

Báo cáo thị trường TPDN

Áp lực đáo hạn TPDN BĐS 2023-2024

Quy mô thị trường tính đến đầu Q3/2022 đạt khoảng 1.6 triệu tỷ đồng, tương ứng gần 18.3% GDP và bằng 14.2% dư nợ tín dụng. Trong đó giai đoạn 2019-2021 là thời điểm bùng nổ của thị trường trái phiếu doanh nghiệp cả về giá trị và số lượt phát hành

Quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp của Việt Nam vẫn còn tương đối thấp trong khu vực, do đó rủi ro chung đặt ra cho toàn bộ nền kinh tế không quá đáng kể. Tuy nhiên, rủi ro vỡ nợ trái phiếu đối với một số doanh nghiệp bất động sản đang hiện hữu

Cuối năm 2022 và 2023-2024 sẽ là giai đoạn khó khăn về dòng tiền đối với các công ty bất động sản có khối lượng trái phiếu đến hạn lớn. Đặc biệt đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ có chất lượng tài sản kém sẽ gặp rất nhiều khó khăn trong việc xoay vốn

Đối với các doanh nghiệp bất động sản lớn, mức độ rủi ro sẽ thấp hơn nhờ có các dự án chất lượng và khả năng huy động vốn cao hơn. Tuy nhiên, bởi nhu cầu huy động dòng tiền mới nhằm thanh toán các nghĩa vụ đáo hạn của trái phiếu phát hành từ những năm trước, các công ty này đã phải đẩy mạnh tích lũy và triển khai các dự án mới để có khả năng huy động thêm nguồn vay nợ bất chấp những giai đoạn thị trường tăng trưởng nóng. Điều này sẽ gây mất cân đối dòng tiền và làm giảm hiệu quả hoạt động trong những năm tới

Nguyễn Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Tài chính & Công nghệ
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Hoàng Bảo Nga
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản nhà ở
ngaphb@kbsec.com.vn

Thái Hữu Công
Chuyên viên chiến lược đầu tư
congth@kbsec.com.vn

Trần Thị Phương Anh
Chuyên viên chiến lược đầu tư
anhhttp@kbsec.com.vn

Lê Hạnh Quyên
Chuyên viên vĩ mô
quyenlh@kbsec.com.vn

05/08/2022

Quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp

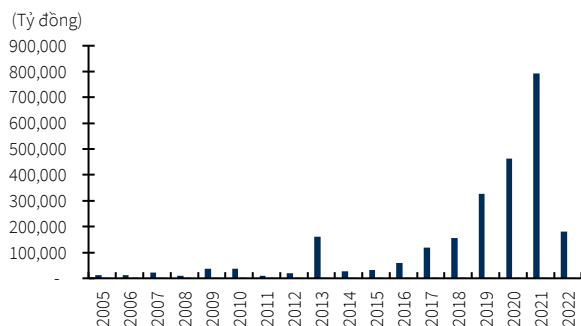
Quy mô thị trường TPDN đạt 1.6 triệu tỷ đồng, tương ứng gần 18.3% GDP và bằng 14.2% dư nợ tín dụng

Trong đó giai đoạn 2019-2021 là thời điểm bùng nổ của thị trường

Kể từ năm 2005 khi thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam bắt đầu hoạt động, tổng giá trị phát hành tính đến đầu Q3/2022 đạt gần 2.5 triệu tỷ đồng với hơn 5,000 đợt phát hành, đóng vai trò quan trọng giúp cung ứng vốn cho nền kinh tế. Quy mô thị trường hiện đã tăng mạnh 140 lần lên khoảng 1.6 triệu tỷ đồng, tương ứng gần 18.3% GDP và bằng 14.2% dư nợ tín dụng toàn ngành.

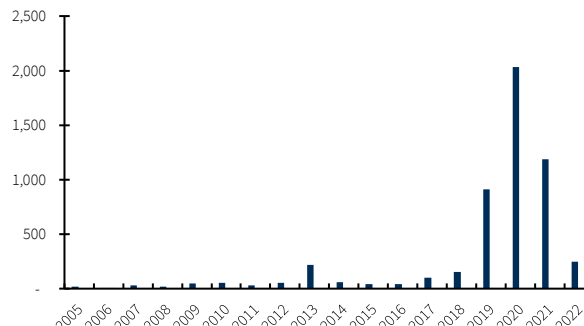
Đặc biệt, giai đoạn 2019-2021 chứng kiến sự bùng nổ của thị trường trái phiếu doanh nghiệp với số lượng phát hành tăng đột biến. Chỉ tính riêng 3 năm trên, giá trị phát hành lên đến gần 1.6 triệu tỷ đồng, chiếm 64% tổng lượng phát hành từ 2005-2022 (nguyên nhân được phân tích ở phần sau) khiến quy mô/GDP tăng từ mức 7.3% trong năm 2018 lên gần 18.9% trong năm 2021.

Biểu đồ 1. Tổng giá trị TPDN phát hành 2005-3Q2022



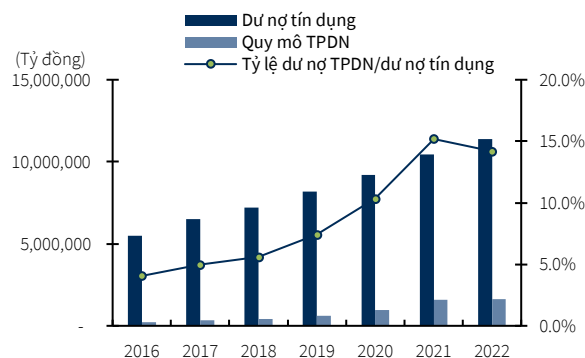
Nguồn: VBMA, Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 2. Số lượng các đợt phát hành 2005-3Q2022



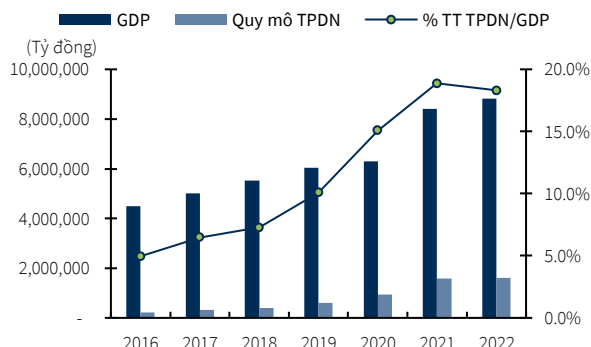
Nguồn: VBMA, Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 3. Quy mô TPDN/dư nợ tín dụng



Nguồn: VBMA, Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 4. Quy mô TPDN/GDP

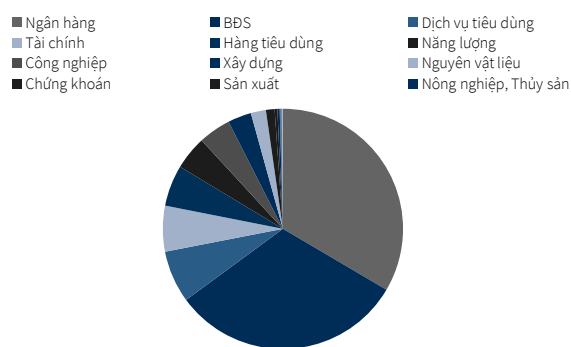


Nguồn: VBMA, Fiinpro, KBSV

Nhóm bất động sản và Ngân hàng chiếm phần lớn khối lượng trái phiếu phát hành

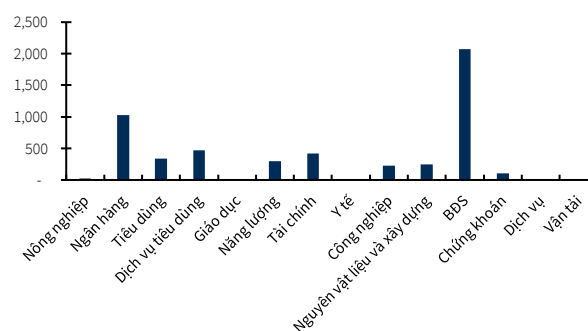
Xét về cơ cấu nhóm ngành, nhóm Ngân hàng và Bất động sản chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu phát hành trái phiếu doanh nghiệp, lần lượt chiếm 65% về giá trị và 60% về số lượng các đợt phát hành giai đoạn 2005-2022 do đây là hai ngành có quy mô và nhu cầu vốn lớn; tiếp sau đó là nhóm dịch vụ tiêu dùng (7% GTPH), tài chính (6.2% GTPH) và hàng tiêu dùng (5.5% GTPH).

Biểu đồ 5. Giá trị phát hành theo nhóm ngành



Nguồn: VBMA, Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 6. Số lượng đợt phát hành theo nhóm ngành



Nguồn: VBMA, Fiinpro, KBSV

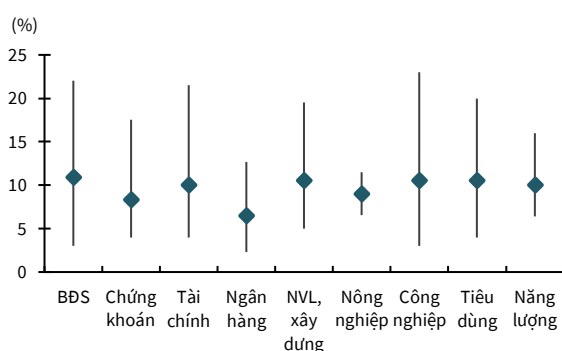
Lãi suất trung bình các đợt phát hành quanh mức 10%, trong đó nhóm BĐS có mức lãi suất cao nhất

Tùy thuộc vào loại hình doanh nghiệp và cơ cấu phát hành, mức lãi suất trái phiếu giao động từ 2.3% đến 23%. Trong đó nhóm bất động sản với đặc thù rủi ro cao có mức lãi suất bình quân cao nhất so với các nhóm ngành khác (quanh mức 10.9%), ở chiều ngược lại nhóm ngân hàng có mức lãi suất bình quân thấp nhất quanh mức 6.5%.

Phần lớn trái phiếu có kỳ hạn 3 năm

Xét về kỳ hạn phát hành, các trái phiếu chủ yếu có kỳ hạn 3 năm với mục đích đáp ứng vốn trung và dài hạn. Ngoài ra, riêng đối với nhóm năng lượng do cần huy động vốn lớn và thời gian khấu hao dài nên trái phiếu phần nhiều có kỳ hạn trên 5 năm.

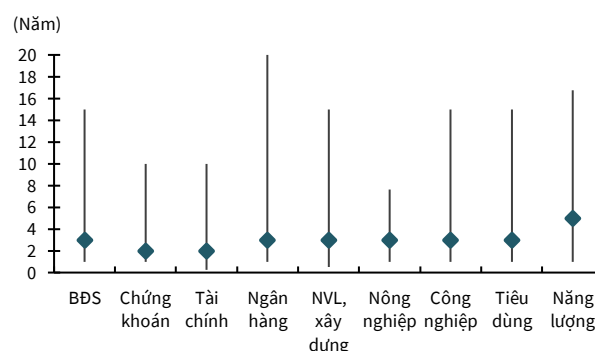
Biểu đồ 7. Biểu lãi suất TPDN



Nguồn: VBMA, Fiinpro, KBSV

Ghi chú: biểu tượng tứ giác thể hiện mức trung vị

Biểu đồ 8. Kỳ hạn TPDN



Nguồn: VBMA, Fiinpro, KBSV

Ghi chú: biểu tượng tứ giác thể hiện mức trung vị

Phương thức phát hành riêng lẻ chiếm đến khoảng 90% các đợt phát hành

Phần lớn các doanh nghiệp lựa chọn phát hành theo hình thức phát hành riêng lẻ (tỷ lệ phát hành riêng lẻ thường đạt từ 85-95% tổng lượng phát hành) do để phát hành qua công chúng và quốc tế doanh nghiệp cần đáp ứng các yêu cầu khắt khe với chi phí cao hơn. Các doanh nghiệp phát hành thành công qua

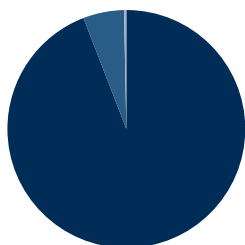
công chúng thường là các ngân hàng trong khi các doanh nghiệp phát hành trái phiếu quốc tế bao gồm các tập đoàn lớn như VinGroup, Novaland.

Các định chế tài chính chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu nhà đầu tư tại thị trường sơ cấp

Theo số liệu đã công bố, các nhà đầu tư là các tổ chức tín dụng, công ty chứng khoán, quỹ đầu tư hay công ty bảo hiểm chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu nhà đầu tư trái phiếu sơ cấp (biểu đồ 10), trong khi nhà đầu tư cá nhân chỉ chiếm khoảng 10% do giới hạn về quy mô và rào cản tiếp cận. Các tổ chức tín dụng hay các công ty chứng khoán vừa là bên phát hành cũng đồng thời cũng nắm giữ trái phiếu nhiều tổ chức khác nhằm đáp ứng các nghiệp vụ riêng.

Biểu đồ 9. Tỷ trọng phương thức phát hành

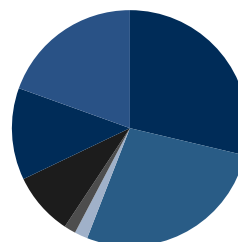
■ Riêng lẻ ■ Công chúng ■ Quốc tế



Nguồn: VBMA, Fiinpro, KBSV

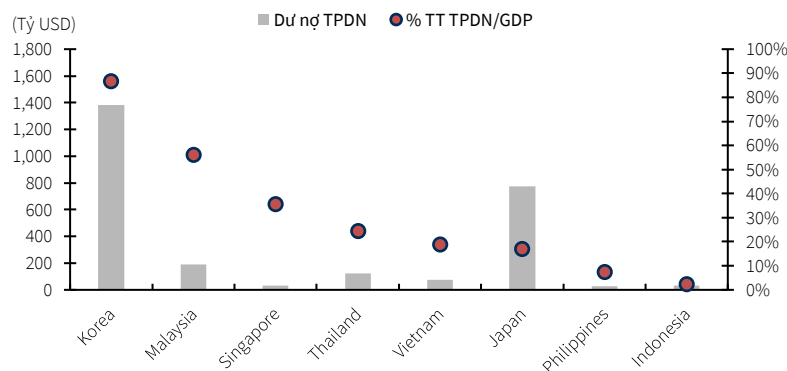
Biểu đồ 10. Tỷ trọng các loại nhà đầu tư

■ Tổ chức tín dụng ■ CTCK ■ Quỹ đầu tư
■ CT bảo hiểm ■ NĐT cá nhân ■ Tổ chức khác



Nguồn: VBMA, Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 11. Tương quan thị trường TPDN khu vực (%GDP)



Nguồn: VBMA, Fiinpro, KBSV

Quy mô TT TPDN Việt Nam vẫn ở mức thấp so với khu vực

So sánh tương quan với các thị trường trong khu vực, quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam dù tăng đáng kể trong vài năm qua nhưng vẫn ở mức tương đối nhỏ về cả quy mô và tỷ trọng dư nợ/GDP so với Thái lan, Malaysia hay Singapore và vẫn đang thấp hơn mức mục tiêu của Chính Phủ. Nhìn chung nếu xét quy mô toàn ngành, hiện rủi ro đối với thị trường là chưa đáng quan ngại.

Nguyên nhân Thị trường TPDN phát triển nóng giai đoạn 2020 - 2021

Chính phủ định hướng quy mô thị trường TPDN phát triển năm 2025 đạt 20%/ GDP, và năm 2030 đạt 30%/GDP

Với tốc độ tăng trưởng bình quân trong giai đoạn 2005 - 2021 là 30%/năm, thị trường TPDN phát triển theo định hướng của Chính Phủ trở thành kênh huy động vốn trung, dài hạn cho doanh nghiệp, giảm sự phụ thuộc vốn của doanh nghiệp vào hệ thống ngân hàng. Cụ thể, Chính phủ đặt mục tiêu đến năm 2025 quy mô thị trường TPDN sẽ đạt 20% GDP và đến năm 2030 sẽ đạt 30% GDP. Hiện tại, quy mô thị trường TPDN của Việt Nam năm 2021 mới đạt 18.3%/GDP nên thị trường còn nhiều dư địa để phát triển trong tương lai.

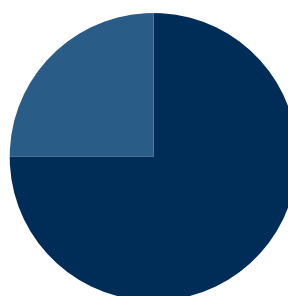
Phát hành TPDN mang lại lợi ích cho các ngân hàng: (1) Huy động vốn trung dài hạn, giúp cân đối vốn; (2) Tăng vốn cấp 2, đảm bảo hệ số CAR

Ngân hàng là đối tượng phát hành trái phiếu lớn thứ nhất trên thị trường (như đã phân tích ở trên), khi kênh TPDN mang lại những lợi ích sau: (1), Huy động được nguồn vốn trung dài hạn, giúp cân nguồn vốn và tạo điều kiện thuận lợi hơn khi cho vay doanh nghiệp và người dân; (2), Tăng vốn cấp 2, tạo thuận lợi cho việc tăng cường năng lực tài chính, cải thiện hệ số an toàn vốn, gia tăng khả năng cấp tín dụng trung dài hạn cho nền kinh tế.

Bên cạnh việc phát hành, thì các ngân hàng cũng tham gia thị trường với vai trò là nhà đầu tư - tích cực hoạt động trên thị trường, góp phần gia tăng thanh khoản, thúc đẩy thị trường TPDN phát triển. Một điểm cần lưu ý khác là việc hạch toán các khoản TPDN của các NHTM đều dưới dạng sẵn sàng bán, có thể thanh toán trước hạn, do đó tiềm ẩn rủi ro TPDN được sử dụng giúp tài trợ vốn cho các doanh nghiệp trong ngắn hạn.

Biểu đồ 12. Mục đích sử dụng vốn huy động từ trái phiếu của các NHTM

■ Tài trợ vốn ngắn hạn ■ Tài trợ tăng vốn cấp 2



Nguồn: Fiinpro, VBMA, KBSV

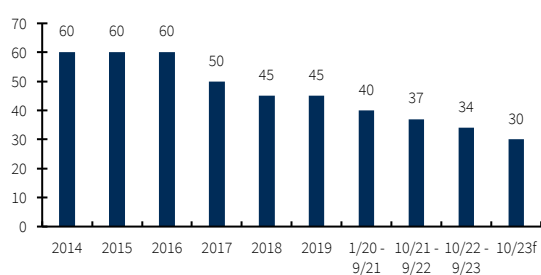
Doanh nghiệp Bất động sản đẩy mạnh phát hành TPDN do khó tiếp cận vốn từ hệ thống NHTM trước các quy định, và thông tư mới từ NHNN

Các doanh nghiệp bất động sản cũng tích cực phát hành TPDN giai đoạn 2018 – 2021 do khó tiếp cận vốn vay từ hệ thống ngân hàng khi Ngân hàng Nhà nước nêu rõ chủ trương giám sát chặt chẽ tín dụng bất động sản, thông qua việc ban hành các quy định, thông tư mới. Cụ thể, quy định về hệ số rủi ro của các khoản phải đòi để kinh doanh bất động sản theo hướng tăng lên 200% từ 01/01/2017 (từ mức 150%) theo Thông tư 06/2016/TT-NHNN, giảm tỷ lệ nguồn vốn ngắn

hạn được sử dụng để cho vay trung hạn và dài hạn - Thông tư 08/2020/TT-NHNN (biểu đồ 13). Do đó, tốc độ tăng trưởng tín dụng bất động sản giảm dần từ trên 26% năm 2018 xuống khoảng 12% năm 2021 (biểu đồ 14).

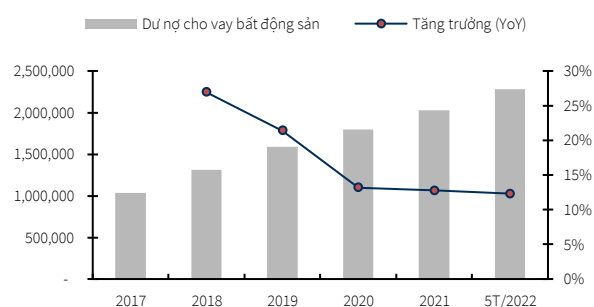
Bên cạnh đó, nhiều doanh nghiệp bất động sản không đáp ứng đủ điều kiện vay vốn từ ngân hàng nên đã chuyển sang phát hành TPĐN với lãi suất cao, thậm chí còn không yêu cầu tài sản đảm bảo và chịu giám sát hoạt động giải ngân tiền như đi vay ngân hàng.

Biểu đồ 13. Tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn của các NHTM



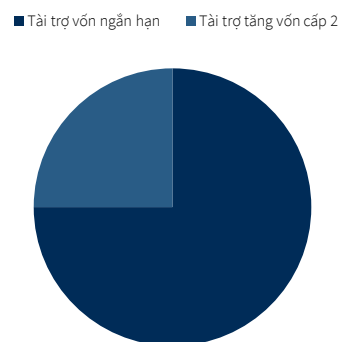
Nguồn: SBV, KBSV

Biểu đồ 14. Tín dụng cho vay bất động sản 2017 – 5T/2022



Nguồn: SBV, KBSV

Biểu đồ 15. Tỷ trọng trái phiếu có tài sản đảm bảo và không có tài sản đảm bảo 2021



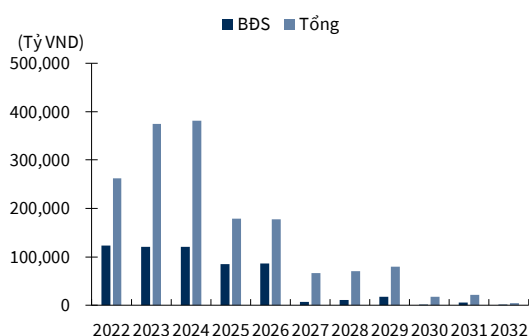
Nguồn: Fiinpro, VBMA, KBSV

Áp lực đáo hạn giai đoạn 2023-2024

Áp lực đáo hạn trái phiếu tăng mạnh trong năm 2023-2024, đặc biệt đối với doanh nghiệp BĐS

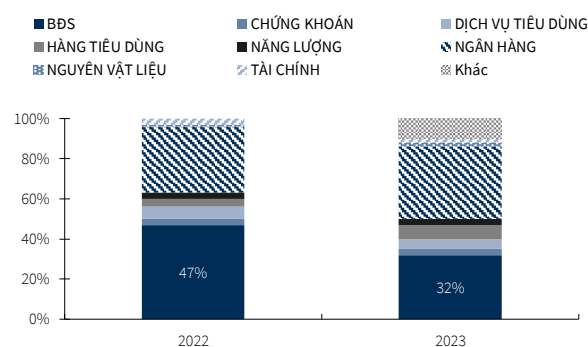
Việc các doanh nghiệp đẩy mạnh phát hành trái phiếu giai đoạn 2019-2021 làm gia tăng áp lực đáo hạn vào năm 2022-2026. Năm 2023 và 2024, tổng giá trị đáo hạn trái phiếu lần lượt đạt 374,3 nghìn tỷ đồng và 381,2 nghìn tỷ đồng. Trong đó, nhóm bất động sản chiếm tỷ trọng lớn thứ hai, lần lượt đạt 120,4 nghìn tỷ đồng (32.1%) và 121,1 nghìn tỷ đồng (32.0%).

Biểu đồ 16. Giá trị TPDN đáo hạn giai đoạn 2022 - 2032



Nguồn: VBMA, KBSV

Biểu đồ 17. Cơ cấu trái phiếu đáo hạn theo nhóm ngành



Nguồn: VBMA, KBSV

Nhóm cổ phiếu quy mô vốn chủ dưới 20,000 tỷ VND tiềm ẩn nhiều rủi ro hơn

Quan sát bảng 1 có thể nhận thấy, trong giai đoạn 2020 – 2021, các doanh nghiệp BĐS quy mô vốn chủ dưới 20,000 tỷ VND có dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh (CFO) dương không ấn tượng, riêng nhóm có VCSH từ 1,000-5,000 tỷ VND âm CFO trong năm 2021 – 1Q2022. Nhóm doanh nghiệp này đẩy mạnh hoạt động đầu tư, mua dự án mới giá trị lớn bằng dòng vốn vay nợ cũng như phát hành cổ phiếu. Trong khi đó, nhóm cổ phiếu vốn hóa trên 20,000 tỷ VND có kết quả kinh doanh ấn tượng hơn với CFO dương mạnh trong giai đoạn 2019-2021 mặc dù duy trì đầu tư dự án lớn mới. Theo KBSV đánh giá, với diễn biến thị trường BĐS ảm đạm trong thời gian vừa qua, rủi ro cao hơn nằm ở nhóm quy mô nhỏ và vừa do sử dụng đòn bẩy cao trong giai đoạn vừa qua cùng với chất lượng dự án và khả năng bán hàng thấp hơn.

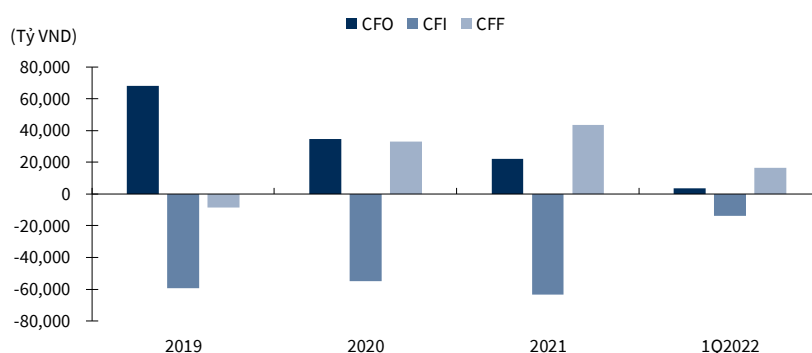
Bảng 1. Diễn biến dòng tiền các doanh nghiệp BĐS theo quy mô VCSH

VCSH	CFO				CFI				CFF			
	2019	2020	2021	1Q2022	2019	2020	2021	1Q2022	2019	2020	2021	1Q2022
<1,000 Billion VND	3,984	998	-1,689	119	-2,494	-2,527	815	-11	-987	1,327	293	469
<5,000 Billion VND	1,989	4,170	-2,894	-3,459	-6,819	-7,362	-9,292	-3,587	3,655	6,399	12,322	7,437
<20,000 Billion VND	3,981	4,239	4,187	2,101	-9,446	12,525	21,137	-1,367	3,737	11,020	22,752	2,369
>20,000 Billion VND	58,152	25,419	22,620	4,699	40,491	32,590	33,969	-8,776	14,720	14,308	8,197	6,146

Nguồn: Fiinpro, KBSV

Có thể nhận thấy rõ các doanh nghiệp BĐS tiếp tục đẩy mạnh đầu tư dự án mới với động lực từ dòng tiền tài chính trong khi CFO đang có xu hướng thấp dần đi trong giai đoạn 2020-2021

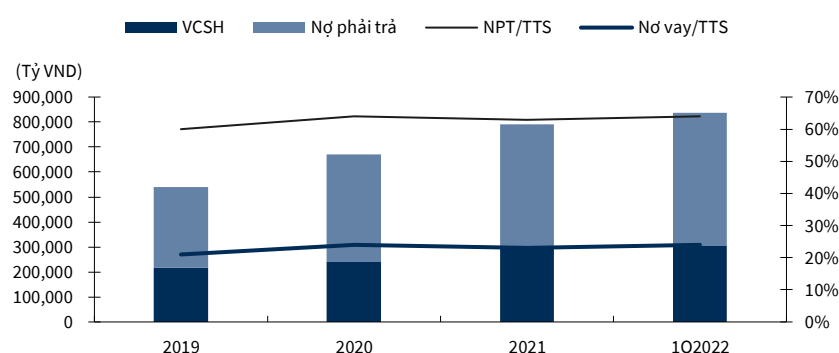
Biểu đồ 18. Dòng tiền các doanh nghiệp BĐS giai đoạn 2019-2022



Nguồn: FiinGroup, KBSV

Mặc dù doanh số bán hàng tốt trong giai đoạn 2019-2021 nhưng nhìn chung, các doanh nghiệp bất động sản khó có thể giảm nợ. Họ vẫn phải tích lũy và triển khai các dự án mới để có thể huy động thêm nguồn vay nợ nhằm trả nghĩa vụ nợ đáo hạn của trái phiếu đã phát hành từ các năm trước

Biểu đồ 19. Cấu trúc vốn các doanh nghiệp BĐS 2019-2022 (ngoại trừ VHM, VRE)



Source: Fiinpro, KBSV

Khả năng thanh toán trái phiếu doanh nghiệp bất động sản

Room tín dụng dự kiến được mở trong cuối năm sẽ hỗ trợ thị trường BĐS trong ngắn hạn

Dự kiến cuối tháng 8 – đầu tháng 9, NHNN sẽ thực hiện nới room tín dụng cho hệ thống ngân hàng để hoàn thành chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng 14% trong năm 2022. KBSV đánh giá động thái này phần nào sẽ có tác động tích cực đến dòng tiền của các doanh nghiệp BĐS theo 2 góc độ: (1) Các doanh nghiệp có nguồn tiền mới để vay đảo phần nợ trái phiếu đến hạn. Tuy nhiên phương án này chỉ áp dụng được đối với các doanh nghiệp có dự án mới và còn tài sản đảm bảo chất lượng tốt; (2) Thị trường BĐS được kì vọng sẽ ấm trở lại vào các tháng cuối năm khi dòng tín dụng được khai thông, doanh nghiệp giải phóng được lượng hàng tồn kho, có thêm nguồn tiền để trả nợ.

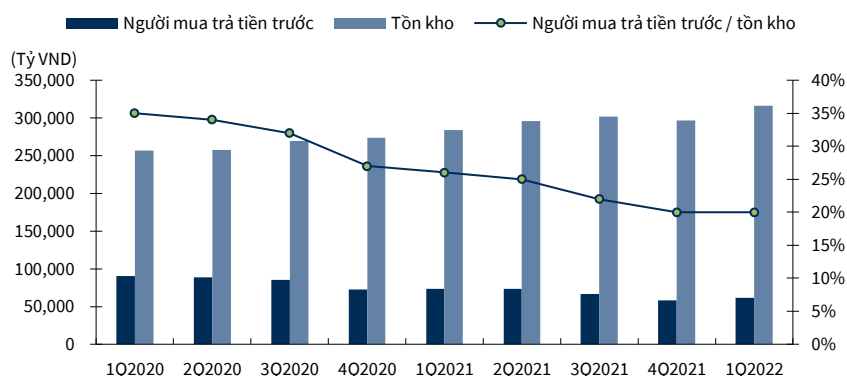
Nhưng nhìn chung, khả năng bán hàng sẽ giảm do ảnh hưởng của diễn biến lãi suất tăng

Với diễn biến lạm phát diễn ra căng thẳng, động thái tăng lãi suất đang trở nên phổ biến ở các quốc gia trên thế giới và Việt Nam dự kiến khó tránh khỏi xu hướng chung để giảm bớt áp lực về tỷ giá. Lãi suất tăng cao sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí vốn đầu tư bất động sản của doanh nghiệp cũng như cá nhân

trong năm 2023 khiến khả năng hấp thụ của thị trường giảm sút trong khi lượng hàng tồn kho tích lũy còn rất lớn sau giai đoạn vừa qua.

Tốc độ bán hàng đã chậm lại đáng kể từ giữa năm 2021 trong khi lượng hàng tồn kho tiếp tục tăng cao. Dự kiến tốc độ bán hàng sẽ tiếp tục giảm thấp trong giai đoạn 2023-2024 do ảnh hưởng của việc tăng lãi suất

Biểu đồ 20. Tổng giá trị người mua trả tiền trước – hàng tồn kho



Nguồn: Fiinpro, KBSV

Phát hành trái phiếu mới gặp khó khăn dưới phương diện chính sách lẫn khả năng hấp thụ

Phát hành trái phiếu mới để đảo nợ sẽ gặp nhiều khó khăn trong thời gian tới đến từ cả phương diện chính sách và phần cầu. Về mặt chính sách, mới đây dự thảo sửa đổi lần 5 Nghị Định số 153/2020/NĐ-CP quy định về chào bán trái phiếu doanh nghiệp được công bố với các thay đổi theo hướng tiếp tục siết chặt hơn đối với các tổ chức phát hành và nhà đầu tư bao gồm:

- (1) Cấm doanh nghiệp phát hành trái phiếu để góp vốn dưới hình thức góp vốn hoặc mua cổ phần tại doanh nghiệp khác hoặc cho doanh nghiệp khác vay vốn
- (2) Tổng dư nợ trái phiếu không vượt quá 3 lần VCSH, năm liền kề có lãi và không có lỗ lũy kế
- (3) Nhà đầu tư chuyên nghiệp là cá nhân chỉ được mua trái phiếu riêng lẻ do công ty đại chúng phát hành và phải có tài sản đảm bảo hoặc bảo lãnh thanh toán.

Dự thảo này nếu được thông qua sẽ khiến các doanh nghiệp vốn gặp khó khăn tài chính, giới hạn trong việc tiếp cận nguồn tín dụng ngân hàng sẽ không thể phát hành trái phiếu riêng lẻ.

Nhu cầu của nhà đầu tư cá nhân cũng sẽ bị ảnh hưởng trong thời gian tới

Trong khi đó, nhu cầu của các nhà đầu tư cá nhân cũng sẽ giảm sút trong giai đoạn tới do: (1) Mất niềm tin vào thị trường Trái Phiếu sau biến cố của Tập đoàn Tân Hoàng Minh; (2) Mặt bằng lãi suất tiền gửi ngân hàng tăng cùng với các rủi ro về kinh tế khiến một bộ phận nhà đầu tư ngại rủi ro chuyển tiền về kênh ngân hàng.

Khối lượng phát hành trong 2Q2022 sụt giảm đáng kể, đặc biệt là nhóm BĐS

Tính riêng 6 tháng đầu năm 2022, tổng giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp đạt 180 nghìn tỷ đồng (-31.5% YoY) do lượng phát hành trong quý 2 sụt giảm mạnh sau khi Chính phủ có các động thái cứng rắn trong quản lý thị trường tài chính và ảnh hưởng sau sự kiện Tân Hoàng Minh, đặc biệt ảnh hưởng đến thị trường bất động sản. Cụ thể, trong 2Q2022, khối lượng phát hành đạt 119 nghìn tỷ đồng, giảm 45% so với cùng kỳ, trong đó có đến 70% thuộc nhóm

ngân hàng nhằm tăng vốn nhằm cải thiện hệ số an toàn vốn (CAR). Nhóm bất động sản tiếp tục xếp thứ 2 về tổng giá trị phát hành tuy nhiên đã sụt giảm mạnh so với cùng kỳ trước ảnh hưởng từ các yếu tố trên. Nếu không tính đến hơn 500 triệu USD trái phiếu quốc tế do VIC phát hành, giá trị phát hành trong quý 2 chỉ bằng 16% so với cùng kỳ. Theo đó, quy mô TPDN/dư nợ tín dụng giảm từ 15.2% vào cuối năm 2021 về 14.2% vào cuối 2Q2022, tương ứng quy mô TPDN/GDP cùng giảm từ 18.9% về 18.3%.

Nhìn chung, cuối năm 2022 và năm 2023, 2024 sẽ là giai đoạn khó khăn về dòng tiền đối với các doanh nghiệp BĐS có trái phiếu đáo hạn. Đặc biệt đối với cá doanh nghiệp quy mô vừa và nhỏ, chất lượng tài sản không cao sẽ gặp nhiều khó khăn trong việc tìm kiếm nguồn vốn để xoay vòng khi: (1) Nguồn vốn vay ngân hàng khó tiếp cận; (2) Nguồn vốn từ phát hành trái phiếu bị siết chặt; (3) Sức hấp thụ của thị trường BĐS trong năm 2023-2024 là không cao do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế. Trong khi đó với nhóm doanh nghiệp BĐS lớn phần nào ít áp lực hơn nhờ quỹ đất lớn, còn tài sản đảm bảo để vay ngân hàng cùng với đó đủ điều kiện để phát hành trái phiếu mới cũng như có khả năng vay trái phiếu quốc tế. Tuy nhiên, các doanh nghiệp này vẫn phải liên tục tích lũy và triển khai dự án mới bắt chấp các giai đoạn thị trường tăng trưởng nhanh và ở mức định giá cao để có khả năng huy động thêm nguồn vay nợ nhằm bổ sung dòng tiền nhằm thanh toán các nghĩa vụ đến hạn. Điều này cũng sẽ gây mất cân đối dòng tiền và làm giảm hiệu quả hoạt động trong những năm tới.

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình
Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu
Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Nguyễn Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Tài chính & Công nghệ
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Hoàng Bảo Nga
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản nhà ở
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy
Chuyên viên phân tích – Ngân hàng, Chứng khoán, Bảo hiểm
huynd@kbsec.com.vn

Tiêu Phan Thanh Quang
Chuyên viên phân tích – Bất động sản công nghiệp & Logistics
quangtpt@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh
Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược Đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Lê Hạnh Quyên
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng
quyenlh@kbsec.com.vn

Thái Hữu Công
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap
congth@kbsec.com.vn

Trần Thị Phương Anh
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ
Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương
Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Năm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.