

Trái Phiếu Doanh Nghiệp

Trong số này

- Tổng hợp
- Thị trường TPDN 2016
- Triển vọng 2017

Lê Thu Hà

+84 4 3936 6425 (ext. 114)

ltha_ho@vcbs.com.vn

Xem điều khoản sử dụng tại trang 11

Thông tin kinh tế vĩ mô, trái phiếu, tài chính doanh nghiệp được cập nhật tại

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

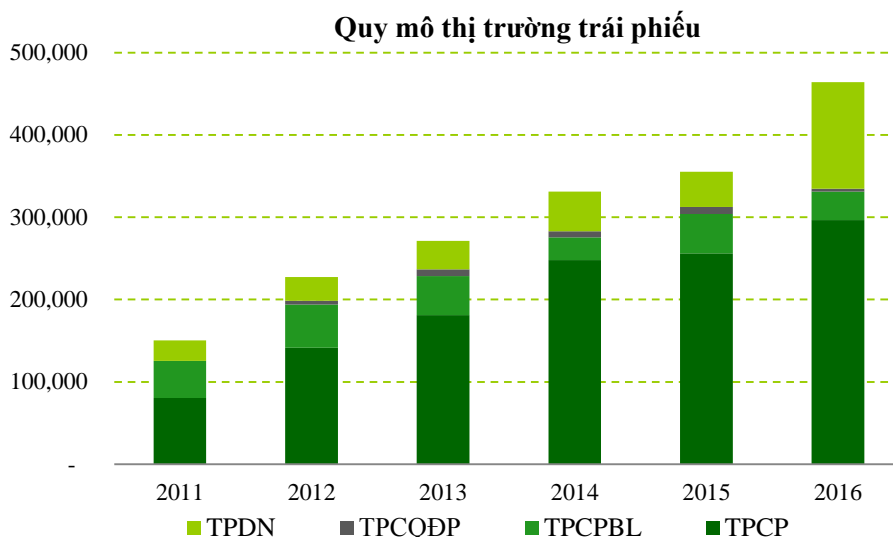
Tổng Hợp

Khối lượng TPDN phát hành năm 2016 tăng đột biến.

Lượng trái phiếu phát hành trong năm 2017 được dự báo giảm so với năm 2016.

Lợi suất trái phiếu chủ yếu ở hình thức thả nổi.

Phát hành trái phiếu



Nguồn: BTC, VCBS

■ Theo thống kê của Bộ Tài Chính, 129.636 tỷ đồng (+203% yoy) trái phiếu doanh nghiệp được phát hành trong năm 2016. Số dư trái phiếu tăng trưởng mạnh cả về con số tuyệt đối lẫn con số tương đối (tính theo theo quy mô GDP).

■ Nhóm Ngân hàng thương mại (NHTM), Công ty chứng khoán (CTCK), công ty Bất động sản là nhóm ngành có lượng trái phiếu phát hành vượt trội.

■ Cấu trúc kỳ hạn có xu hướng cân bằng hơn và đặc biệt tại các kỳ hạn dài.

■ Lợi suất trái phiếu phần lớn được áp dụng hình thức thả nổi. Đơn vị phát hành TPDN chủ yếu là doanh nghiệp niêm yết.

■ Lượng trái phiếu phát hành trong năm 2017 được dự báo giảm thay vì tăng trưởng đột biến như trong năm 2016.

■ Nhiều định hướng chính sách tiến bộ mới được cơ quan quản lý đưa ra và tạo ra kỳ vọng tích cực đối với thị trường TPDN trong trung và dài hạn.

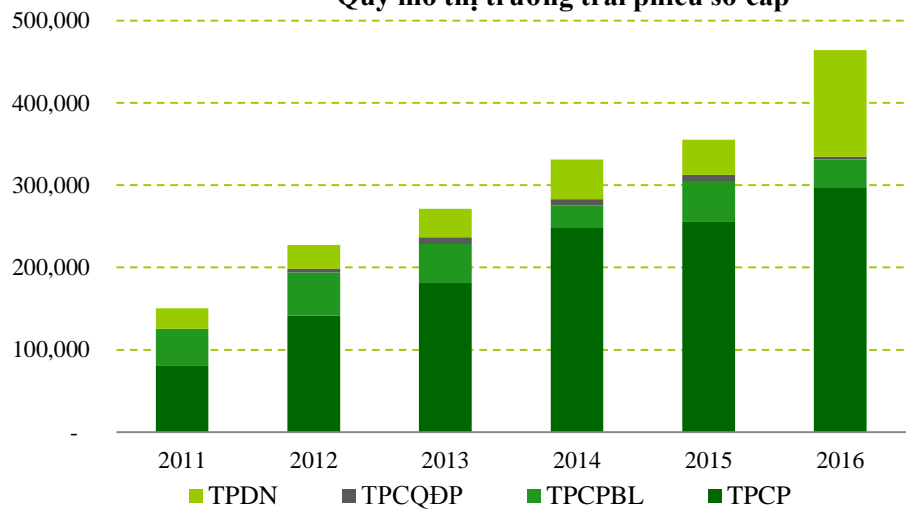
Diễn biến thị trường Trái phiếu doanh nghiệp 2016

Khối lượng trái phiếu phát hành tăng đột biến trong năm 2016.

129.636 tỷ đồng (+203% yoy) trái phiếu doanh nghiệp được phát hành.

Theo thống kê của Bộ Tài Chính, **129.636 tỷ đồng (+303% yoy)** trái phiếu doanh nghiệp được phát hành trong năm 2016. Toàn thị trường trái phiếu (TPCP, TPCPBL, CPCQĐP, TPDN) tăng 30,74% trong năm 2016. Quy mô thị trường trái phiếu tăng trưởng mạnh so với toàn thị trường chung cho thấy thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã có bước tiến đáng kể. Nguyên nhân chính do: (1) nhu cầu huy động vốn phục vụ sản xuất kinh doanh hoặc các hoạt động M&A cho thấy sự cải thiện; (2) Doanh nghiệp đón nhận những điều kiện thuận lợi hơn để phát hành trái phiếu.

Quy mô thị trường trái phiếu sơ cấp



Nguồn: MOF, VCBS

Trong đó, một số diễn biến trên thị trường ảnh hưởng đến hoạt động nội tại của các doanh nghiệp cũng như điều kiện để các doanh nghiệp này phát hành trái phiếu bao gồm: (i) Giá cả các loại hàng hóa phục hồi đặc biệt là các Dầu thô khiến cho nhiều doanh nghiệp ghi nhận kinh doanh lạc quan về doanh thu và lợi nhuận so với cùng kỳ năm trước. (ii) Năm 2016 là năm ngành sản xuất có dấu hiệu phục hồi và bước vào chu kỳ đi lên đặc biệt là các nhóm ngành như Vật liệu xây dựng, Bất động sản, Thực phẩm tiêu dùng. (iii) Nhiều doanh nghiệp định hình rõ nét kế hoạch mảng hoạt động kinh doanh cho tầm nhìn trung và dài hạn và có kế hoạch huy động vốn qua kênh TPDN.

Nhìn từ phía điều kiện phát hành trái phiếu, VCBS nhận thấy sự xuất hiện dòng tiền mới, nhiều khả năng xuất phát từ các quốc gia trong khu vực như Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc, tiếp tục được đổ vào thị trường. Sự xuất hiện của dòng tiền này có thể giải thích nhờ mức lợi suất tương đối hấp dẫn của trái phiếu doanh nghiệp của Việt Nam khi so sánh với chi phí vốn giá rẻ của các thị trường khác trong bối cảnh, ngoại trừ FED, nhiều Ngân hàng trung ương điển hình như ECB hay BOJ tiếp tục duy trì xu hướng nới lỏng. Thêm vào đó, thanh khoản dồi dào từ hệ thống ngân hàng, đặc biệt là thời điểm Quý 3, tạo điều kiện thuận lợi để các doanh nghiệp phát hành trái phiếu thành công với lãi suất có lợi hơn.

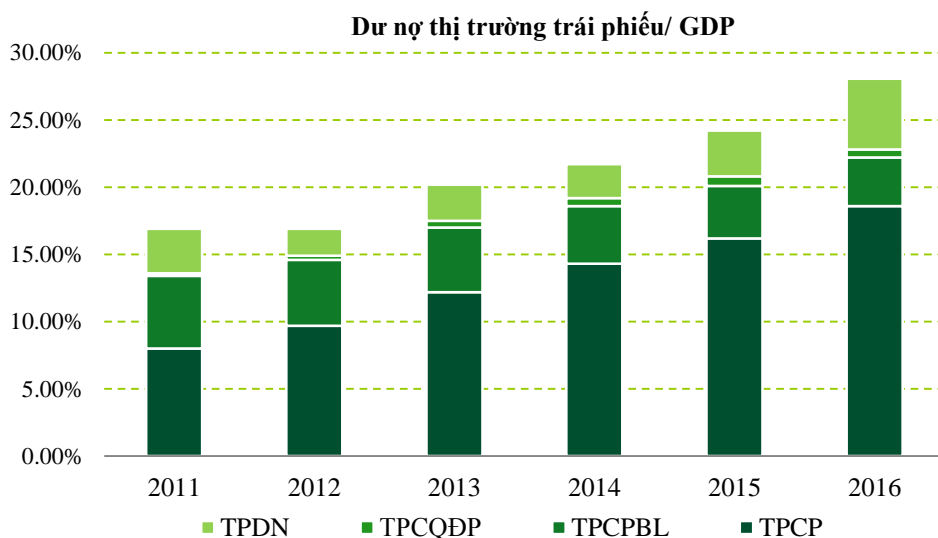
Tuy nhiên, sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp vẫn còn nhiều hạn chế như đối tượng nắm giữ chủ yếu vẫn là các NHTM thay vì nhiều tổ chức tài chính khác nhau như công ty bảo hiểm hay các quỹ đầu tư. Mặc dù vậy, chúng tôi kỳ vọng xu hướng này có thể dần được

cải thiện trong các năm tiếp theo khi thị trường đang ghi nhận làn sóng chuyển dịch khi CTCK hay công ty bảo hiểm chuyển sang nắm giữ TPDN nhiều hơn.

Số dư trái phiếu doanh nghiệp trong năm 2016 tăng lên đến gần 245.000 tỷ đồng, tương ứng tăng 71,7% so với cuối năm 2015. Số liệu cho thấy sức ảnh hưởng của thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã tăng lên đáng kể trong năm 2016.

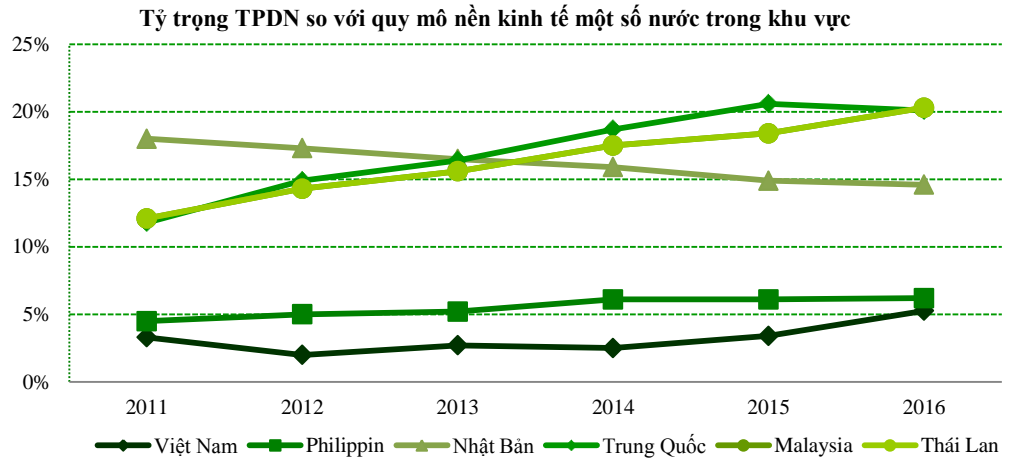
Số dư trái phiếu tăng trưởng mạnh cả về con số tuyệt đối lẫn số tương đối (tính theo quy mô GDP).

Số dư trái phiếu tăng trưởng mạnh cả về con số tuyệt đối lẫn con số tương đối (tính theo quy mô GDP). Tính theo quy mô của nền kinh tế, khối lượng trái phiếu doanh nghiệp hiện hành tăng mạnh từ 3,24% năm 2014 và 3,39% năm 2015 lên 5,25% GDP năm 2016. Nguyên nhân chính xuất phát từ việc khối lượng TPDN phát hành thành công tăng đột biến trong năm 2016.



Nguồn: BTC, VCBS tổng hợp

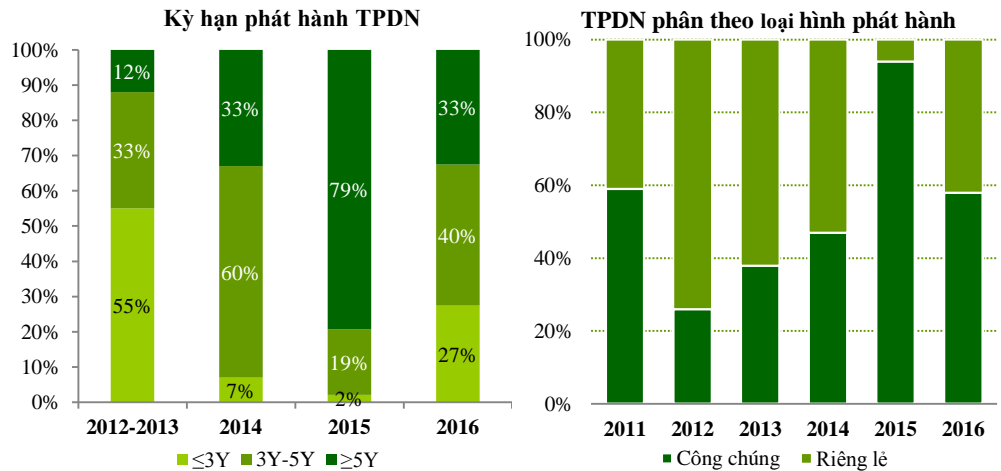
Ngoại trừ Nhật Bản, sự tăng trưởng về quy mô của thị trường TPDN cũng là xu hướng chung ở nhiều quốc gia trong khu vực. Dù ghi nhận xu hướng tăng trưởng trong các năm gần đây nhưng tỷ trọng hiện tại của thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam trên quy mô nền kinh tế vẫn còn khá khiêm tốn so với các nước trong khu vực. Lý do giải thích thực tế này nằm ở một số hạn chế như tính thanh khoản của TPDN; Sự hạn chế trong việc tiếp cận thông tin TPDN đối với nhà đầu tư; Hệ thống đánh giá tín nhiệm của các doanh nghiệp chưa phát triển khiến nhà đầu tư chưa thể có căn cứ định giá trái phiếu hợp lý.



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Cấu trúc kỳ hạn có xu hướng cân bằng hơn và đặc biệt tại các kỳ hạn dài.

Kỳ hạn trái phiếu được chuyển dịch theo hướng cân bằng hơn giữa các kỳ hạn ngắn, trung bình và dài hạn. Nếu như trong năm 2015, lượng phát hành trái phiếu dài hạn với quy mô lớn tại một số doanh nghiệp như VIC, Masan và các công ty con khiến trái phiếu kỳ hạn dài vượt trội so với các kỳ hạn còn lại thì trong năm 2016 lượng lớn trái phiếu phát hành tại kỳ hạn dưới 3 năm (chủ yếu kỳ hạn 2 năm) giúp cấu trúc của trái phiếu được phát hành có xu hướng cân bằng hơn. Trong đó khối lượng trái phiếu ngắn hạn được ghi nhận phổ biến ở nhóm các công ty chứng khoán.



Nguồn: VCBS tổng hợp, ước tính

Tính thanh khoản của trái phiếu doanh nghiệp bước đầu cải thiện.

Bên cạnh việc phát hành trái phiếu, nhiều Công ty chứng khoán đưa ra cam kết mua lại trái phiếu với hạn mức nhất định nhằm tạo thanh khoản cho trái phiếu. Đây là những nỗ lực bước đầu nhằm cải thiện điểm yếu cố hữu của trái phiếu doanh nghiệp là tính thanh khoản thấp. Tuy nhiên, vẫn sẽ cần thêm thời gian trước khi những bước tiến đáng kể hơn đối với thị trường trái phiếu được ghi nhận.

Lợi suất trái phiếu phần lớn được áp dụng hình thức thả nổi. Đơn vị phát hành TPDN chủ yếu là doanh

nh nghiệp. Lợi suất trái phiếu phổ biến được yết mức cố định trong vòng 12 tháng đầu và sau đó thả nổi theo lãi suất tham chiếu cộng với biên độ khoảng 2%-4%. Trong đó, thông thường lãi suất tham chiếu được tính toán dựa theo trung bình mức lãi suất tiền gửi có kỳ hạn tại một số

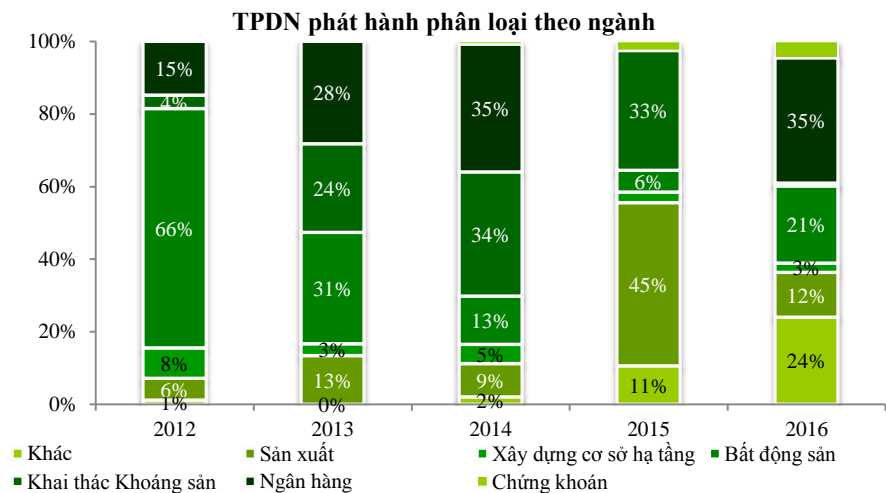
ngiệp niêm yết.

NHTM là Vietcombank, Vietinbank, BIDV hay Agribank. Tuy nhiên, cũng có những trường hợp cá biệt như CTG đã phát hành thành công 2.000 tỷ đồng trái phiếu 5 năm với lãi suất cố định 5,8%, hay Công ty cổ phần Giao nhận Vận tải Ngoại thương (VNT) đưa ra 2 lựa chọn cho nhà đầu tư lãi suất thả nổi hoặc cố định 8% trong vòng 2 năm đối với khoản trái phiếu phát hành 72 tỷ đồng.

Đối tượng phát hành TPDN chủ yếu là doanh nghiệp niêm yết. Trong đó, theo ước tính của VCBS, chỉ khoảng 15% doanh nghiệp, tương ứng với khoảng 10% tổng lượng giá trị phát hành đến từ các doanh nghiệp chưa niêm yết. Trong đó, các thương vụ phát hành giá trị lớn nhất thuộc về Techcombank, các công ty con Masan (Anco, Proconco) hay ACBS,

Nhóm Ngân hàng thương mại (NHTM), Công ty chứng khoán (CTCK), công ty Bất động sản là nhóm ngành có lượng trái phiếu phát hành vượt trội.

Theo nhóm ngành, các nhóm ngành Ngân hàng, Bất động sản và Chứng khoán chiếm tỷ trọng lớn trong khối lượng phát hành TPDN năm 2016 với tỷ trọng lần lượt là 34,5%; 21,2% và 4,6%.



Nguồn: VCBS tổng hợp, ước tính

Đối với nhóm ngành Ngân hàng, rất nhiều ngân hàng thực hiện phát hành trái phiếu riêng lẻ cũng như ra công chúng trong năm 2016. Chúng tôi nhìn nhận áp lực phát hành trái phiếu tới từ lộ trình thực hiện chuẩn Basel II của Ngân hàng Nhà nước. Cụ thể, năm 2016 NHNN đưa ra lộ trình thực hiện Basel II trong dự thảo Thông tư 41- với thời gian áp dụng tại 10 ngân hàng thí điểm từ tháng 9 năm 2017. Trong khi đó, tại thời điểm năm 2016, hệ số an toàn vốn thí điểm toàn ngành (CAR) đã ở mức rất thấp (Xem thêm tại bảng sau) trong khi hầu hết các ngân hàng thí điểm đều gặp khó khăn trong việc tăng vốn cấp 1 (đặc biệt là nhóm 3 NHTMCP Nhà nước là VCB, BIDV và CTG)

Bảng. Hệ số an toàn vốn của một số ngân hàng trong nhóm 10 ngân hàng thí điểm

	2013	2014	2015	2016
VCB	13,13%	11,61%	11,04%	10,26%
CTG	13,20%	10,40%	10,60%	N/A
ACB	14,7%	14,80%	12,80%	13,19%
VPB	12,50%	11,30%	12,20%	N/A
VIB	18,00%	17,71%	18,40%	N/A
BID	>9%	>9%	>9%	9,x%

Nguồn: BCTN các ngân hàng, tài liệu ĐHCĐ VCBS tổng hợp

Theo đó, nhiều ngân hàng đã lựa chọn tăng vốn cấp 2 bằng phát hành trái phiếu để cải thiện tình hình trong ngắn hạn, từ đó tăng mạnh lượng trái phiếu doanh nghiệp phát hành trong năm. Có thể thấy VCB, CTG và BIDV là nhóm 3 ngân hàng có hoạt động phát hành trái phiếu khá sôi động trong năm vừa qua.

Bảng. Một số đợt phát hành trái phiếu các Ngân hàng trong năm 2016.

CTCK	Tổng KLPH (tỷ đồng)	Số đợt phát hành	Loại hình phát hành	Kỳ hạn
Vietinbank	4.900	2	Cá nhân và tổ chức	5 năm và 10 năm
Techcombank	3.738	1	Cá nhân và tổ chức	3
BIDV	1.500	3	Cá nhân và tổ chức	10
Vietcombank	8.000	2	Cá nhân và tổ chức	5 năm và 10 năm
Á Châu	3.054	2	Cá nhân và tổ chức	5 năm 1 ngày và 10 năm 1 ngày
NH Quốc Dân	500	1	Riêng lẻ	7
Bắc Á	500	1	Riêng lẻ	N/A

Nguồn: VCBS tổng hợp, ước tính

Về loại hình phát hành, các ngân hàng có xu hướng lựa chọn cả hai hình thức phát hành cho cả cá nhân và tổ chức. Tuy nhiên, khối lượng phát hành cho tổ chức vẫn chiếm ưu thế chủ đạo khi nhà đầu tư cá nhân không ưu tiên đầu tư trái phiếu doanh nghiệp do nhược điểm về thanh khoản và mức độ minh bạch thông tin còn hạn chế.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, trong năm 2017, áp lực phát hành trái phiếu sẽ không còn quá lớn khi NHNN đẩy lùi việc thực hiện thí điểm thông tư 41, áp dụng cùng lúc chuẩn Basel II vào năm 2020 thay vì áp dụng thí điểm tại 10 ngân hàng vào tháng 9 năm 2017. Kéo theo áp lực tăng vốn của các ngân hàng sẽ giảm đi đáng kể.

Nhóm Bất động sản chiếm 21,2% lượng trái phiếu phát hành trong năm 2016 tương ứng với khối lượng xấp xỉ 27.400 tỷ đồng. Trong đó, riêng lượng trái phiếu phát hành của VIC đã lên tới 13.000 tỷ đồng (chiếm hơn 40% lượng phát hành của nhóm Bất động sản và hơn 10% tổng lượng phát hành trái phiếu toàn thị trường).

Các CTCK tiếp tục sử dụng kênh trái phiếu ngắn hạn nhằm huy động vốn hỗ trợ cho các hoạt động kinh doanh.

Đối với các nhóm công ty chứng khoán sau khi thông tư 36/2014 NHNN về Tổng mức dư nợ cấp tín dụng của NHTM, chi nhánh NH nước ngoài đối với tất cả khách hàng để đầu tư kinh doanh cổ phiếu không được vượt quá 5% vốn điều lệ nhiều công ty chứng khoán đã lựa chọn phương án phát hành trái phiếu ngắn hạn nhằm đảm bảo nguồn vốn cho hoạt động giao dịch ký quỹ với kỳ hạn dưới 2 năm trong năm 2014. Khi lượng trái phiếu này đáo hạn vào 2016, các công ty chứng khoán đã tiếp tục phát hành trái phiếu ngắn hạn khi nhu cầu nguồn vốn phục vụ hoạt động ký quỹ vẫn tăng trưởng đặc biệt trong điều kiện thị trường thuận lợi. Theo số liệu của Bộ Tài chính, lượng phát hành trái phiếu doanh nghiệp của các CTCK năm 2016 chiếm 4,6% tổng lượng phát hành tương ứng với khoảng hơn 6.000 tỷ đồng. Lãi suất phổ biến được áp dụng với các trái phiếu này ở mức 8 – 9,5%. Đáng chú ý, một số công ty đưa kèm điều kiện mua lại trái phiếu sau khoảng thời gian nhất định (thông thường tối thiểu sau 6 tháng) nhằm mục tiêu cải thiện tính thanh khoản cho trái phiếu. Bên cạnh mức lợi suất khá hấp dẫn và mức đầu tư tối thiểu không quá lớn, đây là một yếu tố khiến các đợt phát hành của CTCK diễn ra khá thành công. Trong số đó, có thể kể tới lượng phát hành tại một số công ty chứng khoán sau:

Bảng. Một số đợt phát hành các Công ty chứng khoán năm 2016.

CTCK	Tổng KLPH (tỷ đồng)	Số đợt phát hành	Loại hình phát hành	Kỳ hạn
SHS	700	1	Cá nhân và tổ chức	2
VCSC	600	2	Cá nhân và tổ chức	2
SSI	1.000	3	Cá nhân và tổ chức	2
VDSC	823	4	Cá nhân và tổ chức	2
BMSC	100	1	Cá nhân và tổ chức	5
MBS	500	1	Riêng lẻ	3
ACBS	500	1	Riêng lẻ	1

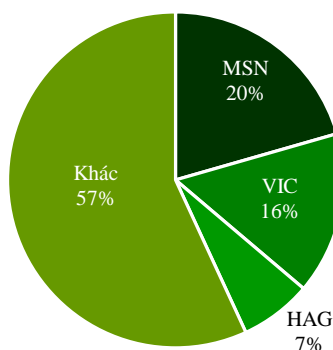
Nguồn: VCBS tổng hợp, ước tính

Trong năm 2017, nhu cầu huy động vốn của các CTCK vẫn tồn tại. Tuy nhiên, theo quy luật trái phiếu kỳ hạn 2 năm. Lượng trái phiếu đáo hạn trọng năm 2017 được dự báo sẽ không lớn như trong năm 2016. Vì vậy, nhu cầu phát hành trái phiếu của CTCK sẽ có xu hướng giảm trong năm 2017.

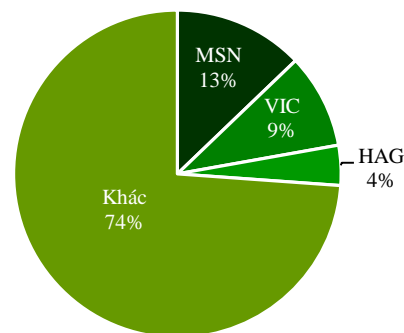
Khối lượng phát hành trái phiếu doanh nghiệp vẫn tập trung nhiều vào một số doanh nghiệp lớn trong đó nổi bật là MSN, VIC và HAG. Tuy nhiên đang dần có xu hướng phân bổ đều hơn.

Khối lượng phát hành trái phiếu doanh nghiệp tiếp tục có xu hướng tập trung vào một số doanh nghiệp lớn trong đó điển hình là các doanh nghiệp như CTCP Tập đoàn Masan, CTCP Tập đoàn Vingroup, Tập đoàn Hoàng Anh Gia Lai (HAG). Tuy nhiên đang dần có xu hướng phân bổ đều hơn khi tổng tỷ trọng dư nợ trái phiếu hiện hành của 3 doanh nghiệp này giảm từ 43% năm 2015 xuống 26% năm 2016.

Tỷ trọng TPDN của một số DN trong dư nợ hiện hành



Năm 2015



Năm 2016

Nguồn: BCTC doanh nghiệp VCBS tổng hợp, ước tính

Cụ thể, trong năm 2016, Tập đoàn **Masan** và các công ty con đã phát hành **3.000 tỷ đồng trái phiếu tại các công ty con Anco, Proconco và MSR** với – giá trị lần lượt là 1.300 tỷ đồng, 700 tỷ đồng và 1.000 tỷ đồng. Trong đó, ngoại trừ trái phiếu MSR có thời hạn 2 năm, lượng trái phiếu còn lại đều là trái phiếu 5 năm. Lượng trái phiếu này sau khi trừ trái phiếu đáo hạn trong năm 2016 nâng dự nợ trái phiếu hiện hành của MSN lên 31.485 tỷ đồng (tăng 9,5% yoy, chiếm 12,84% tổng dư nợ trái phiếu toàn thị trường).

Đối với tập đoàn Vingroup, **13.761 tỷ đồng trái phiếu được phát hành trong năm 2016.**

Trong đó đáng chú ý, 12.712 tỷ đồng được phát hành nhằm đảo nợ. Như vậy, lượng phát hành mới thực tế là hơn 1.000 tỷ đồng, chiếm 7,6% lượng phát hành thực tế. Lượng trái phiếu chuyển đổi của VIC trị giá 2.382 tỷ đồng cũng đã được chuyển đổi toàn bộ sang 71.666.764 cổ phiếu phổ thông với giá phát hành 31.000 đồng/cổ phiếu.

Tập đoàn HAG trong năm 2016 đã tiến hành đảo nợ thành công 1.760 tỷ đồng trái phiếu do công ty chứng khoán ACBS làm trái chủ vào nửa đầu năm 2016. Cuối năm 2016, 930 tỷ đồng trái phiếu cũng đã được HAG phát hành thành công cho một tổ chức tín dụng nhằm đảo lượng trái phiếu có trái chủ là BIDV và BSC. Đáng chú ý, lượng trái phiếu HAG đều được phát hành với lãi suất rất cao (~18%) cho thấy mức rủi ro đáng kể mà trái chủ đang gặp phải. Tuy nhiên, với việc giá cao su trên thị trường thế giới đã tăng trở lại đáng kể trong Quý 1, chúng tôi không loại trừ khả năng, HAG sẽ phát hành đảo nợ các trái phiếu nhằm mục tiêu giảm thiểu chi phí vốn hỗ trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP 2017: Khó có thể đột biến như năm 2016.

Triển Vọng 2017

Nền kinh tế

Đúng như các dự báo được chúng tôi đưa ra trong [Báo cáo triển vọng năm 2016](#), mục tiêu tăng trưởng GDP 6,7% đang gặp rất nhiều thách thức. Theo số liệu từ Tổng cục thống kê, **tăng trưởng GDP Q1.2017 của Việt Nam chỉ đạt 5,1% yoy, con số thấp nhất trong 3 năm trở lại đây**. Sự phục hồi khá tại khu vực nông, lâm, ngư nghiệp và dịch vụ đã không thể bù đắp cho con số tăng trưởng chậm của khu vực chế biến chế tạo với sự sụt giảm mạnh của ngành khai khoáng cùng tín hiệu giảm tốc của ngành chế biến chế tạo. Đây là tín hiệu không tốt đối với nền kinh tế đặc biệt trong trung hạn khi đây có thể là yếu tố làm chậm quá trình mở rộng sản xuất của doanh nghiệp. Kèm theo đó, có thể là yếu tố khiến quá trình phát hành TPDN gặp những điều kiện không thuận lợi.

Lãi Suất

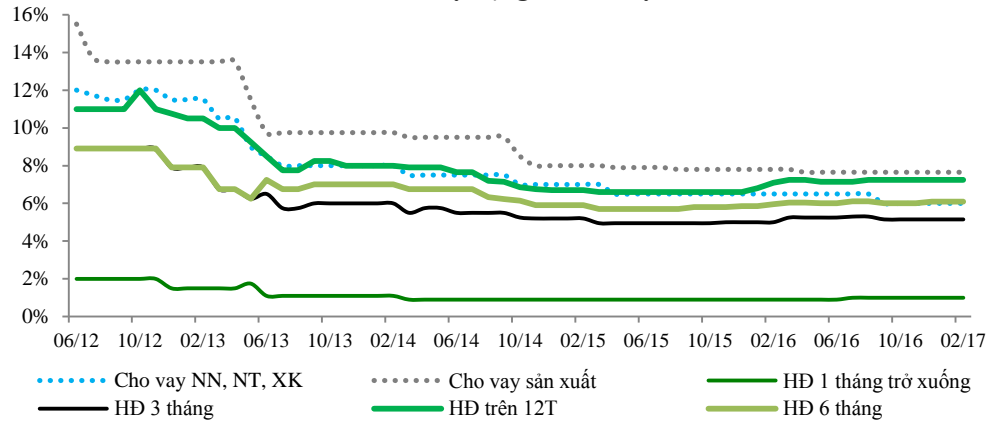
Dự báo mặt bằng lãi suất năm 2017 sẽ tương đối ổn định và chỉ biến động nhẹ quanh mức cuối năm 2016, mức tăng nếu có sẽ không quá 50 điểm cơ bản (0,5%).

Trong năm 2017, mặt bằng lãi suất sẽ vẫn tiếp tục chịu áp lực với (1) những vấn đề còn tồn tại trong hệ thống ngân hàng như kể trên kéo theo việc cạnh tranh huy động và (2) những biến động trên thị trường thế giới, đặc biệt là lộ trình tăng lãi suất của FED đi cùng rủi ro tỷ giá. Theo đó chúng tôi đánh giá lãi suất sẽ rất khó giảm thêm.

Ở chiều ngược lại, trong bối cảnh (1) lạm phát trong tầm kiểm soát như phân tích ở phần trên; (2) biến động của thị trường ngoại hối và việc giảm giá của VND ở mức hợp lý như kỳ vọng và (3) triển vọng nguồn cung ngoại tệ ở mức ổn định và dồi dào tiếp tục hỗ trợ thanh khoản của hệ thống, chúng tôi cho rằng NHNN vẫn còn dư địa để điều tiết thị trường và giải tỏa các áp lực lên lãi suất.

Theo đó, chúng tôi cho rằng, mục tiêu duy trì mặt bằng lãi suất thấp ở mức hợp lý để hỗ trợ tăng trưởng của Chính phủ và NHNN là có thể đạt được. **Chúng tôi dự báo mặt bằng lãi suất năm 2017 sẽ tương đối ổn định và chỉ biến động nhẹ quanh mức cuối năm 2016, mức tăng nếu có sẽ không quá 50 điểm cơ bản (0,5%) và trần lãi suất 5,5%/năm đối với các kỳ hạn ngắn dưới 6 tháng nhiều khả năng sẽ được đảm bảo.**

Lãi suất huy động và cho vay



Nguồn: CEIC, VCBS

Tuy nhiên, với những diễn biến trong Quý 1 đặc biệt là việc FED đã tăng lãi suất lần thứ hai chỉ trong vòng 4 tháng, áp lực lên tỷ giá lên tỷ giá trong trung và dài hạn vẫn hiện hữu ở mức đáng kể khi lộ trình tăng lãi suất của FED nhiều khả năng được đẩy nhanh hơn với tần suất lớn hơn. Chúng tôi cho rằng trong bối cảnh đó, áp lực lên lãi suất có thể lớn hơn đặc biệt vào nửa cuối năm 2017.

Lượng trái phiếu phát hành trong năm 2017 được dự báo giảm thay vì tăng trưởng đột biến như năm 2016.

Năm 2016, chứng kiến lượng phát hành trái phiếu doanh nghiệp đột biến nhờ có sự đóng góp không nhỏ tại các ngành Ngân hàng, Bất động sản và Chứng khoán.... Tuy nhiên, chúng tôi chưa nhìn nhận thấy nhu cầu tăng cường phát hành trái phiếu tại các doanh nghiệp này. Trong khi đó, nền kinh tế giảm tốc cũng sẽ kéo theo những lo ngại về điều kiện kinh tế vĩ mô không thuận lợi. Thêm vào đó, việc lãi suất chịu áp lực tăng đặc biệt trong nửa sau 2017 sẽ khiến cho điều kiện phát hành trái phiếu không thực sự thuận lợi. Mặc dù vậy, chúng tôi duy trì kỳ vọng trong trung và dài hạn các doanh nghiệp có thể tận dụng và tiếp cận thị trường vốn nhiều hơn thông qua các kênh trái phiếu doanh nghiệp.

Dựa vào điều kiện thị trường, chúng tôi cho rằng khối lượng phát hành năm sau nhiều khả năng sẽ giảm nhẹ thay vì tăng trưởng vượt trội trong năm 2016. Với một số lý do: (1) Lãi suất có dấu hiệu tạo đáy trong năm 2016. Do vậy, nhiều khả năng các doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc phát hành trái phiếu với lãi suất hấp dẫn như đã thực hiện trong năm 2016. Vì vậy, sẽ không dễ để doanh nghiệp có thể phát hành thành công với lãi suất hấp dẫn như năm 2016. (2) Chưa có những doanh nghiệp mới với nhu cầu phát hành trái phiếu lớn. Động lực phát hành trái phiếu trong năm tới sẽ tiếp tục đến từ các doanh nghiệp quen thuộc như VIC, Masan và các công ty con, Tuy nhiên chúng tôi không loại trừ khả năng một số doanh nghiệp vốn hóa lớn mới niêm yết cuối năm 2016, đầu 2017 có thể là nhân tố mới trong các năm tiếp theo. Tuy nhiên, sau các khi Nhà nước thực hiện thoái vốn thành công tại các doanh nghiệp này nhiều khả năng nhu cầu huy động vốn tại các doanh nghiệp này sẽ không lớn.

Nhiều định hướng chính sách tiền bộ mới được cơ quan quản lý đưa ra và tạo ra kỳ vọng tích cực đối với thị trường TPDN trong trung và dài hạn.

Lộ trình phát triển thị trường trái phiếu giai đoạn 2017-2020 tầm nhìn 2030

Ngày 26 tháng 9 năm 2016, Chính phủ đã ban hành dự thảo Nghị định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp, thay thế Nghị định số 90/2011/NĐ-CP. Trong đó, đáng chú ý nhất là đề xuất loại bỏ điều kiện kết quả kinh doanh năm liền trước đối với cả trái phiếu phát hành trong nước và quốc tế. Sự thay đổi này sẽ khiến cho nhiều doanh nghiệp có thể tiếp cận với thị trường trái phiếu doanh nghiệp hơn. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá lượng trái phiếu doanh nghiệp phát hành sẽ chỉ có thể được cải thiện khi tổ chức đánh giá tín nhiệm đưa ra hệ thống đánh giá toàn

diện với tổ chức phát hành nhằm cải thiện sự minh bạch trên thị trường.

Thêm vào đó, một số định hướng chính sách đáng chú ý đã được đưa ra trong **Lộ trình phát triển thị trường trái phiếu giai đoạn 2017-2020, tầm nhìn đến năm 2030 của Thủ tướng Chính phủ**.

- (1) Khuyến khích các doanh nghiệp huy động vốn trung và dài hạn thông qua kênh phát hành trái phiếu doanh nghiệp thông qua chính sách thuế và chính sách đảm bảo an toàn tín dụng với hệ thống ngân hàng.
- (2) Yêu cầu bắt buộc doanh nghiệp phát hành cổ phiếu, trái phiếu ra công chúng phải được doanh nghiệp xếp hạng tín nhiệm đánh giá xếp hạng khi thị trường trong nước có ít nhất 02 doanh nghiệp xếp hạng tín nhiệm
- (3) Hình thành hệ thống công bố thông tin về phát hành, giao dịch đối với các trái phiếu doanh nghiệp để tăng cường phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp.
- (4) Khuyến khích các doanh nghiệp đa dạng hóa loại hình trái phiếu doanh nghiệp khi thị trường phát triển ở trình độ cao hơn như giấy tờ có giá có lãi suất thả nổi, chương trình phát hành trái phiếu trung và dài hạn, chứng khoán hóa trên cơ sở các khoản vay mua nhà hoặc tài sản đảm bảo.
- (5) Nghiên cứu cho phép BHXHVN đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp có xếp hạng tín nhiệm cao (ngoài việc gửi tiền và mua chứng chỉ tiền gửi và trái phiếu của các Ngân hàng có chất lượng tốt).
- (6) Rà soát sửa đổi các quy định và nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp của các tổ chức tín dụng theo hướng phù hợp với bản chất của giấy tờ có giá.

...

Các định hướng nêu trên tạo nên kỳ vọng về lộ trình từng bước hoàn thiện thể chế phục vụ cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển đúng chức năng vốn có. Tuy nhiên sẽ mất rất nhiều thời gian trước khi các định hướng này thực sự được triển khai hiệu quả. Do vậy, chúng tôi không kỳ vọng sự tăng trưởng nóng hay đột phá của thị trường trái phiếu doanh nghiệp ngay trong năm 2017.

PHỤ LỤC

Trái Phiếu Doanh Nghiệp

Năm	Phát hành (tỷ đồng)	Hiện hành (tỷ đồng)
2010	30.000	109.941
2011	25.000	83.962
2012	28.707	63.286
2013	34.412	94.983
2014	48.047	127.980
2015	42.769	142.138
2016	129.636	244.923

Những Đợt Phát Hành Tiêu Biểu Trong Năm 2016

Thời gian phát hành	Doanh Nghiệp	Khối Lượng (tỷ đồng)	Kỳ Hạn (năm)	Loại
02, 03/2016	VIC	5.000	5 năm và 10 năm	Không tài sản đảm bảo
04/2016	MSR	1.000	2	Tài sản đảm bảo
06/2016	ACB	3.054	5 năm 1 ngày và 10 năm 1 ngày	Tron
11/2016	ANCO	1.300	5	Tài sản đảm bảo
08/2016	CTG	4.900	5 năm và 10 năm	Tron
09/2016	TCB (Techcombank)	3.738	3	Tron
08/2016	BID	1.500	10	N/A
12/2016	VCB	8.000	5 năm và 10 năm	Tron
08/2016	GEX	1.800	3	Tron

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

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. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Kinh tế trưởng

Phó trưởng phòng Phân tích & Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Thu Hà

Chuyên viên Phân tích

ltha_ho@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) 39366990- Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208166 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-236) -33888991 - Số máy lẻ: 801/802
Phòng Giao dịch Nam Sài Gòn	Tầng 3, Tòa nhà V6, Plot V, Khu đô thị mới Him Lam, Số 23 Nguyễn Hữu Thọ, Phường Tân Hưng, Q7, TP Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 7, Tòa nhà Vietcombank An Giang, 30 – 32 Đường Hai Bà Trưng, Phường Mỹ Long, TP. Long Xuyên, T. An Giang ĐT: (84-76) -3949843
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	Tầng 1 & 2, số 79 Hưng Đạo Vương, khu phố 4, Phường Trung Dũng, TP. Biên Hòa, Đồng Nai. ĐT: (84-61)-3918815
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng ĐT: (+84-31) 382 1630
Văn phòng đại diện Bình Dương	Tầng 3, Số 516 Cách Mạng Tháng Tám, Phường Phú Cường, Thành phố Thủ Dầu Một, Tỉnh Bình Dương ĐT: (+84-650) 385 5771