

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

tuntt@ssi.com.vn

Nghị định 81 khiến các doanh nghiệp tăng tốc phát hành trong tháng 7,8; lượng phát hành riêng lẻ tháng 9 giảm tới 84% so với tháng 8: Các doanh nghiệp phát hành 164,4 nghìn tỷ đồng trái phiếu trong Q3.2020 (+95% so với cùng kỳ 2019), lũy kế 9T2020 phát hành 341 nghìn tỷ (+79% so với cùng kỳ 2019).

Tỷ lệ phát hành/ chào bán lên đến 98% cho thấy nhu cầu thị trường ở mức cao

Các doanh nghiệp bất động sản phát hành 137,5 nghìn tỷ đồng tương đương 40,3% tổng phát hành 9T2020 – chiếm tỷ trọng cao nhất toàn thị trường

Các NHTM phát hành 36 nghìn tỷ trái phiếu tăng vốn cấp 2 để cải thiện hệ số CAR

Nhóm trái phiếu năng lượng gia tăng tỷ trọng khiến kỳ hạn phát hành bình quân dài hơn

Cần thận trọng với các trái phiếu không có TSDB hoặc được đảm bảo bằng cổ phiếu

Từ Q4.2020, các doanh nghiệp cần huy động vốn sẽ quay trở lại với kênh tín dụng. Việc phát hành ra công chúng khó có thể tăng mạnh do điều kiện phát hành chặt chẽ và quy trình thủ tục mất khá nhiều thời gian. Hoạt động định hạng tín nhiệm TPDN sẽ được đẩy mạnh triển khai. Thị trường TPDN thứ cấp vẫn hết sức sôi động nhờ môi trường lãi suất tiền gửi thấp

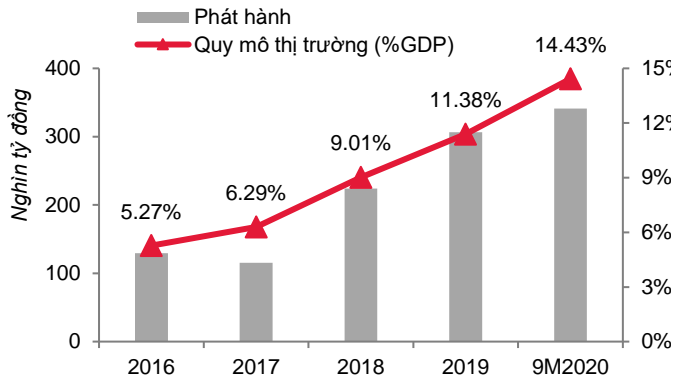
1. Các doanh nghiệp tăng tốc phát hành riêng lẻ trước khi Nghị định 81 có hiệu lực

Trong Q3.2020, các doanh nghiệp phát hành tổng cộng 164,4 nghìn tỷ đồng trái phiếu – tăng 29% so với quý trước và +95% so với cùng kỳ 2019. Tổng lượng TPDN phát hành 9 tháng đầu năm là 341 nghìn tỷ đồng, tăng 79% so với cùng kỳ 2019. Quy mô thị trường TPDN tính trên GDP tăng nhanh từ mức 11,4% tại cuối 2019 lên 14,4% vào cuối tháng 9/2020.

Tính từ đầu năm đến nay, chỉ có 23,5 nghìn tỷ TPDN được phát hành ra công chúng gồm: 10 nghìn tỷ đồng của CTCP Tập đoàn Masan phát hành vào tháng 3, 5 và 6/2020; 9,46 nghìn tỷ đồng của Vietinbank vào tháng 7 và 9/2020; 2 nghìn tỷ của Vincom Retail vào tháng 8; và 2 nghìn tỷ của Công ty TNHH Khai thác và chế biến Khoáng sản Núi Pháo vào tháng 7/2020. Trái phiếu phát hành riêng lẻ chiếm tới 94% tổng TPDN phát hành trong 9 tháng.

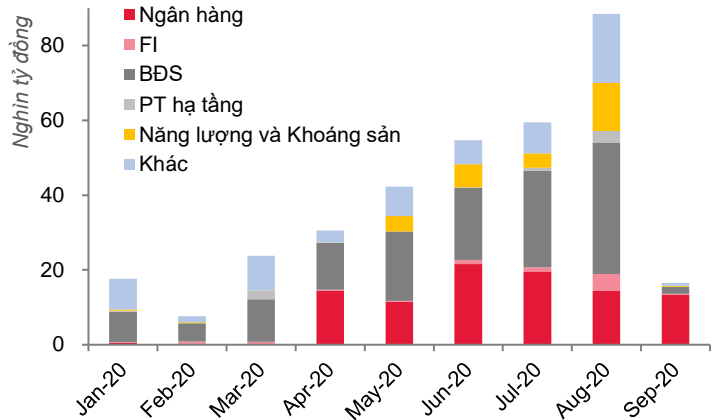
Đáng chú ý, lượng phát hành riêng lẻ tăng vọt trong tháng 8 và sụt giảm mạnh trong tháng 9. Có tới 86,4 nghìn tỷ trái phiếu phát hành trong tháng 8, tăng +71% so với tháng 7 và chiếm 57% lượng phát hành riêng lẻ cả quý. Sang tháng 9, chỉ có 14,1 nghìn tỷ TPDN được phát hành riêng lẻ, giảm tới 84% so với tháng 8 và chủ yếu là trái phiếu của các NHTM. Diễn biến này không có nhiều bất ngờ khi các điều kiện phát hành riêng lẻ bị siết chặt hơn tại Nghị định 81/2020/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung Nghị định 163/2018/NĐ-CP có hiệu lực từ 01/9/2020, các doanh nghiệp có nhu cầu huy động vốn qua kênh trái phiếu sẽ phải chuyển sang hình thức phát hành ra công chúng.

Quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam



Nguồn: Bộ Tài chính, HNX, GSO, SSI tổng hợp

Lượng trái phiếu doanh nghiệp phát hành theo tháng



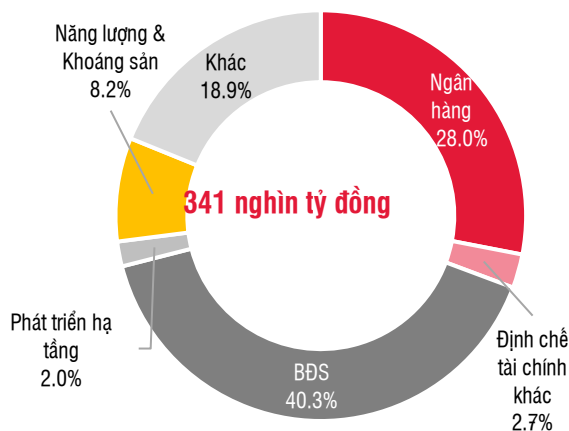
Nguồn: HNX, SSI tổng hợp

2. Nhu cầu thị trường gia tăng mạnh đáp ứng với nguồn cung

Dù lượng TPDN chào bán ra thị trường trong 9T 2020 đã vượt tổng lượng chào bán của cả năm 2019 nhưng tỷ lệ phát hành/ khối lượng chào bán bình quân 9T 2020 đã tăng lên mức 98% từ mức 93% của năm 2019. Tỷ lệ phát hành thành công của tất cả các nhóm đều cải thiện trong đó mạnh nhất là nhóm trái phiếu BDS khi tăng từ mức 87,5% (2019) lên tới 97,2% (9T 2020) cho thấy nhu cầu thị trường đối với TPDN đang ở mức rất cao.

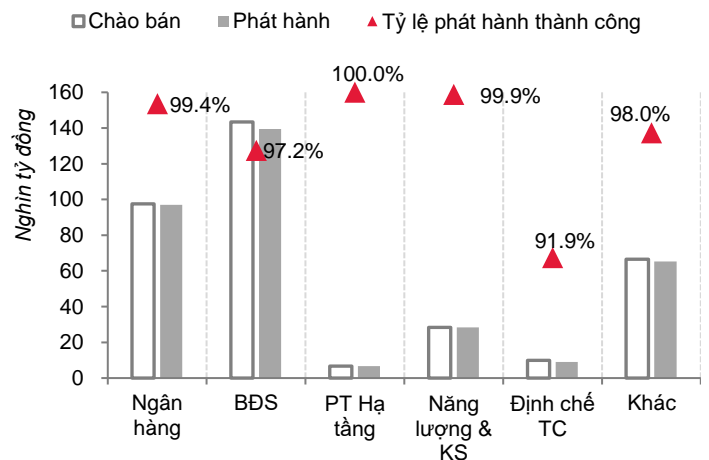
Trong tổng số 341 nghìn tỷ TPDN phát hành 9T 2020, các doanh nghiệp BDS phát hành 137,5 nghìn tỷ đồng (40.3%); ngân hàng phát hành 95,6 nghìn tỷ đồng (28%); doanh nghiệp năng lượng và khoáng sản phát hành 27,8 nghìn tỷ đồng (8.2%); các định chế tài chính khác phát hành 9 nghìn tỷ đồng (2.7%); doanh nghiệp phát triển hạ tầng phát hành 6,7 nghìn tỷ đồng (2%); còn lại là các doanh nghiệp khác

Cơ cấu tổ chức phát hành 9T2020



Nguồn: Bộ Tài chính, HNX, GSO, SSI tổng hợp

Tỷ lệ phát hành thành công của từng nhóm TPDN



Nguồn: HNX, SSI tổng hợp

3. Các doanh nghiệp bất động sản vẫn là tổ chức phát hành nhiều nhất

Lượng trái phiếu các doanh nghiệp BĐS phát hành trong Q3.2020 là gần 63 nghìn tỷ đồng, tập trung vào tháng 7 và 8/2020, tương đương 44% tổng TPĐN BĐS phát hành 9 tháng 2020. Một số doanh nghiệp phát hành nhiều nhất trong Q3.2020 là: CTCP Đầu tư Quang Thuận (9.450 tỷ đồng, chia làm 89 đợt), Novaland (7.017 tỷ đồng, chia làm 21 đợt), Công ty TNHH MTV Khách sạn Quốc tế Thiên Phúc (6.450 tỷ đồng, chia làm 47 đợt), CTCP BĐS Mỹ (2.364 tỷ đồng, chia làm 51 đợt)...

Đáng chú ý, Công ty TNHH Phát triển Phú Mỹ Hưng phát hành 75 triệu USD trái phiếu quốc tế vào tháng 9. Sang tháng 10, doanh nghiệp này phát hành tiếp 80 triệu USD trái phiếu niêm yết trên sở GDCK Đài Bắc (Đài Loan).

Tính chung 9 tháng, 88 doanh nghiệp BĐS phát hành tổng cộng 137.5 tỷ đồng trái phiếu trong đó chỉ có 16 doanh nghiệp BĐS niêm yết phát hành 26,7 nghìn tỷ đồng, còn lại 110,8 nghìn tỷ đồng (tương đương 80,6%) là do 72 doanh nghiệp chưa niêm yết phát hành.

Các doanh nghiệp Bất động sản phát hành trên 3.000 tỷ đồng trong 9T2020

TT	Tổ chức phát hành	Phát hành (tỷ đồng)	Kỳ hạn bình quân (năm)
1	Vinhomes	12,000	2.16
2	Cty TNHH Saigon Glory	10,000	4.00
3	CTCP Tập đoàn đầu tư địa ốc No va	9,754	2.82
4	CTCP Đầu tư Quang Thuận	9,450	4.27
5	TNR Holdings	8,321	4.65
6	Cty TNHHMTV Khách sạn Quốc tế Thiên Phúc	6,450	4.47
7	CTCP BĐS Mỹ	5,172	5.00
8	CTCP Đầu tư và cho thuê tài sản TNL	3,874	5.00
9	CTCP DV TM thành phố HCM	3,750	3.00
10	Cty TNHH Mặt trời Hạ Long	3,500	1.21
11	Cty TNHH Mặt trời Phú Quốc	3,385	3.19
12	CTCP Địa ốc Phú Long	3,100	3.00

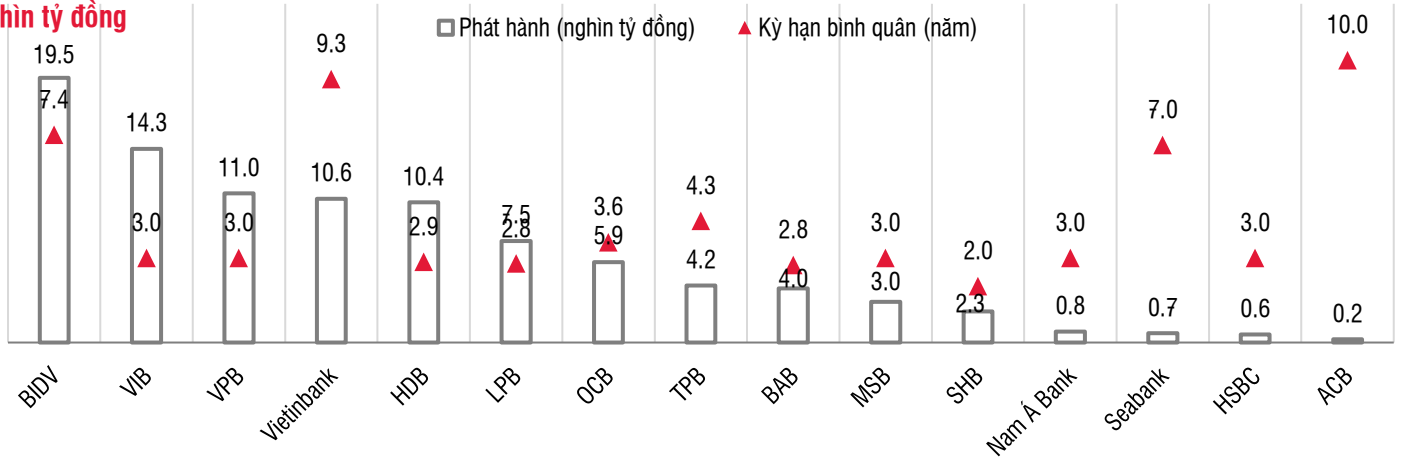
Nguồn: SSI Tổng hợp

4. Các NHTM đẩy mạnh phát hành trái phiếu tăng vốn cấp 2

Trong 9 tháng đầu năm, các ngân hàng (Vietinbank, BIDV, Seabank, ACB và TPbank) phát hành hơn 36 nghìn tỷ trái phiếu có kỳ hạn hơn 5 năm để tăng vốn cấp 2 – cao hơn 5% tổng lượng phát hành trái phiếu tăng vốn cấp 2 của cả năm 2019 và chiếm 37,7% tổng lượng trái phiếu ngân hàng phát hành 9T2020. Theo Ngân hàng Nhà nước, tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu (CAR) của nhóm các NHTM áp dụng theo Basel II tại cuối tháng 8 là 11.67% - tăng so với mức 11.13% vào tháng 1/2020; trong đó nhóm NHTMNN là 9.71%, nhóm các NHTMCP là 10.75%.

Các NHTM phát hành trái phiếu trong 9T2020

341 nghìn tỷ đồng



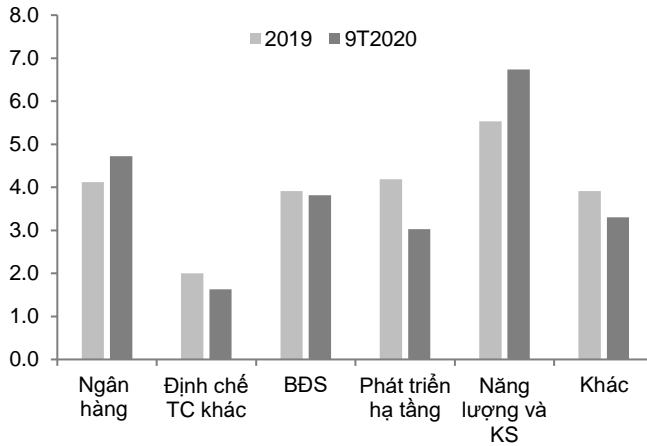
Nguồn: SSI tổng hợp

5. Nhóm trái phiếu năng lượng gia tăng tỷ trọng khiến kỳ hạn phát hành bình quân dài hơn

Trái phiếu các doanh nghiệp năng lượng và khoáng sản luôn có kỳ hạn dài nhất trong các TPDN phát hành. Trong 9 tháng 2020, tổng lượng phát hành của các doanh nghiệp nhóm này là 27,8 nghìn tỷ đồng- tăng gấp 3,8 lần so với cùng kỳ 2019; kỳ hạn trái phiếu bình quân là 6.74 năm – dài hơn so với 5.53 năm của 2019. Vì vậy, kỳ hạn bình quân TPDN phát hành 9T 2020 là 4.14 năm – tăng so với mức bình quân 4 năm của 2019.

Các ngân hàng tăng giải ngân cho các dự án sản xuất và phân phối điện thông qua cả kênh cho vay và trái phiếu doanh nghiệp. Nhiều trái phiếu của các công ty năng lượng như Công ty TNHH Điện mặt trời Trung Nam Thuận Nam, các công ty Ea Súp, CTCP Năng lượng Bắc Phương... do các NHTM nắm giữ. Trong nửa đầu năm 2020, dư nợ cho vay lĩnh vực sản xuất và phân phối điện của khối các NHTMCP cũng tăng thêm 11,9% so với cuối năm 2019, cao hơn rất nhiều mức tăng trưởng cho vay chung của các NHTMCP chỉ là 4,55%.

Mặc dù tất cả các trái phiếu năng lượng đều có tài sản đảm bảo hoặc được bảo lãnh thanh toán bởi bên thứ 3 và điện mặt trời cũng đang được Nhà nước khuyến khích nhưng nhà đầu tư cũng nên cẩn trọng vì: thời hạn trái phiếu rất dài; mạng lưới truyền tải điện quốc gia chưa đủ đáp ứng công suất các nhà máy điện mặt trời, đặc biệt ở khu vực Bình Thuận, Ninh Thuận; giá ưu đãi 2.086đ/kWh chỉ áp dụng với các dự án điện mặt trời nằm trong quy hoạch và vận hành thương mại trước 1/1/2021 (theo Quyết định 13/2020/QĐ-TTg).



TT	Tổ chức phát hành	Phát hành (tỷ đồng)	Kỳ hạn bình quân (năm)
1	Cty TNHH Điện mặt trời Trung Nam Thuận Nam	5,300	8.99
2	Cty TNHH khai thác chế biến khoáng sản Núi Pháo	4,600	3.00
3	CTCP Ea Súp 5	2,110	7.92
4	CTCP Xuân Thiện Ninh Thuận	2,036	5.66
5	Cty TNHH Xuân Thiện Đắk Lắk	1,880	9.56
6	CTCP Ea Súp 2	1,630	7.67
7	CTCP Ea Súp 1	1,630	7.67
8	CTCP Ea Súp 3	1,630	7.67
9	CTCP Xuân Thiện Thuận Bắc	1,234	5.68

Nguồn: HNX, SSI tổng hợp

Nguồn: HNX, SSI tổng hợp

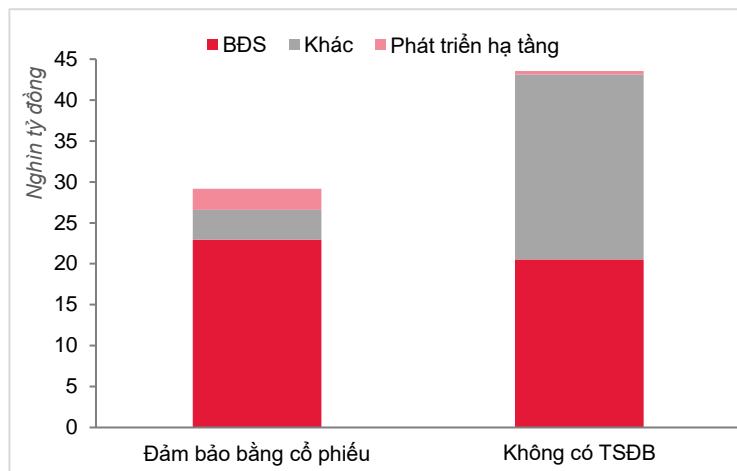
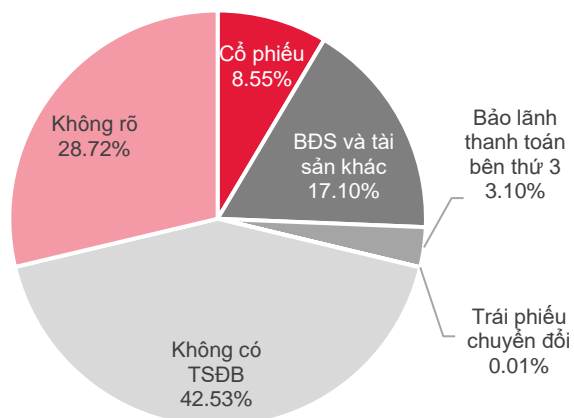
6. Cần thận trọng với các trái phiếu không có TSĐB hoặc được đảm bảo bằng cổ phiếu

Ngày 28/7/2020, Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội đã ban hành Quy chế vận hành Chuyên trang thông tin TPĐN tại HNX, theo đó thông tin phát hành trái phiếu riêng lẻ được công bố trên HNX sau đó rất vắn tắt và không có các thông tin cơ bản về lãi suất, bên mua, tài sản đảm bảo...

Trong 9T2020, nếu loại trừ 98 nghìn tỷ đồng TPĐN không có thông tin về tài sản đảm bảo và toàn bộ 101,5 nghìn tỷ đồng trái phiếu ngân hàng và CTCK không có tài sản đảm bảo, số trái phiếu trái phiếu không có tài sản đảm bảo là 43,5 nghìn tỷ, gồm: 20,5 nghìn tỷ là trái phiếu BĐS (TNR Holdings, Địa ốc Phú Long, CTCP BĐS Mỹ, CTCP Đầu tư và Xây dựng Phú Thượng...); và 22,6 nghìn tỷ trái phiếu của các doanh nghiệp khác (Sovico, Masan, BCG, IPA...)

Có 29,1 nghìn tỷ trái phiếu được bảo đảm bằng cổ phiếu của chính tổ chức phát hành hoặc của bên thứ 3, gồm: 22,9 nghìn tỷ đồng trái phiếu BĐS (Vinhomes, CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt, Novaland...); và các trái phiếu của Tổng CTCP Thiết bị Điện VN, Camimex, Uniben, CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP HCM...

Chúng tôi không đánh giá cao chất lượng tài sản đảm bảo là cổ phiếu vì khi sự kiện vi phạm xảy ra, giá trị cổ phiếu sẽ sụt giảm rất nhanh thậm chí giá trị cổ phiếu của tổ chức phát hành có thể về 0 nếu doanh nghiệp mất khả năng thanh toán/phá sản. Bởi vậy, các nhà đầu tư cần cẩn trọng khi xem xét đầu tư vào các trái phiếu không có TSĐB hoặc đảm bảo bằng cổ phiếu



Nguồn: Bộ Tài chính, HNX, GSO, SSI tổng hợp

Nguồn: HNX, SSI tổng hợp

7. Dự báo thị trường TPDN trong quý cuối năm 2020

Các doanh nghiệp cần huy động vốn sẽ quay trở lại với kênh tín dụng

Tín dụng 9 tháng 2020 chỉ tăng 6.09% so với cuối năm 2019. NHNN dự kiến tăng trưởng tín dụng cả năm 2020 có thể đạt 8-10%, tức là có khoảng 150-320 nghìn tỷ đồng tín dụng tăng thêm trong Q4.2020. Cùng với việc Ngân hàng Nhà nước giãn lộ trình giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn, NHNN cũng đã giảm trần lãi suất tiền gửi và cho vay ngắn hạn lần thứ 3 trong năm nay.

Ngoại trừ các NHTM thực hiện phát hành trái phiếu riêng lẻ theo Thông tư 34/2013/TT-NHNN, các doanh nghiệp khác đều tuân thủ theo Nghị định 81/2020/NĐ-CP có hiệu lực từ 01/9/2020 (thay thế Nghị định 163/NĐ-CP) nên sẽ giảm mạnh phát hành trái phiếu riêng lẻ trong Q4.2020. Các doanh nghiệp cần vốn sẽ quay trở lại kênh tín dụng của các NHTM vốn có đủ năng lực và trình độ để thẩm định và xử lý các rủi ro phát sinh, bảo vệ nhà đầu tư nhỏ lẻ trước tình trạng phát hành ồ ạt nhưng thiếu công bố thông tin như giai đoạn vừa qua.

Việc phát hành ra công chúng khó có thể tăng mạnh

Việc phát hành trái phiếu ra công chúng thực hiện theo quy định tại Thông tư số 75/2004/TT-BTC trong đó có điều kiện phát hành là doanh nghiệp phải kinh doanh có lãi (có lợi nhuận sau thuế năm liền trước là số dương, không có lỗ lũy kế đến thời điểm phát hành). Đây chính là nút thắt lớn nhất tại Nghị định 90/2011/NĐ-CP quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ. Sau khi điều kiện này bị xóa bỏ tại Nghị định 163 thay thế Nghị định 90, thị trường TPDN đã tăng trưởng bùng nổ từ 2019 đến nay. Qua đó có thể thấy có khá nhiều doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp BĐS, không đáp ứng được điều kiện này.

Ngoài ra, các quy định về hồ sơ phát hành và công bố thông tin khắt khe hơn phát hành riêng lẻ, các bước thực hiện cũng tốn thời gian hơn (Ủy ban Chứng khoán cấp Giấy chứng nhận đăng ký phát hành trái phiếu ra công chúng trong vòng 30 ngày kể từ ngày nhận đủ hồ sơ hợp lệ, phải hoàn thành phân phối trong vòng 90 ngày nếu không sẽ bị thu hồi Giấy phép).

Hoạt động xếp hạng tín nhiệm TPDN sẽ được đẩy mạnh triển khai

Quyết định 507/QĐ-TTg ngày 17/4/2015 của Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt Quy hoạch phát triển dịch vụ xếp hạng tín nhiệm đến năm 2020 và tầm nhìn 2030. Trong đó đưa ra mục tiêu đến năm 2030 sẽ cấp giấy chứng nhận cung cấp dịch vụ xếp hạng tín nhiệm cho tối đa 05 doanh nghiệp và đến 2020 là toàn bộ các đợt phát hành TPDN đều được xếp hạng tín nhiệm.

Dịch vụ xếp hạng tín nhiệm cũng đã được quy định tại Nghị định 88/2014/NĐ-CP cho thấy hành lang pháp lý cho việc thành lập và hoạt động xếp hạng tín nhiệm đã tương đối đầy đủ từ 5 năm trước đây. Tuy nhiên, đến thời điểm hiện tại chỉ có 2 doanh nghiệp có giấy phép nhưng mới triển khai dịch vụ xếp hạng tín nhiệm cho rất ít các doanh nghiệp.

Hiện tại, Hiệp hội Thị trường Trái phiếu Việt Nam (VBMA) đang phối hợp với các tổ chức xếp hạng tín nhiệm quốc tế như Moody's, Standard and Poor's thành lập tổ chức xếp hạng định mức tín nhiệm. Hoạt động định hạng tín nhiệm được kỳ vọng sẽ triển khai mạnh hơn trong thời gian tới.

Thị trường TPDN thứ cấp vẫn hết sức sôi động

Lãi suất tiền gửi tiếp tục giảm mạnh (70-110bps) trong Q3.2020 đưa lãi suất tiền gửi về vùng thấp lịch sử, hiện chỉ giữ ở mức 3-3.8%/năm với kỳ hạn dưới 6 tháng, 3.7-5.0%/năm với kỳ hạn 6 đến dưới 12 tháng, 4.9-5.8%/năm với kỳ hạn 12,13 tháng. Chênh lệch lãi suất giữa TPDN trên thứ cấp và lãi suất tiền gửi tiếp tục giãn rộng, chúng tôi khảo sát mức chênh lệch này đang khoảng từ 2%-4%/năm. Nhu cầu với TPDN tăng cao trong khi nguồn cung sụt giảm sẽ khiến thị trường thứ cấp tiếp tục tăng nhiệt trong Q4.2020.

KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Chuyên viên phân tích cao cấp

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715