

Triển vọng thị trường TPDN năm 2026-2027: Bước vào chương phát triển mới

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

- Lợi suất trái phiếu có xu hướng phân hóa theo ngành, với lợi suất bình quân ngành Ngân hàng được dự báo tăng lên lần lượt 6,1%, 6,4% và 6,6% trong giai đoạn 2025-2027 (từ 6% trong năm 2024) chủ yếu do nhu cầu bổ sung vốn cấp 2, trong khi lợi suất ngành BDS nhiều khả năng giảm xuống 9,8% trong năm 2025 (từ 10,8% trong năm 2024) nhờ môi trường lãi suất thuận lợi, sau đó hồi phục lên lần lượt 10,3% và 10,5% trong năm 2026-2027.
- Phát hành TPDN được kỳ vọng bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2026-2027 nhờ nhu cầu tái cấp vốn tăng cao, nhu cầu vốn dài hạn, và khung pháp lý ngày càng hoàn thiện.
- Sức ép đáo hạn hạ nhiệt trong năm nay nhờ gia hạn thanh toán, song rủi ro tái cơ cấu sẽ dịch chuyển sang giai đoạn sau, với giá trị đáo hạn tăng trưởng lần lượt 24% và 44% trong năm 2026-2027.
- Khuôn khổ pháp lý toàn diện & thực tế hơn được kỳ vọng sẽ nâng cao chất lượng thị trường & khôi phục niềm tin NĐT thông qua sự minh bạch & thận trọng.

Chi phí huy động tăng lên báo hiệu mặt bằng lợi suất phát hành cao hơn

Lợi suất phát hành TPDN được dự báo sẽ tăng dần trong 2 năm tới, phản ánh xu hướng tăng của lãi suất tiền gửi & chi phí huy động. Lợi suất phát hành của ngành Ngân hàng được dự báo sẽ tăng lên lần lượt 6,1%, 6,4% và 6,6% tại thời điểm cuối năm 2025, 2026 và 2027 so với 6% tại thời điểm cuối năm 2024, do đẩy mạnh phát hành các công cụ kỳ hạn dài hơn để tăng cường vốn cấp 2 theo Basel II-III. Tuy nhiên, lợi suất vẫn sẽ thấp hơn mức đỉnh vào năm 2023 (6,9%). Các doanh nghiệp BDS có thể được hưởng lợi nhờ chi phí vay thấp trong ngắn hạn, hành lang pháp lý hỗ trợ và chất lượng tín dụng cải thiện, với lợi suất giảm xuống 9,8% trong năm 2025 (so với 10,8% vào năm 2024), trước khi phục hồi lên 10,3%-10,5% trong giai đoạn đáo hạn cao điểm 2026-2027. Hoạt động phát hành TPDN được dự báo sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2026-2027 nhờ nhu cầu tái cấp vốn, nhu cầu vốn dài hạn & khuôn khổ pháp lý ngày càng phát triển.

Sức ép đáo hạn được dự báo sẽ tăng mạnh, bất chấp giai đoạn hạ nhiệt tạm thời

Sức ép đáo hạn ngắn hạn đã hạ nhiệt nhờ các doanh nghiệp chủ động gia hạn và tái cấu trúc nợ theo Nghị định 08/2023. Kể từ đầu năm, 26% trái phiếu đáo hạn gốc trong năm 2025 đã được gia hạn sang năm 2026-2027, và giá trị đáo hạn trong 2 tháng cuối năm đã giảm 35% so với cùng kỳ xuống 40,2 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, sự cải thiện này chỉ mang tính tạm thời khi nhu cầu tái cấp vốn trung hạn sẽ tăng mạnh: tổng trái phiếu đáo hạn dự kiến tăng mạnh lần lượt 24% và 44% trong năm 2026 và 2027. Sức ép đáo hạn của các doanh nghiệp BDS ước tính tăng trưởng mạnh lần lượt 48% và 33% trong năm 2026 và 2027, trong khi giá trị đáo hạn của ngành Ngân hàng được dự báo sẽ tiếp tục ổn định trong năm 2026 trước khi tăng trưởng gấp đôi trong năm 2027. Khi thời hạn gia hạn tối đa theo Nghị định 08/2023 chấm dứt, quản trị thanh khoản chủ động và chuẩn bị sẵn chiến lược tái cấp vốn sẽ trở thành yếu tố then chốt đối với nhà phát hành trước chu kỳ đáo hạn đạt đỉnh vào năm 2027.

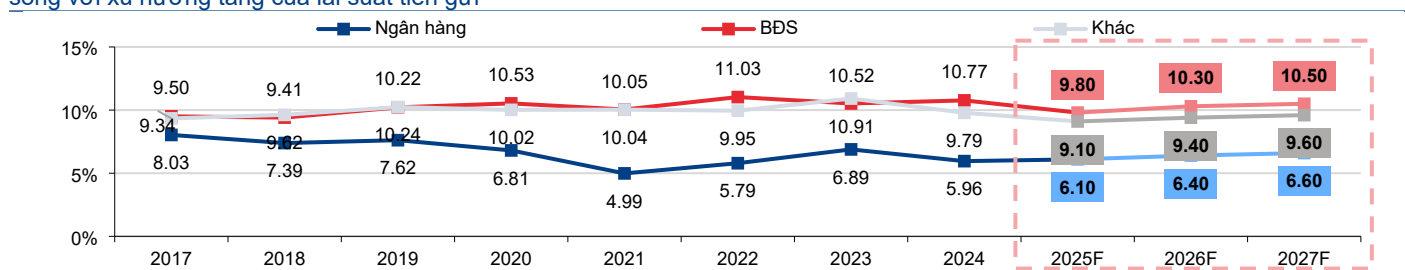
Cải cách pháp lý tạo nền tảng cho tăng trưởng bền vững

Những cải cách pháp lý được ban hành trong năm 2025 ([bộ Luật số 56/2024/QH15 sửa đổi Luật Chứng khoán năm 2019 và các luật liên quan khác](#), [bộ Luật số 76/2025/QH15 sửa đổi Luật Doanh nghiệp](#) và [Nghị định 245/2025/NĐ-CP](#)) đã tăng cường tính kỷ luật và minh bạch của thị trường. Các yêu cầu mới như xếp hạng tín nhiệm bắt buộc theo lộ trình, nâng cao yêu cầu công bố thông tin và các khuôn khổ tái cấu trúc nợ chủ động nhằm xây dựng một hệ sinh thái TPDN an toàn và chuyên nghiệp hơn. Những cải cách này khuyến khích phát hành trái phiếu ra công chúng (tăng 43% so với cùng kỳ trong 10 tháng đầu năm 2025), từng bước đa dạng hóa cơ sở nhà đầu tư ngoài các tổ chức tín dụng, và được kỳ vọng sẽ nâng cao sự ổn định của thị trường, khôi phục niềm tin của nhà đầu tư và hỗ trợ tăng trưởng bền vững trong giai đoạn 2025-2027.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 21/11.

Biểu đồ 1: Dự báo lãi suất phát hành trái phiếu doanh nghiệp

Lãi suất phát hành TPDN bình quân được kỳ vọng sẽ hạ nhiệt trong năm 2025 trước khi hồi phục trở lại trong năm 2026-27, song song với xu hướng tăng của lãi suất tiền gửi



Nguồn: HNX, HSC

Từ ảm đạm đến khởi sắc: Thị trường TPDN định hình lại nhịp vận động

Thị trường TPDN hiện đang trong giai đoạn phục hồi, dần khôi phục niềm tin và sự ổn định sau giai đoạn khủng hoảng trước đó. Phát hành 10 tháng đầu năm 2025 đạt 495 nghìn tỷ đồng, tăng 40% so với cùng kỳ, chủ yếu được thúc đẩy bởi ngành Ngân hàng (chiếm 69% tổng giá trị phát hành) và sự hồi phục của lĩnh vực bất động sản, dẫn đầu là các doanh nghiệp liên quan đến Vin và Masterise. Lợi suất phát hành được dự báo sẽ tăng nhẹ trong năm 2026-2027, phù hợp với xu hướng tăng của lãi suất tiền gửi. Sức ép đáo hạn ngắn hạn đã được xoa dịu nhờ các đợt gia hạn nợ chủ động theo Nghị định 08/2023, nhưng đồng thời đẩy áp lực đáo hạn sang năm 2026-2027. Các cải cách quy định, bao gồm xếp hạng tín nhiệm và tăng cường công bố thông tin, đã giúp củng cố kỷ luật thị trường và niềm tin NĐT. Năm 2026-2027 được kỳ vọng sẽ mở ra một giai đoạn tăng trưởng đột phá với hoạt động phát hành mạnh mẽ, phát triển bền vững và thị trường vững chắc.

Sau khủng hoảng: Thị trường TPDN Việt Nam tái thiết với chuẩn mực cao & nền tảng vững chắc hơn

Ba năm trước, thị trường TPDN Việt Nam đã bước vào một trong những giai đoạn biến động nhất trong lịch sử. Sau vài năm tăng trưởng nóng và dòng tiền sôi động, sự cố Vạn Thịnh Phát cùng các cuộc thanh tra diện rộng đã kéo thị trường vào chu kỳ điều chỉnh sâu nhất kể từ khi hình thành. Niềm tin của NĐT đã suy giảm nghiêm trọng, thanh khoản đóng băng, thị trường trải qua một đợt điều chỉnh sâu, và một câu hỏi then chốt đã xuất hiện: Liệu thị trường có thể phục hồi sau cú sốc này không?

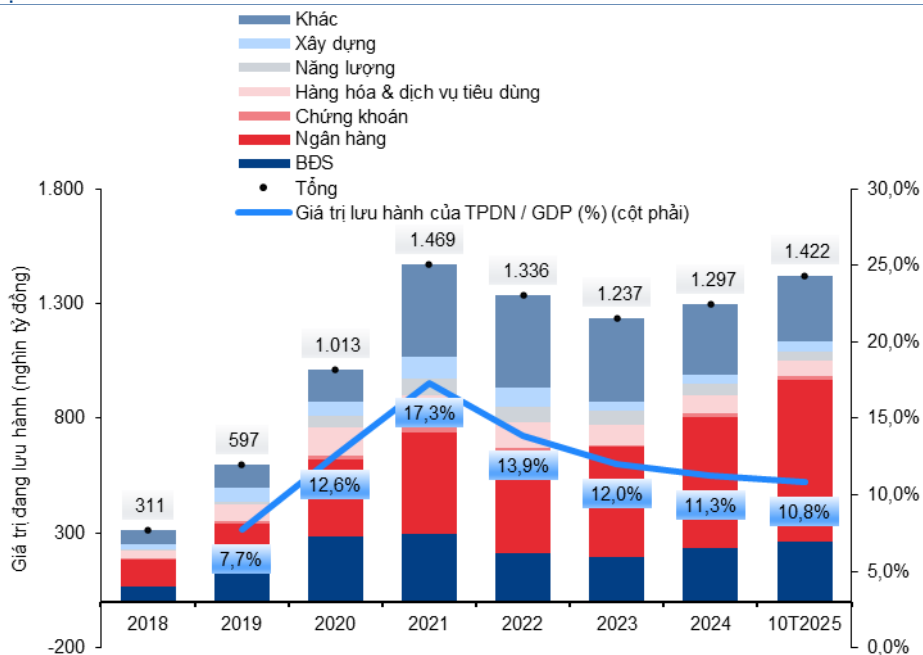
Tính đến hiện tại, sau một đợt điều chỉnh sâu và niềm tin dần khôi phục sau một thời gian dài, thị trường TPDN Việt Nam đang chuyển sang một chu kỳ tái thiết với nền tảng vững chắc hơn. Kỷ nguyên tăng trưởng được thúc đẩy bởi dòng vốn đầu cơ đã nhường chỗ cho xu hướng thận trọng nhưng bền vững hơn, đi kèm sự cải thiện về chất lượng tín dụng, tiêu chuẩn phát hành chặt chẽ và khuôn khổ quản trị rủi ro vững chắc.

Trong 10 tháng đầu năm 2025, quy mô thị trường ước tính đạt 1.422 nghìn tỷ đồng, tăng 9,7% so với đầu năm và tăng 10% so với cùng kỳ, tương đương 10,8% GDP ước tính năm 2025 (Biểu đồ 2 và 3). Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ ngành Ngân hàng, trong bối cảnh yêu cầu về vốn theo quy định gia tăng cùng lộ trình triển khai Basel II và chuyển đổi sang Basel III. Trong khi đó, áp lực đáo hạn đã giảm đáng kể, nhờ các cơ chế tái cấu trúc linh hoạt theo [Nghị định 08/2023](#) cho phép gia hạn và điều chỉnh cấu trúc nợ.

Đáng chú ý, quy mô thị trường hiện đã tiến sát mức đỉnh lịch sử vào năm 2021 (1.469 nghìn tỷ đồng), năm cuối cùng trước khi thắt chặt quy định và sự cố Vạn Thịnh Phát gây gián đoạn thị trường. Tuy nhiên, quy mô này vẫn còn thấp hơn mục tiêu 20% GDP đề ra cho năm 2025, điều này cho thấy nhu cầu tiếp tục tăng trưởng và phát triển cấu trúc. HSC dự báo thị trường TPDN sẽ tiếp tục đà phục hồi trong phần còn lại của năm, có khả năng vượt đỉnh năm 2021 và bước vào giai đoạn phát triển bền vững mới trong năm 2026-2027.

Biểu đồ 2: Giá trị trái phiếu doanh nghiệp lưu hành hàng năm

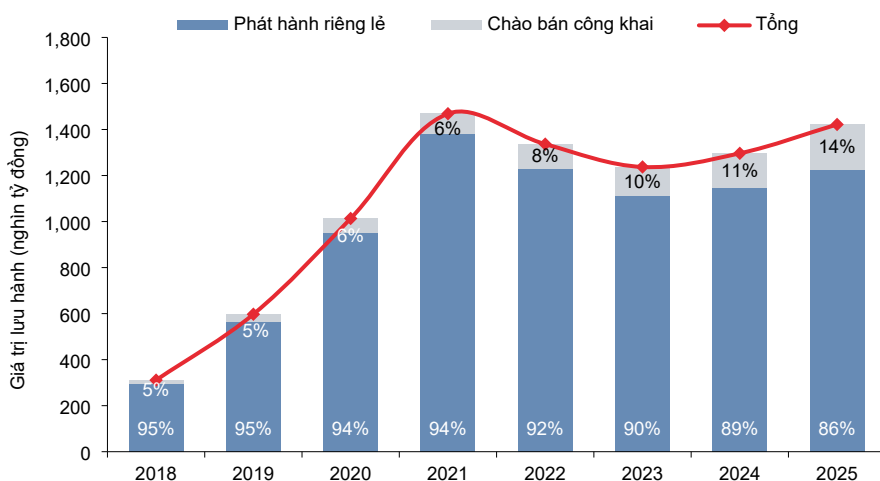
Quy mô thị trường hiện đã gần chạm mức đỉnh lịch sử năm 2021, nhưng vẫn thấp hơn mục tiêu 20% GDP vào năm 2025



Nguồn: HNX, VBMA, HSC

Biểu đồ 3: Giá trị TPDN lưu hành hàng năm, phát hành riêng lẻ so với chào bán công khai

Phát hành riêng lẻ chiếm tỷ trọng chủ yếu trong tổng giá trị trái phiếu lưu hành, trong khi trái phiếu doanh nghiệp phát hành ra công chúng chiếm 14% tổng giá trị và đang có xu hướng tăng



Nguồn: HNX, VBMA, HSC

Bảng 4: Tóm tắt những thay đổi pháp lý liên quan đến thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam trong năm 2025

Ba thay đổi quy định này siết chặt yêu cầu phát hành, tăng cường tiêu chuẩn xếp hạng tín nhiệm và nâng cao điều kiện đối với nhà đầu tư, qua đó góp phần thúc đẩy một thị trường trái phiếu doanh nghiệp minh bạch và bền vững hơn tại Việt Nam

Nội dung điều chỉnh/ bổ sung mới	Quy định	Nội dung	Ngày hiệu lực	Tác động thị trường
Giới hạn đối với NĐT chuyên nghiệp cá nhân tham gia vào thị trường TPDN riêng lẻ	Luật 56/2024/QH15 sửa đổi, bổ sung Luật Chứng Khoán 2019 và 8 luật khác	NĐT cá nhân chuyên nghiệp chỉ được tham gia mua, giao dịch hoặc chuyển nhượng TPDN riêng lẻ có xếp hạng tín nhiệm và được bảo đảm bằng tài sản hoặc được bảo lãnh cả gốc & lãi.	1/1/2026	Hạn chế quyền tiếp cận của NĐT cá nhân đối với TPDN không đạt chuẩn; nâng cao vai trò của NĐT tổ chức nhưng đồng thời giảm đáng kể NĐT chuyên nghiệp cá nhân trên thị trường TPDN riêng lẻ; thúc đẩy phát triển dịch vụ xếp hạng tín nhiệm và bảo lãnh; góp phần khôi phục niềm tin của thị trường.
Điều kiện tài chính của các doanh nghiệp phát hành riêng lẻ	Luật số 76/2025/QH15 sửa đổi Luật Doanh Nghiệp	Phát hành trái phiếu riêng lẻ phải đáp ứng điều kiện có nợ phải trả (gồm cả trái phiếu dự kiến phát hành), không vượt quá 5 lần vốn CSH. Các trường hợp miễn trừ áp dụng cho doanh nghiệp nhà nước, trái phiếu phát hành cho các dự án BDS, tổ chức tín dụng, công ty bảo hiểm/tái bảo hiểm, công ty môi giới bảo hiểm, công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ theo quy định của pháp luật liên quan.	1/7/2025	Kiểm soát mức độ đòn bẩy của đơn vị phát hành, sàng lọc các đơn vị phát hành yếu, nâng cao chất lượng doanh nghiệp phát hành và thị trường trái phiếu
Xếp hạng tín nhiệm bắt buộc đối với phát hành trái phiếu ra công chúng	Nghị định 245/2025/NĐ-CP	Tổ chức phát hành hoặc trái phiếu đăng ký chào bán công khai phải có xếp hạng tín nhiệm. Ngoại lệ: trái phiếu phát hành của tổ chức tín dụng hoặc trái phiếu được tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, tổ chức tài chính ở nước ngoài, tổ chức tài chính quốc tế bảo lãnh thanh toán toàn bộ gốc và lãi trái phiếu. Tổ chức xếp hạng tín nhiệm không phải là người có liên quan của tổ chức phát hành.	11/9/2025	Siết điều kiện phát hành trái phiếu đại chúng, giúp định lượng rủi ro tín dụng minh bạch hơn, loại bỏ các tổ chức phát hành yếu kém và nâng cao tính minh bạch của thị trường.
Ngưỡng đòn bẩy tài chính cho tổ chức phát hành	Nghị định 245/2025/NĐ-CP	Tổng nợ phải trả, bao gồm cả số tiền thu được từ phát hành trái phiếu, không vượt quá 5 lần vốn CSH. Các trường hợp miễn trừ áp dụng cho doanh nghiệp nhà nước, doanh nghiệp phát triển BDS, tổ chức tín dụng, công ty bảo hiểm, công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ.	11/9/2025	Điều chỉnh giới hạn đòn bẩy trên cả thị trường trái phiếu phát hành đại chúng và riêng lẻ; nâng cao kỷ luật tín dụng, loại bỏ các tổ chức phát hành yếu kém và nâng cao tính minh bạch của thị trường.
Cải tiến quy trình hành chính	Nghị định 245/2025/NĐ-CP	- Quy trình phê duyệt phát hành của các tổ chức tín dụng được đơn giản hóa thông qua việc bãi bỏ yêu cầu phải có văn bản chấp thuận của NHNN. - Thời gian từ khi được cơ quan quản lý chấp thuận đến khi giao dịch trên thị trường được rút ngắn từ 90 ngày xuống 30 ngày.	11/9/2025	Đơn giản hóa các thủ tục hành chính để đẩy nhanh tiến độ phát hành, tăng cường hiệu quả hoạt động và nâng cao thanh khoản thị trường.

Nguồn: Luật 56/2024/QH15, Luật 76/2025/QH15, Nghị định 245/2025/NĐ-CP, HSC

Cải cách khung pháp lý tiếp tục đóng vai trò then chốt. Năm 2025 chứng kiến sự ra đời của ba văn bản quan trọng gồm: [Bộ Luật số 56/2024/QH15 sửa đổi Luật Chứng khoán năm 2019 và các luật liên quan](#), [bộ Luật số 76/2025/QH15 sửa đổi Luật Doanh nghiệp](#), và gần đây nhất [Nghị định 245/2025/NĐ-CP](#) (Bảng 4). Nhìn chung, những chính sách này nhằm thể chế hóa các tiêu chuẩn phát hành, triển khai xếp hạng tín nhiệm bắt buộc theo lộ trình, tăng cường tính minh bạch và kỷ luật thị trường, khẳng định cam kết của Chính phủ trong việc phát triển một hệ sinh thái TPDN an toàn, chuyên nghiệp, và đủ năng lực hỗ trợ huy động vốn dài hạn cho nền kinh tế.

Cơ cấu thị trường, phát hành riêng lẻ tiếp tục chiếm ưu thế, chiếm 86% giá trị trái phiếu đang lưu hành, trong khi phát hành đại chúng, mặc dù vẫn khiêm tốn ở mức 14% (so với 11% vào cuối năm 2024), đã tăng trưởng đáng kể 31% đạt 196,7 nghìn tỷ đồng, phản ánh sự chuyển dịch dần sang các kênh huy động vốn minh bạch hơn với cơ sở nhà đầu tư đa dạng hơn. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động phát hành công chúng sẽ tiếp tục thu hút NĐT trong những năm tới nhờ khuôn khổ pháp lý mới hoàn thiện hơn và các thủ tục hành chính được tinh giản, từ đó cải thiện môi trường cho các tổ chức phát hành mở rộng quy mô huy động vốn thông qua thị trường đại chúng (Biểu đồ 3).

Trong khi đó, diễn biến giữa các nhóm ngành vẫn chưa đồng đều. Ngành Ngân hàng vẫn giữ vị trí dẫn đầu, chiếm 49,4% tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành, tiếp theo là ngành BĐS với 18,5%, đã cho thấy những dấu hiệu ổn định ban đầu sau khi sụt giảm mạnh. Ngược lại, hoạt động phát hành của các doanh nghiệp ngoài ngành ngân hàng (trừ BĐS) vẫn ảm đạm, phản ánh tâm lý thận trọng của NĐT và sự phục hồi chưa đồng đều giữa các ngành.

Cơ cấu NĐT cũng tập trung lớn vào các tổ chức tín dụng, nắm giữ khoảng 60% tổng số trái phiếu đang lưu hành. Các công ty chứng khoán chiếm 16,9%, trong khi các công ty bảo hiểm (7,1%) và quỹ đầu tư (1,2%) chỉ đóng vai trò nhỏ. Điều này cho thấy nhu cầu mở rộng cơ sở NĐT tổ chức dài hạn để đảm bảo chiều sâu và sự ổn định của thị trường (Mời xem Biểu đồ 24 trong phần Phụ lục).

Phát hành duy trì đà tích cực nhờ lực đỡ từ Ngân hàng & sự hồi phục của ngành BĐS

Tháng 10 đánh dấu bước ngoặt quan trọng đối với hoạt động phát hành TPDN, tăng tốc mạnh mẽ sau khi chững lại trong Q3. Tổng giá trị phát hành đạt 69,8 nghìn tỷ đồng, mức cao nhất trong 3 tháng qua, nâng tổng giá trị phát hành lũy kế 10 tháng đầu năm 2025 lên 495 nghìn tỷ đồng, tăng 40% so với cùng kỳ (Biểu đồ 5). (Mời xem Biểu đồ 31 và 32 trong phần Phụ lục).

Một diễn biến đáng chú ý là sự trở lại của hoạt động phát hành trái phiếu đại chúng sau giai đoạn tạm lắng trong tháng trước. Tháng 10 có 4 đợt phát hành đại chúng từ LPB, VAB và DNSE. LPB dẫn đầu với 2 đợt phát hành tổng cộng 1 nghìn tỷ đồng với lợi suất 7-7,2% và kỳ hạn 7-10 năm, nhằm tăng cường nguồn vốn cấp 2. VAB đã phát hành 299 tỷ đồng (kỳ hạn 7 năm, lợi suất 7,6%), trong khi DNSE huy động 1 nghìn tỷ đồng với kỳ hạn 2 năm và lợi suất 8,3%.

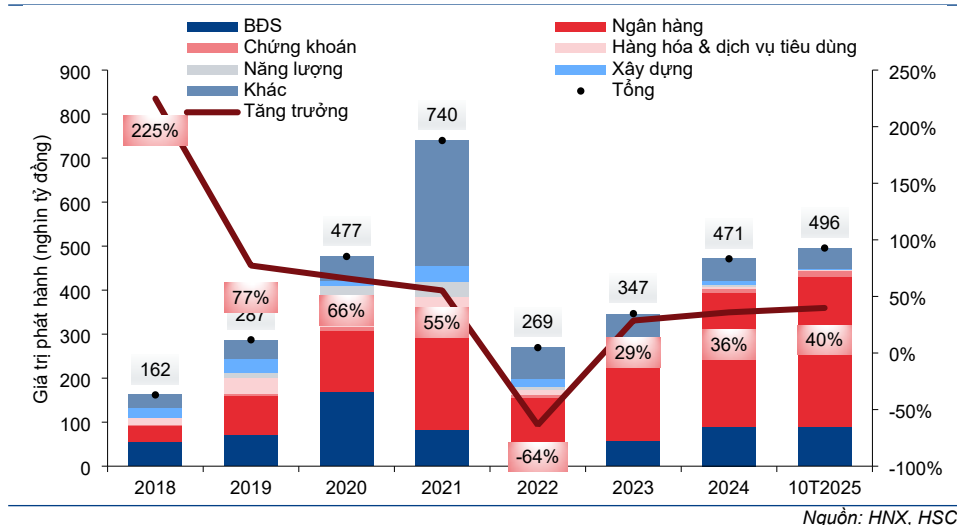
Ngành Ngân hàng tiếp tục dẫn đầu tăng trưởng. Tính riêng tháng 10, các NHTM đã huy động 33,7 nghìn tỷ đồng, tăng 45% so với cùng kỳ, nâng tổng giá trị phát hành 10 tháng đầu năm 2025 lên gần 340 nghìn tỷ đồng (tăng 35% so với cùng kỳ và chiếm 69% tổng giá trị phát hành). LPB vẫn là ngân hàng dẫn đầu phát hành trái phiếu với 10,4 nghìn tỷ đồng trên cả hai kênh, tiếp theo là TCB với 5 nghìn tỷ đồng (6,1%, kỳ hạn 2-3 năm) và VIB với 4,6 nghìn tỷ đồng (6-7,2%, kỳ hạn 3-8 năm). Các ngân hàng phát hành trái phiếu nhiều nhất trong 10 tháng đầu năm 2025 bao gồm: BID (22,3 nghìn tỷ đồng), LPB (20,6 nghìn tỷ đồng), CTG (16,4 nghìn tỷ đồng) và TPB (14 nghìn tỷ đồng).

Đà tăng tốc phát hành trái phiếu doanh nghiệp từ khối ngân hàng phù hợp với kỳ vọng tăng trưởng tín dụng 16% trong năm nay. Trong bối cảnh lãi suất tiền gửi duy trì ở mức thấp, trái phiếu doanh nghiệp trở thành công cụ huy động vốn dài hạn hiệu quả, giúp ngân hàng tăng cường tỷ lệ an toàn vốn (CAR) và thu hẹp chênh lệch kỳ hạn giữa nguồn vốn ngắn hạn và cho vay trung-dài hạn.

Diễn biến bất ngờ nhất trong tháng 10 có lẽ đến từ ngành BĐS, huy động được gần 33 nghìn tỷ đồng, tăng gấp 5 lần so với cùng kỳ, đánh dấu mức phát hành theo tháng cao nhất của ngành trong năm nay. Trong 10 tháng đầu năm 2025, các doanh nghiệp BĐS đã phát hành 49,4 nghìn tỷ đồng (tăng 82% so với cùng kỳ), chiếm 18% tổng giá trị phát hành. Các thương vụ chính trong tháng bao gồm: T&T ([chủ đầu tư chính thức của Vinhomes Global Gate Cổ Loa](#)) với giá trị 8,1 nghìn tỷ đồng (kỳ hạn 1-3 năm, lợi suất 8,95-9,45%), Hưng Phát Invest Hà Nội với giá trị 7,7 nghìn tỷ đồng (kỳ hạn 1 năm, 9%) và Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển BĐS Trường Minh (trước đây trực thuộc VHM) với giá trị 4,5 nghìn tỷ đồng (kỳ hạn 3 năm, 9,8%). Kể từ đầu năm, các doanh nghiệp BĐS phát hành hàng đầu bao gồm các công ty liên quan đến Vin và Masterise: VHM (15 nghìn tỷ đồng), Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển BĐS Trường Minh (10 nghìn tỷ đồng), T&T (8 nghìn tỷ đồng) và BĐS TCO (liên quan đến Masterise) (8 nghìn tỷ đồng).

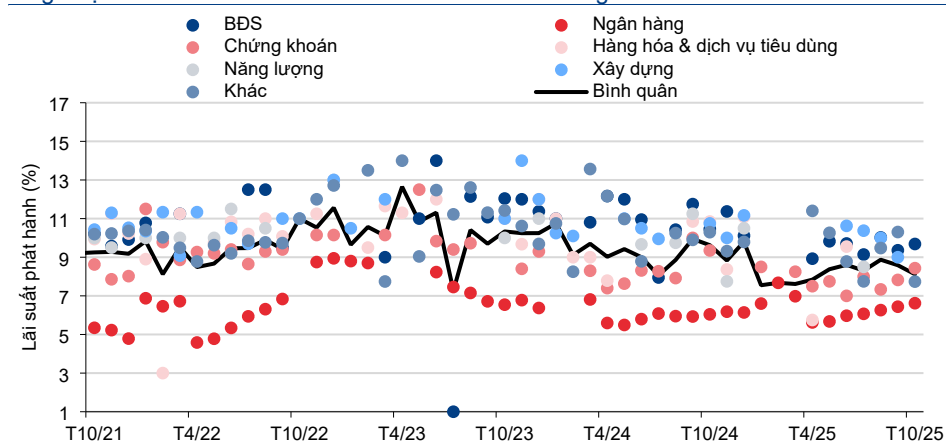
Biểu đồ 5: Giá trị phát hành TPDN hàng năm theo ngành

Giá trị phát hành mới trong 10 tháng đầu năm 2025 đã vượt tổng giá trị phát hành trong cả năm 2024



Biểu đồ 6: Lãi suất phát hành bình quân hàng tháng theo ngành

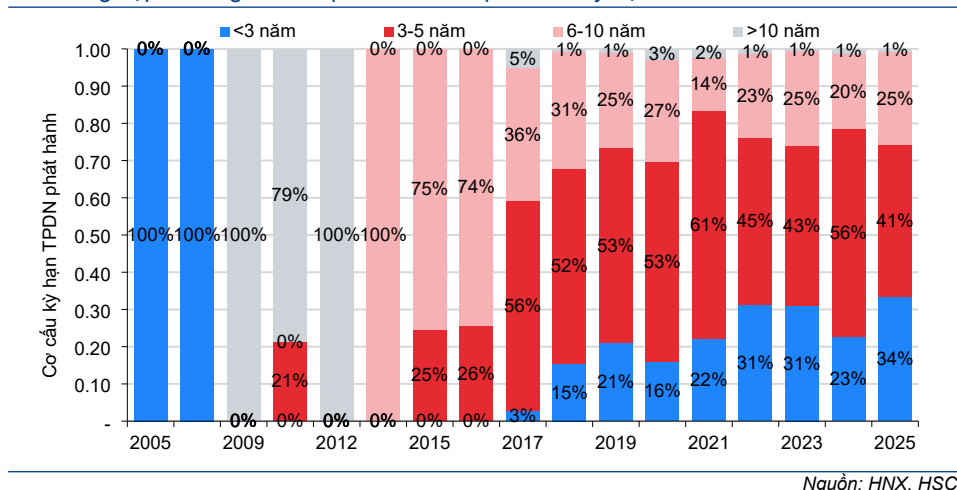
Trong tháng 10, lãi suất phát hành bình quân giảm đơn của nhóm ngành ngân hàng & BDS tăng nhẹ 18 điểm cơ bản & 33 điểm cơ bản so với tháng trước



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

Biểu đồ 7: Cơ cấu kỳ hạn TPDN phát hành mới hàng năm

Doanh nghiệp thường ưu tiên phát hành trái phiếu có kỳ hạn 3-5 năm



Lợi suất phát hành TPDN bình quân ở hầu hết các ngành trong tháng 10 đều tăng nhẹ. Lợi suất phát hành trung bình của ngành BĐS tăng 33 điểm cơ bản so với tháng trước lên 9,69%, trong đó Khải Hoàn Land phát hành trái phiếu có lợi suất cao nhất trong năm ở mức 13,5%, tiếp theo là Công ty Đầu tư Xây dựng Thái Sơn (12,5%). Lợi suất phát hành ngành Ngân hàng cũng tăng nhẹ trung bình 18 điểm cơ bản so với tháng trước lên 6,62%, trong đó SHB phát hành với lợi suất 7,65% và VAB ở mức 7,6% (Biểu đồ 6).

Cơ cấu theo kỳ hạn, thị trường tập trung ở kỳ hạn 3-5 năm, tiếp theo là kỳ hạn ngắn hơn dưới 3 năm. Các doanh nghiệp BĐS và chứng khoán ưa chuộng kỳ hạn ngắn dưới 5 năm để duy trì sự linh hoạt về dòng tiền, trong khi ngành Ngân hàng có kỳ hạn đa dạng hơn với tỷ trọng đáng kể ở kỳ hạn trên 5 năm để hỗ trợ nguồn vốn cấp 2, cùng với các kỳ hạn 2-3 năm để tối ưu hóa cơ cấu vốn (Biểu đồ 7).

Triển vọng phát hành TPDN năm 2026-2027

Sau giai đoạn phục hồi rõ nét trong năm 2025, hoạt động phát hành TPDN được kỳ vọng sẽ bước vào chu kỳ tăng trưởng mạnh mẽ hơn trong năm 2026-2027. Các động lực chính bao gồm: (1) nhu cầu tái cấp vốn đáng kể khi lượng lớn trái phiếu đáo hạn thời gian tới, (2) nhu cầu vốn dài hạn của các ngân hàng để đáp ứng chuẩn Basel II-III, (3) khuôn khổ pháp lý ngày càng hoàn thiện, nâng cao minh bạch, tiêu chuẩn xếp hạng tín nhiệm và phát hành đại chúng và (4) tiến triển trong việc tháo gỡ pháp lý dự án bất động sản, giúp gia tăng nguồn cung tài sản đủ điều kiện đầu tư và hỗ trợ hoạt động phát hành của nhóm này.

Cụ thể, theo [Nghị định 65/2022](#), trái phiếu phát hành trước khi nghị định có hiệu lực (ngày 16/9/2022) và vẫn đang lưu hành sẽ không được phép gia hạn kỳ hạn. Tuy nhiên, [Nghị định 08/2023](#) đã nới lỏng quy định này, cho phép gia hạn trái phiếu đủ điều kiện thêm tối đa 2 năm so với kỳ hạn ban đầu đã công bố cho NĐT. Dựa trên số liệu của chúng tôi, tất cả các trái phiếu đã được gia hạn cho đến nay đều được phát hành trước ngày 16/9/2022 và đủ điều kiện theo Nghị định 08/2023.

Tuy nhiên, áp lực đáo hạn sẽ đạt đỉnh vào năm 2026-2027, khi thời hạn gia hạn tối đa kết thúc, buộc các tổ chức phát hành phải thanh toán, mua lại hoặc tái cấp vốn trái phiếu. Do đó, chúng tôi dự báo tổng giá trị phát hành sẽ duy trì mức tăng trưởng hai chữ số ổn định trong hai năm tới, phù hợp với chu kỳ tái cấp vốn, trước khi trở nên chọn lọc hơn, tập trung vào các tổ chức phát hành có hồ sơ tín dụng tốt và chiến lược vốn dài hạn.

Về cơ cấu phát hành, phát hành riêng lẻ sẽ tiếp tục áp đảo, trong khi tỷ trọng phát hành đại chúng nhiều khả năng sẽ tăng dần (Biểu đồ 3) khi các thủ tục pháp lý được tinh gọn, tăng cường minh bạch và sự mở rộng của cơ sở nhà đầu tư.

Các tổ chức phát hành có tình hình tín dụng tốt, đặc biệt là các NHTM và doanh nghiệp BĐS quy mô lớn, nhiều khả năng tiếp tục dẫn dắt nguồn cung nhờ khả năng tiếp cận vốn thuận lợi và chi phí phát hành cạnh tranh. Chúng tôi cũng kỳ vọng các tổ chức phát hành ngoài ngành Ngân hàng và BĐS sẽ tích cực tham gia khi thị trường trở nên minh bạch hơn, cùng những hỗ trợ pháp lý khuyến khích chuyển dịch từ vay ngân hàng sang huy động trái phiếu nhằm đa dạng hóa nguồn vốn dài hạn.

Tổng thể, thị trường TPDN đang chuyển từ giai đoạn phục hồi sang tăng trưởng bền vững với cơ cấu phát hành minh bạch hơn, chi phí vốn phản ánh rủi ro tốt hơn, đồng thời tiến tới các chuẩn mực phát hành theo thông lệ quốc tế.

Triển vọng lợi suất TPDN giai đoạn 2025-2027: Chi phí vốn tăng báo hiệu mặt bằng lợi suất phát hành cao hơn

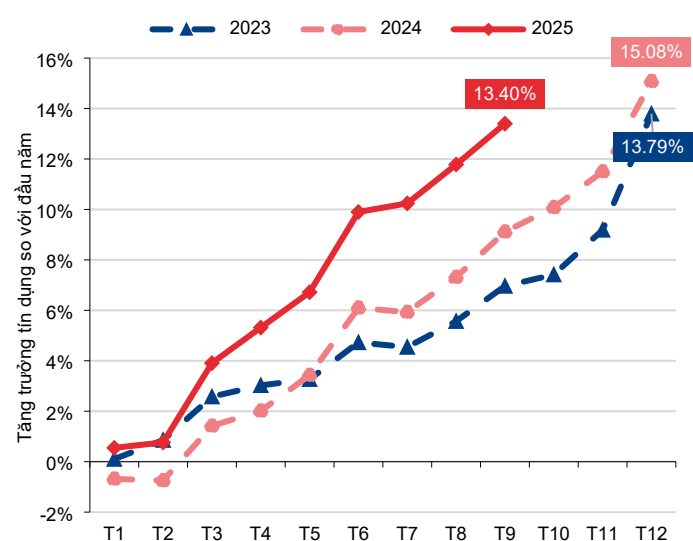
Thị trường TPDN Việt Nam được kỳ vọng sẽ phục hồi rõ nét hơn trong năm tới khi các cải cách pháp lý gần đây bắt đầu phát huy hiệu quả. Trong bối cảnh [Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng GDP đạt 8,3-8,5% trong năm nay](#), tăng trưởng tín dụng tiếp tục là công cụ chính sách quan trọng để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Tính đến cuối tháng 10, tăng trưởng tín dụng đạt 13,4% so với đầu năm, cho thấy nhu cầu vốn mạnh mẽ trên toàn nền kinh tế. Tuy nhiên, tăng trưởng huy động vốn lại chậm hơn đáng kể, khiến tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) tăng lên mức kỷ lục 109%, cho thấy tình hình thanh khoản ngày càng thắt chặt (Biểu đồ 8-9).

Đồng thời, chi phí huy động thực tế và lãi suất LNH đã bắt đầu tăng nhẹ, trong khi NHNN liên tục bơm thanh khoản thông qua thị trường OMO, cả hai đều cho thấy hệ thống đang bước vào giai đoạn điều kiện thanh khoản thắt chặt hơn. Ngoài ra, biến động tỷ giá gần đây cũng gia tăng sức ép, qua đó củng cố xu hướng tăng của chi phí huy động trong nước. Trên thực tế, lãi suất huy động của các NHTM tư nhân đã tăng lên kể từ tháng 10, nhằm hỗ trợ nhu cầu cho vay và quản lý rủi ro thanh khoản. Ngược lại, lãi suất huy động tại các NHTM có vốn nhà nước nhìn chung vẫn theo sát hướng dẫn của NHNN (Biểu đồ 10-11).

Từ đó, chúng tôi tin rằng chi phí huy động toàn hệ thống đã bước vào giai đoạn đầu của xu hướng tăng, và xu hướng này sẽ dần phản ánh vào mặt bằng lợi suất phát hành trái phiếu. Tuy nhiên, lợi suất phát hành TPDN trung bình trong năm 2025 được dự báo vẫn sẽ thấp hơn năm 2024 nhờ chính sách nới lỏng tiền tệ hiện tại (Biểu đồ 1).

Biểu đồ 8: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm

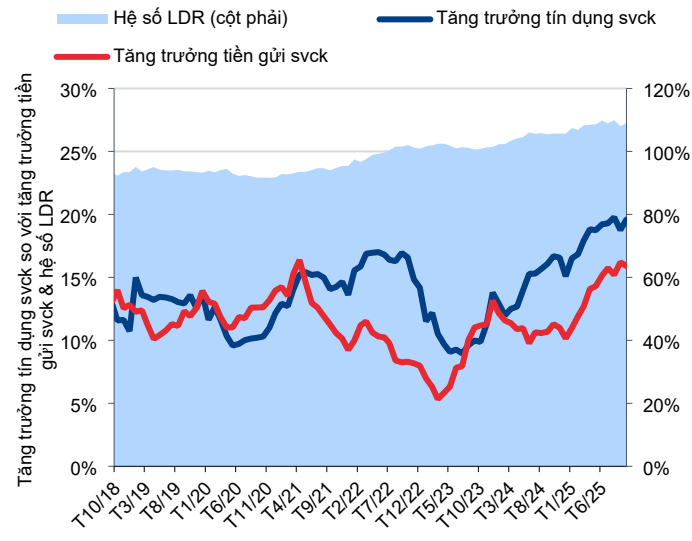
Tăng trưởng tín dụng cuối Q3 tăng 13,4% so với đầu năm, vượt mức cùng kỳ năm 2024 là 9,1%



Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 9: Tăng trưởng tín dụng svck & tăng trưởng tiền gửi svck & hệ số LDR

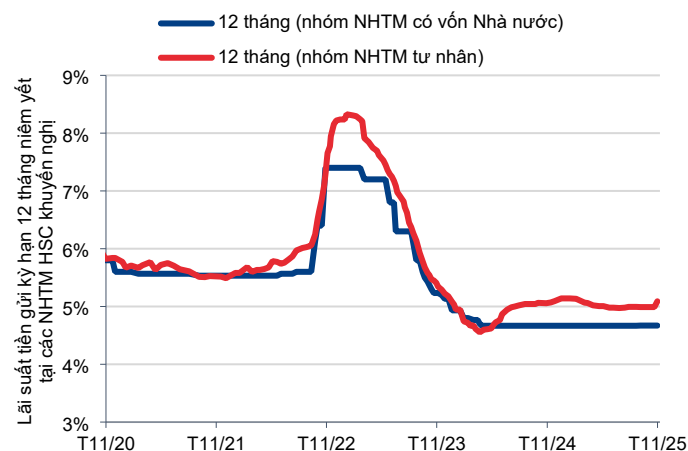
Tiền gửi tiếp tục tăng chậm hơn so với tín dụng, khiến hệ số LDR tăng lên mức kỷ lục 109%



Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 10: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

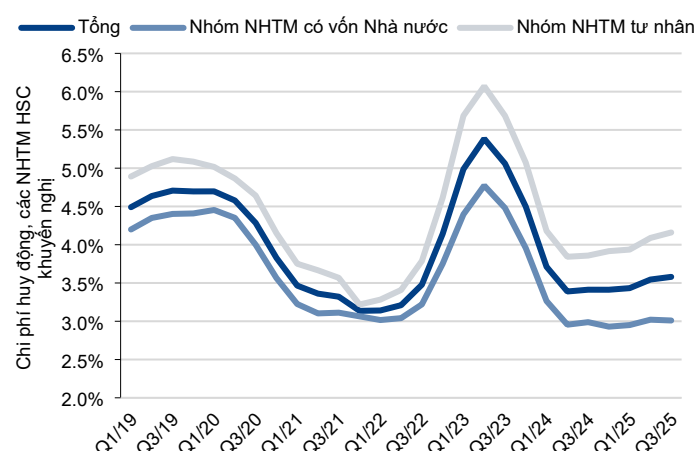
Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng bình quân đã tăng trở lại trong tháng 10 sau giai đoạn đi ngang theo chỉ đạo của NHNN



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 11: Chi phí huy động, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Chi phí huy động thực tế của các ngân hàng đã tăng lên, phản ánh áp lực ngày càng lớn lên chi phí vốn



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Đối với ngành Ngân hàng, lợi suất phát hành được dự báo sẽ tăng nhẹ lên khoảng 6,1% trong năm 2025 (từ 5,96% trong năm 2024). Động lực chính đến từ nhu cầu

phát hành trái phiếu kỳ hạn dài nhằm tăng vốn cấp II, phục vụ yêu cầu vốn ngày càng cao theo Basel II và tiến trình chuyển dịch sang Basel III.

Ngược lại, ngành BĐS có thể được hưởng lợi nhờ chi phí vay giảm xuống với các chính sách hỗ trợ gần đây (ví dụ: [Nghị định 206](#) và [Nghị định 171](#)) giúp giải quyết các rào cản pháp lý và đẩy nhanh tốc độ phê duyệt dự án. Ngoài ra, các quy định quản lý được thắt chặt giúp nâng cao mặt bằng chất lượng tín dụng, cùng với áp lực đáo hạn giảm nhờ cơ chế gia hạn nợ, cho phép các tổ chức phát hành huy động vốn với lợi suất tương đối thấp hơn. Do đó, lợi suất được dự báo sẽ giảm nhẹ xuống khoảng 9,8% trong năm 2025 từ 10,7% trong năm 2024.

Nhìn sang giai đoạn thanh toán đỉnh điểm vào năm 2026-2027, bức tranh thị trường nhiều khả năng sẽ thay đổi. Khi nhu cầu tái cấp vốn tăng mạnh cùng lúc với chu kỳ tăng của lãi suất tiền gửi, HSC dự báo lợi suất phát hành trung bình của các NHTM sẽ tăng lên 6,4-6,6% trong 2 năm tới, trong khi lợi suất của ngành BĐS có thể quay trở lại mức 10,3-10,5%.

Đối với những ngành khác, chúng tôi cũng dự báo lợi suất sẽ giảm nhẹ trong năm 2025 xuống 9,1% từ 9,8% trong năm 2024, trước khi phục hồi lên 9,4-9,6% trong năm 2026-2027.

Hoạt động mua lại hạ nhiệt khi nhóm BĐS tạm dừng

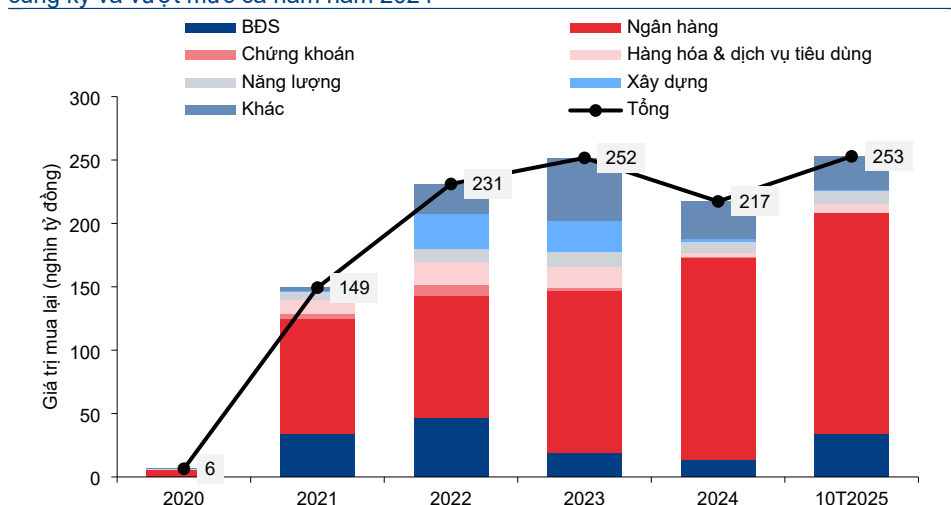
Trái ngược với diễn biến sôi động của hoạt động phát hành mới, giá trị mua lại TPDN tháng 10 có dấu hiệu chững lại. Tổng giá trị mua lại đạt 17,5 nghìn tỷ đồng, giảm 2% so với cùng kỳ và giảm 54% so với tháng trước. Phần lớn các giao dịch mua lại được thực hiện bởi ngành Ngân hàng, mặc dù giảm 50% so với tháng trước nhưng vẫn tăng 39% so với cùng kỳ (Biểu đồ 12).

Đáng chú ý, ngành BĐS không thực hiện giao dịch mua lại trong tháng 10, tháng tạm dừng đầu tiên sau gần 5 năm. Tuy nhiên, hoạt động mua lại của ngành BĐS trong 10 tháng đầu năm 2025 vẫn tăng 165% so với cùng kỳ. Diễn biến này phản ánh tác động từ việc phần lớn trái phiếu đã được gia hạn theo cơ chế Nghị định 08/2023, kết hợp với mặt bằng lãi suất thấp, giúp các doanh nghiệp duy trì linh hoạt tài chính thay vì buộc phải mua lại trái phiếu trong thế bị động.

Tổng thể cả năm, hoạt động mua lại nhìn chung đã cải thiện so với cùng kỳ. Trong 10 tháng đầu năm 2025, tổng giá trị mua lại đạt 253 nghìn tỷ đồng, tăng 16% so với cùng kỳ, chiếm 51% tổng giá trị phát hành mới. Ngành Ngân hàng tiếp tục dẫn đầu, phản ánh cách tiếp cận chủ động trong hoạt động quản lý vốn & tối ưu hóa cơ cấu nguồn vốn dài hạn (Biểu đồ 13).

Biểu đồ 12: Giá trị trái phiếu mua lại hàng năm theo ngành

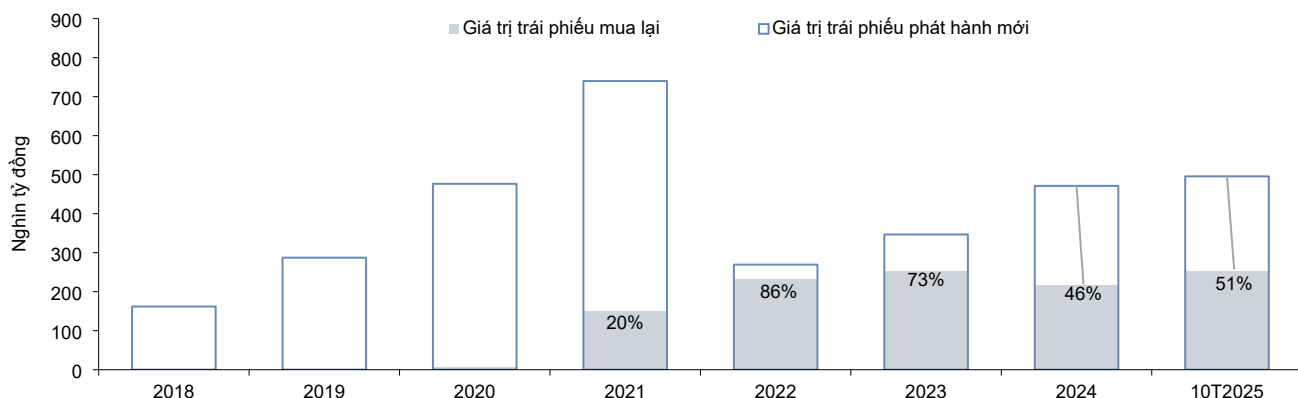
Tổng giá trị mua lại đạt 253 nghìn tỷ đồng trong 10 tháng đầu năm 2025, tăng 16% so với cùng kỳ và vượt mức cả năm năm 2024



Nguồn: HNX, HSC

Biểu đồ 13: Giá trị trái phiếu: Mua lại & phát hành mới

Tính chung 10 tháng đầu năm 2025, giá trị trái phiếu mua lại bằng 51% giá trị phát hành mới



Nguồn: HNX, HSC

Áp lực đáo hạn được dự báo sẽ tăng mạnh, bất chấp giai đoạn hạ nhiệt tạm thời

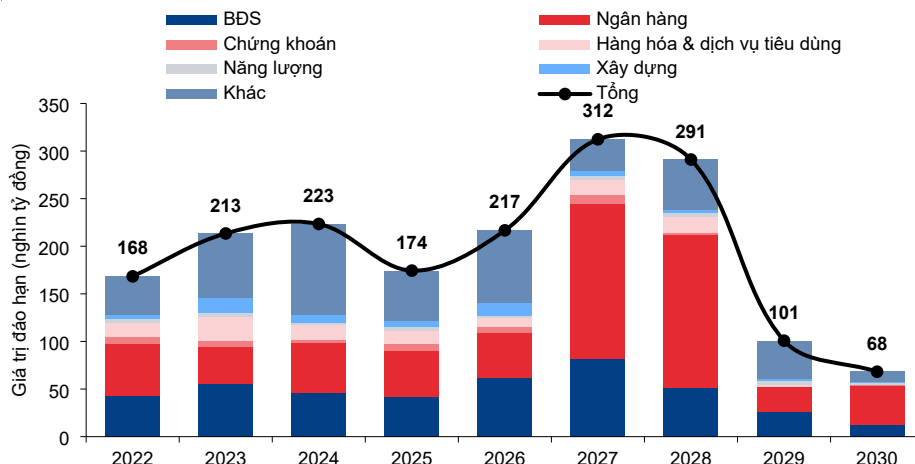
Trong tháng 10, tín hiệu rõ ràng nhất trên thị trường là sức ép đáo hạn tiếp tục hạ nhiệt nhờ làn sóng gia hạn mạnh mẽ. Tổng giá trị trái phiếu đáo hạn trong tháng giảm xuống 10,2 nghìn tỷ đồng, giảm 30% so với cùng kỳ và giảm 46% so với tháng trước, trong đó hai ngành chính là BĐS (35%) và Ngân hàng (25%) vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất.

Tuy nhiên, sự sụt giảm này không hoàn toàn phản ánh sự cải thiện về khả năng thanh toán mà chủ yếu do chu kỳ tái cấu trúc nợ chủ động. Nhiều tổ chức, đặc biệt là các doanh nghiệp BĐS, đã đạt được các thỏa thuận gia hạn kể từ đầu năm, giúp giảm đáng kể giá trị đáo hạn trong 2 tháng cuối năm xuống 40,2 nghìn tỷ đồng, giảm 35% so với cùng kỳ. Áp lực chủ yếu tập trung vào tháng 12 ở mức 35,7 nghìn tỷ đồng nhưng vẫn thấp hơn mức 43,4 nghìn tỷ đồng trong năm ngoái. Sau làn sóng gia hạn rộng rãi theo Nghị định 08/2023, các doanh nghiệp BĐS hiện chỉ phải đối mặt với khoảng 10 nghìn tỷ đồng trái phiếu đáo hạn trong phần còn lại của năm (chiếm 25% tổng cộng), trong khi ngành Ngân hàng tiếp tục dẫn đầu với 13,5 nghìn tỷ đồng trái phiếu đáo hạn, chiếm 34% tổng cộng.

Trong dài hạn, bức tranh trở nên phức tạp hơn. Mặc dù gia hạn giúp giảm bớt sức ép trong ngắn hạn nhưng không xóa bỏ nghĩa vụ thanh toán, trên thực tế chỉ là chuyển áp lực sang tương lai (như đã phân tích trước đó). HSC dự báo khoảng 216,7 nghìn tỷ đồng trái phiếu sẽ đáo hạn trong năm 2026 và 312,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2027, tương đương tăng trưởng lần lượt 24% và 44%. Đáng chú ý, năm 2027 có thể là đỉnh của chu kỳ đáo hạn hiện tại với riêng ngành Ngân hàng chiếm 52% và ngành BĐS đóng góp 26% tổng nghĩa vụ thanh toán (Biểu đồ 14-15).

Biểu đồ 14: Giá trị đáo hạn hàng năm theo ngành

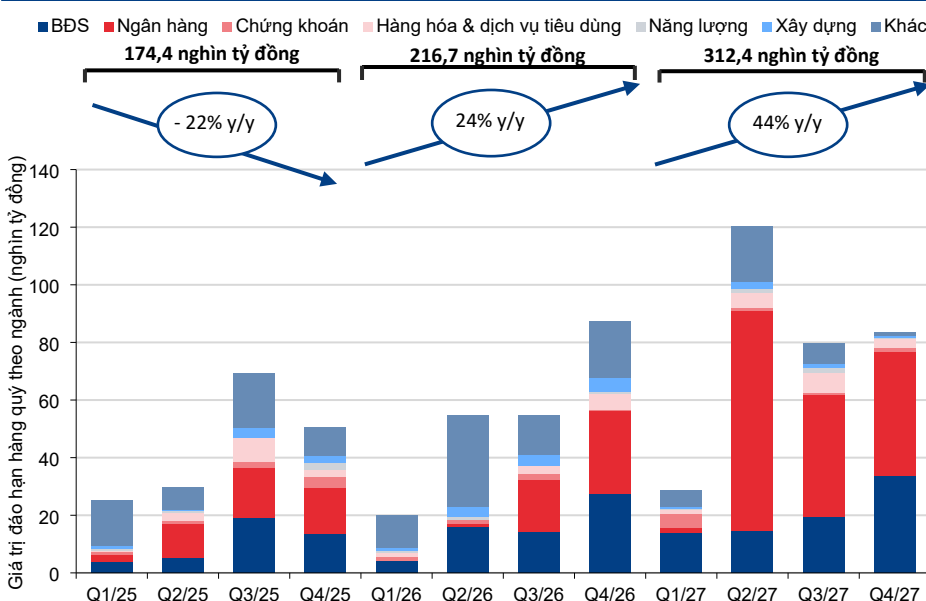
Năm 2027 nhiều khả năng sẽ đánh dấu đỉnh của chu kỳ đáo hạn hiện tại, trong đó riêng ngành ngân hàng chiếm 52% tổng giá trị đáo hạn, theo sau là ngành BĐS với 26%



Nguồn: HNX, HSC

Biểu đồ 15: Cơ cấu giá trị đáo hạn hàng quý theo ngành trong giai đoạn 2025-2027

Áp lực đáo hạn đã hạ nhiệt trong năm 2025 nhờ việc gia hạn kỳ hạn, nhưng đồng thời áp lực sang năm 2026-2027



Nguồn: HNX, HSC

Tâm điểm trái phiếu tái cấu trúc trong khi trái phiếu chậm thanh toán giảm xuống

Trái phiếu có vấn đề mới trong tháng 10 tăng 15% so với cùng kỳ và tăng 69% so với tháng trước đạt 10,4 nghìn tỷ đồng. Về mặt tích cực, 90% giá trị này liên quan đến trái phiếu sửa đổi điều khoản, trong khi trái phiếu chậm thanh toán giảm mạnh xuống 1,1 nghìn tỷ đồng (giảm 67% so với cùng kỳ và giảm 57% so với tháng trước). Điều này cho thấy sự chuyển dịch trong quản lý TPDN từ tiếp cận thụ động sang đàm phán chủ động, thay vì để tình trạng vỡ nợ kỹ thuật kéo dài (Biểu đồ 18).

Kể từ đầu năm, trái phiếu có vấn đề hiện chiếm 16,4% tổng giá trị TPDN đang lưu hành, trong đó 6% trái phiếu chậm thanh toán và 10,4% trái phiếu tái cấu trúc. Trong số các trái phiếu tái cấu trúc, 61% liên quan đến thay đổi tài sản đảm bảo và 29% gia hạn thời điểm đáo hạn (Biểu đồ 16-19). Theo đó, trong 10 tháng đầu năm 2025, khoảng 46 nghìn tỷ đồng (26% đáo hạn nợ gốc trong năm 2025) đã được chuyển

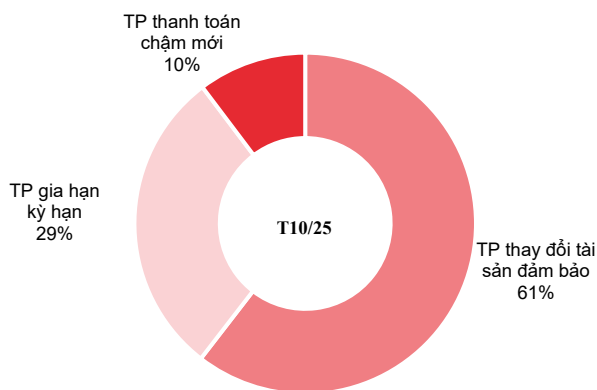
sang năm 2026-2027, qua đó tạo khoảng đệm quan trọng cho các doanh nghiệp bất động sản trong việc quản trị dòng tiền và nghĩa vụ nợ (Biểu đồ 20).

Trong tháng 10, hai tổ chức phát hành đã rơi vào tình trạng chậm thanh toán. [CTCP Đầu tư Technical](#) đã trì hoãn 199 tỷ đồng thanh toán nợ gốc cho các trái phiếu đang lưu hành với tổng giá trị 650 tỷ đồng và [Công ty TNHH Bất động sản Unity](#) đã trì hoãn gần 174 tỷ đồng thanh toán nợ gốc cho các trái phiếu đang lưu hành với tổng giá trị 416 tỷ đồng. Cả hai tổ chức này đều đang đàm phán mua lại toàn bộ trái phiếu vào cuối năm 2025 nhưng cho đến nay vẫn chưa công bố thông tin cập nhật.

Mặt khác, hoạt động sửa đổi điều khoản chủ động được thực hiện với một số thương vụ quy mô lớn. Trong tháng 10, 7 lô trái phiếu của [CTCP Đầu tư và Phát triển Du lịch Phú Quốc](#) với tổng giá trị 5,1 nghìn tỷ đồng đã điều chỉnh điều khoản về tài sản đảm bảo (giải phóng một phần tài sản đảm bảo, chia sẻ tài sản đảm bảo, thay đổi lãi suất,...). Ngoài ra, [CTCP Đầu tư và Phát triển Năng lượng Trung Nam](#) đã gia hạn một lô trái phiếu trị giá 2,2 nghìn tỷ đồng trong 45 ngày, hiện đáo hạn vào đầu tháng 12/2025. CTCP Đầu tư và Phát triển BĐS Thế Kỷ và CT Việt Mỹ cũng đã gia hạn 1 năm cho các lô trái phiếu giá trị lần lượt 416 tỷ đồng và 150 tỷ đồng, hiện đáo hạn lần lượt vào tháng 10 và tháng 12/2026

Biểu đồ 16: Cơ cấu trái phiếu có vấn đề mới hàng tháng theo loại

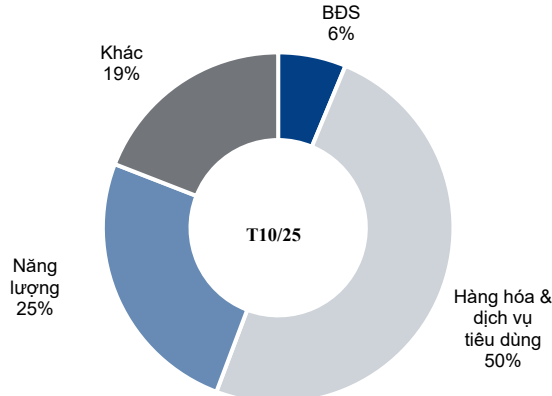
Trong số trái phiếu được tái cấu trúc, 61% liên quan đến thay đổi tài sản đảm bảo, và 29% là gia hạn kỳ hạn



Nguồn: HNX, VBMA, HSC

Biểu đồ 17: Cơ cấu trái phiếu có vấn đề mới hàng tháng theo ngành

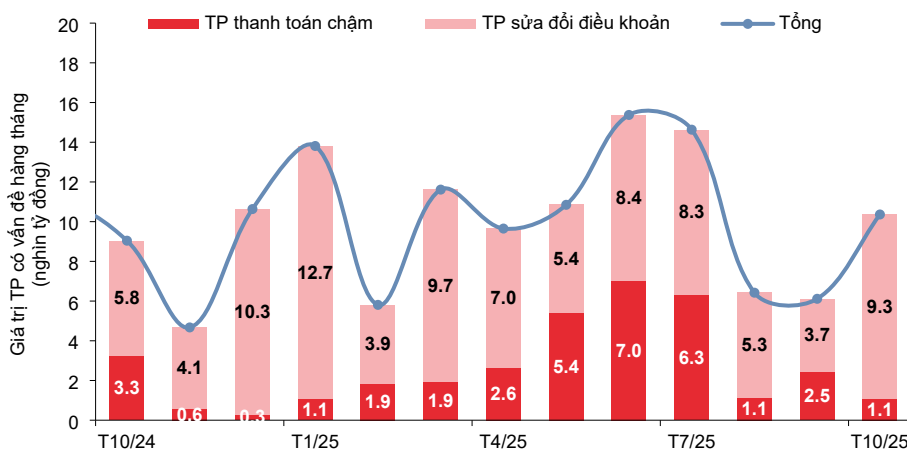
Trái phiếu có vấn đề từ các doanh nghiệp BĐS đã giảm đáng kể trong tháng 10



Nguồn: HNX, VBMA, HSC

Biểu đồ 18: Giá trị trái phiếu có vấn đề hàng tháng theo loại

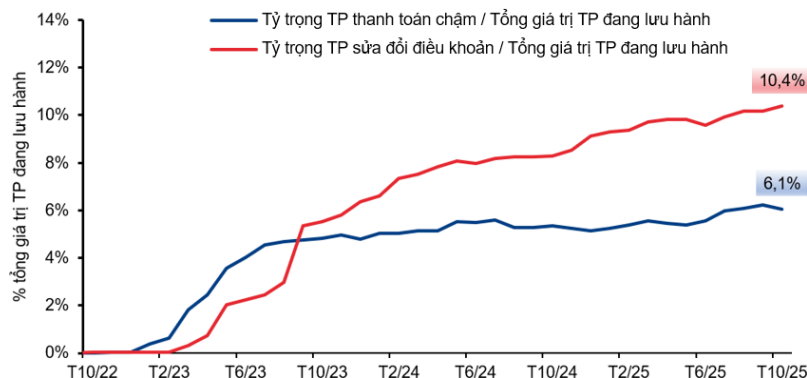
Giá trị trái phiếu có vấn đề mới tăng 15% so với cùng kỳ trong tháng 10 nhưng chủ yếu là trái phiếu sửa đổi điều khoản, trong khi trái phiếu thanh toán chậm đã giảm



Ghi chú: Giá trị trái phiếu có vấn đề của chúng tôi được tính dựa trên tổng dư nợ trái phiếu tại thời điểm phát sinh vi phạm nghĩa vụ thanh toán, thay vì chỉ tính riêng phần gốc và/hoặc lãi đến hạn nhưng chưa thanh toán.
Nguồn: HNX, VBMA, HSC

Biểu đồ 19: Giá trị đang lưu hành của trái phiếu có vấn đề*

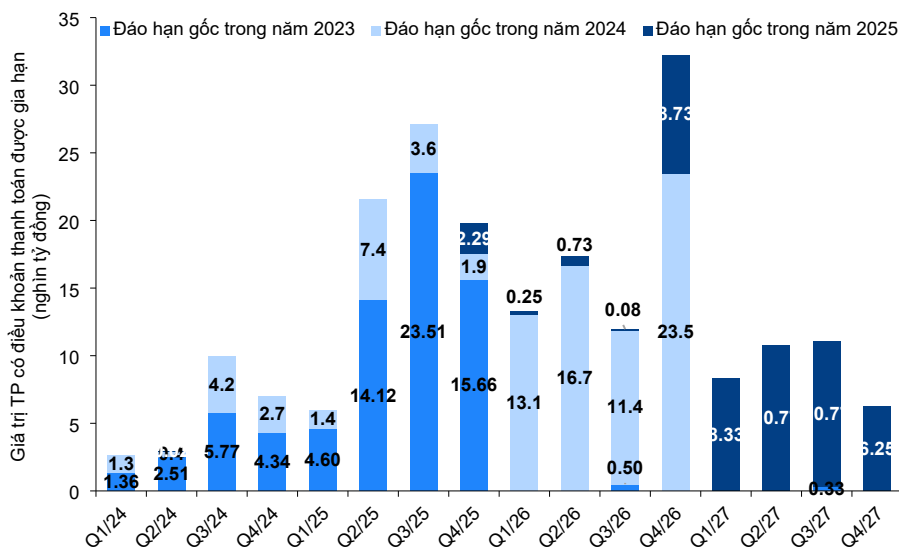
Giá trị trái phiếu có vấn đề chiếm 16,3% tổng giá trị trái phiếu lưu hành trong tháng 10



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 20: 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

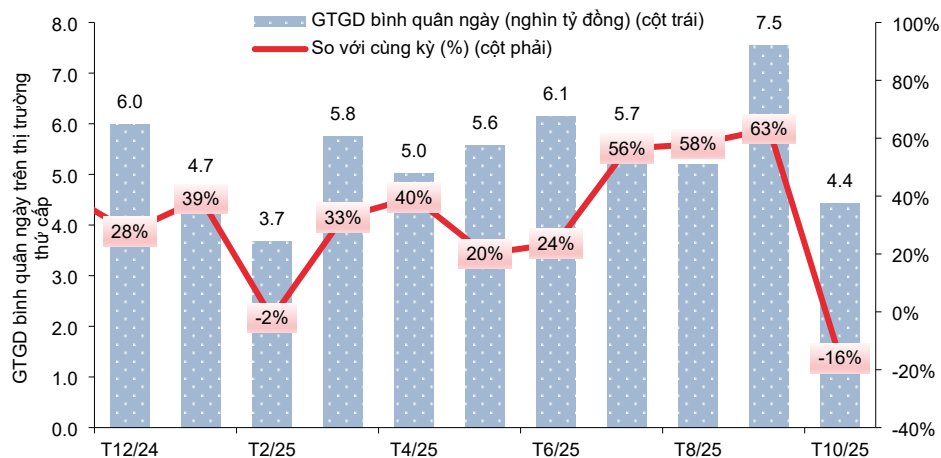
Thanh khoản hàng ngày trên thị trường thứ cấp giảm mạnh 16% so với cùng kỳ

Trên thị trường thứ cấp cho TPDN riêng lẻ, thanh khoản giảm đáng kể trong tháng 10. Giá trị giao dịch bình quân ngày giảm 16% so với cùng kỳ và giảm 41% so với tháng trước xuống 4,4 nghìn tỷ đồng, sau khi đạt đỉnh 7,5 nghìn tỷ đồng vào tháng 9. Do đó, tổng giá trị giao dịch tháng 10 cũng giảm 33% so với cùng kỳ xuống 101,8 nghìn tỷ đồng (Biểu đồ 21).

Trong tháng, NewCo (liên kết với TCX), VHM, CapitalLand và MBB những tổ chức phát hành có giá trị trái phiếu được giao dịch nhiều nhất (Biểu đồ 22). Trong 10 tháng đầu năm 2025, Việt Đức, VHM, ACB và VIB những tổ chức phát hành có giá trị trái phiếu được giao dịch nhiều nhất (Biểu đồ 23).

Biểu đồ 21: GTGD bình quân ngày trên sàn giao dịch TPDN riêng lẻ HNX

GTGD bình quân ngày trên thị trường thứ cấp giảm 16% so với tháng trước xuống còn 4,4 nghìn tỷ đồng trong tháng 10 sau khi đạt đỉnh 7,5 nghìn tỷ đồng trong tháng 9



Nguồn: HNX, HSC

Bảng 22: Trái phiếu doanh nghiệp giao dịch nhiều nhất trên sàn HNX trong tháng 10

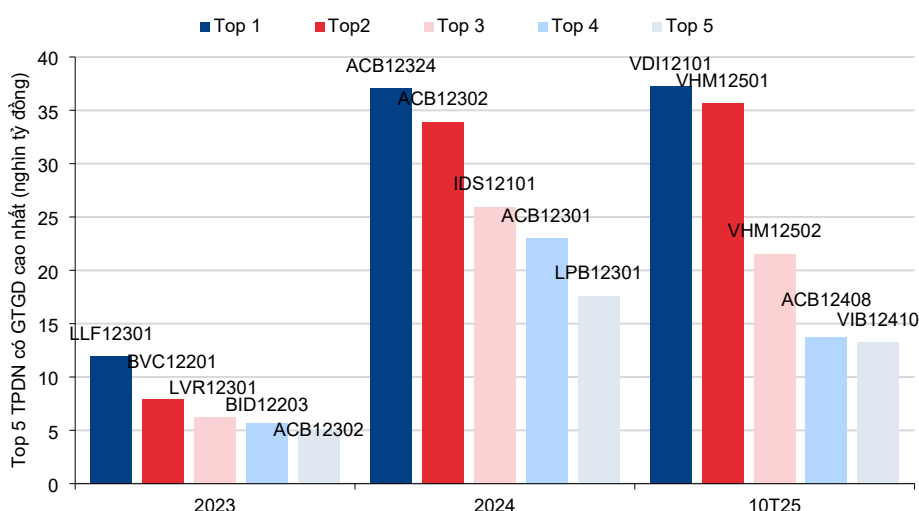
Trái phiếu của CTCP Đầu tư và Phát triển Newco & VHM có GTGD cao nhất trong tháng 10

STT	Tổ chức phát hành	Mã CK	Ngành	GTGD (nghìn tỷ đồng)
1	CTCP Đầu tư và Phát triển Newco	NEW12403	BDS	6.43
2	VHM	VHM12502	BDS	6.38
3	VHM	VHM12501	BDS	6.10
4	Công ty TNHH Capitaland Tower	CPL12303	BDS	2.90
5	MBB	MBB12517	Ngân hàng	2.53
6	Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển BĐS Trường Minh	TRM32501	BDS	2.33
7	Công ty TNHH Thương mại và Đầu tư Việt Đức	VDI12101	BDS	2.14
8	OCB	OCB12515	Ngân hàng	1.91
9	VFS	VIF12402	Sản xuất	1.44
10	Công ty TNHH Capitaland Tower	CPL12301	BDS	1.40

Nguồn: HNX, HSC

Biểu đồ 23: Top 5 TPDN giao dịch nhiều nhất trong 3 năm qua

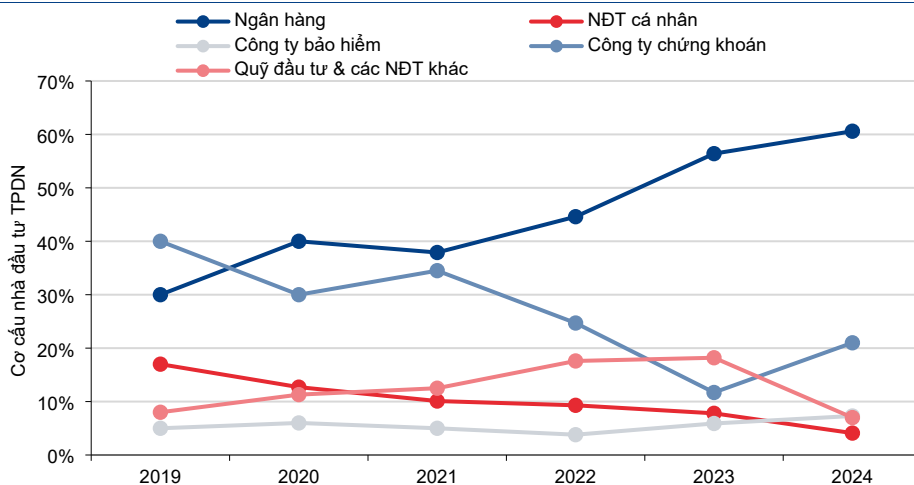
Trái phiếu của Công ty TNHH Thương mại và Đầu tư Việt Đức, VHM, ACB và VIB ghi nhận giá trị giao dịch lũy kế cao nhất trong 10 tháng đầu năm 2025



Nguồn: HNX, HSC

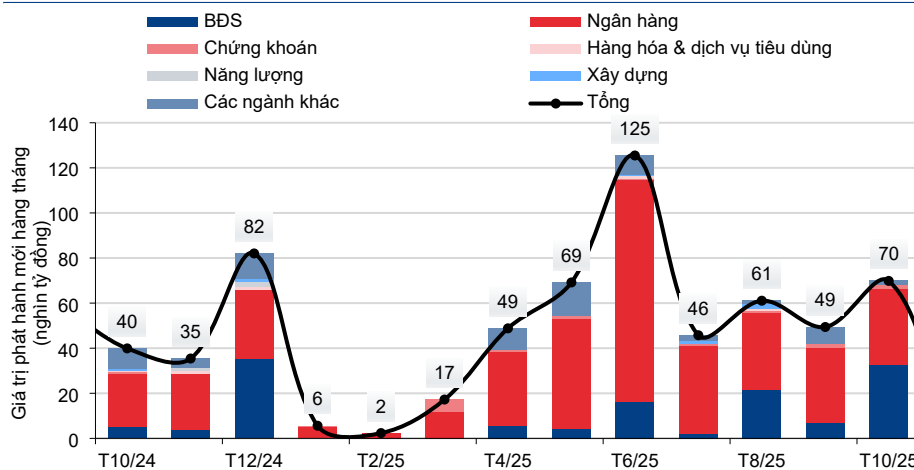
Phụ lục

Biểu đồ 24: Cơ cấu nhà đầu tư TPDN trên thị trường sơ cấp



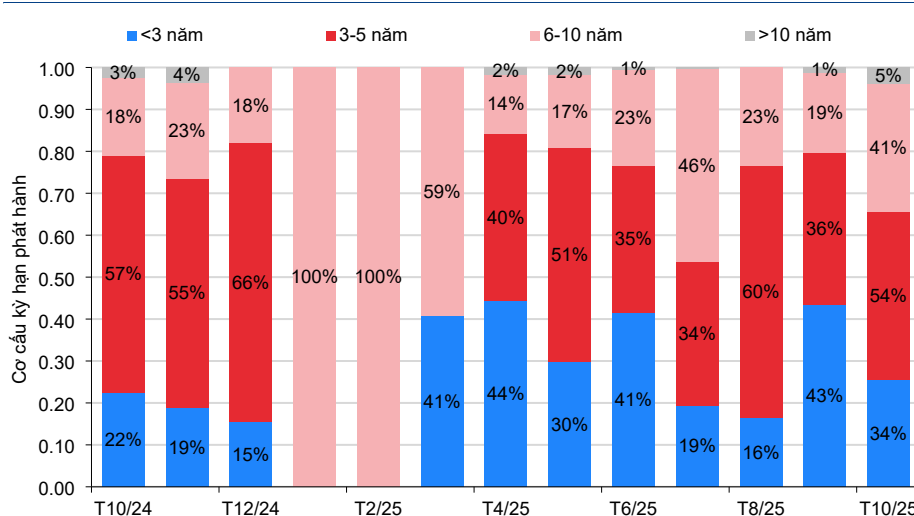
Nguồn: Bộ Tài chính, VIS Rating, HSC

Biểu đồ 25: Giá trị phát hành hàng tháng theo ngành



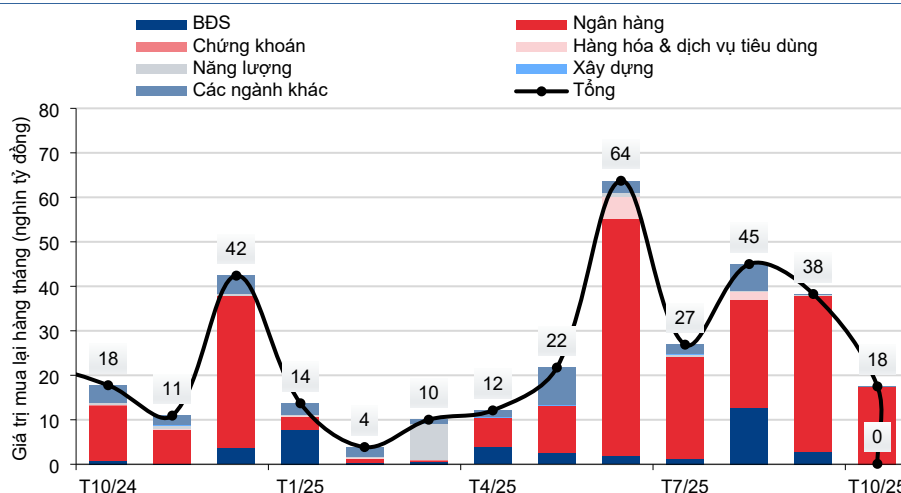
Nguồn: HNX, HSC

Biểu đồ 26: Cơ cấu kỳ hạn TPDN phát hành mới hàng tháng



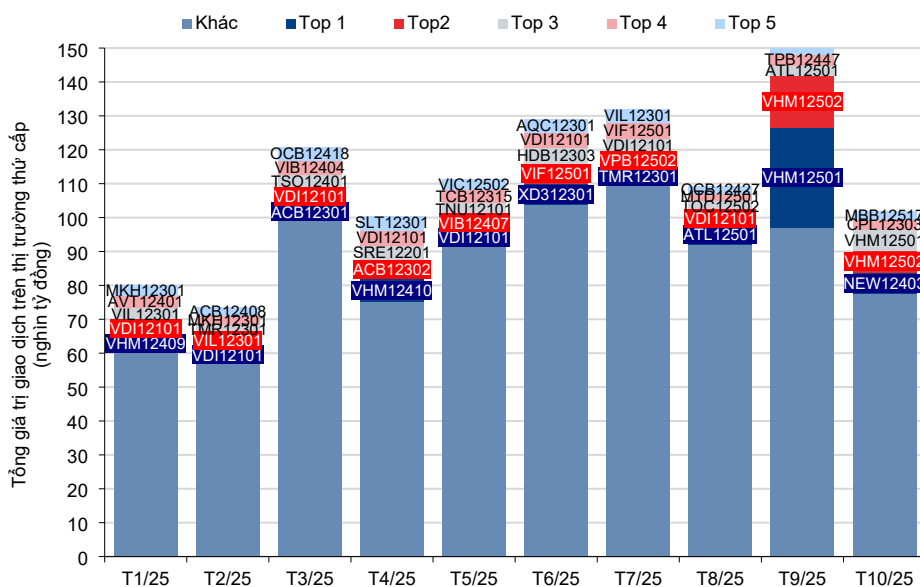
Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 27: Giá trị trái phiếu mua lại hàng tháng theo ngành



Nguồn: HNX, HSC

Biểu đồ 28: Top 5 TPDN giao dịch nhiều nhất theo tháng



Nguồn: HNX, HSC

Bảng 29: Giá trị trái phiếu mua lại cao nhất (tỷ đồng) trong 10 tháng đầu năm 2025

Tổ chức phát hành	Ngành	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	Tổng
TCB	Ngân hàng				3,000	4,500	13,000			9,700	240	30,440
OCB	Ngân hàng	3,000					4,000	1,500	6,600	7,400	2,000	24,500
MBB	Ngân hàng						4,000	10,000	4,000		1,500	19,500
TPB	Ngân hàng	1	1	28	145	1,004	5,232	247	2,599	3,743	1,796	14,797
VIB	Ngân hàng		948					2,000	3,000	4,000	3,000	12,948
ACB	Ngân hàng						10,000			2,000		12,000
MSB	Ngân hàng				2,800	1,000	2,000		3,500	1,000	1,500	11,800
BID	Ngân hàng				516	1,699	6,097	767	1,684	644		11,407
HDB	Ngân hàng					180	2,000	4,500	500	2,500		9,680
NVL	BDS	5,110										5,110
Công ty TNHH Kinh doanh Nội thất Luxury Living	BDS					2,500	700		1,600			4,800
LPB	Ngân hàng									2,200	2,500	4,700
CTCP Dịch vụ Giải trí Hưng Thịnh Quy Nhơn	BDS				600				4,000			4,600
CTCP Dịch Vụ Cáp Treo Bà Nà	BDS	1,224							3,091			4,315
Shinhan Bank	Ngân hàng						4,000					4,000

Nguồn: HNX, HSC

Bảng 30: Giá trị đáo hạn cao nhất (tỷ đồng) trong 3 tháng tới (T11/25 – T1/26)

Tổ chức phát hành	Ngành	T11/25	T12/25	T1/26	Tổng	Xếp hạng
Agribank	Ngân hàng		4,350		4,350	1
VHM	BDS	2,000	2,000		4,000	2
CTCP Đầu tư Sun Valley	BDS		3,560		3,560	3
BID	Ngân hàng		3,455		3,455	4
Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển BDS Hải Đăng	BDS			2,850	2,850	5
TCX	Chứng khoán	500	1,362	500	2,362	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
Tập đoàn Công nghiệp Than - Khoáng sản Việt Nam	Vật liệu		2,000		2,000	9
CTCP Ô tô Trường Hải (THACO)	Hàng hóa & dịch vụ tiêu dùng		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
SCG	Xây dựng		1,483		1,483	14
CTP Tập đoàn KIDO	Hàng hóa & dịch vụ tiêu dùng			1,250	1,250	15

Nguồn: HNX, HSC

Bảng 31: Giá trị phát hành cao nhất (tỷ đồng) trong 10 tháng đầu năm 2025

Tổ chức phát hành	Ngành	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	Tổng
TCB	Ngân hàng				13,500	7,000	16,500			4,000	5,000	46,000
ACB	Ngân hàng			1,500	2,300	500	24,850	1,000	2,000	3,000	1,300	36,450
OCB	Ngân hàng				3,000	5,500	5,400	5,300	7,900	3,000	2,600	32,700
MBB	Ngân hàng			2,225	100	650	14,750	2,650	2,750	6,745		29,870
VPB	Ngân hàng					10,000	7,500	3,600	500	2,800		24,400
VIC	Đa ngành				9,000	8,000	1,000			6,000		24,000
Agribank	Ngân hàng						4,950	17,520				22,470
BID	Ngân hàng					11,154	6,681	2,150		1,385	960	22,330
LPB	Ngân hàng			3,000					4,500	2,700	10,350	20,550
CTG	Ngân hàng	4,000			6,500	600	5,250					16,350
VHM	BDS								15,000			15,000
TPB	Ngân hàng					3,853	4,384		2,132	805	2,771	13,945
HDB	Ngân hàng			5,000					4,532	1,000	2,500	13,032
MSB	Ngân hàng				4,000	2,000	2,000	1,680			2,500	12,180
SHB	Ngân hàng		2,351				3,000	4,149	1,300	750	380	11,930

Nguồn: HNX, HSC

Bảng 32: Trái phiếu doanh nghiệp phát hành mới trong tháng 10

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)
10/1/2025	CTCP Kinh doanh F88	F8812507	Tài chính	Phát hành riêng lẻ	250	1	10.00
10/1/2025	EVF	EVF12503	Tài chính	Phát hành riêng lẻ	180	5	7.25
10/2/2025	CTCP Tập đoàn Khải Hoàn Land	KHG12501	BDS	Phát hành riêng lẻ	80	5	13.50
10/2/2025	OCB	OCB12525	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	600	2	6.30
10/2/2025	OCB	OCB12526	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	1,000	3	6.50
10/6/2025	CTCP Chứng khoán UP	UPS12501	Chứng khoán	Phát hành riêng lẻ	13	2	9.00
10/6/2025	HDB	HDB12504	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	500	8	7.47
10/6/2025	BID	BID12548	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	100	7	5.68
10/6/2025	BID	BID12547	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	138	7	5.68
10/6/2025	BID	BID12546	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	100	10	5.93
10/6/2025	BID	BID12545	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	100	8	5.83
10/7/2025	TPB	TPB12536	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	500	2	6.20
10/8/2025	OCB	OCB12527	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	1,000	3	6.50
10/9/2025	SHS	SHS12502	BDS	Phát hành riêng lẻ	360	1	8.00
10/9/2025	ACB	ACB12518	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	800	3	6.30
10/10/2025	Công ty TNHH Mặt trời Hạ Long	SHL12504	BDS	Phát hành riêng lẻ	408	5	7.54
10/10/2025	CTCP May – Diêm Sài Gòn	MSG32505	BDS	Phát hành riêng lẻ	500	9	9.00
10/10/2025	MSB	MSB12509	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	2,500	7	6.80
10/10/2025	ACB	ACB12519	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	500	3	6.30
10/10/2025	VIB	VIB12505	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	1,575	8	7.18
10/13/2025	Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển BĐS Hải Đăng	HDR32501	BDS	Phát hành riêng lẻ	3,800	1	8.95
10/13/2025	LPB	LPB7Y202403	Ngân hàng	Chào bán công khai	900	7	7.03
10/13/2025	LPB	LPB10Y202404	Ngân hàng	Chào bán công khai	100	10	7.18
10/13/2025	ABB	ABB12513	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	450	7	7.48
10/13/2025	LPB	LPB12509	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	350	8	7.18
10/14/2025	CTCP Thời đại mới T&T	NTJ32502	BDS	Phát hành riêng lẻ	2,500	1	8.95
10/14/2025	CTCP Thời đại mới T&T	NTJ12501	BDS	Phát hành riêng lẻ	5,550	3	9.45
10/14/2025	Công ty TNHH Hưng Phát Invest Hà Nội	IHP12501	BDS	Phát hành riêng lẻ	7,650	1	9.00
10/14/2025	Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển BĐS Trường Minh	TRM12503	BDS	Phát hành riêng lẻ	4,500	3	9.80
10/14/2025	VAB	TPVAB253202	Ngân hàng	Chào bán công khai	299	7	7.60
10/15/2025	TCB	TCB12519	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	1,000	2	6.10
10/16/2025	TCB	TPB12537	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	2,000	7	6.68
10/16/2025	TCB	TCB12520	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	2,000	3	6.10
10/20/2025	LPB	LPB12510	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	300	7	7.03
10/20/2025	LPB	LPB12510	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	300	7	7.03
10/21/2025	CTCP Đầu tư và Phát triển Hạ tầng Nam Quang	TNQ32501	BDS	Phát hành riêng lẻ	1,000	9	9.10
10/21/2025	BID	BID12551	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	100	15	6.30
10/21/2025	BID	BID12550	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	75	10	6.00
10/21/2025	BID	BID12549	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	347	7	5.68
10/22/2025	CTCP Phát triển TN	TND12501	BDS	Phát hành riêng lẻ	2,950	5	8.75
10/22/2025	TCB	TCB12521	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	2,000	2	6.10
10/23/2025	TPB	TPB12539	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	271	10	7.28
10/27/2025	DNSE	DSE125018	Chứng khoán	Chào bán công khai	1,000	2	8.30
10/27/2025	ABB	ABB12514	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	50	7	7.48
10/27/2025	VIB	VIB12506	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	3,000	3	6.00
10/28/2025	CTCP Đầu tư Xây dựng Thái Sơn	TSO12501	BDS	Phát hành riêng lẻ	4,000	2	12.50
10/28/2025	LPB	LPB12511	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	2,000	3	6.50
10/28/2025	LPB	LPB12511	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	2,000	3	10.50
10/28/2025	SHB	SHB12506	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	380	7	9.20
10/29/2025	LPB	LPB12512	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	2,000	3	5.90
10/29/2025	HDB	HDB12506	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	2,000	3	5.60
10/29/2025	LPB	LPB12512	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	2,000	3	6.00

Báo cáo Thị trường trái phiếu

Ngày 01/12/2025

10/29/2025	CTCP Tập đoàn Phụng Hoàng Xanh A&A	PKA12501	Công nghiệp	Phát hành riêng lẻ	120	6	5.90
10/30/2025	LPB	LPB12513	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	200	8	5.30
10/30/2025	LPB	LPB12513	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	200	8	10.50
10/30/2025	CTCP Tập đoàn Công nghệ CMC	CMG12501	Công nghệ	Phát hành riêng lẻ	1,250	10	5.60

*Ghi chú: Dữ liệu trong báo cáo được trích xuất từ công HNX và VBMA vào ngày 7/11/2025
Nguồn: HNX, HSC*

Bảng 33: Dữ liệu kinh tế vĩ mô thực tế & dự báo của HSC

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025F	2026F	2027F
Tỷ giá									
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
GDP và việc làm									
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	3.48	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
FDI giải ngân / FDI (%)	6.1	5.8	5.3	5.4	5.4	5.3	5.4	5.4	5.3
Tỷ lệ thất nghiệp, cuối năm (%)	2.15	2.37	3.56	2.32	2.26	2.22	2.50	2.60	2.50
Giá cả									
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
Tiền tệ và lãi suất									
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
Thương mại và kinh tế đối ngoại									
Cán cân thương mại (tỷ USD)	10.9	19.9	3.3	12.1	28.4	24.9	20.9	20.3	24.9
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	481	529
Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)	6.7	3.7	26.7	8.0	-9.2	16.7	16.2	8.7	10.0
Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)	264	283	336	372	355	406	464	502	554
Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)	8.0	6.9	18.9	10.6	-4.6	14.4	14.2	8.2	10.5
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	28.5	30.3
Vốn FDI cam kết (tỷ USD)	38.0	28.5	31.2	27.7	39.4	38.2	42.0	44.2	48.7
Kinh doanh & Tiêu dùng									
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 W: www.hsc.com.vn