

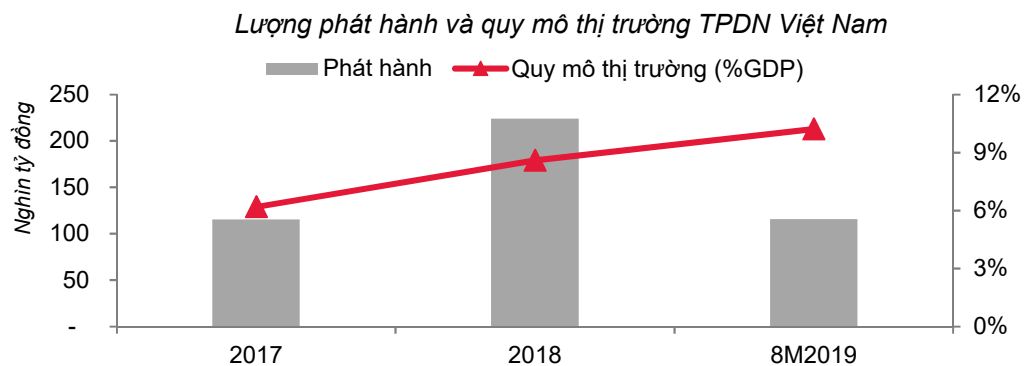
**TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG**

*Thị trường sôi động với sức nóng tăng lên từ cả phía cung và phía cầu*

Nghị định 163/2018/NĐ-CP quy định về phát hành TPDN, thay thế Nghị định 90/2011/NĐ-CP và có hiệu lực từ ngày 1/2/2019 với những điểm thay đổi chính đó là:

- Nới lỏng về điều kiện phát hành TPDN: bỏ điều kiện TCPH phải có lãi năm liền kề trước năm phát hành và cho phép phát hành nhiều đợt theo tiến độ dự án đầu tư.
- Thay đổi quy định về TPDN phát hành riêng lẻ: NĐ 90 quy định TPDN phát hành riêng lẻ là phát hành cho dưới 100 NĐT nhưng nghị định mới bổ sung thêm điều kiện NĐT không phải là NĐT chứng khoán chuyên nghiệp. Như vậy, đối tượng này sẽ được xếp vào phát hành ra công chúng và thực hiện theo Luật Chứng khoán.
- Hoàn thiện các nội dung về hồ sơ chào bán và công bố thông tin theo hướng minh bạch, rõ ràng hơn.

Nghị định 163 đã tạo hành lang pháp lý thông thoáng hơn cho thị trường TPDN. Các chính sách từ NHNN như giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn, giới hạn cho vay với 1 khách hàng không quá 15% vốn tự có, điều chỉnh hệ số rủi ro với cho vay BĐS... đã tạo ra sự dịch chuyển của các doanh nghiệp từ kênh huy động tín dụng ngân hàng sang kênh phát hành trái phiếu. Bên cạnh đó, việc thông tin phát hành trái phiếu minh bạch hơn và sự tham gia tích cực của các trung gian phân phối là các Ngân hàng, CTCK đã khiến TPDN trở lên hấp dẫn hơn trong mắt NĐT. Sự gia tăng từ cả phía cung và phía cầu đã khiến thị trường TPDN Việt Nam trở lên sôi động hơn bao giờ hết.



Nguồn: Bộ Tài chính, HNX, SSI tổng hợp

Theo số liệu từ Bộ Tài chính, năm 2018 có 224.000 tỷ đồng TPDN phát hành, +94.5% so với 2017, tổng quy mô thị trường TPDN là 474.500 tỷ đồng – tương đương 8.6% GDP, cao hơn nhiều so với mức 6.19% GDP của năm 2017.

Sự sôi động của thị trường TPDN trong năm 2018 tiếp tục được duy trì trong 8 tháng đầu năm 2019. Căn cứ thông tin phát hành riêng lẻ trên HNX và công bố thông tin của các doanh nghiệp, chúng tôi ước tính 8M2019 tổng lượng chào bán là 129.016 tỷ đồng và lượng phát hành là 117.142 tỷ đồng, tỷ lệ phát hành thành công toàn thị trường là 90.8%, quy mô thị trường tăng mạnh lên mức khoảng 10.2% GDP.

## TỔ CHỨC PHÁT HÀNH

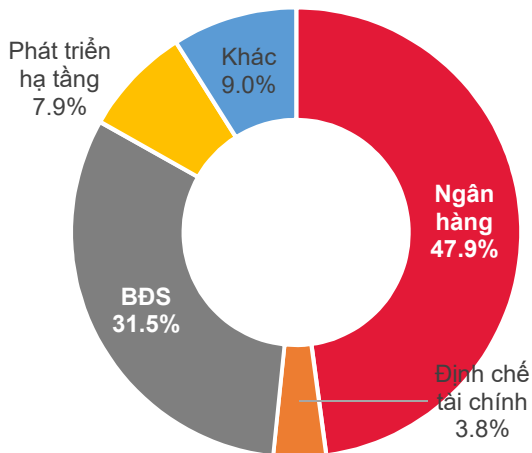
Chủ thể phát hành lớn nhất vẫn là các NHTM với tổng giá trị phát hành là 56.060 tỷ đồng (chiếm 47.9%); tiếp đó là các doanh nghiệp Bất động sản phát hành 36.946 tỷ đồng (chiếm 31.5%); các doanh nghiệp phát triển hạ tầng phát hành 9.207 tỷ đồng (chiếm 7.9%); các định chế tài chính phi ngân hàng phát hành 4.423 tỷ đồng (chiếm 3.8%); còn lại là các doanh nghiệp khác.

*Ngân hàng vẫn là tổ chức phát hành lớn nhất và huy động thành công nhất*

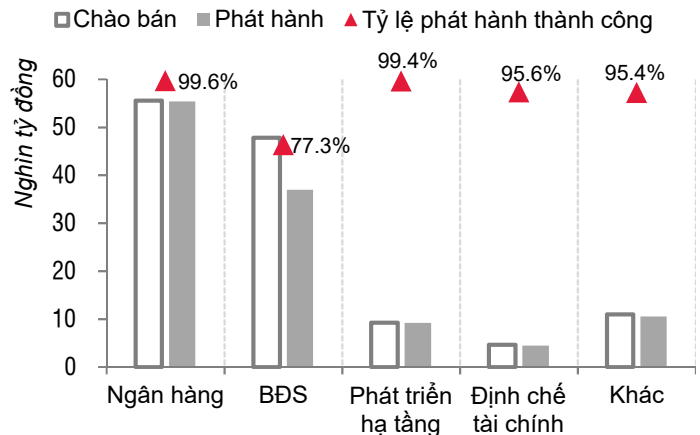
Ngân hàng cũng là nhóm có tỷ lệ phát hành thành công cao nhất (99.6%), ngoại trừ Seabank có 2 lô phát hành ngày 8/5 và 19/6/2019 là 1.000 tỷ đồng và 900 tỷ đồng không bán hết (lượng phát hành tương ứng 950 tỷ đồng và 700 tỷ đồng), tất cả 10 NHTM còn lại đều bán hết 100% lượng trái phiếu chào bán. Top 5 NHTM phát hành nhiều nhất, chiếm tới 83% tổng giá trị phát hành 8M2019 của nhóm Ngân hàng là: VPB (13.860 tỷ đồng, trong đó có 300 triệu USD trái phiếu quốc tế); HDB (11.600 tỷ đồng); ACB (7.850 tỷ đồng); VIB (6.450 tỷ đồng) và LPB (6.100 tỷ đồng).

Bên cạnh Ngân hàng, các doanh nghiệp phát triển hạ tầng cũng là nhóm chào bán khá thành công trong đó riêng CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP HCM (CIJ) phát hành 3.611 tỷ đồng – chiếm 39% lượng phát hành của cả nhóm này.

Cơ cấu tổ chức phát hành 8M2019



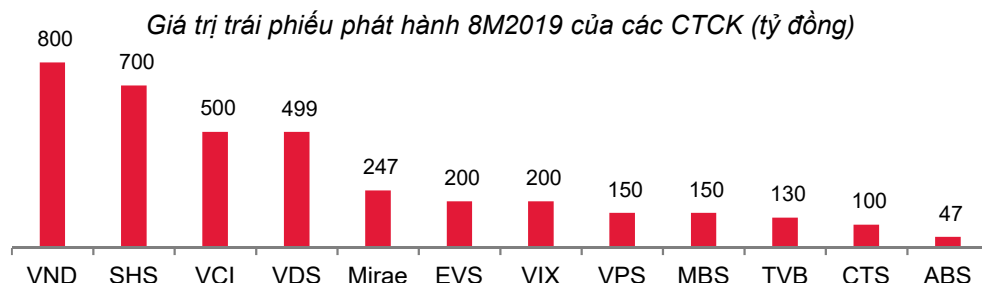
Tỷ lệ phát hành thành công



Nguồn: HNX, SSI tổng hợp

Nhóm định chế tài chính bao gồm 100 tỷ đồng của F88 và 599 tỷ đồng của CTCP Đầu tư DV tài chính Hoàng Huy (TCH), còn lại là các CTCK. Trong 8M2019, có 12 CTCK phát hành tổng

cộng 3.724 tỷ đồng trong đó chỉ riêng 4 công ty VND, SHS, VCI và VDS phát hành tổng cộng 2.499 tỷ đồng (chiếm 67%).



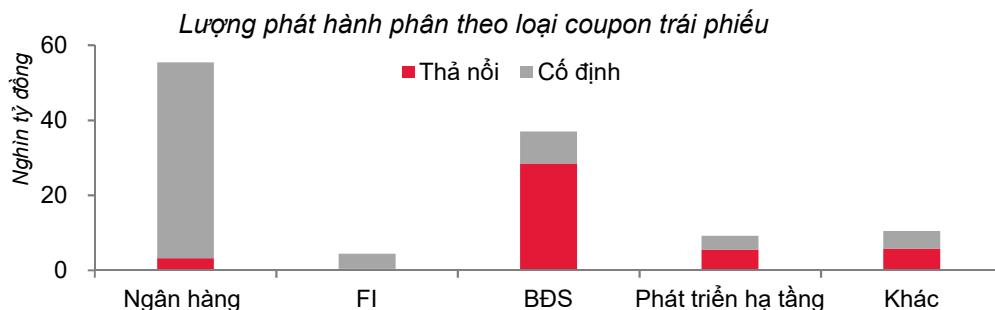
*Trái phiếu BĐS nở rộ nhưng thị trường cũng có chọn lọc*

Nhóm BĐS có 44 doanh nghiệp chào bán trái phiếu qua 139 đợt chào bán với 47.8 nghìn tỷ TP BĐS được chào bán nhưng chỉ có 36.146 tỷ trái phiếu BĐS được phát hành, tương đương tỷ lệ 77.3% - mức thấp nhất trong các nhóm.

CTCP Đầu tư và Phát triển Du lịch Phú Quốc là doanh nghiệp có tổng lượng phát hành nhiều nhất (4.610 tỷ đồng) và toàn bộ được bảo đảm bởi cổ phần của Vinhomes và bảo lãnh thanh toán bởi Vinpearl và Vinhomes. Một số doanh nghiệp có lượng phát hành lớn khác là Tân Liên Phát Sài Gòn (2.228 tỷ đồng), Vinpearl (2.000 tỷ đồng), Tiếp vận và Tân Liên Phát Tân Cảng (1.979 tỷ đồng), Novaland (1.900 tỷ đồng)... Ngoài ra, khoản phát hành 100 triệu USD (tương đương 2.318 tỷ đồng) trái phiếu 10 năm được bảo lãnh bởi CGIF (thuộc ADB) vào cuối tháng 1/2019 của REE cũng được chúng tôi xếp vào nhóm BĐS do mục đích huy động vốn là phát triển các dự án BĐS.

## LÃI SUẤT VÀ KỶ HẠN

Tính bình quân gia quyền theo giá trị phát hành trong 8 tháng đầu năm 2019, lãi suất trái phiếu trung bình là 8.3%/năm và kỳ hạn trái phiếu bình quân là 3.4 năm. Có tới 62.7% trái phiếu phát hành là lãi suất cố định (tức là 73 nghìn tỷ đồng), còn lại là lãi suất thả nổi. Tuy nhiên, nếu loại trừ trái phiếu ngân hàng thì cơ cấu này có sự đảo ngược với 66% là thả nổi và 34% là cố định.



*Trái phiếu ngân hàng là nhóm có mức lãi suất thấp nhất và chủ yếu là lãi suất cố định*

Hầu hết trái phiếu ngân hàng có lãi suất cố định và trả lãi hàng năm. Lãi suất và kỳ hạn bình quân của nhóm ngân hàng là 6.75%/năm và 3.3 năm. Chỉ có 3.900 tỷ đồng trái phiếu nhóm này có lãi suất thả nổi, trong đó gồm: 2.500 tỷ trái phiếu kỳ hạn 3 năm của ABBank có mức lãi suất năm đầu là 6.5%/năm và các năm sau bằng bình quân lãi suất tiết kiệm 12 tháng trả

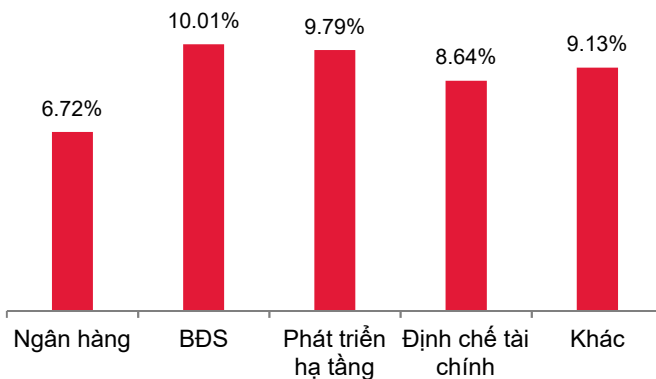
sau của 4 SOBs; 1.400 tỷ trái phiếu lãi suất thả nổi còn lại là trái phiếu kỳ hạn dài 5-10 năm của BID, CTG, Seabank và VIB.

*Bất động sản có là nhóm có lãi suất cao nhất, bình quân 10%/năm và chủ yếu là thả nổi*

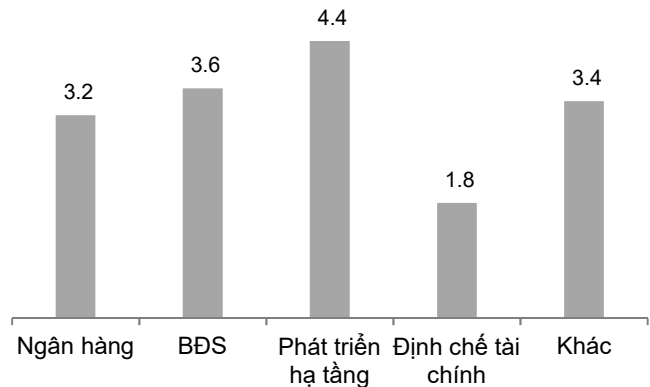
Nếu loại trừ nhóm ngân hàng, mức lãi suất bình quân các nhóm còn lại là 9.72%/năm trong đó cao nhất là lãi suất trái phiếu của các doanh nghiệp bất động sản (10.01%/năm), rồi đến nhóm phát triển hạ tầng (9.79%/năm); nhóm định chế tài chính (8.64%/năm).

Kỳ hạn bình quân cao nhất thuộc về nhóm phát triển hạ tầng (4.4 năm) với điển hình là 1.150 tỷ đồng trái phiếu 10 năm của CII và 1.100 tỷ đồng trái phiếu 7 năm của Vietraximex. Ngược lại, trái phiếu của các CTCK hầu hết có kỳ hạn ngắn từ 1-2 năm khiến kỳ hạn bình quân của nhóm định chế tài chính là ngắn nhất (1.8 năm).

Lãi suất bình quân TPDN phát hành 8M2019



Kỳ hạn bình quân (năm)



## TPDN HẤP DẪN HƠN TRONG MẮT NHÀ ĐẦU TƯ

*NĐTNN mua 10.266 tỷ đồng TPDN phát hành ở khắp các lĩnh vực*

Trong 8M2019, NĐTNN tham gia khá tích cực vào thị trường trái phiếu Việt Nam khi mua vào khá nhiều cả TPCP và TPDN Việt Nam. Cụ thể, NĐTNN mua ròng hơn 13 nghìn tỷ đồng TPCP và mua sơ cấp TPDN 10.266 tỷ đồng, tương ứng 8.8% tổng lượng TPDN phát hành. Trong đó, lớn nhất là lô 300 triệu USD (tương đương khoảng 6.96 nghìn tỷ đồng) trái phiếu quốc tế kỳ hạn 3 năm của VPB phát hành thành công vào 17/7/2019 với lãi suất cố định 6.25%/năm và được niêm yết trên sàn SGX-ST (Singapore).

Các công ty bảo hiểm nhân thọ nước ngoài tại Việt Nam (Manulife, AIA và Generali) cũng ôm trọn lô 1.150 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 10 năm, lãi suất cố định 7.2%/năm và được bảo lãnh thanh toán bởi GuarantCo Ltd của CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP.HCM (CII). GuarantCo là một công ty bảo lãnh đa quốc gia thuộc PIDG – tổ chức được tài trợ bởi các nước Anh, Úc, Thụy Sĩ, Thụy Điển và Hà Lan.

Một số lô phát hành lớn được NĐTNN mua là 598.8 tỷ đồng của TCH, 456.7 tỷ đồng của DNP, 450 tỷ đồng của KDH, 247 tỷ đồng của CTCK Mirae, 234 tỷ đồng của DXG.

*Các CTCK là NĐT trong nước mua nhiều nhất, chủ yếu là mua trái phiếu của các ngân*

Trong khối các nhà đầu tư trong nước, CTCK là bên mua lớn nhất với tổng lượng mua 29.447 tỷ đồng – chiếm 25.4% tổng lượng phát hành, trong đó mua 22.900 tỷ đồng trái phiếu do các NHTM phát hành. Đáng lưu ý, lượng mua này quá lớn so với quy mô vốn của các CTCK, bản

*hàng nhưng hầu hết chỉ là trung gian phân phối trái phiếu, không phải NĐT dài hạn*

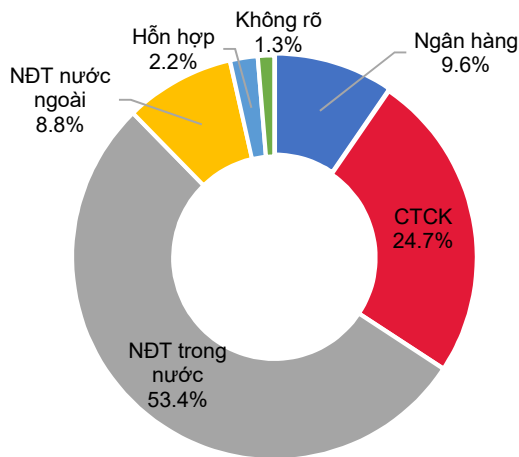
thân các CTCK này cũng phải huy động trái phiếu để tăng vốn nên khả năng cao các CTCK chỉ là trung gian, tham gia mua trên sơ cấp để bán lại trên thứ cấp chứ không phải là người mua cuối cùng.

Các NHTM cũng mua vào 10.210 trái phiếu – tương đương 8.8% tổng lượng phát hành trong đó chủ yếu là mua các trái phiếu BĐS và phát triển hạ tầng. Chúng tôi sẽ phân tích sâu hơn ở phần sau.

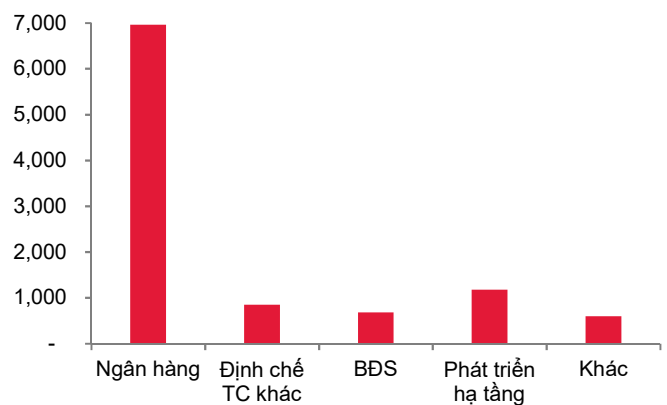
*Các NHTM đang mua chéo trái phiếu của nhau?*

Theo BCTC bán niên 2019 của 18 NHTM niêm yết, trong 6M2019, lượng trái phiếu của các tổ chức tín dụng mà các NHTM nắm giữ tăng thêm tới 56.4 nghìn tỷ, con số khá tương đồng với lượng trái phiếu các NHTM đã phát hành. Với mức lãi suất trung bình chỉ 6.72%/năm, tức là chỉ tương đương lãi suất huy động của các NHTM lớn – nhóm có lãi suất huy động thấp nhất thì trái phiếu của các NHTM hầu hết không hấp dẫn với các NĐT thông thường. Thêm vào đó, đối tượng mua chủ yếu là các CTCK nên rất có thể các NHTM đã sở hữu chéo các trái phiếu của nhau, mục đích là để gia tăng nguồn huy động và nâng cao tỷ trọng vốn trung và dài hạn, đối phó với yêu cầu giảm tỷ trọng vốn ngắn hạn cho vay trung vào dài hạn của NHNN.

**Cơ cấu nhà đầu tư mua TPDN 8M2019**

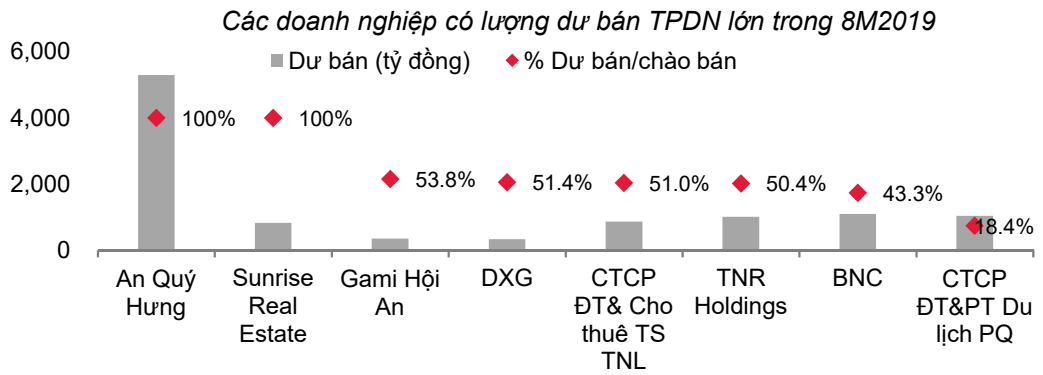


**Lượng TPDN mua bởi NĐTNN trong 8M2019**



## TRÁI PHIẾU BẤT ĐỘNG SẢN

Trong 8 tháng đầu năm 2019, bất động sản là lĩnh vực có các DN tham gia chào bán TPDN đông đảo nhất với 44/108 doanh nghiệp. Tổng lượng chào bán là 47.804 tỷ đồng nhưng chỉ có 36.946 tỷ đồng được phát hành, dư bán 10.858 tỷ đồng. Trong đó, An Quý Hưng (5.300 tỷ đồng chia làm 2 đợt) do TCBS tư vấn phát hành và Sunrise Real Estate, một thành viên của Bitexco (820 tỷ đồng) do VPBS tư vấn phát hành là 2 doanh nghiệp huy động trái phiếu bất thành vì không có TP nào được mua. Còn lại là 59 đợt phát hành có dư bán và 76 đợt phát hành được mua hết toàn bộ.



Mức lãi suất phù hợp với mức độ rủi ro và hầu hết không nhỉnh hơn nhiều so với lãi suất cho vay

Bất động sản là lĩnh vực kinh doanh yêu cầu vốn lớn và tiềm ẩn nhiều rủi ro. Bản thân các NHTM cũng phải áp hệ số rủi ro 50% với cho vay đảm bảo bằng nhà ở, quyền sử dụng đất; 200% với cho vay đầu tư, kinh doanh BĐS (theo thông tư 36) và hệ số này còn tăng lên cao hơn nữa trong dự thảo thông tư thay thế. Rủi ro cao hơn nên lãi suất trái phiếu BĐS thuộc nhóm cao nhất cũng là điều dễ hiểu.

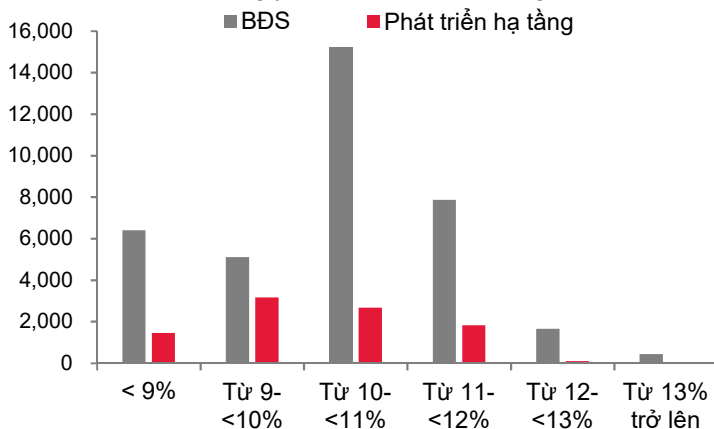
Lãi suất trái phiếu bình quân của tất cả các trái phiếu BĐS phát hành 8 tháng đầu năm 2019 là 10.01%/năm. Chỉ có 4 doanh nghiệp huy động được trái phiếu có lãi suất từ 8% trở xuống (chi tiết bảng dưới); nếu loại trừ các khoản này, lãi suất huy động bình quân tăng lên 10.3%/năm.

**Các trái phiếu có lãi suất từ 8% trở xuống**

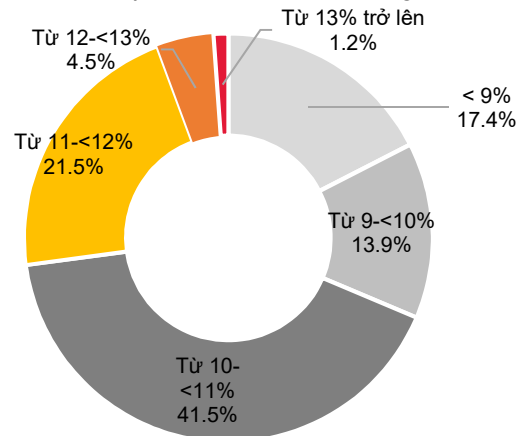
Tổ chức phát hành	Phát hành (tỷđ)	Kỳ hạn (tháng)	Lãi suất	Ghi chú
Nova Tân Gia Phát	571	24	6.0%	
Sàn giao dịch BĐS Tiến Phước	332	18	8.0%	MBS tư vấn
DXG	234	60	7.0%	TP chuyển đổi
REE (mục đích để đầu tư BĐS)	2,318	120	7.3%	Bảo lãnh bởi CGIF

Khoảng lãi suất từ 10% đến dưới 11%/năm chiếm tỷ trọng lớn nhất (15.277 tỷ đồng – tương đương 41.5%). Tiếp theo là khoảng từ 11% đến dưới 12%/năm (7.874 tỷ đồng, 21.5%). Như vậy, 94.3% trái phiếu BĐS phát hành có lãi suất dưới 12%/năm.

**Phân bố lượng phát hành theo khoảng lãi suất**



**Cơ cấu trái phiếu BĐS theo khoảng lãi suất**



Chỉ có 8 lô phát hành của 5 doanh nghiệp với tổng giá trị phát hành là 2.079 tỷ đồng trái phiếu có lãi suất từ 12%/năm trở lên (tương đương tỷ trọng 5.7%) trong đó cao nhất là 200 tỷ đồng phát hành ngày 8/4/2019 của CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt (PDR) với mức lãi suất 14.45%/năm. Doanh nghiệp này có 6 đợt phát hành thì 4 đợt đều ở nhóm lãi suất cao nhất thị trường, hai lô còn lại có lãi suất thấp hơn thì đều được các ngân hàng ôm trọn. Cụ thể: MBB mua trọn lô 550 tỷ đồng, kỳ hạn 5 năm, phát hành 3/6/2019 có lãi suất thả nổi, năm đầu 10.5%/năm, các năm sau bằng lãi suất tham chiếu cộng 3.5%/năm; OCB mua trọn lô 225 tỷ đồng kỳ hạn 1 năm, phát hành ngày 1/8/2019 có lãi suất 9.5%/năm.

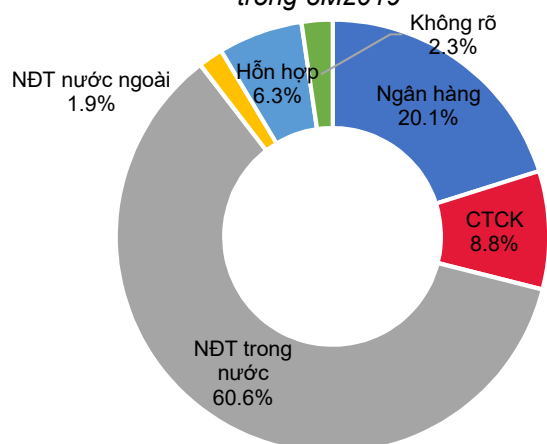
Các lô phát hành có lãi suất từ 12% trở lên

Tổ chức phát hành	Ngày phát hành	Giá trị (tỷ đồng)	Kỳ hạn (tháng)	Lãi suất năm đầu	Tư vấn phát hành
CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt	8-Apr-19	200	12	14.45%	TCI
CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt	24-Jun-19	150	12	14.00%	Haseco
CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt	1-Aug-19	70	12	13.50%	Haseco
CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt	4-Jun-19	99	12	12.00%	TCI
CTCP Đầu tư IDJ Việt Nam	25-Jul-19	10	36	13.00%	APS
CTCP Địa ốc SG Thương tín	4-Jul-19	300	36	12.00%	KB Việt Nam
CTCP ĐT& KD nhà Khang Điền	21-May-19	450	24	12.00%	HSC
Văn Phú Invest	9-May-19	800	24	12.00%	

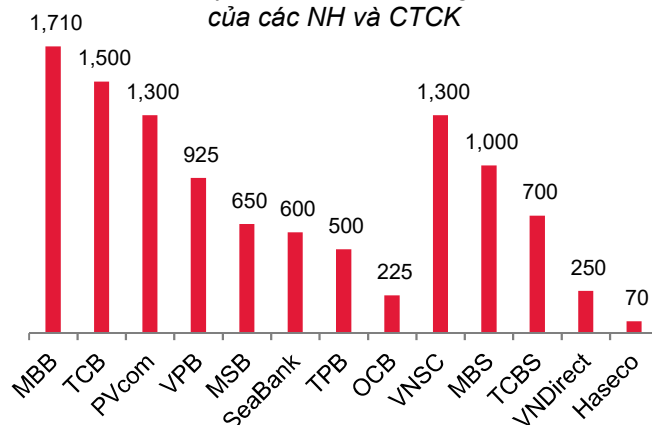
Ngân hàng và các CTCK mua trái phiếu BĐS ở mức độ nào?

Trong tổng số 36.876 tỷ đồng TP BĐS được phát hành, có 7.410 tỷ đồng (20.1%) được mua bởi các NHTM, 3.250 tỷ đồng (8.8%) được mua bởi các CTCK và 22.664 tỷ đồng (61.5%) chỉ có thông tin chung chung là do NĐT trong nước mua.

Cơ cấu NĐT mua trái phiếu các DN BĐS trong 8M2019



Giá trị trái phiếu BĐS mua trong 8M2019 của các NH và CTCK

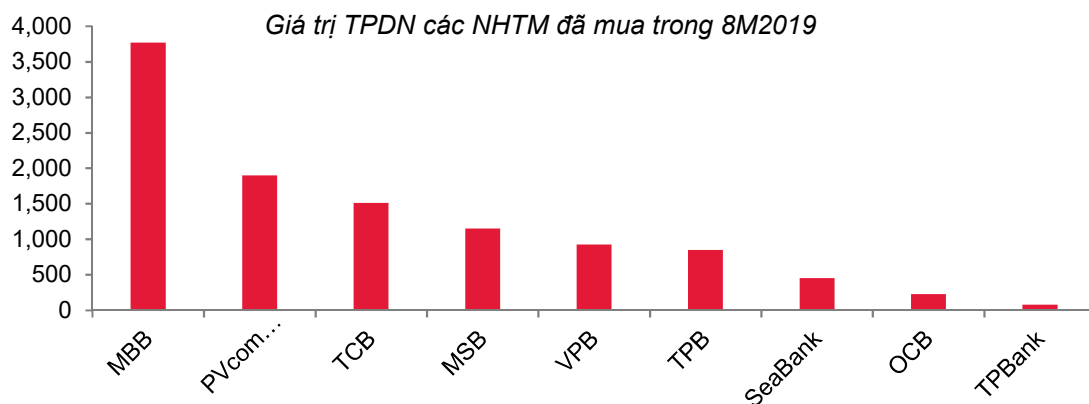


Thông tin về một số đợt phát hành lớn:

Bên mua	TCPH	Giá trị (Tỷ đ)	Kỳ hạn (năm)	Phương thức trả lãi
MBB	BĐS Phát Đạt	550	5	Thả nổi, năm đầu 10.5%, năm sau +3.5% Trả hàng quý

	CTCP KD &ĐT Bình Dương	500	5	Cố định, 10.4%. Trả hàng tháng
	PQC Convention	180	6	Thả nổi, năm đầu 9.5%, năm sau +2.6% Trả hàng quý
	BDS Vạn Phát	380	4	Thả nổi, năm đầu 10%, năm sau +3.5% Trả hàng quý
TCB	CTCP Dịch vụ NewCo	1,500	1.5	Thả nổi, năm đầu 10.35%, năm sau +3.42% Trả hàng quý
PVcom	NVL	1,300	4	Thả nổi, năm đầu 11.75%, năm sau +4.25% Trả hàng quý
VPB	BDS Du lịch Hoàng Trường	925	5	Thả nổi, năm đầu 9.5%, năm sau +3.0% Trả hàng quý
VNSC	TNHH Mặt trời Sông Hàn	1,300	Từ 1.5-5 năm	Thả nổi, năm đầu 10%, năm sau +2.25% Trả hàng quý
	NVL	200	2	Thả nổi, năm đầu 11%, năm sau +4.0% Trả 6 tháng/lần
	NVL	200	1	Thả nổi, năm đầu 11%, năm sau +3.5% Trả 6 tháng/lần
MBS	NVL	200	1	Cố định, 10.8%. Trả 6 tháng/lần
	FLC	300	2	Thả nổi, năm đầu 11.3%, năm sau +4.0% Trả hàng quý
	FCN	100	2	Thả nổi, +3.5%. Trả hàng tháng

Bên cạnh BĐS, các ngân hàng cũng mua 3.750 tỷ đồng TPDN các lĩnh vực khác. Như vậy, căn cứ trên công bố thông tin của các doanh nghiệp, có 9 NHTM đã mua vào 11.160 tỷ đồng, chiếm 9.6% lượng TPDN phát hành trong 8 tháng đầu năm 2019 trong đó mua nhiều nhất là MBBank (3.770 tỷ đồng) rồi đến PVCombank (1.900 tỷ đồng), Techcombank (1.510 tỷ đồng), MSB (1.150 tỷ đồng)...



Nếu căn cứ số liệu trên bảng cân đối kế toán tại 30/6/2019 của 18 NHTM niêm yết, tổng số TPDN các ngân hàng nắm giữ là gần 230.5 nghìn tỷ đồng – tăng 65 nghìn tỷ đồng so với cuối năm 2018 trong đó một số ngân hàng tăng rất mạnh là STB, CTG, SHB, MBB. Ngân hàng nắm giữ nhiều TPDN nhất vẫn là TCB với số dư là 60.663 tỷ đồng tại 30/6/2019.

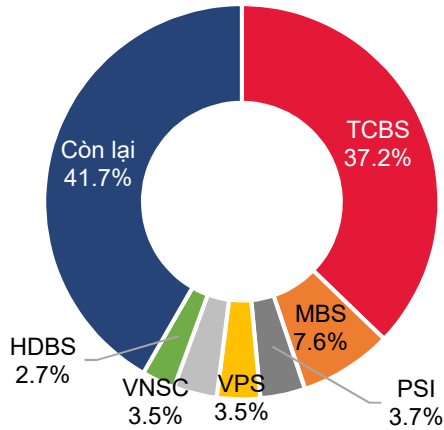
Thực tế, so với cho vay, việc mua trái phiếu doanh nghiệp sẽ giúp các NHTM linh hoạt hơn vì các NHTM có thể bán lại một phần trái phiếu này cho các tổ chức, quỹ đầu tư và khách hàng cá nhân khi cần điều chỉnh các khoản mục tài sản trên bảng CĐKT. Tuy nhiên, một số ngân hàng có thể sử dụng công cụ trái phiếu doanh nghiệp, thông qua các giao dịch tài chính phức tạp để cơ cấu lại nợ của tổ chức phát hành hoặc các mục đích khác. Để hạn chế các rủi ro tiềm ẩn, mới đây, NHNN đã có văn



bản gửi đến các NHTM yêu cầu tăng cường kiểm soát hoạt động đầu tư TPĐN và cho biết sẽ xử lý nghiêm các trường hợp vi phạm.

*Các CTCK là đóng vai trò quan trọng trong sự sôi nổi của thị trường trái phiếu BĐS*

*Thị phần tư vấn phát hành trái phiếu BĐS 8M2019*



TCBS là tổ chức tư vấn phát hành lớn nhất đối với TP BĐS, công ty này đã thu xếp phát hành thành công cho gần 13.7 nghìn tỷ đồng trái phiếu BĐS, tập trung vào các công ty liên quan đến Vingroup như Vinpearl, CTCP Đầu tư và Phát triển Du lịch Phú Quốc. Ngoài ra còn thu xếp phát hành cho Cáp treo Bà Nà, NewCo, BĐS Tân Liên Phát Sài Gòn, Tân Liên Phát Tân Cảng.

MBS thời gian gần đây cũng đẩy mạnh mảng trái phiếu, công ty này là trung gian thu xếp phát hành thành công cho 2.792 tỷ đồng TP BĐS, trong đó có trái phiếu của NVL, FLC và một số công ty khác. Đáng lưu ý, MBB và MBS cũng chính là người mua của hơn 1 nửa số TP BĐS này.

Sự phát triển của TPĐN là một tất yếu và cũng phù hợp với định hướng của nhà nước nhằm phát triển thị trường vốn song song với thị trường tín dụng. Tuy quy mô phát hành TPĐN đã có mức tăng trưởng khá cao, nhìn sâu vào từng đợt phát hành vẫn thấy có một số điểm cần lưu tâm như việc phát hành của các NHTM và việc NHTM là bên mua của nhiều loại TPĐN, trong đó có TPĐN BĐS. Công bố thông tin phát hành TPĐN vẫn có trường hợp chung chung như ẩn tên của đơn vị mua trái phiếu.

Nhìn một cách tổng thể, lãi suất TPĐN vẫn nằm trong mức tương đối an toàn bởi xấp xỉ bằng với lãi suất vay ngân hàng. Nhưng nếu thiếu một cơ quan định mức tín nhiệm đủ uy tín, người mua trái phiếu, đặc biệt là các nhà đầu tư cá nhân sẽ rất khó xác định mức lãi suất hợp lý. Khi chính sách liên quan đến phát hành TPĐN thông thoáng hơn thì các cơ chế bảo vệ nhà đầu tư cũng cần hoàn chỉnh hơn. Đây sẽ là nền tảng để phát triển thị trường TPĐN lớn mạnh và bền vững.

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin, dự báo và khuyến nghị trong bản báo cáo này (bao gồm cả các nhận định cá nhân) được dựa trên các nguồn thông tin tin cậy; tuy nhiên SSI không đảm bảo chắc chắn sự chính xác hoàn toàn và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong báo cáo được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết, cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của người viết và là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo có thể thay đổi bất kì 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, các công ty con của SSI, 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. 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 một phần thông tin hoặc ý kiến trong báo cáo này.

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

## LIÊN HỆ

### Phòng Phân tích & Tư vấn đầu tư KHCN

Nguyễn Đức Hùng Linh

Giám đốc

[linhndh@ssi.com.vn](mailto:linhndh@ssi.com.vn)

Nguyễn Thị Thanh Tú

Chuyên viên cao cấp

[tuntt@ssi.com.vn](mailto:tuntt@ssi.com.vn)