

Báo cáo Cập nhật Xếp hạng Tín nhiệm:

# Tổng Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Xây dựng (“Tập đoàn DIC”)

**Kết quả Xếp hạng Tín nhiệm Dài hạn Nhà Phát hành (\*): BB+**  
**Triển vọng: Ổn định**

Hà Nội, Ngày 30 Tháng 06 Năm 2024

**Chuyên viên phân tích:**

Lê Hồng Khang, Giám đốc Phân tích: [khang.le@fiingroup.vn](mailto:khang.le@fiingroup.vn)

Nguyễn Phạm Thục Anh, MSc, Trưởng nhóm Phân tích: [anh.nguyenphamthuc@fiingroup.vn](mailto:anh.nguyenphamthuc@fiingroup.vn)

**Hội đồng Xếp hạng Tín nhiệm:**

Nguyễn Nhật Hoàng, CFA, Chủ tịch Hội đồng: [hoang.nguyennhat@fiingroup.vn](mailto:hoang.nguyennhat@fiingroup.vn)

Nguyễn Anh Quân, MSc, Thành viên Hội đồng: [quan.nguyen@fiingroup.vn](mailto:quan.nguyen@fiingroup.vn)

Nguyễn Tùng Anh, Thành viên Hội đồng: [anh.nguyen@fiingroup.vn](mailto:anh.nguyen@fiingroup.vn)

\* Đây là kết quả Xếp hạng Tín nhiệm dài hạn Nhà phát hành. Xếp hạng này thể hiện đánh giá của chúng tôi về mức độ tín nhiệm của doanh nghiệp với vai trò là nhà phát hành, và không bao gồm kết quả xếp hạng tín nhiệm một công cụ nợ cụ thể nào bao gồm trái phiếu có thể được phát hành bởi doanh nghiệp.

Thang điểm xếp hạng tín nhiệm của FiinRatings được xây dựng và áp dụng cho các doanh nghiệp tại Việt Nam và không có giá trị hoặc ý nghĩa tương đương với thang điểm xếp hạng của bất kỳ tổ chức xếp hạng tín nhiệm nào khác.

Kết quả xếp hạng tín nhiệm này có hiệu lực kể từ ngày công bố cho đến khi chúng tôi có những cập nhật ở lần công bố tiếp theo.

Bản công bố được soạn thảo bằng cả tiếng Việt và tiếng Anh. Bản công bố tiếng Anh chỉ mang tính chất tham khảo và bản tiếng Việt sẽ được ưu tiên áp dụng trong trường hợp có bất kỳ sự không đồng nhất nào giữa bản tiếng Việt và tiếng Anh.

Mọi trích dẫn cần sử dụng đầy đủ nội dung của công bố thông tin này, nghiêm cấm việc thay đổi hoặc cắt ghép các nội dung hoặc các phần của nội dung báo cáo nhằm thay đổi hay phản ánh không chính xác quan điểm của FiinRatings.

## Mục lục

<b>Tóm tắt kết quả xếp hạng tín nhiệm ('XHTN')</b>	<b>3</b>
<b>Cơ sở của ý kiến xếp hạng tín nhiệm ('XHTN')</b>	<b>4</b>
<b>Triển vọng xếp hạng</b>	<b>6</b>
<b>Kịch bản cơ sở</b>	<b>7</b>
<b>Vị thế thanh khoản</b>	<b>7</b>
<b>Phương pháp luận xếp hạng tín nhiệm</b>	<b>8</b>
<b>Lịch sử xếp hạng tín nhiệm</b>	<b>9</b>
<b>Kê Khai Thông Tin Về Sờ Hữu Liên Quan</b>	<b>10</b>
<b>Phụ lục</b>	<b>11</b>
<b><i>Phụ lục 1: Rủi ro vĩ mô và Rủi ro ngành phát triển bất động sản dân cư</i></b>	<b>11</b>
<b><i>Phụ lục 2: Cơ cấu sở hữu và ban lãnh đạo của Tập đoàn DIC</i></b>	<b>19</b>
<b><i>Phụ lục 3: Tóm tắt báo cáo tài chính của Tập đoàn DIC (2021-2023)</i></b>	<b>20</b>
<b><i>Phụ lục 4: So sánh các chỉ số chính của Tập đoàn DIC và trung bình ngành</i></b>	<b>21</b>
<b><i>Phụ lục 5: Công thức các chỉ số tài chính</i></b>	<b>22</b>
<b><i>Phụ lục 6: Thang điểm xếp hạng tín nhiệm</i></b>	<b>23</b>
<b>Tuyên bố miễn trách nhiệm và bản quyền</b>	<b>24</b>

# Tóm tắt kết quả xếp hạng tín nhiệm ('XHTN')

Tổ chức phát hành	Loại hình xếp hạng tín nhiệm (XHTN)	Ngày công bố	Điểm XHTN	Triển vọng
Tổng Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Xây dựng ("Tập đoàn DIC" hoặc "Công ty")	XHTN tổ chức phát hành – Cập nhật	30/6/2024	BB+	Ổn định

**Ngành:** Ngành Bất động sản | Bất động sản Khu dân cư và Bất động sản du lịch, nghỉ dưỡng

**Cập nhật tình hình kinh doanh của Tập đoàn DIC đến Q1/2024:**  
 Trong bối cảnh ngành bất động sản còn đối mặt với nhiều thách thức và tốc độ phục hồi còn chậm, doanh thu từ chuyển nhượng bất động sản của Tập đoàn DIC ghi nhận sự sụt giảm trong năm 2023 và Q1/2024. Trong Q1/2024, Công ty lỗ gộp 50,8 tỷ VNĐ, nguyên nhân do có sự hoàn lại doanh thu giá trị khoảng 180 tỷ VNĐ liên quan đến dự án Khu Đô thị du lịch sinh thái Đại Phước. Theo đó Công ty đã tiến hành thanh lý hợp đồng chuyển nhượng cũ (đã ghi nhận doanh thu) để chuyển sang thực hiện hợp đồng chuyển nhượng một phần dự án, sau khi hoàn thiện thủ tục (dự kiến vào cuối năm 2024), Công ty dự kiến sẽ ghi nhận trở lại doanh thu và lợi nhuận của dự án theo hợp đồng chuyển nhượng mới này.

❖ **Hoạt động kinh doanh của Tập đoàn DIC vẫn chịu ảnh hưởng bởi tiến độ hoàn thiện thủ tục pháp lý kéo dài tại các dự án trọng điểm.** Ngoại trừ dự án Khu Đô thị du lịch sinh thái Đại Phước, DIC đã nhận được khoản đặt cọc chuyển nhượng dự án trị giá hơn 2.000 tỷ vào cuối năm 2023. Các dự án chính như Nam Vĩnh Yên, Long Tân, Bắc Vũng Tàu, CSJ dự kiến vẫn chưa có đóng góp đáng kể vào doanh thu và lợi nhuận của tập đoàn DIC trong năm 2024.

❖ **Rủi ro tài chính của Tập đoàn DIC vẫn ở mức tương đối cao do nhu cầu vay vốn phục vụ hoạt động đầu tư vào các dự án Bất động sản vẫn rất lớn trong 12-24 tháng tới.** Mức đòn bẩy của Tập đoàn DIC tăng trở lại và đạt 0,55 lần vào cuối Q1/2024 (31/12/2023: 0,39 lần). Dự kiến trong năm 2024, tỷ lệ đòn bẩy của Công ty sẽ tiếp tục tăng cao do Ban lãnh đạo Tập đoàn DIC đã công bố nghị quyết thông qua phương án phát hành tối đa 2.100 tỷ đồng trái phiếu riêng lẻ trong khoảng thời gian từ Q4/2023 đến hết năm 2024. Tính đến thời điểm hiện tại, Công ty đã huy động thành công 1.600 tỷ đồng trái phiếu phát hành riêng lẻ từ Q4/2023 đến Q1/2024.

❖ **Thanh khoản của Công ty duy trì ở mức trung bình với tỷ lệ nguồn thanh khoản/ mức sử dụng thanh khoản ước tính dao động trong khoảng 1 lần.** FiinRatings đánh giá doanh nghiệp sẽ chịu áp lực về mặt thanh khoản trong 12 tháng tới do khoản nợ vay trái phiếu trị giá 900 đến hạn vào năm nay cùng với nhu cầu đầu tư cho các dự án đang triển khai là tương đối lớn. Trong đó, chi phí đất bao gồm đền bù giải phóng mặt bằng và tiền sử dụng đất Tập đoàn DIC ước tính phải chi trả lên tới 4.112 tỷ đồng. Do đó trong kịch bản cơ sở, FiinRatings đánh giá nguồn thu từ kinh doanh các dự án hiện tại và huy động nợ vay trong 12 tháng tới chỉ vừa đủ đáp ứng nhu cầu sử dụng thanh khoản của Công ty.

**Tóm tắt kết quả:**

	XHTN lần đầu	XHTN Cập nhật Lần 01
<b>Năng lực Kinh doanh</b>	<b>Khá (3/6)</b>	<b>Khá (3/6)</b>
<i>Rủi ro ngành</i>	<i>Tương đối cao 4/6</i>	<i>Tương đối cao 4/6</i>
<i>Vị thế cạnh tranh</i>	<i>Khá (3/6)</i>	<i>Khá (3/6)</i>
<b>Rủi ro Tài chính</b>	<b>Tương đối cao (4/6)</b>	<b>Tương đối cao (4/6)</b>
<b>Mốc XHTN cơ bản</b>	<b>bbb-</b>	<b>bbb-</b>
<b>Yếu tố điều chỉnh:</b>		
<i>Mức độ đa dạng hóa</i>	+0	+0
<i>Cấu trúc nguồn vốn</i>	+0	+0
<i>Khả năng thanh khoản</i>	-1	-1
<i>Ban lãnh đạo và quản trị</i>	+0	+0
<b>Điểm XHTN đơn lẻ</b>	<b>bb+</b>	<b>bb+</b>
<b>Tác động bên ngoài</b>	<b>+0</b>	<b>+0</b>
<b>XHTN nhà phát hành</b>	<b>BB+</b>	<b>BB+</b>
<b>Triển vọng</b>	<b>Ổn định</b>	<b>Ổn định</b>

**Tóm tắt cơ sở ý kiến xếp hạng tín nhiệm:**  
**Năng lực kinh doanh: Khá**  
 Quy mô về tài sản và quỹ đất của Tập đoàn DIC ở mức khá so với các doanh nghiệp trong ngành bất động sản với tổng tài sản đạt 17.765,6 tỷ VNĐ tại thời điểm 31/3/2024, tăng 5,6% so với thời điểm cuối năm 2023 và quỹ đất đang phát triển khoảng 1.391,1 ha. Tuy nhiên, do thực hiện đầu tư nhiều dự án có quy mô tương đối lớn cùng lúc nên hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời của Công ty tương đối khiêm tốn so với các doanh nghiệp tương đồng và tốc độ triển khai ở một số dự án còn chậm ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng tài sản của Công ty. Trong năm 2023, chỉ số Vòng quay hàng tồn kho của Công ty ở mức 0,12 lần và Biên lợi nhuận EBITDA ở mức 32%, tương đối thấp hơn so với trung bình ngành với ở mức lần lượt là 0,14 lần và 35%.

**Rủi ro tài chính: Tương đối cao**  
 Áp lực trả nợ lớn tương đối lớn trong 2024 và khó khăn trong việc thực hiện kế hoạch doanh thu trong những năm gần đây do ảnh hưởng của Covid và các yếu tố kinh tế vĩ mô nên hoạt động kinh doanh của Tập đoàn DIC chưa thể khởi sắc trở lại trong năm 2023 và Q1/2024. Tuy nhiên, Tập đoàn DIC đã mua lại trước hạn các khoản trái phiếu giúp giảm đáng kể rủi ro thanh khoản và tỷ lệ đòn bẩy tài chính với tỷ lệ nợ vay/ vốn chủ sở hữu giảm xuống khoảng 0,39 lần tính đến hết năm 2023. Mặc dù vậy chúng tôi cho rằng hoạt động đầu tư dự án của Tập đoàn DIC vẫn đòi hỏi nhu cầu vốn lớn đối với các dự án trọng điểm tại Vĩnh Phúc và Đồng Nai giai đoạn 2024-2025. Trong khi dòng tiền thu đến từ hoạt động kinh doanh phụ thuộc vào dự Khu Đô thị mới Nam Vĩnh Yên, Khu phức hợp Cap Saint Jacques, dự án Khu Dân cư Thương mại Vị Thanh và Khu Đô thị du lịch sinh thái Đại Phước với các sản phẩm chính là đất nền, shophouse và biệt thự nghỉ dưỡng diễn ra tương đối trầm lắng trong thời gian gần đây. Bên cạnh đó, dù đã mua lại trước hạn trái phiếu nhưng trong Q4/2023 và Q1/2024, Tập đoàn DIC đã phát hành thêm 3 lô trái phiếu với tổng giá trị lên tới 1.600 tỷ đồng. Tỷ lệ Nợ vay/ VCSH trong 12-24 tháng tới của Tập đoàn DIC dựa theo kịch bản cơ sở của FiinRatings sẽ duy trì trong khoảng 0,6 – 0,7 lần, cao hơn so với trung bình ngành.

**Yếu tố điều chỉnh: Vị thế thanh khoản (-1)**  
 Chúng tôi đánh giá vị thế thanh khoản của Công ty ở mức **trung bình**, với tỷ lệ Nguồn thanh khoản/ Mức sử dụng thanh khoản được FiinRatings ước tính dao động trong khoảng 1,0 lần trong năm 2024. Đáng kể nhất đó là khoản nợ trái phiếu đến hạn trong năm 2024, ước tính khoảng 900 tỷ đồng. Bên cạnh đó nhu cầu đầu tư cho các dự án tiếp tục đòi hỏi nguồn vốn lớn, do đó phụ thuộc nhiều vào khả năng huy động vốn trong thời gian tới của Công ty. Vì vậy, nếu nguồn thu từ các dự án bất động sản tiếp tục không đạt kỳ vọng thì Công ty có thể sẽ gặp khó khăn trong việc đáp ứng các nghĩa vụ nợ vay đến hạn trong 2024. So với ước tính của Công ty, chúng tôi thận trọng loại trừ nguồn thu từ việc phát hành thành công 3.450 tỷ đồng cổ phiếu tăng vốn cho cổ đông hiện hữu sắp tới do diễn biến không thuận lợi trong hoạt động huy động vốn cổ phần trong thời gian vừa qua của Công ty.

**Bảng biểu 01: Các chỉ số chính của Tập đoàn DIC (2020A – 2024F)**

Đơn vị: Tỷ VND	- Năm tài chính kết thúc tại 31 Tháng 12 -				
	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
Doanh thu thuần	2.487	2.568	1.896	1.026	2.013
EBITDA	982	1.429	507	329	819
Nợ vay	1.524	4.906	3.845	3.112	3.282
Biên lợi nhuận gộp	26%	32%	33%	24%	29%
Biên EBITDA	39%	56%	27%	32%	41%
Nợ vay/VCSH (x)	0,32	0,64	0,49	0,39	0,54
Nợ vay/EBITDA (x)	1,55	3,43	7,59	9,45	4,01

Nguồn: FiinRatings, Tập đoàn DIC.

## Cơ sở của ý kiến xếp hạng tín nhiệm ('XHTN')

FiinRatings giữ nguyên mức điểm xếp hạng "BB+" và triển vọng xếp hạng tín nhiệm ở mức "Ổn định" của DIC phản ánh đánh giá của FiinRatings về hồ sơ kinh doanh ở mức Khá thông qua đánh giá quy mô tài sản và hiệu quả kinh doanh của DIC trong phân khúc phát triển bất động sản kết hợp với các đánh giá về rủi ro tài chính ở mức Tương đối cao và vị thế thanh khoản ở mức trung bình và điều chỉnh giảm một bậc từ mức xếp hạng cơ bản đối với đánh giá về vị thế thanh khoản. Sở hữu tổng quỹ đất đang triển khai và quỹ đất tiềm năng của DIC là 1.391,1 ha với phần lớn tập chung ở khu vực vệ tinh các thành phố lớn như Đồng Nai, Vũng Tàu và Vĩnh Phúc, vị thế cạnh tranh của DIC được đánh giá ở mức khá do Công ty nắm giữ khối lượng quỹ đất tương đối lớn và được phát triển và tập trung tại các vị trí vùng ven của thành phố Hồ Chí Minh, Hà Nội, và một số địa điểm thuộc thành phố Vũng Tàu. Phân khúc sản phẩm hiện đang kinh doanh chính của Công ty đó là đất nền, nhà ở, biệt thự nghỉ dưỡng, shophouse và khách sạn tại các tỉnh như Đồng Nai, Vũng Tàu và Vĩnh Phúc. Về tình hình tài chính, FiinRatings đánh giá áp lực trả nợ trong 12-24 tháng tới của DIC vẫn duy trì ở mức tương đối cao. Mặc dù DIC đã thực hiện cơ cấu nợ và thanh toán trước hạn dư nợ trái phiếu trong năm 2023, giảm thiểu mức độ rủi ro tài chính với tỷ lệ nợ vay/ vốn chủ sở hữu xuống mức 0,39 lần tính đến thời điểm 31/12/2023, tương đương với mức trung vị ngành hiện nay khoảng 0,3-0,4 lần. Tuy nhiên, từ cuối năm 2023 đến hết Q1/2024, tỷ lệ đòn bẩy của Công ty đã tăng trở lại lên mức 0,55 lần do Tập đoàn DIC đã thực hiện phát hành thành công 3 lô trái phiếu với tổng giá trị phát hành lên tới 1.600 tỷ đồng trong kế hoạch phát hành 2.100 tỷ đồng trái phiếu đã được Ban lãnh đạo thông qua vào cuối năm 2023. Bên cạnh đó, việc triển khai nhiều dự án cùng thời điểm dẫn đến nhu cầu về vốn để phát triển dự án cũng như thực hiện các nghĩa vụ tài chính với nhà nước của DIC là rất lớn. Mức điểm BB+ cũng phản ánh đánh giá của FiinRatings về những khó khăn trong giai đoạn tới khi thị trường bất động sản được dự báo sẽ tiếp tục trầm lắng ảnh hưởng đến khả năng bán hàng khi nguồn thu của DIC.

**Hoạt động kinh doanh của Tập đoàn DIC vẫn chịu ảnh hưởng bởi tiến độ hoàn thiện thủ tục pháp lý kéo dài tại các dự án trọng điểm.** Trong năm 2023, doanh thu thuần của Công ty đạt 1.025,7 tỷ VNĐ với đóng góp chính từ dự án Nam Vĩnh Yên (Vĩnh Phúc) và Vị Thanh (Hậu Giang). Sự sụt giảm về doanh thu và lợi nhuận của Công ty trong năm 2023 phần lớn do tác động của nền kinh tế suy yếu nói chung và thị trường bất động sản nói riêng, đã tạo ra những ảnh hưởng không thuận lợi đến tỉ lệ hấp thụ và bán hàng của Công ty. Về hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời, do thực hiện đầu tư nhiều dự án có quy mô tương đối lớn cùng lúc nên kết quả hoạt động Công ty tương đối khiêm tốn so với các doanh nghiệp tương đồng, tốc độ triển khai ở một số dự án còn chậm ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng tài sản của Công ty. Trong năm 2023, chỉ số Vòng quay hàng tồn kho của Công ty ở mức 0,12 lần và Biên lợi nhuận EBITDA ở mức 32%, tương đối thấp hơn so với mức trung vị ngành với ở mức lần lượt là 0,14 lần và 35%.

Trong Q1/2024, Công ty lỗ gộp 50,8 tỷ VNĐ, nguyên nhân do có sự hoàn lại doanh thu giá trị khoảng 180 tỷ VNĐ liên quan đến dự án đảo Đại Phước. Cụ thể vào cuối năm 2023, Công ty nhận khoản đặt cọc trị giá hơn 2.000 tỷ VNĐ cho dự án Đại Phước nhằm mục đích chuyển nhượng một phần dự án. Theo đó đã Công ty tiến hành thanh lý hợp đồng chuyển nhượng cũ (đã ghi nhận doanh thu) để chuyển sang thực hiện hợp đồng chuyển nhượng một phần dự án, sau khi hoàn thiện thủ tục (dự kiến vào cuối năm 2024), Công ty sẽ ghi nhận lại doanh thu và lợi nhuận của dự án theo hợp đồng chuyển nhượng mới này. Ngoại trừ dự án Khu Đô thị du lịch sinh thái Đại Phước, các dự án lớn khác như Nam Vĩnh Yên, Long Tân, Bắc Vũng Tàu, CSJ dự kiến vẫn chưa có đóng góp đáng kể vào doanh thu và lợi nhuận của tập đoàn DIC trong năm 2024.

Bên cạnh đó, Công ty có kế hoạch sơ bộ để mở rộng sang mảng năng lượng tái tạo và bất động sản khu công nghiệp. Tập đoàn DIC đã công bố kế hoạch sơ bộ vào tháng 9/2023 nhằm theo đuổi chiến lược phát triển bền vững dựa trên nguyên tắc ESG, mở rộng sang lĩnh vực năng lượng tái tạo và nghiên cứu đề xuất đầu tư nhà máy điện rác tại Bà Rịa

– Vũng Tàu. DIG sau đó đã ký Biên bản ghi nhớ thoả thuận hợp tác (MOU) với hai đối tác là Everbright Environment và CHEC vào tháng 12/2023 về phát triển năng lượng tái tạo, môi trường, và hạ tầng. Tuy nhiên do dự án chỉ ở giai đoạn nghiên cứu thị trường nên FiinRatings chưa đưa vào dự phóng và sẽ cập nhật tiến độ của dự án trong báo cáo tiếp theo.

**Rủi ro tài chính của Tập đoàn DIC được đánh giá vẫn sẽ duy trì ở mức tương đối cao do nhu cầu vay vốn lớn để tài trợ cho các dự án đang triển khai và đáp ứng nghĩa vụ nợ đến hạn.** Tại thời điểm cuối Q1/2024, tổng nợ của Tập đoàn DIC đạt 4.238,6 tỷ đồng, với tỷ lệ đòn bẩy tăng đạt mức 0,55 lần. Các tỷ lệ về đòn bẩy tài chính của Tập đoàn DIC tại cuối Q1/2024 vẫn duy trì ở mức cao hơn đáng kể so với mức trung bình ngành với tỷ lệ đòn bẩy trung bình của ngành là khoảng 0,4 lần (cuối năm 2023: 0,31 lần) và tỷ lệ Nợ vay/EBITDA trung bình ngành được điều chỉnh là khoảng 4,9 lần (cuối năm 2023: 3,24 lần). Trong kịch bản dự phóng cơ sở cho giai đoạn 2024 – 2025, chúng tôi ước tính Tập đoàn DIC duy trì tỷ lệ đòn bẩy vào khoảng 0,6 – 0,7 lần, và tăng lên khoảng 0,8 – 1,0 lần trong kịch bản không thuận lợi khi Công ty không thể tăng vốn chủ sở hữu mới và phải tiếp tục tăng nợ vay. Tuy áp lực từ việc 900 tỷ trái phiếu sẽ đến hạn trong năm 2024, chúng tôi nhận thấy rủi ro về việc tái cấp vốn của Công ty đã phần nào được giảm bớt nhờ vào việc Công ty đã phát hành thành công 1.600 tỷ trái phiếu mới với lãi suất thấp hơn lô trái phiếu cũ. Bên cạnh đó, để đảm bảo quy mô vốn hoạt động và giảm thiểu áp lực vay nợ, khả năng phát hành cổ phiếu tăng vốn của Công ty trong thời gian tới sẽ là yếu tố quan trọng để FiinRatings thực hiện theo dõi và đánh giá mức độ rủi ro tài chính tương ứng.

**Chúng tôi đánh giá thanh khoản của Tập đoàn DIC vẫn sẽ duy trì ở mức trung bình trong vòng 12 tháng tới và FiinRatings thực hiện điều chỉnh giảm một bậc từ mức điểm xếp hạng cơ sở của Tập đoàn DIC.** Trong kịch bản cơ sở của FiinRatings, khả năng trả nợ của Công ty sẽ phụ thuộc lớn vào khả năng đẩy mạnh hoạt động bán hàng tại các dự án Nam Vĩnh Yên và Khu dân cư Thương mại Vị Thanh, mức đệm dự phòng phục vụ các khoản nợ vay tương đối mỏng, tập trung dàn trải ở nhiều dự án đang ở giai đoạn xử lý các vấn đề pháp lý và giải phóng mặt bằng vì vậy sẽ phụ thuộc vào các nguồn vốn vay hoặc tái cấu trúc nợ vay để đảm bảo nghĩa vụ trả nợ. Bên cạnh đó, mặc dù Tập đoàn DIC đã chủ động thực hiện cơ cấu lại nợ vay ngân hàng và mua lại trước hạn hơn 1.000 tỷ đồng dư nợ trái phiếu trong năm 2023, tuy nhiên chúng tôi đánh giá áp lực thanh khoản vẫn ở mức cao trong năm 2024. Công ty cần nguồn cung thanh khoản lớn để phát triển dự án cũng như hoàn thành việc thực hiện nghĩa vụ về tiền sử dụng đất tại các dự án ở Vĩnh Phúc và Đồng Nai. Với giả định giữ vững tiến độ thu tiền từ các dự án đã ký hợp đồng, tỷ lệ nguồn thanh khoản trên sử dụng thanh khoản của Tập đoàn DIC dự kiến sẽ vào khoảng xấp xỉ một lần trong giai đoạn 12 tháng tới.

## Triển vọng xếp hạng

### Triển vọng xếp hạng: Ổn định

FiinRatings thực hiện giữ nguyên điểm xếp hạng tín nhiệm (“XHTN”) của Tập đoàn DIC ở mức ‘**BB+**’ với triển vọng xếp hạng ‘**Ổn định**’ trong lần cập nhật mới nhất dựa trên kỳ vọng của chúng tôi về việc Công ty sẽ có những sự phục hồi nhất định về kinh doanh, tương đồng với xu hướng hồi phục của ngành bất động sản ở Việt Nam trong năm 2024. Mặc dù vậy, áp lực từ nghĩa vụ tài chính và nhu cầu giải ngân đầu tư trong giai đoạn 2024 – 2025 vẫn là thách thức chính đối với hồ sơ tín dụng của Công ty. FiinRatings sẽ duy trì theo dõi chặt chẽ các yếu tố mà chúng tôi tin rằng có thể có tác động lớn đến tình hình kinh doanh và tài chính của Công ty, bao gồm:

- Tiến độ bán hàng và dòng tiền của các dự án trọng điểm trong vòng 12 tháng tới (dự án Đại Phước, dự án Nam Vĩnh Yên, Vị Thanh và CSJ) cùng với dòng tiền có thể phát sinh từ các dự án khác;
- Tiến độ và kết quả của các kế hoạch huy động vốn có tác động tới tiến độ thực hiện dự án, dòng tiền, và các chỉ số tài chính của Công ty (ví dụ: việc phát hành thành công cổ phiếu trị giá 3.450 tỷ đồng nhằm mục đích tăng vốn chủ sở hữu, cùng với việc xem xét các yếu tố khác)
- Những thay đổi về môi trường kinh tế vĩ mô và pháp lý có tác động đến toàn bộ phân khúc phát triển bất động sản dân cư và du lịch nghỉ dưỡng, cũng như chiến lược của Tập đoàn DIC để ứng phó với những thay đổi đó.

**Kịch bản nâng điểm XHTN:** Trong vòng 12 tháng tới, chúng tôi đánh giá khả năng nâng điểm xếp hạng tín nhiệm đối với nhà phát hành Tập đoàn DIC tương đối thấp; tuy nhiên việc nâng điểm hoặc triển vọng xếp hạng có thể khả thi trong trường hợp:

- Dòng tiền tốt hơn dự kiến so với trường hợp dự phóng cơ sở của FiinRatings, đến từ các dự án trọng điểm trong giai đoạn 2024-2025 bao gồm: Khu đô thị du lịch sinh thái Đại Phước, Khu dân cư Thương mại Vị Thanh, Khu đô thị mới Nam Vĩnh Yên, dự án CSJ kết hợp với việc các chỉ số tài chính về cơ cấu vốn và cơ cấu thanh khoản của Tập đoàn DIC được cải thiện rõ rệt so với kịch bản dự phóng cơ sở, đặc biệt trong giai đoạn 2024-2025 thông qua việc tái cấu trúc thành công đối với các khoản vay ngân hàng hiện hữu hoặc mở rộng hạn mức tín dụng với các tổ chức tín dụng như BIDV, VietinBank, HDBank,....
- Khu Đô thị du lịch sinh thái Đại Phước được bàn giao đúng tiến độ, đủ điều kiện mở bán và khai thác mang lại dòng tiền đáng kể trong giai đoạn 2024-2025. Trong năm 2024, Công ty hoàn thành đúng và đầy đủ nghĩa vụ đã kí với khách hàng trên hợp đồng đặt cọc để có thể ghi nhận doanh thu từ dự án Khu đô thị du lịch sinh thái Đại Phước
- Công ty thực hiện huy động vốn chủ sở hữu thành công thông qua kế hoạch phát hành cổ phiếu dự kiến trong năm 2024-2025 làm giảm áp lực tài chính trong ngắn hạn

**Kịch bản hạ điểm XHTN:** Chúng tôi có thể xem xét hạ điểm xếp hạng tín nhiệm trong trường hợp:

- Tập đoàn DIC gia tăng nợ vay cao hơn trong khi nguồn thu từ các dự án thấp hơn so với kịch bản dự phóng của FiinRatings, khiến các chỉ số đo lường về đòn bẩy và khả năng trả nợ của Công ty ở mức rủi ro hơn kịch bản dự phóng của FiinRatings
- Điều kiện thị trường không có sự cải thiện khiến Công ty phải chịu áp lực về chi phí gia tăng, trì hoãn tiến độ bán hàng và thu tiền, hoặc buộc phải giảm giá bán sản phẩm, dẫn đến việc các chỉ số về khả năng sinh lời kém hơn so với kịch bản dự phóng
- Yếu tố về môi trường lãi suất hoặc biến động vĩ mô không thuận lợi ảnh hưởng xấu tới khả năng huy động vốn của Công ty dẫn đến việc chậm tiến độ triển khai và bán hàng của các dự án; và/hoặc
- Rủi ro của ngành bất động sản gia tăng, dẫn đến việc FiinRatings thay đổi đánh giá toàn ngành ở mức rủi ro hơn, tác động tới điểm hồ sơ rủi ro kinh doanh của Công ty.

## Kịch bản cơ sở

### Các giả định chính

- Biên lợi nhuận EBITDA của các dự án được duy trì ở mức 25% - 30% trong các năm tới.
- Tập đoàn DIC tiến hành phát hành trái phiếu và vay vốn ngân hàng để thực hiện nghĩa vụ tài chính về tiền sử dụng đất đối với các dự án Khu đô thị du lịch Long Tân, Khu Đô thị mới Bắc Vũng Tàu và Khu dân cư Thương mại Vị Thanh.
- Áp dụng mức điều chỉnh giảm 50% doanh thu so với ước tính của Công ty và chỉ tính vào dự phóng doanh thu những dự án đã có pháp lý rõ ràng trong 2024-2025 do thị trường hiện nay không thuận lợi, thanh khoản thị trường và tỷ lệ hấp thụ ở mức thấp.
- Áp dụng mức điều chỉnh giảm 40% chi phí thi công và giải phóng mặt bằng so với ước tính của Công ty và loại ra khỏi dự phóng chi phí đầu tư của những dự án chưa có đầy đủ pháp lý và chưa cấp thiết.
- FiinRatings ước tính Tập đoàn DIC sẽ cần huy động thêm nguồn vốn khoảng 2.000 tỷ để đáp ứng nhu cầu đầu tư cho các dự án trọng điểm tại Vĩnh Phúc và Đồng Nai trong 12-24 tháng tới.

### Các chỉ số chính trong kịch bản cơ sở

**Bảng biểu 02: Các chỉ số phân tích chính dựa trên Kịch bản cơ sở**

Đơn vị: Tỷ VND	- Năm tài chính kết thúc tại 31 Tháng 12 -				
	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
Doanh thu thuần	2.487	2.568	1.896	1.026	2.013
EBITDA	982	1.429	507	329	819
Nợ vay	1.524	4.906	3.845	3.112	3.282
Vốn chủ sở hữu ("VCSH")	4.790	7.671	7.795	7.894	6.098
Biên lợi nhuận gộp	26%	32%	33%	24%	29%
Biên EBITDA	39%	56%	27%	32%	41%
Nợ vay/VCSH	0,32	0,64	0,49	0,39	0,54
Nợ vay/EBITDA	1,55	3,43	7,59	9,45	4,01

Nguồn: FiinRatings, Tập đoàn DIC

Theo thống kê của Hiệp hội môi giới Bất động sản, tỷ lệ hấp thụ các sản phẩm bất động sản dân cư, bất động sản nghỉ dưỡng (biệt thự, shophouse) tiếp tục trên đà suy yếu 06 quý liên tiếp, kéo dài từ Q3/2022 cho đến thời điểm hiện tại, tỷ lệ hấp thụ hiện tại chỉ đạt khoảng 26% so với mức 70% trong Q1, Q2/2022. Bên cạnh đó, dù từ Q3/2023, thị trường bất động sản khu dân cư bắt đầu có dấu hiệu phục hồi nhưng chủ yếu tập trung tại các thị trường có tiềm năng phát triển kinh tế, hạ tầng giao thông được đầu tư mạnh mẽ như Hà Nội, Thành phố Hồ Chí Minh, Đà Nẵng, v.v. Các sản phẩm bất động sản ghi nhận tăng trưởng về khối lượng giao dịch cũng như giá thành thuộc phân khúc có nhu cầu thực cao như căn hộ bình dân và nhà ở xã hội. Do đó, trong kịch bản cơ sở, FiinRatings tiến hành điều chỉnh giảm giả định về doanh thu so với ước tính của Công ty do phần lớn hàng tồn kho và chi phí xây dựng dở dang hiện tại của Tập đoàn DIC tập trung chủ yếu ở phân khúc bất động sản nghỉ dưỡng và khu dân cư vùng ven như Khu đô thị du lịch sinh thái Đại Phước, dự án và Khu đô thị mới Nam Vĩnh Yên.

Bên cạnh đó, Tập đoàn DIC hiện đang tiến hành phát hành lô trái phiếu để phục vụ cho việc phát triển dự án Khu đô thị du lịch Long Tân và Công ty sẽ tiếp tục vay vốn ngân hàng để tài trợ các nghĩa vụ tiền sử dụng đất tại các dự án Khu đô thị mới Nam Vĩnh Yên và Khu Đô thị mới Bắc Vũng Tàu. Do đó, tỷ lệ đòn bẩy tài chính sẽ tăng cao hơn đáng kể so với thời điểm 31/12/2023.

## Vị thế thanh khoản

Chúng tôi đánh giá tình trạng thanh khoản doanh nghiệp đánh giá ở mức **trung bình** trong vòng 12 tháng tới, và thực hiện giảm một bậc từ mức điểm xếp hạng cơ sở của Tập đoàn DIC do khả năng trả nợ của Công ty sẽ tương đối nhạy cảm với biến động của doanh thu, mức đệm dự phòng mỏng và vì vậy sẽ phụ thuộc vào các nguồn vốn vay hoặc tái cấu trúc nợ vay để đảm bảo nghĩa vụ trả nợ. Trong năm 2024, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh theo kịch bản cơ sở của FiinRatings đạt khoảng 2.013 tỷ VNĐ, trong khi đó, áp lực nợ gốc và lãi phải trả trong vòng 01 năm tới là 2.569 tỷ đồng.

Nguồn thu chủ yếu của Tập đoàn DIC đến từ hoạt động kinh doanh bất động sản, chiếm khoảng 70% tổng doanh thu. Trong bối cảnh thị trường chung đang gặp khó khăn và có thể hồi phục chậm hơn dự kiến, cùng với các yếu tố bất lợi từ tình hình kinh tế vĩ mô khiến cho phân khúc bất động sản đầu tư có giá trị lớn ít được thị trường chú trọng mà chủ yếu tập trung vào phân khúc nhà ở thực để tiếp cận hơn với đa số người mua. Việc danh mục các dự án của Tập đoàn DIC hiện nay chiếm đa số là dự án BĐS du lịch, nghỉ dưỡng, và đất nền khiến FiinRatings đánh giá rằng khả năng trả nợ lãi vay thông qua đánh giá tỷ lệ EBITDA/lãi vay sẽ duy trì ở mức vừa phải, các khoản gốc vay sẽ phụ thuộc vào các khoản vay mới và phát hành trái phiếu để hỗ trợ thanh khoản cho Công ty. Bên cạnh đó, Tập đoàn DIC cần nguồn thanh khoản rất lớn, phụ thuộc chủ yếu vào các nguồn vốn vay ngân hàng, phát hành trái phiếu và tăng vốn để phục vụ cho việc phát triển các dự án hiện hữu và thực hiện nghĩa vụ tiền sử dụng đất. Do đó, theo ước tính của FiinRatings, tỷ lệ nguồn cung thanh khoản so với nguồn sử dụng thanh khoản của Tập đoàn DIC năm 2024 nằm trong khoảng 0,91 – 1,06 lần.

Trường hợp trong năm 2024, Tập đoàn DIC chuyển nhượng dự án theo đúng tiến độ hợp đồng đã kí với khách hàng và chính thức ghi nhận doanh thu cho dự án Khu Đô thị du lịch sinh thái Đại Phước với giá trị gần 2.700 tỷ VNĐ, đồng thời, Tập đoàn DIC phát hành thành công cổ phiếu tăng vốn chủ sở hữu với tổng giá trị 3.450 tỷ VNĐ sẽ giúp cải thiện đáng kể quy mô vốn hoạt động và tỷ lệ nguồn thành khoản so với nguồn sử dụng thanh khoản lên trên mức 1,3 – 1,5 lần. Tuy nhiên, FiinRatings sẽ thận trọng trong việc đưa dòng thu từ việc phát hành cổ phiếu vào dự phóng do thị trường chứng khoán đang có nhiều biến động, mức độ tăng trưởng hạn chế và thanh khoản giảm mạnh.

**Bảng biểu 03: Nguồn cung thanh khoản và mức độ sử dụng thanh khoản của Tập đoàn DIC trong 12 tháng tới tính từ 31/12/2023**

Nguồn cung thanh khoản	Sử dụng thanh khoản
Tiền và các khoản tương đương tiền: 2.307 tỷ VNĐ	Chi phí tài chính: 644 tỷ VNĐ
Dòng tiền từ HĐKD: 2.013 tỷ VNĐ	Chi phí chung: 795 tỷ VNĐ
Phát hành trái phiếu: 1.600 tỷ VNĐ	Chi phí đầu tư: 3.840 tỷ VNĐ
Hạn mức ngân hàng: 1.682 tỷ VNĐ	Trả nợ gốc: 1.925 tỷ VNĐ
<b>Tổng nguồn cung thanh khoản: 7.603 tỷ VNĐ</b>	<b>Tổng mức sử dụng thanh khoản: 7.205 tỷ VNĐ</b>
<b>Nguồn cung thanh khoản/Mức độ sử dụng thanh khoản = 1,06x</b>	

*Nguồn: FiinRatings, Tập đoàn DIC*



## Phương pháp luận xếp hạng tín nhiệm

Phương pháp luận xếp hạng tín nhiệm giải thích cách tiếp cận của FiinRatings để đánh giá rủi ro tín dụng của các doanh nghiệp tại Việt Nam. Phương pháp luận này nhằm mục đích giúp các Công ty, nhà đầu tư và những thành viên thị trường khác hiểu cách thức và các tiêu chí định lượng cũng như định tính quan trọng mà chúng tôi xem xét trong việc giải thích kết quả xếp hạng tín nhiệm nói chung, và đối với từng ngành cụ thể mà chúng tôi thực hiện.

Ngoài ra, một số thuật ngữ được sử dụng trong báo cáo này, đặc biệt là một số từ chuyên ngành được sử dụng để thể hiện quan điểm của chúng tôi về xếp hạng các yếu tố liên quan, có ý nghĩa cụ thể được nêu trong các tiêu chí của chúng tôi, do đó nên được đọc cùng với các tiêu chí đó. Vui lòng xem các Phương pháp xếp hạng và tiêu chí liên quan theo đường dẫn dưới đây:

- [Phương pháp luận Xếp hạng Tín nhiệm Doanh nghiệp phi tài chính của FiinRatings](#)

Hoặc tham khảo đường dẫn sau để biết thêm chi tiết về phương pháp luận xếp hạng chung:

- [Phương pháp luận chung Xếp hạng Tín nhiệm](#)

## Lịch sử xếp hạng tín nhiệm

### Lịch sử xếp hạng tín nhiệm

#### Tổng Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Xây dựng

Lịch sử Xếp hạng tín nhiệm nhà phát hành

Ngày 30 Tháng 12 Năm 2023

Xếp hạng tín nhiệm lần đầu

Kết quả Xếp hạng: **BB+**

Triển vọng: **Ổn định**

Ngày 30 Tháng 06 Năm 2024

Cập nhật xếp hạng tín nhiệm

Kết quả Xếp hạng: **BB+**

Triển vọng: **Ổn định**

## Kê Khai Thông Tin Về Sở Hữu Liên Quan

Tại thời điểm công bố báo cáo, thông tin kê khai sau đây được thực hiện theo quy định hiện hành và nhằm thể hiện sự tuân thủ trong việc thực hiện và công bố kết quả xếp hạng tín nhiệm:

- Tỷ lệ sở hữu cổ phần tại FiinRatings của Tập đoàn DIC: *không có*
- Tỷ lệ sở hữu cổ phần tại Tập đoàn DIC của FiinRatings: *không có*
- Tỷ lệ sở hữu cổ phần tại Tập đoàn DIC của các nhân viên khác của FiinRatings: *không có*
- Giá trị trái phiếu của FiinRatings sở hữu bởi Tập đoàn DIC: *không có*
- Giá trị trái phiếu của Tập đoàn DIC sở hữu bởi FiinRatings: *không có*
- Giá trị các công cụ nợ khác của FiinRatings sở hữu bởi Tập đoàn DIC: *không có*
- Giá trị các công cụ nợ khác của Tập đoàn DIC sở hữu bởi FiinRatings: *không có*

FiinRatings được đề cập ở trên bao gồm Công ty Cổ phần FiinRatings, thành viên ban giám đốc, thành viên hội đồng xếp hạng tín nhiệm, các nhân sự của FiinRatings tham gia hoạt động xếp hạng tín nhiệm này. Số liệu trên được rà soát kể từ ngày chính thức ký Hợp đồng xếp hạng tín nhiệm với Công ty và cập nhật đến ngày phát hành báo cáo này.

FiinRatings duy trì một chính sách độc lập nghiêm ngặt đối nhằm đáp ứng các quy định hiện hành trong việc cung cấp dịch vụ xếp hạng tín nhiệm tại Việt Nam cũng như nhằm tuân thủ các chính sách nội bộ về tránh mâu thuẫn lợi ích và đảm bảo tính khách quan và độc lập trong việc phân tích và đưa ra ý kiến xếp hạng tín nhiệm. Theo đó, các nhân sự trực tiếp tham gia xếp hạng tín nhiệm không được phép sở hữu và thực hiện bất kỳ giao dịch nào đối với chứng khoán, cổ phần hay công cụ nợ của đơn vị được xếp hạng tín nhiệm khi FiinRatings đã thiết lập mối quan hệ xếp hạng tín nhiệm.

### Công ty Cổ phần FiinRatings

Báo cáo Kết quả Xếp hạng Tín nhiệm số: 02-C27-2023



Nguyễn Quang Thuân, FCCA

Tổng Giám đốc

Hà Nội, ngày 30 tháng 06 năm 2024

## Phụ lục

### Phụ lục 1: Rủi ro vĩ mô và Rủi ro ngành phát triển bất động sản dân cư

#### 1. Tổng quan về môi trường vĩ mô

Quy mô GDP năm 2023 đạt gần 430 tỷ USD, với mức tăng trưởng 5,05% so với 2022 thấp hơn so với mục tiêu của Chính phủ. Mức tăng này chỉ cao hơn tốc độ tăng của năm 2020 và 2021 trong giai đoạn 12 năm gần nhất, khi nền kinh tế chịu ảnh hưởng nặng nề bởi đại dịch Covid-19. Tuy vậy, kết quả này vẫn có những mặt tích cực với giải ngân đầu tư công đạt mức kỷ lục, thặng dư thương mại và FDI thực hiện vẫn tăng trưởng.

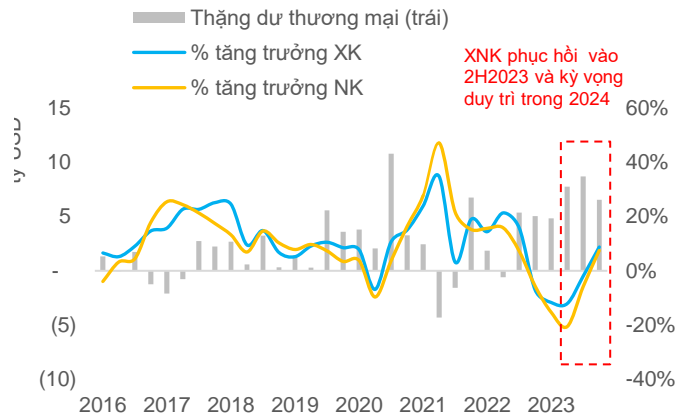
Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu năm 2023 đạt 683 tỷ USD, giảm 6,6% so với năm 2022. Cán cân thương mại vẫn thặng dư 28 tỷ USD với tốc độ giảm kim ngạch nhập khẩu (-8,9%) lớn hơn tốc độ giảm kim ngạch xuất khẩu (-4,4%). Tuy kim ngạch cả năm suy giảm, đã có những sự phục hồi nhất định vào cuối năm khi nhìn vào dữ liệu tháng và quý, với mức giảm đã được thu hẹp.

**Bảng biểu 04: Tăng trưởng GDP thực của Việt Nam**



Nguồn: Tổng cục Thống kê, FiinRatings

**Bảng biểu 05: Dữ liệu xuất nhập khẩu và thặng dư thương mại**



Nguồn: Tổng cục Thống kê, FiinRatings

Trong năm 2024, GDP Việt Nam được kỳ vọng tăng trưởng ở mức 6,0-6,5%, với các động lực chính:

- Hoạt động xuất nhập khẩu với các đối tác thương mại hồi phục. Trong ngắn hạn, cuộc xung đột tại Biển Đỏ có thể khiến nhu cầu tích trữ hàng hóa cùng các lựa chọn thay thế của các quốc gia đối tác với Việt Nam tăng cao hơn.
- Đầu tư khu vực tư nhân và khu vực công kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng 8% và 10% (theo ADB) với các dự án lớn sắp được triển khai. Dòng vốn FDI tiếp tục được kỳ vọng tăng trưởng dự kiến 10-15%.
- Tiêu dùng nội địa phục hồi với sự hỗ trợ của mặt bằng lãi suất huy động được giữ ở mức thấp, và việc giảm thuế giá trị gia tăng VAT từ 10% xuống 8% được gia hạn từ 1/1/2024 tới 30/6/2024.
- Các bộ luật và chính sách trong các lĩnh vực quan trọng như Bất động sản, Tổ chức Tín dụng hay Năng lượng đã được thông qua, và sẽ là nền tảng để tạo tiền đề cho các doanh nghiệp đầu tư và triển khai các dự án, đặc biệt những dự án đã bị trì hoãn trong giai đoạn 2-3 năm vừa qua.

Tuy nhiên, FiinRatings cũng cho rằng sẽ có những thách thức và rủi ro cho việc hồi phục của nền kinh tế Việt Nam, trong đó có thể kể tới:

- Nền kinh tế của Trung Quốc, đối tác chiếm 25% kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam, phục hồi yếu hơn kỳ vọng. Trong năm 2023, tình trạng giảm phát đã xảy ra tại Trung Quốc với tốc độ tương tự như sau cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu.
- Tác động của chính sách thuế tối thiểu toàn cầu đối với các dòng vốn FDI hiện tại và thu hút vốn mới.

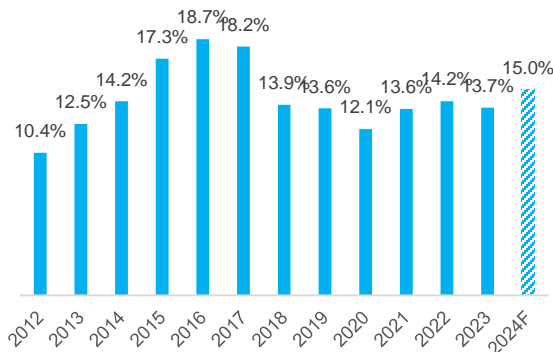
Các cuộc xung đột địa chính trị có thể diễn biến phức tạp và leo thang, ví dụ như chiến tranh Nga và Ukraine, xung đột giữa Israel và Hamas tại Trung Đông.

## 2. Môi trường tín dụng

### 2.1. Tín dụng ngân hàng

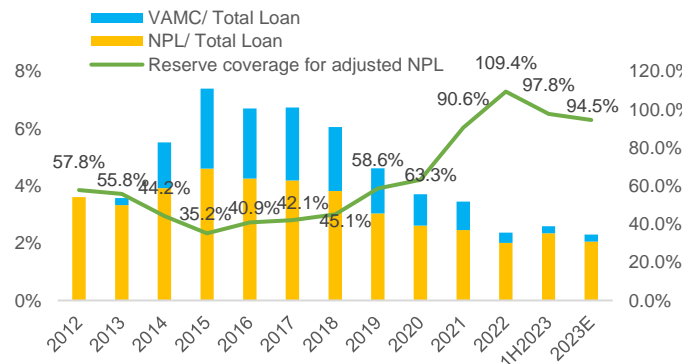
Tăng trưởng tín dụng năm 2023 đạt khoảng 13,7% và tăng nhanh vào tháng cuối năm. Mặc dù việc tín dụng tăng mạnh vào cuối năm là thường thấy do nhu cầu vốn của một số doanh nghiệp tăng, FiinRatings nhận định sự tăng trưởng này được thúc đẩy phần nào cũng bởi tăng trưởng tín dụng dành cho các đơn vị phát triển bất động sản. Trong năm 2024, với mục tiêu tăng trưởng tín dụng ở mức 15% và trong bối cảnh thị trường vẫn còn nhiều khó khăn, rủi ro tín dụng của các lĩnh vực liên quan tới bất động sản vẫn được chúng tôi đánh giá là một trong những rủi ro trọng yếu của ngành ngân hàng hiện nay.

**Bảng biểu 06: Tăng trưởng tín dụng (2012 – 2024F)**



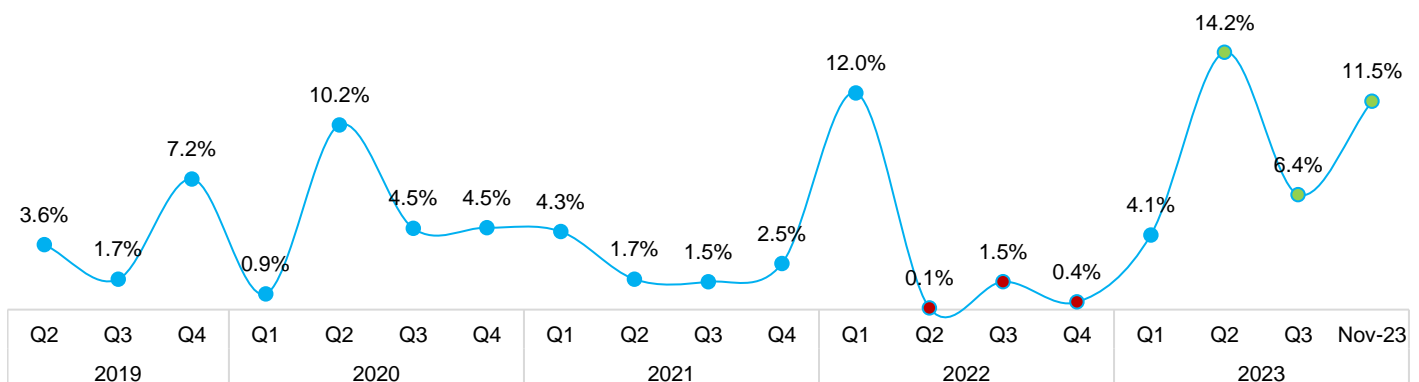
Nguồn: Ngân hàng Nhà nước, FiinRatings

**Bảng biểu 07: Xu hướng nợ xấu (2012 – 2023E)**



Nguồn: FiinRatings tổng hợp từ số liệu của 27 ngân hàng TMCP

**Bảng biểu 08: Thống kê tăng trưởng tín dụng theo quý vào lĩnh vực phát triển bất động sản 2019- Tháng 11/2023**

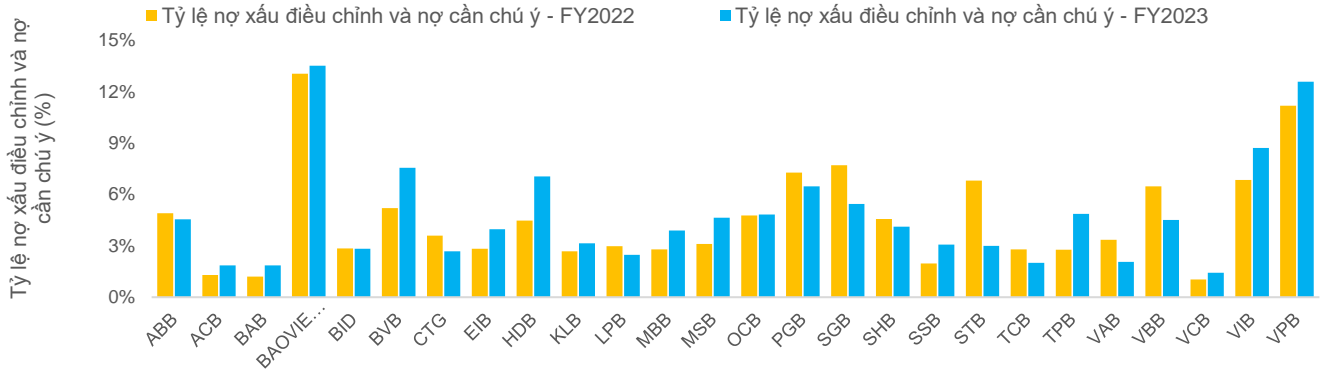


Nguồn: Bộ Xây dựng, FiinRatings

Mặc dù vậy, với các chính sách hỗ trợ của Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước, đặc biệt như chính sách cho phép ngân hàng cơ cấu lại thời hạn nợ, giữ nguyên nhóm nợ trong Thông tư 02/2023/TT-NHNN từ tháng 4 năm 2023, đã góp phần làm giảm xu hướng gia tăng của nợ xấu và giảm áp lực trích lập dự phòng cho ngân hàng. Tính đến cuối năm 2023, nợ xấu điều chỉnh (bao gồm NPL nội bảng và VAMC) của các ngân hàng TMCP đang hoạt động (không thuộc diện kiểm soát đặc biệt) được ước tính ở mức trên 2%, tương đương so với con số của năm 2022, nhưng có sự giảm nhẹ so với 1H2023. Tuy nhiên, cần lưu ý mức tỷ lệ nợ xấu này chưa bao gồm (i) các nghĩa vụ nợ tiềm ẩn từ các cam kết ngoại bảng, (ii) cũng như các khoản nợ được các ngân hàng chủ động tái cấu trúc trước với doanh nghiệp (với lý do khả năng trả nợ của doanh nghiệp bị ảnh hưởng), hay tái cấu trúc theo Thông tư 02; do đó FiinRatings nhận định con số này chưa thực sự phản ánh đầy đủ tình hình chất lượng tài sản của các ngân hàng thương mại trong bối cảnh hiện nay. Bên cạnh đó, việc nợ nhóm 2 (nợ cần chú ý) tăng cao trong năm 2023 ở một số ngân hàng là dấu hiệu cho thấy các ngân hàng này có thể phải đối mặt với áp lực đáng kể trong vòng 12 tháng tới.

Do vậy, mặc dù đánh giá của chúng tôi về rủi ro hệ thống ở mức tương đối thấp, FiinRatings kỳ vọng chất lượng tài sản của các ngân hàng sẽ chưa cho thấy sự cải thiện ngay trong năm 2024. Về pháp lý, FiinRatings kỳ vọng việc sửa đổi luật các tổ chức tín dụng sẽ góp phần tạo điều kiện, hỗ trợ các ngân hàng trong công cuộc xử lý nợ xấu và xử lý tài sản bảo đảm, đặc biệt với tài sản bảo đảm liên quan tới bất động sản.

**Bảng biểu 09: Tỷ lệ nợ xấu NPL điều chỉnh (nhóm 3-5) và Nợ cần chú ý (nhóm 2) (2022 – 2023)**



Nguồn: FiinRatings, tổng hợp từ số liệu của 27 ngân hàng TMCP; Một số ngân hàng không được đưa vào do dữ liệu chưa được cập nhật hoặc dữ liệu ngoại lai (outlier); NPL điều chỉnh bao gồm NPL và VAMC

## 2.2. Trái phiếu doanh nghiệp

### Về quy mô và diễn biến thị trường:

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ chứng kiến sự phục hồi nhẹ trong năm 2023, với giá trị phát hành mới đạt 345,8 nghìn tỷ (+8,6% so với cùng kỳ). Về Trái phiếu doanh nghiệp phát hành ra công chúng, giá trị phát hành cho thấy sự tăng trưởng vượt bậc khi đạt 37 nghìn tỷ (+74,6% so với cùng kỳ). Tổng quan thị trường, nhóm TCTD là động lực chính của thị trường khi chiếm 56,2% giá trị phát hành (+17,1 so với cùng kỳ), do nhu cầu phát hành trong 2H2023 nhằm tăng vốn đáp ứng tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn, theo sau là Bất động sản với 25,5% giá trị phát hành (+27,9% so với cùng kỳ).

Hoạt động phát hành của các nhóm ngành đang cho thấy các dấu hiệu hồi phục sau một khoảng thời gian phát hành ảm đạm. Chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ tiếp tục xu hướng tăng trưởng chậm trong năm 2024 do tác động từ nhiều điều khoản về quy định nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, và xếp hạng tín nhiệm bắt buộc của Nghị định 65/2022/NĐ-CP đã đi vào hiệu lực. Tuy nhiên, nhà đầu tư sẽ được hưởng lợi từ các điều kiện trên bởi tính minh bạch, cũng như chất lượng các lô TPDN phát hành mới được kỳ vọng sẽ cải thiện hơn.

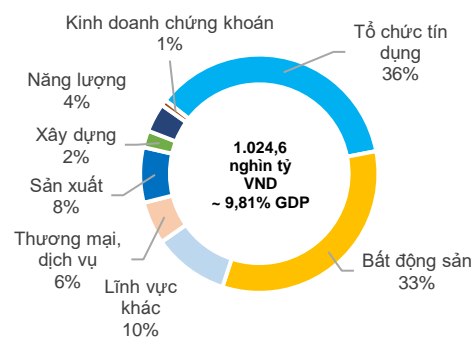
Quy mô TPDN riêng lẻ lưu hành giảm từ 14,13% của năm 2022 xuống còn 9,8%/GDP vào cuối năm 2023, chủ yếu do phát hành mới chậm lại trong khi hoạt động mua lại diễn ra mạnh mẽ. Cơ cấu trái phiếu doanh nghiệp theo ngành hiện tại phần lớn vẫn thuộc về Tổ chức tín dụng với 353,2 nghìn tỷ (39% giá trị lưu hành) và Bất động sản với 294 nghìn tỷ (33% giá trị lưu hành).

**Bảng biểu 10: Giá trị phát hành TPDN**



Nguồn: HNX, HOSE, FiinRatings

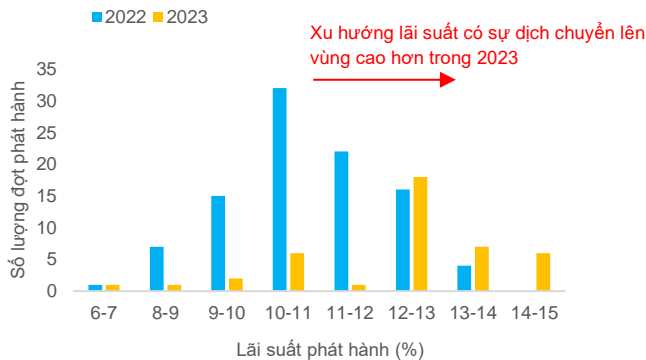
**Bảng biểu 11: Quy mô lưu hành TPDN riêng lẻ tại 31/12/2023**



Nguồn: HNX, FiinRatings

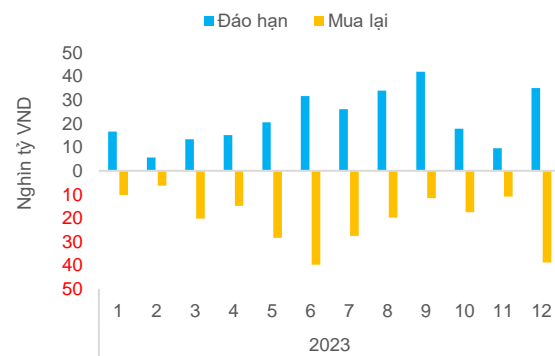
Kỳ hạn bình quân của các đợt phát hành có sự kéo dài, tăng từ 2,91 lên 3,87 năm, đi kèm với lãi suất phát hành bình quân cũng tăng lên 9,75% (+0,62% so với cùng kỳ) với lãi suất cao nhất đạt ngưỡng 14,5%. Chúng tôi cho rằng thị trường TPDN sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi mặt bằng lãi suất ở vùng thấp trong ít nhất 1H2024, đặc biệt với các doanh nghiệp đang gặp áp lực về thanh khoản, bởi phát hành trái phiếu với lãi suất thả nổi sẽ tiết chế gánh nặng chi phí vốn và đảm bảo dòng tiền thanh toán các nghĩa vụ nợ đến hạn. Hoạt động mua lại TPDN cũng diễn ra sôi nổi trong năm 2023 với nhóm Tổ chức tín dụng đóng góp đến 50,6% giá trị mua lại, và Bất động sản với 21,6%. Đi kèm đó, giá trị đảo hạn trong giai đoạn 2024-2025 vẫn duy trì đáng kể, ước tính đạt 498,6 nghìn tỷ VND (~ 41,2% giá trị lưu hành cuối năm 2023), chúng tôi kỳ vọng nhu cầu phát hành trái phiếu doanh nghiệp sẽ tăng trưởng trở lại, đặc biệt từ các Tổ chức tín dụng để nhằm cải thiện vốn cấp 2 theo Thông tư 22/2023/TT-NHNN.

**Bảng biểu 12: Mặt bằng lãi suất phát hành tăng trong 2023**



Nguồn: HNX, FiinRatings

**Bảng biểu 13: Giá trị mua lại TPDN trong năm 2023**



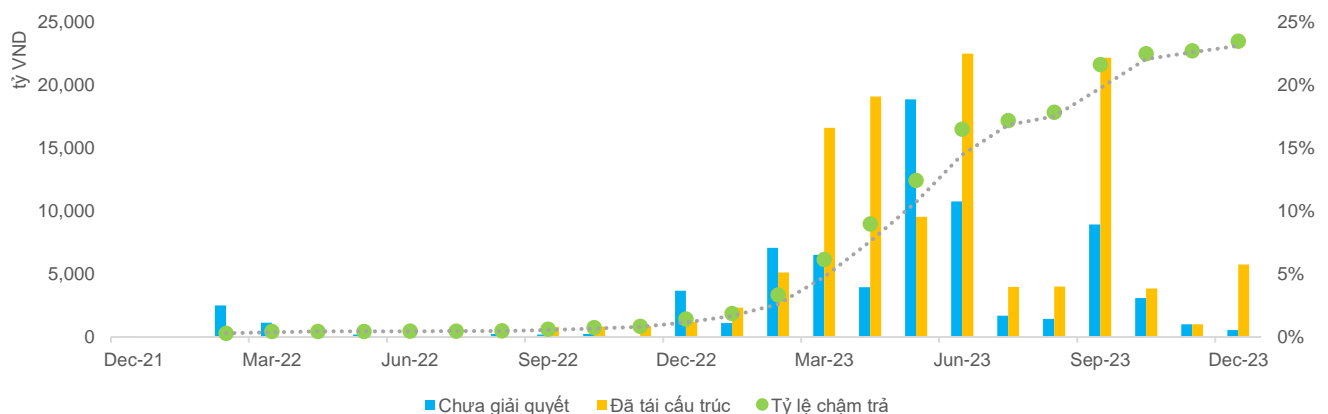
Nguồn: HNX, FiinRatings

### Về tình trạng chậm thanh toán:

Chúng tôi ước tính giá trị chậm trả gốc/lãi (bao gồm cả những TPDN cơ cấu lại và giãn hoãn kỳ hạn) đạt mức 192,8 nghìn tỷ của 131 nhà phát hành cho đến ngày 31/12/2023, chiếm 16,0% tổng TPDN đang lưu hành và 23,5% giá trị TPDN phi ngân hàng lưu hành tại đầu năm. Về nhóm ngành, Năng lượng chiếm tỷ lệ chậm trả theo ngành lớn nhất (47,9%), tiếp đến là Bất động sản (30,7%) và Thương mại, dịch vụ (19,92%).

Sau khi Nghị định 08/2023/NĐ-CP cho phép cơ cấu lại nợ trái phiếu ra đời, các doanh nghiệp có xu hướng lựa chọn các phương án tái cấu trúc để xử lý vấn đề thanh khoản trước mắt. Số liệu FiinRatings cho thấy, có 62,04% giá trị TPDN tái cấu trúc với gia hạn gốc/lãi (chiếm 76,13% tổng giá trị TPDN tái cấu trúc) là phương án được áp dụng phổ biến nhờ tính chất tối ưu chi phí và chỉ cần đồng thuận giữa hai bên liên quan, bên cạnh các phương án cần định giá phức tạp hơn như thanh lý tài sản đảm bảo, hoán đổi tài sản bất động sản hoặc quyền thu. Một số lô TPDN cũng ghi nhận thay đổi các điều khoản như điều chỉnh lãi suất, bổ sung TSDB, cùng các cam kết khác. Trong giai đoạn tới, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chậm trả sẽ tiếp tục tăng, song giá trị chậm thanh toán gốc/lãi trong năm 2024 sẽ thấp hơn so với năm 2023.

**Bảng biểu 14: Giá trị chậm trả gốc/lãi TPDN trong năm 2023 tăng cao**



Nguồn: HNX, FiinRatings

Ghi chú: TPDN chậm trả gồm: (1) Chưa giải quyết: DN chưa thanh toán hay xử lý bằng hình thức khác, (2) Đã tái cấu trúc: DN đã đàm phán thành công với trái chủ và có nghị quyết người sở hữu trái phiếu.

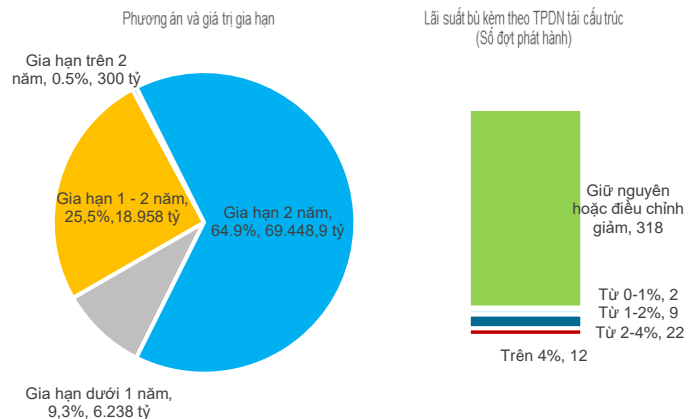
**Bảng biểu 15: Tỷ lệ chậm trả Trái phiếu doanh nghiệp**

Diễn giải	Số lượng TCPH	Giá trị Tỷ VND	%
<b>Phân loại theo tình trạng chậm trả</b>			
Chưa xử lý	42	73.184,5	38,0%
Đã cấu trúc lại	89	119.616,6	62,0%
<b>Phân loại theo ngành</b>			
Bất động sản	75	127.387,9	66,1%
Lĩnh vực khác	17	16.115,4	8,4%
Năng lượng	12	22.634,9	11,7%
Sản xuất	6	2.140,0	1,1%
Thương mại, dịch vụ	10	20.707,9	10,7%
Xây dựng	11	3.815,0	2,0%
<b>% so với thị trường</b>			
% so với giá trị TPDN lưu hành đầu kỳ		<b>15,95%</b>	
Đãi 31/12/2022			

Nguồn: HNX, FiinRatings

Ghi chú: TPDN được tái cơ cấu được định nghĩa là các nghĩa vụ nợ này đến hạn lãi và/hoặc gốc nhưng đã được TCPH đàm phán gia hạn thành công với trái chủ. TCPH = Tổ chức Phát hành.

**Bảng biểu 16: Phương án xử lý chậm thanh toán phổ biến**



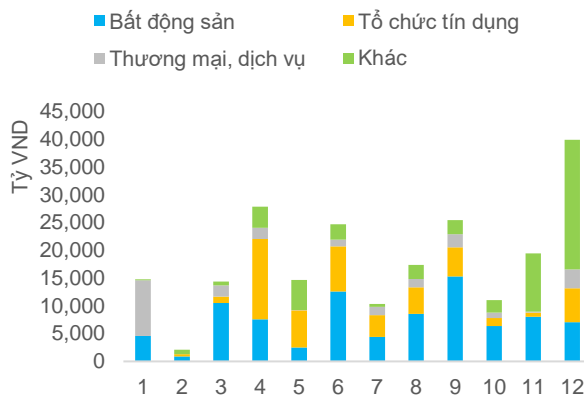
Nguồn: HNX, FiinRatings

Ghi chú: Số liệu được cập nhật đến 31/12/2023. Giá trị gia hạn bao gồm các lô TPDN được kéo dài kỳ hạn thanh toán gốc theo nghị định 08, không bao gồm gia hạn lãi trong ngắn hạn.

Trong năm 2024, giá trị TPDN đáo hạn được ước tính đạt 239 nghìn tỷ (+19,7% so với cùng kỳ). Trong đó ngành Bất động sản chiếm hơn 41% giá trị đáo hạn (-2,4% so với cùng kỳ), theo sau là TCTD với 22,2% giá trị đáo hạn (+7,1% so với cùng kỳ). So với năm 2023, thị trường sẽ đối mặt thêm gánh nặng từ các lô TPDN chậm gốc/lãi được gia hạn trước đó thông qua Nghị định 08, ước tính giá trị cần xử lý đạt 94,1 nghìn tỷ.

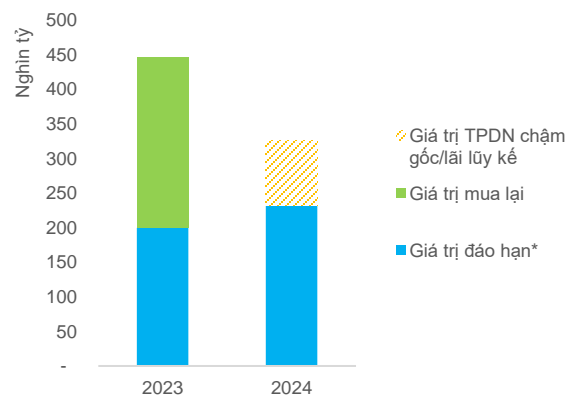
Áp lực thanh toán của doanh nghiệp Bất động sản được dự kiến khó được giải tỏa khi thị trường chưa phục hồi hoàn toàn, vướng mắc pháp lý vẫn tiếp diễn vì độ trễ chính sách, và các doanh nghiệp cần thời gian để cân đối lại dòng tiền hoạt động. Rủi ro chậm trả của thị trường cũng sẽ gia tăng do một số điều khoản gia hạn trong Nghị định 08 đã hết hiệu lực lần áp lực từ các đợt phát hành TPDN có cam kết mua lại trong năm 2024.

**Bảng biểu 17: Giá trị TPDN đáo hạn năm trong 2024**



Nguồn: HNX, FiinRatings ước tính

**Bảng biểu 18: Nhà phát hành dự kiến vẫn tiếp tục gặp nhiều áp lực thanh toán trong năm 2024**



Nguồn: FiinRatings. Ghi chú: Giá trị TPDN chậm gốc/lãi lũy kế bao gồm các lô TPDN có lịch thanh toán lãi/gốc đến ngày 31/12/2023, nhưng đã gia hạn kỳ thanh toán. Giá trị đáo hạn không bao gồm các lô TPDN được gia hạn thanh toán trong năm 2024 và ghi nhận vào Giá trị TPDN chậm gốc/lãi lũy kế

Bên cạnh các thách thức và khó khăn kể trên, chúng tôi cũng kỳ vọng thị trường trái phiếu doanh nghiệp năm 2024 sẽ bước vào giai đoạn phát triển mới theo hướng chặt chẽ hơn với việc áp dụng những yêu cầu cao hơn đối với tất cả các thành viên tham gia thị trường, qua đó giúp cho hoạt động phát hành trái phiếu mới dần phục hồi. Nhiều quy định trong Nghị định 65/2022/NĐ-CP bắt đầu có hiệu lực vào năm 2024 sẽ thiết lập kỷ luật chặt chẽ hơn đối với tất cả các bên liên quan và hỗ trợ cho việc khôi phục niềm tin của thị trường. Nhu cầu phát hành lớn của nhóm ngân hàng để bổ sung nguồn vốn và đáp ứng các chỉ tiêu an toàn tài chính sẽ dẫn dắt thị trường trái phiếu trong năm 2024.

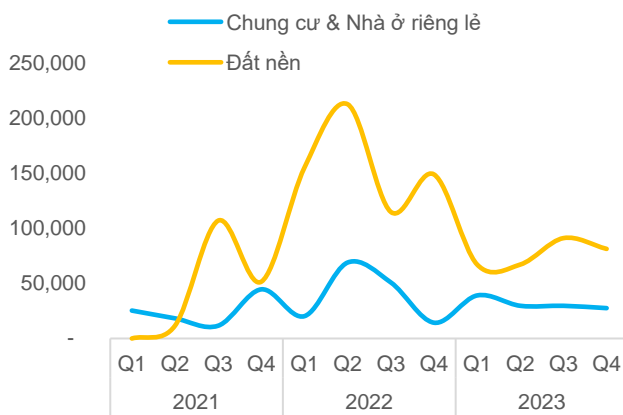
### 3. Ngành Bất động sản Dân cư và Bất động sản Nghỉ dưỡng

#### Bất động sản Khu dân cư

Trong năm 2023, những thay đổi về khung pháp lý chưa được thông qua, cũng như các sự kiện thanh tra, điều tra vẫn còn là trở ngại lớn cho sự hồi phục của thị trường. Theo thống kê của Bộ Xây dựng, số lượng các dự án nhà ở thương mại được cấp phép mới trong năm 2023 rất hạn chế, tuy nhiên số lượng dự án đang triển khai lại ở mức cao kỷ lục. Điều này phản ánh tâm lý e ngại chung trên thị trường, số lượng giao dịch suy giảm ở cả loại hình nhà ở thành phẩm và đất nền, cũng như các dự án đang triển khai phải tạm dừng,

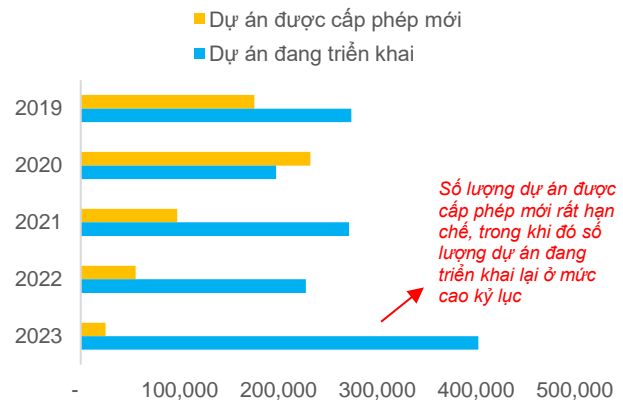
Theo quan sát của chúng tôi, phần lớn các nhà phát triển hiện đang đối mặt với áp lực huy động vốn để triển khai dự án tại các khu đất đã tích lũy từ trước khi đại dịch bùng phát. Đồng thời, việc phải tìm các phương án tái tài trợ các khoản nợ cũ sẽ làm gia tăng rủi ro liên quan đến cơ cấu nguồn vốn và tình trạng thanh khoản.

**Bảng biểu 19: Lượng giao dịch chung cư, nhà ở riêng lẻ và đất nền**



Nguồn: FiinRatings, Bộ Xây dựng

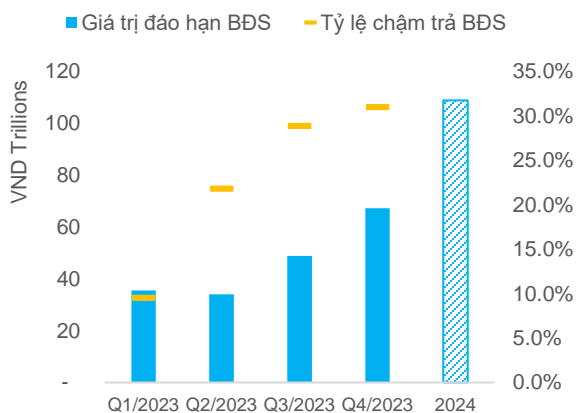
**Bảng biểu 20: Thông kê về số lượng các dự án nhà ở thương mại**



Nguồn: FiinRatings, Bộ Xây dựng

Về triển vọng năm 2024, FiinRatings đánh giá các nhà phát triển Bất động sản dân cư vẫn sẽ tiếp tục đối mặt với các áp lực về thanh khoản, khả năng tiếp cận nguồn vốn và các rủi ro về lãi suất, suy thoái kinh tế tác động đến nhu cầu và khả năng chi trả của người dân.

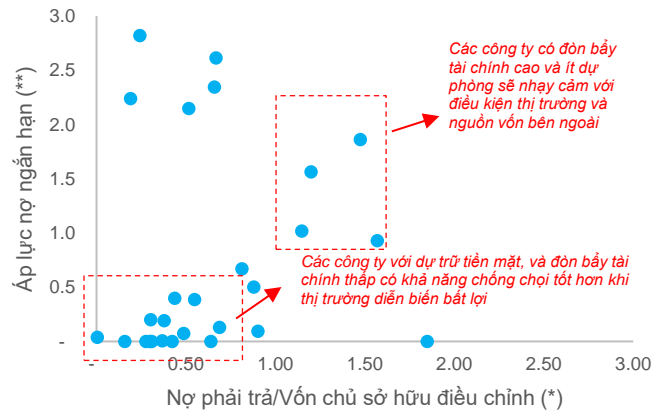
**Bảng biểu 21: Tỷ lệ chậm trả trái phiếu doanh nghiệp Bất động sản năm 2023 và giá trị đáo hạn năm 2024**



Nguồn: FiinRatings

Ghi chú: Giá trị đáo hạn chỉ bao gồm TPDN phát hành riêng lẻ. Tỷ lệ chậm trả BĐS được tính bằng giá trị chậm trả gốc/lãi trên tổng giá trị TPDN bất động sản lưu hành tại đầu kỳ 31/12/2022.

**Bảng biểu 22: Áp lực thanh khoản vẫn duy trì với các nhà phát triển Bất động sản**



Nguồn: FiinRatings. Ghi chú: Dữ liệu được tổng hợp từ Báo cáo tài chính của 46 doanh nghiệp Bất động sản dân cư đã niêm yết tại ngày 31/12/2023.

(\*) Nợ phải trả (điều chỉnh) = Tổng nợ phải trả – Doanh thu chưa thực hiện – Khách hàng trả tiền trước.

(\*\*) Áp lực nợ ngắn hạn ước tính = Nợ vay ngắn hạn/Tiền, TĐT và Đầu tư ngắn hạn



Ở khía cạnh tích cực, các bộ luật quan trọng như Luật Đất đai 2024, Luật Kinh doanh Bất động sản 2023 và Luật Nhà ở 2023 được Quốc hội thông qua vào cuối năm 2023 - đầu năm 2024 sẽ giúp tạo tiền đề cho sự hồi phục của thị trường. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các chính sách mới sẽ có độ trễ nhất định và cần thời gian để phát huy hiệu quả. Dự kiến Chính phủ sẽ ban hành 9 nghị định, 6 thông tư hướng dẫn thi hành trong năm 2024 để hỗ trợ đẩy nhanh quá trình này.

**Bảng biểu 23: Các nội dung đáng chú ý trong Luật Đất đai, Luật Nhà ở và Luật kinh doanh Bất động sản vừa được thông qua và sẽ có hiệu lực từ 1/8/2024**

Nội dung	Quy định cụ thể	Đánh giá
Hoàn thiện quy định về xác định giá đất theo nguyên tắc thị trường	- Bộ quy định về Khung giá đất của Chính phủ 5 năm/lần mà thay vào đó là UBND công bố định kỳ hàng năm vào đầu năm.  - Quy định 4 phương pháp xác định giá đất, bỏ phương pháp chiết trừ do đã lồng ghép trong phương pháp so sánh	Giúp xác định giá trị đất gần hơn với giá thị trường. Điều này có thể khiến các doanh nghiệp tốn nhiều chi phí hơn trong việc gia tăng quỹ đất, tuy nhiên lại tránh được rủi ro pháp lý về sau
Phát triển Nhà ở xã hội ("NOXH")	- Tại các đô thị loại đặc biệt, loại I, loại II và loại III, chủ đầu tư được lựa chọn xây dựng NOXH hoặc bố trí quỹ đất NOXH đã đầu tư xây dựng hệ thống hạ tầng kỹ thuật ở vị trí khác ngoài phạm vi dự án đầu tư xây dựng nhà ở thương mại tại đô thị đó; hoặc đóng tiền tương đương giá trị quỹ đất đã đầu tư xây dựng hệ thống hạ tầng kỹ thuật để xây dựng NOXH.  - Biên lợi nhuận vẫn là 10% nhưng chủ đầu tư được dành 20% diện tích làm kinh doanh thương mại và được hạch toán riêng lợi nhuận.	Các chủ đầu tư có thể linh hoạt hơn trong việc thực hiện nghĩa vụ phát triển NOXH vì không bắt buộc phải xây dựng NOXH bên trong các dự án thương mại, giúp hỗ trợ phát triển nhanh hơn các dự án có quy mô lớn
Quy định về thanh toán trong giao dịch, chuyển nhượng Bất động sản	- Đối với dự án hình thành trong tương lai, thanh toán có thể được thực hiện nhiều lần được thực hiện nhiều lần, lần đầu không quá 30% giá trị hợp đồng bao gồm cả tiền đặt cọc. - Thu tiền đặt cọc tối đa 5% và thanh toán tối đa 95% nếu chưa nhận được giấy chứng nhận quyền sở hữu.	Hạn chế tình trạng chủ đầu tư huy động vốn của nhà đầu tư khi chưa hoàn thành trách nhiệm của mình, giúp hạn chế được các chủ đầu tư có năng lực tài chính yếu.
Bổ sung các trường hợp nhà nước thu hồi đất vì lợi ích quốc gia, công cộng	Bổ sung thêm 4 trường hợp sau vào diện nhà nước thu hồi: (1) dự án khu đô thị, nhà ở thương mại, khu dân cư nông thôn; (2) dự án sử dụng đất vùng phụ cận các công trình xây dựng kết cấu hạ tầng đã được xác định trong quy hoạch; (3) dự án bồi thường, giải phóng mặt bằng được tách từ các dự án đầu tư thuộc trường hợp thu hồi đất để phát triển kinh tế - xã hội vì lợi ích quốc gia, công cộng; (4) dự án lấn biển để sử dụng vào các mục đích phát triển kinh tế - xã hội	Quy định rõ các trường hợp nhà nước thu hồi đất làm căn cứ, tránh phát sinh các vấn đề xã hội lớn do khiếu kiện và tranh chấp đất đai do phải giải tỏa mặt bằng.
Quy định về quyền khai thác và sử dụng đất trong khu vực quy hoạch treo quá 5 năm	Đối với những dự án đầu tư công mà nếu quá 05 năm kể từ năm được đưa vào kế hoạch sử dụng đất mà chưa thực hiện thì người sử dụng đất trong vùng quy hoạch được thực hiện các quyền của người sử dụng đất theo quy định của Luật này nhưng không được xây dựng công trình có niên hạn sử dụng trên 20 năm.	Hỗ trợ khai thác hiệu quả hơn các dự án treo, hạn chế tình trạng doanh nghiệp chủ động chậm triển khai dự án.

*Nguồn: FiinRatings tổng hợp từ Luật đất đai 2024 được thông qua bởi Quốc hội ngày 18/01/2024*

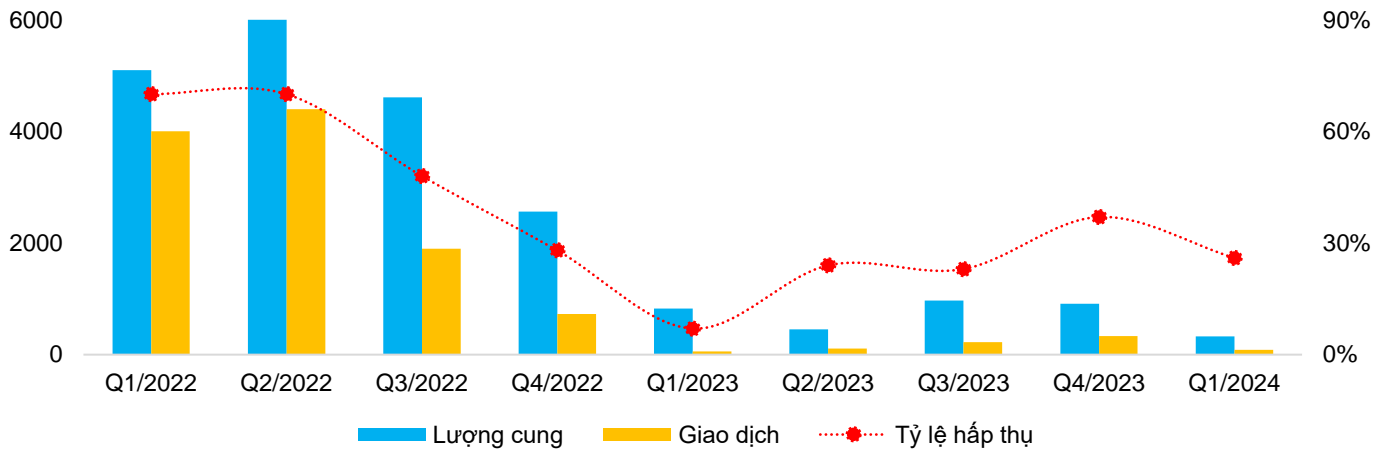
Nhìn chung, với áp lực từ một lượng lớn trái phiếu bất động sản đến hạn (ước tính ~120 nghìn tỷ VND – mức cao nhất trong vòng 5 năm gần đây), FiinRatings đánh giá rủi ro tái cấp vốn vẫn ở mức cao đối với các nhà phát triển Bất động sản dân cư. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá sẽ có sự phân hóa mạnh trong khả năng duy trì hoạt động kinh doanh của từng doanh nghiệp trong ngành trước các diễn biến khó khăn chung của thị trường kéo dài từ năm 2022 tới nay. Các doanh nghiệp có thương hiệu tốt, chất lượng dự án được đảm bảo với dòng sản phẩm đa dạng, cùng quỹ đất sạch được tích lũy qua lịch sử hoạt động lâu năm, đi kèm khả năng triển khai và thực thi dự án được kỳ vọng sẽ có thể tiếp cận đa dạng các kênh huy động vốn, và có sức chống chịu tốt hơn trước các diễn biến bất lợi của thị trường.

## Bất động sản Du lịch, nghỉ dưỡng

Đến hết năm 2023, thị trường bất động sản du lịch nghỉ dưỡng là phân khúc vẫn cho thấy sự ảm đạm và có dấu phục hồi chậm hơn so với những phân khúc còn lại. Dưới những tác động nhất định do khó khăn chung của ngành Bất động sản, sức cầu phân khúc Bất động sản Du lịch, nghỉ dưỡng vẫn còn khiêm tốn với tỷ lệ hấp thụ dự án thấp. Bước sang năm 2024, nguồn cung tiếp tục có xu hướng sụt giảm mạnh hơn 64% so với quý trước và giảm 60% so với cùng kỳ năm trước. Các dự án mới đều có tình hình bán hàng chậm, riêng dự án sơ cấp có hơn 60% dự án đóng giỏ hàng không ghi

nhận giao dịch, rời hoạt động mở bán và đưa vào khai thác theo kế hoạch để chờ đợi, quan sát thêm trong bối cảnh thị trường đang gặp nhiều khó khăn. Thanh khoản thị trường ở mức rất thấp. Toàn thị trường ghi nhận khoảng 160 giao dịch, tương đương với tỷ lệ tiêu thụ trên nguồn cung sơ cấp chỉ đạt 2%. Các dự án mới mở bán có tỷ lệ hấp thụ đạt 26%, tương đương với 87 giao dịch, chủ yếu đến từ phân khúc condotel, chiếm 40%. Lượng giao dịch chủ yếu tới từ các sản phẩm nghỉ dưỡng có pháp lý đầy đủ, được vận hành bởi các thương hiệu quốc tế hoặc có giá trung bình khoảng dưới 40 triệu/m<sup>2</sup>. Bất động sản nghỉ dưỡng phân khúc cao cấp hầu như không ghi nhận giao dịch.

**Bảng biểu 24: Tình hình lượng cung, lượng giao dịch và tỷ lệ hấp thụ thị trường BĐS Du lịch, nghỉ dưỡng qua các quý**

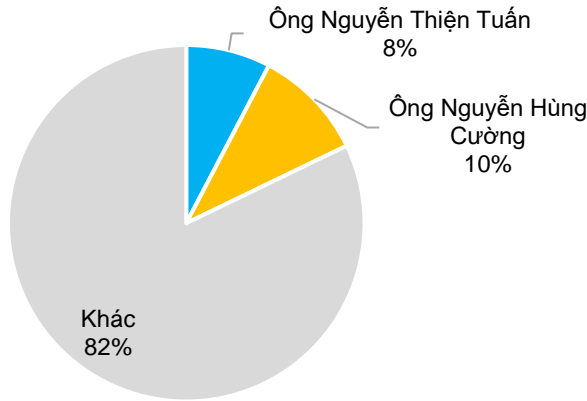


Nguồn: VARS

FiinRatings đánh giá thị trường BĐS du lịch, nghỉ dưỡng khó hồi phục trong ngắn hạn và sẽ tiếp tục phục hồi chậm và trầm lắng với mức thanh khoản trung bình do vướng mắc pháp lý, dòng tiền khó và đặc biệt còn phụ thuộc vào sự tăng trưởng của ngành du lịch. Mặc dù ngành du lịch đã mở cửa trở lại nhưng vẫn chưa tăng trưởng như kỳ vọng và còn khoảng cách rất xa với mức trước đại dịch Covid-19. Bên cạnh đó, nguồn cung chủ yếu là hàng tồn kho từ quý trước trong bối cảnh thị trường đang gặp nhiều thách thức, hoạt động mở bán và đưa vào khai thác của một số dự án sẽ bị chậm tiến độ hơn so với dự kiến. Chính sách, pháp luật về kinh doanh bất động sản du lịch, nghỉ dưỡng vẫn còn những điểm chông chéo, chưa rõ ràng, dễ gây lúng túng cho công tác quản lý Nhà nước tại địa phương và trở thành trở ngại lớn cho hoạt động đầu tư kinh doanh ở phân khúc này. Việc cấp giấy chứng nhận cho các sản phẩm bất động sản nghỉ dưỡng (vốn được xem là không phải nhà ở) vẫn còn rất chậm, đồng thời chưa có sự đồng nhất giữa Luật Đất đai, Nhà ở và Kinh doanh Bất động sản. Điều này ảnh hưởng rất lớn đến tâm lý người mua các tài sản nghỉ dưỡng. Đối với những dự án mở bán, giá bán sơ cấp không biến động nhiều so với tháng trước, một số chủ đầu tư đưa ra chính sách chiết khấu lên đến 30 - 40% và hỗ trợ lãi suất, ân hạn nợ gốc... để hỗ trợ khách hàng. Dù vậy vẫn chưa thể kéo thị trường ra khỏi trạng thái “ngủ đông” vì dù giá có xu hướng giảm nhưng chi phí vốn vẫn cao và tâm lý nhà đầu tư lo ngại kinh tế suy thoái.

## Phụ lục 2: Cơ cấu sở hữu và ban lãnh đạo của Tập đoàn DIC

**Bảng biểu 25: Cơ cấu sở hữu của Tập đoàn DIC tính đến 31/03/2024**



Nguồn: FiinRatings, Tập đoàn DIC

**Bảng biểu 26: Nhân sự chủ chốt của Tập đoàn DIC tính đến ngày 31/03/2024**

STT	Họ tên	Chức vụ HĐQT
1	Ông Nguyễn Thiện Tuấn	Chủ tịch HĐQT
2	Ông Nguyễn Hùng Cường	Phó chủ tịch
3	Bà Nguyễn Thị Thanh Huyền	Phó chủ tịch
4	Ông Nguyễn Quang Tín	Ủy viên
5	Ông Đinh Hồng Kỳ	Ủy viên – Thành viên độc lập

STT	Họ tên	Chức vụ Ban giám đốc
1	Ông Nguyễn Quang Tín	Tổng giám đốc
2	Ông Nguyễn Văn Tùng	Phó tổng giám đốc
3	Ông Trần Văn Đạt	Phó tổng giám đốc
4	Ông Nguyễn Tuấn Liêm	Phó tổng giám đốc
5	Ông Phạm Văn Thái	Phó tổng giám đốc

Nguồn: FiinRatings, Tập đoàn DIC

**Bảng biểu 27: Danh sách công ty con, công ty liên kết của Tập đoàn DIC tính đến ngày 31/03/2024**

STT	Tên Công Ty	Tỷ lệ sở hữu
<b>Công ty con trực tiếp</b>		
1	Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Xây dựng Số 1	51,68%
2	Công ty TNHH Du lịch DIC	78,30%
3	Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Xây dựng DIC Số 2	50,14%
4	Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Tầm nhìn DIC	98,67%
5	Công ty Cổ phần Gạch men Anh Em DIC	89,03%
6	Công ty TNHH MTV Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp DIC	100%
7	Công ty TNHH Đại Phước Thiên An	99,96%
8	Công ty TNHH MTV Vũng Tàu Centre Point	100%
<b>Công ty con gián tiếp</b>		
9	Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Du lịch Thể thao Vũng Tàu	82,24%
10	Công ty Cổ phần Sport TOTO Việt Nam	65,70%
11	Công ty Cổ phần Phát triển E&S	98,66%
<b>Công ty liên kết trực tiếp</b>		
13	Công ty Cổ phần Bất động sản DIC	42,68%
14	Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Xây dựng Bê tông	36%
15	Công ty Cổ phần Xây dựng Tập đoàn DIC Holdings	35,89%
16	Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Phương Nam	43,35%
17	Công ty CP Phát triển Thương mại Thiên Quang	35,50%
<b>Công ty liên doanh</b>		
18	Liên doanh dự án khu dân cư xây dựng đợt đầu 35 ha đô thị mới Phú Mỹ - Phú Mỹ	80%

Nguồn: FiinRatings, Tập đoàn DIC

### Phụ lục 3: Tóm tắt báo cáo tài chính của Tập đoàn DIC (2022-Q1/2024)

<b>Bảng CĐKT</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>Q1/2024</b>
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>10,877</b>	<b>13,978</b>	<b>14,848</b>
Tiền và tương đương tiền	246	2,307	1,943
Đầu tư ngắn hạn	177	197	1,022
Khoản phải thu ngắn hạn	4,337	4,705	4,831
Phải thu ngắn hạn KH	1,219	1,037	951
Hàng tồn kho	5,923	6,551	6,784
TSNH khác	194	218	268
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>3,871</b>	<b>2,850</b>	<b>2,918</b>
Khoản phải thu dài hạn	2,382	1,381	1,381
Tài sản cố định	717	761	755
Tài sản dở dang dài hạn	127	102	103
Đầu tư tài chính dài hạn	354	335	416
TSDH khác	291	270	262
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>14,748</b>	<b>16,828</b>	<b>17,766</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>6,953</b>	<b>8,934</b>	<b>9,993</b>
Nợ ngắn hạn	3,946	7,808	7,490
Phải trả người bán ngắn hạn	420	545	317
Vay ngắn hạn	1,007	2,150	1,932
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	57	57	56
Người mua trả tiền trước ngắn hạn	1,465	1,765	1,844
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>3,007</b>	<b>1,126</b>	<b>2,503</b>
Người mua trả tiền trước dài hạn	-	-	-
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	118	114	114
Vay dài hạn	2,838	961	2,307
Phải trả khác	20	20	52
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>7,795</b>	<b>7,894</b>	<b>7,772</b>
Vốn góp của chủ sở hữu	6,099	6,099	6,099
LNST chưa phân phối lũy kế	297	405	288
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	257	244	240
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>14,748</b>	<b>16,828</b>	<b>17,766</b>

<b>Báo cáo KQ HĐKD</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>Q1/2024</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1,896</b>	<b>1,025</b>	<b>0.5</b>
Giá vốn hàng bán	(1,264)	(782)	(51)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>632</b>	<b>244</b>	<b>(51)</b>
Doanh thu HĐ tài chính	86	224	12
Chi phí tài chính	(264)	(118)	(12)
Chi phí lãi vay	(243)	(98)	(12)
Chi phí bán hàng	(102)	(42)	(14)
Chi phí quản lý	(173)	(154)	(53)
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD</b>	<b>184</b>	<b>139</b>	<b>(117)</b>
Lợi nhuận/(lỗ) khác	14	27	(3)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>198</b>	<b>166</b>	<b>(121)</b>
Chi phí thuế thu nhập DN	(7)	(54)	(0)
Thu nhập thuế TNDN hoãn lại	34	(2)	(0)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>191</b>	<b>112</b>	<b>(121)</b>

<b>BC lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>Q1/2024</b>
LN kế toán trước thuế	1989	166	(121.2)
Khấu hao TSCĐ	65	66	N/A
Chi phí lãi vay	255	117	76.3
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐKD</b>	<b>(2,206)</b>	<b>2,859</b>	<b>(504.1)</b>
Tiền chi cho vay	(57)	(115)	(937.5)
Tiền thu hồi cho vay	2,617	79	37.6
Tiền chi để mua sắm, xây dựng TSCĐ và các tài sản dài hạn khác	(40)	(24)	(5.0)
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐĐT</b>	<b>2,585</b>	<b>(34)</b>	<b>(982.1)</b>
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu	3	0	-
Tiền thu từ vay	1,858	1,944	1,493.3
Tiền chi trả nợ gốc vay	(2,994)	(2,707)	(371.9)
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐTC</b>	<b>(1,133)</b>	<b>(764)</b>	<b>1,121.4</b>
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>(754)</b>	<b>2,061</b>	<b>(364.7)</b>
<b>Tiền đầu kỳ</b>	<b>1,000</b>	<b>246</b>	<b>2,307.3</b>
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>246</b>	<b>2,307</b>	<b>1,942.6</b>

## Phụ lục 4: So sánh các chỉ số chính của Tập đoàn DIC và trung bình ngành

	Đơn vị	Tập đoàn DIC			Trung bình ngành		
		2022	2023	Q1/2024*	2022	2023*	Q1/2024*
<b>Quy mô, phạm vi và sự đa dạng</b>							
Tổng tài sản	Tỷ đồng	14,748	16,828	17,766	2.010,7	2.302,8	5.531,0
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	1,897	1,026	0.5	494,0	466,4	504,7
EBITDA	Tỷ đồng	507	329	(109)	133,9	164,7	183,2
Hàng tồn kho	Tỷ đồng	6,050	6,653	6,887	524,9	1.060,4	1.252,3
<b>Khả năng sinh lời</b>							
Biên lợi nhuận gộp	%	33%	24%	-10399%	31,0%	36,5%	36,0%
Biên lợi nhuận ròng	%	10%	11%	-24815%	17,7%	11,1%	7,3%
Biên lợi nhuận EBITDA	%	27%	32%	-22242%	30,3%	27,2%	25,2%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>							
Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ("ROE")	%	2%	1%	-1.5%	6,9%	4,0%	2,6%
Tỷ suất sinh lời trên tài sản ("ROA")	%	1%	1%	-0.7%	3,3%	1,5%	1,5%
Doanh thu hợp đồng/ Hàng tồn kho	%	28%	30%	30%	22,3%	16,6%	11,7%
Chi phí bán hàng và quản lý/ Doanh thu thuần	%	15%	19%	13752%	12,3%	15,6%	22,5%
<b>Đòn bẩy tài chính</b>							
Nợ vay điều chỉnh/ Vốn chủ sở hữu	Lần	0.49	0.39	0.55	0,3	0,4	0,4
Nợ vay điều chỉnh /EBITDA	Lần	7.59	9.45	-39.01	2,2	2,5	4,9
EBITDA/Chi phí lãi vay	Lần	2.08	3.37	-8.92	7,0	3,1	1,4

Nguồn: FiinRatings, Tập đoàn DIC

## Phụ lục 5: Công thức các chỉ số tài chính

- Doanh thu thuần = Tổng doanh thu – Các khoản giảm trừ doanh thu
- EBITDA = Lợi nhuận trước thuế + Chi phí lãi vay + Chi phí khấu hao
- EBIT = Lợi nhuận trước thuế + Chi phí lãi vay
- FFO = EBITDA + Tiền vay đã trả + Thuế thu nhập doanh nghiệp đã nộp
- Biên lợi nhuận gộp = Lợi nhuận gộp/Doanh thu thuần
- Biên lợi nhuận ròng = Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần
- Biên lợi nhuận EBITDA = EBITDA/Doanh thu thuần
- Biên lợi nhuận EBIT = EBIT/Doanh thu thuần
- Biên lợi nhuận hoạt động = Lợi nhuận hoạt động/Doanh thu thuần
- Biên lợi nhuận trước thuế = Lợi nhuận trước thuế/Doanh thu thuần
- Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (“ROE”) = Lợi nhuận sau thuế/Bình quân vốn chủ sở hữu
- Tỷ suất sinh lời trên tài sản (“ROA”) = Lợi nhuận sau thuế/Bình quân tổng tài sản
- Tỷ lệ vòng quay tổng tài sản = Doanh thu thuần/Bình quân tổng tài sản
- Doanh thu hợp đồng = Phải trả người bán + Doanh thu chưa thực hiện
- Số ngày phải thu khách hàng = Bình quân các khoản phải thu\*365/Doanh thu thuần
- Số ngày hàng tồn kho = (Bình quân hàng tồn kho+chi phí XD/CBDD)\*365/Giá vốn hàng bán
- Số ngày phải trả nhà cung cấp = Bình quân các khoản phải trả\*365/Doanh thu mua hàng
- Kỳ chuyển tiền mặt = Số ngày phải thu khách hàng + Số ngày hàng tồn kho - Số ngày phải trả nhà cung cấp
- Tỷ lệ thanh toán bằng tiền = Tiền và tương đương tiền/Nợ phải trả ngắn hạn
- Tỷ lệ thanh toán nhanh = (Tiền và tương đương tiền + Các khoản đầu tư ngắn hạn + Các khoản phải thu ngắn hạn)/Nợ phải trả ngắn hạn
- Tỷ lệ thanh toán hiện hành = Tài sản ngắn hạn/ Nợ phải trả ngắn hạn
- Nợ vay điều chỉnh = Nợ dài hạn + Nợ ngắn hạn + Trái phiếu chuyển đổi + Chi phí lãi vay và trái phiếu phải trả không được bao gồm trong nợ vay
- Nợ vay ròng = Nợ điều chỉnh – Tiền mặt và các khoản tương đương tiền

## Phụ lục 6: Thang điểm xếp hạng tín nhiệm

Chúng tôi sử dụng thang điểm xếp hạng dưới để xác định điểm xếp hạng tín nhiệm cho tất cả các doanh nghiệp phát hành trong các ngành và lĩnh vực mà chúng tôi xếp hạng tại Việt Nam. Thang điểm này được xây dựng và áp dụng bởi FiinRatings và không có giá trị hoặc ý nghĩa tương đương với thang điểm xếp hạng của bất kỳ tổ chức xếp hạng tín nhiệm nào khác.

Định nghĩa và giải thích	Thang điểm xếp hạng
<i>Nhóm 1:</i> Năng lực đáp ứng nghĩa vụ tài chính <b>Tốt Nhất</b>	AAA
	AA+
<i>Nhóm 2:</i> Năng lực đáp ứng nghĩa vụ tài chính <b>Rất Tốt</b>	AA
	AA-
<i>Nhóm 3:</i> Năng lực đáp ứng nghĩa vụ tài chính <b>Tốt</b> nhưng có thể bị ảnh hưởng bởi điều kiện kinh tế bất lợi và thay đổi hoàn cảnh	A+
	A
	A-
<i>Nhóm 4:</i> Năng lực <b>Tương đối tốt</b> để đáp ứng các nghĩa vụ tài chính nhưng dễ bị ảnh hưởng hơn trước các diễn biến bất lợi của nền kinh tế	BBB+
	BBB
	BBB-
	BB+
<i>Nhóm 5:</i> Khả năng đáp ứng các nghĩa vụ tài chính <b>Vừa Phải</b>	BB
	BB-
<i>Nhóm 6:</i> Năng lực đáp ứng nghĩa vụ tài chính <b>Yếu</b> . Nhạy cảm với các điều kiện kinh doanh, tài chính và kinh tế. Rủi ro cao.	B+
	B
	B-
<i>Nhóm 7:</i> Khả năng đáp ứng nghĩa vụ tài chính <b>Rất Yếu</b> và khả năng vỡ nợ cao. Rất nhạy cảm với các điều kiện kinh doanh, tài chính và kinh tế. Rủi ro rất cao.	CCC+
	CCC
	CCC-
	CC
<i>Nhóm 8:</i> Mức <b>Mất khả năng thanh toán</b> . Không thanh toán các nghĩa vụ nợ đúng hạn hoặc mất khả năng thanh toán các nghĩa vụ tài chính. Mức này sẽ được sử dụng khi doanh nghiệp nộp đơn yêu cầu phá sản hoặc thực hiện các hành động tương tự.	C
	SD, D

## Tuyên bố miễn trách nhiệm và bản quyền

Không Nội dung nào (bao gồm xếp hạng, phân tích liên quan đến tín dụng và dữ liệu, định giá, mô hình, phần mềm hoặc ứng dụng hoặc sản phẩm khác) hoặc bất kỳ phần nào trong đó (Nội dung) có thể được sửa đổi, thiết kế ngược, sao chép hoặc phân phối dưới bất kỳ hình thức nào bằng bất kỳ phương tiện nào, hoặc được lưu trữ trong cơ sở dữ liệu hoặc hệ thống truy xuất, mà không có sự cho phép trước bằng văn bản của FiinRatings.

Nội dung trong báo cáo này sẽ không được sử dụng cho bất kỳ mục đích bất hợp pháp hoặc trái phép nào. FiinRatings và FiinGroup cũng như các giám đốc, quản lý, nhân viên hoặc đại lý (gọi chung là Bên FiinRatings) không đảm bảo tính chính xác, đầy đủ, kịp thời hoặc sẵn có của Nội dung. Bên FiinRatings không chịu trách nhiệm về bất kỳ sai sót hoặc thiếu sót nào (do sơ suất hoặc nguyên nhân khác), bất kể nguyên nhân là gì, đối với kết quả thu được từ việc sử dụng Nội dung này, hoặc về bảo mật hoặc duy trì bất kỳ dữ liệu đầu vào nào của người dùng. Nội dung được cung cấp trên cơ sở "nguyên trạng". **BÊN FIINRATINGS TỪ CHỐI BẤT KỲ VÀ TẤT CẢ CÁC BẢO ĐẢM TRỰC TIẾP HOẶC GIÁN TIẾP, BAO GỒM, NHƯNG KHÔNG GIỚI HẠN ĐỐI VỚI BẤT KỲ BẢO ĐẢM NÀO VỀ TÍNH KHẢ DỤNG HOẶC TÍNH PHÙ HỢP VỚI MỤC ĐÍCH CỤ THỂ HOẶC ỨNG DỤNG NỘI DUNG.** Trong mọi trường hợp, bên FiinRatings sẽ không chịu trách nhiệm với bất kỳ bên nào về bất kỳ thiệt hại trực tiếp, gián tiếp, cũng như về các hậu quả, chi phí, phí pháp lý hoặc tổn thất (bao gồm, nhưng không giới hạn, thu nhập bị mất hoặc bị mất lợi nhuận và chi phí cơ hội hoặc tổn thất do sơ suất) liên quan đến bất kỳ việc sử dụng Nội dung nào ngay cả khi được thông báo về khả năng xảy ra những thiệt hại đó.

Các phân tích liên quan đến tín dụng và các phân tích khác, bao gồm xếp hạng và các tuyên bố trong Nội dung là các tuyên bố về ý kiến và quan điểm của chúng tôi vào ngày chúng được thể hiện và không phải là tuyên bố về thực tế. Các ý kiến, phân tích và quyết định xác nhận xếp hạng của FiinRatings không phải là các khuyến nghị để mua, nắm giữ hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào hoặc để đưa ra bất kỳ quyết định đầu tư nào và không đề cập đến tính phù hợp của bất kỳ chứng khoán nào. FiinRatings không có nghĩa vụ cập nhật Nội dung sau khi xuất bản dưới bất kỳ hình thức hoặc định dạng nào. Nội dung không nên được dựa vào hoàn toàn vào và không được thay thế cho kỹ năng, khả năng phán đoán và kinh nghiệm của người đọc, cấp quản lý, nhân viên, cố vấn và / hoặc khách hàng khi thực hiện đầu tư và các quyết định kinh doanh khác.

FiinRatings không hoạt động như một tổ chức ủy thác hoặc tư vấn đầu tư. Mặc dù FiinRatings đã thu thập thông tin từ các nguồn mà FiinRatings cho là đáng tin cậy, FiinRatings không thực hiện kiểm tra và không có nghĩa vụ thẩm định hoặc xác minh độc lập bất kỳ thông tin nào mà FiinRatings nhận được. Các ấn phẩm liên quan đến xếp hạng có thể được xuất bản vì nhiều lý do mà không nhất thiết phụ thuộc vào hành động của hội đồng xếp hạng, bao gồm nhưng không giới hạn ở việc xuất bản bản cập nhật định kỳ về xếp hạng tín dụng và các phân tích liên quan.

FiinRatings từ chối bất kỳ nghĩa vụ nào phát sinh từ việc công bố xếp hạng tín nhiệm này, thu hồi hoặc đình chỉ kết quả xếp hạng tín nhiệm cũng như bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ thiệt hại nào được cho là đã phải gánh chịu vì liên quan đến việc sử dụng kết quả xếp hạng tín nhiệm.

FiinRatings là một bộ phận của Công ty Cổ phần FiinGroup chuyên về dịch vụ xếp hạng tín nhiệm. FiinRatings hoạt động độc lập và tách biệt với các đơn vị kinh doanh khác của FiinGroup nhằm duy trì tính độc lập và khách quan của các hoạt động tương ứng. Do đó, một số đơn vị kinh doanh của FiinRatings có thể có thông tin không có sẵn đối với các đơn vị kinh doanh khác của FiinGroup. FiinRatings đã thiết lập các chính sách và thủ tục để duy trì tính bảo mật của các thông tin không công khai liên quan đến mỗi quy trình phân tích.

FiinRatings có thể nhận được doanh thu cho các xếp hạng và một số phân tích nhất định, thường là từ các tổ chức phát hành hoặc bảo lãnh phát hành chứng khoán hoặc từ những người có nghĩa vụ liên quan. FiinRatings có quyền phổ biến các ý kiến và phân tích của mình. Các phân tích và xếp hạng công khai của FiinRatings được cung cấp trên các trang web của FiinRatings và có thể được phân phối thông qua các phương tiện khác, bao gồm thông qua các ấn phẩm của FiinRatings và các nhà phân phối thuộc bên thứ ba.

FIINRATINGS, FIIN, và FIINGROUP là các nhãn hiệu đã đăng ký bản quyền thuộc Công Ty Cổ Phần FiinGroup.