

BÁO CÁO CHUYÊN ĐỀ TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

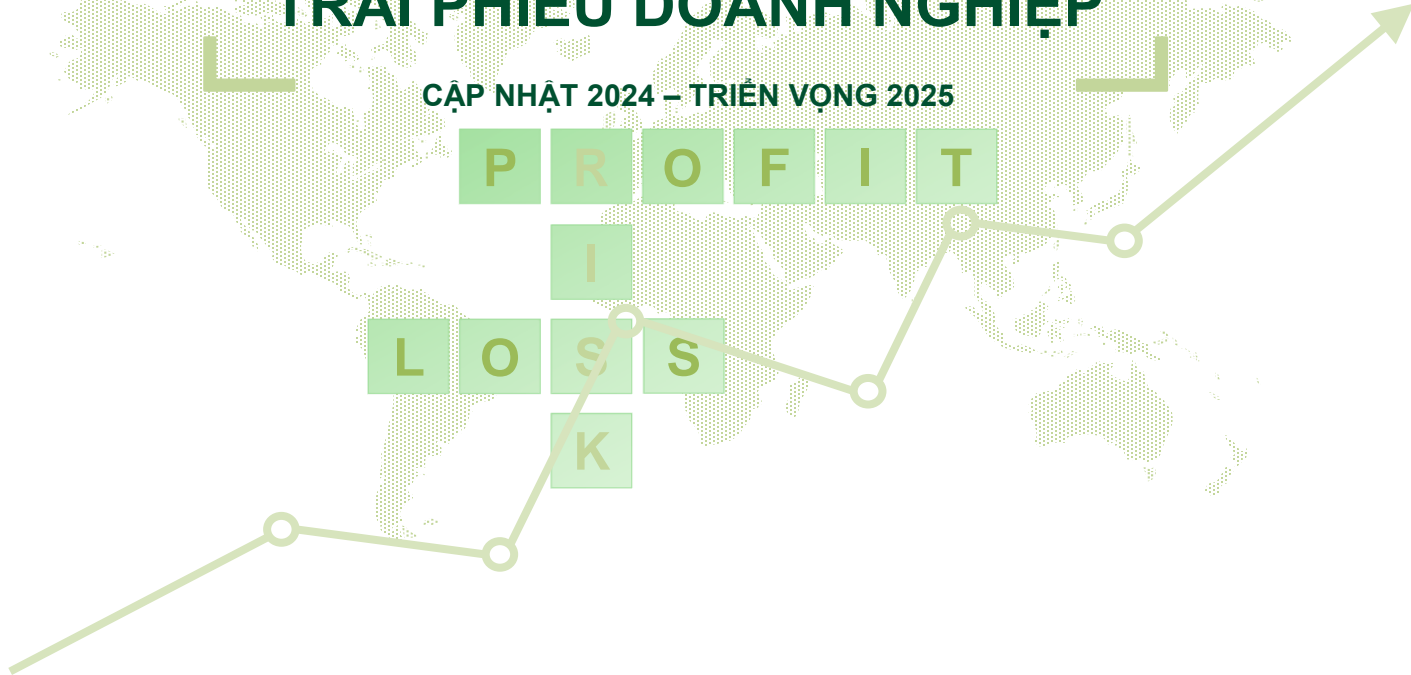
CẬP NHẬT 2024 – TRIỂN VỌNG 2025

P R O F I T

I

L O S S

K



Điểm nhấn thị trường 2024

- ♥ Trong 2024, có 451 đợt phát hành TPDN với tổng giá trị phát hành đạt 443.458 tỷ đồng (+42,4% yoy).
- ♥ Khối lượng phát hành chủ yếu tập trung tại nhóm Ngân hàng.
- ♥ Năm 2024, kỳ hạn phát hành đạt 3,9 năm (năm 2023: 4,26 năm). Trong khi đó, lãi suất trung bình giảm nhẹ về 8,57% so với 8,64% của năm trước đó. Xu hướng giảm của lãi suất chủ yếu ghi nhận tại nhóm Ngân hàng, và chủ yếu trong nửa đầu năm.
- ♥ Theo dữ liệu chuyên trang thông tin TPDN, trong 2024, khối lượng trái phiếu mua lại trước hạn đạt 163.929 tỷ đồng (-33,75% YoY).
- ♥ Tại thời điểm cuối năm 2024, quy mô dư nợ toàn thị trường TPDN khoảng 1,16 triệu tỷ VNĐ; (trong đó dư nợ trái phiếu riêng lẻ đạt khoảng 1,03 triệu tỷ VNĐ).
- ♥ Tình trạng chậm trả gốc, lãi vẫn tiếp diễn. Tuy nhiên hiện nay đã ghi nhận một số trái phiếu bắt đầu thanh toán gốc lãi chậm trả dù khối lượng nhỏ. Đồng thời, một số doanh nghiệp tiếp tục thực hiện thanh toán bằng tài sản khác.

Nhận định và dự báo thị trường 2025

VCBS tiếp tục kỳ vọng **quy mô thị trường TPDN sẽ tích cực hơn**:

- ♥ Về khối lượng: Lượng trái phiếu mua lại trước hạn vẫn có thể tiếp diễn, tuy nhiên, sẽ giảm dần khi quá trình tái cơ cấu đã được thực hiện mạnh mẽ trong giai đoạn 2022-2024; trong khi đó, lượng phát hành mới dần khả quan hơn.
 - LSHĐ và LSCV duy trì mặt bằng thấp, tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp phát hành trái phiếu với chi phí thấp hơn, tái cơ cấu vốn.
 - Khối lượng phát hành vẫn sẽ được dẫn dắt bởi trái phiếu ngân hàng; trong khi các doanh nghiệp bất động sản cũng đang dần lấy lại niềm tin NĐT
 - Tuy nhiên, chúng tôi dự báo sẽ có sự khác biệt về khả năng phát hành trái phiếu giữa nhóm tổ chức phát hành danh tiếng, và nhóm tổ chức có lịch sử chậm trả lãi, gốc.
- ♥ Về phía cầu: Nhà đầu tư tổ chức vẫn sẽ chiếm ưu thế chủ đạo trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp
 - Nhà đầu tư tổ chức vẫn sẽ chiếm ưu thế chủ đạo trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp đặc biệt tại hình thức phát hành riêng lẻ.
 - Các nhà đầu tư cá nhân quy mô vốn nhỏ sẽ có xu hướng ưu tiên lựa chọn sản phẩm trái phiếu phát hành ra công chúng với các nhà phát hành có xếp hạng tín nhiệm.
- ♥ Văn bản luật và các quy định vẫn đang tạo hành lang pháp lý đảm bảo cho sự phát triển bền vững của thị trường.

MỤC LỤC



01

DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG

Thị trường tiếp tục trong giai đoạn tái cấu trúc, quy mô thị trường dần ổn định.

Thị trường giao dịch thứ cấp sôi động

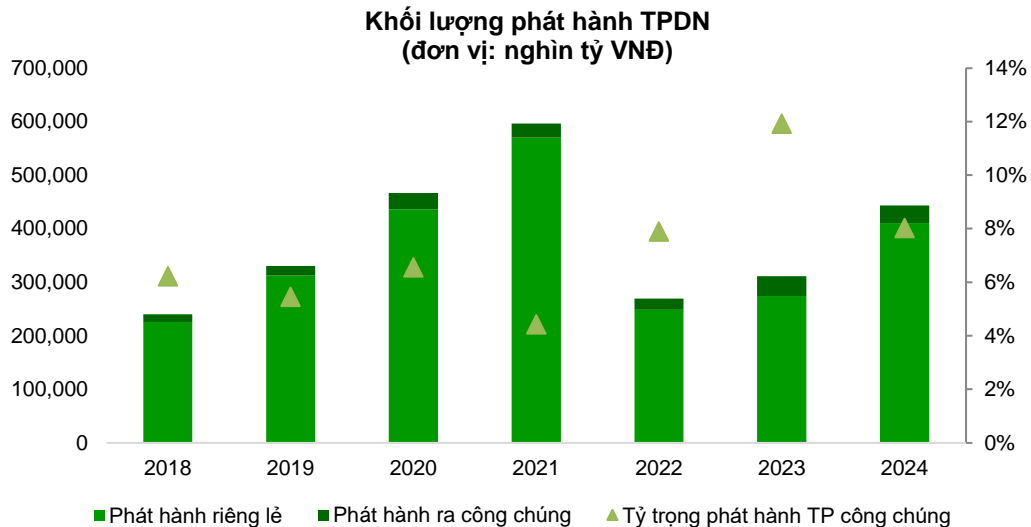
02

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

Mặt bằng lãi suất thấp tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp tái cơ cấu vốn

Áp lực đáo hạn còn lớn,

Khối lượng phát hành sôi động trở lại



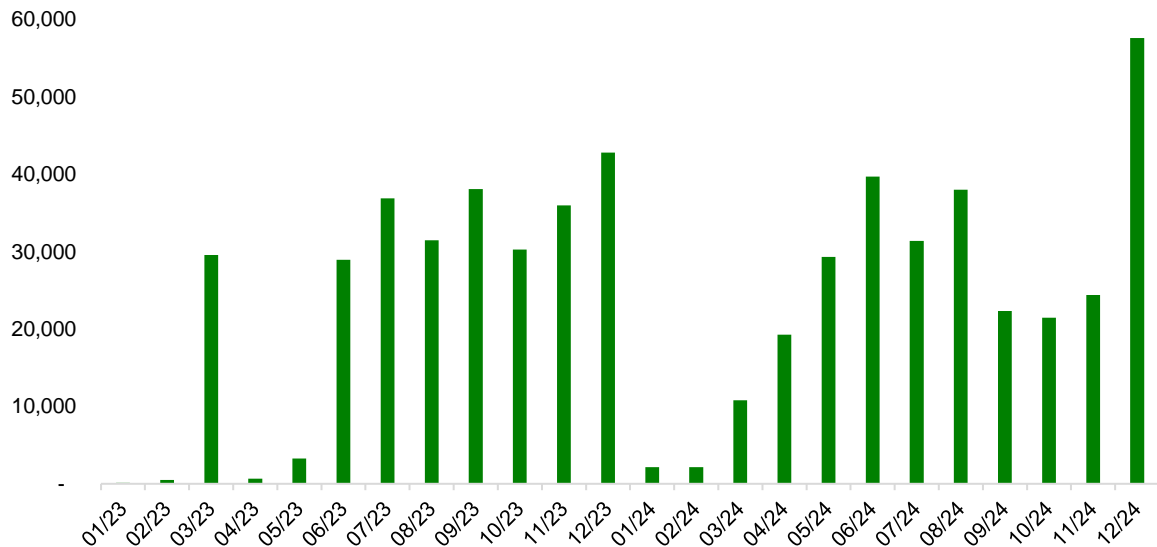
Nguồn: VBMA, CBIS Portal, VCBS Tổng hợp

- Trong 2024, có **451 đợt phát hành TPDN** với **tổng giá trị phát hành đạt 443.458 tỷ đồng (+42,4% yoy)**. Trong đó:
 - 429 đợt phát hành riêng lẻ trị giá 410,544 tỷ đồng, tiếp tục là hình thức chủ đạo (92% tổng GTPH)
 - 22 đợt phát hành ra công chúng trị giá 32,914 tỷ đồng (chiếm 8% tổng GTPH)
 - Khối lượng phát hành tập trung nhiều vào nhóm ngành Ngân hàng.

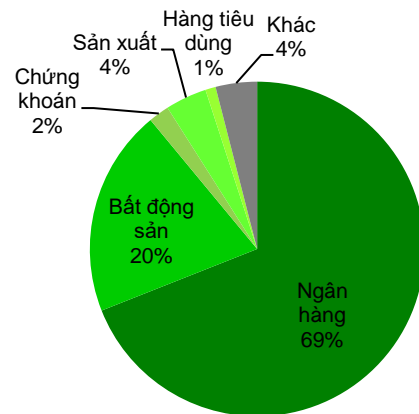
- Khối lượng phát hành sôi động trở lại từ Quý 2, với sự dẫn dắt của trái phiếu ngân hàng.
- Nghị định 08/2023 đã và đang tạo khuôn khổ pháp lý cho hoạt động và quá trình đàm phán lại các điều kiện, điều khoản trái phiếu. Bên cạnh những điểm thay đổi về thời gian đáo hạn, nhiều trái phiếu được đàm phán thay đổi điều kiện lãi suất, thời gian thanh toán lãi, tiến độ mua lại trái phiếu nhằm tạo điều kiện cho doanh nghiệp thu xếp tài chính, vượt qua giai đoạn khó khăn và tiến hành thanh toán trở lại các nghĩa vụ với trái chủ.

Lượng phát hành tăng mạnh từ Quý 2 chủ yếu từ nhóm Ngân hàng.

Khối lượng phát hành TPDN riêng lẻ theo tháng (tỷ VND)



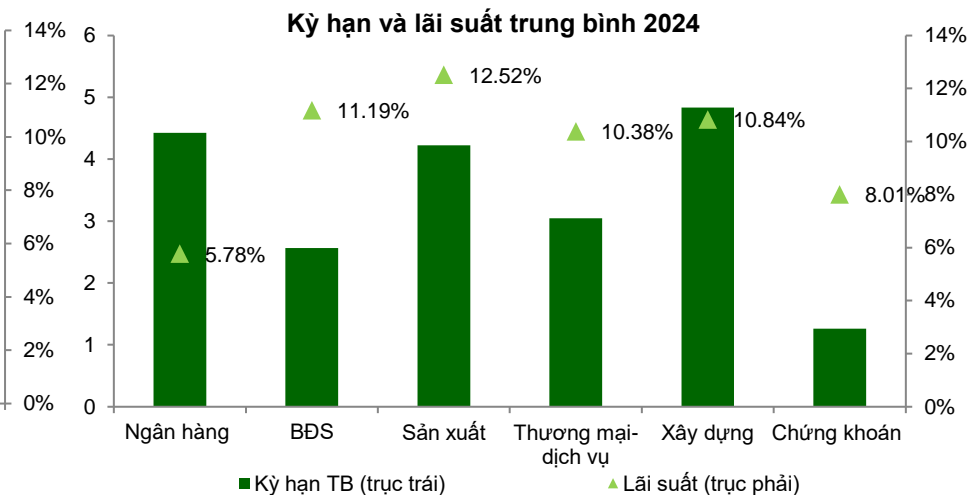
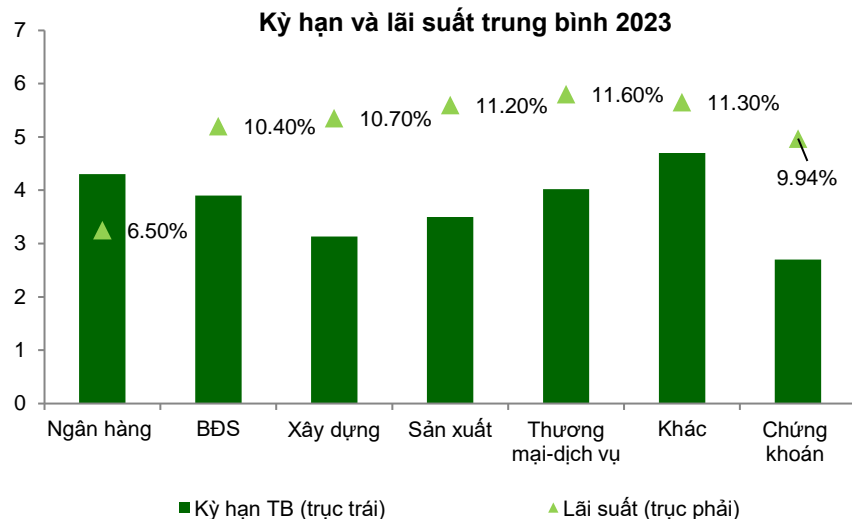
Khối lượng phát hành 2024 theo nhóm ngành



Nguồn: CBIS Portal, VCBS Tổng hợp & ước tính

- ♥ Khối lượng phát hành mới tăng mạnh từ Quý 2 với động lực chính từ các Ngân hàng.
- ♥ Cụ thể, nhóm Ngân hàng chiếm 69% tổng khối lượng phát hành, theo sau là nhóm Bất động sản.

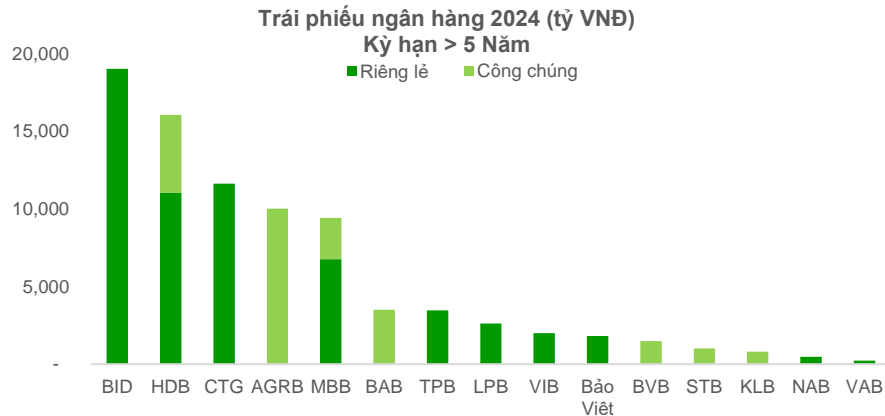
Lãi suất và kỳ hạn phát hành trung bình giảm so với năm trước.



Nguồn: VBMA, Fiinpro, CBIS portal, VCBS Tổng hợp & ước tính, *loại trừ trái phiếu Zero coupon

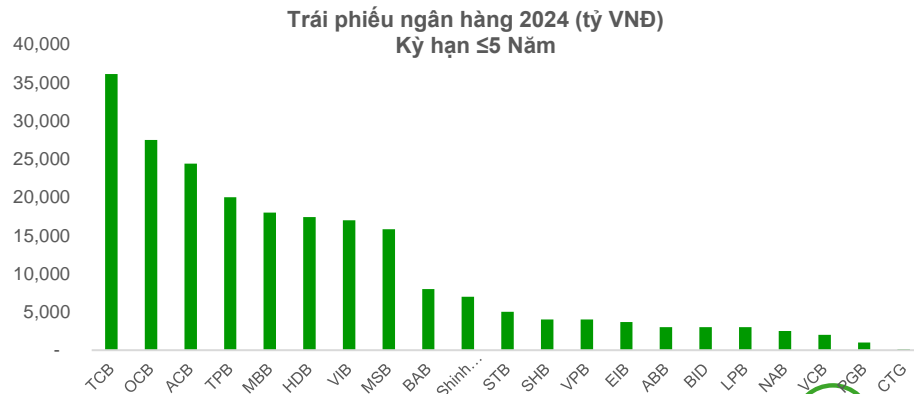
- ♥ Năm 2024, kỳ hạn phát hành đạt 3,9 năm (năm 2023: 4,26 năm).
- ♥ Trong khi đó, lãi suất trung bình giảm nhẹ về 8,57% so với 8,64% của năm trước đó.
- ♥ Xu hướng giảm của lãi suất chủ yếu ghi nhận tại nhóm Ngân hàng, và chủ yếu trong nửa đầu năm.
- ♥ Đối với nhóm Bất động sản: phát hành trái phiếu kỳ hạn 3 năm với lãi suất 10-12%; tuy nhiên, kỳ hạn phát hành ngắn hơn so với năm trước, cho thấy mức độ phân hóa rõ rệt giữa các nhóm ngành.

- Các ngân hàng đã phát hành tổng cộng 305,8 nghìn tỷ VNĐ trái phiếu trong năm 2024, cao hơn đáng kể so với 109 nghìn tỷ VNĐ trong năm 2023.
- Trái phiếu doanh nghiệp là kênh được Ngân hàng ưu tiên lựa chọn phát hành nhằm đáp ứng nguồn vốn, và đảm bảo các chỉ số an toàn (như CAR, LDR, Vốn ngắn hạn-cho vay trung dài hạn).
- Trái phiếu tăng vốn cấp 2 đóng góp gần 30% tổng giá trị phát hành, và đa số được phát hành bởi NHTMCP quốc doanh. Một số ngân hàng đã lựa chọn phương án phát hành công chúng, khi đây là phân khúc khá phù hợp với nhà đầu tư cá nhân do lãi suất khá hấp dẫn và nhà phát hành uy tín.
- Trái phiếu thường (senior) được phát hành bởi các NHTMCP tư nhân.
- Lãi suất phát hành có xu hướng tăng nhẹ vào cuối năm, khi tăng trưởng tín dụng được đẩy mạnh.



Khối lượng phát hành (tỷ VNĐ) và Lãi suất phát hành (%) của một số ngân hàng 2024

	2Y	3Y	5Y	6Y	7Y	8Y	10Y
TCB	5%	3,7% - 5%	6%				
	2.700	32.940	450				
HDB	5,6%	4,8% - 5,7%	6,2%		LSTC+2,8%	LSTC+2,8%	
	3.750	12.500	1.150		7.640	8.400	
OCB	5,6%	4,9% - 5,6%					
	3.000	24.500					
MBB	5,3% - 5,45%	5,45%		LSTC+1,5%	LSTC+1,5%	LSTC+1,6%	LSTC+1,8%
	8.000	10.000		2.655	3.501	2.250	1.000
ACB	4,5% - 5,5%	5,7% - 6%	6% - 6,1%				
	19.000	1.570	3.820				



▼ Mặc dù đã có sự cải thiện từ nền thấp, **hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp nhóm doanh nghiệp BĐS vẫn ở mức khá trầm lắng**:

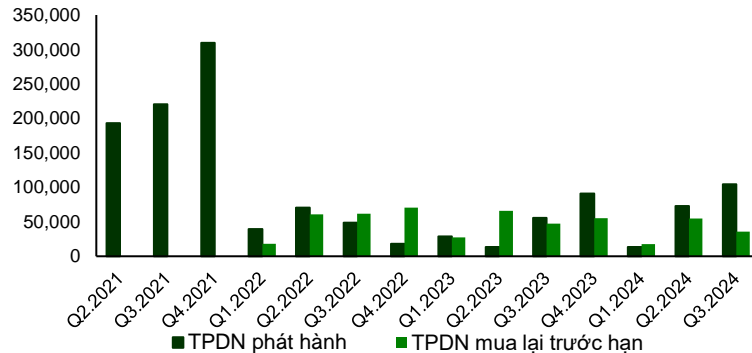
- Nhiều doanh nghiệp đã mất uy tín với nhà đầu tư và tổ chức tư vấn/ bảo lãnh sau giai đoạn khủng hoảng 2022 – 2023.
- Nghị định 65/2022/NĐ-CP có hiệu lực trở lại, thắt chặt các quy định phát hành trái phiếu như yêu cầu xếp hạng tín nhiệm, tiêu chí về nhà đầu tư chuyên nghiệp.
- Các lô trái phiếu phát hành mới thường chỉ nằm tại các doanh nghiệp có uy tín tốt, có tài sản đảm bảo và pháp lý dự án rõ ràng.

▼ **Dòng tiền từ bán hàng tại dự án vẫn khá hạn chế** do: (1) Thị trường chỉ mới giao dịch sôi động trở lại tại một số khu vực và phân khúc nhất định, (2) Luật Kinh doanh BĐS 2023 siết chặt việc đặt cọc, bán nhà hình thành trong tương lai.

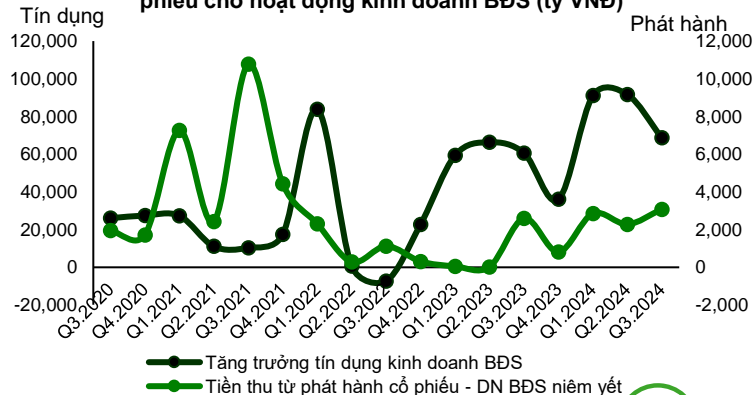
Khối lượng (tỷ VNĐ) và Lãi suất phát hành (%) của một số BĐS 2024

	1Y	1.5Y	2Y	3Y	5Y	7Y
CTCP Vinhomes			12%	12%		
			8.500	12.000		
CTCP Tập Đoàn Vingroup			12%	15%		
			8.000	4.000		
CT TNHH Dịch Vụ Thương Mại Tổng Hợp An Thịnh						3%
						7.000
CTCP Đầu Tư Và Phát Triển Newco	9%			9%	9%	
	1.500			3.400	2.000	
CT TNHH Đầu Tư Và Phát Triển Bất Động Sản Hải Đăng		9,8%		10%		
		4.150		1.200		
CTCP Đầu Tư Và Du Lịch Vạn Hương				10%		
				4.891		
CT TNHH Đầu Tư Và Phát Triển Bất Động Sản Phát Đạt	12%					
	3.490					

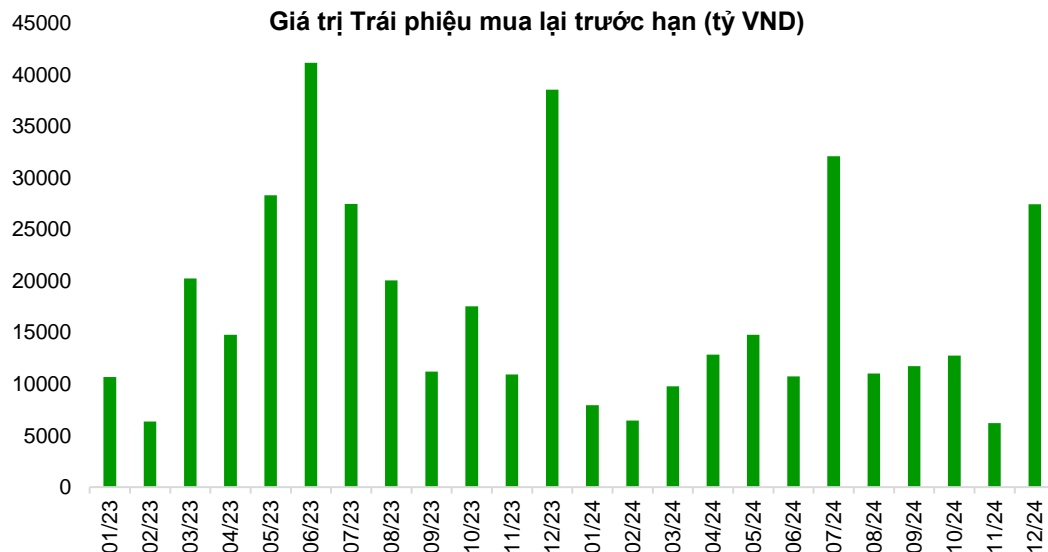
Giá trị TPDN được phát hành và mua lại trước hạn (tỷ VNĐ)



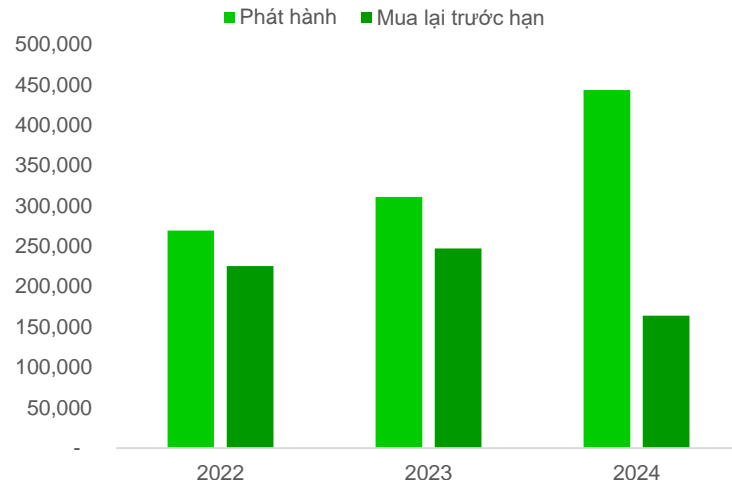
Dòng tiền huy động từ tín dụng và phát hành cổ phiếu cho hoạt động kinh doanh BĐS (tỷ VNĐ)



Hoạt động mua lại trước hạn giảm mạnh trong năm.



Khối lượng phát và Mua lại trước hạn (tỷ VND)



Nguồn: CBIS Portal, VCBS tổng hợp

- Theo dữ liệu chuyên trang thông tin TPDN, trong 2024, khối lượng trái phiếu mua lại trước hạn đạt 163.929 tỷ đồng (-33,75% YoY).
- Bên cạnh nhóm Ngân hàng ghi nhận hoạt động mua lại trước hạn thường kỳ, một số doanh nghiệp ghi nhận giá trị mua lại trước hạn lớn như: CTCP Đầu tư Voyage, CTCP Đầu tư Golden Hill, CTCP Hưng Thịnh Investment.
- VCBS duy trì nhận định như trong các báo cáo trước đây: xu hướng mua lại trước hạn vẫn có thể tiếp diễn trong năm 2025 và đảm bảo quyền lợi của nhà đầu tư; Tuy nhiên, khối lượng (nếu loại trừ Trái phiếu tổ chức tín dụng) tiếp tục có xu hướng giảm khi quá trình chủ động tái cơ cấu của doanh nghiệp đã được thực hiện mạnh mẽ trong giai đoạn vừa qua.

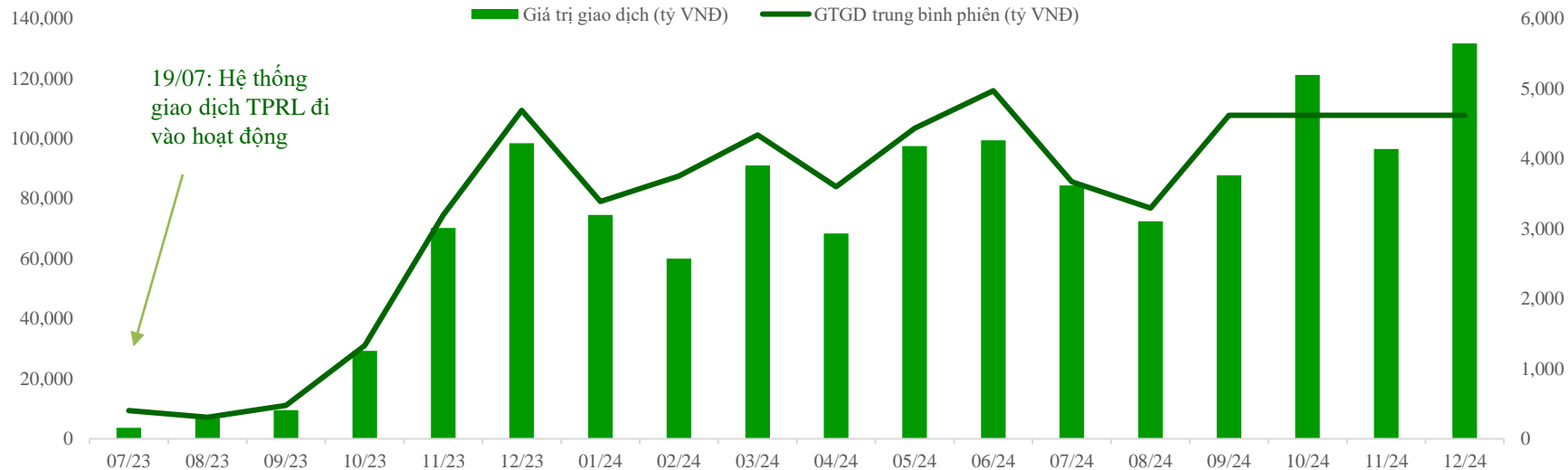
Hiện tượng chậm trả gốc, lãi tiếp diễn nhưng chậm hơn so với giai đoạn trước



▼ Tình trạng chậm trả gốc, lãi vẫn tiếp diễn. **Tuy nhiên trong năm nay đã ghi nhận một số trái phiếu bắt đầu thanh toán gốc lãi chậm trả dù khối lượng nhỏ. Đồng thời, tốc độ chậm trả gốc lãi cũng đã giảm so với giai đoạn trước.**

- Chậm trả gốc, lãi chủ yếu được quan sát tại nhóm doanh nghiệp Bất động sản.
- Một số doanh nghiệp tiếp tục thực hiện thanh toán bằng tài sản khác.
- Hoạt động đàm phán chủ yếu được ghi nhận tại doanh nghiệp Bất động sản, Năng lượng.
- Các điều khoản đàm phán gia hạn có sự đa dạng hơn: điều chỉnh linh hoạt và theo sát diễn biến mặt bằng lãi suất.
- Thời hạn mua lại trái phiếu được điều chỉnh theo hướng trì hoãn thêm.

Giá trị giao dịch TPRL thứ cấp (tỷ VNĐ)



- ▼ Sau khi giá trị giao dịch giảm nhẹ trong quý đầu năm, thanh khoản trung bình phiên sôi động trở lại. Điều này cho thấy thị trường luôn thu hút được sự quan tâm, đặt trong bối cảnh nhu cầu giao dịch trước khi trái phiếu đáo hạn từ nhà đầu tư, thay vì chỉ nắm giữ đến ngày đáo hạn.
- ▼ Khối lượng giao dịch vẫn tập trung chủ yếu vào nhóm ngành Ngân hàng và Bất động sản

Hệ thống giao dịch trái phiếu riêng lẻ sôi động, góp phần tích cực đối với thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

MỤC LỤC



01

DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG

Thị trường tiếp tục trong giai đoạn tái cấu trúc, quy mô thị trường dần ổn định.

Thị trường giao dịch thứ cấp sôi động

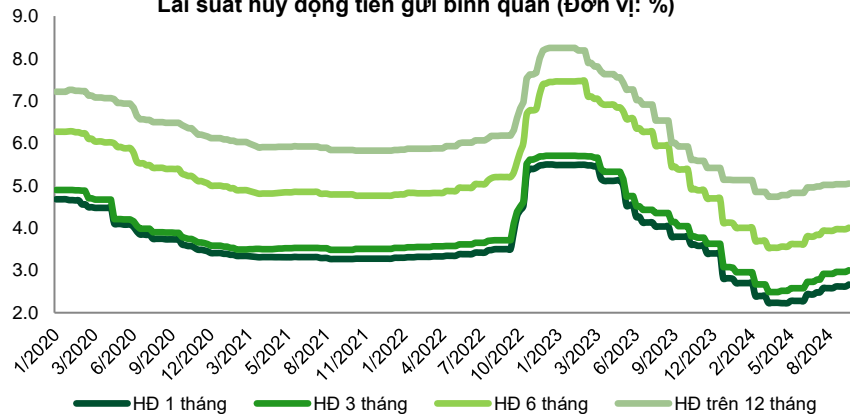
02

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

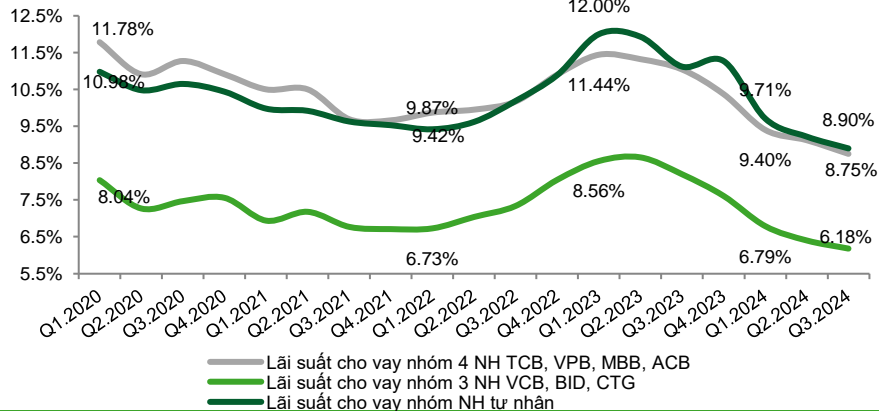
Mặt bằng lãi suất ổn định tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp tái cấu trúc trái phiếu.

Áp lực đáo hạn còn lớn, chủ yếu năm 2025-2027

Lãi suất huy động tiền gửi bình quân (Đơn vị: %)



Lãi suất cho vay khách hàng*



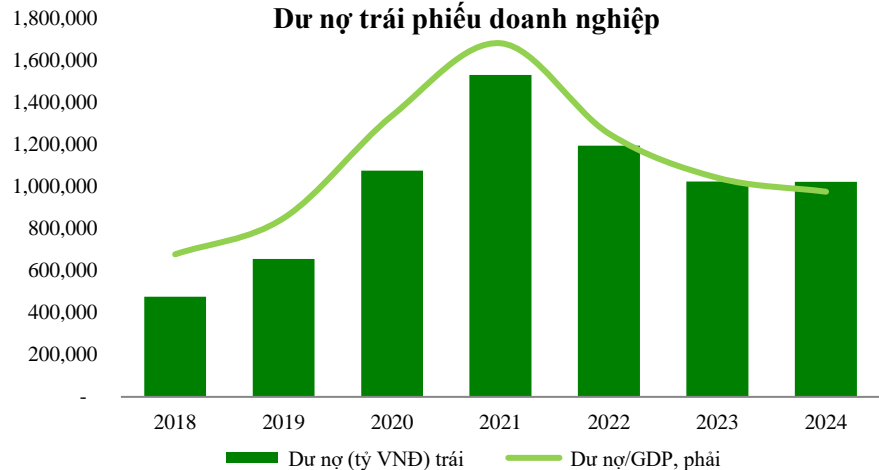
- **Lãi suất huy động (LSHD)** sau khi giảm tới ngưỡng đáy lịch sử vào tháng 4, đã **nhích tăng trở lại**, nhằm đảm bảo sức hấp dẫn VND và hài hòa các cân đối vĩ mô.
- Trong khi đó, lãi suất cho vay (LSCV) trung bình cuối Q3.2024 ghi nhận trên BCTC các ngân hàng niêm yết giảm khoảng 2,7% từ mức đỉnh Q1.2023, và giảm 1,9% so với cuối Q4.2024. **Đây là mức lãi suất thấp nhất trong nhiều năm qua.**

VCBS dự báo lãi LSHĐ ổn định và có thể đi ngang trong năm 2025: 1) Nhóm NH quốc doanh: LSHĐ kỳ vọng duy trì ở mức hiện tại theo hướng hỗ trợ nền kinh tế; (2) Áp lực tăng nhẹ có thể xuất hiện ở nhóm NHTMCP tư nhân khi nhóm này tăng cường huy động vốn nhằm thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, đặc biệt đối với những NH có cơ cấu huy động vốn kém linh hoạt.

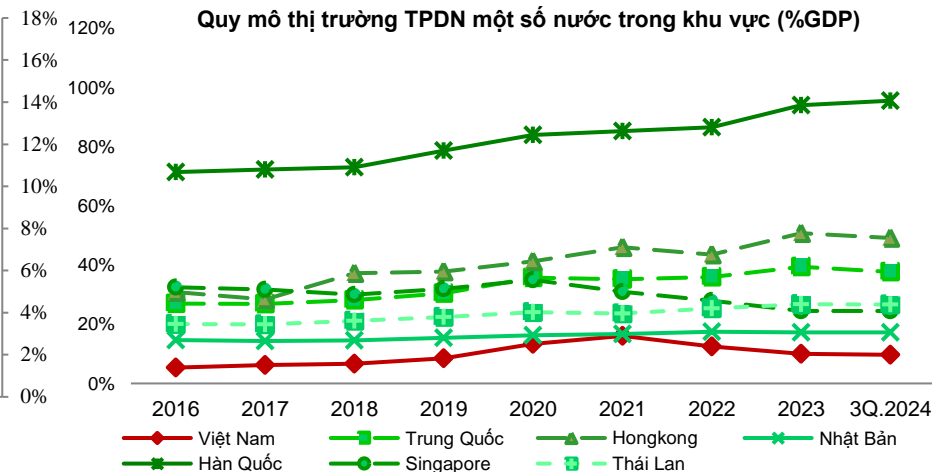
LSCV trung bình được dự báo duy trì ở mặt bằng thấp và tiếp tục thể hiện sự phân hóa. Nhóm ngân hàng TMCP quốc doanh: tiếp tục giảm lãi suất, hoặc công bố một số gói hỗ trợ tín dụng cho một số nhóm ngành nghề doanh nghiệp theo định hướng của Chính phủ và NHNN để hỗ trợ nền kinh tế. Trong khi đó, nhóm ngân hàng TMCP tư nhân: LSCV có thể tăng nhẹ trong trường hợp LSHĐ tăng và áp lực cạnh tranh tăng trưởng tín dụng, đặc biệt là nhóm ngân hàng quy mô nhỏ. Ngoài ra, các doanh nghiệp có lịch sử tín dụng yếu có thể vẫn sẽ gặp khó khăn trong việc tiếp cận tín dụng, thậm chí phải chấp nhận một mức lãi suất cao hơn. Một số doanh nghiệp bất động sản có thể chịu yêu cầu khó khăn nhất định.

- Trong bối cảnh mặt bằng thấp của LSHĐ, **nhà đầu tư có xu hướng chuyển dịch vốn sang các kênh đầu tư đem lại mức sinh lời cao hơn.** Điều này góp phần hỗ trợ thị trường TPDN, trong điều kiện thị trường TPDN ổn định, và thu hút niềm tin và sự quan tâm của nhà đầu tư.
- Mặc dù vậy, VCBS lưu ý tới xu hướng tăng giá của các kênh tài sản khác (gồm cả kênh truyền thống và phi truyền thống), có thể làm giảm sức hút của thị trường TPDN đối với nhà đầu tư.

Dư nợ trái phiếu doanh nghiệp



Quy mô thị trường TPDN một số nước trong khu vực (%GDP)



▼ Quy mô thị trường TPDN: Hiện quy mô dư nợ toàn thị trường TPDN khoảng 1,16 triệu tỷ VNĐ; trong đó dư nợ trái phiếu riêng lẻ đạt khoảng 1,03 triệu tỷ VNĐ, tương đương khoảng 10% GDP nền kinh tế, như vậy còn khá khiêm tốn so với các nước trong khu vực.

▼ Trong năm tới, VCBS dự báo thị trường TPDN sẽ dần tích cực hơn, dựa trên:

- ▼ Về khối lượng: Lượng trái phiếu mua lại trước hạn vẫn có thể tiếp diễn, tuy nhiên, có xu hướng giảm khi quá trình tái cơ cấu đã được thực hiện mạnh mẽ trong giai đoạn 2022-2024; trong khi đó, lượng phát hành mới dần khả quan hơn.
 - Lãi suất cho vay thấp duy trì mặt bằng thấp, tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp phát hành trái phiếu với chi phí thấp hơn, tái cơ cấu vốn.
 - Khối lượng phát hành vẫn sẽ được dẫn dắt bởi trái phiếu ngân hàng; trong khi các doanh nghiệp bất động sản cũng đang dần lấy lại niềm tin NĐT
 - Thanh khoản trên thị trường giao dịch trái phiếu riêng lẻ thứ cấp tương đối cao, từ đó góp phần cải thiện tính thanh khoản cho trái phiếu phát hành.
 - Các sản phẩm xếp hạng tín nhiệm góp phần tăng cường nhận thức NĐT với khả năng rủi ro khi đầu tư TPDN, đảm bảo thị trường tăng trưởng bền vững
- ▼ Về phía cầu, Nhà đầu tư tổ chức vẫn sẽ chiếm ưu thế chủ đạo trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp đặc biệt tại hình thức phát hành riêng lẻ. Các nhà đầu tư cá nhân quy mô vốn nhỏ sẽ có xu hướng ưu tiên lựa chọn sản phẩm trái phiếu phát hành ra công chúng với các nhà phát hành có xếp hạng tín nhiệm.

Khối lượng phát hành TPDN sẽ tiếp tục được dẫn dắt bởi nhóm Ngân hàng

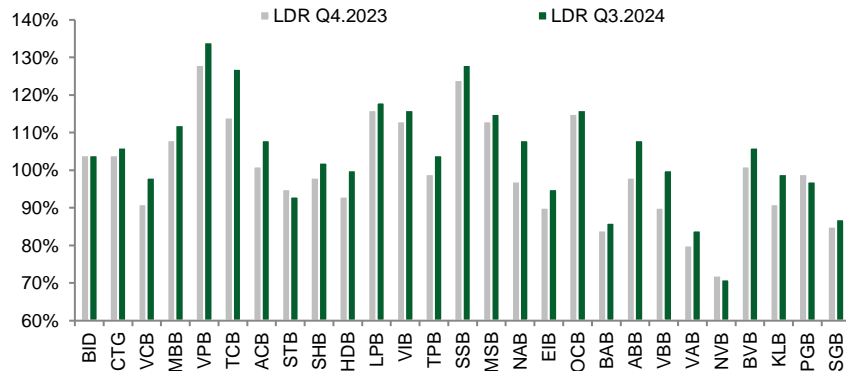
- Để đảm bảo các tỷ lệ an toàn vốn, huy động vốn dài hạn thông qua phát hành trái phiếu sẽ được ưu tiên lựa chọn

- Huy động vốn của các tổ chức tín dụng tăng 9,06% (tính đến ngày 25/12/2024), trong khi tăng trưởng tín dụng của nền kinh tế đạt 15,08% (tính đến ngày 31/12/2024).
- Trong năm 2024, tỷ lệ LDR tăng ở hầu hết các ngân hàng do tối ưu hóa việc sử dụng vốn để cải thiện NIM. Trong khi đó, tỷ lệ Vốn ngắn hạn - cho vay trung dài hạn tăng ở nhóm ngân hàng nhỏ khi nhóm này gia tăng sử dụng vốn ngắn hạn trên thị trường liên ngân hàng.
- Với dự báo tăng trưởng tín dụng sẽ tiếp tục được thúc đẩy, cùng mục tiêu đảm bảo thanh khoản và đáp ứng nhu cầu tín dụng: Nhiều ngân hàng có thể phải tăng cường huy động nhằm mục đích cân đối thanh khoản và đảm bảo các chỉ số an toàn tài chính. Trong đó, một số ngân hàng đã chạm ngưỡng LDR dẫn đến ưu tiên tăng nguồn huy động để giảm thiểu rủi ro thanh khoản.

Một số tỷ lệ an toàn của ngân hàng và ngưỡng quy định

	Vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn (SMLR)	Cho vay trên tổng huy động (LDR)	Tỷ lệ an toàn vốn (CAR)
Văn bản quy định	Thông tư 22/2019 Thông tư 08/2020	Thông tư 22/2019 Thông tư 26/2022	Thông tư 41/2016 Thông tư 22/2019
Ngưỡng quy định	< 30%	< 85%	> 8%

Chỉ số LDR thuần



Chỉ số CAR 30/06/2024



Thị trường BĐS bước vào chu kỳ mới

- Thị trường BĐS được đánh giá đã vượt qua điểm đảo chiều và bắt đầu bước vào chu kỳ tăng trưởng mới từ năm 2025, được hỗ trợ tích cực bởi: (1) Hàng lang pháp luật mới bắt đầu đi vào thực tiễn và thúc đẩy nguồn cung, (2) Tâm lý người mua nhà tiếp tục cải thiện đối với cả nhu cầu ở lẫn đầu tư, bắt đầu chấp nhận các sản phẩm có rủi ro cao hơn, (3) Nhiều doanh nghiệp đã vượt qua giai đoạn tái cấu trúc và khởi động lại hoạt động triển khai, ra mắt dự án.

Một số doanh nghiệp có thể tận dụng những thay đổi của điều kiện thị trường để bứt phá trong các năm tới

- Những doanh nghiệp có sẵn quỹ đất đã sạch mặt bằng và hoàn thành nghĩa vụ tài chính sẽ có lợi thế rất lớn về giá thành và hiệu quả lợi nhuận trong giai đoạn vài năm tới.
- Tuy nhiên, bảng giá đất mới có thể gây khó khăn cho một số doanh nghiệp đang trong giai đoạn phát triển quỹ đất. Như vậy, pháp lý có thể gây áp lực đáng kể lên một số chủ đầu tư có nền tảng tài chính yếu.

Hoạt động giao dịch và thanh khoản thị trường BĐS dự báo ghi nhận mức tăng trưởng tích cực trong năm 2025

Mặt bằng lãi suất huy động & cho vay mua nhà vẫn duy trì ở mức hợp lý

- Kích thích nhu cầu mua BĐS cho cả mục đích để ở lẫn đầu tư.
- BĐS vẫn là kênh đầu tư được ưa chuộng trong môi trường lãi suất thấp xét đến: (1) Thị hiếu người dân Việt Nam, (2) Lịch sử tăng giá tốt trong dài hạn, (3) Các kênh đầu tư thay thế chưa tạo dựng được niềm tin với phần đông thị trường.

Dòng tiền đầu tư bắt đầu nhập cuộc mạnh mẽ sau khi: (1) Thị trường thể hiện những tín hiệu hồi phục rõ rệt, (2) Mặt bằng giá BĐS ngừng rơi và thậm chí bước vào giai đoạn tăng giá mới, do đó nhà đầu tư không còn chờ đợi cơ hội mua nhà giá rẻ và tích cực tái gia nhập thị trường, (3) Các thông tin thanh tra sai phạm, làn sóng cắt lỗ tại dự án dần lắng xuống, qua đó tác động tích cực đến tâm lý và niềm tin thị trường.

- **Hoạt động giao dịch thị trường BĐS trong năm 2025 kỳ vọng sẽ có tính lan tỏa hơn** khi dòng tiền bắt đầu tìm đến cho cả mục đích ở và đầu tư
- **Năng lực tín nhiệm và dòng tiền tài chính** của một số doanh nghiệp bất động sản sẽ dần phục hồi, sau giai đoạn trầm lắng trước đó
- Tuy nhiên, chất lượng các lô trái phiếu của các doanh nghiệp sẽ có sự phân hóa giữa các doanh nghiệp có tình trạng pháp lý tốt và những doanh nghiệp có lịch sử tín dụng yếu kém và vẫn gặp khó khăn trong giai đoạn phát triển quỹ đất

- ▼ **Luật số 56/2024/QH15 được Quốc hội thông qua ngày 29/11/2024, sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán.** Liên quan đến hoạt động về thị trường trái phiếu doanh nghiệp, các nội dung trong Luật số hướng đến nâng cao minh bạch, hiệu quả trong phát hành, chào bán trái phiếu. Dưới đây là một số nội dung quan trọng

Nội dung	Luật số 56/2024/QH15	Bình luận
Bổ sung điều kiện để trái phiếu riêng lẻ được phân phối cho NĐT cá nhân	<p>Nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp là cá nhân được tham gia mua, giao dịch, chuyển nhượng đối với trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ thuộc một trong hai trường hợp sau đây:</p> <p>a) Trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ có xếp hạng tín nhiệm và có tài sản bảo đảm đối với trái phiếu đó;</p> <p>b) Trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ có xếp hạng tín nhiệm và có bảo lãnh thanh toán của tổ chức tín dụng đối với trái phiếu đó.</p> <p>Hiệu lực thi hành từ ngày 01 tháng 01 năm 2026.</p>	<p>- Hiện nay chưa có luật quy định về Trái phiếu riêng lẻ phải được xếp hạng tín nhiệm tối thiểu bao nhiêu mới được phát hành cho NĐT cá nhân. Tuy nhiên, quy định mới giúp tăng cường nhận thức cho NĐT cá nhân về rủi ro thông qua xếp hạng tín nhiệm.</p> <p>- Đồng thời, quy định này có hiệu lực từ 1/1//2026, các doanh nghiệp sẽ có thời gian để chuẩn bị và thích nghi.</p>
Bổ sung điều kiện đối với việc chào bán trái phiếu ra công chúng	Đối với hoạt động chào bán trái phiếu ra công chúng, DNPH phải “đáp ứng quy định của Chính phủ về đại diện người sở hữu trái phiếu, hệ số nợ, giá trị phát hành trên vốn chủ sở hữu và xếp hạng tín nhiệm”	Hạn chế một số doanh có hệ số nợ cao vẫn phát hành trái phiếu ra công chúng.
Bổ sung thêm quy định về quyền hạn của UBCKNN	Bổ sung quyền hạn của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước về đình chỉ chào bán chứng khoán riêng lẻ, hủy bỏ chào bán chứng khoán riêng lẻ.	Tạo hành lang pháp lý rõ ràng để UBCK có thể xử lý các trái phiếu sai phạm

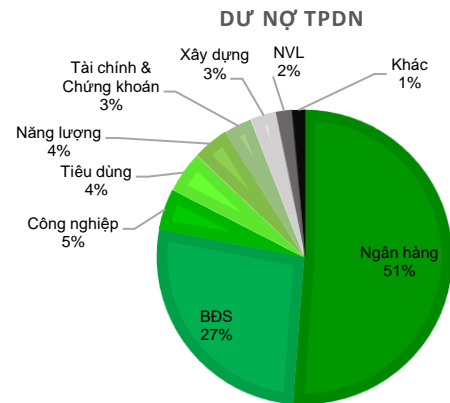
Kỳ vọng tiến độ thanh toán gốc và lãi được duy trì

Tại thời điểm cuối năm 2024, quy mô dư nợ toàn thị trường TPDN khoảng 1,16 triệu tỷ VNĐ; (trong đó dư nợ trái phiếu riêng lẻ đạt khoảng 1,03 triệu tỷ VNĐ). Khối lượng dư nợ lớn nhất thuộc về ngành Ngân hàng (51%).

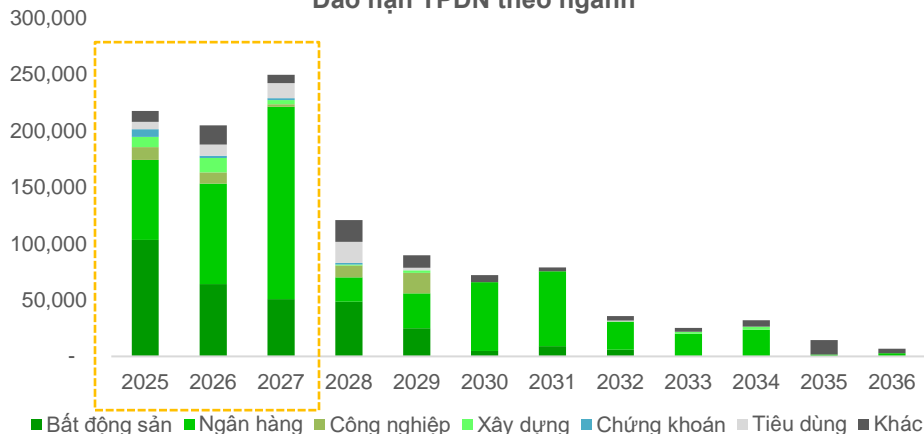
Khối lượng TPDN đáo hạn tập trung nhiều vào 3 năm gần nhất 2025-2027.

Theo Nghị định 08/2023: Đối với trái phiếu đã gia hạn, chỉ có thể gia hạn tối đa 2 năm; như vậy, trong trường hợp doanh nghiệp không thu xếp được phương án nguồn vốn cho lượng trái phiếu chậm trả gốc lãi, áp lực có thể tăng mạnh trở lại, đặc biệt từ nửa sau 2025.

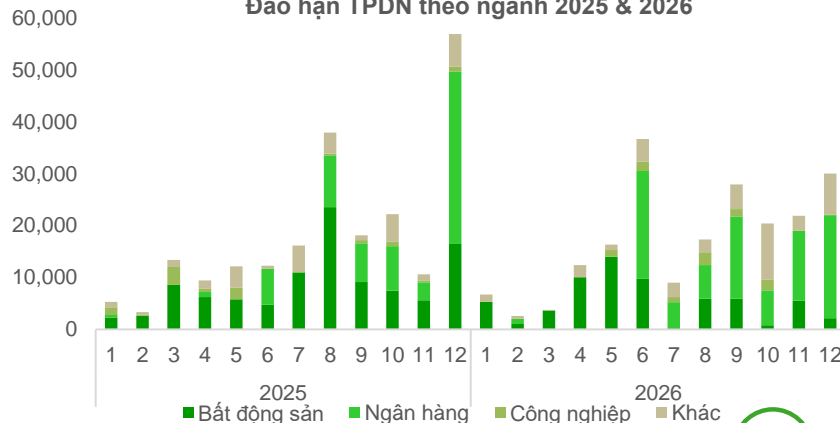
Tuy nhiên, trong gần 2 năm qua, doanh nghiệp đã có thời gian để xử lý dần các lô trái phiếu có vấn đề. Hơn nữa, lãi suất vẫn có thể duy trì ở mặt bằng thấp, sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp tái cấu trúc vay nợ, hay giảm bớt áp lực chi phí vốn.



Đáo hạn TPDN theo ngành



Đáo hạn TPDN theo ngành 2025 & 2026



Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS.

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Phân tích & Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Đặng Khánh Linh

Chuyên viên phân tích cao cấp

dklinh@vcbs.com.vn

