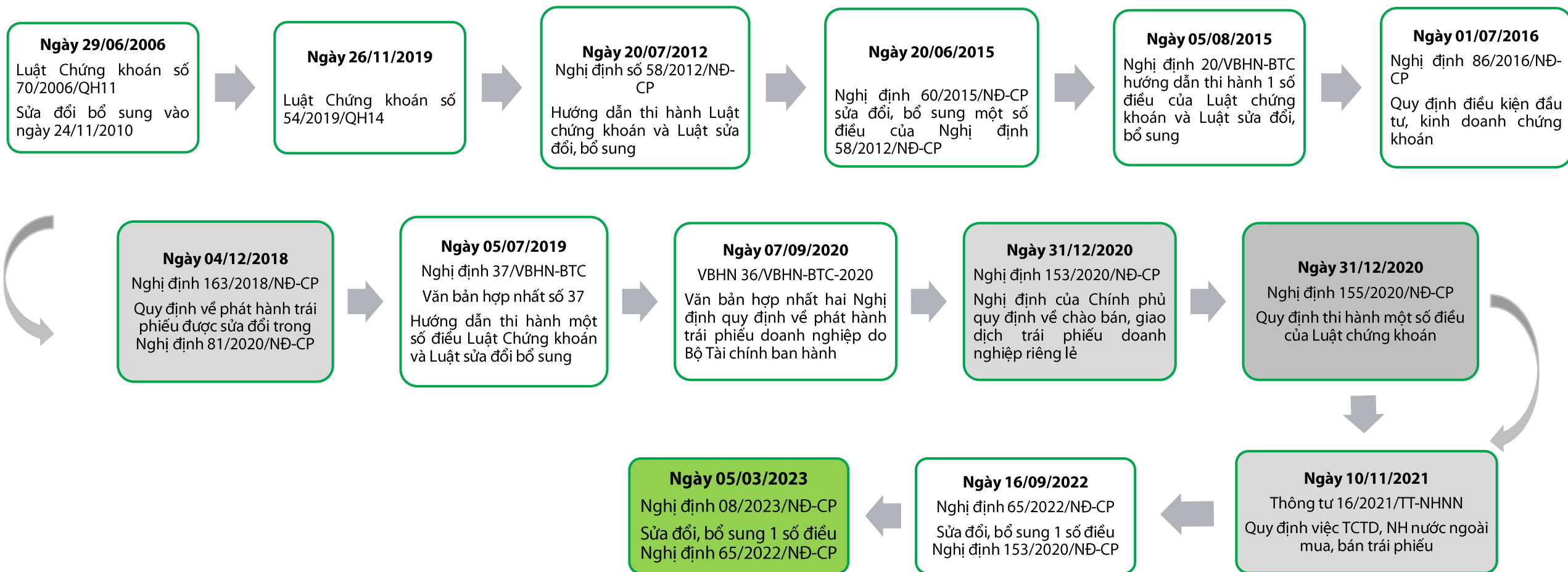
Hình 1: Phân cấp quản lý thị trường



Hình 3: Quy mô thị trường Trái phiếu Doanh nghiệp
(Giá trị TPDN/ GDP - %)



Hình 4: Hành trình xây dựng chính sách



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

- ✓ Chúng tôi nhận thấy rằng, các quy định cho việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp qua từng thời kỳ có sự sửa đổi, bổ sung theo hướng ngày càng chặt chẽ, với nhiều điều kiện khắt khe hơn. Đặc biệt, giai đoạn kể từ năm 2018 có 5 Nghị định mới được ban hành nhằm theo kịp sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

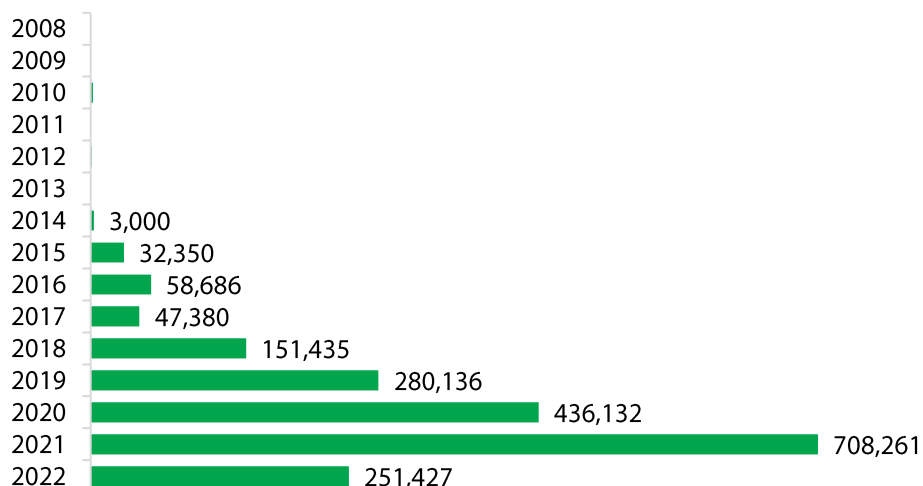
Tiêu chí	Nghị định số 163/2018/NĐ-CP		Nghị định số 81/2020/NĐ-CP	Nghị định số 153/2020/NĐ-CP	Nghị định số 65/2022/NĐ-CP	Nghị định 08/2023/NĐ-CP
Phạm vi điều chỉnh	Trái phiếu phát hành riêng lẻ					
Mệnh giá trái phiếu (đồng)	100.000		100.000	100.000	100.000.000	Chưa thay đổi
Trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ	Phát hành cho dưới 100 nhà đầu tư, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp		Phát hành dưới 100 nhà đầu tư, đối tượng mua là nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp (Quy định tại Nghị định 155/2020/NĐ-CP	Phát hành dưới 100 nhà đầu tư, đối tượng mua là nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp quy định tại Điểm d, Điều 8 của Nghị định này	Hoãn việc xác định nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp tới hết năm 2023	
Giao dịch trái phiếu	Hạn chế trong phạm vi dưới 100 nhà đầu tư, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp trong vòng 1 năm kể từ ngày phát hành		Chỉ được giao dịch giữa các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp	Bổ sung thêm điều kiện DN phải đăng ký giao dịch trên hệ thống giao dịch trái phiếu riêng lẻ	Chưa thay đổi	
Điều kiện phát hành trái phiếu	TH không kèm chứng quyền:	Sửa đổi, bổ sung khoản 3, điều 13:		Quy định thời gian phân phối của từng đợt chào bán không quá 90 ngày kể từ ngày công bố thông tin trước đợt chào bán	Sửa đổi khoản 2, Điều 10 Thời gian phân phối trái phiếu của từng đợt chào bán không vượt quá 30 ngày kể từ ngày công bố thông tin trước đợt chào bán	Thời gian phân phối từng đợt là 90 ngày kéo dài tới hết năm 2023. Từ ngày 1/1/2024 thực hiện lại theo quy định của Nghị định 65/NĐ-CP
Xếp hạng tín nhiệm			Không yêu cầu		Quy định bắt buộc tại Khoản 2 Điều 19 và khoản 3 Điều 310 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP	Hoãn việc xếp hạng tín nhiệm tới hết năm 2023.
Đàm phán điều kiện, điều khoản			Thực hiện theo Điều 286, Bộ luật Dân sự năm 2015		Được số người sở hữu trái phiếu đại diện từ 65% tổng số trái phiếu cùng loại đang lưu hành trở lên chấp thuận (Bổ sung Điều 5)	✓ Cho phép kéo dài kỳ hạn trái phiếu tối đa 2 năm. ✓ Tỷ lệ biểu quyết ít nhất 65% để đạt được đồng thuận thay đổi, trường hợp thay đổi mà có nhà đầu tư không chấp thuận thì DN phải thực hiện đầy đủ nghĩa vụ cho nhà đầu tư này

NGHỊ ĐỊNH 65/2022/NĐ-CP CHÍNH THỨC HẠM “PHANH” THỊ TRƯỜNG

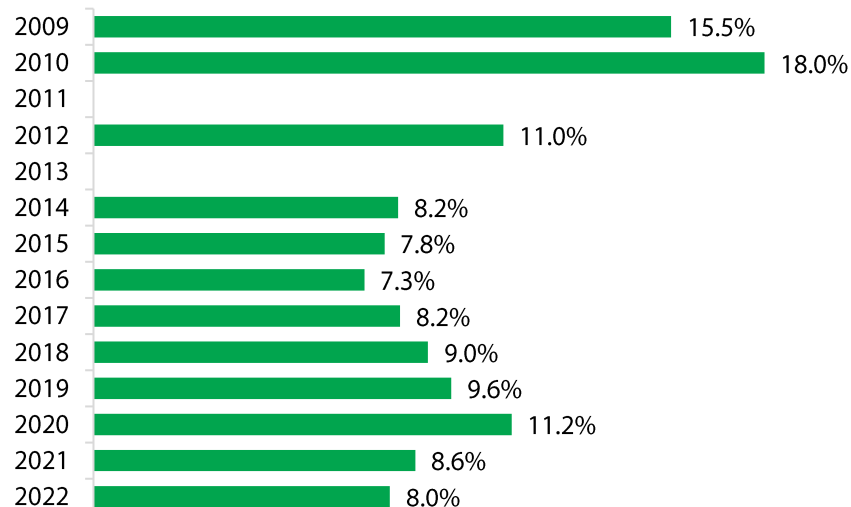
Sau những sự kiện thanh tra, rà soát thị trường trái phiếu, bất động sản cũng như Nghị định 65/2022/NĐ-CP (sửa đổi Nghị định 153/2020/NĐ-CP) có hiệu lực từ ngày 16/09/2022. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp chính thức chứng lại sau giai đoạn phát triển mạnh mẽ 2018-2021:

- ✓ Giá trị phát hành mới (bằng VND) năm 2022 chỉ đạt hơn 251 nghìn tỷ đồng (số liệu từ CBIS ngày 12/1/2023, giảm 65% so với năm 2021), xu hướng bắt đầu chứng lại hần kể từ tháng 6/2022 (giá trị phát hành đạt đỉnh trong năm là 43,6 nghìn tỷ đồng).
- ✓ Lãi suất phát hành thậm chí có **xu hướng giảm** trong giai đoạn 2020-2022, kỳ hạn bình quân tăng nhẹ trong năm 2022 nhưng nhìn chung trong xu hướng giảm trong dữ liệu được thống kê, ngoại trừ nhóm ngành (1) Du lịch (2) Dược phẩm và Y tế. Nhóm Năng lượng có kỳ hạn phát hành bình quân giảm mạnh từ 7,19 năm vào năm 2021 còn 4,3 năm vào năm 2022.
- ✓ Giá trị mua lại cũng đạt đỉnh với hơn 218 nghìn tỷ đồng (+51% svck). Giá trị mua lại đạt 39 nghìn tỷ trong tháng 12/2022, nổi bật trong số đó là 2 nhóm ngân hàng và bất động sản với giá trị mua lại lần lượt trong tháng 12/2022 là 21,9 nghìn tỷ đồng (+94% svck) và 7,5 nghìn tỷ đồng (+178% svck).
- ✓ Giá trị còn lại đối với trái phiếu ngân hàng và bất động sản tính tới thời điểm 12/1/2023 vẫn là rất lớn với giá trị lần lượt đạt 374 nghìn tỷ đồng (chiếm 57% giá trị phát hành) và 273 nghìn tỷ đồng (chiếm 61% giá trị phát hành). Chúng tôi thấy rằng, áp lực đáo hạn đối với 2 nhóm ngành này nói riêng và thị trường trái phiếu nói chung vẫn còn khá lớn trong năm 2023-2024. **Đặc biệt khi kỳ hạn còn lại bình quân của trái phiếu ngành bất động sản chỉ khoảng 1,3 năm, trong khi kỳ hạn còn lại bình quân của trái phiếu ngành ngân hàng là 3,4 năm.**

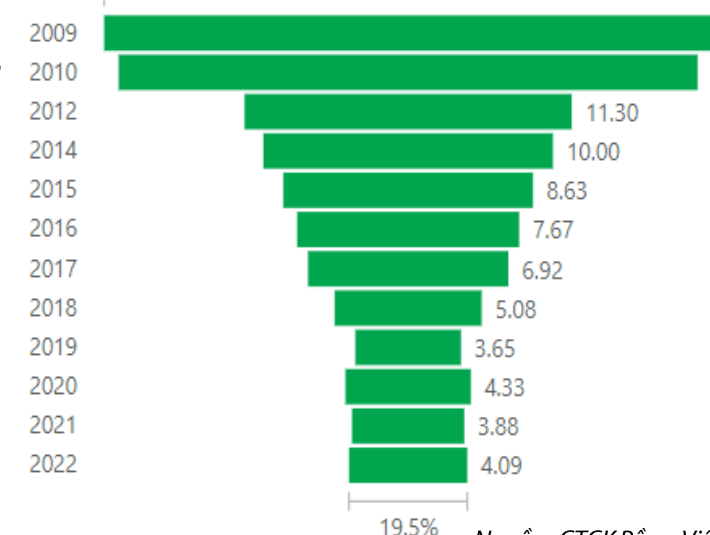
Hình 5: Giá trị phát hành các năm bằng VND (tỷ đồng)



Hình 6: Lãi suất phát hành bình quân các năm (%)



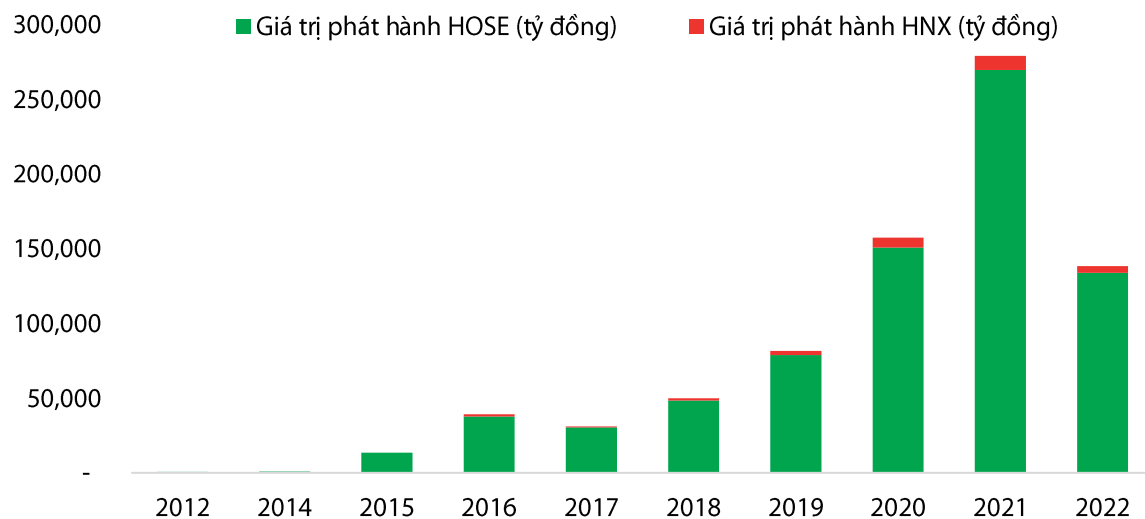
Hình 7: Bình quân kỳ hạn phát hành các năm (Năm)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

- ✓ Giá trị phát hành trái phiếu (GTPH) nhóm doanh nghiệp niêm yết giảm: tương tự như diễn biến toàn thị trường, giá trị phát hành trái phiếu nhóm doanh nghiệp niêm yết giảm trong năm 2022 nhưng mức độ suy giảm nhẹ hơn so với thị trường chung (giảm khoảng 50% so với mức 65%).
- ✓ Giá trị phát hành theo nhóm ngành giảm: nhóm ngân hàng chiếm tỷ trọng phát hành lớn nhất trong năm 2022 (chiếm 83% tổng giá trị phát hành) tuy nhiên giá trị phát hành giảm 23% xuống còn 113 nghìn tỷ đồng, ít hơn so với đà giảm chung của thị trường. Nhóm bất động sản và tài chính sụt giảm khá mạnh với mức giảm hơn 62%, tổng giá trị phát hành chỉ còn lại 15,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2022 (chiếm 11% toàn thị trường).
- ✓ Lãi suất phát hành (VND): nhìn chung các nhóm ngành trên 2 sàn ở mức thấp hơn thị trường chung, đặc biệt đối với **nhóm Ngân hàng và Sản xuất**. Riêng nhóm DN bất động sản trên sàn HNX lại có mức lãi suất cao hơn bình quân thị trường (khoảng 12,7% so với 10,4%).

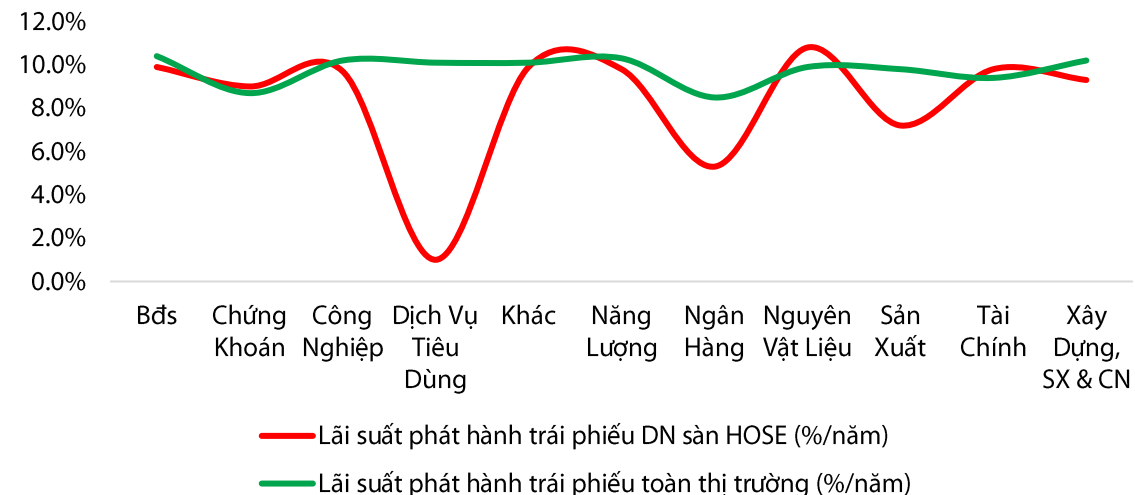
Hình 9: Giá trị phát hành 2 sàn bằng VND (tỷ đồng)



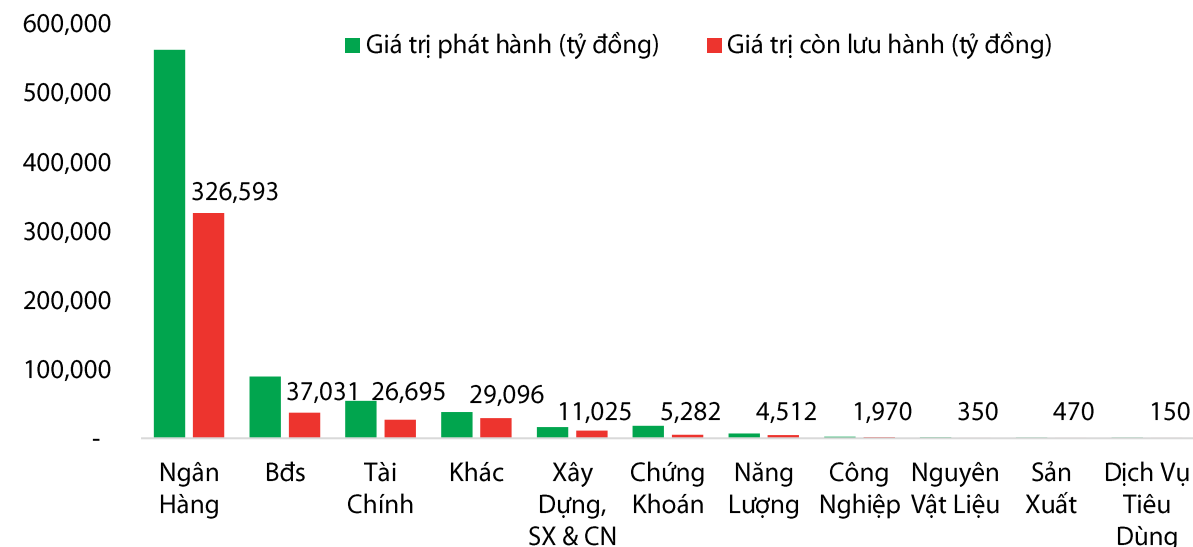
(*) Số liệu tổng hợp ngày 12/1/2023

Nguồn: CBIS, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 8 : Lãi suất trái phiếu phát hành (%)



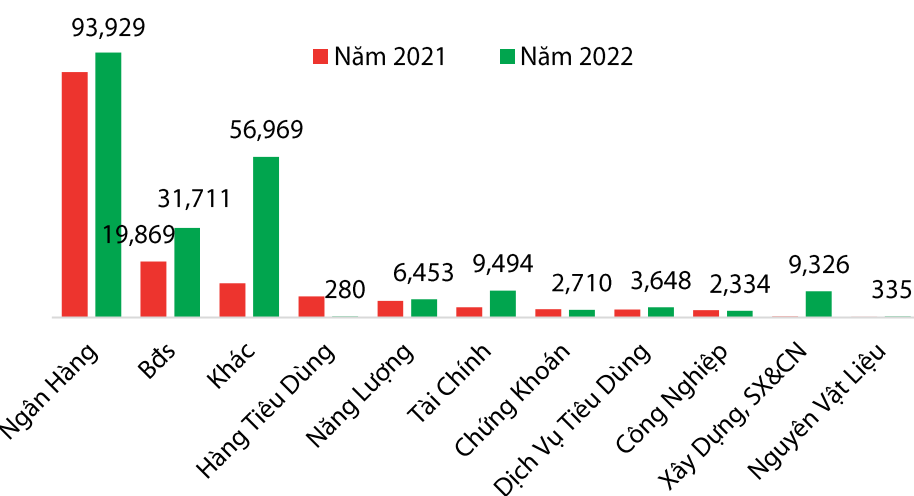
Hình 10 : Giá trị phát hành và lưu hành theo ngành 2 sàn HOSE, HNX (tỷ đồng)



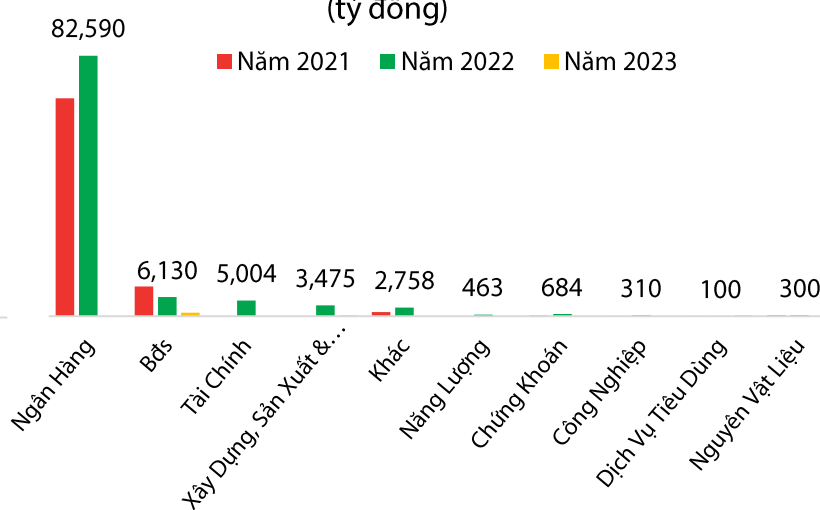
TOÀN THỊ TRƯỜNG

- ✓ Tổng giá trị mua lại đạt kỷ lục vào năm 2022 với ~219 nghìn tỷ đồng (+ 51% svck) và tập trung lớn nhất vào tháng 7 & 12 với số dư lần lượt là 33,2 và 39 nghìn tỷ đồng. Theo số liệu từ Sở giao dịch HNX tính tới ngày 6/2/2023, tổng giá trị mua lại trái phiếu vào khoảng 4,8 nghìn tỷ đồng (-51% svck) trong tháng 1/2023.
- ✓ Trong năm 2022, những ngành có giá trị mua lại nhiều nhất bao gồm: Ngân hàng, bất động sản và các ngành khác. So với năm 2021, ngành bất động sản có giá trị mua lại tăng mạnh và đạt 31,7 nghìn tỷ đồng (+59% svck). Hoạt động mua lại chủ yếu vào tháng 10 & tháng 12 sau thời điểm Nghị định 65/2022/NĐ-CP có hiệu lực.
- ✓ Thời gian nắm giữ thực tế: mặc dù kỳ hạn phát hành dài tuy nhiên những nhóm ngành lại có thời gian nắm giữ thực tế khá ngắn. Xét tới thời điểm ngày 6/2/2022, nhóm Ngân hàng chỉ có thời gian nắm giữ bình quân khoảng 1,9 năm và nhóm bất động sản là 1,8 năm. Tỷ trọng nắm giữ thực tế trên thời gian phát hành lần lượt 43% và 22%.

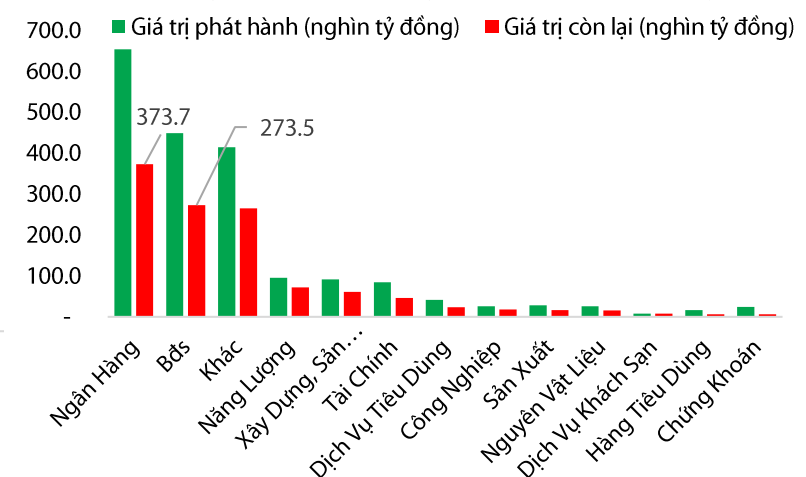
Hình 11: Top ngành mua lại trái phiếu (tỷ đồng)



Hình 12: Giá trị trái phiếu mua lại dn niêm yết sàn HOSE (tỷ đồng)



Hình 13 : Giá trị lưu hành còn lại các ngành (nghìn tỷ đồng)

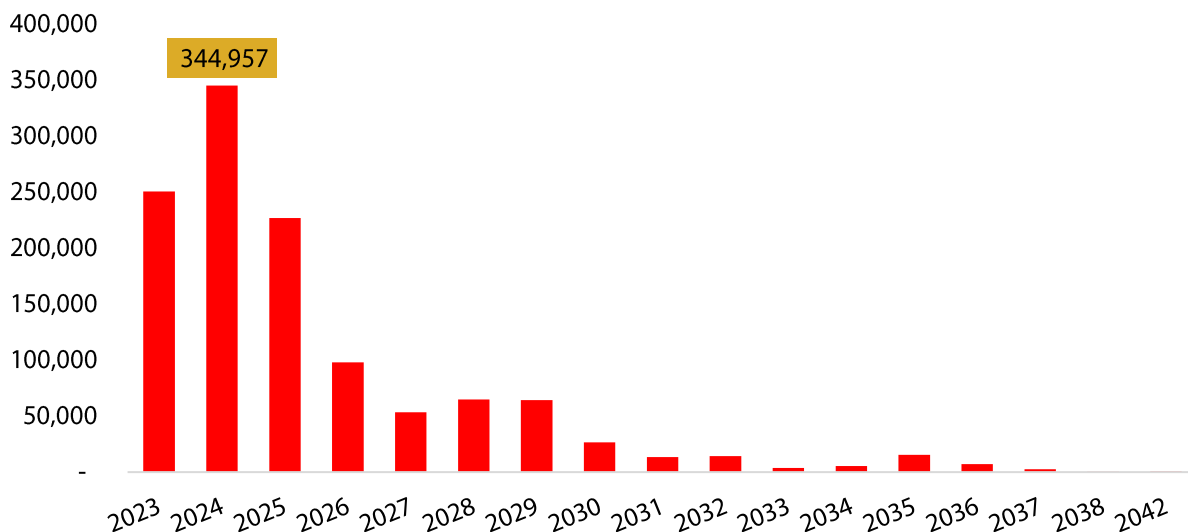


Nguồn: CBIS ngày 12/1/2023

TOÀN THỊ TRƯỜNG

- ✓ Đỉnh đảo hạn của số dư trái phiếu (bằng VND) là vào năm 2024, sau đó áp lực sẽ giảm dần kể từ năm 2026.
- ✓ Áp lực đảo hạn trong năm 2023 sẽ đạt đỉnh vào tháng 9/2023 với giá trị hơn 41,6 nghìn tỷ đồng. Các tháng 5, 6, 7, 12 là những tháng có giá trị đảo hạn cao - trên 20 nghìn tỷ đồng.
- ✓ Nhóm bất động sản có áp lực đảo hạn cao kể từ tháng 5/2023 và cũng đạt đỉnh vào tháng 9/2023 với giá trị hơn 19 nghìn tỷ đồng.
- ✓ Trong năm 2023, nhóm bất động sản và ngân hàng cũng là nhóm có số dư đảo hạn lớn nhất với lần lượt là 84,5 nghìn tỷ đồng và 38,5 nghìn tỷ đồng. Năm 2024, nhóm ngân hàng dẫn đầu về số dư đảo hạn với giá trị hơn 118 nghìn tỷ đồng và bất động sản với 83,4 nghìn tỷ đồng. Áp lực sẽ giảm dần kể từ năm 2026 đối với cả hai nhóm ngành này.

Hình 14 : Giá trị trái phiếu đảo hạn toàn thị trường (tỷ đồng)



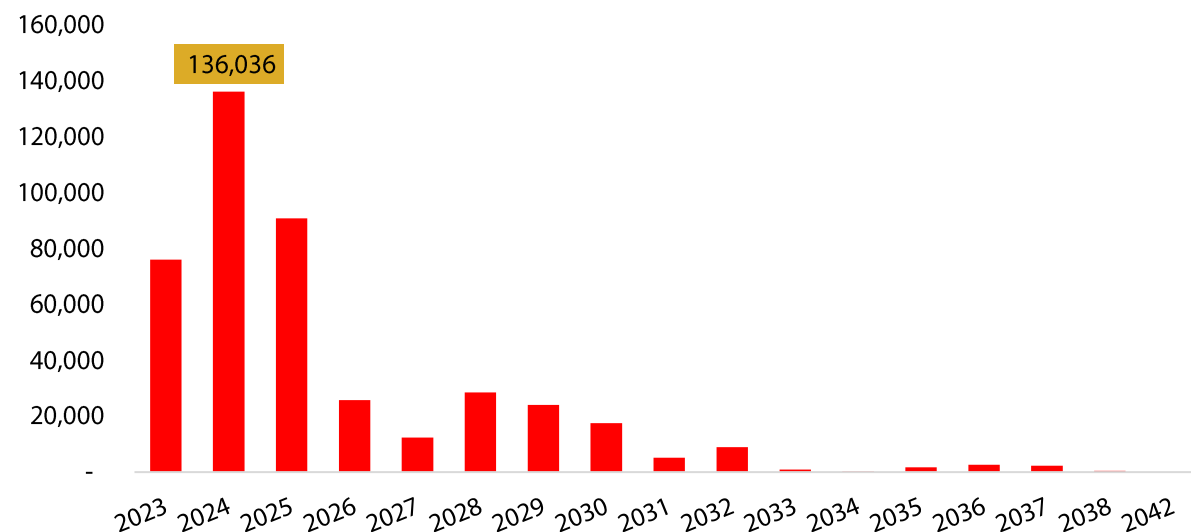
TRÁI PHIẾU CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT SÀN HOSE

- ✓ Tương tự như vậy, trái phiếu các doanh nghiệp niêm yết sàn HOSE có đỉnh đảo hạn rơi vào năm 2024. Trong năm 2023, số dư đảo hạn nhiều nhất vào tháng 8 và 9 với giá trị lần lượt 12,9 và 10,9 nghìn tỷ đồng.

Phân kỳ theo nhóm ngành

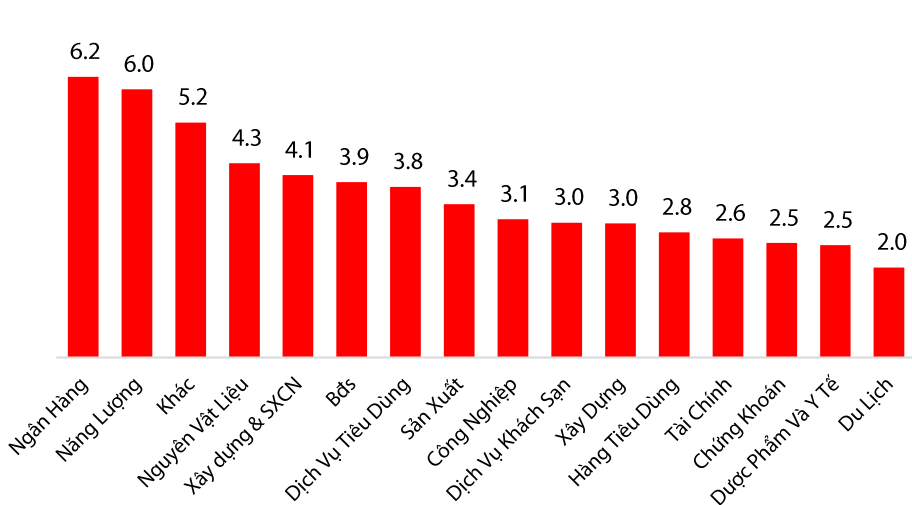
- ✓ Nhóm bất động sản: Áp lực vào Quý 2 và Quý 4/2023 với giá trị lần lượt 6,6 và 3,4 nghìn tỷ đồng.
- ✓ Nhóm tài chính: Đạt đỉnh vào Quý 3/2023 với giá trị 7,8 nghìn tỷ đồng.
- ✓ Nhóm ngân hàng: Gặp áp lực hơn vào Quý 2 và Quý 4/2024 với giá trị lần lượt là 48,5 và 31 nghìn tỷ đồng.

Hình 15 : Giá trị trái phiếu đảo hạn của doanh nghiệp niêm yết sàn HOSE (tỷ đồng)

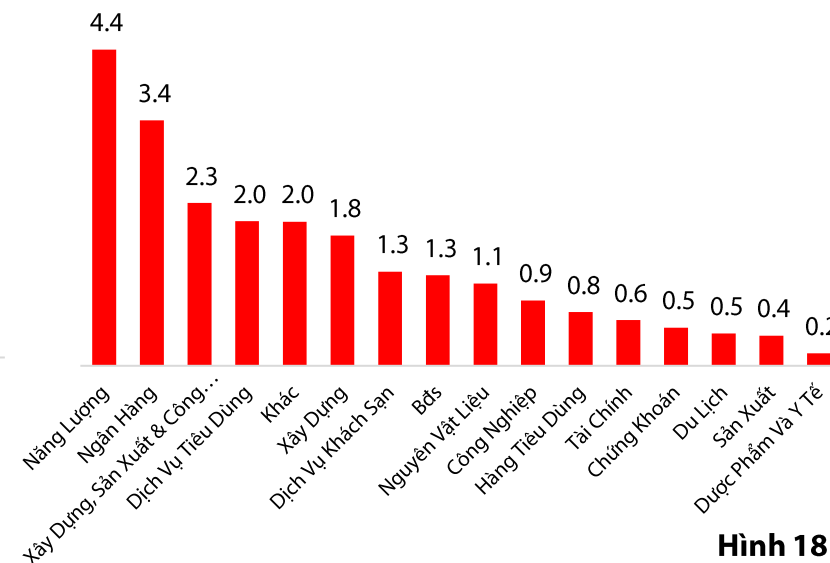


Nguồn: CBIS, CTCK Rong Viet tổng hợp

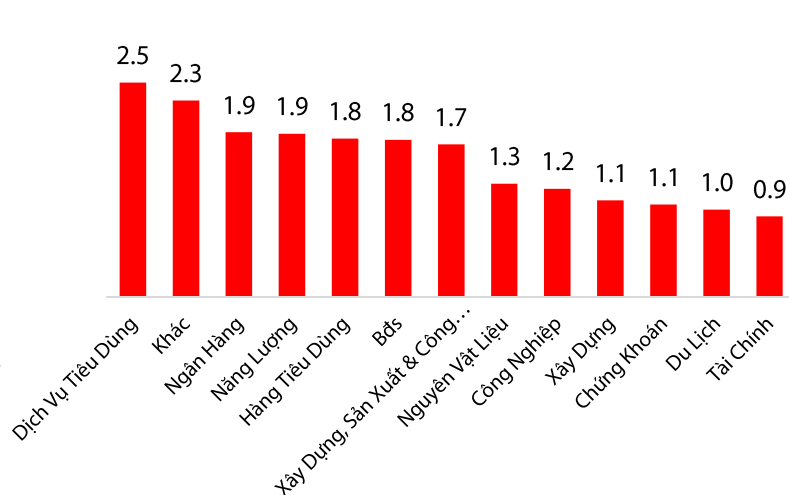
Hình 15: Kỳ hạn phát hành bình quân 2016-2022 (Năm)



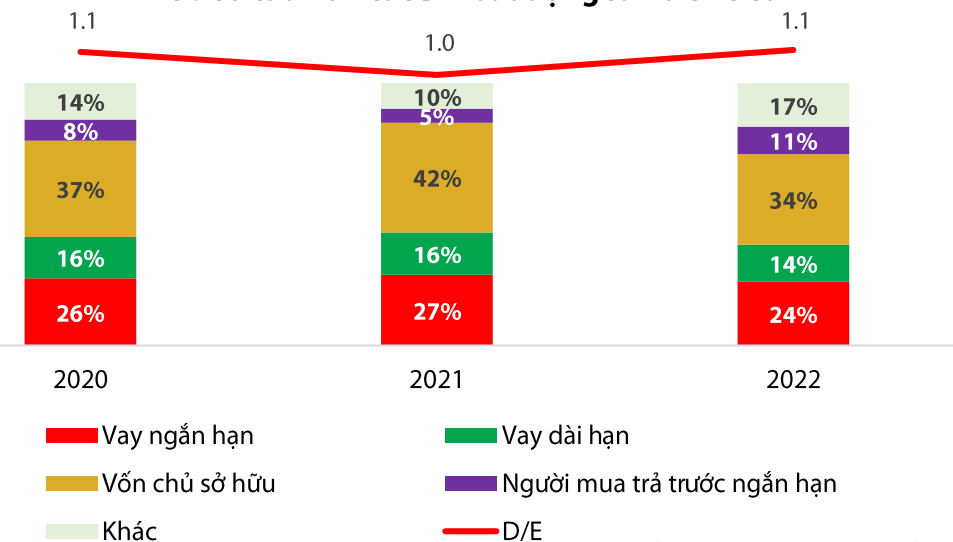
Hình 16: Kỳ hạn còn lại bình quân của các ngành (Năm)



Hình 17: Thời gian nắm giữ thực tế của các ngành (Năm)



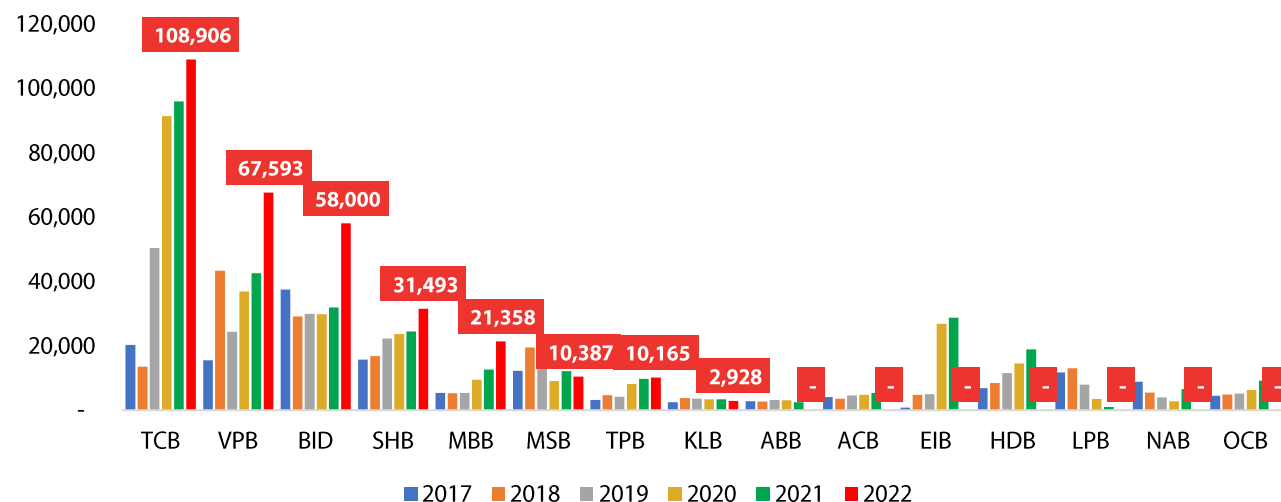
Hình 18: Cơ cấu vốn các DN bất động sản trên 3 sàn



Nguồn: Fiinpro, CBIS, CTCK Rồng Việt

- ✓ Theo SBV, tổng dư nợ tín dụng đối với nền kinh tế tính tới cuối năm 2022 đạt 11,924 triệu tỷ đồng (+14% so với thời điểm đầu năm).
- ✓ Theo số liệu từ Vụ tín dụng (thuộc SBV), tổng dư nợ tín dụng đối với ngành bất động sản của các Tổ chức tín dụng đạt 2,58 triệu tỷ đồng (+24% svck và chiếm ~22% tổng dư nợ tín dụng), là 1 trong những lĩnh vực đạt mức tăng trưởng cao nhất so với các ngành nghề khác.
- ✓ Xét về mặt rủi ro, nhóm này đang phát sinh rủi ro tín dụng đối với nhóm ngành bất động sản và cụ thể là rủi ro tập trung (concentration risk), khi diễn biến vĩ mô tiêu cực, sự thay đổi của chính sách sẽ tạo ra tác động dây chuyền dẫn tới rủi ro thanh khoản.
- ✓ Theo thống kê của chúng tôi, dư nợ tín dụng cho kinh doanh bất động sản của nhóm NHTMCP lớn gia tăng mạnh như: TCB, VPB, MBB, VIB, MSB, LPB... đi cùng với lượng hàng tồn kho bất động sản (thống kê từ 121 doanh nghiệp bất động sản niêm yết) gia tăng kể từ Quý 3/2019-Quý 4/2022. Đây cũng là nhóm ngân hàng (ngoại trừ LPB) tham gia tích cực vào thị trường trái phiếu doanh nghiệp các năm vừa qua.
- ✓ Năm 2023 là đỉnh cao đáo hạn đối với trái phiếu bất động sản, trong đó các tháng đáo hạn nhiều nhất rơi vào tháng 6, 9 và tháng 12. Điều này sẽ gây áp lực đáng kể cho các Ngân hàng có dư nợ và nắm giữ lượng trái phiếu bất động sản nhiều như: TCB, VPB, MBB, OCB, TPB, HDB.
- ✓ Nhóm các ngân hàng có lượng nợ quá hạn lớn cũng như mức chênh lệch thanh khoản ròng âm tính tới cuối tháng 3 và cuối năm 2023 (Hình 20) sẽ gặp áp lực: CTG, BID, HDB, MBB, LPB, OCB, SHB, STB, VPB.

Hình 19: Dư nợ tín dụng kinh doanh bất động sản qua các năm (tỷ đồng)



Hình 20: Nợ quá hạn và mức chênh lệch thanh khoản ròng trong năm 2023 (tỷ đồng)

Mã CK	Nợ quá hạn > 3 tháng	Nợ quá hạn < 3 tháng	3/31/2023	12/31/2023
ABB	2,608	1,659	(2,661)	(17,701)
ACB	1,991	1,780	7,798	26,616
BID	11,260	5,688	84,396	(209,684)
CTG	17,711	22,406	13,842	(809,260)
EIB	2,758	1,341	(6,004)	(19,785)
HDB	4,451	7,387	(7,264)	16,876
KLB	899	356	998	(12,797)
LPB	1,055	1,510	(6,493)	(41,301)
MBB	8,163	8,163	14,713	23,781
MSB	2,144	1,905	6,719	(9,189)
NAB	1,611	3,351	(2,298)	22,408
BAB	499	422	1,370	3,060
NVB	2,400	1,762	(4,833)	(11,775)
OCB	1,597	1,068	(4,625)	(31,154)
SHB	9,704	3,372	(2,140)	(63,679)
STB	6,037	5,482	4,129	(49,751)
TCB	116	1,034	(170)	(5,855)
TPB	286	19	(4,734)	(4,493)
VCB	4,309	14,729	42,552	23,898
VIB	1,491	1,960	(4,198)	1,875
VPB	15,741	11,622	(21,804)	(64,860)

Nguồn: Fiinpro, CBIS, BCTC các ngân hàng 2022, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi đánh giá rằng, “nút cổ chai” lớn nhất vẫn nằm ở thị trường bất động sản. Các chính sách, quy định trong suốt giai đoạn kể từ khi Luật đất đai 2013 có hiệu lực cũng đã thể hiện các định hướng chính sách xoay quanh 4 vấn đề chính (1) Tránh lãng phí nguồn lực từ đất đai (2) Tăng thu thuế (3) Chống đầu cơ, phá vỡ quy hoạch (4) Công bằng xã hội.

Thực tế trong quá trình phê duyệt dự án và triển khai các chính sách, các doanh nghiệp ngành bất động sản vướng mắc rất nhiều vấn đề nhưng tập trung vào 4 vấn đề chính sau **(1) pháp lý đầu tư (2) pháp lý đất đai (3) quy hoạch (4) nguồn vốn**. Trong đó:

- 1. Việc phê duyệt chủ trương đầu tư và lựa chọn nhà đầu tư** theo Luật đất đai, Luật nhà ở và luật đầu tư chưa có sự thống nhất. Điểm mấu chốt gây tắc nghẽn nằm ở khoản 1, điều 23 luật nhà ở, được sửa đổi tại điều 75 luật đầu tư và trong luật sửa 9 luật vào đầu năm 2022. Các chủ đầu tư thực hiện dự án theo cách làm cũ, đi mua gom tất cả các loại đất sau đó để xuất xin chủ trương đầu tư đồng thời thực hiện thủ tục công nhận chủ đầu tư đã bị vướng đối với các loại đất: nông nghiệp và sản xuất kinh doanh mua lại từ các DN sản xuất nông nghiệp, nhà máy, xí nghiệp...
- 2. Giao đất sai với quy định, không thông qua đấu thầu, đấu giá**, tính tiền sử dụng đất quá thấp hoặc không đủ căn cứ, không thực hiện đúng quy trình. Đất có vướng đất công, đất kênh rạch xen kẽ tuy nhiên cơ chế xử lý mới chỉ có gần đây quy định tại Nghị định 148/2020/ NĐ-CP và còn khá chậm.
- 3. Các đồ án quy hoạch đã cũ trong khi quá trình đô thị hóa nhanh chóng**, khiến DN mua gom đất rồi vẫn không thể thực hiện được dự án do hiệu quả tài chính không đảm bảo. Đất đai tiếp tục bị bỏ hoang phí do quá trình điều chỉnh có kỳ hạn 5 năm/lần. Cùng quá trình đó, việc cấp phép các dự án phân lô bán nền tràn lan cũng phá nát quy hoạch. Các quy chuẩn xây dựng cũng thay đổi liên tục khiến chủ đầu tư khá bị động, dẫn tới sai phạm và từ đó cũng không thể ra được sổ.
- 4. Nguồn vốn:** phát hành trái phiếu dễ dàng, chủ yếu dùng để tài trợ, đi mua gom quỹ đất, tiền từ kiểu hối chuyển về không rõ nguồn gốc....sử dụng vốn không đúng mục đích đã bị quá trình thanh kiểm tra gắt gao chặn đứng.

Trong đó, yếu tố **Nguồn vốn** dồi dào trong các năm qua dẫn tới việc phân bổ vốn cũng dễ dàng trong bối cảnh việc vận dụng các chính sách đã dần thay đổi theo một “Luật chơi mới”, dẫn tới việc vốn chảy vào và bị tắc vì ba loại vướng mắc phía trên. Khi những tác động từ thị trường bất động sản dần lớn tới quy mô có thể gây “tác động tiêu cực” tới sự phát triển chung của nền kinh tế. Thông qua một số biểu hiện như (1) Giá nhà quá cao so với thu nhập (2) Mất cân đối giữa cơ cấu sản phẩm, thiếu nghiêm trọng các sản phẩm ở phân khúc vừa túi tiền (3) Chênh lệch giàu nghèo ngày càng tăng (4) Nguồn lực đổ vào việc đầu cơ bất động sản quá nhiều và mắc kẹt dẫn tới sự hạn chế vào các ngành nghề khác.

Qua đó, chúng tôi nhận thấy rằng, với việc môi trường kinh doanh của ngành bất động sản thay đổi lớn trong những năm vừa qua đã “kích hoạt” hàng loạt những hiện tượng bất ổn khác đi kèm. Những thay đổi là thực sự cần thiết để giảm bớt sự phụ thuộc của nền kinh tế vào thị trường này qua thời gian, cũng như kiến tạo một chuỗi giá trị bền vững hơn nhằm đảm bảo hài hòa lợi ích cho các bên liên quan hơn.

Tóm lược lại, sau những bóc tách cần thiết về thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam chúng tôi rút ra một số kết luận như sau:

Nhìn từ góc độ của sự phát triển

- ✓ Thị trường trái phiếu vẫn đang ở trong giai đoạn non trẻ, tương tự như đặc thù của các nền kinh tế cận biên. Sự phát triển thường đi kèm với những sự bất ổn, rủi ro và chi phí vốn cao gắn với việc sử dụng vốn chưa hiệu quả. Kênh trái phiếu nhìn trong tương lai dài hạn vẫn sẽ là một trong những kênh dẫn vốn quan trọng nhất đối với nền kinh tế, các chủ thể doanh nghiệp nhằm giảm bớt gánh nặng cho hệ thống ngân hàng.
- ✓ Việc phát triển quá nóng trong giai đoạn vừa qua (nguyên nhân từ định giá bất hợp lý và từ góc độ quản lý) của thị trường trái phiếu lại gắn liền với sự bất ổn của nền kinh tế vĩ mô (tác động 2 chiều). Trong 1 giai đoạn 5 năm phát triển 2017-2022, chỉ trong vòng 2 năm 2020-2022 đã có ít nhất 4 chính sách liên quan trực tiếp tới thị trường trái phiếu được ban hành nhằm tăng cường tính kiểm soát. Điều này cũng thể hiện sự quan tâm, kết nối giữa việc theo dõi, ban hành và thực thi pháp luật liên quan tới thị trường này của Cơ quan chính quyền. Chúng tôi đánh giá áp lực là điều “cần thiết” để tạo ra các thay đổi tích cực. Đây là tín hiệu tốt trong “dài hạn” và cần ít nhất 5-7 năm nữa để thị trường trái phiếu có thể hoạt động ổn định nhìn trên tổng thể sự liên thông của các thị trường.
- ✓ Ở bức tranh lớn hơn, sự phát triển của thị trường trái phiếu cần gắn với phát triển kinh tế vĩ mô nói chung và liên quan tới hàng loạt các ngành nghề, chính sách, phân bổ nguồn lực một cách tối ưu để “vốn” chỉ là 1 trong những “công cụ” cần thiết, sử dụng có chọn lọc và tránh bị trục lợi từ việc bất cân xứng thông tin.

Nhìn từ góc độ các nhóm ngành

- ✓ Chúng tôi đánh giá rằng, áp lực đáo hạn đối với trái phiếu và nhóm ngành bất động sản vẫn còn khá lớn trong năm 2023. Trong bối cảnh mặt bằng lãi suất huy động cũng đã ngang bằng hoặc trên mức lãi suất thời điểm trước dịch. Áp lực duy trì lợi nhuận, áp lực thanh khoản hệ thống của nhóm ngân hàng và các yếu tố ngoại cảnh khác (lạm phát, tỷ giá, lãi suất...) có thể tiếp tục gây ảnh hưởng tiêu cực tới nhóm ngành bất động sản.
- ✓ Tuy nhiên, ở chiều tích cực thì phía Cơ quan nhà nước đã ban hành Nghị định 08/2023/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung Nghị định 65/2022/NĐ-CP giúp kéo dài một số điều khoản, từ đó giúp các Doanh nghiệp chủ động hơn trong việc tái cấu trúc nguồn vốn. Việc phát hành mới trong giai đoạn này cũng đòi hỏi các DN cần chuyên nghiệp, minh bạch và có kế hoạch kỹ lưỡng hơn giai đoạn trước.
- ✓ Ngoài ra, các doanh nghiệp vẫn cần tích cực tìm kiếm các nguồn vốn dồi dào từ các tổ chức quốc tế khác với giá vốn thấp hơn nhưng tiêu chuẩn phát hành cao hơn.

Nhìn từ góc độ đầu tư

- ✓ Chúng tôi cho rằng cần đánh giá kỹ càng nguồn gốc và mức độ rủi ro để có thể không hoảng loạn theo “tâm lý đám đông”, đồng thời có thể nắm bắt cơ hội để tích lũy cổ phiếu tốt ở những thời điểm phù hợp.

Nghị định 08/2023/NĐ-CP được ban hành và có hiệu lực vào ngay ngày Chủ Nhật 05/03/2023 cho thấy sự cấp thiết trước bối cảnh thị trường nói chung và các thành phần tham gia đang gặp rất nhiều khó khăn. Chúng tôi nhận thấy một số điều như sau:

- ✓ So với bản Báo cáo tóm tắt ngày 13/02/2023 về việc ban hành Nghị định sửa đổi Nghị định 65/2022/NĐ-CP thì các điều kiện đề xuất đã được đưa vào thực tế.
- ✓ Tinh thần của Nghị định 08/2023/NĐ-CP nhìn chung là duy trì các điều khoản giống với với bản Nghị định 153/2020/NĐ-CP tới hết năm 2023. Ngoại trừ, việc giữ nguyên mệnh giá trái phiếu là 100 triệu đồng.

Xét trên góc độ xử lý những lô trái phiếu đã phát hành:

- ✓ Việc cho phép kéo giãn kỳ hạn thanh toán tối đa 2 năm đã “mở cánh cổng” xét về mặt chính sách, điều này hạn chế khả năng các nhà phát hành không còn con đường nào khác ngoài việc tuyên bố mất khả năng thanh toán, phá sản. Và đặc biệt đối với hệ thống Ngân hàng nói riêng trong việc ghi nhận nợ xấu, các trái chủ nói chung có thêm thời gian đàm phán, lựa chọn linh hoạt các phương án xử lý tốt nhất với mức thiệt hại nhỏ nhất.
- ✓ Đối với việc yêu cầu phải có 65% số người sở hữu số trái phiếu (trái chủ) cùng loại đang được lưu hành chấp thuận mới được phép thay đổi điều khoản, điều kiện sẽ tạo ra nhiều kịch bản xử lý vấn đề. Khác với trường hợp biểu quyết như cổ phiếu, 35% số trái phiếu nếu không đồng thuận, vẫn sẽ được thanh toán như phương án phát hành đã công bố trước đó thay vì các phương án khác đã được 65% số người sở hữu trái phiếu đồng thuận. Chúng tôi đánh giá rằng, ở góc độ người đi vay nợ, những nhà phát hành có thể gặp áp lực về mặt dòng tiền thanh toán (gốc + lãi) nhỏ hơn so với trường hợp không được đàm phán lại. Mặt khác, nhóm 65% sẽ có thể có thêm quyền lợi về mặt lãi suất nhận được khi nhà phát hành chậm thanh toán (gốc).
- ✓ Trong trường hợp trái chủ chấp thuận nhận thanh toán bằng tài sản khác không bằng tiền (căn hộ hình thành trong tương lai), vấn đề cân nhắc về tài chính, rủi ro đạo đức và đánh giá năng lực hoàn thiện sản phẩm sẽ là câu hỏi lớn cần phải giải quyết. Trong sân chơi này, chúng tôi vẫn nghiêng về khả năng các trái chủ chuyên nghiệp (chủ yếu là các tổ chức) sẽ thuộc nhóm 65% số trái phiếu đồng thuận và nhóm nhà đầu tư cá nhân không chuyên (thuộc nhóm 35% không đồng thuận) sẽ cần có một tiếng nói chung để nhận được đầy đủ quyền lợi của mình.

Xét trên góc độ phát hành trái phiếu mới:

Chúng tôi lưu ý rằng, sau thời điểm ban hành Nghị định 153/2020/NĐ-CP thì giá trị phát hành trái phiếu đã đạt đỉnh vào năm 2021.

- ✓ Xét về mặt điều kiện, với mệnh giá trái phiếu 100 triệu đồng sẽ là “bộ lọc” đầu tiên khiến số lượng trái chủ tham gia sụt giảm.
- ✓ Xét về mặt bối cảnh, giai đoạn “tiền dễ” đã qua, thị trường chứng khoán vẫn đang có diễn biến chưa thuận lợi, các chính sách về nguồn vốn, bất động sản...vẫn đang theo hướng thắt chặt để thanh lọc và lãi suất trong nước vẫn đang duy trì ở mức cao, lãi suất Fed còn dự kiến có thể tăng lên mặt bằng mới khoảng 5.25-5.5% trong năm 2023.

Vì vậy, với những lập luận phía trên chúng tôi kết luận hai điều như sau (1) Thời gian còn lại năm 2023 là giai đoạn các nhà phát hành dành nguồn lực để xử lý những lô trái phiếu cũ đang gặp vấn đề (2) Việc phát hành mới tiếp tục khó khăn và khó tăng mạnh trở lại trong tương lai gần.

Bảng 1: So sánh các chính sách của các quốc gia có thị trường trái phiếu phát triển

Tiêu chí	Nhật Bản	Hàn Quốc	Thái Lan	Trung Quốc
Thời gian	Sau khủng hoảng 1997	Giai đoạn 2000-2017	Giai đoạn 1997-2017	2014-nay
Giải pháp cốt lõi	Tăng tính minh bạch của thị trường	Tăng tính minh bạch của thị trường	Tăng tính minh bạch của thị trường	Tăng tính minh bạch của thị trường
Biện pháp thực thi	✓ Chia nhỏ thị trường thành 3 dạng : niêm yết, chuyên nghiệp và OTC được quản lý bởi Sở giao dịch và Hiệp hội (JSDA) ✓ Thiết lập các kênh thông tin đa dạng bao gồm chính thống qua Sở giao dịch và các hệ thống của riêng các DN	✓ Áp dụng hệ thống định giá TPDN ✓ Năm 2019, thành lập 3 cơ quan định giá trái phiếu	✓ Sửa đổi các Đạo luật về chứng khoán	✓ Tất cả trái phiếu phát hành đều phải đăng ký và yêu cầu XHTN.
Các chính sách ban hành	✓ Năm 2006, Tổ chức lưu ký JASDEC thiết lập hệ thống lưu ký tập trung đối với TPDN, tiến hành tập trung hóa dữ liệu. ✓ Năm 2009, Hiệp hội chứng khoán (JSDA) thành lập tổ chức nghiên cứu sâu về thị trường TPDN ✓ Hiệp hội đầu tư Trái phiếu và Các Công ty xếp hạng tín nhiệm cung cấp thông tin về định giá và xếp hạng. ✓ Bắt buộc XHTN đối với phát hành ra công chúng. ✓ Khuyến khích việc phát triển XHTN của các công ty Nhật Bản thông qua việc học hỏi các công ty S&P, Moody và Fitch. ✓ Nhiều cải tiến về cơ chế, công nghệ khác giúp tăng tính linh hoạt, cập nhật	✓ Cải thiện cấu trúc phát hành và giao dịch trái phiếu ✓ Thành lập hệ thống môi giới và các công ty môi giới trái phiếu ✓ Chế độ công bố thông tin cập nhật thường xuyên, minh bạch ✓ Cấp phép bảo lãnh kinh doanh bảo hiểm ✓ Luật doanh nghiệp cho phép thành lập công ty quản lý trái phiếu nhằm bảo vệ nhà đầu tư ✓ Cung cấp lợi ích thuế cho các quỹ đầu tư, thúc đẩy các quỹ đầu tư TPDN ✓ Các chế tài cần thiết đối với việc công bố thông tin sai lệch nhằm trực lợi	✓ Hiệp hội thị trường trái phiếu (BMA) đóng vai trò là giám sát, phối hợp cùng Ủy ban Chứng khoán yêu cầu nghiêm ngặt trong chế độ công bố thông tin. ✓ Tất cả các nhà giao dịch trái phiếu đều phải đăng ký tiêu chuẩn với BMA. ✓ Yêu cầu đăng ký Xếp hạng tín nhiệm trước khi phát hành ra công chúng. ✓ Trong trường hợp đại lý phát hành phân phối với giá trị lớn, các đại lý sẽ phải thành lập một tổ chức để bảo lãnh phát hành. ✓ Các nhà đầu tư cá nhân, nhỏ lẻ sẽ không được giao dịch trên thị trường OTC.	✓ Tăng cường trách nhiệm của các bên trung gian ✓ Nâng cao chất lượng XHTN: yêu cầu bổ sung hệ thống thẩm định chất lượng tín dụng thay vì chỉ đánh giá dựa trên Báo cáo tài chính. ✓ Nâng cao chế tài xử phạt trong cung cấp dịch vụ XHTN. ✓ Sửa đổi các quy định nhằm tăng tính đa dạng, thu hút thêm các nguồn vốn đầu tư nước ngoài nhằm thúc đẩy thanh khoản thị trường. ✓ Tăng cường công bố thông tin, yêu cầu đánh giá trong việc sử dụng vốn huy động từ TPDN nhằm thanh toán nợ TPDN.

Hai đề xuất cho ngành bất động sản nhằm đóng góp cho thị trường trái phiếu phát triển bền vững hơn:

Nguồn: CTCK Rồng Việt

- Về chính sách:** Sớm xây dựng và ban hành những chính sách đồng bộ, có tầm nhìn lâu dài và luôn theo định hướng minh bạch, công bằng xã hội, đặc biệt là đối với thị trường bất động sản. Giải quyết được nhu cầu lớn của xã hội cũng chính là lời giải tốt nhất của sự phát triển của bất kỳ thị trường nào. Chúng tôi kỳ vọng, những tinh thần từ Nghị quyết 18-NQ/TW sẽ thực thi trong những Bộ Luật mới được trình trong năm nay (Đất đai, Nhà ở, Kinh doanh bất động sản...) và các văn bản dưới Luật. Đồng thời, xem xét giải quyết nhanh các trường hợp chủ đầu tư đã đáp ứng đầy đủ quy định của pháp luật hiện hành để hỗ trợ việc thu hồi vốn nhanh hơn.
- Về nguồn vốn:** Thúc đẩy mạnh hơn các chính sách và giải ngân ưu tiên cho Nhà ở xã hội, thu nhập trung bình/thấp, việc này cũng đòi hỏi sự đồng bộ về phê duyệt, cắt giảm sự chồng chéo của nhiều quy định hiện hành. Mặt khác, điều này cũng hỗ trợ rất tốt về mặt dòng tiền cho các doanh nghiệp bất động sản.

PHỤ LỤC

Bảng 2: Top nhà phát hành trái phiếu năm 2022

Mã CK	Sàn	Giá trị phát hành (tỷ đồng)	Ngành (ICB Cấp 4)
VIC	HOSE	58,394	Bất động sản
VJC	HOSE	10,000	Dịch vụ hàng không
BCG	HOSE	7,533	Tài chính đặc biệt
VHM	HOSE	6,462	Bất động sản
HAG	HOSE	4,272	Nuôi trồng nông & hải sản
IPA	HNX	3,999	Tư vấn & Hỗ trợ KD
CII	HOSE	3,085	Xây dựng
MSR	UPCOM	2,979	Khai khoáng
CC1	UPCOM	2,639	Xây dựng
NLG	HOSE	2,565	Bất động sản
REE	HOSE	2,350	Máy công nghiệp
SBT	HOSE	2,049	Thực phẩm
DIG	HOSE	1,862	Bất động sản
DXG	HOSE	1,789	Bất động sản
HPX	HOSE	1,523	Bất động sản
HTP	HNX	1,507	Sách, ấn bản & sản phẩm văn hóa
SCG	HNX	1,498	Xây dựng
GEG	HOSE	1,185	Sản xuất & Phân phối Điện
PC1	HOSE	1,179	Xây dựng
KDH	HOSE	1,100	Bất động sản
APH	HOSE	1,086	Containers & Đóng gói
KBC	HOSE	975	Bất động sản
CVT	HOSE	968	Vật liệu xây dựng & Nội thất
HBC	HOSE	962	Xây dựng

Bảng 3: Top nhà phát hành trái phiếu năm 2021

Mã CK	Sàn	Giá trị phát hành (tỷ đồng)	Ngành (ICB Cấp 4)
VIC	HOSE	46,230	Bất động sản
NVL	HOSE	28,772	Bất động sản
VHM	HOSE	10,290	Bất động sản
MSR	UPCOM	9,238	Khai khoáng
VJC	HOSE	7,782	Dịch vụ hàng không
CII	HOSE	6,776	Xây dựng
HAG	HOSE	5,143	Nuôi trồng nông & hải sản
DIG	HOSE	3,387	Bất động sản
KBC	HOSE	3,233	Bất động sản
VRE	HOSE	2,966	Bất động sản
SBT	HOSE	2,482	Thực phẩm
REE	HOSE	2,470	Máy công nghiệp
DNP	HNX	2,273	Vật liệu xây dựng & Nội thất
HPX	HOSE	2,169	Bất động sản
PDR	HOSE	2,127	Bất động sản
NLG	HOSE	2,017	Bất động sản
SCG	HNX	1,495	Xây dựng
DXG	HOSE	1,420	Bất động sản
APH	HOSE	1,251	Containers & Đóng gói
IBC	HOSE	1,130	Tài chính đặc biệt
PAN	HOSE	1,123	Thực phẩm
AGG	HOSE	1,019	Bất động sản
KDC	HOSE	990	Thực phẩm
FLC	HOSE	868	Bất động sản

Nguồn: Fiinpro

Bảng 4: Nhóm bất động sản toàn thị trường

Doanh nghiệp	Tổng giá trị (tỷ đồng)	Tháng đáo hạn nhiều nhất	Giá trị (VND)
CTCP TẬP ĐOÀN SOVICO	15,000	8	5,000
CTCP TẬP ĐOÀN ĐẦU TƯ AN ĐÔNG	14,969	9	14,969
CTCP HƯNG THỊNH LAND	6,395	3	2,685
CTCP ĐẦU TƯ QUANG THUẬN	4,950	7	3,450
CTCP ĐẦU TƯ KINH DOANH BẤT ĐỘNG SẢN S-HOMES	3,400	9	2,400
CTCP VINHOMES	3,361	5	3,361
CTCP ĐỊA ỐC PHÚ LONG	3,200	8	1,800
CTCP SOVICO	3,000	7	2,000
CTCP BẤT ĐỘNG SẢN BNP GLOBAL	2,600	6	2,600
CÔNG TY TNHH PHÁT TRIỂN BẤT ĐỘNG SẢN AN KHANG	2,480	12	1,480
CTCP PHÁT TRIỂN BẤT ĐỘNG SẢN PHÁT ĐẠT	2,234	12	1,086
CTCP TẬP ĐOÀN FLC	1,550	12	1,550
CTCP HƯNG THỊNH INVESTMENT	1,400	11	800
TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC	1,400	6	1,000
CÔNG TY TNHH BẤT ĐỘNG SẢN ĐÀ LẠT VALLEY	1,100	12	1,100
CTCP SIGNO LAND	1,067	6	1,066
CÔNG TY TNHH BẤT ĐỘNG SẢN VĨNH XUÂN	1,000	7	600
CTCP BẤT ĐỘNG SẢN BIM	1,000	12	1,000
CÔNG TY TNHH ĐẦU TƯ ĐỊA ỐC NOVA SAIGON ROYAL	1,000	0	1,000

Bảng 5: Nhóm doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE

Mã chứng khoán	Giá trị đáo hạn (tỷ đồng)	Phân ngành (theo VBMA)
NVL	13,213	Tài chính
ACB	6,300	Ngân hàng
BID	5,500	Ngân hàng
VIB	5,330	Ngân hàng
VPB	5,150	Ngân hàng
SHB	3,550	Ngân hàng
VHM	3,361	Bất động sản
VCB	3,000	Ngân hàng
HDB	2,650	Ngân hàng
MSN	2,300	Khác
PDR	2,234	Bất động sản
STB	2,000	Ngân hàng
LPB	1,800	Ngân hàng
MBB	1,631	Ngân hàng
FLC	1,550	Bất động sản
KBC	1,400	Bất động sản
VDS	1,325	Tài chính
PAN	1,135	Công nghiệp
VRE	1,050	Tài chính

(*) Số liệu tổng hợp ngày 12/1/2023

Nguồn: Fiinpro, VBMA, CBIS

Bảng 6: Ngành bất động sản

Doanh nghiệp	Giá trị đáo hạn (tỷ đồng)	Thời gian đáo hạn năm 2023
CTCP ĐẦU TƯ KINH DOANH BẤT ĐỘNG SẢN HÀ AN	171	Tháng 1
CTCP ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN BẤT ĐỘNG SẢN TNR HOLDINGS VIỆT NAM	1,300	
CÔNG TY TNHH ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ MINH TÂN	600	
CTCP TẬP ĐOÀN BẤT ĐỘNG SẢN MẶT TRỜI	1,100	Tháng 2
CTCP TẬP ĐOÀN SOVICO	312	
CTCP HATECO THĂNG LONG	400	
CTCP PHÁT TRIỂN BẤT ĐỘNG SẢN PHÁT ĐẠT	200	
CTCP TẬP ĐOÀN KHẢI HOÀN LAND	400	
CTCP BẤT ĐỘNG SẢN NGÔI NHÀ HẠNH PHÚC	3	Tháng 3
CTCP ĐẦU TƯ IDJ VIỆT NAM	200	
CTCP ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN BẤT ĐỘNG SẢN AN GIA	1,600	
CTCP TẬP ĐOÀN SOVICO	161	
CÔNG TY TNHH ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN NOVA SONG GIANG	600	
CTCP DU LỊCH VÀ ĐẦU TƯ XÂY DỰNG CHÂU Á	2,685	
CTCP ĐẦU TƯ KINH DOANH BẤT ĐỘNG SẢN HÀ AN	42	Tháng 4
CTCP KHU CÔNG NGHIỆP KỸ THUẬT CAO AN PHÁT	1,300	
CTCP TẬP ĐOÀN SOVICO	148	
CTCP PHÁT TRIỂN BẤT ĐỘNG SẢN PHÁT ĐẠT	300	
CTCP TẬP ĐOÀN KHẢI HOÀN LAND	171	

Nguồn: CBIS ngày 12/1/2023

Bảng 7: Ngành tài chính

Doanh nghiệp	Giá trị đáo hạn (tỷ đồng)	Tháng đáo hạn năm 2023
CTCP KINH DOANH F88	200	Tháng 1
CTCP KINH DOANH F88	200	Tháng 2
CTCP CHỨNG KHOÁN QUỐC GIA	198	
CTCP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT	17	
CTCP LAVIDA INVEST	62	
CTCP TẬP ĐOÀN ĐẦU TƯ ĐỊA ỐC NOVA	1,000	
CTCP CHỨNG KHOÁN KIS VIỆT NAM	300	Tháng 3
CTCP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT	313	
CTCP MUA BÁN NỢ THUẬN MINH	489	
CTCP TẬP ĐOÀN ĐẤT XANH	370	
CTCP TẬP ĐOÀN ĐẦU TƯ ĐỊA ỐC NOVA	1,748	
CTCP KINH DOANH F88	100	Tháng 4
CTCP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT	114	
CTCP TẬP ĐOÀN ĐẦU TƯ ĐỊA ỐC NOVA	220	
CTCP VINCOM RETAIL	1,050	
CTCP KINH DOANH F88	400	Tháng 5
CÔNG TY TÀI CHÍNH TNHH NGÂN HÀNG VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG SMBC	1,000	
CTCP CHỨNG KHOÁN BẮN VIỆT	313	
CTCP ĐẦU TƯ MHC	200	
CTCP TẬP ĐOÀN ĐẦU TƯ ĐỊA ỐC NOVA	1,000	

Nguồn: CBIS ngày 12/1/2023

Bảng 8: Ngành Ngân hàng

Doanh nghiệp	Giá trị đáo hạn (tỷ đồng)	Tháng đáo hạn
NGÂN HÀNG TMCP QUỐC TẾ VIỆT NAM	2,000	Tháng 4
NGÂN HÀNG TMCP PHÁT TRIỂN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH (HDBANK)	650	
NGÂN HÀNG TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG	2,650	
NGÂN HÀNG TMCP Á CHÂU	2,000	Tháng 5
NGÂN HÀNG TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG	500	
CÔNG TY TNHH MTV QUẢN LÝ NỢ VÀ KHAI THÁC TÀI SẢN- NGÂN HÀNG TMCP ĐẠI CHÚNG VIỆT NAM	100	Tháng 6
NGÂN HÀNG TMCP BƯU ĐIỆN LIÊN VIỆT	900	
NGÂN HÀNG TMCP ĐÔNG NAM Á	500	
NGÂN HÀNG TMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM	3,000	
NGÂN HÀNG TMCP TIỀN PHONG	450	Tháng 7
NGÂN HÀNG TMCP Á CHÂU	500	
NGÂN HÀNG TMCP SÀI GÒN - HÀ NỘI	500	
NGÂN HÀNG TMCP BƯU ĐIỆN LIÊN VIỆT	900	Tháng 8
NGÂN HÀNG TMCP Á CHÂU	1,300	
NGÂN HÀNG TMCP QUỐC TẾ VIỆT NAM	700	
NGÂN HÀNG TMCP SÀI GÒN - HÀ NỘI	1,400	
NGÂN HÀNG TNHH MTV HSBC (VIỆT NAM)	600	Tháng 9
NGÂN HÀNG TMCP SÀI GÒN - HÀ NỘI	500	
NGÂN HÀNG TMCP SÀI GÒN THƯƠNG TÍN	2,000	Tháng 10
NGÂN HÀNG TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG	2,000	Tháng 11
NGÂN HÀNG TMCP Á CHÂU	2,000	
NGÂN HÀNG TMCP SÀI GÒN - HÀ NỘI	500	Tháng 12
NGÂN HÀNG TMCP Á CHÂU	500	
NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI	900	
NGÂN HÀNG TMCP SÀI GÒN - HÀ NỘI	500	
NGÂN HÀNG TMCP PHÁT TRIỂN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH (HDBANK)	2,000	

Nguồn: CBIS ngày 12/1/2023

Bảng 9: Top tổ chức lưu ý trái phiếu bất động sản

Doanh nghiệp	Giá trị lưu ký (tỷ đồng)
CTCP CHỨNG KHOÁN TÂN VIỆT	90,331
CTCP CHỨNG KHOÁN KỸ THƯƠNG	90,108
CTCP CHỨNG KHOÁN HD	66,263
CTCP CHỨNG KHOÁN TIỀN PHONG	55,310
TRUNG TÂM LƯU KÝ CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	46,220
NGÂN HÀNG TMCP HÀNG HẢI VIỆT NAM	43,329
CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM	41,938
CTCP CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VN	38,862
CTCP CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT	38,719
NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN QUÂN ĐỘI	35,940
CTCP CHỨNG KHOÁN KS	34,865
CTCP CHỨNG KHOÁN SSI	34,207
CTCP CHỨNG KHOÁN QUỐC TẾ VIỆT NAM	29,747
CTCP CHỨNG KHOÁN VPS	29,337
CÔNG TY TNHH CHỨNG KHOÁN NHTMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM	27,753
CTCP CHỨNG KHOÁN AN BÌNH	26,292
CTCP CHỨNG KHOÁN THỦ ĐÔ	24,856
CTCP CHỨNG KHOÁN TP.HCM	24,223
CTCP CHỨNG KHOÁN BETA	23,856
CTCP CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ	22,426
CTCP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT	22,402
NGÂN HÀNG TMCP ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VIỆT NAM	15,580
CTCP CHỨNG KHOÁN SMARTINVEST	15,360
CTCP CHỨNG KHOÁN NAVIBANK	15,300
NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN TIỀN PHONG	13,762
CTCP CHỨNG KHOÁN VNDIRECT	8,258

Nguồn: CBIS ngày 12/1/2023

Bảng 10: Nhóm doanh nghiệp chậm thanh toán

Doanh nghiệp	Mã trái phiếu	Lãi chậm thanh toán (tỷ đồng)	Gốc chậm thanh toán (tỷ đồng)	Ngày thanh toán theo kế hoạch
CTCP TẬP ĐOÀN ĐẦU TƯ ĐỊA ỐC NOVA (NVL)	NVLH2123009	53.2	1,000	13/02/2023
CÔNG TY TNHH BẤT ĐỘNG SẢN GIA PHÚ	GPRCH2123001	3.3	-	13/02/2023
CTCP FUJI NUTRI FOOD	FNFCH2223001	25.2	-	20/02/2023
CÔNG TY TNHH ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN BẤT ĐỘNG SẢN NICE STAR	NCLCH2226001	51.0		10/2/2023
CTCP LAVIDA INVEST	LVDCH2123001	1.7	62	8/2/2023
CÔNG TY TNHH ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN BẤT ĐỘNG SẢN SEASIDE HOMES	SRECH2226001	51.0	-	10/2/2023
CTCP LÂU ĐÀI TRẮNG	LDTCH2123001	0	240	5/1/2023
CTCP TẬP ĐOÀN ĐỨC LONG GIA LAI (DLG)	30122017-01	64.0	117	30/12/2022
CTCP HƯNG THỊNH INCONS (HTN)	HTNBH2122002	0	210	3/1/2023
CTCP HOÀNG ANH GIA LAI (HAG)	HAGLBOND16.26	140.3	881	30/12/2022
CTCP NOVA FINAL SOLUTION	NOVA FINAL SOLUTION.BOND.2019	35.6	-	13/12/2022
CTCP XUẤT NHẬP KHẨU AN GIANG	AGMH2223001	0	93,9	Nợ thuế quá 90 ngày
Tổng cộng		425.5	2,604.3	

Nguồn: HNX dữ liệu ngày 23/2/2023

Trái phiếu ngắn hạn	Số dư cuối năm 2022 (tỷ đồng)
Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	7,000
Công ty Cổ phần Chứng khoán Kỹ Thương	1,300
Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng - Chi nhánh TP HCM	1,100
Công ty Cổ phần Chứng khoán Dầu khí	2,000
CTCP Chứng khoán Ngân hàng Công Thương Việt Nam	1,000
CTCP Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam	1,677
Công ty Cổ phần Chứng khoán MB	864
Ngân hàng TMCP Đại Chúng Việt Nam - Chi nhánh Sài Gòn	1,350
CTCP Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam	626
Ngân hàng TMCP Quân Đội - Chi nhánh Bắc Sài Gòn	847
Công ty TNHH Chứng khoán Yuanta	258
Ngân hàng TMCP Tiên Phong - Chi nhánh Bến Thành	160
Ngân hàng TMCP Hàng Hải Việt Nam - Chi nhánh TP HCM	138
Công ty Cổ phần Chứng khoán Thành Công	125
Tổng cộng	18,445

Trái phiếu dài hạn	Số dư cuối năm 2022 (tỷ đồng)
Credit Suisse AG - Chi nhánh Singapore	8,240
Dallas Vietnam Gamma Ltd	4,620
Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt	2,195
Công ty Cổ phần Chứng khoán Dầu khí	1,500
Ngân hàng TMCP Tiên Phong - Chi nhánh Bến Thành	1,440
Ngân hàng TMCP Quân Đội - Chi nhánh Bắc Sài Gòn	5,330
Ngân hàng TMCP Đại Chúng Việt Nam - Chi nhánh Sài Gòn	1,650
CTCP Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam	750
Tổng cộng	25,725

Vay ngắn hạn	Số dư cuối năm 2022 (tỷ đồng)
Credit Suisse AG - Chi nhánh Singapore	1,905
Ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam - Chi nhánh TP HCM	11
Ngân hàng TMCP Quân Đội - Chi nhánh Bắc Sài Gòn	150
HSBC - Chi nhánh Singapore	190
Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng - Chi nhánh TP HCM	206
Ngân hàng TMCP Hàng Hải Việt Nam - Chi nhánh TP HCM	500
Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam - Chi nhánh TP HCM	285
Deutsche Investitions -und Entwicklungsgesellschaft mbH	68
Ngân hàng TMCP Phát Triển Nhà TPHCM- Hội Sở	0
Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam	65
Tổng cộng	3,385

Vay dài hạn	Số dư cuối năm 2022 (tỷ đồng)
Ngân hàng TMCP Quân Đội - Chi nhánh Bắc Sài Gòn	3,100
Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam	1,435
Ngân hàng TMCP Hàng Hải Việt Nam - Chi nhánh TP HCM	1,050
Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam - Chi nhánh TP HCM	499
Vietnam Joint Stock Commercial Bank for Industry and Trade Filiale Deutschland	475
Maybank International Labuan Branch	475
Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam - Chi nhánh 1	23
Ngân hàng TNHH MTV HSBC (Viet Nam)	338
Deutsche Investitions -und Entwicklungsgesellschaft mbH	237
Tổng cộng	7,631

Nguồn: BCTC NVL năm 2022

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỎ

Lầu 1-2-3-4, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM
☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
☎ (+84) 28 6291 7986 🌐 www.vdsc.com.vn
MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội
☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa
☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ
☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

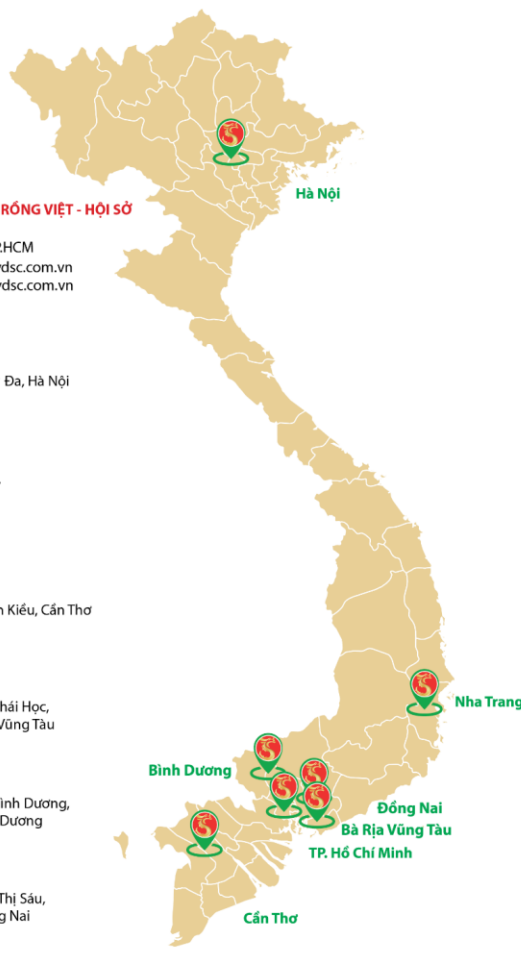
Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương
☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai
☎ (+84) 25 1777 2006



TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Chứng khoán Rồng Việt tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Chứng khoán Rồng Việt thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Chứng khoán Rồng Việt.**

PHÒNG TƯ VẤN ĐẦU TƯ KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Trần Hà Xuân Vũ

Trưởng phòng

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1512)

Nguyễn Minh Hiếu

Chuyên viên

hieu.nm@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1295)

Nguyễn Huy Phương

Phó phòng

phuong.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1241)

Đinh Vinh Hiển

Chuyên viên

hien.dv@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006

Nguyễn Đại Hiệp

Trưởng bộ phận

hiiep.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1331)

Phạm Thu Hà Phương

Chuyên viên

phuong1.pth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1372)