

QUAN TRỌNG: Khi khai thác hợp pháp các thông tin tại đây, độc giả phải nhắc tới chúng tôi bằng tên nhãn hiệu tiếng Anh là “Vietnam Investors Service” (trong bản tiếng Anh và tiếng Việt) và ghi chú rằng “Các nhận định, số liệu, thống kê hoặc các quan điểm khác của Vietnam Investors Service trong tài liệu này không dựa trên kết quả xếp hạng tín nhiệm tổ chức phát hành hoặc công cụ nợ. Vietnam Investors Service đang xin giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh dịch vụ xếp hạng tín nhiệm và chưa triển khai hoạt động xếp hạng tín nhiệm”.

LIÊN HỆ

Nguyễn Hoàng Công
Giám đốc

Lê Việt Cường
Chuyên viên phân tích

Phan Duy Hưng, CFA, MBA
Giám đốc

Simon Chen, CFA
Tổng Giám đốc



Góc nhìn Thị trường Trái phiếu Doanh nghiệp

Khó khăn thanh khoản trong lĩnh vực kinh doanh bất động sản làm gia tăng giá trị trái phiếu doanh nghiệp không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán trong năm 2023, quy định mới tạo hướng xử lý cho 113 nghìn tỷ đồng trái phiếu rủi ro

Chúng tôi cho rằng những khó khăn về thanh khoản mà các tổ chức phát hành (TCPH) trái phiếu phải đối mặt sẽ tiếp tục gia tăng khi trái phiếu đáo hạn đạt đỉnh năm 2023. Các TCPH thuộc lĩnh vực kinh doanh bất động sản (BDS) có nguồn tiền mặt hạn chế sẽ gặp rủi ro cao nhất. Nghị định 08/2022/NĐ-CP hỗ trợ các doanh nghiệp (DN) bằng cách cho phép thanh toán gốc, lãi trái phiếu đến hạn bằng tài sản khác. Việc đàm phán chủ động và hiệu quả giữa TCPH và nhà đầu tư (NĐT) là chìa khóa để TCPH tránh rơi vào tình trạng không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán.

Đến cuối tháng 3 năm 2023, tỷ lệ nợ xấu trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) đã tăng lên tới 10%, chủ yếu do các công ty chưa niêm yết liên quan đến BDS có hệ số đòn bẩy cao, dòng tiền hạn chế và không đủ nguồn tiền mặt để trả nợ. Trong đó, nhiều công ty không cân đối được giữa dòng tiền thu vào và khoản phải trả liên quan đến trái phiếu cũng như khó khăn trong việc tái cơ cấu nợ khi tâm lý thị trường suy yếu và giao dịch giảm sút cuối năm 2022.

Chúng tôi ước tính khoảng 113 nghìn tỷ đồng TPDN đáo hạn trong Q2 tới Q4 năm 2023 có nguy cơ không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán. Các DN chưa niêm yết liên quan đến BDS với dòng tiền yếu và nguồn tiền mặt hạn chế có rủi ro cao nhất. Trong điều kiện thị trường không thuận lợi – tâm lý NĐT yếu, e ngại rủi ro lan tới các ngân hàng, các công ty này sẽ gặp khó khăn trong việc huy động vốn để trả nợ trái phiếu đáo hạn khi thiếu hụt dòng tiền. Nhiều nhóm tập đoàn lớn có lượng trái phiếu lớn đáo hạn vào năm 2023. Do đó, khả năng hỗ trợ trả nợ trái phiếu cho các công ty liên quan bị hạn chế.

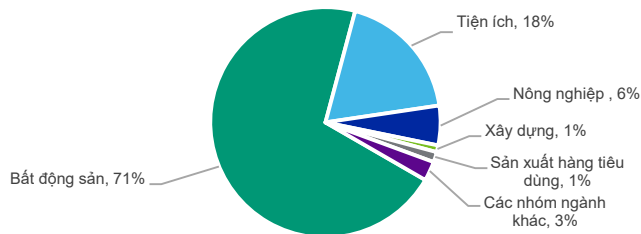
Nghị định 08 được ban hành vào tháng 3 năm 2023 sẽ hỗ trợ các TCPH trái phiếu tháo gỡ khó khăn. Một số TCPH không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán trái phiếu đã nhận được sự chấp thuận từ các trái chủ để kéo dài thời gian trả nợ hoặc trả nợ bằng tài sản khác. Chúng tôi cho rằng quá trình đàm phán sẽ gặp nhiều khó khăn, đặc biệt cho các NĐT khi đánh giá giá trị của tài sản dùng để trả nợ. Trước khi các điều kiện tái cấu trúc nợ dễ dàng hơn, chúng tôi cho rằng việc chủ động đàm phán giữa TCPH và trái chủ trước ngày đáo hạn trái phiếu sẽ là chìa khóa để tránh rơi vào tình trạng không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán.

Chúng tôi cho rằng sẽ còn một chặng đường dài trước khi nhu cầu về trái phiếu phát hành riêng lẻ và nhận thức về rủi ro của các NĐT nhỏ lẻ được cải thiện. Nghị định số 08 lùi thời hạn thực hiện một số điều kiện đối với NĐT trái phiếu cá nhân và xếp hạng tín nhiệm bắt buộc cho đến tháng 1 năm 2024. Ngay cả khi không có những yêu cầu nghiêm ngặt này, các TCPH trái phiếu vẫn cần cung cấp thông tin kịp thời và toàn diện để NĐT hiểu và đánh giá rủi ro đầu tư đồng thời hỗ trợ phục hồi niềm tin của thị trường. Chúng tôi cho rằng tổng giá trị TPDN đang lưu hành sẽ giảm xuống còn 11% GDP vào cuối năm 2023, chủ yếu do nhu cầu đầu tư trái phiếu suy giảm.

Tỷ lệ nợ xấu TPDN đã tăng đáng kể lên gần 10% tính đến cuối tháng 3 năm 2023

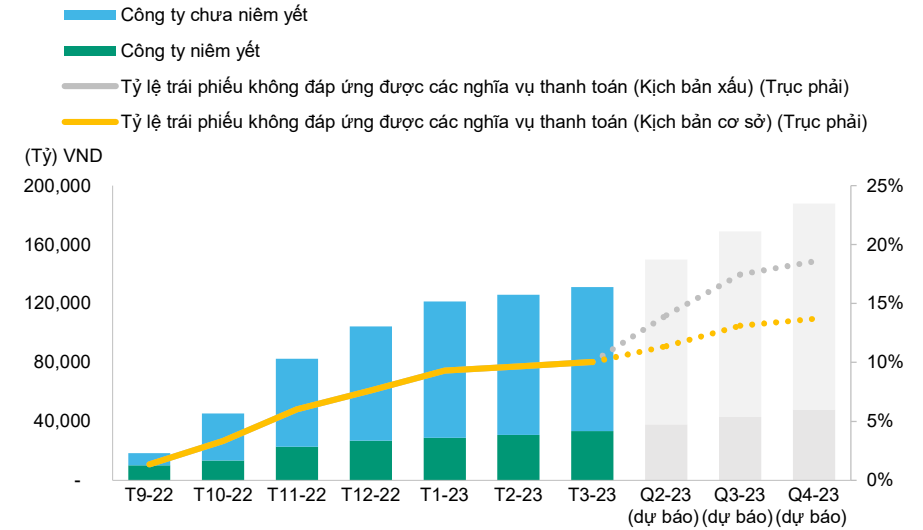
- » Dựa trên thông tin công bố đại chúng¹, chúng tôi ước tính tỷ lệ nợ xấu TPDN đã tăng lên gần 10% tính đến tháng 3 năm 2023, từ mức 1,2% vào cuối tháng 9 năm 2022 (Xem Biểu đồ 1). Ước tính của chúng tôi không bao gồm những trường hợp không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán TPDN công bố trước tháng 9 năm 2022 và các trường hợp trái phiếu vi phạm chéo (cross default) điều kiện thanh toán nghĩa vụ trái phiếu (nếu có).
 - 71% số trường hợp không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán trái phiếu có liên quan tới lĩnh vực kinh doanh BĐS (Xem Biểu đồ 2) - chủ yếu là các công ty chưa niêm yết thuộc các tập đoàn BĐS lớn, có đòn bẩy tài chính cao, dòng tiền hạn chế và không đủ nguồn tiền mặt để trả lãi hoặc nợ gốc trái phiếu khi đến hạn. Tỷ lệ nợ xấu TPDN của ngành BĐS là 17% vào cuối tháng 3 năm 2023 (Xem Biểu đồ 3).
 - Hầu hết những trường hợp không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán trái phiếu của nhóm ngành tiện ích đều liên quan đến các công ty đang phát triển các dự án điện gió và điện mặt trời đang gặp khó khăn trong việc thương mại hóa các dự án. Tỷ lệ nợ xấu TPDN của nhóm ngành tiện ích là 31% vào cuối tháng 3 năm 2023.
- » Gần 95% trường hợp không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán là do các TCPH trái phiếu không thực hiện thanh toán lãi trái phiếu khi tới hạn thanh toán. Chúng tôi cho rằng điều này phản ánh các DN này có dòng tiền mặt yếu.

Biểu đồ 2
Gần 90% số trái phiếu không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán thuộc nhóm ngành BĐS và tiện ích



Nguồn: HNX, Vietnam Investors Service

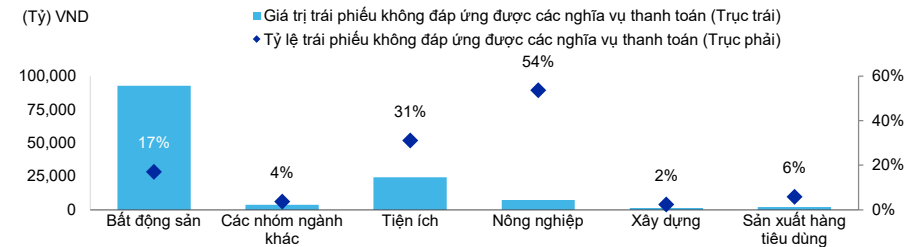
Biểu đồ 1
Tỷ lệ nợ xấu TPDN đã tăng lên 10% đến tháng 3 năm 2023



Lưu ý: Kịch bản cơ sở (xấu), chúng tôi giả định 25% (75%) nợ rủi ro cao sẽ chuyển nợ xấu từ quý 2 tới quý 4 năm 2023. Tham khảo Phụ lục để biết chi tiết về các giả định của chúng tôi

Nguồn: HNX, Vietnam Investors Service

Biểu đồ 3
Tỷ lệ nợ xấu TPDN theo ngành kinh tế tại tháng 3 năm 2023

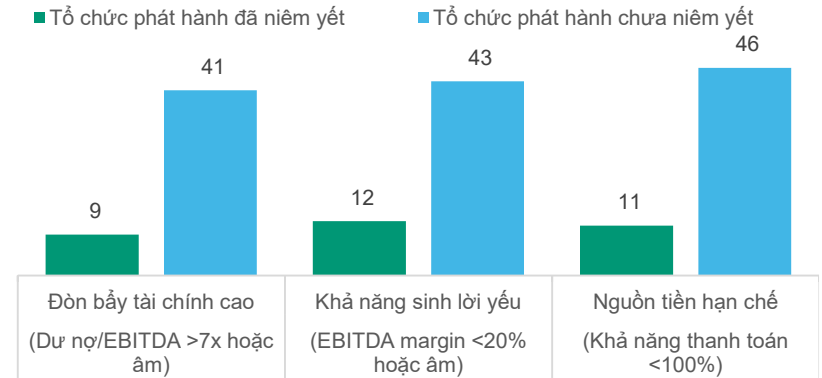


Nguồn: HNX, Vietnam Investors Service

¹ Bao gồm thông tin công bố trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội và các báo cáo truyền thông đại chúng Vietnam Investors Service đang xin giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh dịch vụ xếp hạng tín nhiệm và chưa triển khai hoạt động này.

- » Theo Biểu đồ 4, 73 TCPH không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán trái phiếu có sức khỏe tài chính yếu, đặc biệt là các DN chưa niêm yết. Ngoài đòn bẩy tài chính cao và tỷ suất lợi nhuận thấp, hầu hết các DN này không có đủ nguồn tiền mặt để đáp ứng nghĩa vụ trả nợ.
- » Chúng tôi nhận thấy hầu hết các TCPH không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán trái phiếu đã không cân đối được dòng tiền kinh doanh và các khoản trả nợ trái phiếu cũng như khó khăn về thanh khoản khi tâm lý thị trường trái phiếu suy yếu, và hoạt động thị trường giảm sút vào cuối năm 2022.
- » Nhiều TCPH trái phiếu liên quan đến BĐS với mục đích huy động vốn trái phiếu kỳ hạn từ 1-3 năm cho các dự án phát triển BĐS dài hạn thuộc các tập đoàn lớn (Xem Biểu đồ 5).
- » Nhiều TCPH không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán trái phiếu có khoản vay với các ngân hàng trong nước. Chúng tôi ước tính tổng số nợ vay của các DN không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán là 41 nghìn tỷ đồng (tương đương với <1% tổng số nợ của hệ thống ngân hàng). Về mặt tổng thể, hệ thống ngân hàng có thể kiểm soát được ảnh hưởng nợ xấu trái phiếu tới chất lượng bảng tổng kết tài sản vì các khoản vay của các DN này thường được bảo đảm bằng BĐS.

Biểu đồ 4
73 TCPH không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán có tình hình tài chính yếu

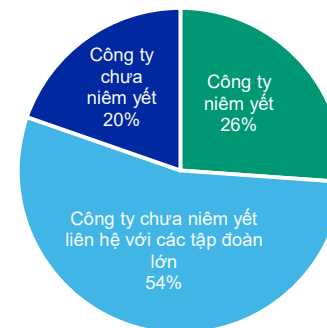


Lưu ý: Tham khảo Phụ lục để biết chi tiết về phương pháp phân tích của chúng tôi

Nguồn: HNX, Vietnam Investors Service

Biểu đồ 5
Phần lớn công ty nhóm ngành BĐS không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán trái phiếu là các công ty niêm yết hoặc có liên quan tới các tập đoàn lớn

% Giá trị trái phiếu không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán

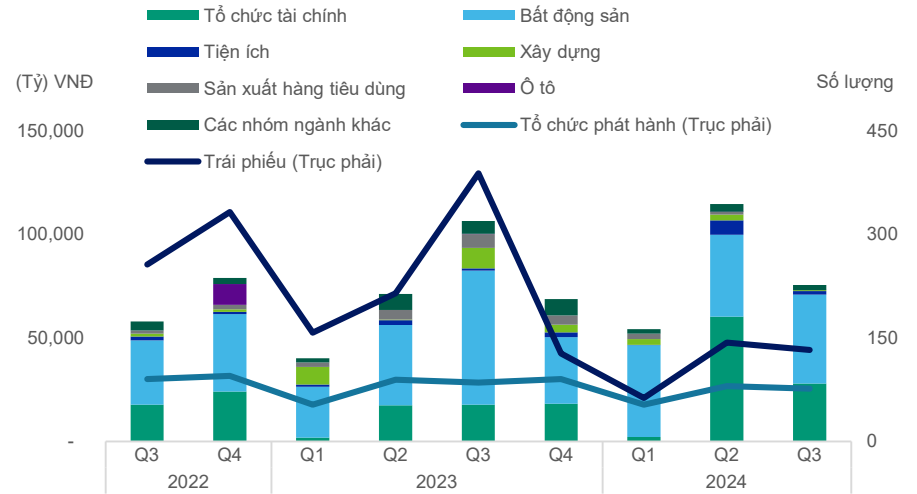


Nguồn: HNX, Vietnam Investors Service

Trong số 252 nghìn tỷ đồng TPDN đáo hạn vào năm 2023, chúng tôi đánh giá có 113 nghìn tỷ đồng (tương đương 45% trái phiếu đáo hạn) có nguy cơ không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán; chủ yếu tại các công ty chưa niêm yết liên quan đến lĩnh vực BĐS và có dòng tiền yếu, nguồn tiền mặt hạn chế.

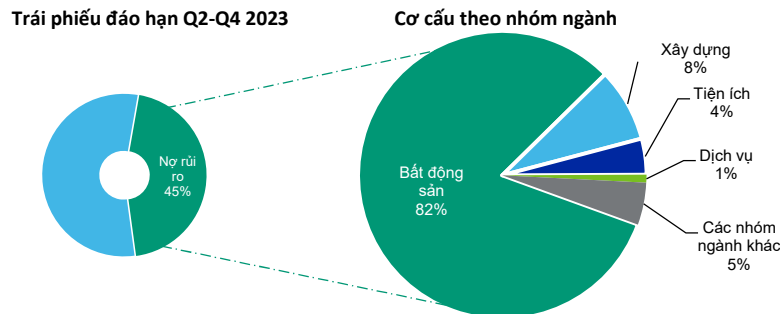
- » Chúng tôi dự đoán những khó khăn về thanh khoản mà các TCPH trái phiếu phải đối mặt sẽ gia tăng khi số lượng trái phiếu đáo hạn tăng trong năm 2023 (Xem Biểu đồ 6).
- » Theo Biểu đồ 7, các TCPH trái phiếu liên quan đến BĐS và ngành xây dựng chiếm phần lớn trong tổng số 113 nghìn tỷ đồng nợ trái phiếu rủi ro cao.
- » Trong điều kiện thị trường không thuận lợi – tâm lý thận trọng của NĐT, mức e ngại rủi ro lan tới các ngân hàng, các công ty này sẽ gặp khó khăn trong việc huy động nguồn vốn mới để trả nợ trái phiếu đáo hạn khi thiếu hụt dòng tiền.
 - Chúng tôi xác định có 88 TCPH trái phiếu đang đối mặt với nguy cơ không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán do sức khỏe tài chính yếu, và khả năng cao các DN này không có đủ nguồn tiền mặt để đáp ứng nghĩa vụ trả nợ trái phiếu đáo hạn sắp tới (Xem Biểu đồ 8).
- » Đa số các TCPH trái phiếu thuộc ngành xây dựng có dòng tiền liên quan đến lĩnh vực BĐS; hoặc sở hữu bởi các nhà phát triển BĐS lớn; hoặc là nhà thầu thực hiện các dự án của những DN này.

Biểu đồ 6
Cơ cấu trái phiếu đáo hạn giai đoạn 2023-2024 theo nhóm ngành



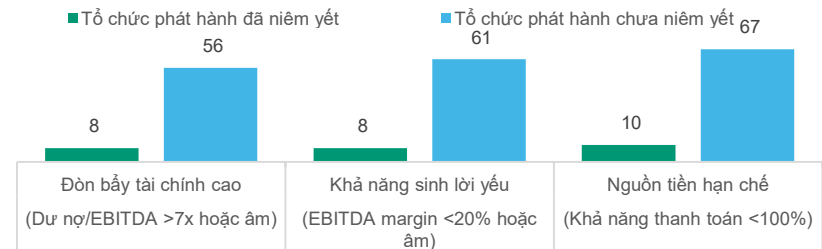
Nguồn: HNX, Vietnam Investors Service

Biểu đồ 7
Cơ cấu nợ rủi ro theo nhóm ngành



Nguồn: HNX, Vietnam Investors Service

Biểu đồ 8
88 TCPH trái phiếu có nguy cơ không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán: là các công ty có năng lực tài chính yếu



Lưu ý: Tham khảo Phụ lục để biết chi tiết về phương pháp phân tích của chúng tôi

Nguồn: Vietnam Investors Service

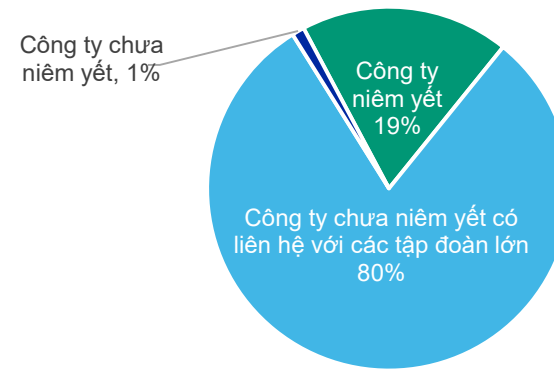
Liên quan đến nhóm ngành BĐS

- » Chúng tôi ước tính dư nợ trái phiếu có rủi ro cao trị giá 93 nghìn tỷ đồng được phát hành bởi 58 công ty liên quan lĩnh vực kinh doanh BĐS.
 - Chúng tôi ước tính rằng 80% số trái phiếu này có liên quan đến các công ty con hoặc dự án phát triển BĐS của các tập đoàn lớn (Xem Biểu đồ 9).
 - Ngoài đòn bẩy cao và dòng tiền hạn chế, các TCPH này không có đủ nguồn tiền mặt để trả lãi hoặc trả nợ gốc đến hạn trong năm nay (Xem Biểu đồ 10).
- » Tương tự các TCPH không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán, phần lớn công ty trong số 58 TCPH có nguy cơ mất khả năng thanh toán là các thực thể huy động vốn cho các dự án BĐS cụ thể có liên quan đến các tập đoàn lớn. Các công ty này không có các nguồn tiền hoạt động kinh doanh khác.
- » Chúng tôi lưu ý rằng phần lớn trái phiếu là trái phiếu có kỳ hạn 1-3 năm được phát hành trong những năm gần đây cho mục đích phát triển dự án BĐS. Quá trình phát triển dự án BĐS thường mất tới 3 năm hoặc hơn tùy vào quy mô của dự án và các TCPH trái phiếu sẽ cần tái cấp vốn hoặc tìm kiếm nguồn tài chính thay thế từ ngân hàng hoặc NĐT để trả nợ trái phiếu đáo hạn.
 - Một số nhà phát triển dự án đang gặp khó khăn trong việc đẩy nhanh thủ tục phê duyệt đất đai, giải phóng mặt bằng và/hoặc cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất. Nếu không có những phê duyệt này, các nhà phát triển dự án không thể tìm kiếm nguồn tài chính từ ngân hàng hoặc người mua nhà để tiến hành các dự án phát triển BĐS.
 - Do đó, chúng tôi cho rằng các TCPH trái phiếu này sẽ cần sự hỗ trợ từ các công ty liên quan để trả nợ hoặc thỏa thuận với trái chủ về các phương thức trả nợ thay thế được cho phép theo Nghị định 08 (Xem phần tiếp theo).

Biểu đồ 9

Phần lớn công ty có nguy cơ không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán trái phiếu có liên hệ với các tập đoàn lớn

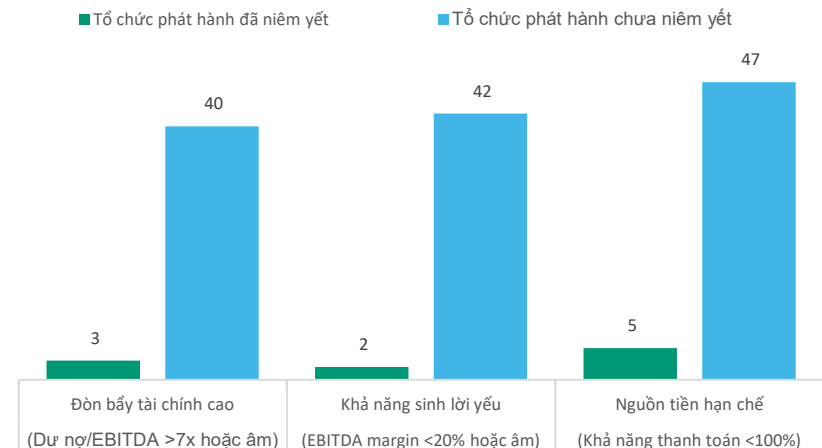
% Giá trị trái phiếu đáo hạn vào năm 2023



Nguồn: Vietnam Investors Service

Biểu đồ 10

58 TCPH có nguy cơ không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán trái phiếu: là các công ty có năng lực tài chính yếu



Lưu ý: Tham khảo Phụ lục để biết chi tiết về phương pháp phân tích của chúng tôi

Nguồn: Vietnam Investors Service

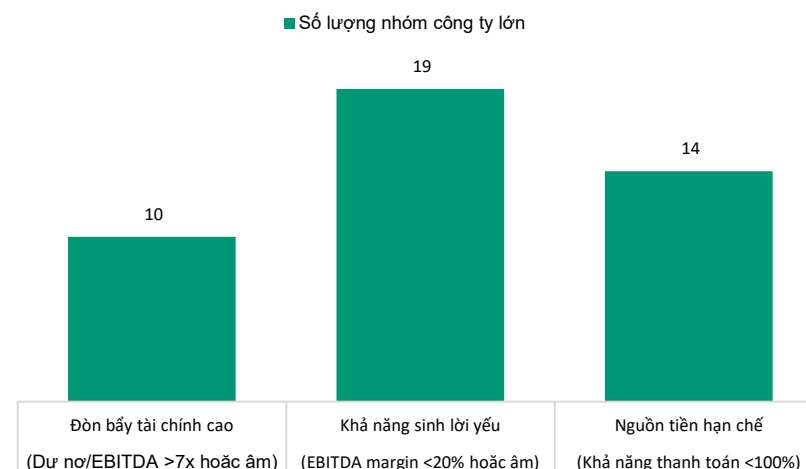
- » Dựa trên kết quả phân tích, chúng tôi xác định được 22 nhóm tập đoàn lớn với 113 nghìn tỷ đồng nợ trái phiếu có nguy cơ rủi ro mất thanh khoản cao.
 - Một số tập đoàn có công ty liên quan có trái phiếu không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán như Vạn Thịnh Phát, Nova, Hưng Thịnh, Trung Nam, Hải Phát, Egroup, Đất Xanh.
 - Hơn một nửa trong nhóm trên có sức mạnh tài chính yếu (Xem Biểu đồ 11) và không có đủ nguồn lực để đáp ứng các nghĩa vụ trả nợ đáo hạn ở cấp độ công ty mẹ. Do đó, chúng tôi dự kiến các tập đoàn lớn sẽ thiếu nguồn tài chính để hỗ trợ nhu cầu trả nợ của các công ty con hoặc các dự án có liên quan.

Nghị quyết 33 sẽ hỗ trợ nhóm ngành BĐS tăng trưởng dài hạn²

- » Ngày 11 tháng 3 năm 2023, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết số 33/NQ-CP định hướng các ưu tiên cho lĩnh vực BĐS, bao gồm tăng cường khung pháp lý về xây dựng và phát triển BĐS, tăng nguồn cung nhà ở xã hội và huy động vốn cho dự án nhà ở.
- » Chúng tôi đánh giá diễn biến này là tích cực cho tăng trưởng dài hạn đối với lĩnh vực BĐS. Tuy nhiên, sẽ mất một khoảng thời gian để chính phủ sửa đổi các quy định luật pháp, cũng như để các nhà phát triển BĐS điều chỉnh kế hoạch kinh doanh.
 - Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng các chủ đầu tư cần chủ động kiểm soát nghĩa vụ thanh toán trái phiếu đáo hạn trong năm 2023 thông qua đàm phán tích cực với các NĐT để tìm kiếm các phương thức trả nợ thay thế được cho phép theo Nghị định 08 (xem phần tiếp theo) và tránh rơi vào tình trạng không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán.

Biểu đồ 11

22 tập đoàn có nguy cơ không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán trái phiếu: hơn một nửa là các tập đoàn có năng lực tài chính yếu



Lưu ý: Tham khảo Phụ lục để biết chi tiết về phương pháp phân tích của chúng tôi

Nguồn: Vietnam Investors Service

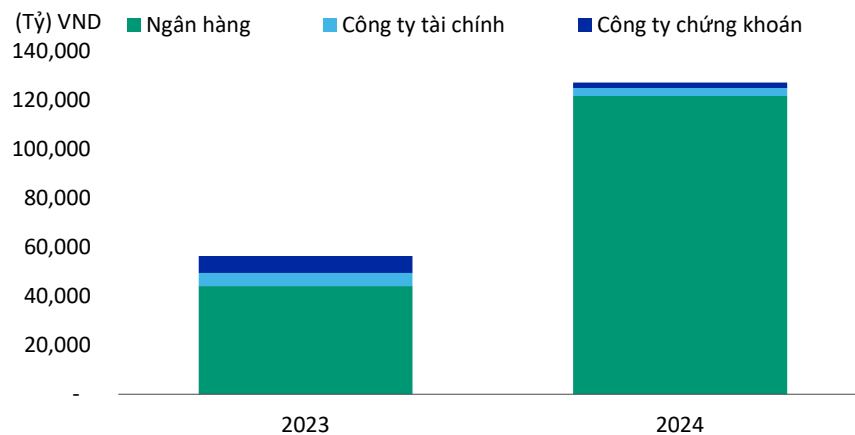
² Chi tiết tại báo cáo [Góc nhìn Tín nhiệm: Nghị quyết số 33/NQ-CP về một số giải pháp cho thị trường bất động sản](#)
Vietnam Investors Service đang xin giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh dịch vụ xếp hạng tín nhiệm và chưa triển khai hoạt động này.

Các tổ chức tài chính

Rủi ro thanh khoản và tái cấp vốn

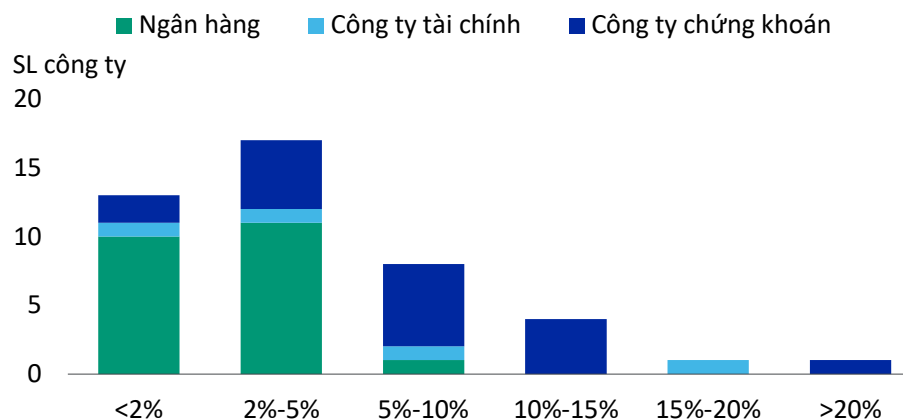
- » Đối với các tổ chức tài chính, chúng tôi cho rằng rủi ro thanh khoản và tái cấp vốn có thể kiểm soát được, vì trái phiếu đáo hạn trong hai năm tới (Xem Biểu đồ 12) chiếm dưới 10% tổng tài sản đối với hầu hết các ngân hàng và công ty chứng khoán (Xem Biểu đồ 13). Các ngân hàng chủ yếu huy động vốn thông qua tiền gửi của khách hàng. Trong khi các đợt tăng vốn cổ phần gần đây của các công ty chứng khoán đã giúp họ bắt kịp đà tăng trưởng của ngành.
 - Theo số liệu của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, đến cuối năm 2022, tỷ lệ cho vay trên tổng tiền gửi (LDR) là 81% (đối với ngân hàng quốc doanh) và 75% (đối với ngân hàng thương mại cổ phần); tỷ lệ huy động vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn là 26% (đối với ngân hàng quốc doanh) và 31% (đối với ngân hàng thương mại cổ phần), thấp hơn giới hạn quy định là 34%.
 - Đối với hầu hết các công ty chứng khoán, trên 90% nguồn vốn cho hoạt động kinh doanh là vốn chủ sở hữu và vốn vay ngắn hạn ngân hàng. Trong hai năm qua, nhiều công ty đã huy động vốn cổ phần mới và các chương trình tối ưu hóa nguồn vốn của khách hàng mới để hỗ trợ cho mục tiêu phát triển kinh doanh.
 - Một số công ty có lượng lớn trái phiếu đáo hạn có thể cần thu hẹp quy mô hoạt động kinh doanh và tài sản nếu không thể tìm nguồn vốn mới thay thế cho trái phiếu đáo hạn.
- » Các ngân hàng hiện đang tìm cách tháo gỡ khó khăn để có được báo cáo kiểm toán mục đích sử dụng vốn thu được từ các trái phiếu đang lưu hành, dẫn đến việc phát hành trái phiếu mới bị chậm trễ. Nếu quá trình kiểm toán mất nhiều thời gian hơn dự kiến thì có thể ảnh hưởng đến các tỷ lệ an toàn vốn và tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn của ngân hàng theo quy định (được điều chỉnh giảm về mức 30% từ tháng 10 năm 2023).

Biểu đồ 12
Tổng dư nợ trái phiếu đáo hạn của các tổ chức tài chính sẽ tăng



Nguồn: HNX, Vietnam Investors Service

Biểu đồ 13
Đa số tổ chức tài chính có trái phiếu đáo hạn (đến 2024) không quá 10% tổng tài sản



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietnam Investors Service

Rủi ro tài sản

- » Tuy nhiên, rủi ro đối với chất lượng tài sản của các định chế tài chính có xu hướng tăng lên do trái phiếu và/hoặc TCPH có nguy cơ không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán, ảnh hưởng đến các khoản cấp tín dụng trực tiếp và giá trị tài sản đảm bảo mà các định chế tài chính này đang nắm giữ.

Các ngân hàng:

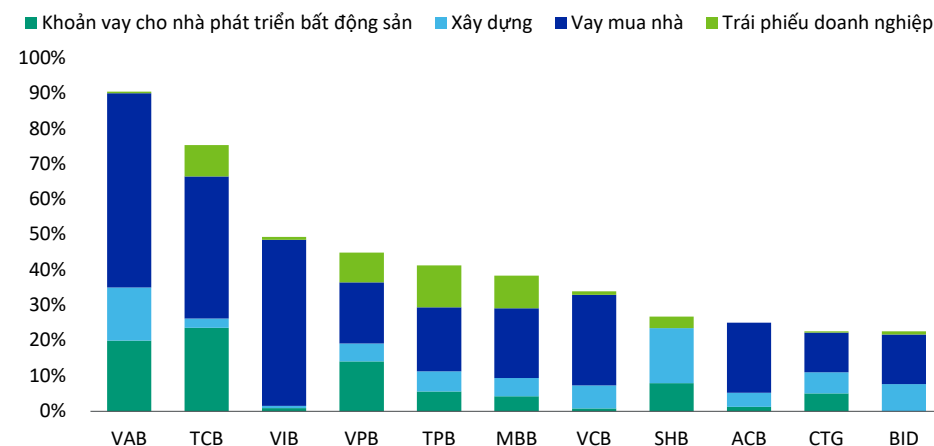
- » Đối với toàn ngành ngân hàng, chúng tôi ước tính các khoản cho vay trực tiếp đối với các TCPH trái phiếu liên quan đến BĐS có rủi ro dưới 1% dư nợ vay của hệ thống ngân hàng.
- » Trong số các ngân hàng tập trung ở lĩnh vực BĐS, tổng các khoản cho vay và trái phiếu liên quan đến BĐS chiếm khoảng 40% tổng dư nợ tín dụng vào cuối năm 2022 (Xem Biểu đồ 14).
 - Một số ít ngân hàng có khoản đầu tư TPDN chiếm trên 5% tổng dư nợ tín dụng. Phần lớn các khoản đầu tư TPDN liên quan đến lĩnh vực BĐS.
 - Các ngân hàng này có thể dễ bị tổn thương hơn trước các rủi ro nếu vấn đề trả nợ TPDN ảnh hưởng đến việc trả nợ các khoản vay. Hệ quả của việc này sẽ làm tăng số lượng các khoản nợ quá hạn và chi phí tín dụng.

Các công ty chứng khoán:

- Các DN tập trung vào mảng tư vấn phát hành trái phiếu có trên 20% tổng tài sản dưới dạng TPDN của nhóm phi tài chính (Xem Biểu đồ 15).
- Ngoài rủi ro trực tiếp về tài sản, các công ty này còn phải đối mặt với việc các NĐT cá nhân yêu cầu mua lại các TPDN mà công ty chứng khoán đã phân phối.

Biểu đồ 14

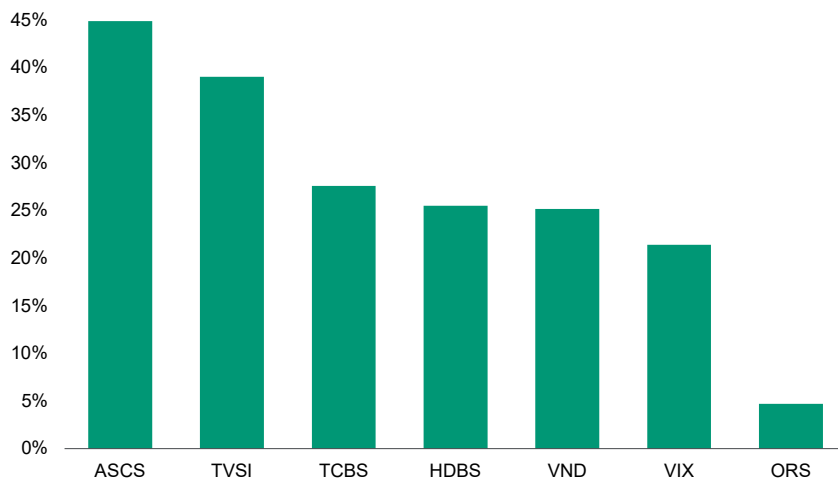
Cho vay liên quan lĩnh vực BĐS chiếm gần 40% dư nợ tín dụng của một số ngân hàng



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietnam Investors Service

Biểu đồ 15

Các công ty chứng khoán: Tỷ lệ % TPDN phi tài chính trên tổng tài sản



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietnam Investors Service

Nghị định 08 được thông qua vào tháng 3 năm 2023 sẽ cho phép các TCPH có nhiều thời gian hơn để giải quyết các vấn đề thanh toán nợ trái phiếu

- » Theo Biểu đồ 16, trái chủ và TCPH trái phiếu có thêm các lựa chọn để đàm phán các đề xuất trả nợ mới và thay đổi các điều khoản của trái phiếu, chẳng hạn như gia hạn ngày đáo hạn, hoàn trả bằng các tài sản khác, v.v.
 - Nếu trái chủ và TCPH không thống nhất được phương án giải quyết thì TCPH phải thực hiện nghĩa vụ của mình và trái chủ có quyền khởi kiện để đòi nợ.
- » Dựa trên thông tin hiện có, kết quả của một số cuộc đàm phán cho thấy trái chủ và TCPH đã đồng ý gia hạn ngày đến hạn thanh toán hoặc hoàn trả dưới hình thức tài sản cố định (tức là hoán đổi tài sản) (Theo Biểu đồ 17).
 - Chúng tôi cho rằng các giải pháp này là thiết thực và phù hợp với các công ty có dòng tiền kinh doanh tốt, tài sản chất lượng hoặc sự hỗ trợ từ các đơn vị liên quan. Thời gian thu hồi khoản đầu tư trái phiếu có thể sẽ ngắn hơn so với các thủ tục pháp lý.
 - Đối với việc hoàn trả dưới hình thức tài sản là BĐS, NĐT trái phiếu không chỉ xem xét tiềm năng của thị trường BĐS trong tương lai mà còn cả giá trị tài sản và sự biến động giá của tài sản sẽ nhận hoán đổi, tình trạng pháp lý và tình thanh khoản của tài sản để bảo vệ quyền lợi của mình.
 - Cho đến ngày báo cáo, chúng tôi không ghi nhận được bất kỳ giao dịch hoán đổi tài sản nào đã được hoàn thành.
- » Chúng tôi cho rằng các cuộc đàm phán sẽ gặp nhiều thách thức, đặc biệt là đối với các NĐT trong việc đánh giá giá trị hợp lý của tài sản mà họ sẽ nhận được thay vì tiền mặt khi trái phiếu đáo hạn.
 - Cho đến khi các điều kiện tái cấp vốn ổn định, chúng tôi kỳ vọng các cuộc đàm phán chủ động và hiệu quả giữa TCPH trái phiếu và NĐT trước ngày đáo hạn trái phiếu sẽ là chìa khóa để tránh rơi vào tình trạng không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán.

Biểu đồ 16

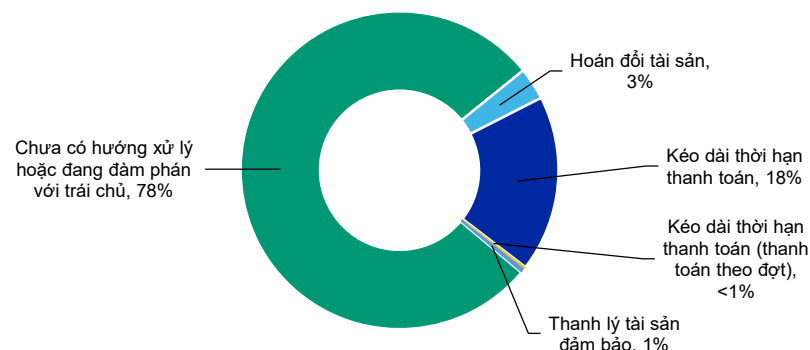
Những điểm nổi bật của Nghị định 08

| | |
|------------------------------------|---|
| Điều khoản và điều kiện trái phiếu | Cho phép gia hạn thời hạn thanh toán trái phiếu lên tới 02 năm |
| Trả nợ bằng tài sản khác | TCPH cần đàm phán với trái chủ để đạt được thỏa thuận song phương và giải pháp này phải: <ul style="list-style-type: none"> » Tuân thủ các quy định của pháp luật dân sự và pháp luật có liên quan » Được trái chủ chấp thuận » TCPH phải công khai thông tin bất thường và hoàn toàn chịu trách nhiệm về tình trạng pháp lý của tài sản |
| Tiêu chí NĐT chuyên nghiệp | Tạm hoãn 1 năm <ul style="list-style-type: none"> » Nghị định 65 yêu cầu NĐT chuyên nghiệp cá nhân phải đảm bảo danh mục nắm giữ bình quân tối thiểu 2 tỷ đồng trong vòng 180 ngày |
| Phân phối phát hành trái phiếu | Tạm dừng (thời hạn phân phối tối đa 90 ngày) <ul style="list-style-type: none"> » Nghị định 65 quy định thời hạn cấp phát không quá 30 ngày |
| Yêu cầu xếp hạng tín nhiệm | Tạm dừng 1 năm đối với yêu cầu về xếp hạng tín nhiệm <ul style="list-style-type: none"> » Yêu cầu xếp hạng tín nhiệm đối với TCPH nếu: Tổng giá trị trái phiếu huy động được trong 12 tháng lớn hơn 500 tỷ đồng và lớn hơn 50% vốn tự có; hoặc Tổng dư nợ trái phiếu đến thời điểm đăng ký chào bán lớn hơn 100% vốn chủ sở hữu |

Nguồn: Vietnam Investors Service

Biểu đồ 17

Phần lớn trái phiếu không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán chưa có hướng xử lý hoặc đang trong quá trình đàm phán



Nguồn: Dữ liệu công ty, HNX, Vietnam Investors Service

Lùi thời gian thực hiện một số quy định mới theo Nghị định 65

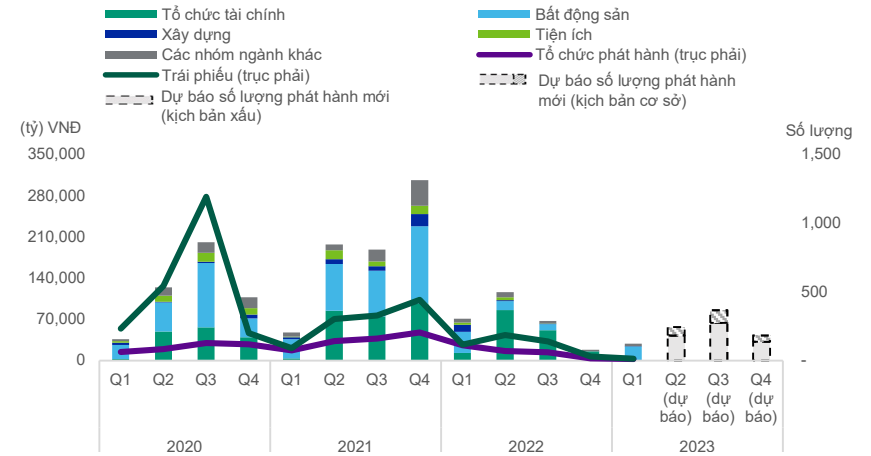
- » Nghị định mới lùi thời hạn áp dụng các yêu cầu nghiêm ngặt hơn theo Nghị định 65 thêm 1 năm, trong đó có quy định về xác định tư cách NĐT chứng khoán chuyên nghiệp với đối với cá nhân và yêu cầu thực hiện xếp hạng tín nhiệm DN bắt buộc.
- » Một mặt, việc tạm dừng các quy định này sẽ cho phép các cá nhân tiếp tục đầu tư vào các tài sản trái phiếu rủi ro, từ đó hỗ trợ nhu cầu phát hành riêng lẻ trái phiếu trên thị trường sơ cấp cũng như giao dịch trên thị trường thứ cấp do hệ thống giao dịch trái phiếu tại HNX sẽ triển khai trong vài tháng tới. Mặt khác, việc thiếu xếp hạng tín nhiệm trên thị trường đồng nghĩa với việc các NĐT cá nhân sẽ phải dựa vào các nguồn thông tin khác để nắm bắt rủi ro đầu tư và đánh giá mức độ phù hợp của lợi nhuận và rủi ro.

Sự hồi phục của khối lượng trái phiếu phát hành mới

- » Theo Biểu đồ 20, các đợt phát hành trái phiếu mới đã phục hồi vào tháng 3 năm 2023 sau khi Nghị định 08 được thông qua. Trong 3 tháng đầu năm 2023, tổng số 18 trái phiếu trị giá 28,5 nghìn tỷ đồng được phát hành chủ yếu bởi các DN liên quan đến BĐS để phát triển các dự án mới.
- » Phần lớn trái phiếu phát hành là trái phiếu phát hành riêng lẻ, không có tài sản bảo đảm, lãi suất cố định với thời gian đáo hạn từ 5 năm trở lên. Lãi suất trái phiếu của những trái phiếu này cao hơn đáng kể so với trái phiếu tương tự được phát hành trong những năm trước, đây là dấu hiệu cho thấy NĐT yêu cầu phần bù rủi ro cao hơn (Xem Biểu đồ 19). 6 trái phiếu – tổng trị giá 3,5 nghìn tỷ đồng – là trái phiếu đại chúng do các công ty không liên quan đến BĐS phát hành bán cho các NĐT nhỏ lẻ.
- » Chúng tôi coi đây là một tín hiệu tích cực cho thấy tâm lý thị trường trái phiếu đang ổn định trở lại và các thành viên tham gia thị trường đang thích nghi theo các quy định mới để tạo điều kiện cho các DN trong nước có thể tiếp cận được các nguồn tài chính mới.

Biểu đồ 18

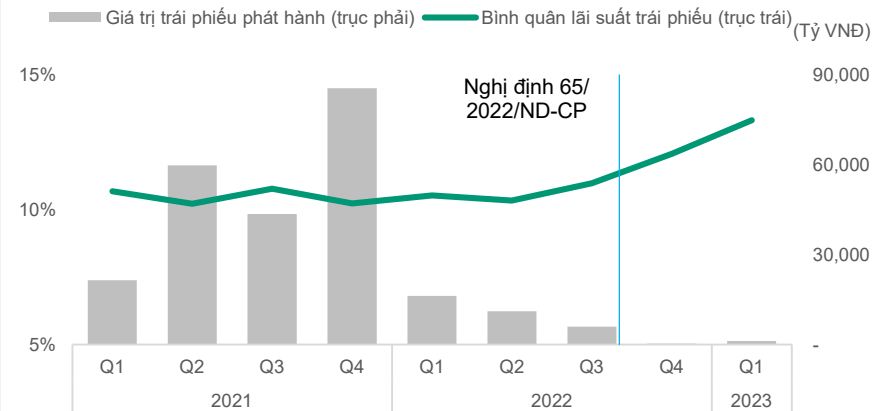
Phát hành trái phiếu đã phục hồi nhưng chưa trở lại mức trước năm 2022



Nguồn: HNX, Vietnam Investors Service

Biểu đồ 19

Lãi suất trái phiếu tăng so với một năm trước

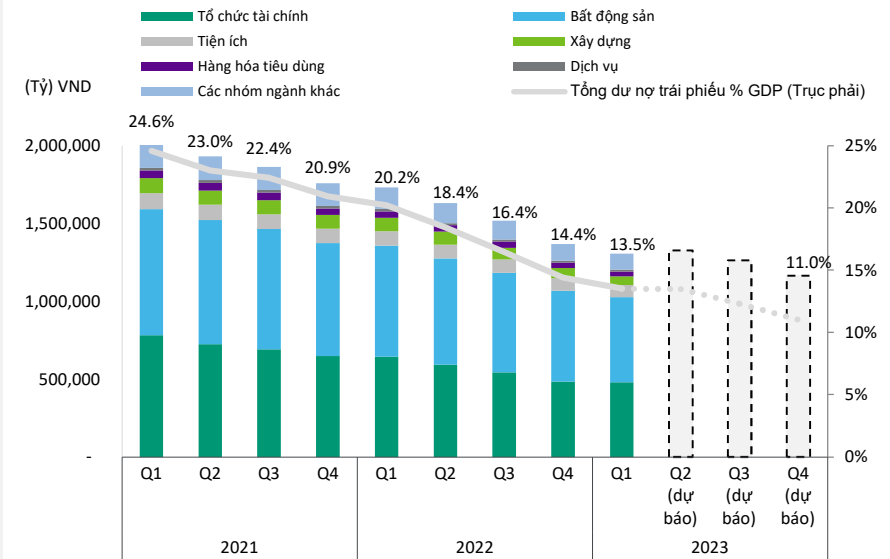


Nguồn: HNX, Vietnam Investors Service

- » Chúng tôi dự đoán tổng giá trị TPDN đang lưu hành sẽ giảm xuống còn 11% GDP vào cuối năm 2023 (Xem Biểu đồ 20). Mặc dù việc phát hành TPDN mới sẽ tăng dần (Xem Biểu đồ 18), nhưng tốc độ phát hành mới sẽ không phục hồi về mức trước năm 2022 và các DN sẽ ưu tiên điều chỉnh hoạt động kinh doanh và tích trữ nguồn tiền mặt để trả nợ trái phiếu đáo hạn hoặc gia hạn kỳ hạn trái phiếu.
- » Theo chúng tôi cho rằng Nghị định số 08 không loại bỏ yêu cầu tại Nghị định số 65 về việc bổ sung thông tin cần cung cấp kịp thời cho NĐT và yêu cầu xếp hạng tín nhiệm. Hơn nữa, TCPH trái phiếu phải công khai tình hình thanh toán trái phiếu. Điều này giúp tăng cường minh bạch thông tin và cho phép thị trường giám sát các điều kiện và các trường hợp không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán.
- » Thông qua thảo luận với các bên tham gia thị trường, nhiều công ty tài chính và phi tài chính lớn hiểu được sự cần thiết của xếp hạng tín nhiệm của các đợt phát hành trái phiếu, tăng cường khả năng tiếp cận các NĐT trái phiếu và có được chi phí huy động vốn thấp hơn.

Biểu đồ 20

Giá trị trái phiếu lưu hành sẽ giảm xuống 11% cho đến cuối năm 2023



Nguồn: HNX, Vietnam Investors Service

Phụ lục: Phương pháp phân tích và các giả định

1. Đánh giá sức khỏe tài chính của TCPH [Biểu đồ 4,8,10,11]

Chúng tôi áp dụng phương pháp phân tích chỉ số tài chính sau, dựa trên thông tin tài chính sẵn có gần đây nhất của TCPH và nhóm công ty liên quan:

- » Đòn bẩy tài chính: Tỷ lệ phần trăm của Tổng nợ trên Lợi nhuận trước thuế, khấu hao và lãi vay (EBITDA)
- » Khả năng sinh lời: Tỷ lệ phần trăm của EBITDA trên Tổng doanh thu
- » Khả năng trả nợ: Tỷ lệ phần trăm của Tổng tiền và các khoản tương đương tiền cộng các khoản phải thu (điều chỉnh 50%) cộng dự phóng dòng tiền tương lai trừ ước tính chi phí đầu tư tài sản cố định trừ chi trả cổ tức trên Tổng giá trị trái phiếu đáo hạn năm 2023

Dựa trên các tiêu chí mà chúng tôi cho là “có sức khỏe tài chính yếu”, chúng tôi xác định TCPH có nguy cơ không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán. Giá trị trái phiếu sẽ đáo hạn trong Q2-Q4 đối với TCPH được đánh giá là nợ trái phiếu có nguy cơ không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán dựa trên các tiêu chí:

| Tiêu chí đánh giá: | Đòn bẩy cao | Khả năng sinh lời yếu | Nguồn tiền thanh toán trái phiếu hạn chế |
|--|-----------------------|---|--|
| Sức khỏe tài chính yếu | Nợ/EBITDA >7x hoặc âm | Biên lợi nhuận trước thuế, khấu hao và lãi vay <20% hoặc âm | Khả năng trả nợ <100% |
| | | Tổng cộng (tất cả các ngành) | Lĩnh vực BĐS |
| Số lượng TCPH có nguy cơ không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán | | 88 | 58 |
| Giá trị trái phiếu có nguy cơ không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán | | 113 nghìn tỷ đồng | 93 nghìn tỷ đồng |

2. Tỷ lệ nợ xấu TPDN – dự phóng (kịch bản cơ sở, kịch bản xấu) [Biểu đồ 1]

Chúng tôi tính toán tỷ lệ nợ xấu TPDN bằng cách sử dụng tỷ lệ phần trăm của tổng giá trị TPDN không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán trên tổng giá trị TPDN đang lưu hành. Bảng dưới đây tóm tắt các giả định được sử dụng để dự phóng:

| | Kịch bản cơ sở | Kịch bản xấu |
|---|---|--|
| Dự phóng tỷ lệ nợ xấu TPDN | 25% của tổng giá trị trái phiếu có nguy cơ không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán | 75% của tổng giá trị trái phiếu có nguy cơ không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán |
| Dư nợ trái phiếu tại thời điểm cuối năm 2023 | Bảng Dư nợ trái phiếu tại cuối tháng 3/2023 + Giá trị trái phiếu phát hành mới (Quý 2-Quý 4)- Giá trị trái phiếu đáo hạn (Quý 2-Quý 4) + Giá trị trái phiếu không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán (Quý 2-Quý 4) | Bảng Dư nợ trái phiếu tại cuối tháng 3/2023 + Giá trị trái phiếu phát hành mới (Quý 2-Quý 4)- Giá trị trái phiếu đáo hạn (Quý 2-Quý 4) + Giá trị trái phiếu không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán (Quý 2-Quý 4) |
| Giá trị trái phiếu phát hành mới (Quý 2 – Quý 4/2023) [Biểu đồ 18] | Giá trị trái phiếu phát hành mới tăng dần từ Quý 2 tới Quý 3. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng rằng tâm lý thị trường sẽ dần cải thiện sau khi Nghị định số 08 được ban hành. Yếu tố chu kỳ trong hoạt động phát hành cũng được cân nhắc khi dự phóng giá trị trái phiếu phát hành mới. | 75% giá trị trái phiếu phát hành mới ở kịch bản cơ sở. Việc dự phóng giá trị trái phiếu phát hành mới cũng xem xét tới khả năng việc phát hành trái phiếu mới của nhóm định chế tài chính có thể bị chậm lại do yêu cầu về báo cáo kiểm toán tình hình sử dụng vốn và kịch bản tâm lý thị trường kém khả quan hơn. |
| GDP danh nghĩa năm 2023 [Biểu đồ 20] | Căn cứ mục tiêu tốc độ tăng trưởng GDP năm 2023 là 6,5% và tốc độ tăng chỉ số giá tiêu dùng (CPI) bình quân là 4,5% của Việt Nam. | Căn cứ mục tiêu tốc độ tăng trưởng GDP năm 2023 là 6,5% và tốc độ tăng chỉ số giá tiêu dùng (CPI) bình quân là 4,5% của Việt Nam. |

© 2023 VIETNAM INVESTORS SERVICE, đăng ký doanh nghiệp số 010983839192 cấp bởi Sở Kế Hoạch Và Đầu Tư Hà Nội. Đã đăng ký bản quyền.

CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC NÊU TRONG CÁC TÀI LIỆU, SẢN PHẨM, DỊCH VỤ VÀ THÔNG TIN DO VIETNAM INVESTORS SERVICE CÔNG BỐ (GỌI CHUNG LÀ “CÁC ẢN PHẨM”) LÀ DỰA VÀO GÓC NHÌN CỦA CHÚNG TÔI (2) KHÔNG PHẢI LÀ CÁC TUYÊN BỐ VỀ DỮ KIỆN HIỆN TẠI HOẶC QUÁ KHỨ (3) CHỈ NHẪM MỤC ĐÍCH THAM KHẢO VÀ KHÔNG CẤU THÀNH VÀ KHÔNG CUNG CẤP LỜI KHUYÊN ĐẦU TƯ HOẶC TÀI CHÍNH, (4) KHÔNG PHẢI LÀ VÀ KHÔNG CUNG CẤP KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ, GÓP VỐN, MUA, BÁN HOẶC GIỮ BẤT KỲ CÔNG CỤ NỢ HOẶC CÔNG CỤ TÀI CHÍNH CỤ THỂ NÀO VÀ (5) KHÔNG BÌNH LUẬN VỀ TÍNH THÍCH HỢP CỦA VIỆC ĐẦU TƯ CHO BẤT KỲ NHÀ ĐẦU TƯ NÀO. VIETNAM INVESTORS SERVICE ĐƯA RA ĐÁNH GIÁ VÀ CÁC QUAN ĐIỂM VÀ CÔNG BỐ CÁC ẢN PHẨM VỚI KỶ VỌNG VÀ HIỂU BIẾT RẰNG MỖI NHÀ ĐẦU TƯ SẼ, VỚI SỰ CẦN TRỌNG CẦN THIẾT, TỰ NGHIÊN CỨU VÀ ĐÁNH GIÁ VỀ MỖI CHỨNG KHOÁN MÀ HỌ ĐANG XEM XÉT MUA, BÁN HOẶC GIỮ. CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE TRONG ẢN PHẨM NÀY KHÔNG NHẪM ĐƯỢC SỬ DỤNG NHƯ XẾP HẠNG TÍN NHIỆM THEO NGHỊ ĐỊNH 88/2014 NGÀY 16 THÁNG 9 NĂM 2014 CỦA CHÍNH PHỦ.

CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC, VÀ ẢN PHẨM CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE KHÔNG NHẪM ĐƯỢC SỬ DỤNG BỞI CÁC NHÀ ĐẦU TƯ KHÔNG CHUYÊN NGHIỆP VÀ VIỆC NHÀ ĐẦU TƯ KHÔNG CHUYÊN NGHIỆP SỬ DỤNG ĐÁNH GIÁ, VÀ CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC HOẶC ẢN PHẨM CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE KHI QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ LÀ KHÔNG CẦN TRỌNG VÀ KHÔNG PHÙ HỢP. NẾU KHÔNG CHẮC CHẮN, VUI LÒNG LIÊN HỆ VỚI CỔ VẤN TÀI CHÍNH HOẶC CỔ VẤN CHUYÊN NGHIỆP KHÁC CỦA BẠN.VI

TẤT CẢ CÁC THÔNG TIN TẠI ĐÂY (BAO GỒM CẢ THÔNG TIN CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE VÀ/HOẶC THÔNG TIN CỦA CÁC BÊN THỨ BA ĐÃ CẤP LI-XĂNG CHO VIETNAM INVESTORS SERVICE ĐỂ TÍCH HỢP THÔNG TIN CỦA BÊN ĐÓ TẠI ĐÂY (“CÁC BÊN CẤP LI-XĂNG”) ĐƯỢC PHÁP LUẬT BẢO VỆ, BAO GỒM NHƯNG KHÔNG GIỚI HẠN QUY ĐỊNH PHÁP LUẬT VỀ QUYỀN TÁC GIẢ, VÀ KHÔNG MỘT THÔNG TIN NÀO, HOẶC MỘT PHẦN HOẶC TOÀN BỘ THÔNG TIN ĐÓ, ĐƯỢC SAO CHÉP, HOẶC BẰNG CÁCH KHÁC TẠO BẢN SAO, ĐÓNG GÓI LẠI, TRUYỀN DẪN, CHUYỂN NHƯỢNG, PHÁT TÁN, PHÂN PHỐI, PHẢN PHỐI LẠI HOẶC BÁN LẠI, HOẶC LƯU TRỮ LẠI ĐỂ SỬ DỤNG VỀ SAU CHO BẤT KỲ MỤC ĐÍCH NÀO NHƯ VỪA NÊU, DƯỚI BẤT KỲ DẠNG NÀO HOẶC CÁCH THỨC NÀO HOẶC PHƯƠNG TIỆN NÀO, BỞI BẤT KỲ NGƯỜI NÀO MÀ KHÔNG CÓ SỰ CHẤP THUẬN TRƯỚC BẰNG VĂN BẢN VÀ/HOẶC LI-XĂNG CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE VÀ/HOẶC CỦA BÊN CẤP LI-XĂNG CHO VIETNAM INVESTORS SERVICE. CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM VÀ ẢN PHẨM KHÁC CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE KHÔNG NHẪM ĐƯỢC SỬ DỤNG BỞI BẤT KỲ BÊN NÀO NHƯ LÀ MỘT TIÊU CHUẨN VÌ KHÁI NIỆM NÀY ĐƯỢC ĐỊNH NGHĨA PHỤC VỤ CHO MỤC ĐÍCH QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC VÀ KHÔNG ĐƯỢC SỬ DỤNG THEO BẤT CỨ CÁCH NÀO MÀ CÓ THỂ DẪN TỚI VIỆC CHÚNG ĐƯỢC XEM NHƯ LÀ CÁC TIÊU CHUẨN.

Tất cả các thông tin được Vietnam Investors Service thu thập từ các nguồn mà Vietnam Investors Service cho rằng chính xác và đáng tin cậy. Tuy nhiên, do có khả năng xảy ra lỗi của con người hoặc máy móc cũng như các yếu tố khác, tất cả các thông tin tại đây được cung cấp trên cơ sở “NGUYÊN TRẠNG” mà không có bảo đảm dưới bất kỳ hình thức nào. Vietnam Investors Service tiến hành tất cả các biện pháp cần thiết để các thông tin chúng tôi sử dụng có chất lượng và từ các nguồn mà Vietnam Investors Service cho rằng đáng tin cậy bao gồm, khi thích hợp, các nguồn từ bên thứ ba độc lập. Tuy nhiên, Vietnam Investors Service không phải là công ty kiểm toán và không thể độc lập xác minh hoặc xác nhận các thông tin nhận được tại mọi thời điểm trong quá trình chuẩn bị các ản Phẩm của mình.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, Vietnam Investors Service và tất cả các giám đốc, quản lý, nhân viên, đại lý, người đại diện, bên cấp li-xăng và nhà cung cấp từ chối trách nhiệm đối với bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào đối với bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại gián tiếp, đặc biệt, là hậu quả hoặc là tổn thất, thiệt hại ngẫu nhiên nào phát sinh từ hoặc liên quan tới các thông tin tại đây hoặc việc sử dụng hoặc không có khả năng sử dụng bất kỳ thông tin nào tại đây, ngay cả khi Vietnam Investors Service hoặc tất cả các giám đốc, quản lý, nhân viên, đại lý, người đại diện, bên cấp li-xăng hoặc nhà cung cấp của Vietnam Investors Service đã được tư vấn trước về khả năng xảy ra tổn thất hoặc thiệt hại đó, bao gồm nhưng không giới hạn: (a) mất lợi nhuận hiện tại hoặc dự kiến hoặc (b) các tổn thất và thiệt hại phát sinh.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, Vietnam Investors Service và tất cả các giám đốc, quản lý, nhân viên, đại lý, người đại diện, bên cấp li-xăng và nhà cung cấp từ chối trách nhiệm đối với bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào đối với bất kể tổn thất hoặc thiệt hại trực tiếp hoặc có tính chất bồi thường gây ra cho bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào, bao gồm nhưng không giới hạn bởi sự bất cẩn (nhưng ngoại trừ gian lận, cố tình làm sai hoặc các loại trách nhiệm khác mà, để tránh hiểu lầm, không thể bị loại trừ theo quy định pháp luật), của, hoặc do bất kỳ sự kiện bất ngờ trong hoặc ngoài khả năng kiểm soát của Vietnam Investors Service, hoặc tất cả các giám đốc, quản lý, nhân viên, đại lý, người đại diện, bên cấp li-xăng và nhà cung cấp của Vietnam Investors Service, phát sinh từ hoặc liên quan tới các thông tin tại đây hoặc việc sử dụng hoặc không thể sử dụng các thông tin đó.

KHÔNG CÓ BẤT KỲ BẢO ĐẢM NÀO, DÙ RÕ RÀNG HAY NGỤ Ý, ĐỐI VỚI SỰ CHÍNH XÁC, ĐÚNG THỜI ĐIỂM, TÍNH HOÀN CHỈNH, KHẢ NĂNG THƯƠNG MAI HOẶC TÍNH PHÙ HỢP CHO BẤT KỲ MỤC ĐÍCH NÀO CỦA BẤT KỲ ĐÁNH GIÁ, QUAN ĐIỂM HOẶC THÔNG TIN KHÁC ĐƯỢC VIETNAM INVESTORS SERVICE ĐƯA RA HOẶC TẠO RA DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC HOẶC CÁCH THỨC NÀO.

VIETNAM INVESTORS SERVICE CÓ THỂ THỰC HIỆN SỬA ĐỔI VÀ/HOẶC THAY ĐỔI ĐỐI VỚI ẢN PHẨM NÀY BẤT CỨ LÚC NÀO, VÌ BẤT CỨ LÝ DO NÀO. TUY NHIÊN, VIETNAM INVESTORS SERVICE KHÔNG CÓ NGHĨA VỤ (CŨNG NHƯ KHÔNG CÓ Ý ĐỊNH) PHẢI BỔ SUNG, CẬP NHẬT HOẶC SỬA ĐỔI CÔNG KHAI TRONG TƯƠNG LAI. BẠN LÀ BÊN CHỊU RỦI RO DUY NHẤT KHI SỬ DỤNG VÀ/HOẶC DỰA VÀO CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC, VÀ ẢN PHẨM CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE.

