

## Hoạt động mua lại TPDN cao kỷ lục trong Q3 trong khi phát hành giảm tốc

### Nguyễn Bảo Châu

Chuyên viên, Ngành Kinh Tế Vĩ Mô  
chau.nbao@hsc.com.vn  
+84 24 3933 4693 Ext. 4876

### Phạm Vũ Thăng Long

Giám Đốc Cấp Cao, Kinh Tế Vĩ Mô  
long.pvthang@hsc.com.vn  
+84 24 3933 4693 Ext. 4805

- Thị trường TPDN ổn định trong tháng 9 sau khi tăng tốc trước đó với tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành duy trì ở mức 1.411 nghìn tỷ đồng (tăng 8% so với cùng kỳ và tăng 7% kể từ đầu năm), tương đương với 10,7% GDP năm 2025.
- Tổng giá trị phát hành trái phiếu Q3/2025 giảm nhẹ 5% so với cùng kỳ xuống 152,4 nghìn tỷ đồng trong khi tổng giá trị mua lại cao kỷ lục đạt 108 nghìn tỷ đồng (tăng 53% so với cùng kỳ) nhờ hoạt động quản lý bằng CĐKT tích cực của các ngân hàng lớn. Trong khi đó, sức ép đáo hạn trong tháng 9 tạm thời giảm 27% so với tháng trước (xuống 19 nghìn tỷ đồng) nhưng dự kiến sẽ tăng trở lại trong Q4/2025 (ước đạt 55 nghìn tỷ đồng), làm gia tăng rủi ro tái cấp vốn ngắn hạn.
- Giá trị giao dịch bình quân ngày trên thị trường thứ cấp tăng 45% so với tháng trước, đạt mức kỷ lục 7,5 nghìn tỷ đồng trong tháng 9.

## Phát hành trái phiếu ngắn hạn hạ nhiệt nhưng xu hướng tăng vẫn được duy trì

Thị trường TPDN ghi nhận sự điều chỉnh nhẹ trong tháng 9 sau khi tăng mạnh trước đó với giá trị phát hành mới giảm 19% so với cùng kỳ và giảm 25% so với tháng trước, xuống 45,6 nghìn tỷ đồng, tương đương tổng giá trị phát hành Q3 đạt 152,4 nghìn tỷ đồng (giảm 37% so với quý trước). Ngân hàng chiếm ưu thế với 67% tổng lượng phát hành (30,4 nghìn tỷ đồng) trong khi giá trị phát hành ngành BĐS giảm 68% so với tháng trước, đạt 6,9 nghìn tỷ đồng. Mặc dù giảm tốc trong tháng 9, tổng giá trị phát hành lũy kế 9 tháng đầu năm 2025 tăng 34% so với cùng kỳ (đạt 421 nghìn tỷ đồng), dẫn đầu là TCB (Mua vào, giá mục tiêu 44.500đ), (39 nghìn tỷ đồng) và ACB (Mua vào, giá mục tiêu 31.500đ) (35,1 nghìn tỷ đồng). Trong các tổ chức phát hành ngoài ngân hàng, dẫn đầu là VIC (Giảm tỷ trọng, giá mục tiêu 105.000đ) (24 nghìn tỷ đồng) và Vinhomes (Năm giữ, giá mục tiêu 99.500đ) (15 nghìn tỷ đồng), phản ánh sự phục hồi có chọn lọc của thị trường, tập trung vào các doanh nghiệp có xếp hạng tín nhiệm tốt. Lãi suất phát hành bình quân giảm 139 điểm cơ bản so với cùng kỳ, xuống mức 8,5%. Trong đó, lãi suất ngành Ngân hàng tăng lên 6,4%, lãi suất ngành BĐS giảm xuống 9,36%.

## Q3/2025 ghi nhận giá trị mua lại TPDN cao kỷ lục

Hoạt động mua lại TPDN trong tháng 9 giảm tốc còn 35,9 nghìn tỷ đồng (giảm 20% so với tháng trước và giảm 70% so với cùng kỳ). Trong đó, các ngân hàng chiếm tới 92% tổng giá trị, đồng thời tiếp tục quản lý giá trị đáo hạn và tối ưu hóa cơ cấu vốn. TCB, OCB (Mua vào, giá mục tiêu 14.600đ) và VIB (Mua vào, giá mục tiêu 22.700đ) là các ngân hàng dẫn đầu hoạt động mua lại. Ngược lại, ngành BĐS vẫn trầm lắng (giảm 80% so với tháng trước), ngoại trừ [BDS TCO](#) (Chưa niêm yết), doanh nghiệp này đã mua lại 2,5 nghìn tỷ đồng trái phiếu dù tình hình tài chính chưa ổn định. Trong Q3/2025, giá trị mua lại đạt mức kỷ lục 108 nghìn tỷ đồng (tăng 53% so với cùng kỳ), nâng lũy kế 9 tháng đầu năm 2025 đạt 233 nghìn tỷ đồng (tăng 59% so với cùng kỳ) và đã vượt tổng giá trị mua lại của cả năm 2024.

## Sức ép đáo hạn hạ nhiệt trong tháng 9 nhưng có xu hướng tăng mạnh trở lại trong Q4/2025

Trong tháng 9, có khoảng 19 nghìn tỷ đồng TPDN đáo hạn, giảm 40% so với cùng kỳ và giảm 27% so với tháng trước, đánh dấu giai đoạn tạm lắng sau khi đạt đỉnh đáo hạn vào tháng 8. Tuy nhiên, sức ép tái cấp vốn vẫn tập trung chủ yếu ở ngành BĐS (53%) và Ngân hàng (40%). ACB ghi nhận giá trị trái phiếu đáo hạn lớn nhất trong tháng, đạt 7 nghìn tỷ đồng, trong khi [BDS Phát Đạt](#) (3,5 nghìn tỷ đồng) và [BDS Trường Lộc](#) (1,9 nghìn tỷ đồng) (đều Chưa niêm yết) là những doanh nghiệp BĐS đối mặt với sức ép đáo hạn đáng kể. Dự kiến trong Q4/2025, tổng giá trị trái phiếu đáo hạn đạt khoảng 55 nghìn tỷ đồng (giảm 23% so với quý trước), trong đó tháng 12/2025 được dự báo là thời điểm đáo hạn cao nhất, ở mức 37 nghìn tỷ đồng, tiềm ẩn rủi ro tái cấp vốn và thanh khoản cho các tổ chức phát hành lớn như Vinhomes, Agribank và Sun Valley.

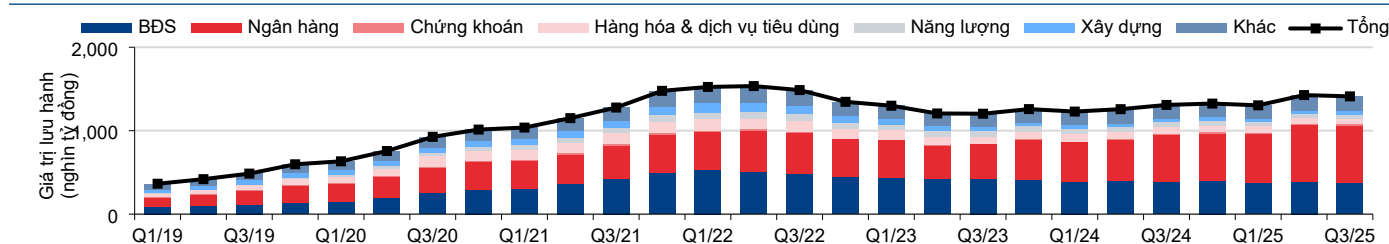
## Trái phiếu có vấn đề giảm trong khi các khoản thanh toán chậm tăng cao

Giá trị trái phiếu có vấn đề giảm 42% so với cùng kỳ xuống 6,1 nghìn tỷ đồng trong tháng 9, cho thấy rủi ro tín dụng đang dần được cải thiện, mặc dù các khoản chậm thanh toán lại tăng gấp đôi, lên mức 2,5 nghìn tỷ đồng, chủ yếu đến từ nhóm BĐS. Tính đến cuối tháng 9, nhóm trái phiếu này chiếm 16% tổng dư nợ TPDN đang lưu hành (gồm 6,3% là các khoản thanh toán chậm và 9,8% là các khoản được tái cơ cấu). Các doanh nghiệp BĐS quy mô trung bình như Đại Thịnh Phát và Big Gain tiếp tục gặp tình trạng chậm thanh toán, trong khi [Hưng Thịnh Land](#) và [Hano-Vid](#) đã gia hạn kỳ hạn trái phiếu sang Q3/2027. Ngoài ra, [Thành phố Aqua](#) và [Becamex](#) đã điều chỉnh tài sản bảo đảm nhằm duy trì tính linh hoạt trong huy động vốn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 17/10.

## Biểu đồ 1: Giá trị trái phiếu doanh nghiệp đang lưu hành trên thị trường Việt Nam

Dư nợ TPDN tăng lên 1.411 nghìn tỷ đồng, vẫn thấp hơn đáng kể so với mục tiêu của Chính phủ là 20% GDP vào năm 2025



Ghi chú: Dữ liệu báo cáo của chúng tôi được lấy từ cổng HNX và VBMA vào ngày 7/10/2025  
Nguồn: VBMA, HNX, HSC

## Cập nhật tình hình TPDN tháng 9/2025

Thị trường TPDN Việt Nam duy trì ổn định trong tháng 9 dù có sự điều chỉnh ngắn hạn. Tổng giá trị phát hành mới giảm 25% so với tháng trước, xuống 45,6 nghìn tỷ đồng, tuy nhiên tổng khối lượng phát hành mới lũy kế 9 tháng đầu năm 2025 tăng 34% so với cùng kỳ, đạt 421 nghìn tỷ đồng, dẫn đầu là các ngân hàng lớn và các tổ chức phát hành có độ tín nhiệm cao như VIC và Vinhomes. Hoạt động mua lại đạt kỷ lục trong Q3/2025 với 108 nghìn tỷ đồng, cho thấy chiến lược quản lý nợ chủ động của các doanh nghiệp, trong khi các khoản đáo hạn tạm thời giảm bớt trước khi dự kiến tăng trở lại trong Q4/2025. Trái phiếu có vấn đề giảm xuống 6,1 nghìn tỷ đồng mặc dù các khoản thanh toán chậm tăng nhẹ, chủ yếu ở lĩnh vực BĐS. Tổng giá trị TPDN đang lưu hành đạt 1.411 nghìn tỷ đồng (tăng 8% so với cùng kỳ) nhờ kỷ luật thị trường được siết chặt và sự chuyển dịch dần theo hướng minh bạch và chất lượng tín dụng cao hơn.

### Thị trường TPDN duy trì đà tăng trưởng ổn định

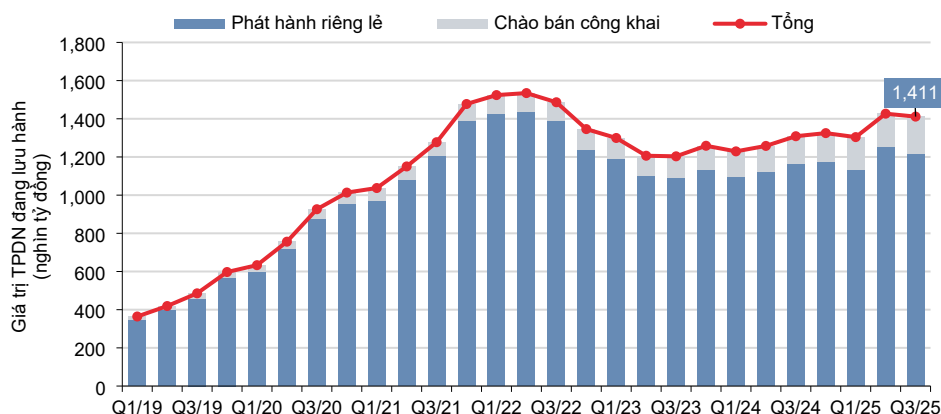
Thị trường TPDN Việt Nam duy trì đà tăng trưởng vững chắc trong tháng 9, với tổng giá trị TPDN đang lưu hành đạt 1.411 nghìn tỷ đồng, tăng 8% so với cùng kỳ và tăng 7% kể từ đầu năm. Dù giảm nhẹ 0,5% so với tháng trước do hoạt động đáo hạn và mua lại vượt phát hành mới, thị trường vẫn cho thấy nền tảng phục hồi ổn định (Biểu đồ 1-2). Tính đến cuối tháng 9, quy mô thị trường tương đương 10,7% GDP dự kiến năm 2025, vẫn thấp hơn đáng kể so với mục tiêu 20% mà Chính phủ đặt ra cho cuối năm. Chênh lệch này cho thấy tốc độ phục hồi chậm hơn so với kì vọng, cùng với quá trình củng cố niềm tin của nhà đầu tư sau giai đoạn tái cơ cấu kéo dài.

Ngành Ngân hàng vẫn tiếp tục là động lực thúc đẩy tăng trưởng, chiếm gần 49% tổng giá trị TPDN đang lưu hành, nhờ cơ cấu vốn ổn định và tuân thủ chặt chẽ các quy định về phát hành. Trong khi đó, ngành BĐS chiếm 26%, cho thấy ngành này vẫn giữ quy mô lớn nhưng đang phục hồi theo hướng chọn lọc cao. Số liệu gần đây về phát hành và thanh toán trái phiếu cho thấy sự phân hóa rõ rệt giữa các nhóm ngành: các doanh nghiệp phát triển BĐS có tiềm lực tài chính và sở hữu các dự án thanh khoản tốt, như VHM, vẫn tiếp tục huy động vốn thành công thông qua kênh TPDN, trong khi các tổ chức phát hành yếu hơn còn phụ thuộc vào gia hạn kỳ hạn hoặc tái cơ cấu, đang phải đối mặt với sức ép tái cấp vốn ngày càng gia tăng do điều kiện tín dụng siết chặt và hạn chế về xếp hạng tín nhiệm. Sự phân hóa này đã làm gia tăng chênh lệch rủi ro tín dụng, dẫn đến quá trình phục hồi không đồng đều trong cả lĩnh vực BĐS nói riêng và thị trường TPDN nói chung.

Về mặt cơ cấu, phát hành riêng lẻ vẫn chiếm khoảng 86% tổng giá trị lưu hành. Tuy nhiên, thị trường trái phiếu đại chúng lại là một điểm sáng đáng chú ý, đạt gần 195 nghìn tỷ đồng, tăng 31% kể từ đầu năm, nhờ giúp tổng lượng phát hành lũy kế 9 tháng đầu năm 2025 tăng 64% so với cùng kỳ. Xu hướng này phản ánh tác động tích cực từ việc siết chặt quy định quản lý, thúc đẩy các tổ chức phát hành hướng tới sự minh bạch, tăng cường báo cáo và chủ động áp dụng xếp hạng tín nhiệm. Không chỉ mở rộng về quy mô, thị trường đang phát triển cả về chất lượng, cho thấy nền tảng bền vững hơn cho sự phát triển dài hạn.

**Biểu đồ 2: Giá trị trái phiếu lưu hành theo tháng, phát hành riêng lẻ và chào bán công khai**

Phát hành riêng lẻ chiếm phần lớn tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành, trong khi TPDN phát hành thông qua chào bán công khai chiếm 14% tổng giá trị



Nguồn: HNX, VBMA, HSC

**Phát hành trái phiếu ngắn hạn chững lại, nhưng xu hướng tăng vẫn được duy trì**

Sau giai đoạn tăng tốc mạnh mẽ trong vài tháng gần đây, thị trường TPDN bước vào tháng 9 với dấu hiệu điều chỉnh nhẹ. Tổng giá trị phát hành mới đạt 45,6 nghìn tỷ đồng, giảm 19% so với cùng kỳ và giảm 25% so với tháng trước, tương đương tổng lượng phát hành Q3 đạt 152,4 nghìn tỷ đồng (giảm 5% so với cùng kỳ và giảm 37% so với quý trước), chủ yếu do mức nền cao trong Q2. Tuy nhiên, trong 9 tháng đầu năm, tổng lượng phát hành vẫn tăng 34% so với cùng kỳ đạt 421 nghìn tỷ đồng, cho thấy sự phục hồi vững chắc của hoạt động huy động vốn qua kênh TPDN kể từ giai đoạn biến động thị trường năm 2022 (Biểu đồ 3-4) (Mời xem Biểu đồ 18 phần Phụ lục).

Trong tháng 9, ngành Ngân hàng phát hành 30,4 nghìn tỷ đồng trái phiếu, giảm 33% so với cùng kỳ và giảm 11% so với tháng trước, nhưng vẫn chiếm đến 67% tổng lượng phát hành. Trong Q3, các ngân hàng đã huy động 103,7 nghìn tỷ đồng (giảm 21% so với cùng kỳ), trong khi tổng lượng phát hành lũy kế 9 tháng đầu năm đạt 303 nghìn tỷ đồng (tăng 33% so với cùng kỳ). Hoạt động phát hành ổn định cho thấy nỗ lực của các ngân hàng trong việc tái cơ cấu kỳ hạn nguồn vốn và duy trì bộ đệm thanh khoản, trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng có xu hướng tăng tốc vào cuối năm. Các ngân hàng phát hành nhiều nhất bao gồm MBB (Mua vào, giá mục tiêu 29.600đ) (6 nghìn tỷ đồng, lãi suất 5,6-5,85% tại thời điểm phát hành, kỳ hạn 3 năm), VIB (4,4 nghìn tỷ đồng, lãi suất 5,6-7,2%, kỳ hạn 3-8 năm), OCB (3 nghìn tỷ đồng, lãi suất 6-6,3%, kỳ hạn 2-3 năm) và ACB (3 nghìn tỷ đồng, lãi suất 5,85%, kỳ hạn 2 năm).

Ngược lại, ngành BĐS ghi nhận mức sụt giảm mạnh, với giá trị phát hành giảm 14% so với cùng kỳ và giảm 68% so với tháng trước xuống mức 6,9 nghìn tỷ đồng, chỉ chiếm 14% tổng giá trị phát hành. Tuy nhiên, xét theo quý, lượng phát hành vẫn tăng 49% so với cùng kỳ và tăng 15% so với quý trước, đạt 30,5 nghìn tỷ đồng, lũy kế 9 tháng đầu năm 2025, Giá trị phát hành tăng 29% so với cùng kỳ, lên 57 nghìn tỷ đồng. Các thương vụ đáng chú ý bao gồm BĐS Trường Minh (5,5 nghìn tỷ đồng, lãi suất 8,95%, kỳ hạn 1 năm), BĐS Thành Vinh (610 tỷ đồng, lãi suất 9,2%, kỳ hạn 8 năm) và May-Diem Sài Gòn (500 tỷ đồng, lãi suất 9,2%, kỳ hạn 7 năm).

Ngoài hai nhóm ngành chủ lực, VIC (được xếp vào ngành "Tài chính" trong phân loại của chúng tôi) đã phát hành 2 lô trái phiếu riêng lẻ với tổng giá trị 6 nghìn tỷ đồng trong tháng 9, kỳ hạn 2 năm và lãi suất 11%, mức cao nhất trên thị trường trong tháng, chủ yếu nhằm mục đích tái cơ cấu nợ.

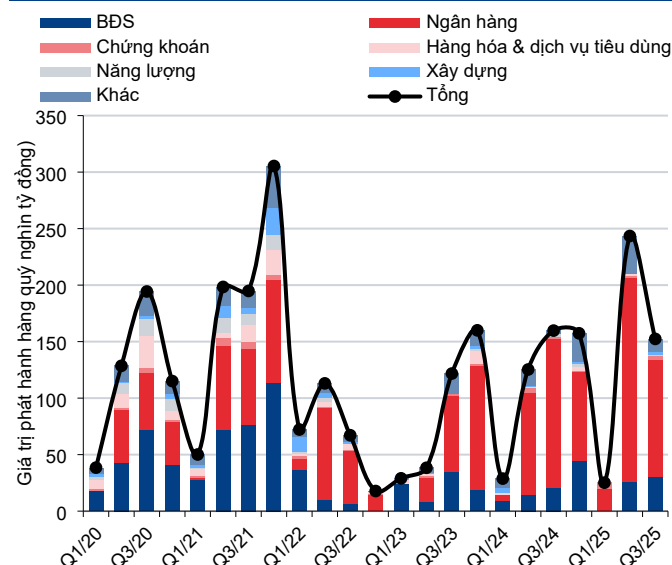
Trong 9 tháng đầu năm, TCB (39 nghìn tỷ đồng), ACB (35,1 nghìn tỷ đồng) và OCB (30,1 nghìn tỷ đồng) vẫn là các ngân hàng phát hành hàng đầu. Trong các doanh nghiệp ngoài ngân hàng, hoạt động phát hành được dẫn đầu bởi VIC (24 nghìn tỷ đồng) và Vinhomes (15 nghìn tỷ đồng), theo sau là BĐS TCO (8 nghìn tỷ đồng) và Vinfest (niêm yết tại Mỹ) (7,5 nghìn tỷ đồng). Mô hình này phản ánh sự phục hồi có

chọn lọc của thị trường, trong đó các doanh nghiệp lớn, có xếp hạng tín nhiệm cao (đặc biệt là các tổ chức phát hành liên quan đến Vin) vẫn duy trì được khả năng huy động vốn, trong khi các doanh nghiệp quy mô nhỏ hơn tiếp tục gặp khó khăn do yêu cầu minh bạch thông tin và tín dụng ngày càng chặt chẽ.

Đối với chi phí huy động, lãi suất bình quân trên thị trường giảm 139 điểm cơ bản so với cùng kỳ và giảm 32 điểm cơ bản so với tháng trước, xuống 8,5% trong tháng 9. Đáng chú ý, ngành Ngân hàng ghi nhận mức tăng nhẹ 17 điểm cơ bản so với tháng trước (lên 6,4%) trong khi lãi suất bình quân ngành BĐS giảm 67 điểm cơ bản so với tháng trước (xuống mức 9,36%) (Biểu đồ 5).

**Biểu đồ 3: Giá trị phát hành hàng quý theo ngành**

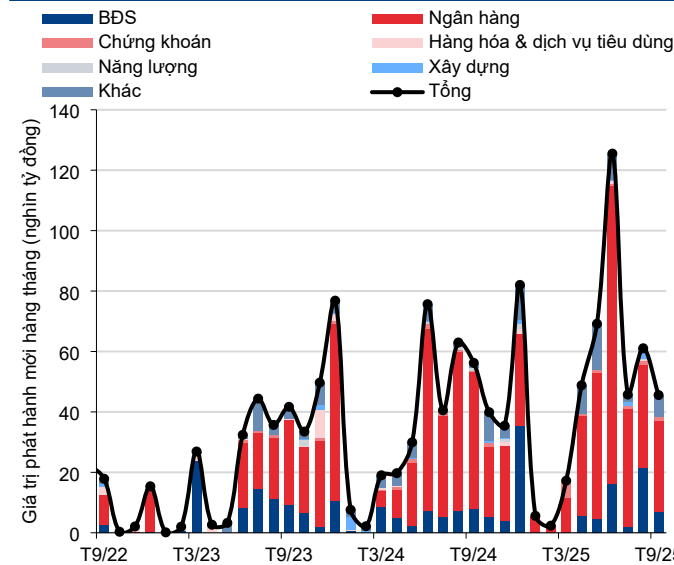
Giá trị phát hành trong Q3 giảm 5% so với cùng kỳ và giảm 37% so với quý trước do mức nền cao trong Q2



Nguồn: HNX, HSC

**Biểu đồ 4: Giá trị phát hành hàng tháng theo ngành**

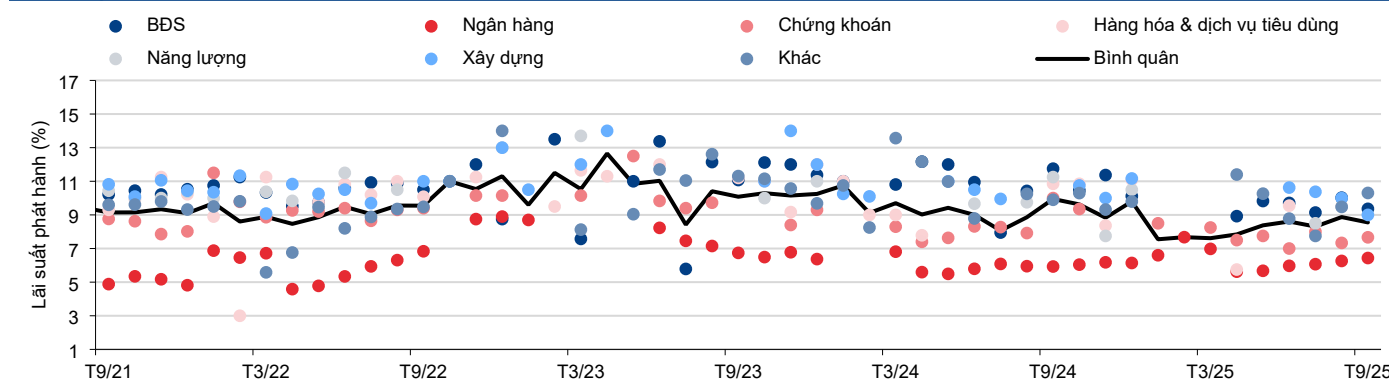
Giá trị phát hành mới trong tháng 9 giảm 19% so với cùng kỳ & giảm 25% so với tháng trước xuống còn 45,6 nghìn tỷ đồng



Nguồn: HNX, HSC

**Biểu đồ 5: Lãi suất phát hành bình quân hàng tháng theo ngành**

Lãi suất phát hành bình quân giản đơn trong tháng 9 đạt 8,5%, giảm 139 điểm cơ bản so với cùng kỳ nhưng tăng 32 điểm cơ bản so với tháng trước



Ghi chú: Trái phiếu không lãi suất & trái phiếu chuyển đổi không được tính lãi suất bình quân.  
Nguồn: HNX, HSC

## Q3/2025 ghi nhận giá trị mua lại TPDN cao kỷ lục

Trong tháng 9, giá trị mua lại TPDN đạt 35,9 nghìn tỷ đồng, tăng 70% so với cùng kỳ nhưng giảm 20% so với tháng trước, cho thấy sức mua đã chậm dần sau khi đạt đỉnh vào tháng 8. Ngành Ngân hàng tiếp tục dẫn đầu trong hoạt động mua lại trái phiếu, chiếm 92% tổng giá trị mua lại, chủ yếu nhằm quản lý kỳ hạn nguồn vốn, tối ưu hóa cơ cấu vốn và duy trì tỷ lệ an toàn vốn (Biểu đồ 6-7). Các ngân hàng TCB, OCB và VIB là các doanh nghiệp dẫn đầu với giá trị mua lại lần lượt là 9,7 nghìn tỷ đồng, 7,4

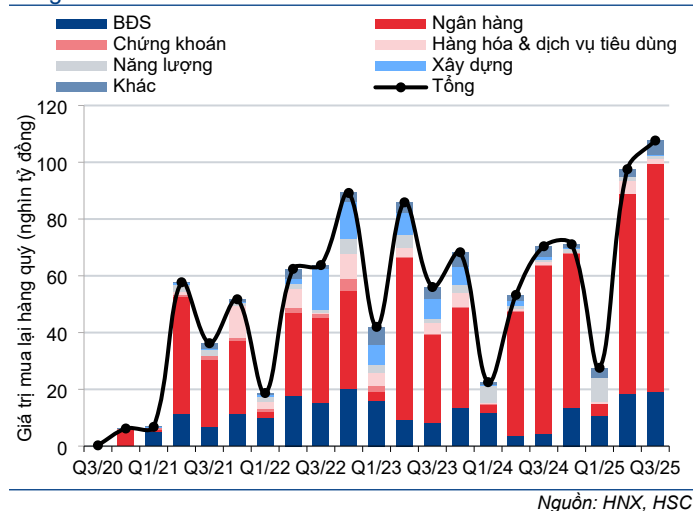
nghìn tỷ đồng và 4 nghìn tỷ đồng, cho thấy chiến lược chủ động của các ngân hàng trong việc giảm chi phí huy động trung và dài hạn thông qua việc mua lại trái phiếu trước hạn.

Ngược lại, ngành BĐS vẫn giữ ở mức thấp, với hoạt động mua lại giảm 80% so với tháng trước. Một trường hợp đáng chú ý là [BDS TCO](#), công ty đã tắt toán lô trái phiếu 2,5 nghìn tỷ đồng trong tháng, mặc dù ghi nhận [khoản lỗ 200 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2025 và tỷ lệ nợ/vốn CSH ở mức 12,6 lần](#), cho thấy bảng CĐKT của doanh nghiệp vẫn chưa phục hồi hoàn toàn.

Trong Q3/2025, tổng giá trị mua lại TPDN ước đạt 108 nghìn tỷ đồng, tăng 53% so với cùng kỳ và tăng 10% so với quý trước, đánh dấu mức cao nhất được ghi nhận. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2025, giá trị mua lại đạt 233 nghìn tỷ đồng (tăng 59% so với cùng kỳ), đã vượt 8% so với số liệu cả năm 2024 và tương đương với 55% lượng phát hành mới trong năm 2025, cho thấy các tổ chức phát hành vẫn duy trì chiến lược quản lý nợ chủ động (Biểu đồ 8). Ngành Ngân hàng dẫn đầu hoạt động mua lại, chiếm 66% tổng giá trị mua lại, với các ngân hàng TCB (30,2 nghìn tỷ đồng), OCB (22,5 nghìn tỷ đồng) và MBB (18 nghìn tỷ đồng) đóng vai trò chủ chốt. Trong lĩnh vực BĐS, các thương vụ mua lại đáng chú ý đến từ [NVL](#) với 5,1 nghìn tỷ đồng, [Luxury Living](#) với 4,8 nghìn tỷ đồng và [Hưng Thịnh Quy Nhơn](#) với 4,6 nghìn tỷ đồng.

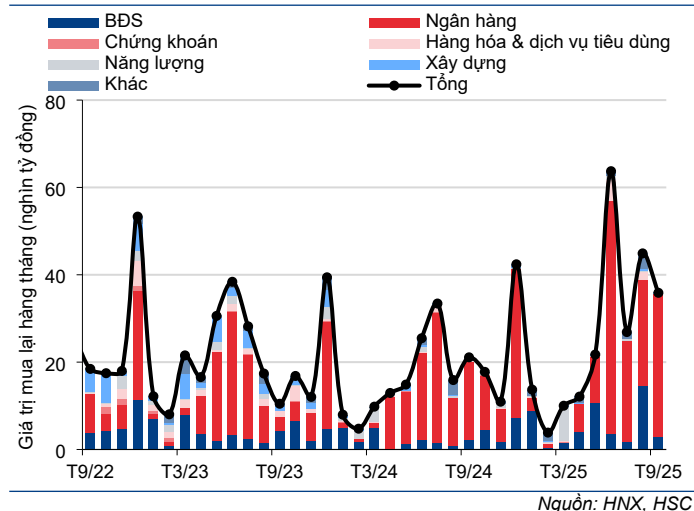
**Biểu đồ 6: Giá trị trái phiếu mua lại hàng quý theo ngành**

Tổng giá trị mua lại trong Q3 đạt mức cao kỷ lục (tăng 53% so với cùng kỳ và tăng 10% so với quý trước), trong đó ngành Ngân hàng chiếm 10%



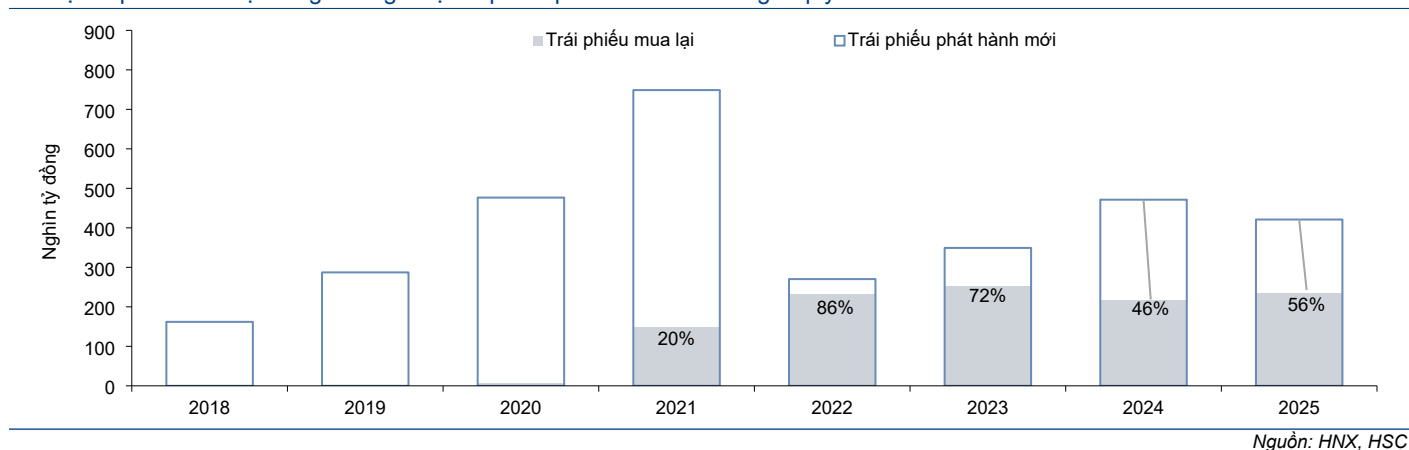
**Biểu đồ 7: Giá trị trái phiếu mua lại hàng tháng theo ngành**

Trong tháng 9, giá trị mua lại mới giảm còn 20% so với tháng trước nhưng vẫn tăng 70% so với cùng kỳ



**Biểu đồ 8: Giá trị trái phiếu: Mua lại & phát hành mới**

Giá trị trái phiếu mua lại bằng 56% giá trị trái phiếu phát hành mới trong 3 quý đầu năm 2025



## Sức ép đáo hạn hạ nhiệt trong tháng 9 nhưng có xu hướng tăng mạnh trở lại trong Q4/2025

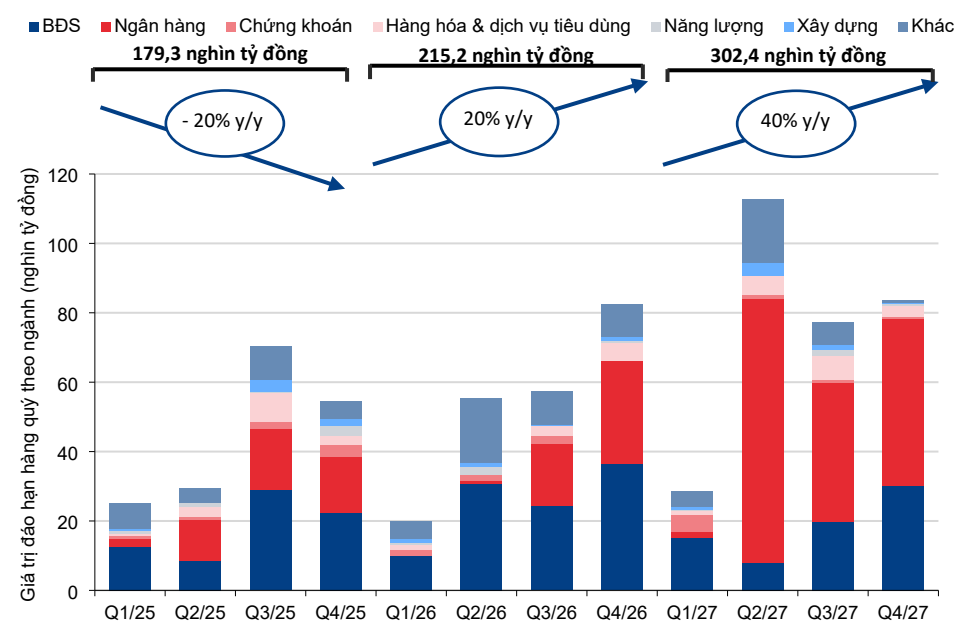
Trong tháng 9, tổng giá trị TPDN đáo hạn đạt 19 nghìn tỷ đồng, giảm 40% so với cùng kỳ và giảm 27% so với tháng trước, cho thấy giai đoạn tạm lắng trong kế hoạch đáo hạn sau khi đạt đỉnh vào tháng 8. Tuy nhiên, áp lực tái cấp vốn vẫn đáng chú ý, đặc biệt trong 2 lĩnh vực BĐS và Ngân hàng, chiếm hơn 90% tổng giá trị trái phiếu đáo hạn trong tháng (lần lượt ở mức 53% và 40%) (Biểu đồ 9).

Ở cấp độ tổ chức phát hành, ACB ghi nhận khối lượng trái phiếu đáo hạn lớn nhất đạt 7 nghìn tỷ đồng. Ngân hàng này đã tích cực phát hành trái phiếu mới đồng thời mua lại các lô trái phiếu đáo hạn, thể hiện chiến lược quản lý kì hạn và duy trì hiệu quả sử dụng vốn trong bối cảnh lợi nhuận nửa đầu năm 2025 có sự cải thiện nhẹ. Mặt khác, [BĐS Phát Đạt](#) (3,5 nghìn tỷ đồng) và [BĐS Trường Lộc](#) (1,9 nghìn tỷ đồng), trước đây đều thuộc Vinhomes, nằm trong số các tổ chức phát hành BĐS có khối lượng trái phiếu đáo hạn lớn trong tháng.

Trong Q4/2025, tổng giá trị trái phiếu đáo hạn ước đạt khoảng 55 nghìn tỷ đồng, giảm 23% so với quý trước, trong đó ngành bất động sản và ngân hàng lần lượt chiếm 40% và 31%. Trong đó, thời điểm đáo hạn nhiều nhất sẽ rơi vào tháng 12, với tổng giá trị đạt 37 nghìn tỷ đồng, đặt ra thách thức cho các tổ chức phát hành trong việc quản lý thanh khoản và tái cấp vốn. Các doanh nghiệp với có khối lượng trái phiếu sắp đáo hạn bao gồm CTCP Vinhomes (7,5 nghìn tỷ đồng), Agribank (4,4 nghìn tỷ đồng), CTCP Đầu tư Sun Valley (3,6 nghìn tỷ đồng) và BID (3,5 nghìn tỷ đồng).

### Biểu đồ 9: Giá trị đáo hạn hàng quý theo ngành

Áp lực đáo hạn giảm trong năm 2025 nhờ việc gia hạn kỳ hạn trái phiếu, nhưng đồng thời lại chuyển áp lực sang năm 2026-27



Nguồn: HNX, HSC

## Trái phiếu có vấn đề giảm trong khi các khoản thanh toán chậm tăng cao

Trong tháng 9, giá trị của TPDN có vấn đề giảm xuống 6,1 nghìn tỷ đồng (giảm 42% so với cùng kỳ và giảm 5% so với tháng trước), cho thấy rủi ro tín dụng trên thị trường TPDN đang dần được nới lỏng (Biểu đồ 10-11). Tuy nhiên, số lượng trái phiếu thanh toán chậm đã tăng gấp đôi so với tháng trước lên 2,5 nghìn tỷ đồng, phản ánh sức ép thanh khoản tập trung chủ yếu ở ngành BĐS, trong khi chỉ có duy nhất một lô trái phiếu thuộc lĩnh vực năng lượng rơi vào tình trạng thanh toán chậm. Tính đến cuối tháng 9/2025, trái phiếu có vấn đề chiếm 16% tổng dư nợ TPDN, trong đó 6,3% là các khoản thanh toán chậm và 9,8% là các trái phiếu có điều khoản sửa đổi (Biểu đồ 12).

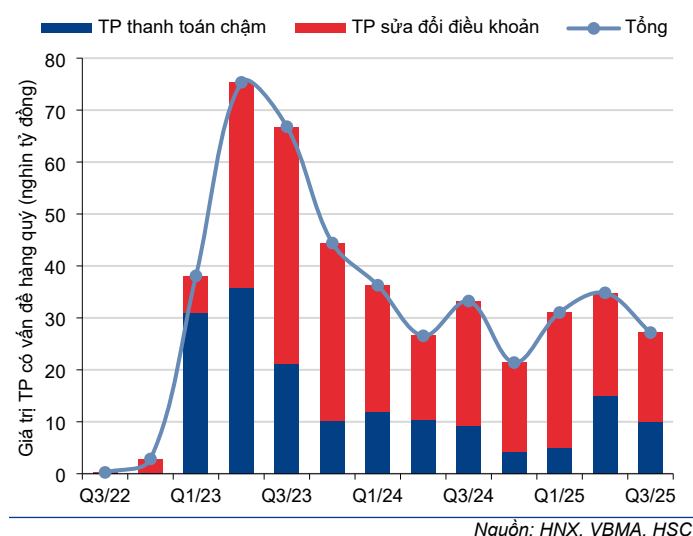
Trong nhóm doanh nghiệp thanh toán chậm, một số nhà phát triển BĐS tư nhân quy mô trung bình tiếp tục gặp khó khăn về thanh khoản. [Đại Thịnh Phát](#) đã trì hoãn thanh toán lãi với tổng giá trị hơn 10 tỷ đồng cho 2 lô trái phiếu trị giá 500 tỷ đồng và 472 tỷ đồng. [Công ty Big Gain](#) chậm thanh toán cả gốc lẫn lãi trị giá 55 tỷ đồng cho 1 lô trái phiếu 900 tỷ đồng. Sunshine Homes cũng hoãn thanh toán nợ gốc cho trái phiếu trị giá 490 tỷ đồng, hiện dự kiến sẽ thanh toán vào tháng 11, trong khi CTCP Đầu tư TDG trì hoãn khoảng 6 tỷ đồng tiền lãi của 1 lô trái phiếu 100 tỷ đồng do hạn chế về nguồn vốn.

Đối với trái phiếu tái cấu trúc, các tổ chức phát hành tiếp tục gia hạn kỳ hạn trái phiếu và điều chỉnh tài sản bảo đảm nhằm quản lý áp lực thanh toán ngắn hạn một cách có trật tự. [Hưng Thịnh Land](#) đã gia hạn 1 lô trái phiếu trị giá 700 tỷ đồng sang Q3/2027, trong khi [Hano-Vid](#) (thuộc Tập đoàn ROX) gia hạn thêm 2 năm đối với 7 lô trái phiếu với tổng giá trị 343 tỷ đồng, cũng sang Q3/2027. Tổng cộng, khoảng 46 nghìn tỷ đồng (tương đương với 26% trái phiếu đáo hạn trong năm 2025) đã được gia hạn sang năm 2026-2027 theo Nghị định 08/2023, giúp các tổ chức phát hành giảm bớt sức ép thanh toán ngắn hạn nhưng đồng thời kéo dài chu kỳ tái cơ cấu. Điều này có thể làm chậm quá trình phục hồi niềm tin thị trường và bình thường hóa tín dụng (Biểu đồ 13).

Về điều chỉnh tài sản bảo đảm, [Thành phố Aqua](#) đã tái thế chấp tài sản từ 3 lô trái phiếu trị giá 1,6 nghìn tỷ đồng để đảm bảo cho một trái phiếu khác, trong khi [Becamex](#) rút và thay thế tài sản bảo đảm cho 1 lô trái phiếu trị giá 510 tỷ đồng. Những động thái này cho thấy các doanh nghiệp đang chủ động quản lý nghĩa vụ nợ và tận dụng linh hoạt tài sản thế chấp nhằm duy trì khả năng tiếp cận nguồn vốn trong bối cảnh quá trình phục hồi vẫn còn mong manh.

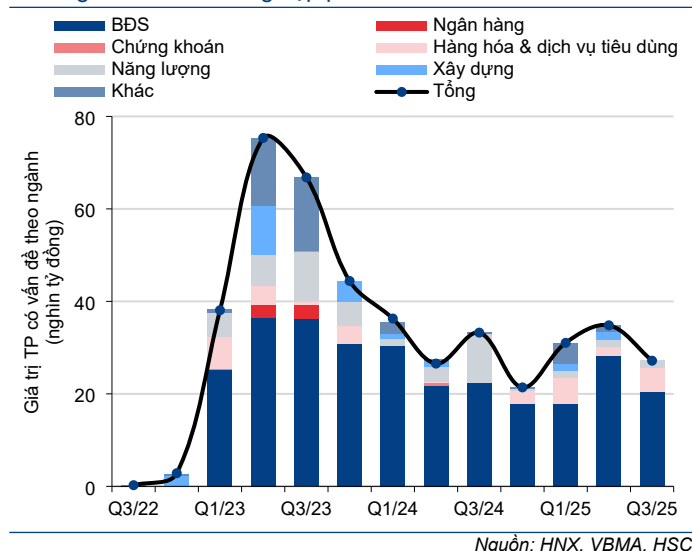
**Biểu đồ 10: Giá trị trái phiếu có vấn đề hàng quý theo loại**

Giá trị trái phiếu có vấn đề đã giảm trong Q3



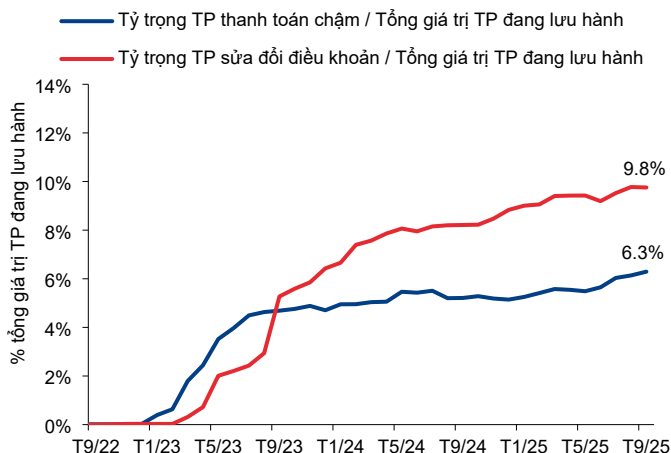
**Biểu đồ 11: Giá trị trái phiếu có vấn đề hàng quý theo ngành**

... trong đó các doanh nghiệp phát triển BĐS chiếm tới 74%



## Biểu đồ 12: Giá trị đang lưu hành của trái phiếu có vấn đề\*

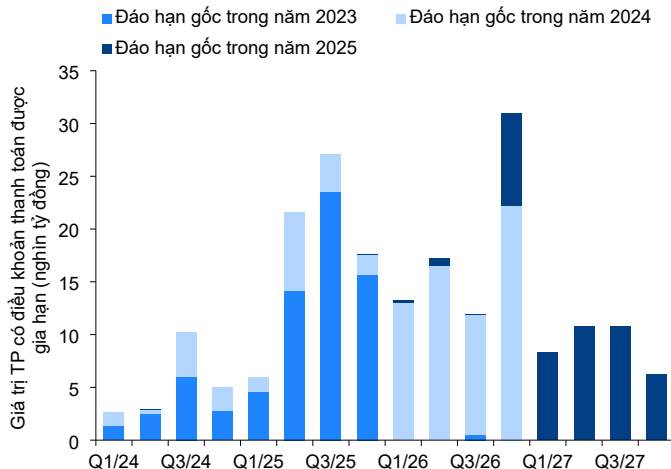
Giá trị trái phiếu có vấn đề chiếm 16,1% tổng số trái phiếu đang lưu hành trong tháng 9



Ghi chú: Trái phiếu có vấn đề = Giá trị còn lại của trái phiếu thanh toán chậm + sửa đổi điều khoản.  
Nguồn: HNX, VBMA, HSC

## Biểu đồ 13: Lịch đáo hạn trái phiếu có điều khoản thanh toán được gia hạn

Khoảng 26% giá trị trái phiếu dự kiến đáo hạn trong năm 2025 đã được gia hạn sang năm 2026-2027



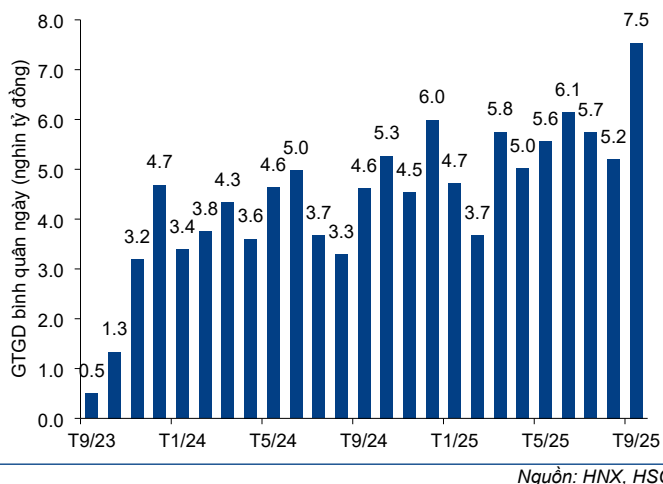
Nguồn: HNX, HSC

## Thanh khoản hàng ngày trên thị trường thứ cấp đạt mức cao kỷ lục

Trong tháng 9, giá trị giao dịch bình quân ngày của trái phiếu phát hành riêng lẻ ghi nhận mức cao kỷ lục sau khi sụt giảm 2 tháng liên tiếp, đạt 7,5 nghìn tỷ đồng (tăng 63% so với cùng kỳ và tăng 45% so với tháng trước), tương đương tổng giá trị giao dịch trong tháng 9 đạt 150,8 nghìn tỷ đồng. Trong tháng, Công ty An Thịnh, Công ty Việt Đức, Công ty BĐS TCO và CTCP Đầu tư Đường Mặt Trời là những tổ chức phát hành có giá trị trái phiếu được giao dịch nhiều nhất trong tháng (Biểu đồ 14-15).

## Biểu đồ 14: GTGD bình quân ngày trên sàn giao dịch TPDN HNX

Trong tháng 9, GTGD bình quân ngày trên thị trường thứ cấp đạt 7,5 nghìn tỷ đồng, tăng 63% so với cùng kỳ & tăng 45% so với tháng trước



Nguồn: HNX, HSC

## Bảng 15: Trái phiếu doanh nghiệp giao dịch nhiều nhất trên sàn HNX trong tháng 9

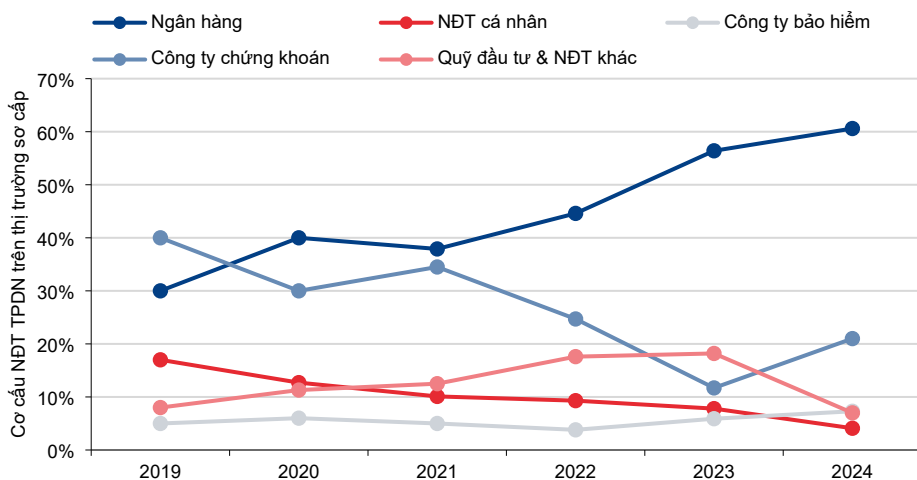
Trái phiếu của Công ty TNHH Dịch Vụ Thương mại An Thịnh và Công ty TNHH Thương mại và Đầu tư Việt Đức có GTGD cao nhất trong tháng 9

| Tổ chức phát hành                          | Mã CK    | Nghành    | GTGD (nghìn tỷ đồng) |
|--------------------------------------------|----------|-----------|----------------------|
| Công ty TNHH Dịch Vụ Thương mại An Thịnh   | ATL12501 | BĐS       | 6.10                 |
| Công ty TNHH Thương mại và Đầu tư Việt Đức | VDI12101 | BĐS       | 3.44                 |
| CTCP Tư vấn và Kinh doanh BĐS TCO          | TOC12502 | BĐS       | 3.40                 |
| CTCP Đầu tư Đường Mặt Trời                 | MTD12501 | BĐS       | 2.30                 |
| OCB                                        | OCB12427 | Ngân hàng | 2.08                 |
| TPB                                        | TPB12447 | Ngân hàng | 2.07                 |
| TCB                                        | TCB12315 | Ngân hàng | 2.07                 |
| SHB                                        | SHB12501 | Ngân hàng | 2.05                 |
| ACB                                        | ACB12502 | Ngân hàng | 2.04                 |
| ABB                                        | ABB12509 | Ngân hàng | 2.03                 |

Nguồn: HNX, HSC

## Phụ lục

Biểu đồ 16: Cơ cấu nhà đầu tư TPDN trên thị trường sơ cấp



Nguồn: MOF, VIS Rating, HSC

Bảng 17: Giá trị đáo hạn cao nhất (tỷ đồng) trong 3 tháng tới (T10/25 – T12/25)

| Tổ chức phát hành                                           | Ngành                        | T10/25 | T11/25 | T12/25 | Tổng  | Xếp hạng |
|-------------------------------------------------------------|------------------------------|--------|--------|--------|-------|----------|
| VHM                                                         | BDS                          | 3,500  | 2,000  | 2,000  | 7,500 | 1        |
| Agribank                                                    | Ngân hàng                    |        |        | 4,350  | 4,350 | 2        |
| CTCP Đầu tư Sun Valley                                      | BDS                          |        |        | 3,560  | 3,560 | 3        |
| BID                                                         | Ngân hàng                    |        |        | 3,455  | 3,455 | 4        |
| CTCP Cung điện Mùa đông                                     | BDS                          |        |        | 3,230  | 3,230 | 5        |
| ACB                                                         | Ngân hàng                    | 2,500  |        |        | 2,500 | 6        |
| CTCP Đầu tư & Phát triển Năng lượng Trung Nam               | Năng lượng                   | 2,230  |        |        | 2,230 | 7        |
| SHB                                                         | Ngân hàng                    |        |        | 2,000  | 2,000 | 8        |
| CTCP Ô tô Trường Hải                                        | Hàng hóa & dịch vụ tiêu dùng |        |        | 2,000  | 2,000 | 9        |
| Tập đoàn Công nghiệp - Than khoáng sản Việt Nam (VINACOMIN) | Vật liệu                     |        |        | 2,000  | 2,000 | 10       |
| HDB                                                         | Ngân hàng                    |        |        | 1,500  | 1,500 | 11       |
| CTCP Đầu tư và Phát triển Newco                             | BDS                          |        |        | 1,500  | 1,500 | 12       |
| LPB                                                         | Ngân hàng                    |        |        | 1,500  | 1,500 | 13       |
| CTCP Tập đoàn Xây dựng SCG                                  | Xây dựng                     |        |        | 1,483  | 1,483 | 14       |
| CTCP Y khoa Hoàn Mỹ                                         | Dược phẩm và y tế            | 1,400  |        |        | 1,400 | 15       |

Nguồn: HNX, HSC

Bảng 18: Trái phiếu doanh nghiệp phát hành mới trong tháng 9

| Ngày phát hành | Tổ chức phát hành                                 | Mã TP    | Ngành       | Phương thức phát hành | Giá trị phát hành (tỷ đồng) | Kỳ hạn (năm) | Lãi suất phát hành (%/năm) |
|----------------|---------------------------------------------------|----------|-------------|-----------------------|-----------------------------|--------------|----------------------------|
| 9/3/2025       | MBB                                               | MBB12524 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 3,000                       | 3            | 5.85                       |
| 9/3/2025       | CTCP Công Nghệ Tài Chính Encapital                | ECF12501 | Sản xuất    | Phát hành riêng lẻ    | 180                         | 3            | 9.50                       |
| 9/4/2025       | HDC                                               | HDC12502 | BDS         | Phát hành riêng lẻ    | 300                         | 3            | 10.50                      |
| 9/5/2025       | TPB                                               | TPB12530 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 100                         | 10           | 6.78                       |
| 9/8/2025       | Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển BDS Trường Minh | TRM32501 | BDS         | Phát hành riêng lẻ    | 2,500                       | 1            | 8.95                       |
| 9/8/2025       | Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển BDS Trường Minh | TRM32502 | BDS         | Phát hành riêng lẻ    | 3,000                       | 1            | 8.95                       |
| 9/8/2025       | TPB                                               | TPB12531 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 50                          | 10           | 7.28                       |
| 9/8/2025       | MBB                                               | MBB12525 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 3,000                       | 3            | 5.60                       |
| 9/9/2025       | CTCP Đầu tư Phát triển BDS Thành Vinh             | TVR32505 | BDS         | Phát hành riêng lẻ    | 610                         | 8            | 9.20                       |
| 9/9/2025       | BMS                                               | BMS12501 | Chứng khoán | Phát hành riêng lẻ    | 200                         | 5            | 8.50                       |
| 9/9/2025       | TPB                                               | TPB12532 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 102                         | 10           | 7.28                       |
| 9/9/2025       | ACB                                               | ACB12517 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 3,000                       | 2            | 5.85                       |
| 9/10/2025      | LPB                                               | LPB12506 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 1,500                       | 3            | 5.90                       |
| 9/10/2025      | BID                                               | BID12538 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 415                         | 7            | 5.68                       |
| 9/12/2025      | CTCP May – Diêm Sài Gòn                           | MSG32504 | BDS         | Phát hành riêng lẻ    | 500                         | 7            | 9.20                       |
| 9/12/2025      | TPB                                               | TPB12533 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 150                         | 10           | 7.28                       |
| 9/15/2025      | TVS                                               | TVS12501 | Chứng khoán | Phát hành riêng lẻ    | 300                         | 2            | 7.50                       |
| 9/15/2025      | BID                                               | BID12539 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 600                         | 15           | 6.26                       |
| 9/15/2025      | VIB                                               | VIB12503 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 2,000                       | 3            | 5.60                       |
| 9/15/2025      | LPB                                               | LPB12507 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 1,000                       | 3            | 5.80                       |
| 9/16/2025      | TPB                                               | TPB12534 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 327                         | 10           | 7.28                       |
| 9/17/2025      | BAB                                               | BAB12507 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 1,000                       | 3            | 5.80                       |
| 9/17/2025      | HDB                                               | HDB12502 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 500                         | 8            | 7.47                       |
| 9/18/2025      | BID                                               | BID12541 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 250                         | 8            | 5.83                       |
| 9/18/2025      | BID                                               | BID12540 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 120                         | 7            | 5.68                       |
| 9/22/2025      | HDB                                               | HDB12503 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 500                         | 8            | 7.47                       |
| 9/24/2025      | VJC                                               | VJC12503 | Vận tải     | Phát hành riêng lẻ    | 1,000                       | 5            | 9.72                       |
| 9/25/2025      | MBS                                               | MBS12501 | Chứng khoán | Phát hành riêng lẻ    | 500                         | 2            | 7.00                       |
| 9/25/2025      | SHB                                               | SHB12505 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 750                         | 7            | 7.65                       |
| 9/26/2025      | VIB                                               | VIB12504 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 2,425                       | 8            | 7.18                       |
| 9/29/2025      | LPB                                               | LPB12508 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 200                         | 8            | 7.18                       |
| 9/29/2025      | VPB                                               | VPB12513 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 2,800                       | 3            | 5.70                       |
| 9/29/2025      | VIC                                               | VIC12509 | Đa ngành    | Phát hành riêng lẻ    | 2,500                       | 2            | 11.00                      |
| 9/30/2025      | TCB                                               | TCB12518 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 2,000                       | 2            | 6.10                       |
| 9/30/2025      | NAB                                               | NAB12505 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 1,600                       | 7            | 6.85                       |
| 9/30/2025      | OCB                                               | OCB12524 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 1,000                       | 2            | 6.00                       |
| 9/30/2025      | OCB                                               | OCB12523 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 1,000                       | 3            | 6.30                       |
| 9/30/2025      | OCB                                               | OCB12522 | Ngân hàng   | Phát hành riêng lẻ    | 1,000                       | 2            | 6.10                       |
| 9/30/2025      | VIC                                               | VIC12510 | Đa ngành    | Phát hành riêng lẻ    | 3,500                       | 2            | 11.00                      |
| 9/30/2025      | CTCP Phát triển KCN & Đô thị Thủ Thừa             | IDT12501 | Xây dựng    | Phát hành riêng lẻ    | 100                         | 2            | 9.00                       |

Ghi chú: Dữ liệu trong báo cáo của chúng tôi được trích xuất từ cổng HNX và VBMA vào ngày 7/10/2025  
 Nguồn: HNX, HSC

Bảng 19: Dữ liệu kinh tế vĩ mô thực tế &amp; dự báo của HSC

|                                                                       | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|-----------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Tỷ giá</b>                                                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Tỷ giá (VND: USD) (cuối năm)                                          | 23,155 | 23,085 | 22,765 | 23,555 | 24,265 | 25,480 | 26,600 | 27,000 | 27,000 |
| Tỷ giá (VND: CNY)                                                     | 3,317  | 3,535  | 3,579  | 3,415  | 3,418  | 3,491  | 3,619  | 3,673  | 3,649  |
| <b>GDP và việc làm</b>                                                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%)                                   | 7.36   | 2.87   | 2.58   | 8.10   | 5.05   | 7.09   | 7.60   | 7.10   | 8.00   |
| GDP (tỷ USD)                                                          | 332    | 346    | 370    | 411    | 433    | 476    | 502    | 530    | 571    |
| GDP bình quân đầu người (USD)                                         | 3,398  | 3,558  | 3,757  | 4,132  | 4,317  | 4,702  | 4,911  | 5,134  | 5,490  |
| Tài khoản vãng lai/GDP (%)                                            | 3.67   | 4.35   | -2.20  | -0.26  | 6.51   | 5.48   | 3.59   | 2.46   | 2.63   |
| Nợ công/GDP (%)                                                       | 42.8   | 43.8   | 44.7   | 37.4   | 36.9   | 37.0   | 36.9   | 37.9   | 39.0   |
| Nợ Chính phủ/GDP (%)                                                  | 37.4   | 38.5   | 39.6   | 34.7   | 33.3   | 33.0   | 33.3   | 34.6   | 36.0   |
| Thâm hụt ngân sách Nhà nước (% GDP)                                   | 2.09   | 2.71   | 2.55   | 3.08   | 2.85   | 3.47   | 3.67   | 4.13   | 4.54   |
| Tổng dư nợ tín dụng / GDP                                             | 106.3  | 115.0  | 124.4  | 125.3  | 132.7  | 135.7  | 143.6  | 152.4  | 158.0  |
| FDI giải ngân / FDI (%)                                               | 6.1    | 5.8    | 5.3    | 5.4    | 5.4    | 5.3    | 5.4    | 5.2    | 5.1    |
| Tỷ lệ thất nghiệp, cuối năm (%)                                       | 2.15   | 2.37   | 3.56   | 2.32   | 2.26   | 2.22   | 2.50   | 2.60   | 2.50   |
| <b>Giá cả</b>                                                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Lạm phát bình quân 12 tháng (% so với cùng kỳ)                        | 2.8    | 3.2    | 1.8    | 3.1    | 3.3    | 3.6    | 3.4    | 3.9    | 4.0    |
| CPI, cuối năm (% so với cùng kỳ)                                      | 5.2    | 0.2    | 1.8    | 4.5    | 3.6    | 2.9    | 3.4    | 4.0    | 4.0    |
| <b>Tiền tệ và lãi suất</b>                                            |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Lãi suất điều hành (%)                                                | 6.00   | 4.00   | 4.00   | 6.00   | 4.50   | 4.50   | 4.50   | 4.50   | 4.50   |
| Lãi suất qua đêm liên ngân hàng (%)                                   | 1.4    | 0.2    | 0.7    | 4.4    | 0.5    | 4.0    | 4.0    | 3.5    | 3.5    |
| Tăng trưởng tín dụng (y/y %)                                          | 13.6   | 12.2   | 13.6   | 14.2   | 13.5   | 15.1   | 18.0   | 16.0   | 14.0   |
| Cung tiền M2 (nghìn tỷ đồng)                                          | 10,574 | 12,111 | 13,402 | 14,227 | 15,999 | 17,915 | 20,781 | 23,898 | 27,005 |
| Cung tiền M2 (% so với cùng kỳ)                                       | 14.8   | 14.5   | 10.7   | 6.2    | 12.5   | 12.0   | 16.0   | 15.0   | 13.0   |
| Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)                                             | 79     | 95     | 107    | 85     | 90     | 81     | 78     | 75     | 85     |
| Lãi suất tiền gửi 12 tháng (%)                                        | 6.8    | 5.6    | 5.5    | 7.4    | 4.8    | 4.6    | 4.6    | 5.0    | 5.5    |
| Trần lãi suất huy động (< 6 tháng, %)                                 | 5.0    | 4.0    | 4.0    | 6.0    | 4.75   | 4.75   | 4.75   | 4.75   | 4.75   |
| Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm (%)                                 | 2.4    | 1.2    | 1.0    | 4.6    | 1.9    | 2.4    | 3.2    | 3.4    | 3.5    |
| Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm (%)                                | 3.2    | 2.0    | 2.9    | 4.8    | 2.2    | 2.8    | 3.8    | 4.0    | 4.1    |
| <b>Thương mại và kinh tế đối ngoại</b>                                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Cán cân thương mại (tỷ USD)                                           | 10.9   | 19.9   | 3.3    | 12.1   | 28.4   | 24.9   | 20.9   | 19.7   | 23.6   |
| Tài khoản vãng lai (tỷ USD)                                           | 12.2   | 15.1   | -8.1   | -1.1   | 28.2   | 26.1   | 18.0   | 13.0   | 15.0   |
| Kim ngạch nhập khẩu (tỷ USD)                                          | 253    | 263    | 333    | 360    | 326    | 381    | 443    | 467    | 502    |
| Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)                                | 6.7    | 3.7    | 26.7   | 8.0    | -9.2   | 16.7   | 16.2   | 5.5    | 7.5    |
| Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)                                          | 264    | 283    | 336    | 372    | 355    | 406    | 464    | 487    | 526    |
| Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)                                | 8.0    | 6.9    | 18.9   | 10.6   | -4.6   | 14.4   | 14.2   | 5.0    | 8.0    |
| Nợ nước ngoài (tỷ USD)                                                | 123    | 129    | 140    | 149    | 142    | 155    | 165    | 174    | 179    |
| Nợ nước ngoài/GDP (%)                                                 | 36.9   | 37.3   | 37.7   | 36.2   | 32.7   | 32.6   | 32.8   | 32.8   | 32.8   |
| Vốn FDI giải ngân (tỷ USD)                                            | 20.4   | 20.0   | 19.7   | 22.4   | 23.2   | 25.4   | 26.9   | 27.7   | 29.3   |
| Vốn FDI cam kết (tỷ USD)                                              | 38.0   | 28.5   | 31.2   | 27.7   | 39.4   | 38.2   | 42.0   | 40.8   | 44.9   |
| <b>Kinh doanh &amp; Tiêu dùng</b>                                     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| PMI ngành sản xuất (cuối năm)                                         | 50.8   | 51.7   | 52.5   | 46.4   | 48.9   | 49.8   | 51.0   | 50.0   | 51.0   |
| Chỉ số sản xuất công nghiệp (% so với cùng kỳ) (cuối năm)             | 6.2    | 9.5    | 8.7    | 0.2    | 5.8    | 8.8    | 8.3    | 7.0    | 7.5    |
| Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo (% so với cùng kỳ) (cuối năm) | 7.0    | 13.1   | 10.9   | 0.6    | 7.6    | 10.2   | 9.0    | 7.5    | 8.5    |
| Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo hàng năm (%)                  | 10.5   | 4.9    | 6.0    | 8.0    | 3.6    | 9.8    | 10.5   | 6.5    | 9.5    |
| Doanh số bán lẻ danh nghĩa hàng năm (%)                               | 11.3   | -0.9   | -9.1   | 19.8   | 9.4    | 9.0    | 10.0   | 11.0   | 12.0   |

Ghi chú: Lạm phát bình quân 12 tháng là lạm phát bình quân trượt 12 tháng của lạm phát tổng thể so với cùng kỳ, sử dụng phép tính trung bình nhân.  

$$\text{Lạm phát trung bình 12 tháng tại thời điểm } t_0 = [(1 + \text{lạm phát y/y tại thời điểm } t-11) \times \dots \times (1 + \text{lạm phát y/y tại thời điểm } t_0)]^{1/12} - 1$$
  
 Nguồn: Bloomberg, GSO, IMF, MoF, WB, HSC

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
 Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB  
 76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM  
 T: (+84 28) 3823 3299  
 F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
 16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
 T: (+84 24) 3933 4693  
 F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)