

Giai đoạn thẩm thấu chính sách mới

Nghị định 65 được ban hành, tiếp diễn những sự kiện điều chỉnh, và trái phiếu xanh

Ghi chú quan trọng: Số liệu được thu thập trên HNX đến hết ngày 10/10/2022, dựa trên ngày phát hành, có thể khác biệt với số liệu thống kê theo ngày hoàn tất giao dịch phát hành.



Bộ phận Phân tích Tín dụng

Nguyễn Tùng Anh
Trưởng nhóm Nghiên cứu
anh.nguyen@fiingroup.vn

Đào Yến Nhung
Chuyên viên Nghiên cứu

Nguyễn Hương Thảo
Chuyên viên Nghiên cứu

Liên hệ Truyền thông

Nguyễn Minh Hiền
hiem.nguyenminh@fiingroup.vn

Nội dung chính

Tổng quan thị trường	2
Tiêu điểm trong tháng	4
Lời kết	6
Một số báo cáo liên quan	7

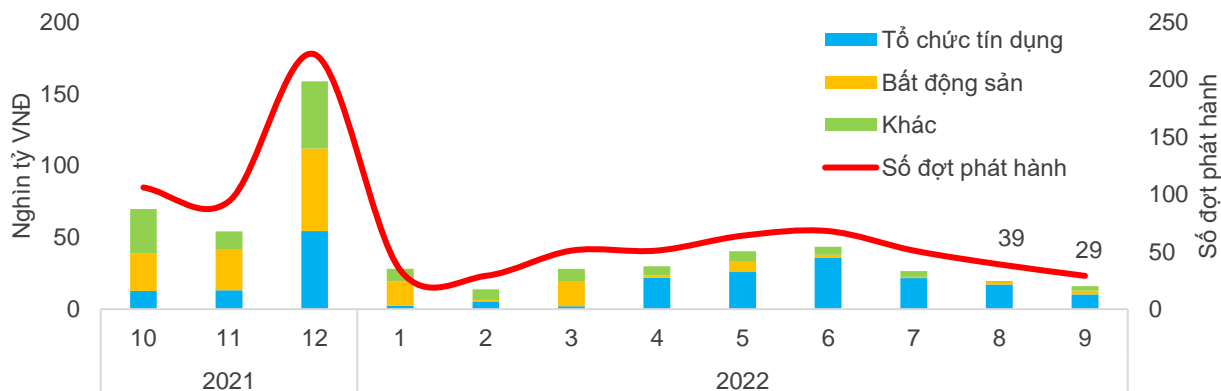
Tổng quan thị trường

Hoạt động phát hành trong tháng 9-2022:

Trong tháng 9, hoạt động phát hành TPDN tiếp tục xu hướng giảm từ đầu quý 3 với giá trị phát hành trong tháng đạt 16,1 nghìn tỷ VNĐ, giảm 18,27% so với tháng trước và 76,44% so với cùng kỳ. Bên cạnh nguyên nhân như đã trình bày trong những bản tin trước cộng với diễn biến gần đây, khối lượng phát hành nhìn chung không cải thiện đáng kể nhất là Bất động sản vẫn chưa có nhiều tiến triển khi tháng 9 vẫn chỉ ghi nhận 2 lô phát hành đạt mức 2,8 nghìn tỷ VNĐ.

Chúng tôi tiếp tục duy trì nhận định tại [Nhân định thị trường #3](#) rằng thị trường sơ cấp phát hành TPDN sẽ chỉ tăng mạnh trở lại vào năm sau, do thị trường cần thời gian để làm quen với các chính sách mới của Nghị định 65 vừa ban hành và tâm lý nhà đầu tư trái phiếu được cải thiện sau các sự kiện xoay quanh Tập đoàn An Đông liên quan đến Tập đoàn Vạn Thịnh Phát, cùng việc VKC Holdings chậm trả lãi trái phiếu đã ảnh hưởng tiêu cực tới tâm lý nhà đầu tư hiện đang sở hữu trái phiếu cũng như nhu cầu đầu tư vào một kênh tài sản lãi suất cao hơn tiền gửi ngân hàng này.

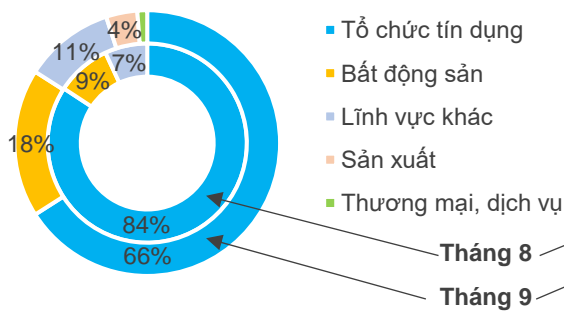
Biểu đồ 1: Hoạt động phát hành TPDN giảm đều trong các tháng quý III



Nguồn: FiinRatings, HNX

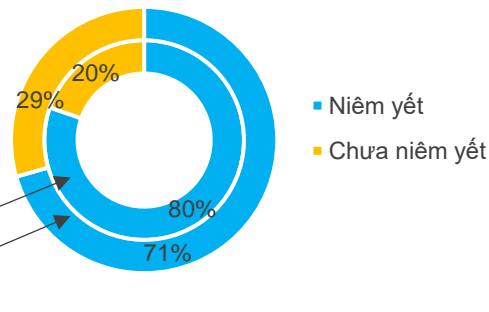
Hoạt động phát hành của các tổ chức tín dụng tiếp tục dẫn đầu thị trường với tổng 22 đợt phát hành, đạt quy mô là 10,2 nghìn tỷ VNĐ, giảm 40,2% so với tháng trước và chiếm 63% thị trường. Số liệu tháng 9 cho thấy hoạt động của tổ chức phát hành có sự sụt giảm rõ rệt so với tháng trước, trong đó lô trái phiếu có giá trị lớn nhất là 3 nghìn tỷ VNĐ thuộc về Vietinbank. Theo chúng tôi, hoạt động phát hành sụt giảm do phần lớn các ngân hàng đã huy động đủ nguồn vốn trung dài hạn để đáp ứng tỷ lệ quy định của Thông tư 08/2020/TT-NHNN (áp dụng từ ngày 01/10/2022), các lô trái phiếu tháng 9 được phát hành chủ yếu tập trung ở các kỳ hạn trung và dài hạn để tiếp tục bổ sung phần vốn còn thiếu.

Biểu đồ 2: Tỷ trọng phát hành BĐS tiếp tục được cải thiện



Nguồn: FiinRatings, HNX

Biểu đồ 3: Doanh nghiệp niêm yết tiếp tục chiếm phần lớn cơ cấu phát hành



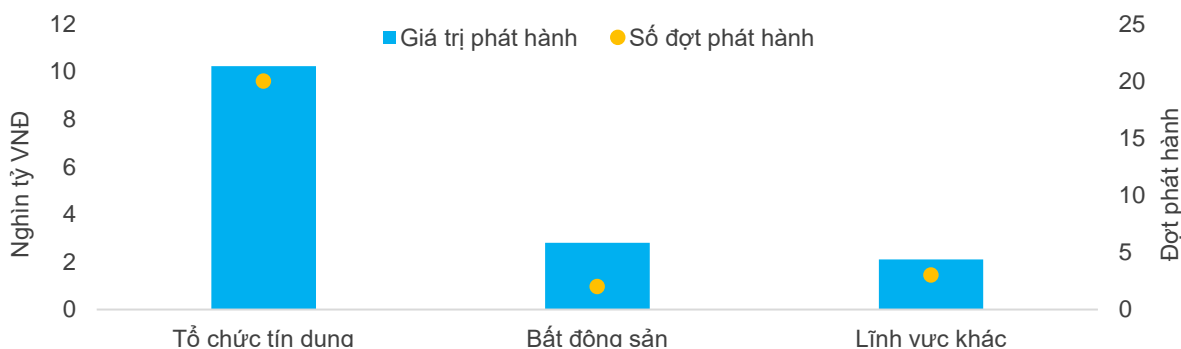
Nguồn: FiinRatings, HNX

Ghi chú: Số liệu không bao gồm TPDN trái phiếu quốc tế được huy động bằng ngoại tệ; Giá trị phát hành được thống kê dựa theo ngày phát hành.

Đứng thứ hai về giá trị phát hành là ngành Bất động sản chiếm 18% tỷ trọng phát hành, tương đương tổng giá trị TPDN đạt 2,8 nghìn tỷ VNĐ và tăng 55,6% so với tháng trước. Các đơn vị phát hành bao gồm Công ty TNHH No Va Thảo Điền với lô trái phiếu 2,3 nghìn tỷ VNĐ và CTCP Đầu tư BĐS Sơn Kim với trái phiếu trị giá 500 tỷ VNĐ. Giá trị phát hành ghi nhận tăng trưởng so với tháng trước, song hoạt động phát hành của các doanh nghiệp Bất động sản vẫn duy trì trạng thái đình trệ dù quý 3 đã kết thúc.

Lĩnh vực khác trong tháng 9 ghi nhận giá trị phát hành đứng thứ ba với 2 đợt đạt 1,5 nghìn tỷ VNĐ, chiếm 11% tỷ trọng phát hành. Cả 2 lô trái phiếu đều thuộc về CTCP Tập đoàn Masan, có kỳ hạn 60 tháng với lãi suất 2 kỳ đầu tiên cố định 9,5%/năm, sau đó thả nổi theo lãi suất 3,975%/năm cộng lãi suất tham chiếu. Mục đích phát hành là để tái cấu trúc khoản vay, cụ thể là thanh toán gốc của trái phiếu BondMSN012023 phát hành vào ngày 9/3/2020 và đáo hạn ngày 9/3/2023.

Biểu đồ 4: Giá trị và số đợt phát hành trong tháng 9



Nguồn: FiinRatings, HNX

Hoạt động phát hành trong 9 tháng đầu năm 2022:

Thị trường TPDN 9 tháng ghi nhận giá trị phát hành đạt 246,32 nghìn tỷ VNĐ, tương đương 35,87% giá trị năm 2021, trong đó 58% giá trị đến từ tổ chức tín dụng và 21% đến từ ngành bất động sản. Về loại hình phát hành, tỷ lệ phát hành ra công chúng chỉ chiếm 3,87%. Nhìn chung, dù đã hết quý 3 nhưng thị trường TPDN vẫn tương đối ảm đạm.

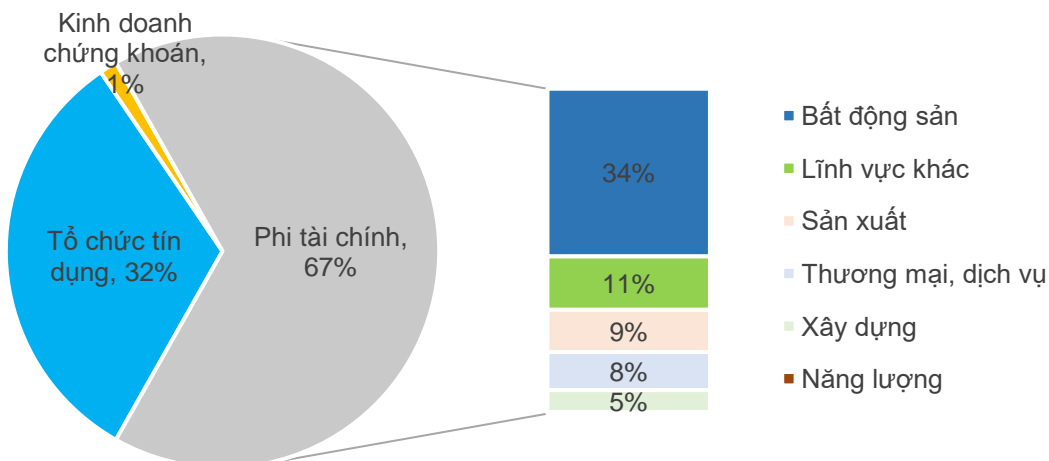
Tiêu điểm trong tháng

Tác động của Nghị định 65: Kênh vốn TPDN đã có những phản ứng đầu tiên trước những quy định chặt chẽ hơn từ Nghị định 65/2022/NĐ-CP. Thị trường ghi nhận giá trị phát hành đạt 16,1 nghìn tỷ VNĐ, giảm 18,27% so với tháng trước và 76,44% so với cùng kỳ, trong khi giá trị mua lại trong cùng tháng đạt hơn 17,2 nghìn tỷ VNĐ. Ngoài ra, một số doanh nghiệp có kế hoạch phát hành trong tháng như CTCP Đầu tư Phát triển Công nghiệp và Vận tải (“TCD”) đã hoãn lô trái phiếu 990 tỷ VNĐ do phương án phát hành chưa phù hợp với quy định của Nghị định mới. Theo chúng tôi, các doanh nghiệp có sự cầm chừng trong hoạt động phát hành do Nghị định mới, đồng thời cũng tăng cường mua lại nhằm giảm áp lực đáo hạn và giải quyết các lô trái phiếu có thể gặp bất lợi bởi các quy định mới. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng vẫn cần thời gian để có thể đánh giá toàn diện mức độ tác động của Nghị định 65 đến thị trường TPDN, nhà đầu tư có thể xem thêm nhận định về Nghị định 65 [tại đây](#).

Rủi ro của tín dụng TPDN đến an toàn hệ thống là rất thấp: Sau dư âm của vụ án Tân Hoàng Minh, thị trường TPDN tiếp tục đón nhận cú sốc mới từ Vạn Thịnh Phát (“VTP”). Sự kiện này đã làm ảnh hưởng đáng kể đến tâm lý thị trường nhất là các nhà đầu tư cá nhân về rủi ro an toàn hệ thống tín dụng nhất là cả sự kiện ngân hàng SCB.

Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng rủi ro ảnh hưởng từ TPDN đến với hệ thống tín dụng hiện nay là ở mức rất thấp. Số liệu FiinRatings cho thấy dư nợ trái phiếu tính đến thời điểm cuối tháng 9-2022 đạt hơn 1,3 triệu tỷ VNĐ (tương đương với hơn 13% GDP năm 2021), trong đó nếu loại bỏ các trái phiếu ngân hàng thì số dư nợ trái phiếu của các doanh nghiệp phi ngân hàng là 908,8 nghìn tỷ VNĐ và các nhà phát hành bất động sản đóng góp 455 ngàn tỷ VNĐ. Con số này trên thực tế chỉ chiếm khoảng 4% tổng dư nợ tín dụng toàn hệ thống ngân hàng Việt Nam, và như các sự kiện đánh giá kết quả xếp hạng tín nhiệm trước đây của chúng tôi về ngành Bất động sản, chất lượng tín dụng của ngành này có sự phân hóa cao, và vẫn có rất nhiều doanh nghiệp có sức khỏe tài chính tốt, đủ khả năng đáp ứng các nghĩa vụ nợ.

Biểu đồ 5: Cơ cấu dư nợ giá trị TPDN tại ngày 10/10/2022



Nguồn: FiinRatings, HNX

So sánh với Trung Quốc, dư nợ trái phiếu chiếm đến 44% GDP nhưng tỷ lệ vỡ nợ chỉ chiếm 1,35%, cho thấy rủi ro vỡ nợ tại thị trường Việt Nam có tồn tại nhưng rất thấp. Nền kinh tế lớn thứ hai thế giới vẫn xử lý được sau thời gian bất ổn 2 năm qua nhờ sự điều tiết của cơ quan quản lý với nhiều chính sách khác nhau.

Ngoài ra, hoạt động mua lại 9 tháng năm nay của khối doanh nghiệp phi ngân hàng cũng tăng 2,34 lần so với cùng kỳ năm 2021 và đạt 75,5 nghìn tỷ VNĐ. Điều này đã góp phần làm giảm áp lực nợ TPDN đến hạn.

Bên cạnh đó, các ngân hàng hiện nay cũng đang nắm giữ danh mục trái phiếu doanh nghiệp phi ngân hàng với quy mô vào khoảng 284 ngàn tỷ VNĐ, chiếm khoảng 2,37% trên tổng tài sản sinh lời tại thời điểm 30/6/2022. Đây không phải là vấn đề lớn đối với chất lượng tín dụng ngân hàng bởi quy mô còn nhỏ và chất lượng trái phiếu có tính phân hóa và cũng được các ngân hàng đánh giá kỹ lưỡng. Mức độ ảnh hưởng chỉ có thể lớn hơn đối với một số ngân hàng có phân bổ tín dụng trái phiếu doanh nghiệp lớn hơn 10% tổng dư nợ tín dụng của họ.

Chính vì vậy, theo chúng tôi, nhà đầu tư tham gia thị trường TPDN nên giữ bình tĩnh và sự tỉnh táo trước các thông tin nhiễu loạn được lan truyền, tránh việc bán tháo và cắt lỗ TPDN đang nắm giữ mà không đánh giá được sức khỏe tài chính của DN phát hành. Trong trường hợp NĐT đang sở hữu các trái phiếu mà DN không thể trả lãi và/ hoặc gốc, việc chấp nhận đàm phán và dàn xếp với doanh nghiệp và các tổ chức trung gian sẽ là giải pháp tốt cho các bên.

Chờ đón kênh trái phiếu xanh: Trong thời gian gần đây thị trường cũng chứng kiến nhiều hoạt động đẩy mạnh hoạt động huy động trái phiếu xanh tại Việt Nam. Đây là kênh dẫn vốn quan trọng khi có nhiều định chế tài chính trong và ngoài nước đang đẩy mạnh hoạt động cho vay và đầu tư trong lĩnh vực này.

Việt Nam hiện đang chuẩn bị xây dựng Khung phân loại tài chính bền vững riêng cùng với ban hành tiêu chí xanh (Taxonomies) với các tiêu chí cụ thể và chính sách hỗ trợ. Do đó, chúng tôi tin rằng trái phiếu xanh sẽ là kênh huy động vốn tiềm năng vì (i) Cầu cao, đặc biệt từ các nhà đầu tư và tổ chức nước ngoài nhưng thiếu cung (ii) Các doanh nghiệp có thể mở rộng kênh huy động vốn đầu tư trong môi trường thắt chặt kinh tế, hạn chế nguồn tín dụng ngân hàng (iii) Trái phiếu xanh được đảm bảo một phần nên ít rủi ro hơn trái phiếu thông thường.

Nhà đầu tư khi tham gia quỹ trái phiếu xanh sẽ nhận được lợi tức trong cùng một ngưỡng với hiệu suất cao hơn trái phiếu truyền thống và đa dạng hóa danh mục đầu tư theo xu hướng “xanh hóa” của nền kinh tế. Đối với đơn vị phát hành, trái phiếu bền vững/xanh có lãi suất thấp, kỳ hạn dài, cùng cơ chế giảm 50% phí đăng ký và niêm yết cho phép các doanh nghiệp vừa và nhỏ tham gia kênh vốn này, giúp họ tiếp cận với mạng lưới nhà đầu tư trái phiếu bền vững/xanh. Ngoài ra các doanh nghiệp tham gia cũng nhận được sự hỗ trợ kỹ thuật từ tổ chức nước ngoài, cùng các ưu đãi về tín dụng, lãi suất và tài sản bảo đảm cho các dự án công nghệ sạch, nông nghiệp hữu cơ. Do đó, Việt Nam có rất nhiều dư địa để phát triển thị trường trái phiếu xanh theo xu hướng toàn cầu và hướng tới một tương lai bền vững hơn.

Song hành với thị trường, chúng tôi cũng nỗ lực chung tay đóng góp cho công cuộc phát triển trái phiếu xanh. Từ tháng 3-2022, FiinGroup đã chính thức được tổ chức Tổ chức Trái phiếu Khí hậu (Climate Bonds Initiative, viết tắt là “CBI”) chứng nhận là đơn vị đầu tiên của Việt Nam được ủy quyền xác nhận các trái phiếu xanh. Đây là chứng nhận duy nhất được sử dụng rộng rãi trên 30 quốc gia trên thế giới. Dấu Chứng nhận Trái phiếu Khí hậu “Certification Mark” được sử dụng để chỉ định trái phiếu xanh, các khoản cho vay xanh, và công cụ nợ xanh đã được chứng nhận. Trên toàn cầu, các trái phiếu được Chứng nhận đã đạt tới 210 tỷ USD tính đến ngày 31/12/2021. Chúng tôi đã và đang cung cấp những dịch vụ tốt nhất để hướng tới một thị trường trái phiếu không chỉ minh bạch, hiệu quả mà còn xanh và bền vững.

Lời kết

Sau giai đoạn điều chỉnh gần đây thì quy mô giá trị TPDN lưu hành đã giảm đáng kể. Yếu tố rủi ro thị trường vì đó cũng giảm đi mặc dù sẽ có một vài doanh nghiệp gặp vấn đề về đáp ứng nghĩa vụ nợ. Tuy nhiên, tác động mang tính hệ thống đến với tín dụng ngân hàng và thị trường vốn là thấp, chúng tôi cho rằng các nhà đầu tư không nên hoảng hốt và tinh táo với các quyết định, nhất là khi chưa hiểu rõ tình hình sức khỏe tài chính của doanh nghiệp phát hành. Cùng với việc cải thiện minh bạch thông tin và triển khai các quy định mới của Nghị định 65 cùng với việc đánh giá cụ thể chất lượng tín dụng và rủi ro đáo hạn trong giai đoạn tới của danh mục 908,8 ngàn tỷ VND trái phiếu phi ngân hàng đang lưu hành, trong đó có 455 ngàn tỷ trái phiếu bất động sản sẽ là giải pháp giải pháp quan trọng để khôi phục niềm tin của thị trường, nhất là nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp.

Sự ra đời của Nghị định 65/2022/NĐ-NHNN dù bổ sung nhiều quy định chặt chẽ hơn về phương thức chào bán và nâng cao điều kiện xác định nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp. Điều này sẽ ảnh hưởng đến cầu về trái phiếu qua việc thu hẹp đối tượng phân phối TPDN. Hiện các Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà nước đang tích cực có những Thông tư và hướng dẫn cụ thể và chúng tôi tin tưởng rằng thị trường sẽ chứng kiến sự trở lại của hoạt động phát hành cũng như gia tăng số lượng doanh nghiệp tham gia kênh vốn này.

Về dài hạn, kênh trái phiếu xanh sẽ là giải pháp quan trọng về vốn cho nhiều doanh nghiệp Việt Nam. Các chính sách mới hiện đang trong quá trình thiết kế và xây dựng sẽ tạo tiền đề cho nhiều doanh nghiệp có thể tận dụng nguồn vốn hướng đến tiêu chí xanh trong các năm tới đây.

Về Bản tin Trái phiếu Doanh nghiệp:

Là chuỗi ấn bản hàng tháng về thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam từ góc nhìn bởi một tổ chức xếp hạng tín nhiệm nhằm cung cấp thông tin thị trường, bình luận về những diễn biến liên quan nhằm hỗ trợ các thành viên thị trường bao gồm các định chế đầu tư, ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm trong hoạt động đầu tư và quản trị rủi ro; và chính các doanh nghiệp phát hành trong hoạch định chiến lược vốn.

Một số báo cáo phân tích liên quan đã phát hành

Bình luận nhanh về thị trường:

- Đánh giá tác động của Nghị định 65/2022/NĐ-CP với thị trường Trái phiếu doanh nghiệp phát hành ngày 20/09/2022.
- S&P nâng hạng tín nhiệm quốc gia lên BB+: ý nghĩa và lợi ích cho Việt Nam phát hành ngày 30/05/2022.
- Những điều chỉnh trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp để hướng tới phát triển bền vững phát hành ngày 08/04/2022.

Bản tin Tháng về Trái Phiếu Doanh Nghiệp:

- Bản tin Trái phiếu Doanh nghiệp #1 phát hành ngày 04/08/2022.
- Bản tin Trái phiếu Doanh nghiệp #2 phát hành ngày 08/09/2022.

Chuỗi báo cáo chuyên đề về trái phiếu doanh nghiệp:

- Báo cáo Chuyên đề về TPDN #3: Chiến lược thích ứng nào cho doanh nghiệp trước những chính sách mới phát hành ngày 15/08/2022.
- Báo cáo Chuyên đề về TPDN #2: Trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam - Cân bằng giữa Lợi nhuận và Rủi ro phát hành ngày 11/11/2021.
- Báo cáo Chuyên đề về TPDN #1: Triển vọng Thị trường Trái Phiếu Doanh nghiệp Việt Nam 2021 phát hành ngày 02/02/2021.

Tuyên bố Bản quyền và Miễn trách

Tài liệu này được soạn lập bởi Công ty Cổ phần FiinGroup chỉ nhằm mục đích tham khảo, không đưa ra khuyến nghị mua bán hay nắm giữ bất kỳ cổ phiếu hay cho giao dịch cụ thể nào.

Thông tin trong báo cáo này, bao gồm dữ liệu, biểu đồ, bảng biểu, ý kiến phân tích và nhận định của FiinGroup được sử dụng với tính chất tham khảo, FiinGroup sẽ không chịu trách nhiệm về bất cứ tổn thất hay hậu quả gì có thể được gây ra từ việc sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Tài liệu này có thể được thay đổi mà không có sự thông báo trước, FiinGroup sẽ không có trách nhiệm phải cập nhật, sửa đổi và bổ sung nội dung theo những thay đổi đó.