

Báo cáo TPDN

CẬP NHẬT THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

Đánh giá tác động của NĐ08/2023/NĐ-CP

- NĐ08/2023/NĐ-CP (NĐ08) sẽ tạo ra hành lang pháp lý cần thiết để xử lý một vài điểm nghẽn hiện nay trên thị trường TPDN.
- Chúng tôi ước tính khoảng 252 nghìn tỷ đồng TPDN sẽ đáo hạn trong năm nay, trong đó 63% giá trị đáo hạn sẽ rơi vào giai đoạn thử thách Q2 – Q3/23.

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

Thứ nhất, NĐ08 tạo cơ sở pháp lý để tổ chức phát hành (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.

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 doanh nghiệp DN.

Danh sách các DN chậm nghĩa vụ thanh toán đang dày lên

Chúng tôi ước tính giá trị đáo hạn TPDN năm 2023 vào khoảng 252 nghìn tỷ đồng (tăng 64% svck), trong đó giai đoạn Q2 – Q3/23 khá thử thách với gần 160 nghìn tỷ trái phiếu đáo hạn. Nhóm DN Bất động sản (BDS) chiếm tỷ trọng lớn nhất với 43% tổng giá trị đáo hạn trái phiếu riêng lẻ trong năm 2023, tương đương 107,7 nghìn tỷ đồng.

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 đang dần tăng lên. Đến ngày 5/3/2023, có khoảng 46 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 121,1 nghìn tỷ đồng, chiếm khoảng gần 12% dư nợ TPDN toàn thị trường. Khoảng gần 38,5 nghìn tỷ đồng TPDN của các DN trong danh sách sẽ đáo hạn trong năm 2023, chiếm khoảng 15% tổng giá trị đáo hạn toàn thị trường cả năm.

Chúng tôi cho rằng để thị trường TPDN có thể phục hồi sẽ cần thêm nhiều giải pháp đồng bộ khác

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 BDS 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 BDS. Thứ ba, 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 chờ đợi những tín hiệu tích cực hơn từ các nhóm giải pháp này.

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Bá Khương

khuong.nguyenba@vndirect.com.vn

Đánh giá tác động của NĐ08/2023/NĐ-CP

Đánh giá những nội dung điều chỉnh trong NĐ08/2023/NĐ-CP

Hình 1: 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 đáo 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 nói 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 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

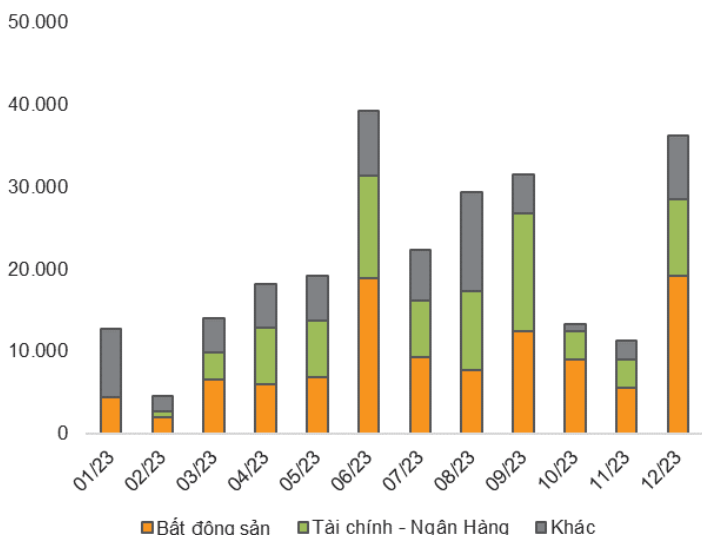
Áp lực TPDN đáo hạn hạ nhiệt trong Q1/23 song thử thách sẽ rơi vào giai đoạn Q2-Q3/23

Trong năm 2023, chúng tôi ước tính giá trị đáo hạn TPDN vào khoảng 252 nghìn tỷ đồng (tăng 64% svck). Trong đó, Q1/23 sẽ có khoảng 31 nghìn tỷ đồng (giảm 41% svck) TPDN đáo hạn, tuy nhiên áp lực đáo hạn sẽ tăng mạnh trong Q2 và Q3/23 với giá trị lần lượt khoảng 76,5 nghìn tỷ đồng (tăng 120% svck) và 83 nghìn tỷ đồng (tăng 39% svck). Sau giai đoạn thách thức này, lượng TPDN đáo hạn sẽ giảm về mức 61 nghìn tỷ đồng (tăng 14% svck) trong Q4/23.

** Lưu ý: thống kê của chúng tôi chỉ bao gồm các đợt phát hành TPDN riêng lẻ từ năm 2019 tới nay và đã loại trừ khoản TPDN được mua lại trước hạn từ năm 2021*

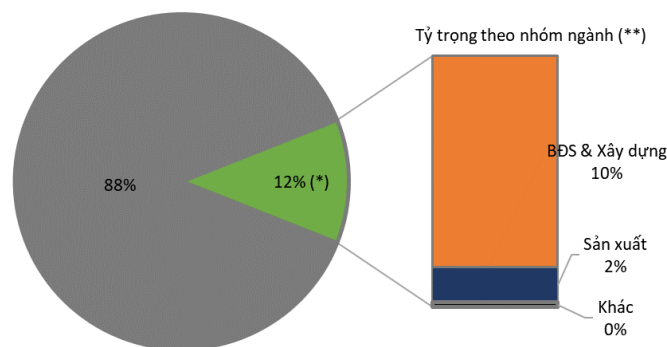
Xét theo ngành nghề, nhóm DN **Bất động sản** (BDS) là chiếm tỷ trọng lớn nhất với 43% tổng giá trị đáo hạn trái phiếu riêng lẻ trong năm 2023, tương đương 107,7 nghìn tỷ đồng (tăng 76,2% svck). Theo sau là nhóm **Tài chính – Ngân hàng** với 31% tỷ trọng giá trị đáo hạn, tương đương 77,6 nghìn tỷ đồng (tăng 24% svck). Các ngành khác chiếm khoảng 26% tổng giá trị TPDN riêng lẻ đáo hạn trong 2023, với khoản 66,5 nghìn tỷ đồng (tăng 126% svck).

Hình 2: Ước tính khối lượng TPDN riêng lẻ đáo hạn theo từng tháng trong năm 2023 (Đơn vị: tỷ đồng)



(*) Thống kê này đã loại trừ các DN phát hành đã mua lại TPDN trước thời gian đáo hạn kể từ 2021 cho đến nay
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, HNX

Hình 3: Tỷ trọng dư nợ TPDN của các DN chậm nghĩa vụ thanh toán hiện chiếm khoảng 12% dư nợ TPDN toàn hệ thống



(*) Tổng dư nợ TPDN của 46 DN nằm trong danh sách chậm nghĩa vụ thanh toán theo thông báo của HNX, cập nhật đến ngày 5/3/2023, chiếm 12% dư nợ TPDN toàn hệ thống.

(**) Trong đó nhóm các DN BDS chậm thanh toán chiếm 10% dư nợ toàn hệ thống.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, HNX

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 đang dần tăng lên. Đến ngày 5/3/2023, có khoảng 46 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 121,1 nghìn tỷ đồng, chiếm gần 12% dư nợ TPDN toàn thị trường. Khoảng gần 38,5 nghìn tỷ đồng TPDN của các DN trong danh sách sẽ đáo hạn trong năm 2023, chiếm khoảng 15% tổng giá trị đáo hạn toàn thị trường cả năm.

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>