

BÁO CÁO THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU QUÝ 1 NĂM 2023

Thị trường TPDN tích cực hơn nhờ NĐ08

- Hoạt động phát hành Trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) có dấu hiệu phục hồi sau khi Nghị định 08 (NĐ08) được ban hành.
- Hoạt động mua lại TPDN trước hạn bắt đầu chứng lại
- Danh sách các công ty chậm thanh toán nợ TPDN vẫn tiếp tục dày lên
- Lợi suất Trái phiếu chính phủ (TPCP) giảm mạnh từ đỉnh

Hoạt động phát hành TPDN có dấu hiệu phục hồi sau khi NĐ08 được ban hành

Theo số liệu tổng hợp của chúng tôi, trong quý 1/2023 có 14 đợt phát hành TPDN trong nước thành công với tổng giá trị phát hành đạt hơn 28.335 tỷ đồng tăng 59% so với quý 4/2022. Trong đó có 11 đợt phát hành riêng lẻ (PHRL) với tổng giá trị phát hành (GTPH) là 24.435 tỷ đồng, chiếm 86,2% tổng GTPH.

Chúng tôi thấy rằng, sau khi NĐ08 được ban hành (ngày 05/03/2023), hoạt động PHRL bắt đầu có sự phục hồi khi có 9 trên tổng 11 đợt PHRL trong Q1/23 được phát trong khoảng thời gian này. Tổng GTPH của 9 đợt phát hành này chiếm hơn 97% tổng giá trị PHRL trong Q1/23. Tuy nhiên theo quan sát của chúng tôi, các đợt PHRL lớn trong Q1/23 đều là của các doanh nghiệp (DN) ít có tên tuổi, thông tin về các DN này cũng rất hạn chế, thậm chí có DN tính tới thời điểm phát hành chỉ có thời gian thành lập chưa đến 1 năm. Trong bối cảnh niềm tin của các nhà đầu tư cá nhân chưa trở lại, tỷ lệ phân phối cho các nhà đầu tư cá nhân của các lô trái phiếu mới phát hành này là rất hạn chế, người mua chủ yếu là các tổ chức, do đó chúng tôi cho rằng những đợt phát hành này chỉ mang tính cục bộ, có thể mục đích phát hành chỉ là để cơ cấu lại nợ nội bộ của một hay một vài tổ chức lớn.

Hoạt động mua lại trước hạn bắt đầu chứng lại

Tổng giá trị mua lại TPDN trước hạn trong Q1/23 đạt 23.730 tỷ đồng giảm hơn 73% so với Q4/22. Trong bối cảnh thanh khoản thị trường bất động sản (BDS) đóng băng, tín dụng bị thắt chặt đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến dòng tiền của các DN trong thời gian qua đặc biệt là các DN BDS, đây có thể là những nguyên nhân khiến hoạt động mua lại TPDN trước hạn trong Q1/23 đã chứng lại.

Danh sách các DN chậm nghĩa vụ thanh toán tiếp tục dày lên

Trong bối cảnh, thị trường BDS trầm lắng, nhiều DN gặp khó về dòng tiền và hạn chế khả năng tiếp cận nguồn vốn, danh sách các DN chậm thanh toán các nghĩa vụ nợ trái phiếu tiếp tục tăng lên. Đến ngày 22/3/2023, có khoảng 53 DN nằm trong danh sách chậm nghĩa vụ thanh toán lãi hoặc nợ gốc TPDN theo thông báo của HNX. Chúng tôi ước tính, tổng dư nợ TPDN của các DN này vào khoảng 148,9 nghìn tỷ đồng, chiếm khoảng gần 13,6% dư nợ TPDN toàn thị trường. Khoảng hơn 46,2 nghìn tỷ đồng TPDN của các DN trong danh sách sẽ đáo hạn trong năm 2023, chiếm khoảng 19,8% tổng giá trị đáo hạn toàn thị trường cả năm.

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Bá Khương

khuong.nguyenba@vndirect.com.vn

Lợi suất trái phiếu Chính Phủ giảm mạnh từ đỉnh

Lợi suất phát hành TPCP có xu hướng giảm dần sau mỗi đợt phát hành trong Q1/23 ở hầu hết các kỳ hạn, đặc biệt lợi suất giảm mạnh trong những phiên đấu thầu cuối tháng 3 (thời điểm sau khi Ngân hàng nhà nước - NHNN thực hiện giảm một số lãi suất điều hành). Cụ thể, lợi suất trái phiếu trúng thầu các kỳ hạn 10 năm, 15 năm đã giảm về mức 3,6% (giảm 105 điểm cơ bản so với đầu năm 2023), 3,84% (giảm 96 điểm cơ bản so với đầu năm 2023).

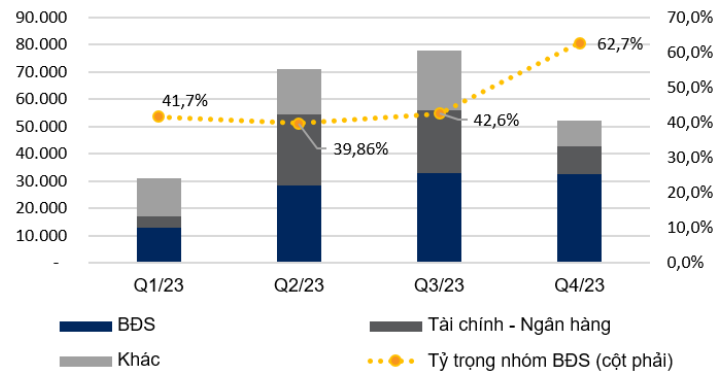
THỊ TRƯỜNG TPDN QUÝ 1 NĂM 2023

Hoạt động phát hành riêng lẻ có dấu hiệu phục hồi sau khi NĐ08 được ban hành

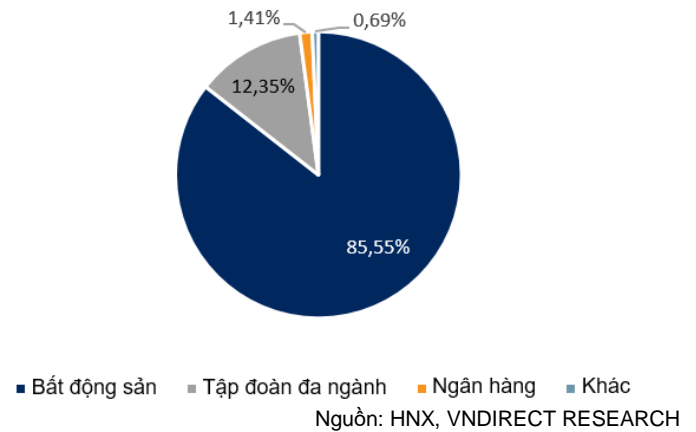
Theo số liệu tổng hợp của chúng tôi, trong Q1/23 có 14 đợt phát hành TPDN trong nước thành công với tổng giá trị phát hành đạt hơn 28.335 tỷ đồng tăng 59% so với quý 4/2022, và giảm hơn 60 % svck. Trong đó có 11 đợt phát hành riêng lẻ với tổng giá trị phát hành là 24.435 tỷ đồng, chiếm 86,2% tổng GTPH. Và 3 đợt phát hành ra công chúng với giá trị phát hành đạt hơn 3.900 tỷ đồng, chiếm 13,8% tổng GTPH (số liệu của chúng tôi được tổng hợp đến ngày 22/03/2023).

BDS là nhóm ngành có tỷ trọng phát hành TPDN lớn nhất trong Q1/23 khi chiếm hơn 85% tổng GTPH, theo sau là nhóm Tập đoàn đa ngành và nhóm Ngân hàng với tỷ lệ phát hành chiếm lần lượt là 12,35% và 1,41% tổng GTPH. Các DN có giá trị PHRL lớn nhất trong Q1/23 bao gồm: Công ty TNHH Phát triển đô thị Hưng Yên phát hành 7.200 tỷ đồng trái phiếu không lãi suất có kỳ hạn 12 tháng, CTCP Đầu tư kinh doanh và phát triển Đô thị Ngôi Sao Phương Nam phát hành 4.695 tỷ đồng trái phiếu có lãi suất 13%/năm kỳ hạn 18 tháng, Công ty TNHH Kinh doanh nội thất Luxury Living phát hành 4.800 tỷ đồng trái phiếu có lãi suất 9%/năm kỳ hạn 5 năm, CTCP Đầu tư và Kinh Doanh Nam An phát hành 4.700 tỷ đồng trái phiếu có lãi suất 13% kỳ hạn 18 tháng, Công ty TNHH Kinh doanh Bất động sản Dream City Villas phát hành 2.300 tỷ đồng trái phiếu có lãi suất 6%/năm kỳ hạn 5 năm. Các đợt PHRL lớn này đều là các đợt phát hành được thực hiện sau khi NĐ08 được ban hành. Trong khi Tập đoàn Masan là DN có giá trị trái phiếu phát hành ra công chúng lớn nhất trong Q1/23, có tổng giá trị phát hành thành công là 3.500 tỷ đồng, kỳ hạn 5 năm theo lãi suất thả nổi (lãi suất thả nổi được tính theo lãi suất huy động 12 tháng trung bình của 4 ngân hàng Thương mại nhà nước cộng thêm 4%).

Theo quan sát của chúng tôi, sau khi NĐ08 được ban hành (ngày 05/03/2023), hoạt động PHRL bắt đầu có sự phục hồi khi có 9 trên tổng 11 đợt PHRL trong Q1/23 được phát trong khoảng thời gian này. Tổng GTPH của 9 đợt phát hành này chiếm hơn 97% tổng giá trị PHRL trong Q1/23. Chúng tôi cho rằng NĐ08 cho phép tạm ngưng các quy định: quy định xếp hạng tín nhiệm bắt buộc và quy định nhà đầu tư chuyên nghiệp là những yếu tố giúp hoạt động PHRL phục hồi trong khoảng thời gian này. Tuy nhiên chúng tôi cũng thấy rằng, các đợt PHRL lớn trong Q1/23 đều là của của các doanh nghiệp ít có tên tuổi, thông tin về các doanh nghiệp này cũng rất hạn chế, thậm chí có doanh nghiệp tính tới thời điểm phát hành mới chỉ có thời gian thành lập chưa đến 1 năm. Trong bối cảnh niềm tin của các nhà đầu tư cá nhân chưa trở lại, tỷ lệ phân phối cho các nhà đầu tư cá nhân của của các lô trái phiếu mới phát hành này là rất hạn chế, người mua chủ yếu là các tổ chức, do đó chúng tôi cho rằng những đợt phát hành này chỉ mang tính cục bộ, có thể



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

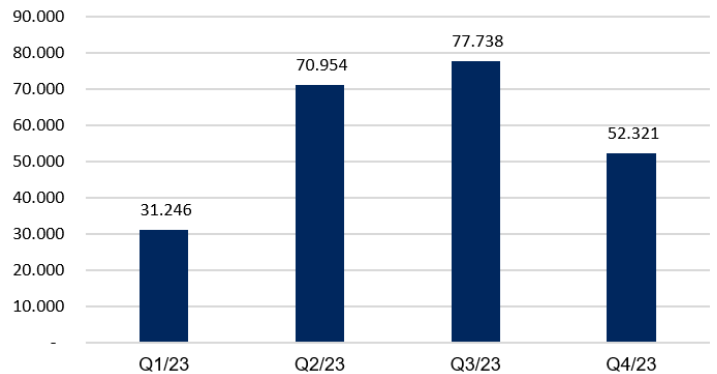


Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

mục đích phát hành chỉ là để cơ cấu lại nợ nội bộ của một hay một vài tổ chức lớn.

Hoạt động mua lại trước hạn bắt đầu chứng lại

Tổng giá trị mua lại TPDN trước hạn trong Q1/23 đạt 23.730 tỷ đồng, tăng 29,3% svck, tuy nhiên số này giảm hơn 73% so với Q4/22. Tốc độ mua lại TPDN trước hạn có xu hướng tăng mạnh từ Q2/22 và đạt đỉnh trong Q4/22 sau khi NĐ65 được ban hành. Chúng tôi cho rằng do NĐ65 quy định TCPH phải mua lại trái phiếu trước hạn bắt buộc khi TCPH vi phạm phương án phát hành. Do đó nhiều DN đã tăng cường mua lại nhằm giảm áp lực đáo hạn đồng thời xử lý sớm các lô trái phiếu có thể gặp bất lợi bởi quy định mới trong NĐ65. Tuy nhiên trong bối cảnh thanh khoản thị trường BĐS đóng băng, tín dụng bị thắt chặt đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến dòng tiền của các DN trong thời gian qua đặc biệt là các DN BĐS, đây có thể là những nguyên nhân khiến hoạt động mua lại TPDN trước hạn trong Q1/23 đã chứng lại.



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

NĐ08 được ban hành tạo ra hành lang pháp lý cần thiết xử lý một vài điểm nghẽn hiện nay trên thị trường TPDN

Như chúng tôi đã từng nhận định trong báo cáo “Đánh giá tác động của NĐ08” được chúng tôi thực hiện gần đây, NĐ08 được ban hành đã tạo ra hành lang pháp lý cần thiết để xử lý một vài điểm nghẽn hiện tại trên thị trường bao gồm:

Thứ nhất, NĐ08 tạo cơ sở pháp lý để TCPH thỏa thuận về việc điều chỉnh một số điều khoản của trái phiếu, đặc biệt là việc gia hạn thời điểm đáo hạn. Trước đó một số TCPH đã tự thảo thuận với trái chủ nhưng chưa có cơ sở pháp lý cụ thể nên việc thỏa thuận gặp nhiều khó khăn và tỷ lệ thành công thấp. Theo quan sát của chúng tôi, sau khi NĐ08 được ban hành đã có những TCPH đầu tiên đạt được thỏa thuận với các trái chủ về việc gia hạn thời hạn một số lô trái phiếu đến hạn như Tập đoàn Novaland, CTCP Hưng Thịnh Land, Tập đoàn Tiến Phước, CTCP BCG Energy.

Thứ hai, cho phép TCPH thanh toán nghĩa vụ nợ và lãi trái phiếu bằng các tài sản hợp pháp khác. Trong bối cảnh nhiều DN đang gặp khó khăn về dòng tiền như hiện nay thì giải pháp này cũng mở ra một lựa chọn khả thi cho DN (trong trường hợp trái chủ đồng ý). Tuy nhiên, việc thỏa thuận có được trái chủ chấp thuận hay không sẽ phụ thuộc vào các điều khoản cụ thể, trong đó bao gồm tính pháp lý, định giá của các tài sản mà DN đưa ra thanh toán cho các trái chủ.

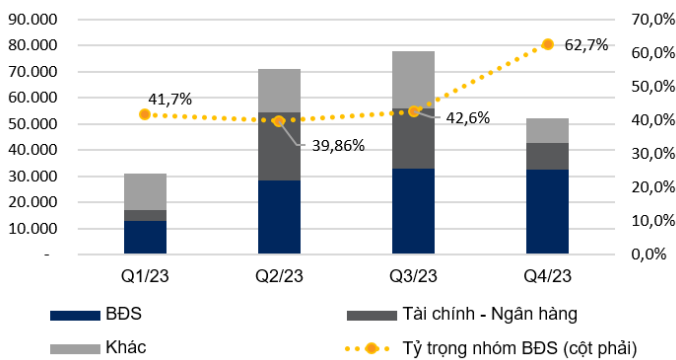
Thứ ba, tăng tỷ lệ phát hành TPDN thành công thông qua việc hoãn thực thi một số điều khoản như quy định nhà đầu tư chuyên nghiệp hoặc tăng thời gian phân phối.

Thứ tư, giãn xếp hạng tín nhiệm bắt buộc đến 1/1/2024 sẽ giúp tăng khả năng tiếp cận huy động vốn qua kênh phát hành TP riêng lẻ đối với một số DN.

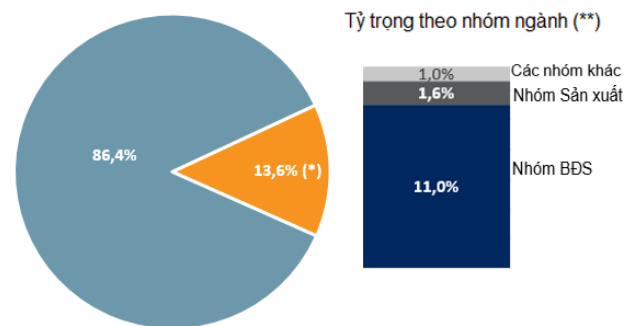
Danh sách các công ty chậm thanh toán nợ TPDN tiếp tục dày lên

Trong bối cảnh, thị trường BĐS trầm lắng, nhiều DN gặp khó về dòng tiền và hạn chế khả năng tiếp cận nguồn vốn, danh sách các DN chậm thanh toán các nghĩa vụ nợ trái phiếu tiếp tục tăng lên. Tính đến ngày 22/3/2023, có khoảng 53 DN nằm trong danh sách chậm nghĩa vụ thanh toán lãi hoặc nợ gốc TPDN theo thông báo của HNX. Chúng tôi ước tính, tổng dư nợ TPDN của các DN này vào khoảng 148,9 nghìn tỷ đồng, chiếm khoảng 13,6% dư nợ TPDN toàn thị trường. Khoảng hơn 46,2 nghìn tỷ đồng TPDN của các DN trong danh sách sẽ đáo hạn trong năm 2023, chiếm khoảng 19,8% tổng giá trị đáo hạn toàn thị trường cả năm.

Hình 1: Ước tính khối lượng TPDN riêng lẻ đáo hạn theo quý năm 2023 (Đơn vị: tỷ đồng)



Hình 2: Tỷ trọng dư nợ TPDN của các DN chậm nghĩa vụ thanh toán hiện chiếm khoảng 13,6% dư nợ TPDN toàn hệ thống



Thống kê này đã loại trừ các DN phát hành đã mua lại TPDN trước thời gian đáo hạn kể từ 2021 cho đến ngày 22/03/2023

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, HNX

(*) Tổng dư nợ TPDN của 53 DN nằm trong danh sách chậm nghĩa vụ thanh toán theo thông báo của HNX, cập nhật đến ngày 22/3/2023, chiếm 13,6% dư nợ TPDN toàn hệ thống.

(**) Trong đó nhóm các DN BĐS chậm thanh toán chiếm 11% dư nợ toàn hệ thống.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, HNX

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG TPDN QUÝ 2 NĂM 2023

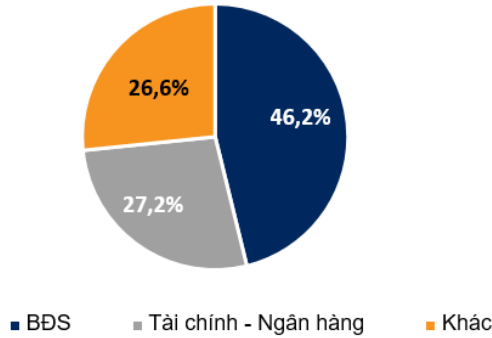
Hoạt động phát hành có thể tiếp tục cải thiện, tuy nhiên để thị trường phục hồi bền vững cần có thêm nhiều giải pháp đồng bộ khác

Với một số quy định nói lỏng cho hoạt động phát hành của NĐ08, chúng tôi cho rằng trong thời gian tới có thể sẽ vẫn có những đợt PHRL với mục đích cơ cấu nợ nội bộ giống như những đợt phát hành của một số doanh nghiệp thực hiện cuối tháng 3 vừa qua. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng để thị trường có thể phục hồi bền vững thì cần phải có thêm những giải pháp đồng bộ khác để khôi phục lại niềm tin của nhà đầu tư và giải quyết được vấn đề mất thanh khoản như hiện nay của thị trường, bao gồm các giải pháp dưới đây:

Thứ nhất, cần thêm nhiều giải pháp quyết liệt hơn từ DN để củng cố niềm tin của nhà đầu tư vào TPDN. Các doanh nghiệp BĐS cũng phải nỗ lực tái cơ cấu, tái cấu trúc sản phẩm để đáp ứng nhu cầu thực của thị trường, đồng thời có biện pháp xử lý hàng tồn kho nhằm thu tiền về để giải quyết những khó khăn hiện tại về dòng tiền. Thứ hai, cơ quan quản lý cần có phương án đẩy nhanh giải quyết các thủ tục pháp lý cho các dự án BĐS. Thứ ba, các cơ quan quản lý cần xem xét nói lỏng các điều kiện để cho phép các định chế tài chính lớn bao gồm các ngân hàng có thể tham gia sâu hơn vào thị trường TPDN với vai trò tạo thanh khoản trên thị trường, đồng thời cho phép các ngân hàng phát triển các hình thức bảo lãnh thanh toán để dần khôi phục niềm tin cho nhà đầu tư. Thứ tư, tương tự như bài học từ việc xử lý khủng hoảng TPDN tại các nước khu

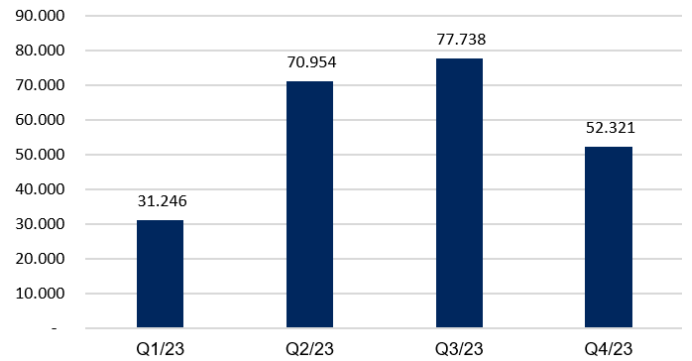
vực như Hàn Quốc, Trung Quốc, việc hỗ trợ các DN tiếp cận được nguồn vốn, đặc biệt là nguồn vốn tín dụng, để giải quyết vấn đề thanh khoản ngắn hạn là rất quan trọng. Vì vậy chúng tôi cho rằng thị trường vẫn đang chờ đợi những tín hiệu tích cực hơn từ các nhóm giải pháp này.

Hình 3: Cơ cấu TPDN đáo hạn theo ngành năm 2023 (thống kê đã loại trừ các TP được mua lại trước hạn đến ngày 22/03/2023)



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Giá trị TPDN đáo hạn theo quý trong năm 2023 (Đơn vị: tỷ đồng) - thống kê đã loại trừ các TP được mua lại trước hạn đến ngày 22/03/2023



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Áp lực TPDN đáo hạn tiếp tục gia tăng

Trong năm 2023, chúng tôi ước tính giá trị đáo hạn TPDN vào khoảng 232,6 nghìn tỷ đồng (tăng 51,6% svck). Trong Q2/23 sẽ có khoảng hơn 70,9 nghìn tỷ đồng TPDN đáo hạn (tăng 127% so với Q1/23), như vậy có thể thấy rằng áp lực đáo hạn sẽ bắt đầu tăng mạnh trong Q2/23. Nhóm BDS là nhóm có tỷ trọng lớn nhất chiếm gần 39,9% tổng giá trị TP đáo hạn trong Q2/23, đứng thứ 2 là nhóm Tài chính – Ngân hàng với tỷ lệ chiếm 37,1% tổng giá trị đáo hạn.

THỊ TRƯỜNG TPCP QUÝ 1 NĂM 2023

Thị trường sơ cấp: Lợi suất phát hành giảm mạnh từ đỉnh

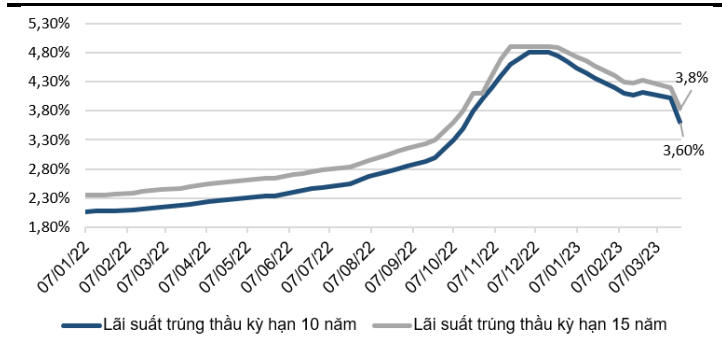
Trong Q1/23, Kho bạc Nhà nước (KBNN) đã huy động 90.509,8 tỷ đồng trái phiếu trên thị trường sơ cấp. Cụ thể, KBNN đã huy động 3.200 tỷ đồng; 950 tỷ đồng, 43.598,3 tỷ đồng, 41.656,5 tỷ đồng, 1.105 tỷ đồng trái phiếu tại các kỳ hạn 5 năm, 7 năm, 10 năm, 15 năm và 30 năm. Lợi suất trúng thầu có xu hướng giảm dần ở hầu hết các kỳ hạn sau mỗi đợt đấu thầu, đặc biệt giảm mạnh trong những phiên đấu thầu cuối tháng 3 (thời điểm sau khi Ngân hàng nhà nước (NHNN) thực hiện giảm một số lãi suất điều hành). Cụ thể, lợi suất trái phiếu trúng thầu các kỳ hạn 10 năm, 15 năm đã giảm về mức 3,6% (giảm 105 điểm cơ bản so với đầu năm 2023), 3,84% (giảm 96 điểm cơ bản so với đầu năm 2023). Tỷ lệ thực hiện của KBNN đạt 83,8% kế hoạch huy động trong Q1/23 và 22,6% kế hoạch huy động trong năm 2023 (thời điểm chúng tôi chốt số liệu để thực hiện báo cáo này vẫn còn 1 phiên đấu thầu trong Q1/23 của KBNN sẽ được tổ chức vào ngày 29/03/2023).

Trong Q1/23, Ngân hàng chính sách và Ngân hàng Phát triển không thực hiện huy động.

Chúng tôi cho rằng việc hạ lãi suất điều hành của NHNN cùng với mặt bằng lãi suất liên ngân hàng giảm mạnh trong bối cảnh thanh khoản hệ thống ngân hàng đã tốt trở lại là các yếu tố hỗ trợ tích cực cho mặt bằng lãi suất trúng thầu các đợt đấu thầu Trái phiếu KBNN được thực hiện cuối Q1/23. Kế hoạch phát hành của KBNN trong năm 2023 là 400 nghìn tỷ đồng (bằng 174% giá trị đấu thầu thành công năm 2022), mặt bằng lãi suất trúng thầu giảm và duy trì ở mức thấp

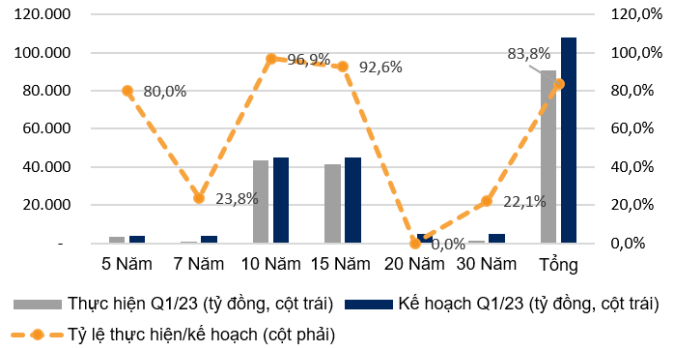
sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho việc huy động của KBNN trong các quý còn lại của năm 2023.

Hình 5: Lãi suất phát hành trái phiếu KBNN thị trường sơ cấp



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, HNX

Hình 6: Khối lượng TP KBNN thực tế phát hành theo kỳ hạn trong Q1/23 và tỷ lệ hoàn thành kế hoạch

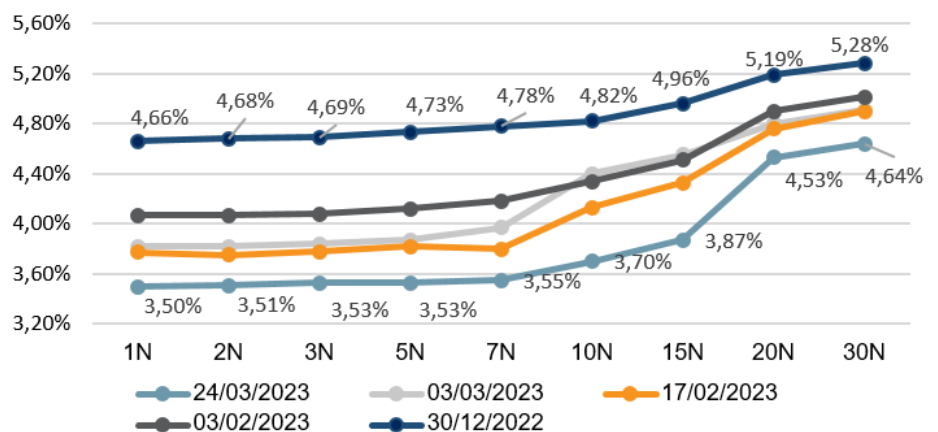


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, HNX

Thị trường thứ cấp: Lợi suất giảm trong khi thanh khoản giảm

Tổng giá trị giao dịch trên thị trường thứ cấp trong Q1/23 đạt hơn 279.837 tỷ đồng, tương ứng giá trị giao dịch trung bình mỗi phiên đạt hơn 4.997 tỷ đồng, giảm 35,5% so với giá trị giao dịch trung bình năm 2022. Giao dịch outright chiếm tỷ lệ hơn 64% trong tổng giá trị giao dịch, còn lại gần 36% là giao dịch repo. Các nhà đầu tư nước ngoài bán ròng với giá trị 526,7 tỷ đồng trong Q1/23, khối ngoại đẩy mạnh bán ròng trong tháng 1 và tháng 2 với tổng giá trị bán ròng trong 2 tháng là 1.779 tỷ đồng, và đã mua ròng trở lại trong tháng 3 với giá trị mua ròng trong tháng 3 là 1.252 tỷ đồng. Lợi suất trái phiếu trên thị trường thứ cấp trong Q1/23 cũng có xu hướng giảm mạnh ở tất cả các kỳ hạn.

Diễn biến lợi suất TPCP thị trường thứ cấp



Nguồn: VBMA, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Thống kê các đợt phát hành TPDN riêng lẻ Q1/23

STT	Tên Doanh nghiệp	Ngành nghề hoạt động	Ngày phát hành	Tổng giá trị phát hành (tỷ đồng)	Kỳ hạn trái phiếu (năm)
1	Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển Đô thị Hưng Yên	Bất động sản	16/03/2023	2.750	1,0
2	Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển Đô thị Hưng Yên	Bất động sản	16/03/2023	4.450	1,0
3	CTCP Đầu tư kinh doanh và phát triển Đô thị Ngôi Sao Phương Nam	Bất động sản	16/03/2023	4.695	1,5
4	Công ty TNHH Kinh doanh nội thất Luxury Living	Bất động sản	13/03/2023	4.800	5,0
5	CTCP Đầu tư và Thương mại Xuất nhập khẩu Thủ Đô	Xây dựng	09/03/2023	40	2,0
6	Công ty TNHH Kinh doanh Bất động sản Dream City Villas	Bất động sản	10/03/2023	2.300	5,0
7	CTCP Đầu tư và Kinh Doanh Nam An	Bất động sản	10/03/2023	4.700	1,5
8	CTCP Thương mại sản xuất và Đầu tư Hà Thành	Bất động sản	09/03/2023	45	2,0
9	CTCP phân phối HDE	Thương mại	06/03/2023	45	2,0
10	CTCP Đầu tư Bất động sản Sơn Kim	Bất động sản	10/02/2023	500	2,5
11	CTCP Đầu tư Phan Vũ	Xây dựng	30/01/2023	110	5,0

Nguồn: HNX

Hình 8: Những nội dung được điều chỉnh trong Nghị định 08/2023/NĐ-CP và đánh giá tác động

NĐ 08/2023/NĐ-CP	Thời gian hiệu lực	Quy định ở NĐ 65 và NĐ 153	Đánh giá tác động
Cho phép tổ chức phát hành (TCPH) được đàm phán với trái chủ để gia hạn thêm thời hạn lên tối đa là 2 năm. Để thực hiện điều khoản này DN cần phải có sự đồng ý của các trái chủ sở hữu ít nhất 65% tổng số trái phiếu trở lên.	Hiệu lực từ 05/03/2023	NĐ 65 không cho phép giãn nợ trái phiếu.	Trong bối cảnh các DN đang gặp khó khăn về dòng tiền và thanh khoản, đặc biệt là các doanh nghiệp BĐS, việc giãn nợ sẽ giúp các DN có đủ thời gian hồi phục để thu về dòng tiền và hoàn thành nghĩa vụ nợ.
Cho phép DN được đàm phán với trái chủ để được trả nợ trái phiếu bằng tài sản hợp pháp khác. Để thực hiện điều khoản này DN cần phải có sự đồng ý của các trái chủ sở hữu ít nhất 65% tổng số trái phiếu trở lên.	Hiệu lực từ 05/03/2023	NĐ 65 không cho phép doanh nghiệp phát hành trả nợ trái phiếu bằng tài sản khác nếu như trước đó không có thỏa thuận này khi phát hành trái phiếu.	Việc trả nợ bằng tài sản khác cũng giúp các DN linh hoạt hơn trong việc trả nợ đặc biệt là các doanh nghiệp BĐS. Các DN BĐS sẽ có động lực để đẩy nhanh các dự án đang triển khai dở dang và bán ở một mức giá hợp lý để các trái chủ có thể chấp nhận. Việc thỏa thuận có được trái chủ chấp thuận hay không sẽ phụ thuộc vào các điều khoản cụ thể, trong đó bao gồm tính pháp lý, định giá của các tài sản mà DN đưa ra thanh toán cho các trái chủ. Mặt khác, DN sẽ phải chấp nhận một chi phí cao hơn trong tương lai để giải quyết bài toán đảo hạn trước mắt.
Quy định cụ thể trường hợp nếu có trái chủ không chấp thuận phương án đàm phán (đàm phán gia hạn thêm thời hạn trái phiếu và thanh toán nợ trái phiếu bằng tài sản khác) thì tổ chức phát hành phải thực hiện đầy đủ nghĩa vụ như đã công bố cho trái chủ kể cả trường hợp việc thay đổi điều khoản của trái phiếu đã được người sở hữu TP đại diện từ 65% tổng số trái phiếu trở lên chấp thuận.	Hiệu lực từ 05/03/2023	NĐ 65 không có nội dung này	Quy định này giúp quyền lợi của từng Trái chủ luôn được đảm bảo, không bị ảnh hưởng và phụ thuộc vào số đông các Trái chủ khác trong việc đàm phán thay đổi các điều khoản với DN phát hành. Giúp các Trái chủ tự tin và sẵn sàng tham gia thực hiện đàm phán với TCPH để tìm ra phương án phù hợp Tuy nhiên, tương tự như quy định trên, các DN sẽ phải chấp nhận mức chi phí cao hơn trong tương lai để tìm kiếm sự đồng thuận từ 65%.
Giãn quy định nhà đầu tư (NĐT) chuyên nghiệp thêm 1 năm	Giãn đến 01/01/2024	- NĐ 153 cũ: NĐT chuyên nghiệp chỉ cần có thu nhập chịu thuế trên 1 tỷ đồng hoặc sở hữu tài sản chứng khoán trên 2 tỷ đồng. - NĐ 65: NĐT chuyên nghiệp là có tài sản chứng khoán bình quân trong 180 ngày liên kế phải từ 2 tỷ đồng trở lên.	Việc giãn quy định này sẽ giúp nhiều NĐT đủ điều kiện để làm NĐT chuyên nghiệp, qua đó tăng cầu trái phiếu. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mặc dù nới lỏng, nhưng vấn đề chủ yếu là NĐT đã mất niềm tin, nên việc tạo điều kiện cũng sẽ cần thời gian để NĐT ổn định lại.
Giảm thời gian phân phối trái phiếu từ 90 xuống 30 ngày	Giãn đến 01/01/2024	- Nghị định 153 cũ cho phép phân phối trong tối đa 90 ngày - Nghị định 65 chỉ cho phép phân phối trong tối đa 30 ngày.	Chúng tôi cho rằng việc giãn quy định này sẽ giúp các bên tham gia phát hành, phân phối sẽ có thêm thời gian để chào bán. Đồng thời, NĐT cũng có thêm thời gian nghiên cứu về chất lượng trái phiếu. Từ đó tăng tỷ lệ thành công của các đợt phát hành.
Giãn thời gian xếp hạng tín nhiệm bắt buộc	Giãn đến 01/01/2024	- NĐ 153 cũ: không yêu cầu - NĐ 65: yêu cầu TCPH bắt buộc phải có kết quả xếp hạng tín nhiệm trong hồ sơ phát hành khi: (1) tổng giá trị TP huy động trong 12 tháng lớn hơn 500 tỷ đồng và lớn hơn 50% vốn chủ sở hữu; (2) tổng dư nợ TP lớn hơn 100% vốn chủ sở hữu.	Quy định này được giãn ra sẽ giúp DN phát hành TPDN riêng lẻ dễ dàng hơn, tăng khả năng huy động vốn qua thị trường TPDN đối với nhiều DN.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền – Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Bá Khương – Chuyên viên Phân tích

Email: Khuong.nguyenba@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>