

Rủi ro nợ tại Việt Nam

Lãi suất tăng – Nợ có căng?

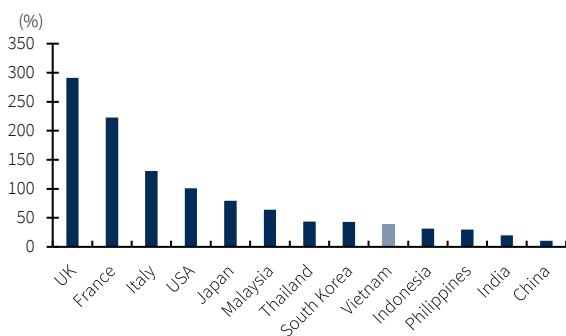
Rủi ro với nợ nước ngoài chưa quá lo ngại

— Hiện tỷ lệ nợ nước ngoài trên GDP của Việt Nam vẫn chưa quá quan ngại, ở mức 38%, mức trung bình so với các nước khu vực châu Á. Nghĩa vụ trả nợ nước ngoài của quốc gia chỉ bằng khoảng 6-7% tổng kim ngạch xuất khẩu hàng hoá và dịch vụ. Khác với cuộc khủng hoảng châu Á 1998 bắt đầu từ Thái Lan, khi đó, phần lớn nợ vay nước ngoài của Thái Lan, Hàn Quốc đến từ dòng tiền nóng nhưng lại được đầu tư vào tài sản rủi ro trong khi khả năng chống chịu của nền kinh tế thấp. Trong đó, dòng vốn từ nước ngoài vào Việt Nam hiện tại từ nợ ngắn hạn chỉ chiếm khoảng 20%, còn lại phần lớn là vốn trung và dài hạn. Hơn nữa, nền kinh tế chung của Việt Nam có mức tăng trưởng tích cực, dự trữ ngoại hối dù đã giảm nhưng vẫn trong mức khuyến nghị. Do đó, rủi ro đổ vỡ đối với quy mô toàn nền kinh tế là hạn chế.

Rủi ro với nợ công trong mức kiểm soát

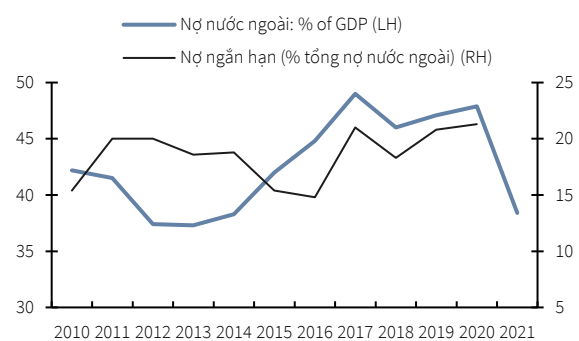
— Bên cạnh đó, tỷ lệ nợ công và nợ chính phủ đã giảm dần trong 5 năm qua. Năm 2021, tỷ lệ nợ công/gdp giảm xuống 43% và nợ chính phủ 142 tỷ USD, tương ứng 39% sau khi thay đổi cách tính GDP. Trong đó, nguồn vay của Chính phủ hiện nay phần lớn đến từ các kênh trong nước, chiếm khoảng 90%. 10% lượng huy động còn lại của Chính phủ là khoản vay nước ngoài (từ các tổ chức như WB, ADB và Nhật Bản) với kỳ hạn khoảng 20 - 30 năm, lãi suất ưu đãi khoảng 1 - 2%/năm. Nghĩa vụ trả nợ của Chính phủ so với thu ngân sách nhà nước năm 2021 ở mức 21.8%, thấp hơn mức trần 25% của Quốc hội. Bên cạnh đó, CDS của trái phiếu Chính phủ Việt Nam (hợp đồng hoán đổi rủi ro tín dụng - phản ánh rủi ro vỡ nợ của Chính phủ) dù tăng so với 2021 để phản ánh các lo ngại của nhà đầu tư toàn cầu về triển vọng các quốc gia mới nổi trong đó có Việt Nam nhưng vẫn ở mức thấp so với lịch sử. Nhìn chung, chỉ tiêu an toàn nợ công đảm bảo nằm trong mức cho phép.

Biểu đồ 1. Nợ nước ngoài/GDP các quốc gia



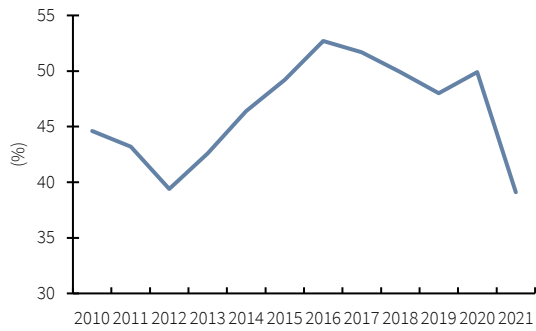
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. Nợ nước ngoài/GDP Việt Nam 2010-2021



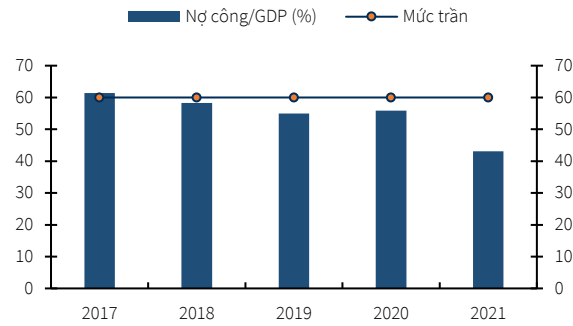
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 3. Nợ chính phủ/GDP 2010-2022



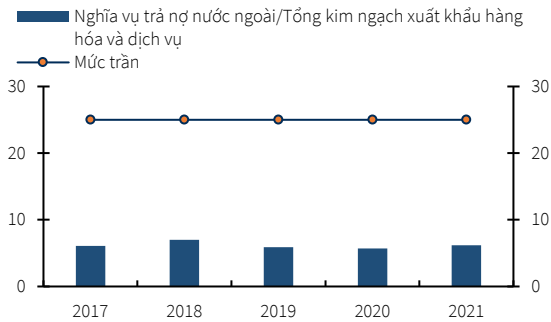
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. Nợ công/GDP



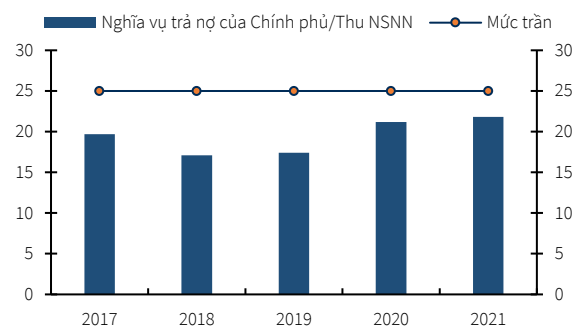
Nguồn: Bộ Tài chính

Biểu đồ 5. Nghĩa vụ trả nợ nước ngoài/Tổng kim ngạch xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ



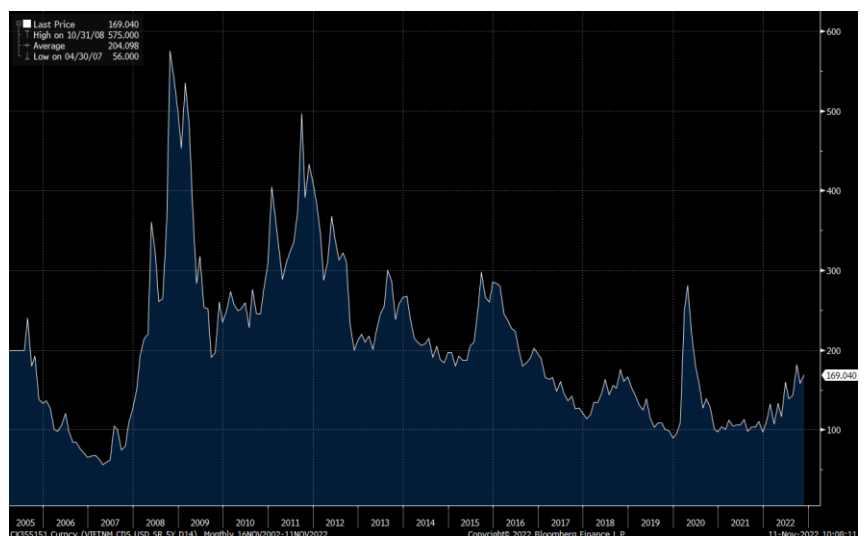
Nguồn: Bộ Tài chính

Biểu đồ 6. Nghĩa vụ trả nợ của Chính phủ/Thu NSNN



Nguồn: Bộ Tài chính

Biểu đồ 7. Vietnam - 5-year CDS



Nguồn: Bloomberg

Bảng 1. Rủi ro vỡ nợ Chính phủ của Việt Nam

	Government Bond Yield ¹ , Latest (Ppt)	Interest Expense ² , 2022 (% GDP)	Government Debt ³ , 2022 (% GDP)	Sovereign Debt Vulnerability Ranking ⁴ (Lower Rank, Higher Risk)		Government Bond Yield, Latest (%)	Interest Expense, 2022 (% GDP)	Gross Government Debt, 2022 (% GDP)	Sovereign Debt Vulnerability Ranking (Lower Score, Higher Risk)
Ghana	35.2	7.1	90.7	1	Honduras	8.3	1.0	50.2	31
Pakistan	40.5	4.8	77.8	2	Mexico	2.3	4.6	56.8	32
Egypt	10.0	7.2	89.2	3	Turkey	5.2	1.7	37.5	33
Mozambique	12.0	3.5	102.4	4	Serbia	3.7	1.7	54.4	34
El Salvador	22.4	4.5	80.3	5	Iraq	9.0	0.8	36.7	35
Tunisia	25.1	3.1	88.8	6	Romania	3.4	1.7	49.7	36
Kenya	11.3	4.5	69.4	7	Panama	2.4	2.1	55.6	37
Jordan	4.9	3.8	91.0	8	Oman	2.7	2.2	45.4	38
Ukraine	51.8	2.8	47.6	9	Trinidad & Tobago	1.5	2.9	54.7	39
Argentina	27.8	1.6	76.0	10	Israel	1.2	2.3	61.5	40
Namibia	4.9	4.7	71.8	11	Philippines	1.7	2.0	59.3	41
Angola	8.8	3.9	56.6	12	Uruguay	1.4	2.2	61.2	42
Bahrain	3.2	4.6	119.5	13	Georgia	3.3	1.0	39.8	43
Senegal	7.0	2.0	77.3	14	Paraguay	2.8	1.4	39.3	44
Bolivia	6.3	1.9	82.6	15	Malaysia	0.5	2.2	69.6	45
Costa Rica	3.8	5.4	67.6	16	Vietnam	2.8	1.1	40.2	46
Rwanda	5.9	2.3	68.1	17	Guatemala	2.7	1.8	30.1	47
South Africa	3.8	4.6	68.0	18	Croatia	1.2	1.1	72.6	48
Ecuador	15.7	1.3	62.2	19	Indonesia	1.6	2.1	40.9	49
Gabon	9.6	2.4	54.0	20	China	0.1	1.0	76.9	50
Colombia	4.7	3.3	61.1	21	Peru	2.0	1.3	34.8	51
Jamaica	2.5	4.9	86.2	22	Qatar	1.1	1.4	46.9	52
Brazil	2.2	6.6	88.2	23	Azerbaijan	2.3	0.5	20.7	53
Nigeria	11.2	2.3	37.4	24	Poland	0.9	1.2	48.7	54
Dominican Rep.	4.2	3.0	58.4	25	Chile	1.7	0.2	36.2	55
Ethiopia	41.9	0.7	46.4	26	UAE	1.2	0.9	30.7	56
Cote D'Ivoire	5.6	2.0	56.0	27	South Korea	0.4	-0.2	54.1	57
Armenia	4.6	2.8	52.3	28	Saudi Arabia	1.3	0.3	24.8	58
Hungary	2.8	2.2	74.8	29	Kazakhstan	0.9	0.7	23.3	59
Morocco	3.2	2.0	70.3	30	Kuwait	0.5	-10.9	7.1	60

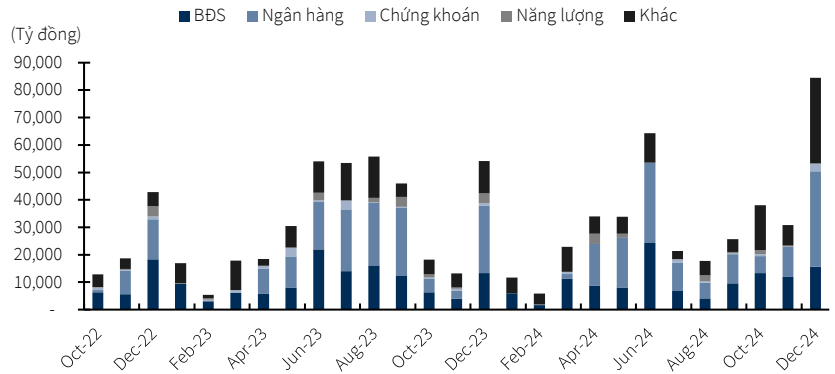
Methodology: ¹Weighted average of the options-adjusted spread of the country's dollar bonds relative to comparable US treasuries, drawn from members of the Bloomberg Emerging Markets Sovereign TR Index. See [BSSUTRUU Index](#) and explore on [PORT<GO>](#). ²Difference between the primary and overall budget balances, as projected by the International Monetary Fund. ³Gross general government debt, as projected by the IMF. Interest and debt figures for Ukraine, Ecuador and Honduras reflect 2021 estimates. ⁴Composite rank is drawn from the average ranking across the three indicators, with yields receiving double weight.

Nguồn: Bloomberg

Rủi ro lớn đối với thị trường trái phiếu doanh nghiệp

— Loại rủi ro đáng lo ngại hơn cả là trái phiếu doanh nghiệp. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp bị ảnh hưởng nặng sau sự kiện Tân Hoàng Minh và Vạn Thịnh Phát. Tuy nhiên, nguyên nhân chính đến từ việc phát hành bùng nổ thời gian qua nhưng quá trình phát hành, tài sản đảm bảo, phương thức phân phối tồn tại nhiều vấn đề, sai phạm. Tâm lý nhà đầu tư hiện rất thận trọng với trái phiếu doanh nghiệp phát hành mới trong khi lượng trái phiếu đáo hạn giai đoạn từ cuối năm 2022 đến 2024 là rất lớn. Rủi ro đặc biệt đối với ngành bất động sản khi phần lớn dư nợ trái phiếu được phát hành bởi các doanh nghiệp bất động sản trong khi thị trường bất động sản hiện đang gặp nhiều khó khăn giữa bối cảnh lãi suất tăng cao, rủi ro suy giảm kinh tế hay tình hình bất ổn thời gian qua. Rủi ro cao hơn theo chúng tôi đánh giá sẽ gia tăng trong năm 2023 đối với các doanh nghiệp không cơ cấu lại được nợ khi dòng tiền hiện tại chủ yếu đã được sử dụng để thanh toán các khoản nợ ngắn hạn. Nhiều doanh nghiệp bất động sản hiện đã phải bắt đầu hạ giá bán hay bán lại chính các dự án của mình để đáp ứng như cầu thanh toán nợ. Các nhà hoạch định chính sách cũng đang lên phương án hỗ trợ thị trường trái phiếu doanh nghiệp nhưng chưa có giải pháp cụ thể nào được đưa ra và Việt Nam cũng chưa có kinh nghiệm xử lý rủi ro trên.

Biểu đồ 8. Giá trị trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn giai đoạn 2022-2024 theo tháng

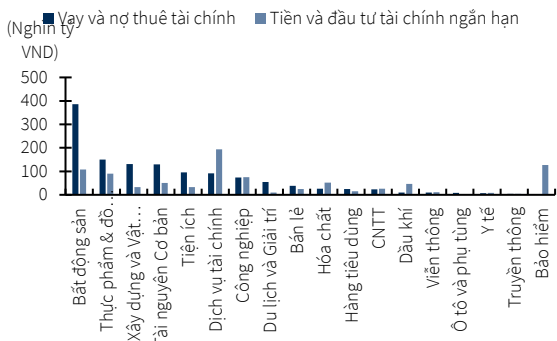


Nguồn: VBMA, KBSV

Trong các doanh nghiệp niêm yết, rủi ro hơn đến từ nhóm BĐS, vật liệu - xây dựng quy mô nhỏ

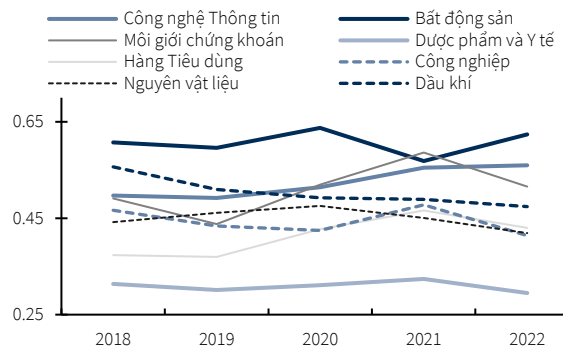
- Đối với các doanh nghiệp niêm yết, nhóm bất động sản cứng là nhóm có tổng dư nợ vay tài chính và tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao nhất. Ngoài ra, chúng tôi cũng nhận thấy rủi ro đối với nhiều doanh nghiệp quy mô nhỏ thuộc nhóm ngành xây dựng và nguyên vật liệu. Các doanh nghiệp này hiện có tỷ lệ nợ vay khá cao trong khi khả năng chi trả thấp, hàng tồn gia tăng và thị trường xây dựng tiếp tục ảm đạm. Nhóm doanh nghiệp y tế, dược phẩm sử dụng nợ vay thấp và là ngành phòng thủ nên ít gặp rủi ro tín dụng. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp sở hữu lượng tiền mặt lớn, tình hình kinh doanh ổn định, hoạt động kinh doanh ít biến động theo chu kỳ kinh tế còn được hưởng lợi về lãi vay trong bối cảnh lãi suất tăng cao.
- Nhìn chung chúng tôi cho rằng rủi ro nợ công Việt Nam chưa đáng quan ngại. Tuy nhiên rủi ro đối với thị trường trái phiếu doanh nghiệp đang hiện hữu. Việc đổ vỡ từ thị trường này sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến hệ thống tài chính và nền kinh tế. Chúng tôi kỳ vọng rằng Chính phủ sẽ sớm có các biện pháp để giúp ổn định thị trường trái phiếu giúp tránh xảy ra cuộc đổ vỡ đáng tiếc trên thị trường.

Biểu đồ 9. Tổng nợ vay tài chính và tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn



Nguồn: Bloomberg, KBSV

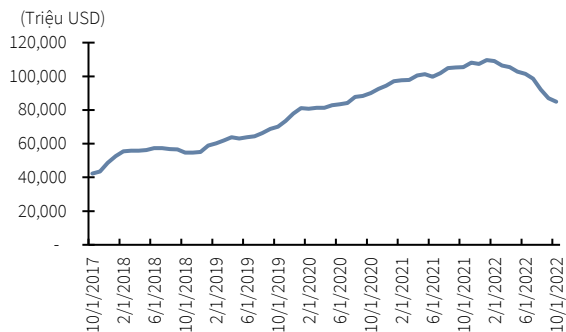
Biểu đồ 10. Tổng công nợ/Tổng tài sản các ngành



Nguồn: Bloomberg, KBSV

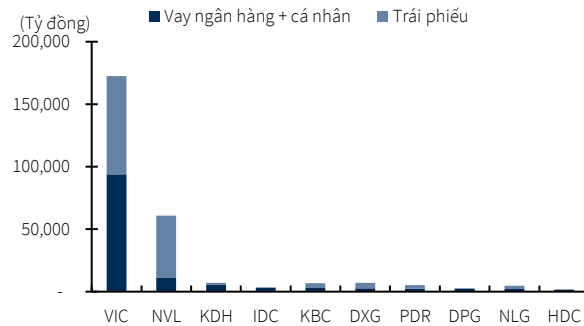


Biểu đồ 11. Dự trữ ngoại hối Việt Nam



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 12. Cơ cấu nợ một số doanh nghiệp BĐS niêm yết



Nguồn: Bloomberg, KBSV

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

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích
huynd1@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuann@kbsec.com.vn

Dầu khí & Tiện ích

Tiêu Phan Thanh Quang – Chuyên viên phân tích
quangtpt@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@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

Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Quyên – Chuyên viên phân tích
quyenlh@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Hóa chất

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congth@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích
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:	Nắm 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.

