

Phát hành mới khởi sắc trong tháng 4, tập trung ở nhóm ngân hàng và bất động sản, chủ yếu dưới hình thức phát hành riêng lẻ

- **Phát hành mới.** Giá trị trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) phát hành tăng mạnh trong T4 2025 (137.7% YoY), tập trung ở nhóm ngân hàng và bất động sản (BDS), lần lượt chiếm tỷ trọng 70.4% và 27.2%. Các trái phiếu phát hành phần lớn dưới hình thức phát hành riêng lẻ (89.8%). Trong T4 2025, các tổ chức phát hành (TCPH) thực hiện mua lại trước hạn với tổng giá trị 12,164 tỷ VND (-34.8% YoY, +41.6% MoM).
- **Áp lực đáo hạn.** Áp lực đáo hạn sẽ tăng mạnh từ T7 2025, chúng tôi ước tính giá trị đáo hạn của những tháng còn lại của năm đạt 179 nghìn tỷ VND. Nếu loại trừ giá trị đáo hạn của nhóm ngân hàng, giá trị đáo hạn ước tính cho những tháng còn lại của năm 2025 khoảng 128 nghìn tỷ VND, tập trung chủ yếu vào nhóm BDS (62.1%).
- **TPDN vi phạm.** Giá trị trái phiếu có vấn đề (tái cấu trúc nợ, chậm nghĩa vụ thanh toán, bị xử phạt vi phạm hành chính) đến T4 2025 ước tính khoảng 203 nghìn tỷ VND, tương đương 16.1% giá trị TPDN lưu hành toàn thị trường.
- **Thanh khoản trên thị trường thứ cấp.** Thanh khoản trên thị trường thứ cấp trong T4 2025 cải thiện 34.4% YoY. Tính chung 4T 2025, giá trị giao dịch thị trường thứ cấp tăng 24.4% YoY. Ngân hàng, BDS, du lịch và giải trí là nhóm trái phiếu có tỷ lệ giao dịch cao nhất trên thị trường (lần lượt 40.9%, 36.7% và 10.5%).
- **Triển vọng thị trường TPDN trong năm 2025:** Về triển vọng thị trường TPDN năm 2025, bên cạnh những yếu tố tích cực như (i) nền lãi suất thấp, (ii) nhu cầu vốn kỳ vọng tăng tích cực trong giai đoạn cuối năm, có những yếu tố không hỗ trợ như (i) thị trường cần thời gian để thích ứng với các quy định pháp lý mới (Nghị định 65/2022/NĐ-CP quy định về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ), trong khi chờ thêm hướng dẫn cụ thể liên quan tới Luật Chứng Khoán sửa đổi 2024, (ii) áp lực đáo hạn trái phiếu lớn trong thời gian tới, (iii) tỷ lệ vi phạm nghĩa vụ nợ của trái phiếu vẫn tăng, do đó chúng tôi cho rằng hoạt động phát hành TPDN không tăng mạnh, sẽ chỉ tập trung vào nhóm ngân hàng và các tổ chức phi tài chính có năng lực tài chính và/hoặc tài sản đảm bảo tốt.

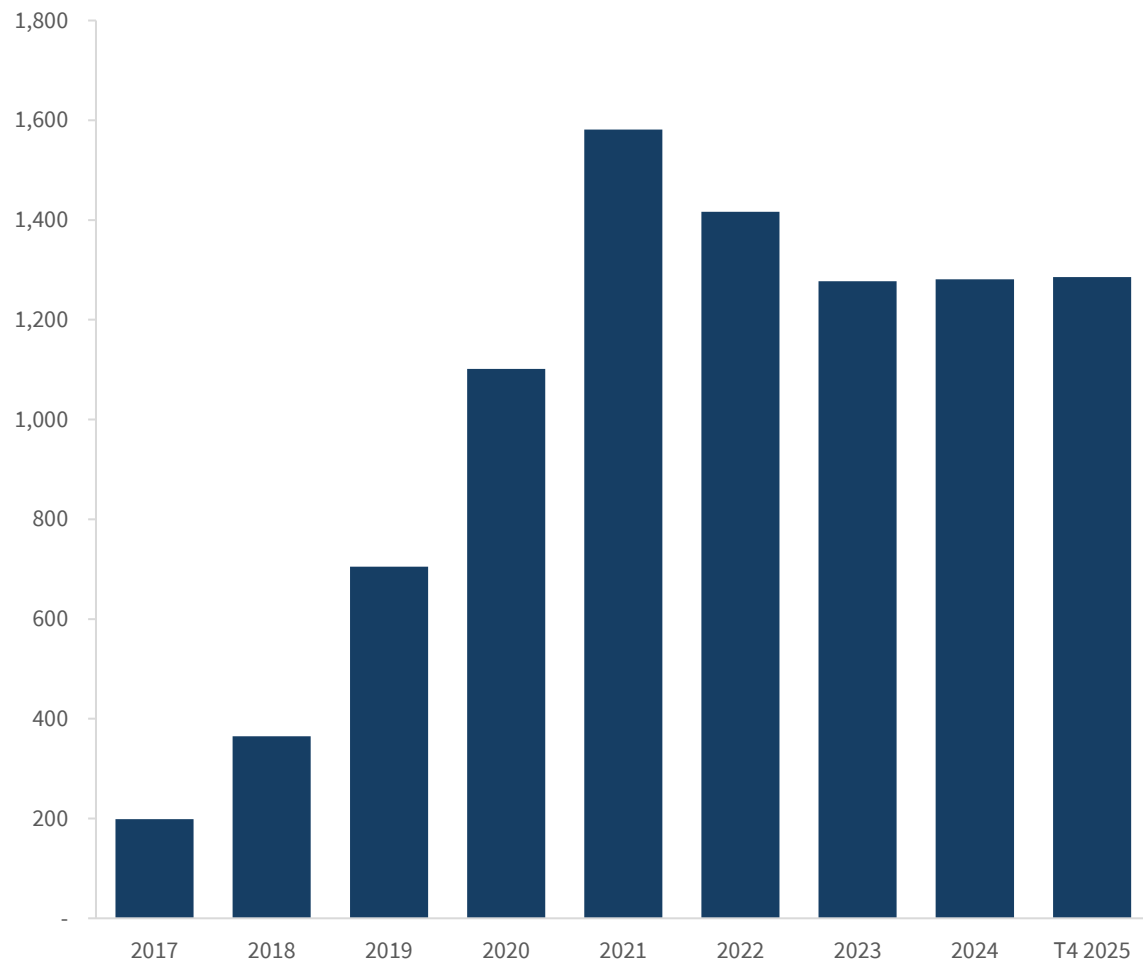
Phạm Hương Giang, ACCA
giangph@tmr.vn
Phó phòng Nghiên cứu & Phân tích

Nguyễn Anh Duy
duyna@tmr.vn
Giám đốc Nghiên cứu & Phân tích

QUY MÔ THỊ TRƯỜNG TPDN

Giá trị trái phiếu đang lưu hành trên thị trường đến T4 2025, đạt 1,285 nghìn tỷ VND (2.3% MoM, 0.4% YTD), tương đương khoảng 11.0% GDP năm 2024. Trong đó, nhóm ngân hàng và bất động sản chiếm ~ 74.6% giá trị TP đang lưu hành.

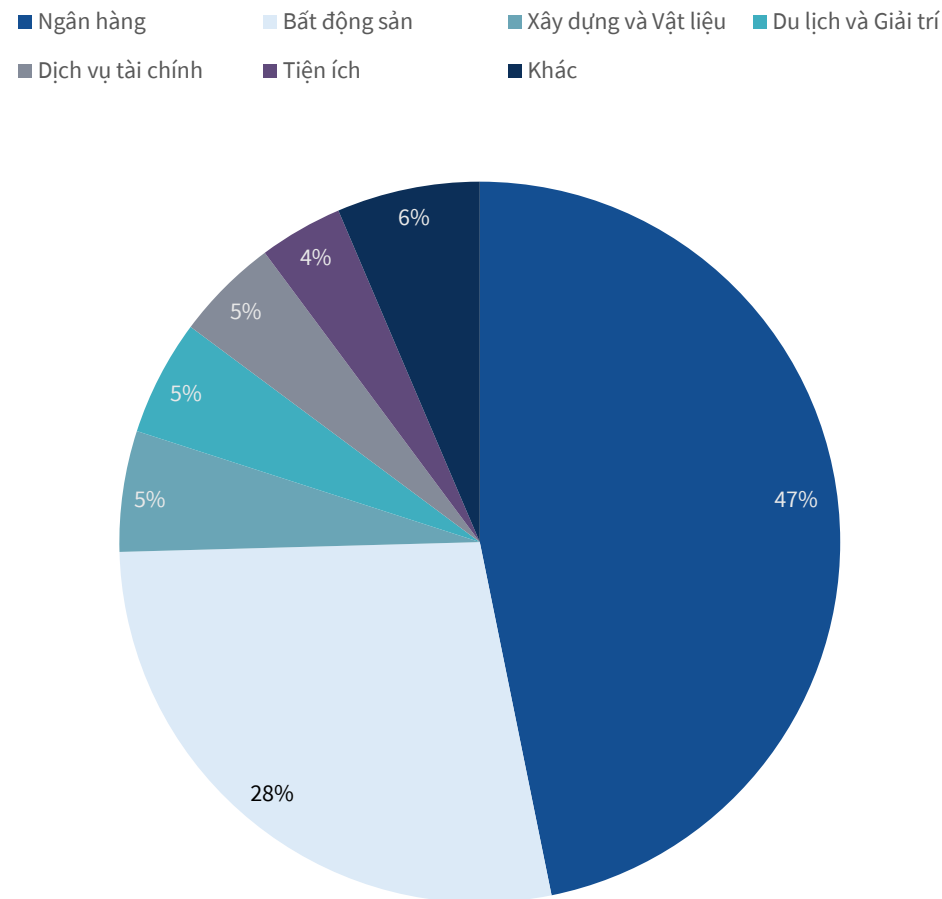
Hình 1: Dư nợ TPDN toàn thị trường



Source: Fiinpro-X, TMR

Đơn vị: Nghìn tỷ VND

Hình 2: Dư nợ TPDN theo ngành

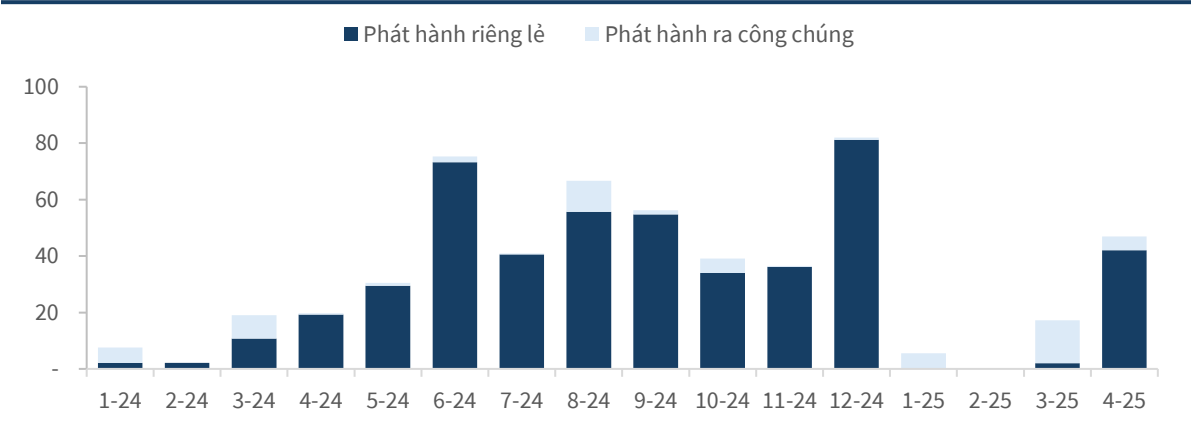


Source: Fiinpro-X, TMR

PHÁT HÀNH MỚI (1)

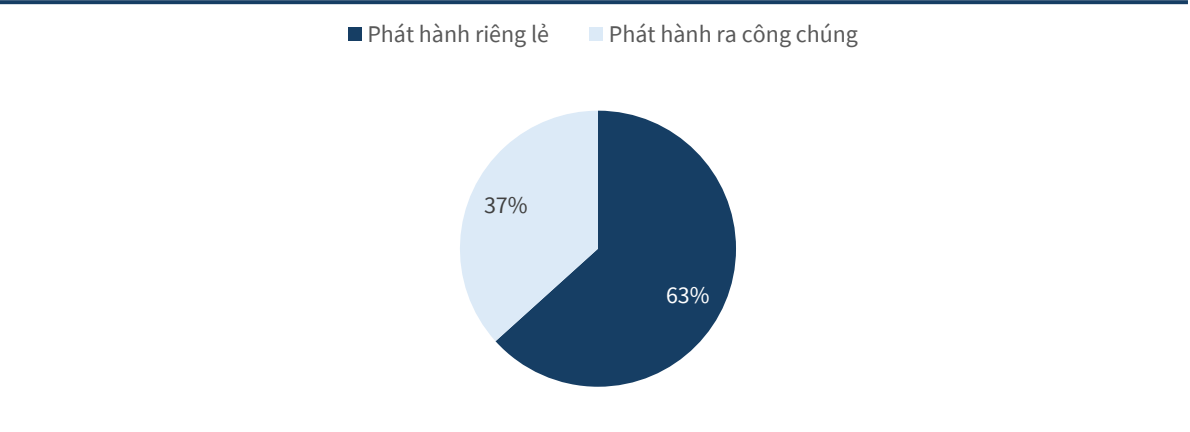
Trong T4 2025, tổng giá trị phát hành mới đạt 46.9 nghìn tỷ VND (172.7% MoM, 137.7% YoY). Tính gộp 4T 2025, tổng giá trị phát hành mới đạt 69.7 nghìn tỷ VND (43.5% YoY), phát hành riêng lẻ vẫn là hình thức chủ yếu. Tỷ lệ TPDN phát hành mới của DN phi ngân hàng có Tài sản đảm bảo (TSDB)/Bảo lãnh thanh toán chiếm 73.0% (so với 57.9% trong năm 2024).

Hình 3: Tổng giá trị TPDN phát hành



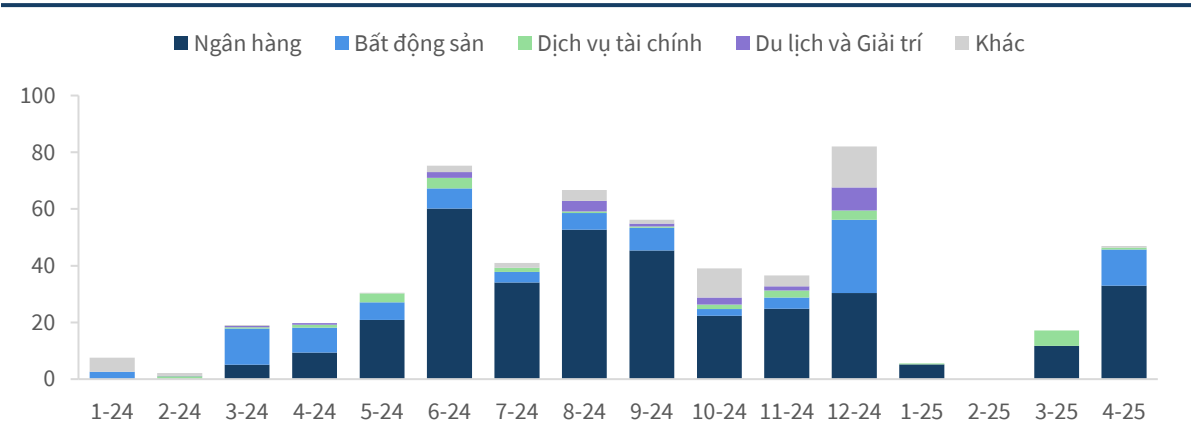
Source: Fiinpro-X, TMR Đơn vị: Nghìn tỷ VND

Hình 4: Cơ cấu TPDN phát hành 4T 2025 theo phương án phát hành



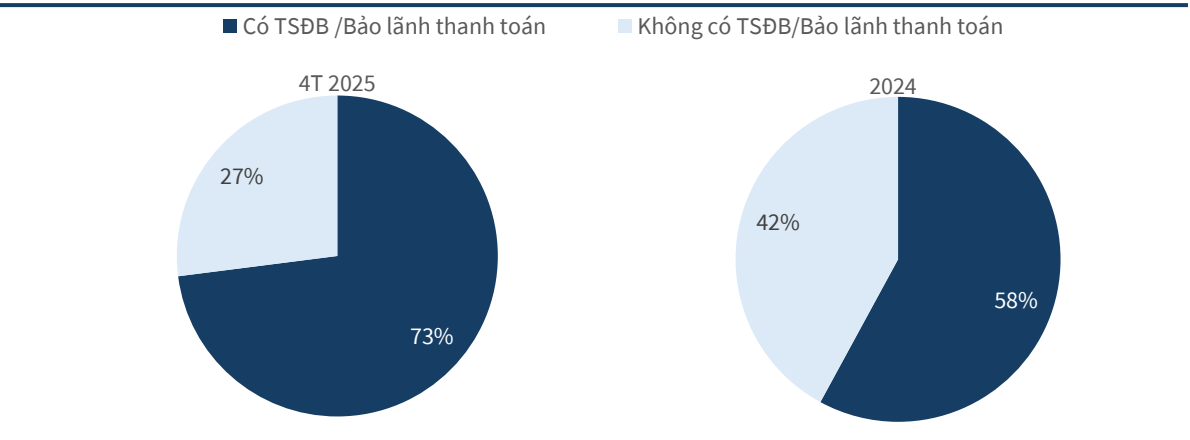
Source: Fiinpro-X, TMR

Hình 5: Cơ cấu TPDN phát hành theo ngành



Source: Fiinpro-X, TMR Đơn vị: Nghìn tỷ VND

Hình 6: Cơ cấu TPDN phi ngân hàng phát hành riêng lẻ có TSDB/Bảo lãnh thanh toán

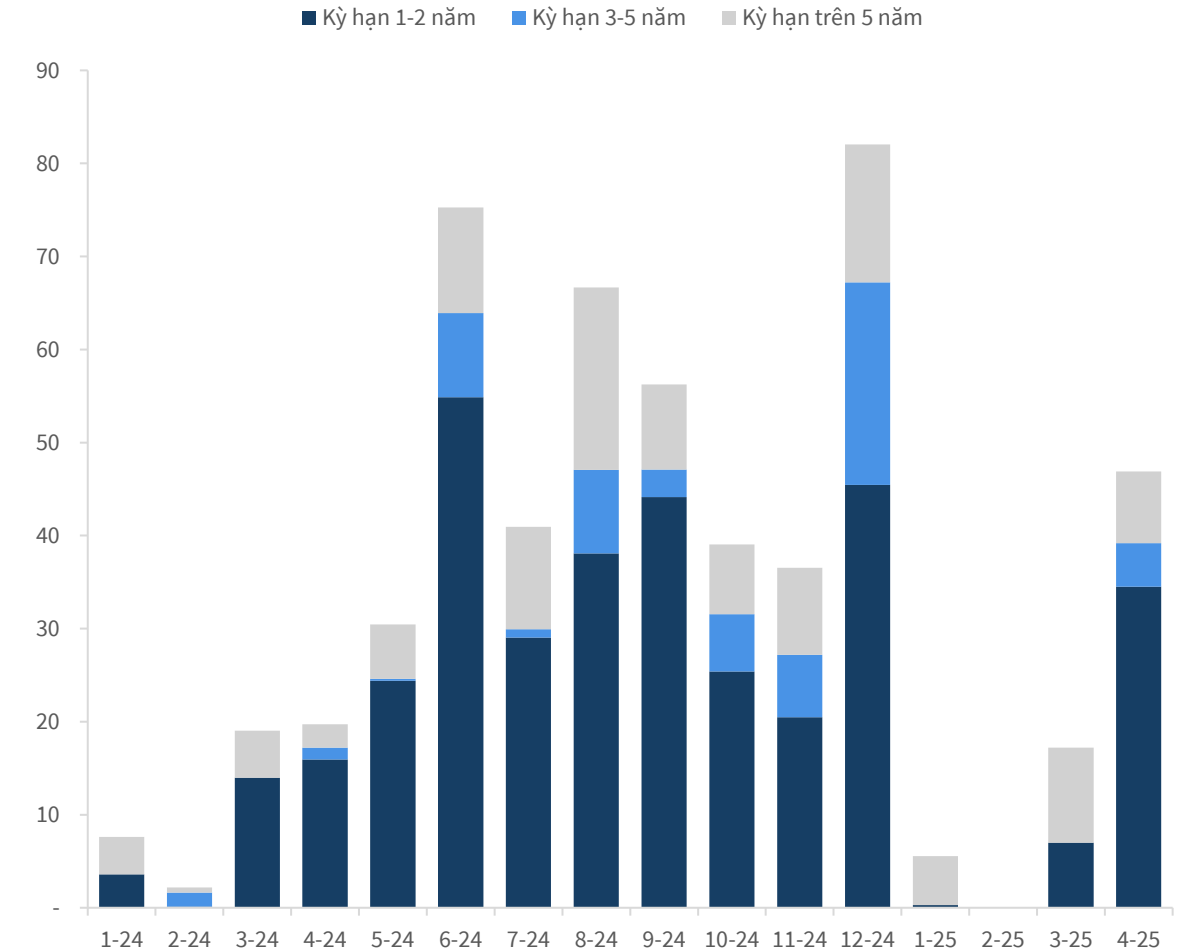


Source: Fiinpro-X, TMR

PHÁT HÀNH MỚI (2)

Trong bối cảnh lãi suất TPDN phát hành mới có xu hướng giảm, các ngân hàng tăng huy động nhằm đáp ứng nhu cầu vốn kỳ vọng tích cực hơn trong các quý tới, đồng thời cải thiện hệ số an toàn vốn. Đối với doanh nghiệp BĐS, việc đẩy mạnh phát hành trái phiếu là nhằm chuẩn bị vốn cho các dự án mới và cơ cấu lại nợ.

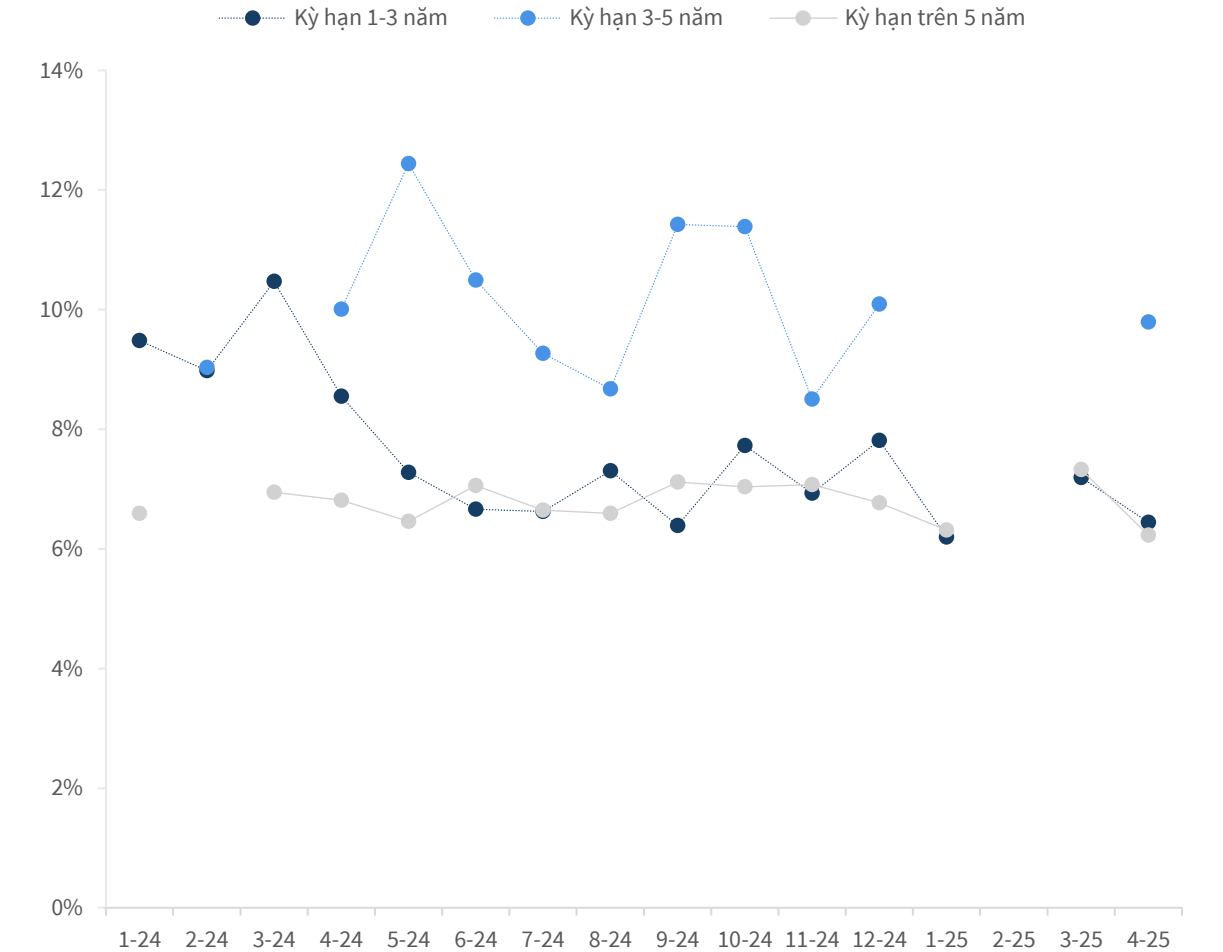
Hình 7: Giá trị TPDN phát hành theo kỳ hạn



Source: Fiinpro-X, TMR

Đơn vị: Nghìn tỷ VND

Hình 8: Coupon TPDN phát hành theo kỳ hạn



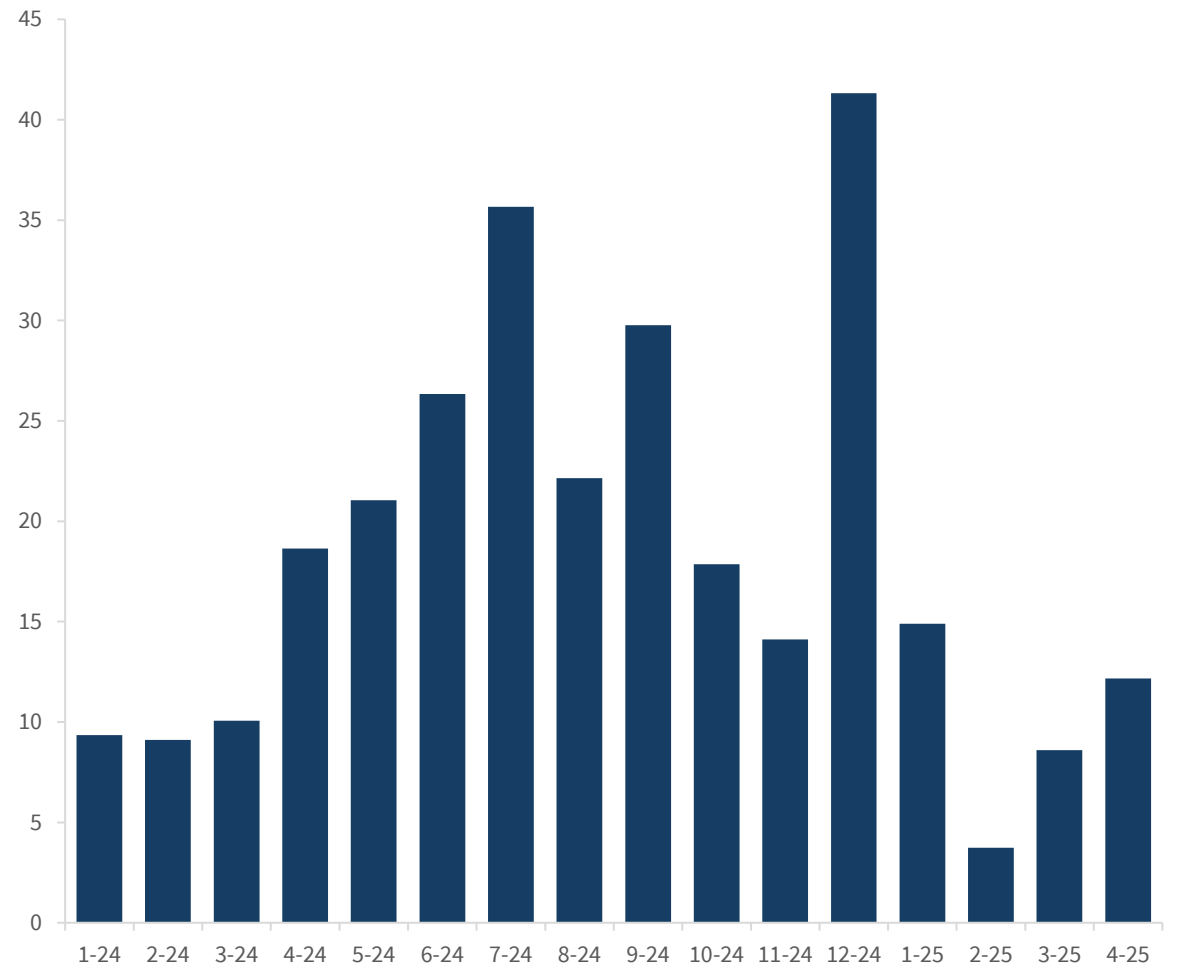
Source: Fiinpro-X, TMR



HOẠT ĐỘNG MUA LẠI

Trong T4 2025, hoạt động mua lại của các TCPH tăng mạnh so với tháng liền trước, với tổng giá trị 12.2 nghìn tỷ VND (41.6% MoM). Trong cả 4 tháng đầu năm, ngân hàng và bất động sản là nhóm TCPH năng động nhất trong hoạt động mua lại trước hạn nhằm tối ưu hóa nguồn vốn và cơ cấu lại nợ.

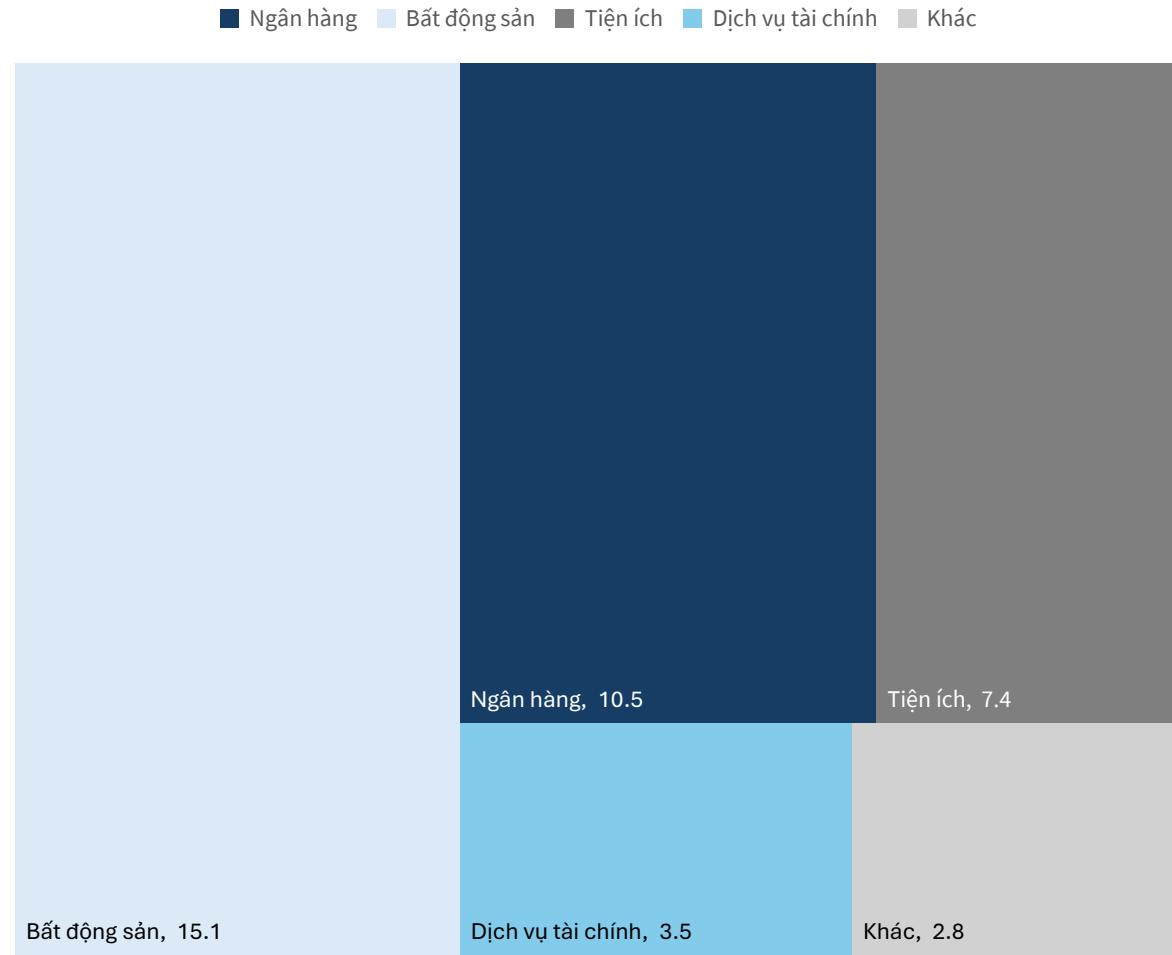
Hình 9: Giá trị TPDN mua lại theo tháng



Source: Fiinpro-X, TMR

Đơn vị: Nghìn tỷ VND

Hình 10: Giá trị TPDN mua lại trong 4T 2025 theo ngành



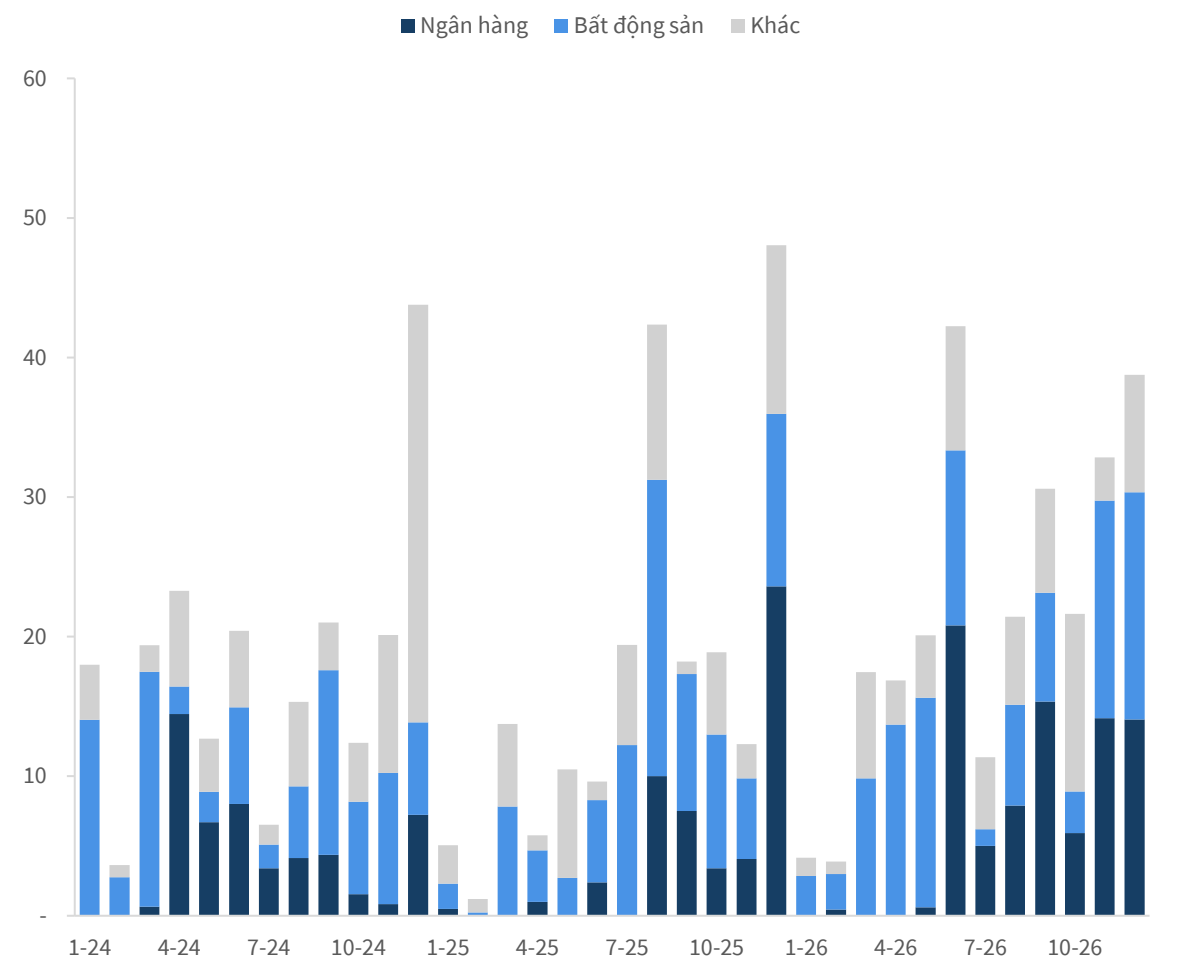
Source: Fiinpro-X, TMR

Đơn vị: Nghìn tỷ VND

LỊCH ĐÁO HẠN

Áp lực đáo hạn TPDN gia tăng từ T7 2025, chúng tôi ước tính khoảng 179 nghìn tỷ đồng TPDN sẽ đáo hạn trong phần còn lại của năm 2025. Loại trừ trái phiếu của nhóm ngân hàng, giá trị đáo hạn của các tổ chức khác ước tính khoảng 128 nghìn tỷ đồng.

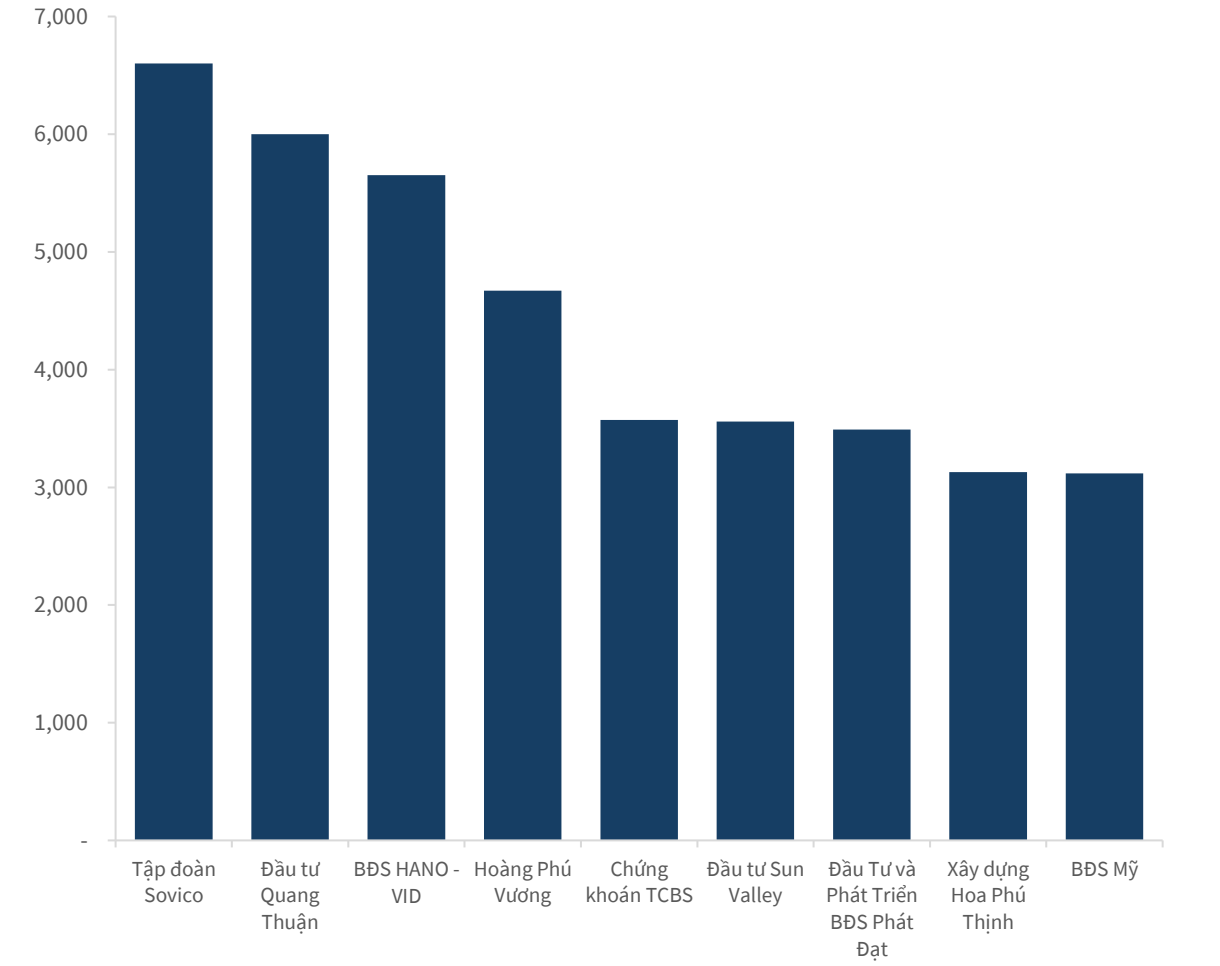
Hình 11: Giá trị TPDN đáo hạn (sau loại trừ giá trị mua lại trước hạn) theo tháng



Source: Fiinpro-X, TMR

Đơn vị: Nghìn tỷ VND

Hình 12: Giá trị đáo hạn của một số các TPDN phi ngân hàng đáo hạn trong 8 tháng còn lại năm 2025 theo TCPH



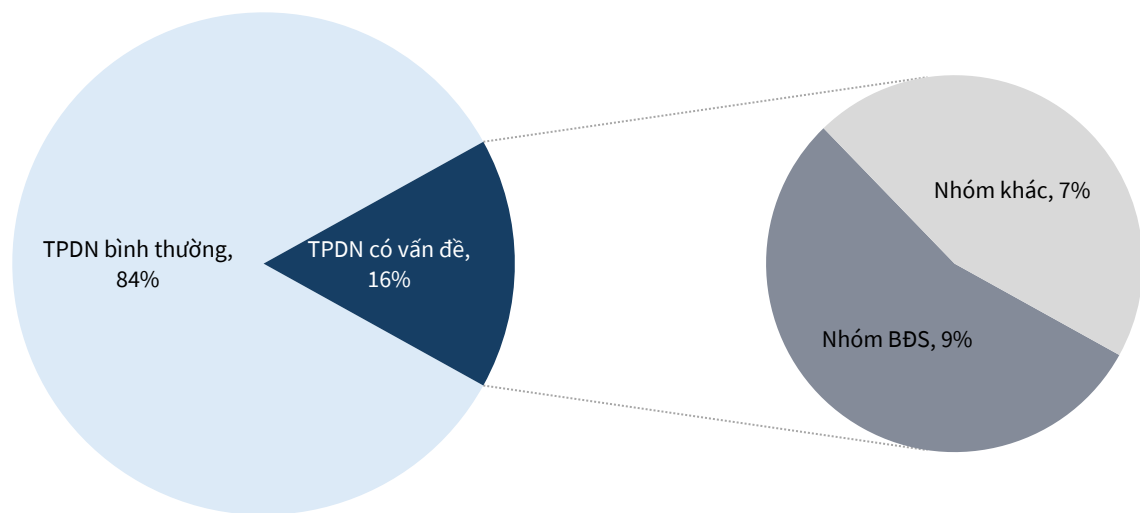
Source: Fiinpro-X, TMR

Đơn vị: Tỷ VND

TRÁI PHIẾU CÓ VẤN ĐỀ

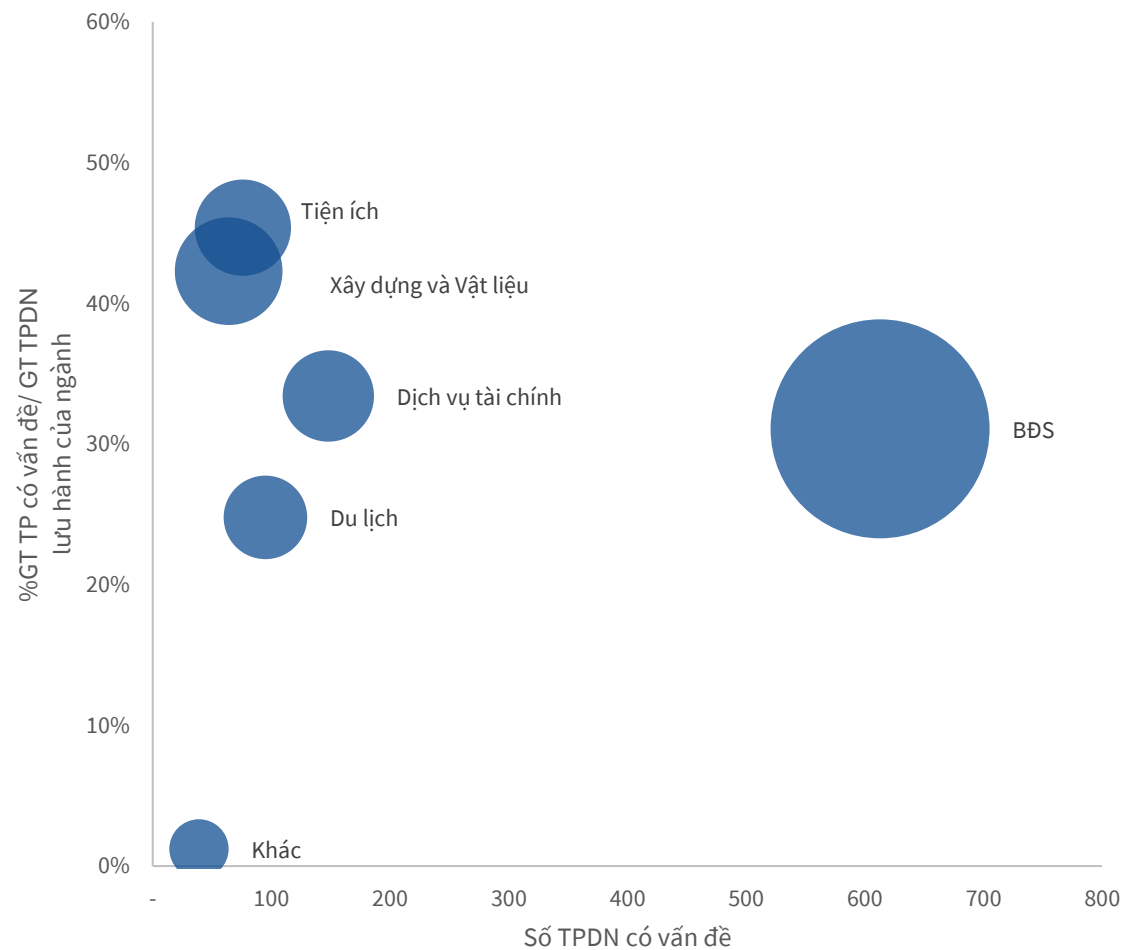
Lũy kế đến T4 2025, giá trị trái phiếu có vấn đề đang lưu hành ước tính khoảng 203 nghìn tỷ VND, tương đương 16.1% tổng dư nợ toàn thị trường.

Hình 13: Tỷ lệ TPDN có vấn đề



Source: Fiinpro-X, TMR. Số liệu cập nhật tại ngày 12/05/2025.

Hình 14: Tương quan giá trị TPDN có vấn đề của các ngành



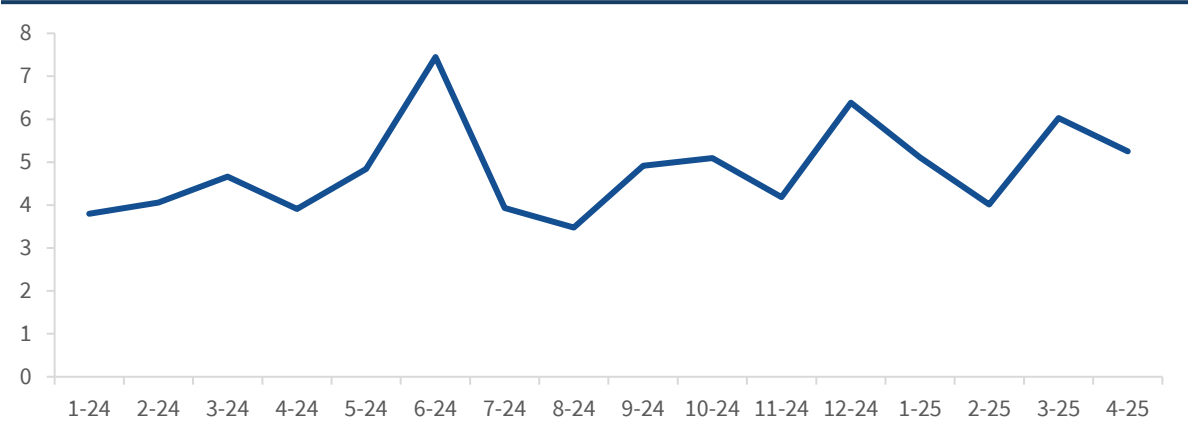
Source: Fiinpro-X, TMR. Số liệu cập nhật tại ngày 12/05/2025.

Ghi chú: Kích cỡ bong bóng tương đương giá trị TPDN có vấn đề tới cuối T4 2025.

THỊ TRƯỜNG THỨ CẤP

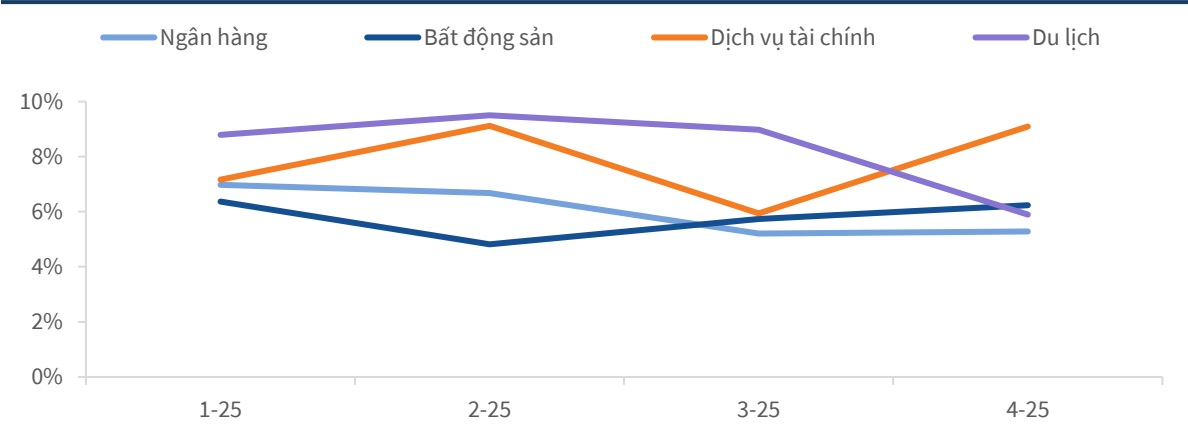
Giá trị giao dịch (GTGD) bình quân phiên trong T4 2025 tăng 34.4% YoY. Lũy kế từ đầu năm, giá trị giao dịch trên thị trường thứ cấp tăng 24.2% YoY. Các giao dịch trên thị trường thứ cấp tập trung vào trái phiếu ngân hàng (40.9%), bất động sản (36.7%), và du lịch & giải trí (10.2%) có tỷ trọng giao dịch lớn nhất.

Hình 15: GTGD bình quân phiên trên thị trường TPDN theo tháng



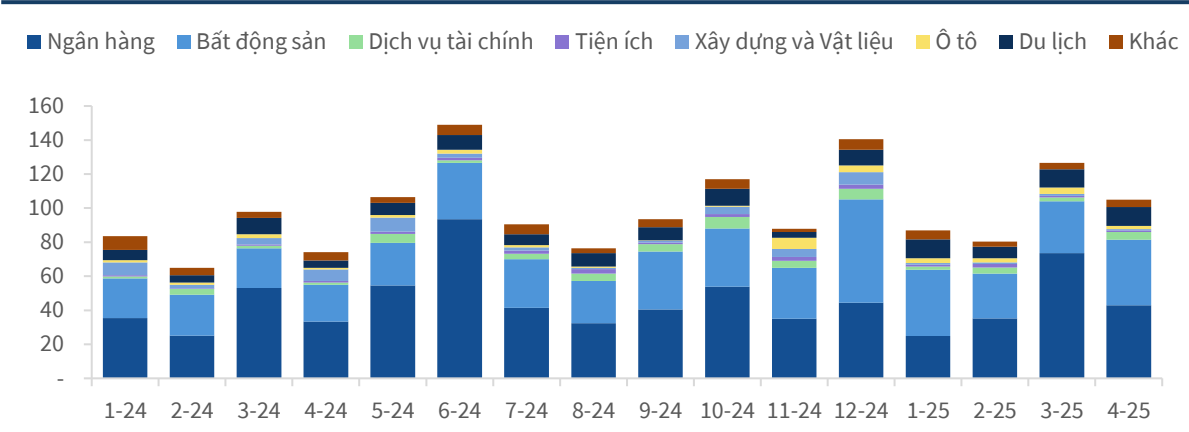
Source: Fiinpro-X, TMR Đơn vị: Nghìn tỷ VND

Hình 17: Lợi suất tới ngày đáo hạn (YTM) bình quân theo ngành



Source: Fiinpro-X, TMR

Hình 16: GTGD trên thị trường TPDN hàng tháng theo nhóm ngành



Source: Fiinpro-X, TMR Đơn vị: Nghìn tỷ VND

Hình 18: Top 10 TPDN được giao dịch nhiều nhất trên thị trường thứ cấp trong T4 2025

STT	Mã TP	TCPH	Ngành	GTGD
1	VHM12410	Vinhomes	Bất động sản	7,014
2	ACB12302	ACB	Ngân hàng	5,249
3	SRE12201	Bất động sản Seaside Homes	Bất động sản	4,595
4	VDI12101	Thương mại và Đầu tư Việt Đức	Bất động sản	4,486
5	SLT12301	Đầu Tư Và Du Lịch Sài Gòn - Lâm Đồng	Du lịch	4,144
6	LPB12410	LPBank	Ngân hàng	4,100
7	MKH12301	Đầu tư Phát triển Mỹ Khánh	Bất động sản	2,947
8	ABB12302	Ngân hàng An Bình	Ngân hàng	2,096
9	NAB12401	Ngân hàng Nam Á	Ngân hàng	2,087
10	CPL12301	Capitaland Tower	Bất động sản	1,628

Source: Fiinpro-X, TMR Đơn vị: Tỷ VND

© 2025 CÔNG TY CỔ PHẦN XẾP HẠNG TÍN NHIỆM THIÊN MINH (“THIÊN MINH RATING”)

Xếp hạng tín nhiệm (“XHTN”) của Thiên Minh Rating là những ý kiến về rủi ro tín dụng tương đối trong tương lai của một tổ chức phát hành hoặc một tổ chức có công cụ nợ được xếp hạng tín nhiệm. XHTN sẽ đánh giá các rủi ro cơ bản theo quy định của pháp luật Việt Nam (bao gồm nghị định 88/2014/NĐ-CP ngày 26 tháng 9 năm 2014 của chính phủ Việt Nam) về dịch vụ xếp hạng tín nhiệm tùy từng thời điểm, xếp hạng tín nhiệm không giải quyết bất kỳ rủi ro nào khác, bao gồm nhưng không giới hạn ở rủi ro thanh khoản, rủi ro giá trị thị trường hoặc biến động giá cả.

Kết quả XHTN mang tính dự báo và dựa trên các giả định về diễn biến trong tương lai, do đó không thể được xác minh hoàn toàn tại thời điểm công bố. Ngay cả khi dữ liệu hiện tại đã được xác minh, kết quả xếp hạng vẫn có thể bị ảnh hưởng bởi các sự kiện hoặc yếu tố không lường trước.

Báo cáo XHTN, các đánh giá, ý kiến và tài liệu phát hành của Thiên Minh Rating không phải là tư vấn đầu tư tài chính và không bao hàm, ám chỉ hay hướng dẫn bất kỳ ai trong việc mua, bán hay nắm giữ cổ phiếu, vốn góp hay công cụ nợ nào. Xếp hạng tín nhiệm cũng không đánh giá tính hợp lý của giá thị trường, sự phù hợp của công cụ nợ với nhà đầu tư cụ thể, hay các vấn đề liên quan khác. Thiên Minh Rating không tham gia vào hoạt động tư vấn phát hành, quản lý rủi ro, bảo lãnh phát hành hay phân phối với tổ chức được xếp hạng tín nhiệm hay tổ chức có công cụ nợ được xếp hạng tín nhiệm.

Khi đưa ra báo cáo kết quả xếp hạng tín nhiệm và các báo cáo khác, TMR dựa trên dữ liệu thực tế nhận được từ khách hàng, các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin hợp pháp khác. TMR có thể tiến hành nhưng không bắt buộc quy trình đánh giá và xác minh thông tin được cung cấp. Tuy nhiên, mức độ đánh giá và xác minh của TMR thay đổi tùy theo bản chất của tổ chức phát hành hay công cụ nợ được xếp hạng, yêu cầu phân tích, đánh giá, thẩm định đầu tư, yêu cầu pháp lý, tính minh bạch của thông tin công khai, khả năng tiếp cận ban lãnh đạo và các xác minh từ bên thứ ba như báo cáo kiểm toán, báo cáo thẩm định, báo cáo kỹ thuật, ý kiến pháp lý và các tài liệu liên quan khác. TMR không đảm bảo tính chính xác hoặc đầy đủ tuyệt đối của tất cả thông tin sử dụng trong quá trình xếp hạng hoặc lập báo cáo. Trách nhiệm về tính chính xác và đầy đủ của thông tin thuộc về tổ chức phát hành trong các tài liệu công bố.

TMR không cam kết rằng báo cáo này hoặc bất kỳ nội dung nào của báo cáo sẽ đáp ứng mọi yêu cầu của người đọc. Xếp hạng của TMR là ý kiến về mức độ tín nhiệm của một tổ chức phát hành hoặc công cụ nợ. Ý kiến này và các báo cáo khác của TMR dựa trên các tiêu chí và phương pháp đánh giá được thiết lập và TMR liên tục đánh giá, cập nhật phương pháp đó. Do đó, báo cáo xếp hạng tín nhiệm và các báo cáo khác là sản phẩm của TMR mà không có một cá nhân hoặc nhóm cá nhân nào chịu trách nhiệm duy nhất về một báo cáo cụ thể này. Tất cả các báo cáo của TMR đều có sự đóng góp của nhiều tác giả. Một báo cáo xếp hạng tín nhiệm của TMR không phải là bản cáo bạch và không thay thế thông tin mà tổ chức phát hành cung cấp cho nhà đầu tư khi bán công cụ nợ.

Văn bản này, bao gồm tất cả nội dung, phân tích và tài liệu được trình bày ở đây, là tài sản độc quyền của Thiên Minh Rating và được bảo vệ bởi luật bản quyền hiện hành. Tất cả các quyền, quyền sở hữu và lợi ích trong và đối với báo cáo và nội dung của nó, bao gồm nhưng không giới hạn ở văn bản, đồ họa, dữ liệu và các tài sản trí tuệ khác, đều thuộc sở hữu hoặc cấp phép của Thiên Minh Rating. Không một phần nào của báo cáo này có thể được sao chép, phân phối hoặc truyền tải dưới bất kỳ hình thức nào hoặc bằng bất kỳ phương tiện nào, bao gồm sao chụp, ghi âm hoặc lưu trữ điện tử, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của Thiên Minh Rating. Việc sử dụng, sao chép hoặc phân phối trái phép báo cáo này hoặc bất kỳ nội dung nào của báo cáo này đều bị cấm và có thể vi phạm luật bản quyền, nhãn hiệu hoặc luật sở hữu trí tuệ khác. Bất kỳ việc sử dụng hoặc sửa đổi trái phép nội dung của báo cáo đều có thể dẫn đến hành động pháp lý. Tất cả các nhãn hiệu, nhãn hiệu dịch vụ và logo được sử dụng trong báo cáo này là tài sản của chủ sở hữu tương ứng.