

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam Sự cần thiết của “Một bàn tay hữu hình và mạnh mẽ”

Diễn giả: Nguyễn Quang Thuân, Chủ tịch FiinRatings

Hà Nội | 22 tháng 11 năm 2022

Cung cấp dữ liệu tài chính, phân tích ngành và xếp hạng tín nhiệm



Xếp hạng tín nhiệm và Phát triển thị trường vốn

Về FiinRatings

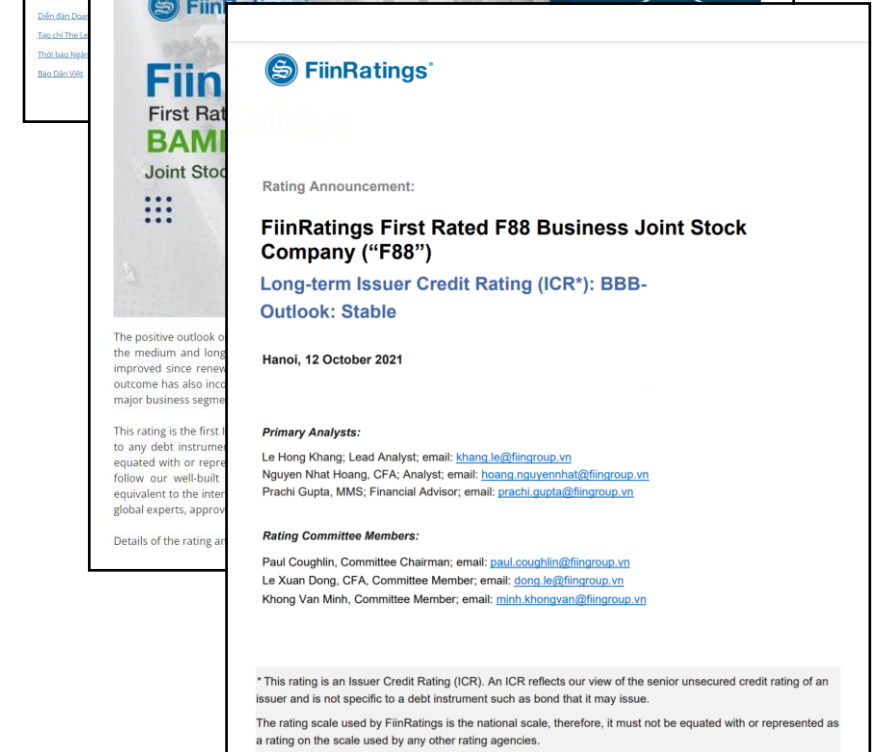
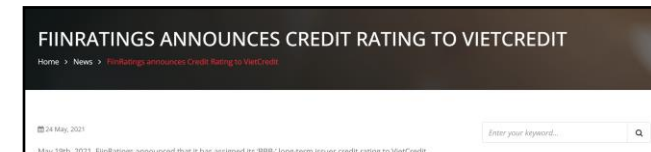
Tổ chức xếp hạng tín nhiệm được cấp phép thứ hai tại Việt Nam

Các dịch vụ chính của FiinRatings:

- Xếp hạng tín nhiệm của tổ chức phát hành
- Xếp hạng tín nhiệm phát hành
- Đánh giá tín nhiệm
- Đánh giá tín nhiệm độc lập

Đối tác

S&P Global Ratings



Xếp hạng tín dụng tổ chức phát hành đã công bố (ICR):

VietCredit

BBB-/ Stable

First-time ICR: 19/05/2021
Surveillance #1: 26/01/2022



BB/ Stable

First-time ICR: 16/08/2021
Surveillance #1: 28/06/2022



BBB-/ Stable

First-time ICR: 12/10/2021
Surveillance #1: 21/06/2022

ANGIA

BBB-/ Stable

First-time ICR: 29/03/2022



BBB+/ Stable

First-time ICR: 04/04/2022



BB+/ Stable

First-time ICR: 20/04/2022



A-/ Stable

First-time ICR: 25/04/2022



A-/ Stable

First-time ICR: 19/09/2022

1. Cập nhật thị trường

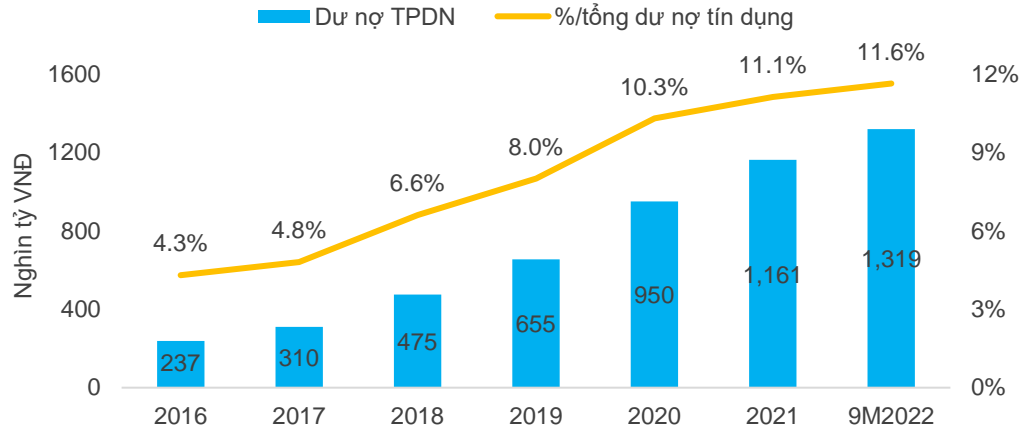
2. Các rủi ro chính

3. Hàm ý chính sách



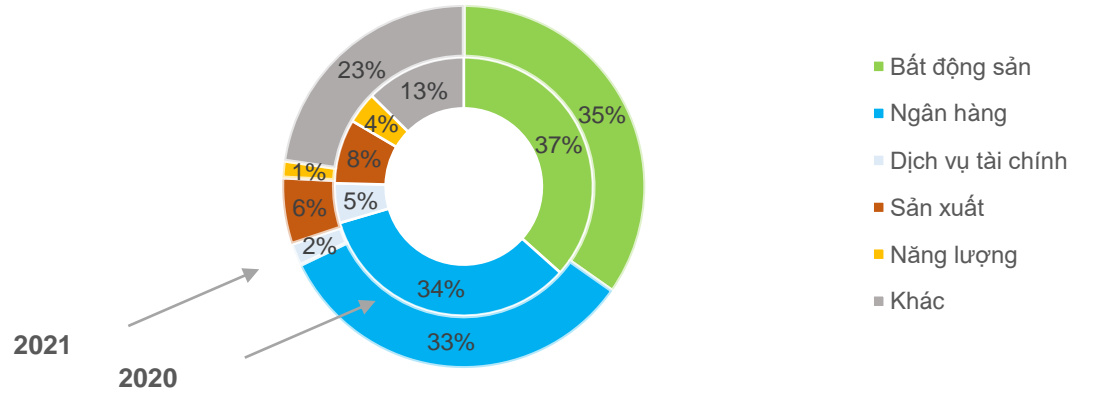
Tổng quan thị trường

Hình 1: Tăng trưởng trái phiếu doanh nghiệp nội địa Việt Nam



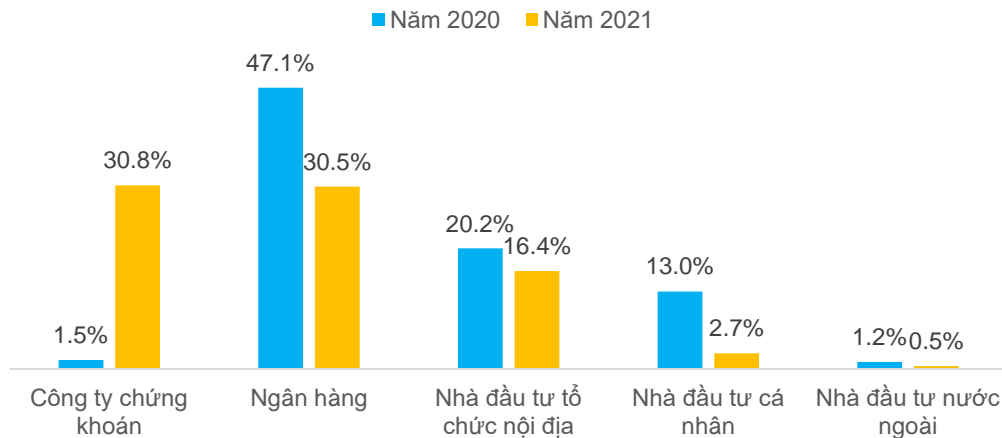
Nguồn: FiinRatings, HNX. Không bao gồm trái phiếu nước ngoài

Hình 2: Cơ cấu nhà phát hành



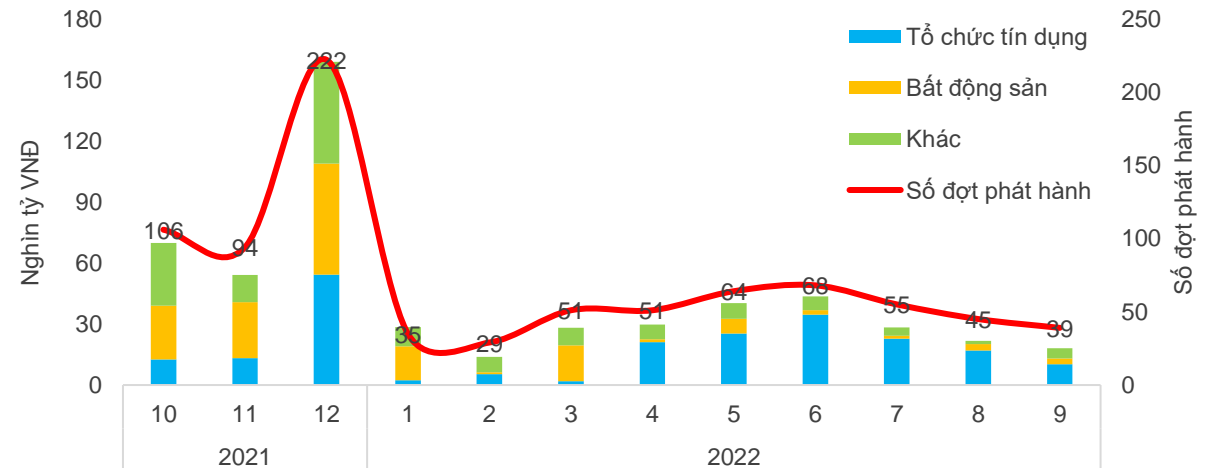
Nguồn: FiinRatings. Lưu ý: không bao gồm trái phiếu ngoại tệ

Hình 3: Nhà đầu tư tại đợt phát hành sơ cấp



Nguồn: FiinRatings.
Lưu ý: số liệu ước tính dựa trên giá trị phát hành, ngoại trừ trái phiếu ngân hàng. Các tổ chức trong nước không bao gồm các ngân hàng và các tổ chức tín dụng.

Hình 4: Hợp đồng phát hành mới và tạm dừng



Nguồn: FiinRatings

1. Cập nhật thị trường

2. Các rủi ro chính

3. Hàm ý chính sách

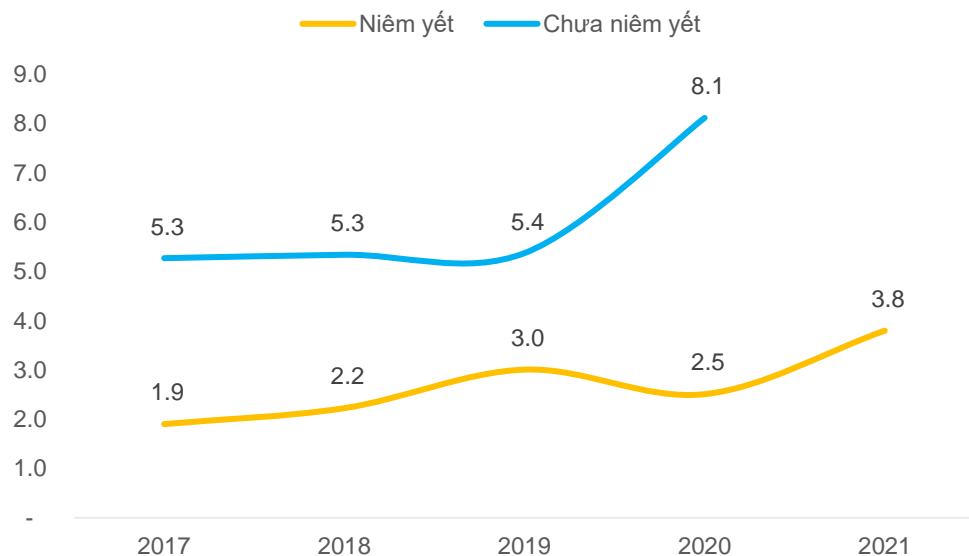


Những rủi ro chính đối với nền kinh tế nói chung

Stt.	Rủi ro chính	Nhân tố đóng góp chủ yếu	Đánh giá rủi ro	Tác động
1	Tác động xã hội	<ul style="list-style-type: none"> Trái phiếu tư nhân được nắm giữ bởi các trái chủ là nhà đầu tư cá nhân ở quy mô lớn (ước tính 32% giá trị lưu hành) Mức độ minh bạch tài chính/thông tin sản phẩm yếu Phân phối lại bởi các tổ chức trung gian cho cá nhân 	Cao	<ul style="list-style-type: none"> Tác động đến niềm tin của công chúng vào hệ thống tài chính, không chỉ phát hành trái phiếu mới, mà còn cả với lĩnh vực ngân hàng và thị trường chứng khoán. Việc tái cấp vốn không thể được thực hiện theo các đợt chào bán công khai ngay cả với các tổ chức phát hành tín dụng tốt
2	Vỡ nợ trái phiếu và vi phạm chéo	<ul style="list-style-type: none"> Lợi nhuận giảm cùng với chất lượng tín dụng xấu đi tại các tổ chức phát hành nổi bật Tạm ngưng phát hành mới trước áp lực nợ đến hạn lớn Kỳ hạn trái phiếu ngắn so với dòng tiền thu về 	Cao	<ul style="list-style-type: none"> Vi phạm chéo khi ngân hàng có tư cách là nhà đầu tư vào trái phiếu: chất lượng tài sản ngân hàng (mặc dù mức độ rủi ro không đáng kể: < 3% tài sản thu nhập lãi) Tác động đến các ngân hàng với tư cách là tổ chức phát hành trái phiếu và thị trường liên ngân hàng
3	Khủng hoảng thanh khoản nợ doanh nghiệp	<ul style="list-style-type: none"> Không chỉ các khoản vay ngân hàng chính thức, mà các khoản vay ngân hàng ngầm ở Việt Nam đang trong tình trạng tràn lan và mất khả năng thanh khoản 	Cao	<ul style="list-style-type: none"> Doanh nghiệp mất khả năng thanh toán Rủi ro đến Nợ xấu của ngân hàng tăng lên
4	Dịch chuyển vốn	<ul style="list-style-type: none"> Kết hợp với rủi ro tỷ giá/ VNĐ mất giá Niềm tin vào ngành ngân hàng/ hệ thống tài chính 	Trung bình	<ul style="list-style-type: none"> Trái phiếu quốc tế/ ngoại tệ và danh mục đầu tư/ dòng tiền vốn chủ sở hữu Chuyển tiền/hồi hương dòng ngoại tệ (gián tiếp/vốn danh mục đầu tư và tài khoản vốn trực tiếp như FDI)
5	Ảnh hưởng mục tiêu tăng trưởng kinh tế năm 2023	<ul style="list-style-type: none"> Đóng góp lớn của chủ đầu tư BĐS vào tăng trưởng GDP (đóng góp khoảng 20%) Doanh nghiệp mất khả năng thanh toán 	Trung bình	<ul style="list-style-type: none"> Suy thoái kinh tế Thất nghiệp

Chất lượng tín dụng yếu và suy yếu có thể dẫn đến vi phạm nghĩa vụ nợ trở nên phổ biến trong thời gian tới trước các xu hướng ngược chiều

Hình 5: Nợ ròng/EBITDA của các tổ chức phát hành trái phiếu



Nguồn: FiinRatings. Tổng nợ = Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn – Tiền mặt – Đầu tư tài chính ngắn hạn

- Năng lực tín dụng của các tổ chức phát hành tư nhân đã được FiinRatings đánh giá từ đầu năm 2021 cho thấy tình trạng yếu một cách đáng báo động ngay cả trước những xu hướng ngược chiều gần đây.

Hình 6: Triển vọng lợi nhuận cho Bất động sản và các lĩnh vực liên quan

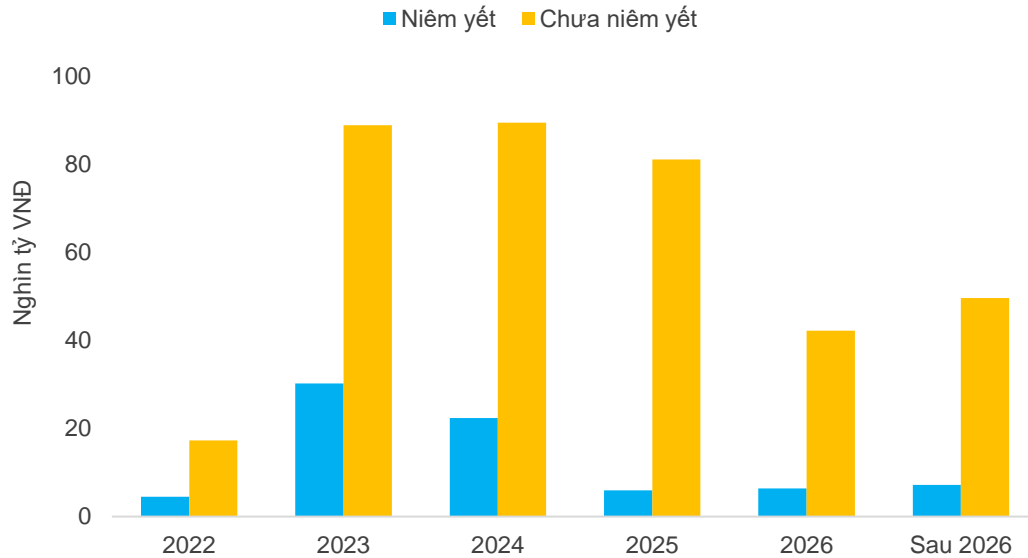
	Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022F
		%	%	%	%	%
Bất động sản và Vật liệu xây dựng						
Đất ở	24.5%	152.4%	38.1%	2.8%	33.0%	-25.2%
Khu công nghiệp	24.5%	10.4%	15.3%	21.1%	-3.5%	35.6%
Bất động sản bán lẻ	-17.4%	21.6%	19.1%	-16.2%	-42.5%	73.5%
Bất động sản cho thuê	-1321.3%	117.2%	176.4%	392.7%	-1.4%	-51.1%
Xây dựng	30.0%	-32.7%	-2.7%	-4.9%	34.2%	-3.7%
Thép	12.8%	-19.1%	-20.6%	97.4%	164.6%	-71.2%
Vật liệu xây dựng	-11.2%	-2.6%	11.8%	1.8%	-11.4%	-14.0%

Nguồn: Nền tảng FiinPro. 2022F là số dự báo của FiinGroup

- Nhưng không phải mọi phân khúc “bất động sản” đều giống nhau. Bất kỳ chính sách can thiệp nào cũng nên tính đến yếu tố này.

Vi phạm chéo và Rủi ro mất khả năng thanh toán của doanh nghiệp

Hình 7: Nợ đến hạn của các tổ chức phát hành bất động sản



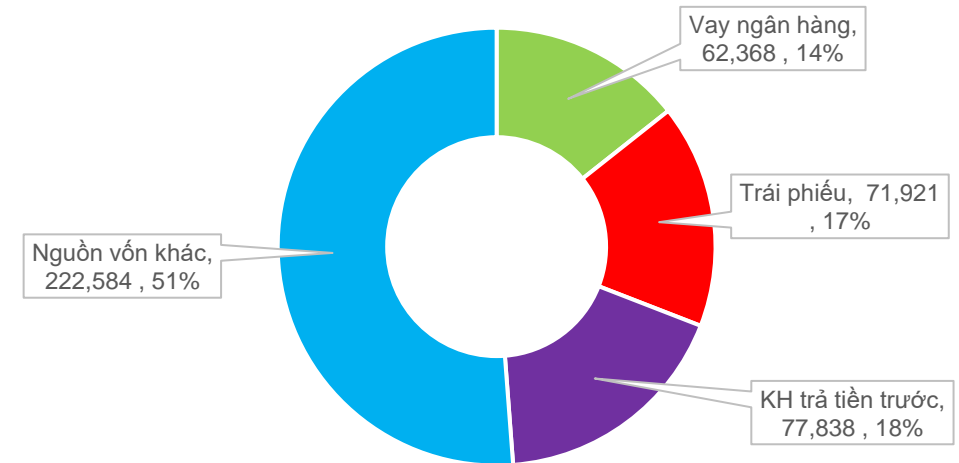
Nguồn: FiinRatings, HNX.

Ghi chú: Dữ liệu tổng hợp từ 1557 trái phiếu phát hành của 323 tổ chức phát hành bất động sản

- Nợ đến hạn đã giảm đáng kể do các khoản mua lại sớm trong giai đoạn gần đây (của Trái chủ) và mua lại (của Tổ chức phát hành).
- Nhưng áp lực vẫn còn rất đáng kể từ đầu năm 2023 nên cần có những can thiệp chính sách ngay từ BÂY GIỜ!

Hình 8: Nguồn vốn doanh nghiệp BĐS không chỉ bao gồm trái phiếu và vốn vay ngân hàng

Cơ cấu nợ của các chủ đầu tư BĐS nhà ở niêm yết (ĐVT: tỷ đồng)



Nguồn: FiinGroup.

Ghi chú: Dữ liệu được phân tích từ 54 công ty bất động sản nhà ở niêm yết với tổng giá trị vốn hóa là 910 tỷ đồng. Các công ty này có tổng số nợ là 435 tỷ đồng, tương đương khoảng 60% tổng tín dụng ngân hàng dành cho các nhà phát triển tại Việt Nam. Các nguồn khác bao gồm vay ngoại tệ, BCC và các nguồn khác.

- Đối với một mẫu đánh giá, trái phiếu doanh nghiệp và các khoản vay ngân hàng chỉ là một phần của câu chuyện. Thiết kế chính sách cho các can thiệp nên xem xét các nguồn quỹ khác nhau.
- Ví dụ: đơn giản hóa quy trình phê duyệt pháp lý cho các nhà đầu tư sẽ giúp họ có các đợt mở bán trước, đây cũng là một nguồn vốn quan trọng.

1. Cập nhật thị trường
2. Các rủi ro chính
3. Hàm ý chính sách



Gợi ý chính sách

Hành động khẩn hạn/ngay lập tức:

Gới thiệu công cụ thanh khoản được lựa chọn

- 1. Rà soát đặc biệt đối với các tổ chức phát hành lớn có rủi ro đối với các trái chủ cá nhân**
 - Hướng dẫn rõ ràng về việc cơ cấu lại nợ
 - Đánh giá rủi ro đối với ngân hàng và toàn bộ nền kinh tế
 - Cân bằng giữa công bố thông tin công khai và tái cơ cấu tư nhân
- 2. Chương trình tín dụng bất động sản**
 - Giới thiệu chương trình tín dụng nhà ở dành cho người mua nhà và bất động sản dưới dạng “Kiểm soát tín dụng một chu kỳ” (Ngân hàng => Người mua nhà => Chủ đầu tư => Ngân hàng)
 - Đặt thêm hạn mức tín dụng cho các ngân hàng đủ điều kiện làm tổ chức thực hiện
- 3. Thúc đẩy trái phiếu phát hành công khai**
 - Phê duyệt dễ dàng
 - Gia tăng sự công khai, bao gồm xếp hạng công khai
- 4. Thông điệp mạnh mẽ hơn từ Chính phủ để khôi phục niềm tin của thị trường nợ**
 - Kế hoạch hành động cụ thể
 - Cập nhật tiến độ

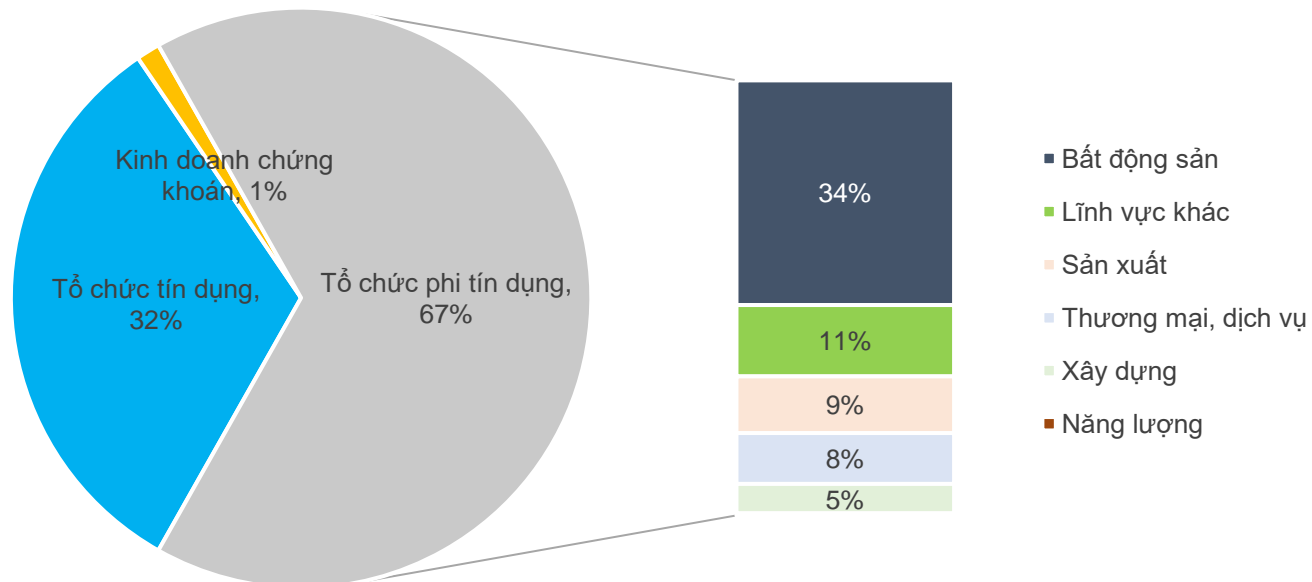
Trung hạn:

Hoàn thành các hoạt động theo kế hoạch

- 1. Tăng cường minh bạch thông tin:** chế độ công khai đối với chủ nợ; quy trình bán trái phiếu, tăng cường thực thi Xếp hạng tín dụng và thiết lập mô hình đơn vị định giá trái phiếu
- 2. Ra mắt thị trường thứ cấp tập trung vào tháng 6 năm 2023 theo yêu cầu của Nghị định 65:** để công bố thông tin, định giá và thanh khoản
- 3. Giáo dục thị trường:** công chúng, các nhà đầu tư đủ điều kiện và tổ chức
- 4. Mở rộng các nhà đầu tư cơ sở:** hiện tại chỉ có các ngân hàng và quỹ trái phiếu phải đối mặt với những hạn chế nghiêm ngặt.
- 5. Tín dụng xanh** bao gồm trái phiếu: nguyên tắc phân loại và ưu đãi

Tại sao tập trung vào trái phiếu bất động sản

Hình 9: Cơ cấu dư nợ trái phiếu nội tệ tính đến ngày 30/09/2022:

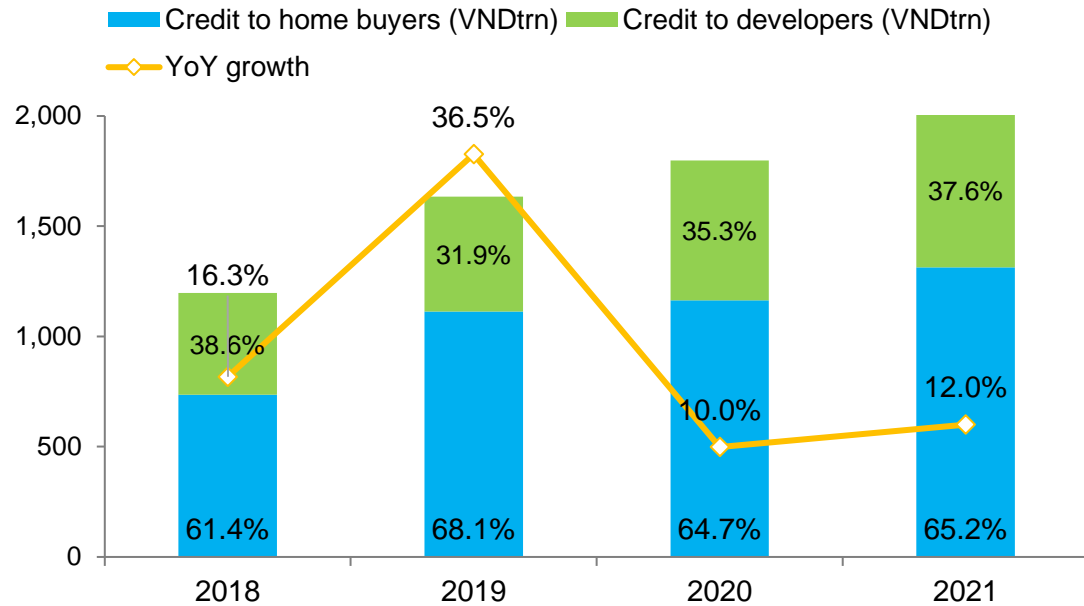


Nguồn: FiiRatings, HNX. Trái phiếu trong nước/nội địa chỉ bằng nội tệ.

- Tổng trái phiếu nội tệ đang lưu hành: 1.300 nghìn tỷ đồng (tương đương 52 tỷ USD), chiếm 13% GDP.
 - Trái phiếu ngân hàng: 391 nghìn tỷ đồng (16 tỷ USD) – 32%
 - Trái phiếu phi tài chính: 908 nghìn tỷ đồng (37 tỷ đô la Mỹ) – 67%, trong đó các ngân hàng nắm giữ khoảng 12 tỷ đô la Mỹ tính đến ngày 30 tháng 6 năm 2022.
- Cần chú ý đến trái phiếu bất động sản ước tính trị giá 455 nghìn tỷ đồng (18,5 tỷ USD):
 - Bất động sản chỉ chiếm khoảng 4% tín dụng ngân hàng của cả nước
 - Nhưng các vụ vi phạm chéo cũng đáng để theo dõi: khoảng 50% do vay ngân hàng và 50% do trái phiếu doanh nghiệp.
 - Một lần nữa, hiệu quả tín dụng kém (thắt chặt tín dụng, lãi suất/lạm phát cao, doanh số chào bán thấp nhưng quan trọng nhất là pháp lý/cấp phép dự án bị đình chỉ).

Tín dụng BĐS Việt Nam: Vẫn còn dư địa cho người mua nhà

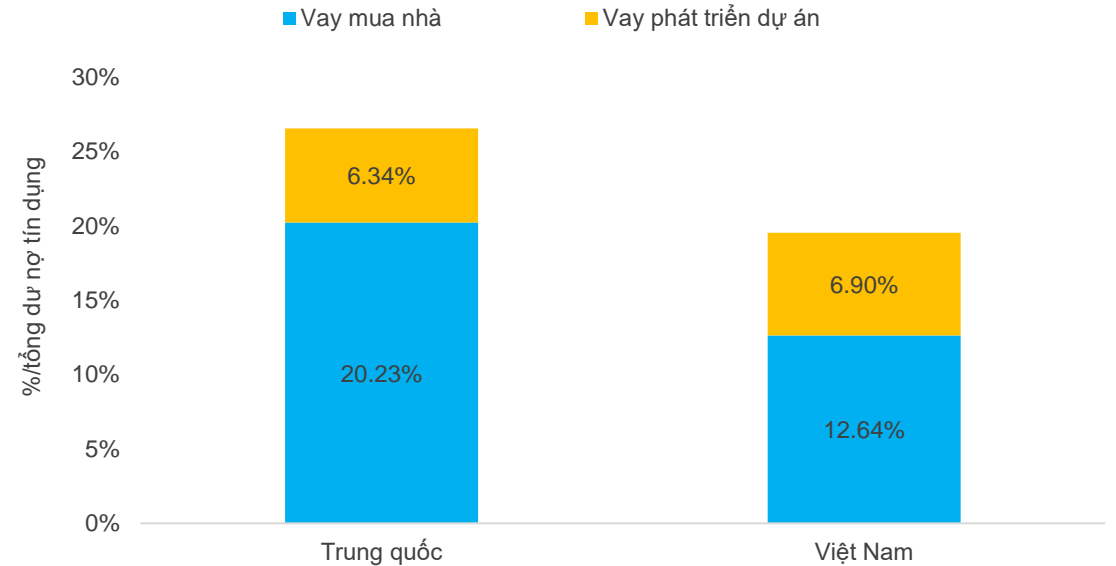
Hình 10: Tín dụng ngân hàng cho người mua nhà và chủ đầu tư



Nguồn: FiinRatings

- Các khoản có liên quan đến bất động sản chủ yếu do cho vay mua nhà
- Hệ thống ngân hàng ngầm rất quan trọng đối với các khoản tín dụng dành cho nhà đầu tư

Biểu đồ 11: Tín dụng BĐS/Tổng tín dụng ngân hàng: Việt Nam so với Trung Quốc, 2021

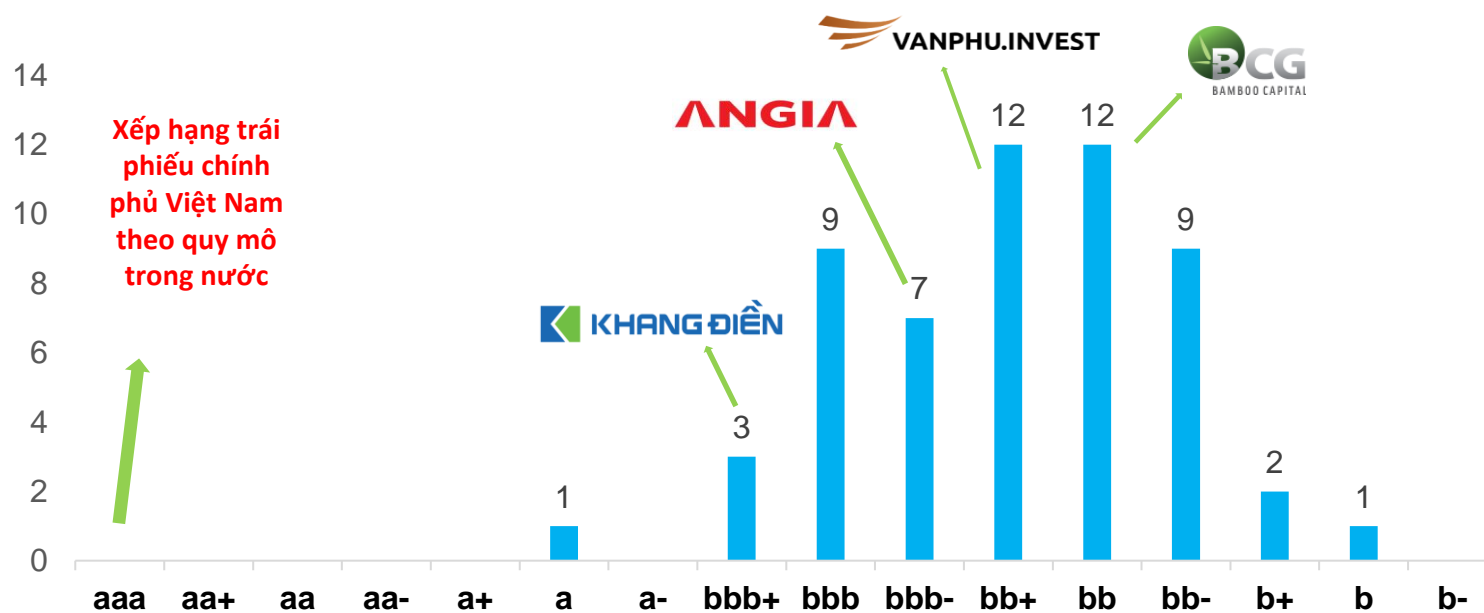


Nguồn: FiinRatings, SBVN, PBOC, NBS

- Tín dụng cho các nhà phát triển đang thâm nhập tương tự như của Trung Quốc. Nhưng mức độ tập trung cao vào các tổ chức phát hành lớn như VinGroup, Novaland, VTP, v.v.
- Đòn bẩy tài chính của Top 20 chủ đầu tư Việt Nam thấp hơn nhiều so với Trung Quốc.

Xếp hạng có thể là một tài liệu tham khảo tốt trong các thiết kế chính sách

Hình 12: Xếp hạng tương đối của các Chủ đầu tư BĐS niêm yết



Nguồn: FiinRatings

Lưu ý quan trọng: Ngoại trừ các tổ chức phát hành có tên và logo hiển thị trên Phụ lục, đây không phải là kết quả cuối cùng của FiinRatings. Để thực hiện xếp hạng, chúng tôi cần thực hiện phân tích định tính, bao gồm phỏng vấn với ban quản lý của công ty, thẩm định và đánh giá các đặc điểm của từng mô hình kinh doanh cụ thể.

- Việc đẩy mạnh xếp hạng tín nhiệm sẽ giúp không chỉ các nhà đầu tư cá nhân mà cả các ngân hàng thương mại trong việc lựa chọn, đánh giá và cho vay tín dụng phù hợp với mức độ chấp nhận rủi ro và chỉ đạo của NHNN: kiểm soát chặt chẽ rủi ro tín dụng bất động sản.
- Giúp “đồng bộ” thông tin về chất lượng tín dụng trái phiếu và tín dụng ngân hàng, qua đó hỗ trợ giám sát rủi ro vi phạm chéo của thị trường tín dụng nói chung.

Hình 13: Đặc điểm của các loại xếp hạng tín nhiệm khác nhau

Chất lượng tín nhiệm	Mô tả	Rủi ro kinh doanh	Rủi ro tài chính
[a]	<ul style="list-style-type: none"> • Quỹ đất sạch lớn tại một số thành phố và khu vực trung tâm, đa dạng sản phẩm và nguồn thu nhập. • Uy tín vững chắc và năng lực triển khai dự án đã được kiểm chứng. • Khả năng huy động vốn tốt và đòn bẩy tài chính thấp. 	Từ mạnh trở lên	Trung bình đến tương đối
[bbb]	<ul style="list-style-type: none"> • Quy mô trên trung bình với quỹ đất trung tâm thành phố. Khả năng thực hiện và tính khả thi đã được chứng minh. • Đòn bẩy tài chính dưới mức trung bình. 	Vừa đến mạnh	Trung bình đến tương đối
[bb]	<ul style="list-style-type: none"> • Quỹ đất tại các thành phố, vùng lân cận và các khu vực khác. • Đòn bẩy tài chính cao hơn. 	Trung bình đến vừa	Đáng kể đến cao
[b]	<ul style="list-style-type: none"> • Quy mô nhỏ đến trung bình. • Rủi ro cao hơn về khả năng thực hiện. • Đòn bẩy tài chính cao hơn. 	Dưới mức trung bình	Cao đến đòn bẩy tài chính cao

Nguồn: FiinRatings



FiinRatings[®]
ENLIGHTEN THE MARKET

Tài liệu này được soạn thảo bởi Công ty Cổ phần FiinRatings chỉ sử dụng cho mục đích tham khảo. Đây không phải là Báo cáo xếp hạng tín dụng và không khuyến nghị mua, bán hoặc nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào hoặc bất kỳ giao dịch cụ thể nào khác. Thông tin trong Báo cáo này, bao gồm dữ liệu, số liệu, bảng, phân tích và nhận xét của FiinRatings, chỉ được sử dụng để tham khảo theo quyết định của riêng bạn. FiinGroup sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ tổn thất hoặc hậu quả nào có thể xảy ra do việc sử dụng thông tin trong báo cáo này.

Công ty Cổ phần FiinRatings giữ bản quyền đối với báo cáo này và toàn bộ nội dung trong Báo cáo này. Báo cáo này được bảo hộ bản quyền theo pháp luật về quyền tác giả của Việt Nam và các nước theo các công ước, điều ước quốc tế về quyền tác giả mà Việt Nam là thành viên.