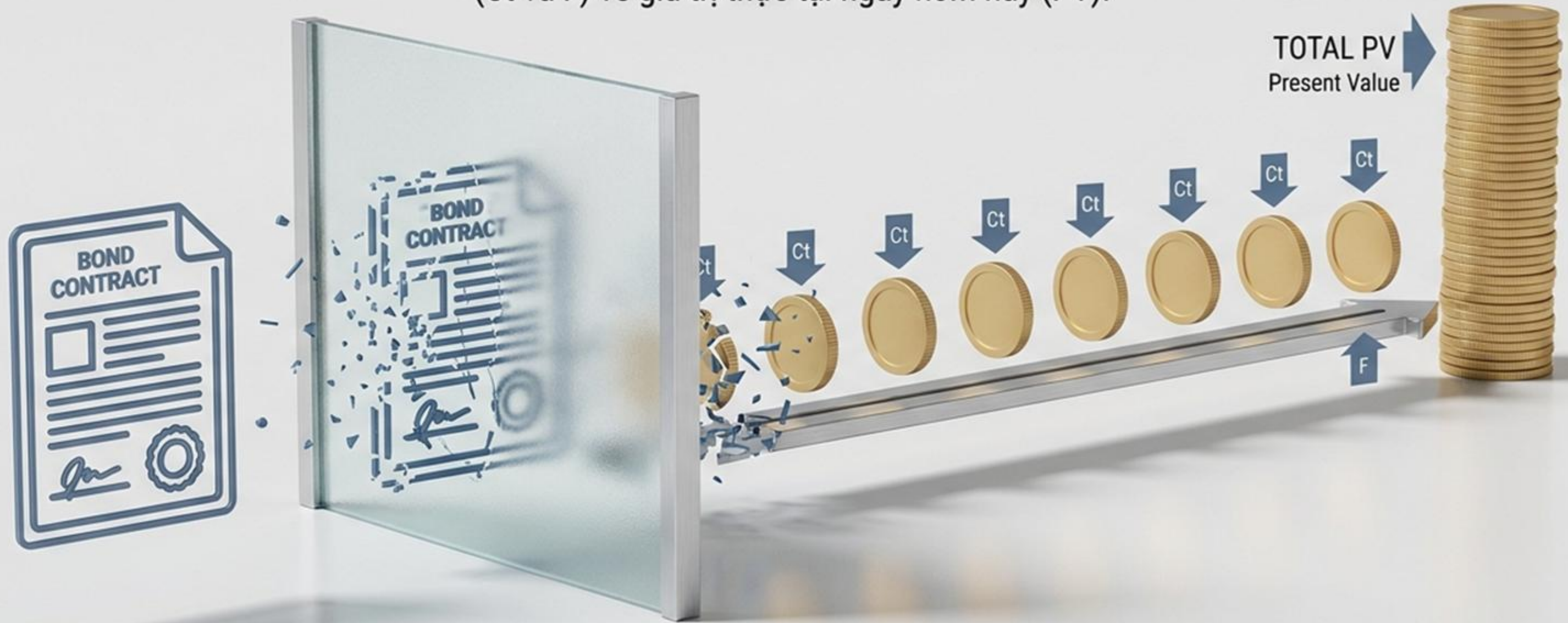


Định giá Trái phiếu

Cẩm nang
đo lường rủi ro trên
thị trường thứ cấp

Bản chất của định giá: Mua một dòng tiền tương lai

Định giá trái phiếu là bài toán quy đổi tổng giá trị của các dòng tiền chưa xảy ra (C_t và F) về giá trị thực tại ngày hôm nay (PV).



Biết trước 99%: Tiền lãi định kỳ (Coupon) & Tiền gốc (Par value).

Nhiệm vụ của Broker: Tính toán mức giá hợp lý (Fair Value) để trả cho dòng tiền đó dựa trên rủi ro.

4 Trụ cột thông số từ Bản công bố thông tin (Prospectus)



1. Mệnh giá (Par Value / Face Value)

Quy chuẩn Việt Nam là 100,000 VND (Chào bán công chúng) hoặc 100,000,000 VND (Riêng lẻ). Đây là gốc nhận lại khi đáo hạn.



2. Lãi suất danh nghĩa (Coupon Rate)

Lãi cố định (Trái phiếu Chính phủ) vs. Lãi thả nổi (Chiếm >80% TPDN). Công thức thả nổi: Lãi suất tham chiếu Big4 (12 tháng) + Biên độ.



3. Kỳ hạn còn lại (Tenor)

Bỏ qua kỳ hạn phát hành gốc (Original). Chỉ tính thời gian từ ngày định giá đến ngày đáo hạn để chiết khấu.



4. Tần suất trả lãi (Coupon Frequency)

Trái phiếu Chính phủ (1 lần/năm). Trái phiếu Doanh nghiệp/Ngân hàng (Trả Semi-annual 6 tháng hoặc Quarterly 3 tháng/lần).

Cảnh báo hệ thống: Ảo ảnh Tài sản bảo đảm (Collateral)

Khu vực an toàn: Trái phiếu có bảo đảm (Secured Bond)



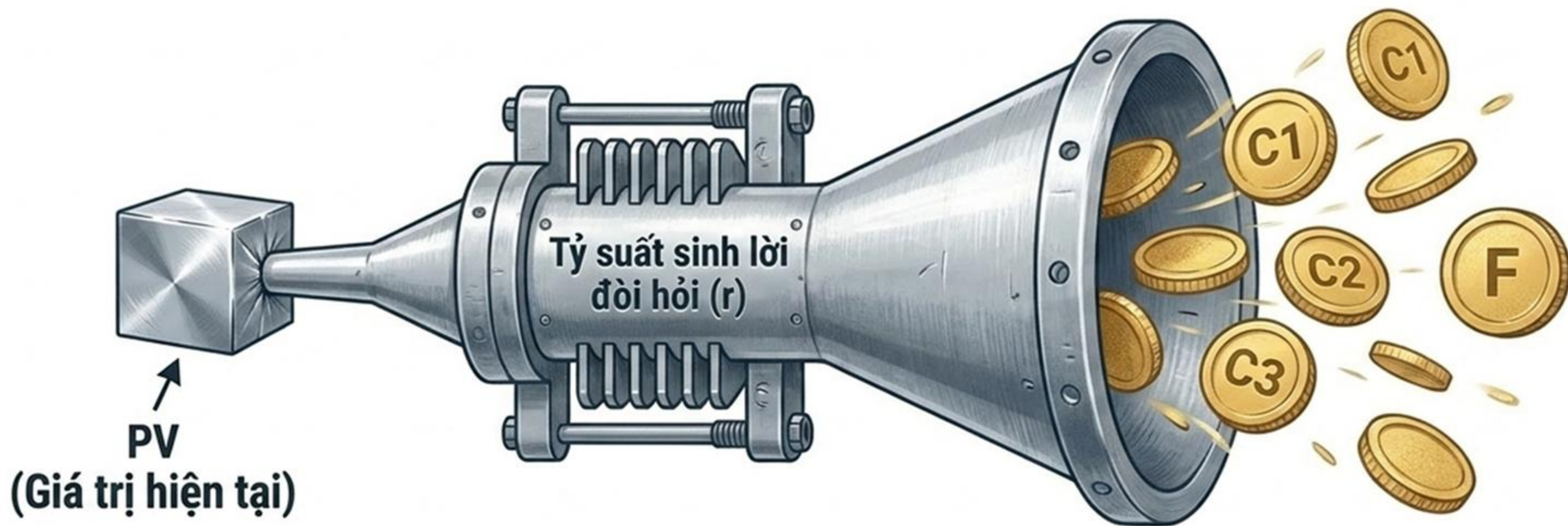
Dòng tiền được bảo vệ bằng dự án bất động sản hình thành trong tương lai hoặc tài sản cố định có tính thanh khoản cao.

Khu vực nguy hiểm: Hiệu ứng tuyết lăn



Cảnh báo bẫy tài sản: Khi tài sản bảo đảm là cổ phiếu của chính doanh nghiệp. Lúc doanh nghiệp mất khả năng thanh toán, giá cổ phiếu lao dốc về 0, biến tài sản bảo đảm thành vô giá trị.

Vật lý của định giá: Sức nén của Tỷ suất chiết khấu



$$PV = \sum \left[\frac{C_t}{(1+r)^t} \right] + \left[\frac{F}{(1+r)^n} \right]$$

Tỷ suất chiết khấu (r) chính là kim chỉ nam. Nó đại diện cho mức sinh lời nhà đầu tư đòi hỏi để chấp nhận rủi ro khi cho doanh nghiệp vay tiền hôm nay.

Bóc tách cấu trúc Tỷ suất sinh lời đòi hỏi (r)



Phần bù rủi ro thanh khoản (Liquidity Risk)

Chi phí bù đắp cho việc khó mua bán trên thị trường thứ cấp (rủi ro chôn vốn).

Phần bù rủi ro tín dụng (Credit Risk Premium)

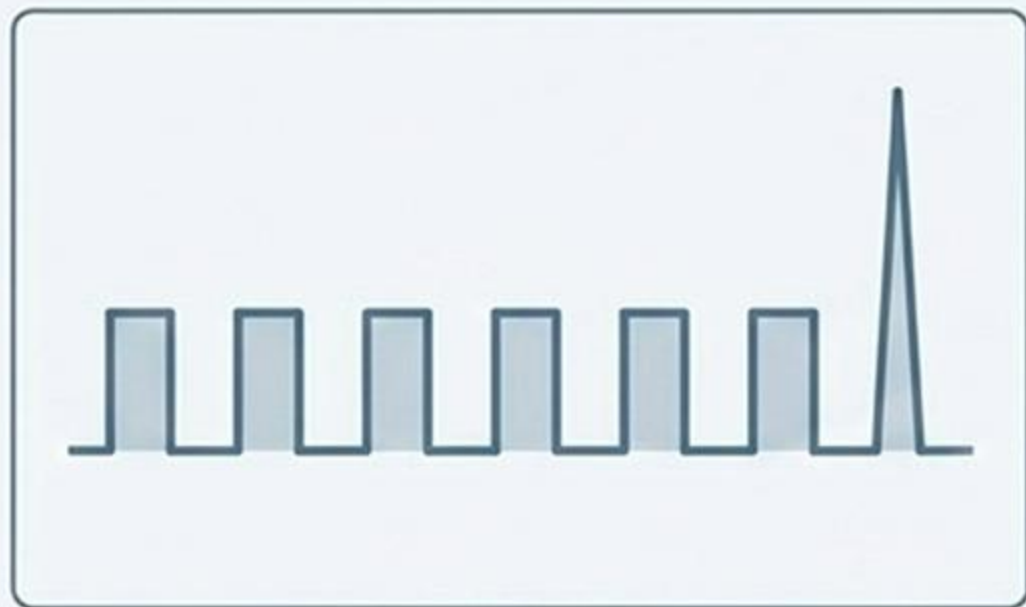
Định lượng dựa trên Xếp hạng tín nhiệm nội địa (FiinRatings / Saigon Ratings). Xếp hạng AAA (phần bù thấp) -> CCC (phần bù cực cao).

Lãi suất phi rủi ro (Risk-free Rate)

Mốc chuẩn là Lợi suất Trái phiếu Chính phủ Việt Nam (VGBY) cùng kỳ hạn trên HNX. Đại diện cho uy tín tín dụng quốc gia.

$$r = \text{VGBY} + \text{Credit Premium} + \text{Liquidity Premium}$$

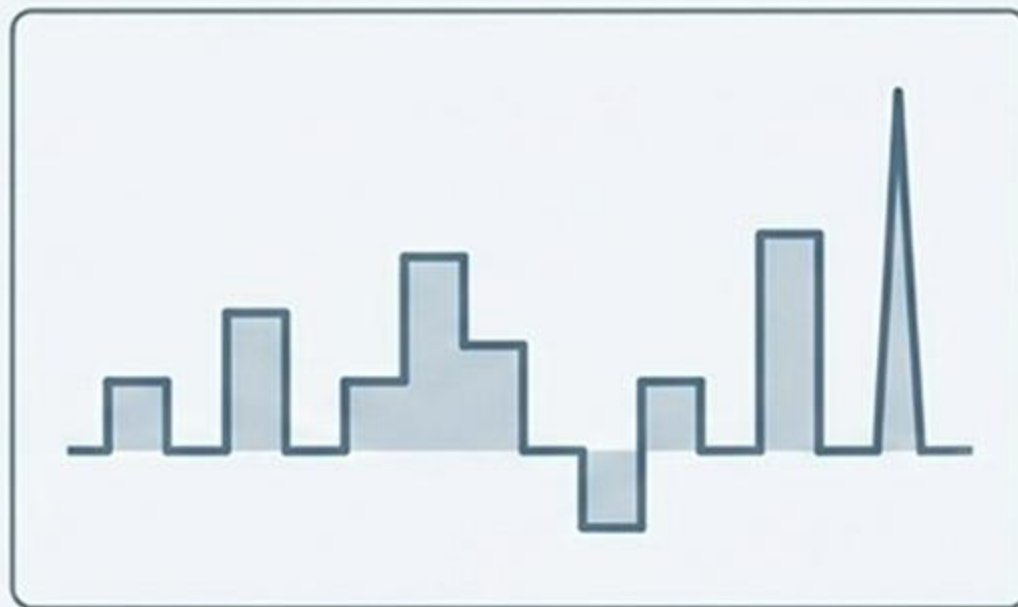
Ma trận 3 Mô hình định giá kinh điển tại Việt Nam



**Trái phiếu cố định
(Plain Vanilla)**

Ứng dụng: Trái phiếu Chính phủ (VGB).

Cơ chế: Tiền lãi (C) cố định.
Định giá đơn giản với hàm Excel =PV().



**Trái phiếu thả nổi
(Floating-Rate)**

Ứng dụng: Chiếm đa số TPDN & Ngân hàng.

Cơ chế: Bước 1: Dự phóng đường cong lãi suất Big4.
Bước 2: Chiết khấu dòng tiền thay đổi.



**Trái phiếu
Zero-Coupon**

Ứng dụng: Sản phẩm cấu trúc VIP công ty chứng khoán.

Cơ chế: Lãi định kỳ = 0. Mua chiết khấu sâu (Discount Price), nhận lại nguyên Mệnh giá.

Thực tế giao dịch: Cấu trúc Clean vs. Dirty Price



- **Quy ước đếm ngày Việt Nam:** Actual/365 (Sử dụng hàm =PRICE với basis=3)
- **Công thức:** Lãi cộng dồn (AI) = Mệnh giá × Coupon Rate × (Số ngày thực tế / 365)
- **Nguyên tắc:** Người mua phải trả trước phần lãi cộng dồn cho người bán. Do đó, Dirty Price = Clean Price + AI.

Hệ sinh thái Đo lường hiệu quả (Yield Metrics)

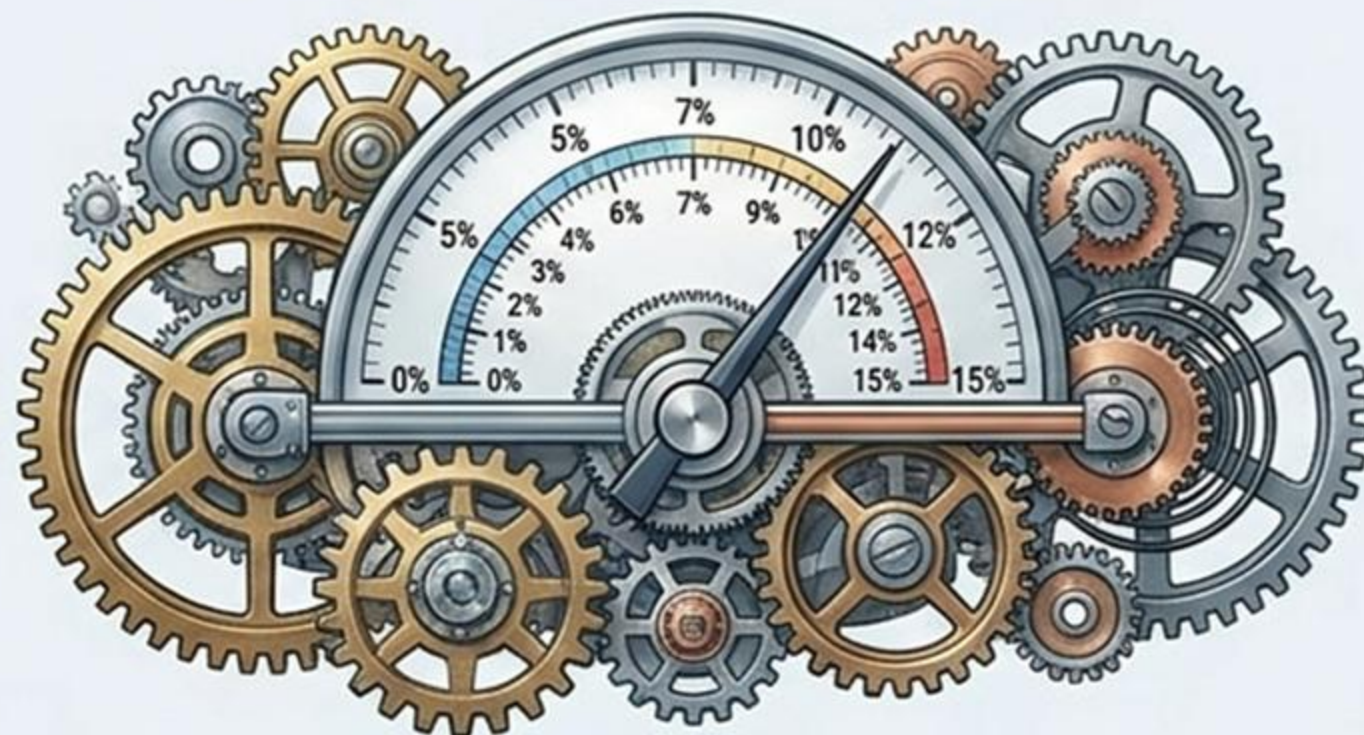
Lợi suất hiện hành (Current Yield - CY)



Tỷ lệ dòng tiền mặt ngắn hạn. Bỏ qua giá trị thời gian và tiền gốc khi đáo hạn.

$$CY = \frac{C}{PV}$$

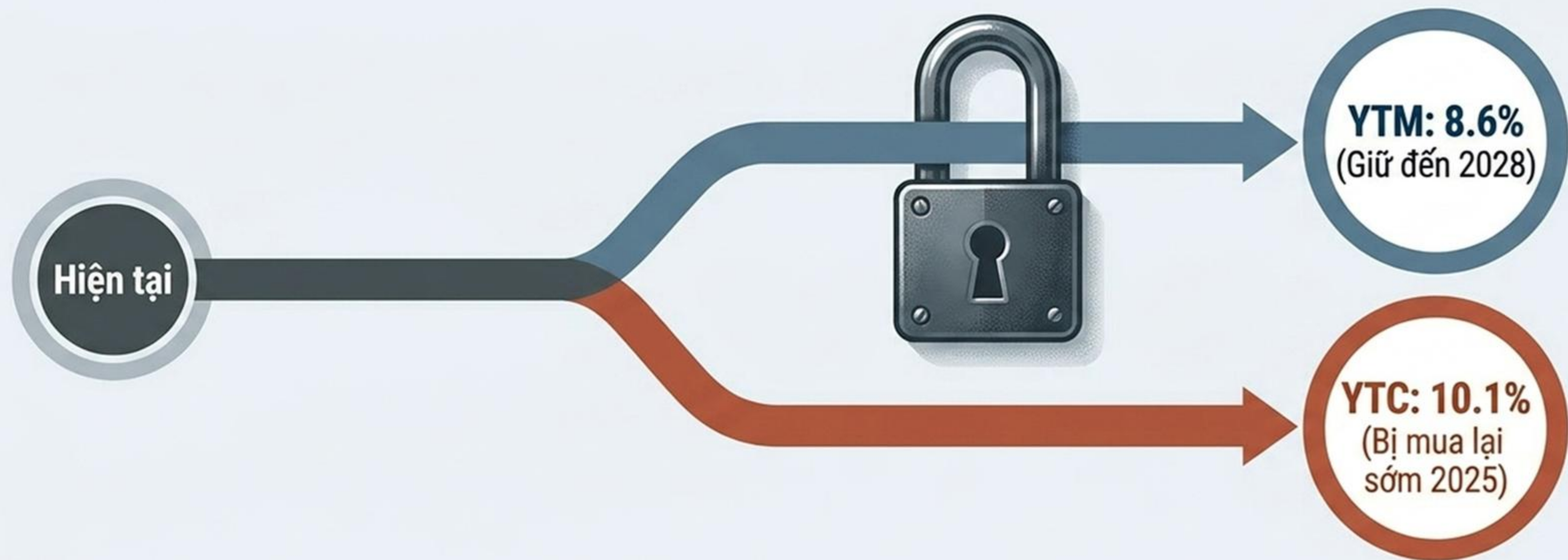
Lợi suất đến hạn (Yield to Maturity - YTM)



Thước đo chuẩn quốc tế. Giả định nắm giữ đến đáo hạn và tái đầu tư dòng tiền. Nếu mua chiết khấu ($PV < F$), YTM sẽ cao hơn Coupon Rate nhờ lợi nhuận kép.

$$YTM \approx \left[\frac{C + (F - PV)/n}{n} \right] / \left[\frac{(F + PV)/2}{2} \right]$$

Quyền chọn mua lại & Lá chắn Yield to Worst (YTW)



Rủi ro Call Option: Doanh nghiệp (đặc biệt Ngân hàng/BĐS) thường gắn quyền mua lại trước hạn để đảo nợ khi lãi suất rẻ.






Nguyên tắc thận trọng: Chuyên viên luôn phải tính toán cả YTM và YTC trên hệ thống.



Định nghĩa YTW: Lựa chọn kịch bản mang lại mức lợi suất thấp nhất giữa YTM và YTC. Đây là con số duy nhất được phép dùng để tư vấn bảo vệ khách hàng.

Thực tiễn thị trường: Ngân hàng vs. Bất động sản

Nhóm Ngân hàng	Nhóm Bất động sản
 Rủi ro & Giám sát: Rủi ro vỡ nợ thấp, thanh khoản vững, kiểm soát chặt bởi NHNN (SBV).	<ul style="list-style-type: none">• Rủi ro & Giám sát: Chu kỳ biến động mạnh, đòn bẩy cao, rủi ro pháp lý & dòng tiền.
 Phần bù rủi ro: Thấp. Định giá ổn định.	<ul style="list-style-type: none">• Phần bù rủi ro: Rất cao (Bù đắp cho nhà đầu tư gánh rủi ro chậm trả).
 Lợi suất (YTM) trung bình: 6.5% - 7.5% / năm	<ul style="list-style-type: none">• Lợi suất (YTM) trung bình: 11.5% - 13.5% / năm

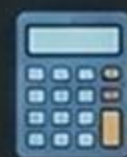
**Bài học cốt lõi: Tuyệt đối không tư vấn "lãi suất cao hơn là tốt hơn".
Lợi suất cao luôn đi kèm với phần bù rủi ro vỡ nợ tương xứng.**

Cạm bẫy định lượng: The Yield Trap (Bẫy lợi suất)

40% YTM*



Hiện tượng: Trái phiếu bị bán tháo chiết khấu sâu trên thị trường thứ cấp. Máy tính tài chính cho ra mức YTM ảo tưởng lên tới 40%/năm.



Bản chất cái bẫy: Mô hình toán học luôn dựa trên giả định ngây thơ rằng 'doanh nghiệp sẽ trả đủ tiền'.



Thực tế khốc liệt: Khi dự án đóng băng, dòng tiền cạn kiệt, các khoản tương lai bằng 0 ($C_t = 0$ và $F = 0$). Dòng tiền bằng 0 thì giá trị thực của trái phiếu là 0, không phải là mức giá "rẻ".

Bước kiểm tra sinh tử (The Sanity Check)



Chỉ số sinh tử: Hệ số khả năng trả lãi (Interest Coverage Ratio)

$$\text{Hệ số} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Chi phí lãi vay}}$$

Quy tắc vận hành:

Nếu hệ số < 1, doanh nghiệp không tạo đủ tiền mặt từ hoạt động kinh doanh cốt lõi để trả nợ lãi.

Hành động: Mô hình định giá dòng tiền mất đi giá trị. Dừng ngay việc định lượng trên Excel và chuyển sang đánh giá kịch bản phá sản / thanh lý tài sản bảo đảm.

CẢNH BÁO: DỪNG ĐỊNH GIÁ

Quy luật cốt lõi: Mỗi quan hệ ngược chiều

Lãi suất thị trường
/ Kỳ vọng (r)

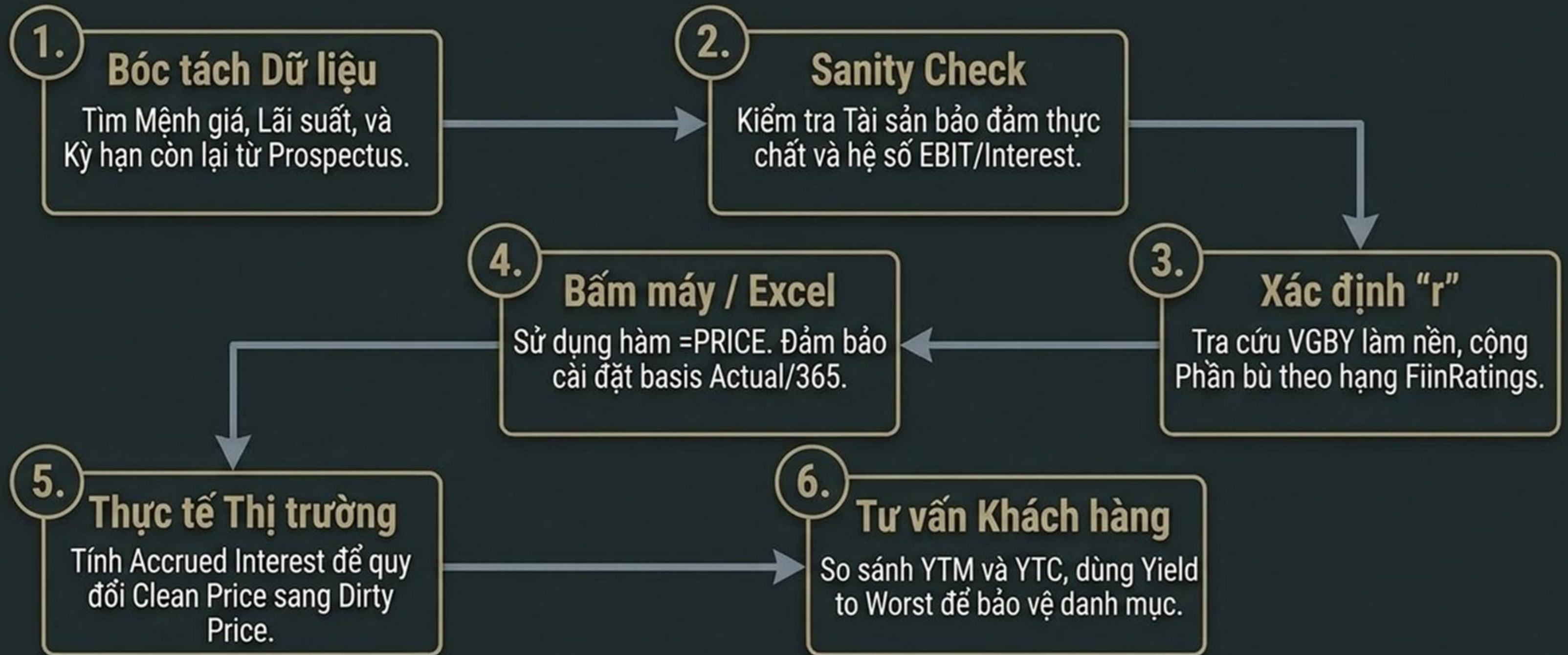


Giá trái phiếu (PV)

Quy luật tài chính bất biến: Lãi suất thị trường (r) GIẢM \Leftrightarrow Giá trái phiếu (PV) TĂNG

Ứng dụng: Khi Ngân hàng Nhà nước (SBV) cắt giảm lãi suất điều hành, lợi suất tiền gửi giảm làm kỳ vọng " r " giảm. Danh mục trái phiếu cố định hiện tại sẽ TĂNG GIÁ MẠNH, sinh ra thặng dư vốn khổng lồ.

Trình tự vận hành định giá chuẩn mực (The Blueprint)



Quy tắc môi giới: Không nhìn vào lãi suất cao nhất, chỉ nhìn vào dòng tiền có khả năng thu hồi an toàn nhất.