

# Triển vọng thị trường TPDN Việt Nam 6 tháng cuối năm 2023

## Một khởi đầu mới

**Thái Thị Việt Trinh**  
Chuyên viên phân tích cao cấp  
[trinhtt@ssi.com.vn](mailto:trinhtt@ssi.com.vn)

### Tóm tắt tổng quan:

- Phát triển thị trường TPDN như một kênh cấp vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế là một trọng tâm chính sách trong Chiến lược Phát triển Thị trường Chứng khoán. Sau những động thái mang tính thanh lọc thị trường trong năm 2022, việc tiếp tục tái cấu trúc, minh bạch hóa thị trường, lấy lại niềm tin của nhà đầu tư vẫn sẽ là ưu tiên chính sách trong dài hạn. Và điều này đã bắt đầu với sự ra mắt của hệ thống giao dịch trái phiếu riêng lẻ tập trung trên. Cùng với đó, việc hoàn thiện hệ thống luật pháp liên quan đến quy trình pháp lý xử lý trường hợp nhà phát hành không thể thanh toán gốc và lãi đúng hạn cho nhà đầu tư.
- Đối với thị trường TPDN trong 6 tháng đầu năm, điểm nhấn là sự ra đời của Nghị định 08/2023, đưa ra được một hành lang pháp lý phù hợp cho việc giãn/hoãn thanh toán nợ gốc/lãi trái phiếu và điều này đã giúp hoạt động phát hành trên thị trường sơ cấp đã phần nào tích cực hơn:
  - ✓ Khối lượng phát hành mới có dấu hiệu phục hồi từ Quý 2 sau khi Nghị định 08 có hiệu lực.
  - ✓ Phân theo lĩnh vực, bất động sản dẫn đầu và chiếm 57% tổng lượng phát hành và ngân hàng đứng thứ hai, với 31%.
  - ✓ Doanh nghiệp có xu hướng tập trung hơn vào việc đàm phán giãn/hoãn nợ với các trái chủ hơn là tăng tốc mua lại như đã thấy vào cuối năm 2022.

## Triển vọng thị trường TPDN 6 tháng cuối năm 2023: Nhu cầu có thể bắt đầu phục hồi đối với các nhà đầu tư tổ chức

Phát triển thị trường TPDN như một kênh cấp vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế là một trọng tâm chính sách trong Chiến lược Phát triển Thị trường Chứng khoán. Trên thực tế, thị trường trái phiếu doanh nghiệp không chỉ giúp giảm tải cho thị trường tiền tệ (tín dụng từ các ngân hàng) mà còn giúp đa dạng hóa danh mục đầu tư cho nhiều nhà đầu tư. Vì vậy, Chính phủ đã đặt mục tiêu dư nợ thị trường trái phiếu doanh nghiệp phải đạt 20% GDP vào năm 2025 (hiện nay khoảng 14% GDP). Sau những động thái mang tính thanh lọc thị trường trong năm 2022, việc tiếp tục tái cấu trúc, minh bạch hóa thị trường, lấy lại niềm tin của nhà đầu tư vẫn sẽ là ưu tiên chính sách trong dài hạn.

### Ra đời sàn giao dịch trái phiếu doanh nghiệp thứ cấp: Bước đầu tiên trong hành trình dài hạn

Thông tin đáng chú ý nhất trên thị trường TPDN trong thời gian qua này là việc đưa vào hoạt động sàn giao dịch trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ thứ cấp từ ngày 19 tháng 7 năm 2023. Nhìn chung, đây là một khởi đầu tốt, nhưng chỉ khi giữ được quy mô thanh khoản tốt, với nhiều mã trái phiếu được giao dịch... thì mới là điều cốt lõi cho việc có thể duy trì được lợi ích vốn có của một sàn giao dịch thứ cấp đối với thị trường nói chung.

Đối với các quy định niêm yết/giao dịch, các tổ chức phát hành TPDN kể từ Nghị Định 153/2020 trở đi sẽ có tối đa ba tháng để bắt buộc đăng ký niêm yết với VSD. Sàn giao dịch này chỉ cho phép các giao dịch thỏa thuận đối với các TPDN đã đăng ký niêm yết và người mua phải là nhà đầu tư chuyên nghiệp trong khi đối với người bán thì chưa có quy định cụ thể do vẫn còn những khoảng cách pháp lý giữa Nghị định 153 và Nghị định 65.

Theo ước tính của chúng tôi, sẽ có tổng cộng 733 nghìn tỷ đồng trái phiếu hoặc 455 tổ chức phát hành phải đăng ký ở HNX trong vòng ba tháng kể và cho đến nay, chỉ có 19 mã phát hành từ Tracodi, Vietcombank và Vinfast đã được đăng ký, với tổng giá trị là 9 nghìn tỷ đồng.

- Về lợi ích của sàn giao dịch thứ cấp, đầu tiên, là sự minh bạch cho thị trường. Trước đây, mặc dù các TCPH có nghĩa vụ báo cáo thông tin các đợt phát hành cho HNX, việc tiếp cận đến các thông tin về đợt phát hành như mục đích phát hành, tài sản đảm bảo, lãi suất phát hành hay tổ chức tham gia lưu ký hay thông tin về dư nợ TPDN còn lại hoặc tình hình tài chính của tổ chức phát hành là khá khó khăn. Bên cạnh đó, các giao dịch thứ cấp và việc quan sát được dòng tiền trên thị trường thứ cấp là điều gần như không thể trong thời gian qua do thiếu thị trường công khai. Do đó, sàn giao dịch này có thể cung cấp cho các nhà đầu tư một cách tiếp cận dễ dàng và chính thức hơn để nghiên cứu và theo dõi đường cong lợi suất/biên động giá, đặc biệt là với các tổ chức phát hành chưa niêm yết.
- Thứ hai, mục tiêu chính của sàn giao dịch trái phiếu thứ cấp là cung cấp thanh khoản cho các nhà đầu tư. Chỉ khi giữ được quy mô thanh khoản tốt, với nhiều mã trái phiếu được giao dịch... thì mới là điều cốt lõi cho việc có thể duy trì được lợi ích vốn có của một sàn giao dịch thứ cấp đối với thị trường nói chung.
- Thứ ba, trong một thị trường hiệu quả, các giao dịch của người mua và người bán trên thị trường thứ cấp sẽ quyết định xu hướng của lợi suất TPDN và đó sẽ là những chỉ báo mang tính định hướng để xác định các rủi ro về sức khỏe tài chính của nhà phát hành hay các biến động vĩ mô trên thị trường.

**Với tất cả những lợi ích trên, chúng tôi đánh giá việc xuất hiện của sàn giao dịch TPDN thứ cấp sẽ giúp nhu cầu trái phiếu doanh nghiệp có thể phục hồi, trước hết là từ các nhà đầu tư tổ chức với nguồn vốn dồi dào và nhu cầu đa dạng hóa danh mục đầu tư. Đối với các nhà đầu tư cá nhân, có lẽ còn nhiều việc phải làm để khôi phục lại niềm tin và tâm lý đầu tư. Một điểm hỗ trợ cho thị trường này là môi trường lãi suất hiện tại đang có xu hướng giảm sẽ phần nào cải thiện nhu cầu đối với trái phiếu doanh nghiệp.**

Do vậy, đối với các giải pháp khôi phục niềm tin trên thị trường TPDN, một số vấn đề cần lưu ý như sau:

- Trong ngắn hạn, Chính phủ tiếp tục nghiên cứu thêm các giải pháp để giải quyết các vấn đề đang tồn tại, chẳng hạn như xếp hạng trái phiếu doanh nghiệp dựa trên khả năng thanh toán do Bộ Tài chính đánh giá hoặc ban hành các nghị định, thông tư đối với những vấn đề Thông tư 02 chưa quy định cho trái phiếu DN hoặc sửa đổi Nghị định 155/2020 để rút ngắn quy trình phê duyệt phát hành ra công chúng. Chúng tôi tin rằng việc nhanh chóng đưa ra danh sách xếp hạng trái phiếu doanh nghiệp dựa trên khả năng thanh toán sẽ là một cách tiếp cận hợp lý nhằm phân loại các tổ chức phát hành theo rủi ro và từ đó có các cách hỗ trợ khác nhau.
- Thứ hai, để khôi phục nhu cầu trái phiếu và niềm tin của nhà đầu tư cá nhân, chúng tôi cho rằng việc định hình lại cấu trúc thị trường, giảm thiểu tỷ lệ tham gia trực tiếp của các nhà đầu tư cá nhân sẽ cần được xem xét. Trong đó các bên tổ chức trung gian (ngân hàng, công ty chứng

khoán, quỹ trái phiếu) sẽ cần tuân thủ các tiêu chuẩn và trách nhiệm cao hơn phân phối. Việc điều phối dòng vốn từ các nhà đầu tư cá nhân sang một kênh bảo vệ và chuyên nghiệp hơn, thay vì chỉ dựa vào một kênh phân phối đơn giản và trực tiếp như hiện tại

- Cuối cùng, cần ban hành thêm các chính sách và văn bản quy phạm pháp luật để hoàn thiện khuôn khổ về việc xử lý tài sản đảm bảo và các quy định về công bố vỡ nợ, cũng như các biện pháp xử lý tiếp theo.

## Tóm tắt thị trường trái phiếu doanh nghiệp 6T2023: Phát hành sơ cấp có dấu hiệu hồi phục

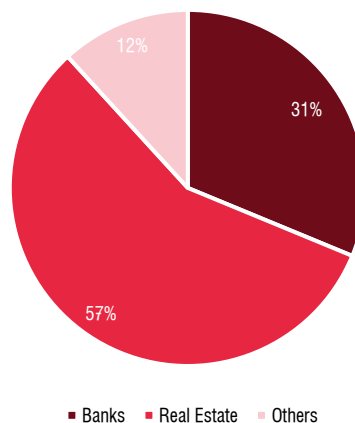
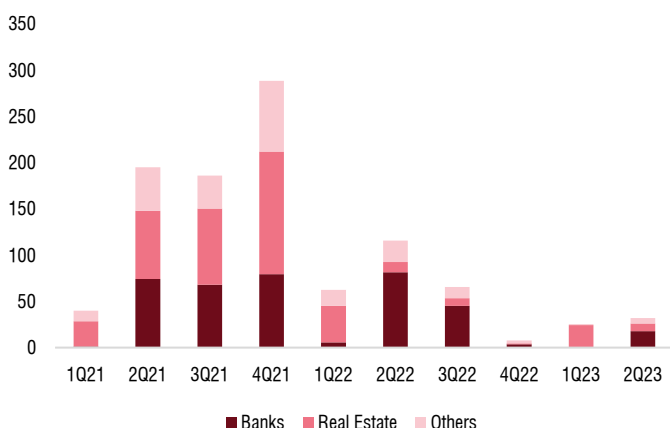
### Phát hành mới: Dấu hiệu hồi phục nhưng tập trung ở một số nhóm cụ thể

Tổng lượng trái phiếu doanh nghiệp phát hành tiếp tục chậm trong Quý 1 năm 2023 nhưng các dấu hiệu phục hồi đã bắt đầu xuất hiện trong Quý II. Quy mô trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ trong 6 tháng đầu năm 2023 là 57,3 nghìn tỷ đồng, giảm -67,8% so với cùng kỳ trong khi phát hành ra công chúng chỉ đạt 5,5 nghìn tỷ đồng, giảm -37,9% svck. Trong khi các tổ chức phát hành giảm nhu cầu phát hành ra công chúng do chi phí cao hơn và thời gian phát hành tương đối lâu, xu hướng phát hành TPDN RL mới đã bắt đầu cải thiện từ đáy của Q4/2022.

Điều đáng chú ý là trái phiếu của các DN bất động sản chiếm tỷ trọng cao nhất (57%) trên thị trường sơ cấp, nhưng chỉ tập trung vào một số tổ chức phát hành. Các ngân hàng đẩy mạnh phát hành từ Quý 2 và chiếm 31% tổng lượng phát hành do đã giải quyết được các vướng mắc về báo cáo kiểm toán giải ngân nguồn vốn trái phiếu.

Phát hành mới theo quý (Nghìn tỷ đồng)

Cấu trúc phát hành mới theo nhóm ngành trong 1H23 (%)



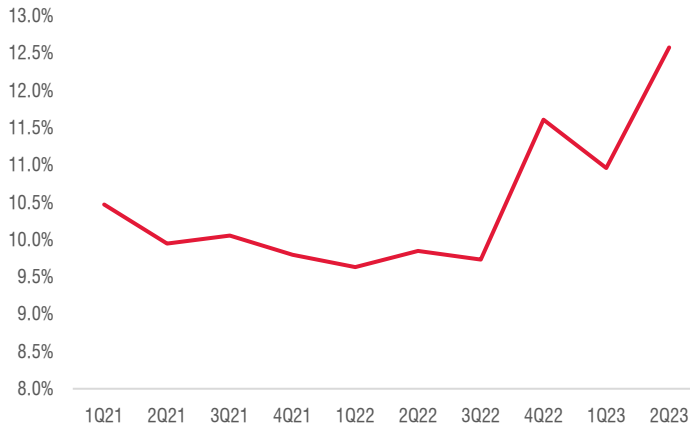
Nguồn: HNX, SSIResearch

### Lãi suất coupon trên thị trường sơ cấp chưa được phản ánh trên biến động thị trường thứ cấp

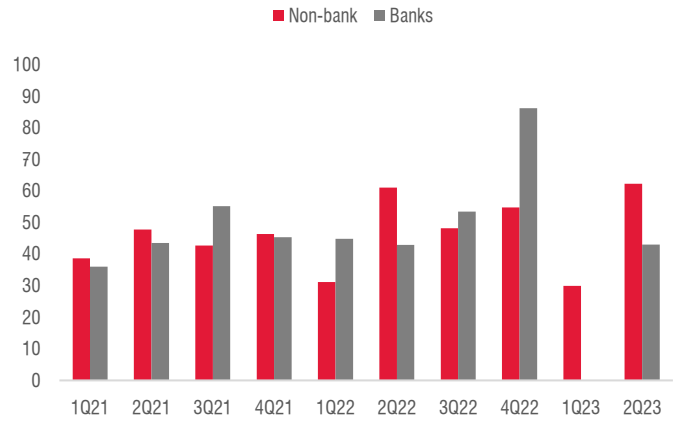
Mặc dù dữ liệu của HNX cho thấy lợi suất trái phiếu sơ cấp tăng từ Quý IV năm 2022 - phản ánh mức sinh lời yêu cầu cao hơn để bù đắp rủi ro vỡ nợ, nhưng mức độ tăng trên thị trường sơ cấp không theo kịp thị trường thứ cấp. Lợi suất trung bình trái phiếu các doanh nghiệp phi ngân hàng trên thị trường sơ cấp ít biến động hơn do chỉ tập trung vào một số nhà phát hành, trong khi tính thanh khoản kém trên thị trường thứ cấp khiến lợi suất trái phiếu biến động mạnh hơn. Nhìn chung, lãi suất trái phiếu phi ngân hàng trung bình là 12,5%/năm vào quý 2 năm 2023, cao hơn 250 điểm cơ bản so với trong năm 2021. Với lợi suất trên thị trường thứ cấp, lợi suất có thể lên tới 20%-30%/năm, và hiện tại đã hạ nhiệt xuống 12% - 20%/năm tùy thuộc vào sức khỏe tài chính của nhà phát hành.

Về cơ cấu kỳ hạn, trong khi các NHTMCP chủ yếu phát hành trái phiếu kỳ hạn 3 năm để tài trợ cho hoạt động kinh doanh, thì các NHTMNN thường huy động vốn cấp 2 thông qua phát hành trái phiếu nên kỳ hạn phổ biến rơi vào khoảng 7-10 năm. Cũng lưu ý là các tổ chức phát hành phi ngân hàng có nhu cầu phát hành kỳ hạn dài hơn (thời hạn trung bình khoảng 60 tháng trong quý 2 năm 2023), nhiều khả năng đến từ mức độ tập trung ở các nhóm cụ thể của các doanh nghiệp phát hành.

Lợi suất phát hành trung bình theo quý (% p.a)



Kỳ hạn phát hành trung bình (tháng)



Nguồn: HNX, SSIResearch

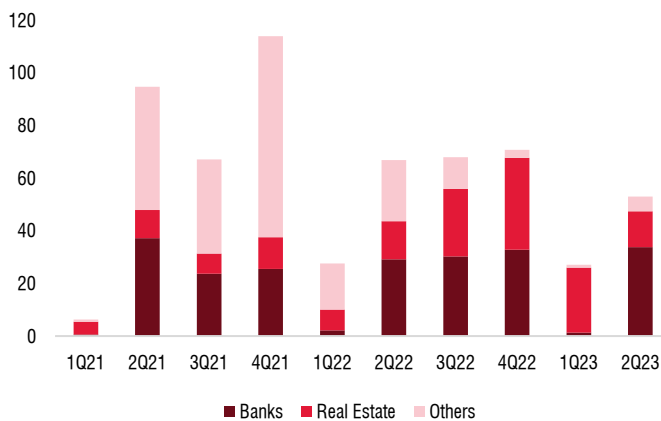
### Nghị định 08: Rủi ro đạo đức cần được xem xét

Sau sự cố Vạn Thịnh Phát cuối năm 2022, hoạt động mua lại trái phiếu của các DN bất động sản diễn ra khá mạnh mẽ, nhưng đã chậm lại kể từ khi Nghị định 08 được ban hành. Cụ thể, hoạt động mua lại trái phiếu của DN bất động sản đã giảm xuống còn 24,7 nghìn tỷ đồng trong Quý 2 năm 2023, từ mức cao nhất là 34,8 nghìn tỷ đồng trong Quý 4 năm 2022. Ngược lại, các doanh nghiệp bất động sản hiện đang có xu hướng lựa chọn phương án hoàn thanh toán trả lãi coupon hoặc trả nợ gốc. Chúng tôi cũng nhận thấy hoạt động mua lại trái phiếu ngân hàng tăng tốc trong Q2, chủ yếu liên quan đến cơ cấu kỳ hạn nhằm phục vụ mục đích cho việc tăng vốn cấp 2 (trái phiếu có kỳ hạn dưới 5 năm sẽ có tỷ trọng ít hơn trong công thức tính CAR).

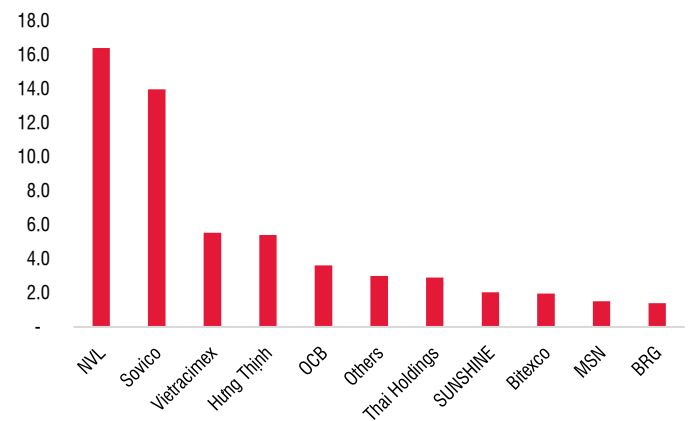
Trên thực tế, Nghị định 08/2023 về trái phiếu phát hành riêng lẻ đã tạo ra hành lang pháp lý để tổ chức phát hành có thể hoàn trái phiếu hiện tại lên đến hai năm hoặc chuyển đổi trái phiếu thành tài sản khác. Tuy nhiên Nghị định này cũng tạo ra tâm lý trì hoãn việc thanh toán trái phiếu càng lâu càng tốt từ phía nhà phát hành. Theo ước tính của chúng tôi, số tiền gốc trái phiếu đã thành công thực hiện điều chỉnh hoàn nợ gốc/điều chỉnh lãi suất hoặc chuyển đổi trái phiếu lên tới 66 nghìn tỷ đồng. Các công ty trong tập đoàn Nova, Sovico và Vietracimex là các doanh nghiệp tích cực nhất trong việc đàm phán gia hạn nợ với nhà đầu tư trong nửa đầu năm 2023.

Có thể thấy, thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam dường như đã trải qua giai đoạn khó khăn nhất, ít nhất trong ngắn hạn nhờ các động thái từ Chính phủ nhưng các giải pháp hiện tại mang tính ngắn hạn, thiên về hỗ trợ cho các tổ chức phát hành sẽ khó có thể ngay lập tức khôi phục được niềm tin của nhà đầu tư.

Khối lượng mua lại theo quý (nghìn tỷ đồng)



Tổng khối lượng gốc các TPDN đã được cơ cấu sau Nghị Định 08 (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: HNX, SSIResearch

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Ví mô

#### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

#### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô

trinhthv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Định lượng

#### Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

#### Hồ Hữu Tuấn Hiền, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

#### Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043