

Công ty Cổ phần Tập đoàn Đất Xanh

Mức xếp hạng tín nhiệm

BBB+

Ngày xếp hạng

10/12/2025

Triển vọng

Tích cực

Phương pháp xếp hạng

Phương pháp xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp

Mức đánh giá

Hồ sơ kinh doanh : 4.5/8

Hồ sơ tài chính : 3.8/8

Quản trị và điều hành : Trung lập

Thanh khoản : Trung lập

Hỗ trợ và xem xét khác : Trung lập

*Mức đánh giá từ 1 đến 8, với 1 là Tốt nhất và mức độ tốt giảm dần từ 1 đến 8.

Luận điểm xếp hạng

Công ty Cổ phần Tập đoàn Đất Xanh (DXG) được biết đến là một trong những nhà phát triển bất động sản (phân khúc trung cấp và cao cấp) hàng đầu tại Việt Nam, với quy mô tổng tài sản thuộc top 3 công ty niêm yết trong nhóm ngành (bất động sản nhà ở thương mại) tại Q2.2025. Luận điểm chính cho mức tín nhiệm của DXG đến từ 2 dự án chủ đạo là The Privé và Gem Sky World – được dự báo sẽ tạo dòng tiền mạnh mẽ giai đoạn 2026 – 2028. Bên cạnh đó, hoạt động môi giới với biên lợi nhuận cao được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ các nguồn cung mới tại 2 thị trường trọng điểm là Hà Nội và Tp.HCM. Mặc dù dòng tiền bán hàng và khả năng sinh lợi chưa đạt kết quả thuận lợi, việc thực thi nghĩa vụ nợ vẫn chưa quá áp lực do tỷ lệ đòn bẩy tương đối thấp, đồng thời DXG cũng đã hoàn tất phương án tài chính để bổ sung nguồn thanh toán cho các khoản nợ đến hạn. S&I Ratings kỳ vọng các vấn đề này sẽ được cải thiện bằng các phương án quản trị hiệu quả; bên cạnh sự chuyển biến dần tích cực của thị trường nhờ các chính sách pháp lý mới – sẽ là nền tảng cho việc tăng trưởng bền vững trong dài hạn. Với các luận điểm trên, cùng với các đánh giá về rủi ro ngành phát triển bất động sản, S&I Ratings đưa ra mức xếp hạng tín nhiệm dài hạn cho DXG ở mức **BBB+** với triển vọng Tích cực.

Điểm thuận lợi

- Dòng tiền của DXG kỳ vọng tăng mạnh trong giai đoạn 2026 – 2028 từ 2 dự án chính – The Privé và Gem Sky World (giai đoạn tiếp theo).
- Hoạt động môi giới thuộc nhóm dẫn đầu về thị phần với biên lợi nhuận cao.
- Biên lợi nhuận gộp duy trì mức cao hơn trung bình nhóm ngành và trung bình top 10.
- Tỷ lệ Nợ vay/Tổng tài sản (18.3%) luôn thấp hơn trung bình nhóm ngành và trung bình top 10.
- Giá bán các dự án được hưởng lợi đến từ việc sáp nhập tỉnh thành, hoàn thiện cơ sở hạ tầng dự án trọng điểm và định hướng thành lập Trung tâm tài chính quốc tế tại Tp.HCM.
- Chính sách mới (NQ 171/2024/QH15) tạo nhiều cơ hội cho DXG trong việc tiếp cận và mở rộng quỹ đất theo phân khúc chiến lược hiện hữu.
- Hệ số sử dụng đất các dự án khu vực Tp.HCM tăng theo quy hoạch chung của thành phố Thủ Đức.

Điểm bất lợi

- Dòng tiền tự do (Free Cash Flow) từ 2022 đến nay chưa cho thấy sự tích cực do doanh số bán tương đối yếu và chi đầu tư Capex lớn.
- Khả năng sinh lợi ROAA và ROAE giai đoạn 2022 – 2024 ở mức thấp hơn trung bình nhóm ngành và trung bình top 10.
- Tỷ lệ Nợ vay/EBITDA và EBITDA/Lãi vay giai đoạn 2022 đến nay chưa cho thấy sự vượt trội hơn so với trung bình nhóm ngành và trung bình top 10; thời gian đáo hạn nợ bình quân ở mức dưới 2 năm.
- Các dự án triển khai giai đoạn 2025 – 2026 chủ yếu tập trung ở khu vực Tp.HCM và Bình Dương (cũ); lĩnh vực hoạt động chưa đa dạng, tính tương quan cao và kết quả kinh doanh dễ bị ảnh hưởng bởi chính sách pháp lý và môi trường vĩ mô.
- Cấu trúc sở hữu phức tạp với 85 công ty con (trực tiếp và gián tiếp); kết quả hoạt động của nhóm công ty liên kết chưa hiệu quả.

Triển vọng

S&I Ratings đưa ra mức Triển vọng Tích cực cho DXG trong trung và dài hạn, kỳ vọng những thay đổi pháp lý trong thời gian tới sẽ tác động tích cực lên thị trường, cũng như tạo nhiều cơ hội cho DXG trong việc mở rộng quỹ đất và thúc đẩy hoạt động môi giới. Tuy nhiên, tiến độ bán hàng, khả năng sinh lợi và kế hoạch huy động vốn cần được theo dõi vì đây là những nhân tố chính ảnh hưởng đến khả năng chi trả và chất lượng tín nhiệm của tổ chức phát hành.

Thông tin liên hệ

Nguyễn Phi Long, ACCA

longnp1@sniratings.com.vn

Tiềm năng nâng mức tín nhiệm

Mức tín nhiệm của DXG có thể được nâng lên trong các trường hợp sau:

- Tiến độ bán hàng hoặc giá bán vượt kỳ vọng 1 cách trọng yếu làm tăng dòng tiền tự do (FCF), tạo mức thặng dư an toàn cho việc thực thi nghĩa vụ nợ.
- Tăng quỹ đất đáng kể để tạo dư địa trong dài hạn; hoặc có sự đa dạng hóa trong lĩnh vực hoạt động.
- Tỷ lệ đòn bẩy có xu hướng giảm dần trong các quý tiếp theo; khả năng trả nợ và lãi vay cải thiện rõ rệt và duy trì ở mức cao hơn trung bình nhóm ngành và trung bình top 10.
- Tinh gọn cơ cấu tổ chức giúp giảm thiểu chi phí hoạt động, qua đó cải thiện khả năng sinh lợi và duy trì cao hơn mức trung bình nhóm ngành và trung bình top 10.

Rủi ro hạ mức tín nhiệm

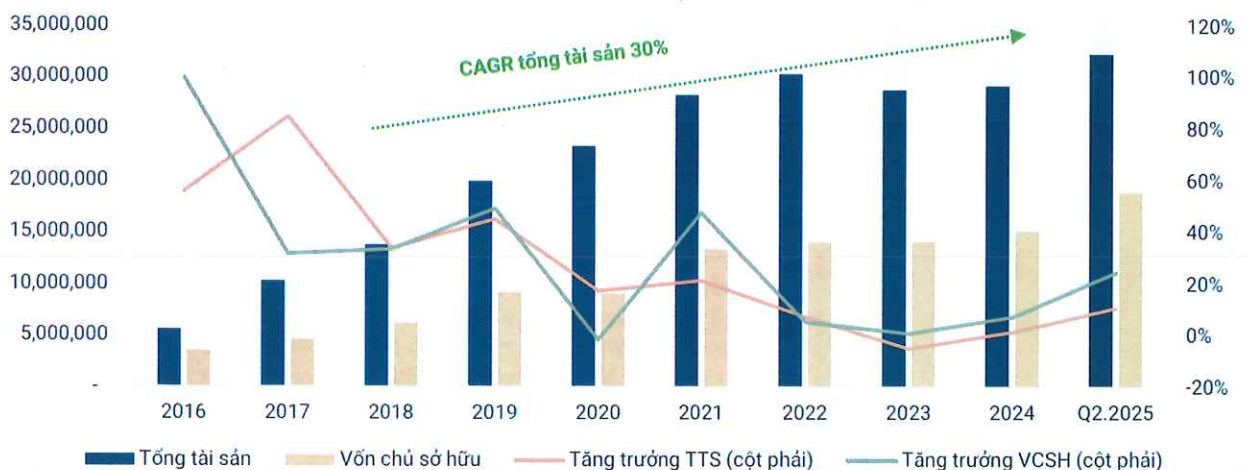
Mức tín nhiệm của DXG có thể bị hạ trong các trường hợp sau:

- Các vướng mắc pháp lý trong triển khai dự án hoặc tiến độ bán hàng chậm trễ làm kế hoạch bán hàng không đạt như kỳ vọng, tác động tiêu cực đến khả năng chi trả.
- Dòng tiền kinh doanh kém thuận lợi do sức cầu yếu từ thị trường.
- Đòn bẩy tăng một cách trọng yếu so với dự kiến; hoặc nguồn huy động không phục vụ cho hoạt động kinh doanh cốt lõi hoặc đầu tư dàn trải ở những lĩnh vực sinh lợi kém.
- Khả năng trả nợ và lãi vay có xu hướng suy giảm đáng kể và duy trì ở mức kém hơn so với trung bình nhóm ngành và trung bình top 10.

THÔNG TIN TỔ CHỨC PHÁT HÀNH

Công ty Cổ phần Tập đoàn Đất Xanh (DXG) được thành lập vào năm 2003, bắt đầu hoạt động với vai trò là nhà phân phối các dự án bất động sản. Năm 2007, DXG mở rộng hoạt động sang mảng phát triển bất động sản và đã từng bước tạo dựng vị thế trên thị trường với các dự án hướng đến phân khúc căn hộ, nhà ở và khu đô thị, tập trung vào thị trường Tp.HCM và các khu vực lân cận. DXG được niêm yết trên sàn Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HoSE) vào năm 2009 và bắt đầu chuyển đổi mô hình thành tập đoàn kể từ năm 2013. Hiện nay, Tập đoàn đang là chủ đầu tư của các dự án quy mô lớn như Khu phức hợp The Privé (Tp.HCM) và Khu đô thị Gem Sky World (Đồng Nai). DXG cũng được biết đến là doanh nghiệp sở hữu hệ thống mạng lưới phân phối bất động sản chuyên nghiệp trải dài trên cả nước. Công ty Cổ phần Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (DXS) – được sở hữu 59.5% bởi DXG – là công ty môi giới bất động sản hàng đầu Việt Nam và chiếm khoảng 33% thị phần toàn quốc tại Q2.2025, theo thống kê của DXS. Tại thời điểm cuối Q2.2025, DXG đứng thứ 3 về quy mô tổng tài sản (đối với các doanh nghiệp niêm yết phân khúc nhà ở thương mại), với quỹ đất hơn 800 ha.

Hình 1: Tăng trưởng tổng tài sản và vốn chủ sở hữu 2016 – Q2.2025 (triệu đồng)



Nguồn: DXG.

Vị thế thị trường

Mảng môi giới BĐS: DXG sở hữu mảng dịch vụ môi giới bất động sản cung cấp giải pháp toàn diện và đa dạng hơn các công ty cùng ngành, trong đó DXG cung cấp các giải pháp trọn gói từ tư vấn pháp lý, thiết kế, chiến lược marketing đến chiến lược về giá và bán hàng. Điều này giúp DXG tham gia sâu vào quá trình phát triển dự án từ giai đoạn đầu, phối hợp chặt chẽ với các chủ đầu tư, qua đó tối ưu hiệu quả kinh doanh và gia tăng giá trị cho các dự án. DXG còn sở hữu mạng lưới phân phối bao phủ cả nước, với sự hiện diện ở Bắc – Trung – Nam, chiếm 33% thị phần toàn quốc. Chiến lược của DXG là hướng đến các thành phố lớn như Hà Nội, Tp.HCM, Đà Nẵng, Cần Thơ, v.v. Trong đó, thị trường miền Bắc đóng góp 50%, miền Nam 35% và 15% tại các tỉnh còn lại. Với độ bao phủ rộng và am hiểu thị trường, điều này tạo nên sự khác biệt với những công ty môi giới đối thủ – thường chỉ hoạt động tập trung vào một thị trường và gặp khó khăn trong việc mở rộng sang thị trường khác. Ngoài ra, nguồn lực tài chính mạnh và thương hiệu uy tín giúp DXG đạt mức hoa hồng môi giới (7% – 8%) vượt trội hơn các đối thủ khác (4.5% – 5.5%). Hoạt động môi giới có biên lợi nhuận cao và đóng góp đáng kể trong kết quả kinh doanh Q2.2025 của DXG (hình 2).

Mảng phát triển BĐS: Lợi thế cạnh tranh của DXG đến từ quỹ đất đang phát triển và tiềm năng với tổng diện tích hơn 800 ha (trong đó 111 ha đã có quy hoạch chi tiết), tập trung ở Tp.HCM và Đồng Nai giúp DXG tạo dư địa tăng trưởng trong trung và dài hạn. Tuy tổng quỹ đất không phải quá lớn, nhưng vị trí chủ yếu ở các khu đô thị vệ tinh gần trung tâm Tp.HCM là yếu tố tạo ra lợi thế cạnh tranh tương đối của DXG. Với các kết nối hạ tầng như đường vành đai, đường cao tốc và đường sắt đô thị thành phố đang được đẩy mạnh, các dự án ở vùng lân cận được kỳ vọng sẽ hưởng lợi về giá.

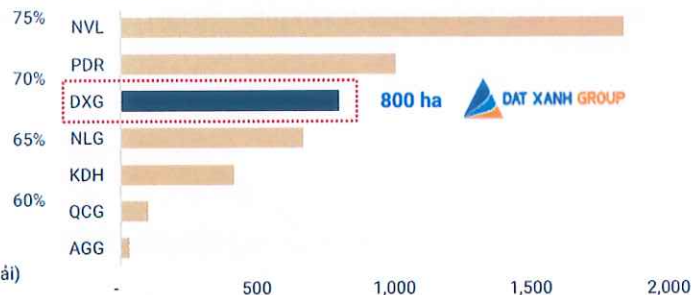
DXG chủ yếu mở rộng quỹ đất thông qua hoạt động M&A (dự án hoặc công ty sở hữu dự án) để rút ngắn thời gian hoàn thành dự án. Ngoài ra, NQ 171/2024/QH15 về thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất cũng tạo điều kiện cho DXG dễ dàng hơn trong việc tiếp cận quỹ đất khi có nhiều nguồn cung mới hơn trong thời gian tới (với quy mô dự án phù hợp với phân khúc chiến lược của DXG). Hiện tại, đã có 298 khu đất tại Hà Nội (1,530 ha), 54 khu đất tại Tp.HCM (655 ha) và 51 khu đất tại Đồng Nai (911 ha) đã được phê duyệt cho thí điểm này.

Hình 2: Lợi nhuận hoạt động môi giới (triệu đồng)



Nguồn: S&I Ratings.

Hình 3: Quỹ đất NOTM 1 số doanh nghiệp (ha)*



Nguồn: Báo cáo thường niên, S&I Ratings.

(*) Không bao gồm quỹ đất khu công nghiệp (nếu có) của các doanh nghiệp trong hình 3.

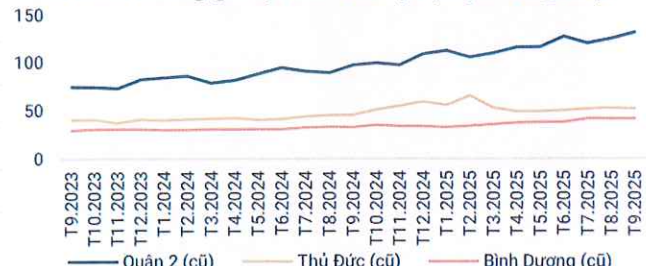
The Privé là dự án chủ đạo trong 4 năm tới của DXG và có lợi thế nhờ tọa lạc tại vùng lõi trung tâm Tp.HCM và 3 mặt giáp sông. Dự án đã giải quyết các vấn đề pháp lý và được cấp phép mở bán trong T8.2025 – hơn 1,000 căn hộ được bán hết trong T9.2025 với giá bán vượt kỳ vọng. Dự kiến giá bán các đợt tiếp theo sẽ tốt hơn do không còn chiết khấu và giá thị trường cũng đang cạnh tranh hơn các dự án cùng phân khúc như Eaton Park và Global City (hình 4). Ngoài ra, Gem Sky World (mở bán giai đoạn tiếp theo vào Q2.2026) cũng hưởng lợi về tiến độ xây dựng sân bay Long Thành. Theo thống kê của chúng tôi, giá nhà đất tại khu vực các dự án trên đều đang có xu hướng tăng (hình 5), và nhiều khả năng sẽ còn tiếp tục với động lực là định hướng thành lập Trung tâm tài chính quốc tế tại Tp.HCM và các công trình hạ tầng trọng điểm được khánh thành và đưa vào khai thác.

Hình 4: Giá bán các dự án lân cận (triệu đồng/m²)



Nguồn: Batdongsan.com, S&I Ratings.

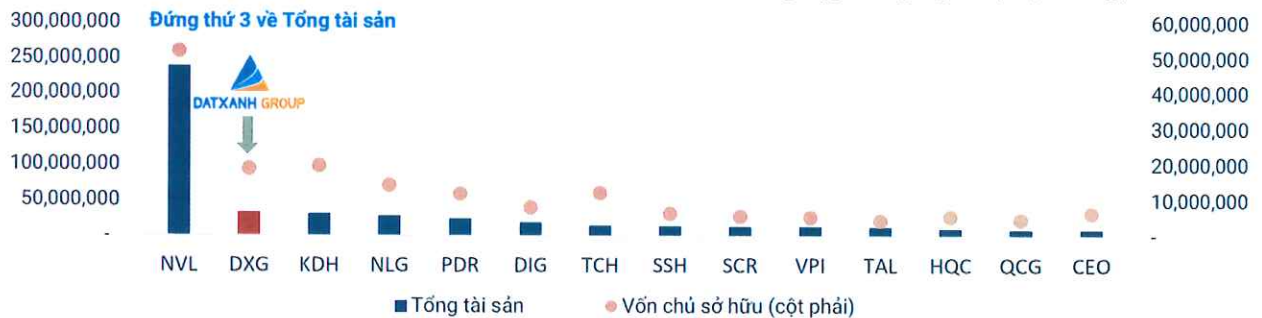
Hình 5: Xu hướng giá tại các khu vực (triệu đồng/m²)



Nguồn: Batdongsan.com, S&I Ratings.

Về quy mô tài sản, DXG đứng thứ 3 trong tổng số doanh nghiệp bất động sản niêm yết (phân khúc NOTM) tại thời điểm Q2.2025. Tham gia lĩnh vực bất động sản từ năm 2003, Tập đoàn đã chứng minh năng lực phát triển và phân phối qua nhiều dự án trong hơn 20 năm, với chiến lược mở rộng phát triển chủ yếu ở Tp.HCM và khu vực lân cận.

Hình 6: Quy mô tài sản và vốn chủ sở hữu của DXG so với các doanh nghiệp trong ngành (triệu đồng)*

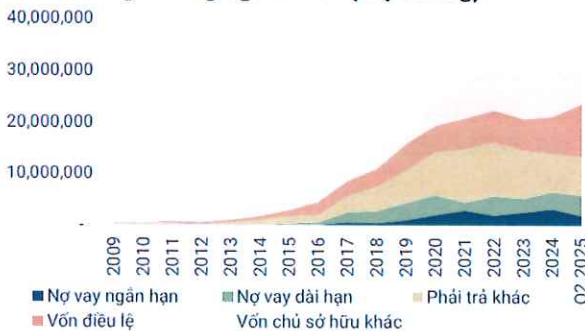


Nguồn: S&I Ratings.

(*) Chưa bao gồm VHM do có quy mô vượt trội.

Quy mô nguồn vốn của DXG mở rộng mạnh giai đoạn năm 2015 đến nay (hình 7) để phục vụ cho việc triển khai dự án. Doanh thu của DXG đến từ hai lĩnh vực chính là bán căn hộ, nhà phố, đất nền và môi giới bất động sản, chiếm khoảng 90% tổng doanh thu. Trong giai đoạn 2022 – 2023, tăng trưởng hai nguồn thu này sụt giảm mạnh lần lượt -45% và -33% yoy (hình 8) do diễn biến không thuận lợi của thị trường cũng như không có nhiều sản phẩm được bàn giao. Doanh thu có sự cải thiện trở lại (+29% yoy) trong năm 2024 nhờ lượng giao dịch môi giới phục hồi và đẩy mạnh bán giao sản phẩm tại dự án Gem Sky World và Opal Skyline. Trong ngắn hạn, DXG dự kiến tiếp tục ghi nhận doanh thu từ dự án Gem Sky World, trong khi mảng môi giới kỳ vọng sẽ tiếp tục phục hồi và được củng cố bằng các nguồn cung mới (doanh thu môi giới tăng 57.5% yoy tại Q2.2025).

Hình 7: Tăng trưởng nguồn vốn (triệu đồng)



Nguồn: S&I Ratings.

Hình 8: Quy mô doanh thu các mảng (triệu đồng)

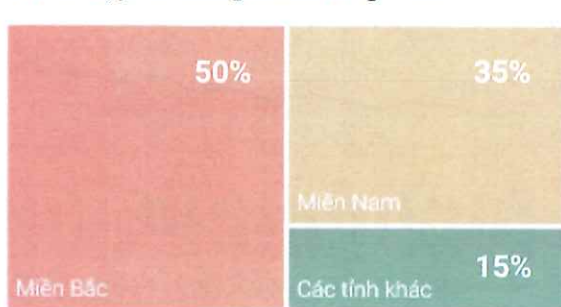


Nguồn: S&I Ratings.

Sự đa dạng trong hoạt động kinh doanh của DXG là chưa cao, do chủ yếu tập trung vào lĩnh vực bất động sản nhà ở và môi giới (có mức độ tương quan cao), và các dự án cũng chỉ tập trung ở khu vực Tp.HCM và lân cận. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá cao hoạt động môi giới của DXG khi có độ bao phủ rộng ở các vùng miền (hình 9).

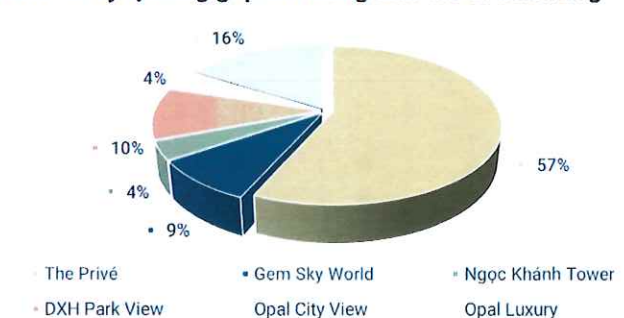
Dự phóng tỷ lệ đóng góp vào dòng tiền bán hàng và tiến độ pháp lý các dự án được mô tả theo hình 10 và bảng 1. Đây là những dự án đã có quyết định giao đất và 1/500, và được dự báo sẽ mang lại dòng tiền chính cho DXG giai đoạn 2026 – 2029. Chúng tôi chưa bao gồm các dự án khác đang trong quá trình chuyển đổi mục đích sử dụng đất.

Hình 9: Thị phần môi giới các vùng miền



Nguồn: DXG.

Hình 10: Tỷ lệ đóng góp vào dòng tiền thu từ bán hàng



Nguồn: DXG.

Bảng 1: Thông tin pháp lý các dự án hiện hữu

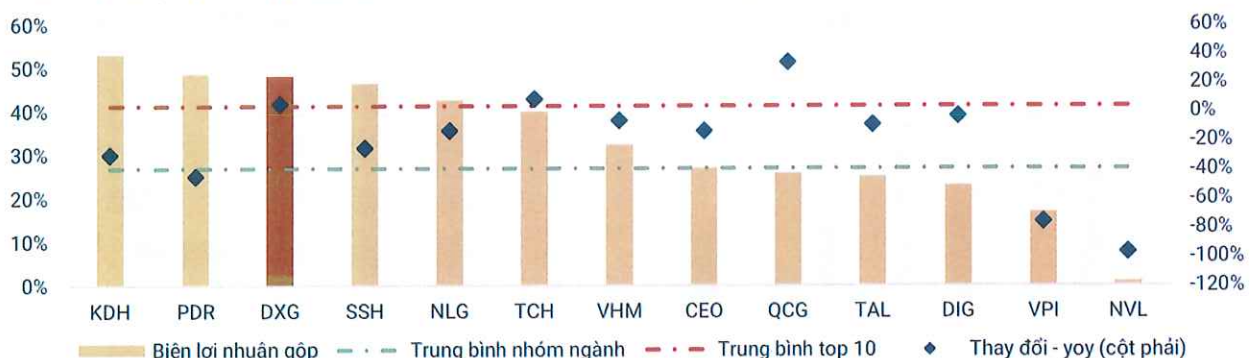
Dự án	Diện tích và vị trí	Quy mô dự kiến	Thời điểm mở bán	Giai đoạn bán hàng	Giai đoạn bàn giao	Tình trạng pháp lý
The Privé	4.3 ha; Phường Bình Trưng, T.HCM	3,175 căn hộ	Q3.2025 (GĐ 1)	2025 – 2026	2027 – 2028	- Đã có giấy phép bán hàng giai đoạn 1 (T8.2025) và đã bán hết (khoảng 1,000 căn)
Gem Sky World	92 ha; Long Thành, Đồng Nai	4,032 sản phẩm đất nền và căn thấp tầng	Q2.2020	2020 – 2028	2023 – 2028	- Khoảng 61% đã bán và 50% đã bàn giao tính đến cuối Q2.2025 - Dự kiến tái mở bán vào Q2.2026
DXH Park View	4.9 ha; Tp.HCM (Thuận An, Bình Dương cũ)	> 3,100 căn hộ và căn thấp tầng	Q4.2026	2026 – 2028	Từ 2028	- Đã hoàn tất quy hoạch 1/500 - Đang trong quá trình nộp tiền sử dụng đất (dự kiến Q1.2026)
Opal City View	1 ha; Tp.HCM (Thủ Dầu Một, Bình Dương cũ)	1,738 căn hộ và căn thấp tầng	Q1.2027	2027 – 2028	Từ 2029	- Đã hoàn tất quy hoạch 1/500 - Đang trong quá trình nộp tiền sử dụng đất (dự kiến Q1.2026)
Opal Luxury	8.4 ha; Tp.HCM (Dĩ An, Bình Dương cũ)	> 3,300 căn hộ và căn thấp tầng	Q1.2028	2028 – 2029	Từ 2030	- Đã hoàn tất quy hoạch 1/500 - Đang trong quá trình nộp tiền sử dụng đất (dự kiến Q1.2026)
Ngọc Khánh Tower	0.5 ha; Tp.HCM (Thuận An, Bình Dương cũ)	917 sản phẩm căn hộ, Officetel, Shophouse	Q4.2026	2026 – 2027	Từ 2028	- Đã hoàn tất quy hoạch 1/500 - Đang trong quá trình nộp tiền sử dụng đất (dự kiến Q1.2026)

Nguồn: DXG, S&I Ratings.

Hiệu quả hoạt động

Biên lợi nhuận gộp của DXG (48.1%) cuối năm 2024 cao hơn trung bình nhóm ngành (26.8%) và trung bình top 10 (41.2%) với sự đóng góp đáng kể của hoạt động môi giới. Dự kiến trong ngắn hạn Biên lợi nhuận có nhiều khả năng mở rộng đến từ (1) Mảng môi giới hưởng lợi từ các nguồn cung mới (nhiều dự án đã chính thức được phê duyệt theo NQ 171/2024/QH15 tại Hà Nội và Tp.HCM – 2 thị trường trọng điểm của DXG) và (2) Các dự án hiện hữu đang được hưởng lợi về giá bán. Tuy nhiên, dự án trọng điểm The Privé sẽ được bàn giao sau Q4.2027, do đó lợi nhuận giai đoạn 2026 – 2028 sẽ được đóng góp chủ yếu từ mảng môi giới.

Hình 11: Biên lợi nhuận gộp của DXG so với các doanh nghiệp trong ngành năm 2024*

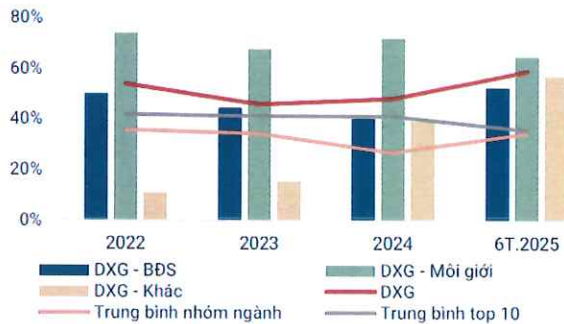


Nguồn: S&I Ratings.

(*) Không bao gồm các doanh nghiệp có biên lợi nhuận gộp âm.

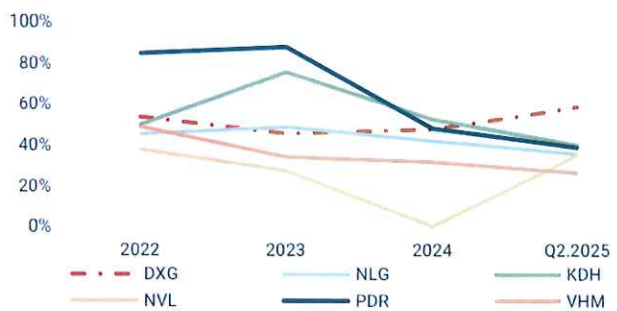
Mảng môi giới có biên lợi nhuận trong mức 65% – 74% giai đoạn 2022 đến nay, giúp DXG duy trì mức cao hơn trung bình nhóm ngành và trung bình top 10 (hình 12). Trong 6T.2025, hoạt động này đạt mức tăng trưởng 57.5% yoy nhờ giao dịch trên thị trường phục hồi, qua đó giúp DXG cải thiện biên lợi nhuận tốt hơn so với 1 số đối thủ chính trên thị trường (hình 13). Có những thời điểm biên lợi nhuận của DXG thấp hơn 1 số doanh nghiệp như PDR hoặc KDH, tuy nhiên S&I Ratings đánh giá DXG có mức độ biến động thấp.

Hình 12: Biên lợi nhuận gộp các mảng hoạt động



Nguồn: S&I Ratings.

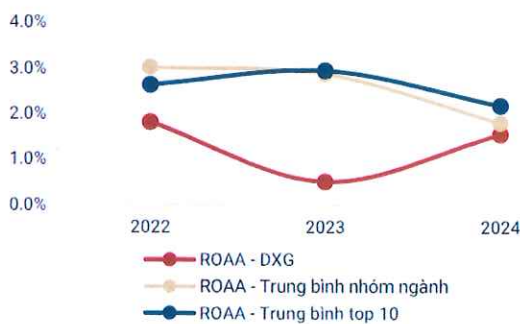
Hình 13: Biên lợi nhuận gộp 1 số đối thủ chính



Nguồn: S&I Ratings.

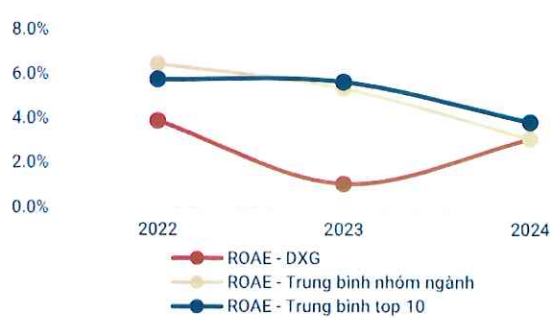
Tuy có biên lợi nhuận gộp tốt, nhưng khả năng sinh lợi của DXG chưa đạt mức như kỳ vọng. Giai đoạn 2022 – 2024, tỷ lệ ROAA (đạt mức 1.8% – 0.5% – 1.6%) và ROAE (đạt mức 3.9% – 1.1% – 3.1%) có xu hướng thấp hơn mức trung bình nhóm ngành và trung bình top 10. Chúng tôi cho rằng DXG cần có những giải pháp để tăng hiệu quả sử dụng tài sản, cũng như kế hoạch tinh gọn và tiết giảm chi phí vận hành.

Hình 14: Tỷ lệ ROAA



Nguồn: S&I Ratings.

Hình 15: Tỷ lệ ROAE

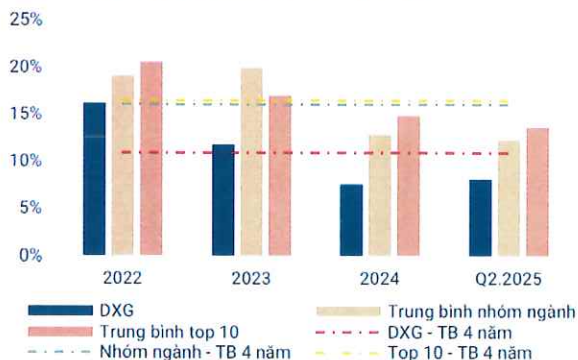


Nguồn: S&I Ratings.

Tỷ lệ Người mua trả tiền trước (trung bình 4 năm – 10.9%) có xu hướng thấp hơn trung bình nhóm ngành (16.0%) và trung bình top 10 (16.4%) theo hình 16. Tuy nhiên, với mức độ hấp dẫn của dự án The Privé, tỷ lệ này được kỳ vọng cải thiện đáng kể từ những lần mở bán tiếp theo (bao gồm cả Gem Sky World trong năm 2026). Ngoài ra, 1 số dự án khác cũng có sự đóng góp đáng kể trong kế hoạch bán hàng giai đoạn 2027 – 2028 như DXH Park View, Opal City View, Opal Luxury và Ngọc Khánh Tower (hình 17).

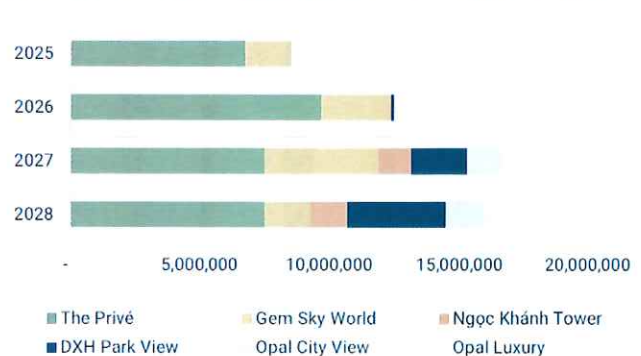
S&I Ratings kỳ vọng việc siết chặt các quy định về nhận cọc gần đây sẽ không tác động đáng kể đến hoạt động hiện hữu của DXG. Nếu tiến độ triển khai dự án và bán hàng được thực hiện như kế hoạch, DXG sẽ có dòng tiền đáng kể để phát triển những dự án tiếp theo, cũng như tạo mức thặng dư an toàn cho thanh khoản. Đây cũng là cơ sở cho việc ghi nhận doanh thu mạnh mẽ từ sau Q4.2027 khi các dự án dần được bàn giao.

Hình 16: Tỷ lệ Người mua trả tiền trước



Nguồn: S&I Ratings.

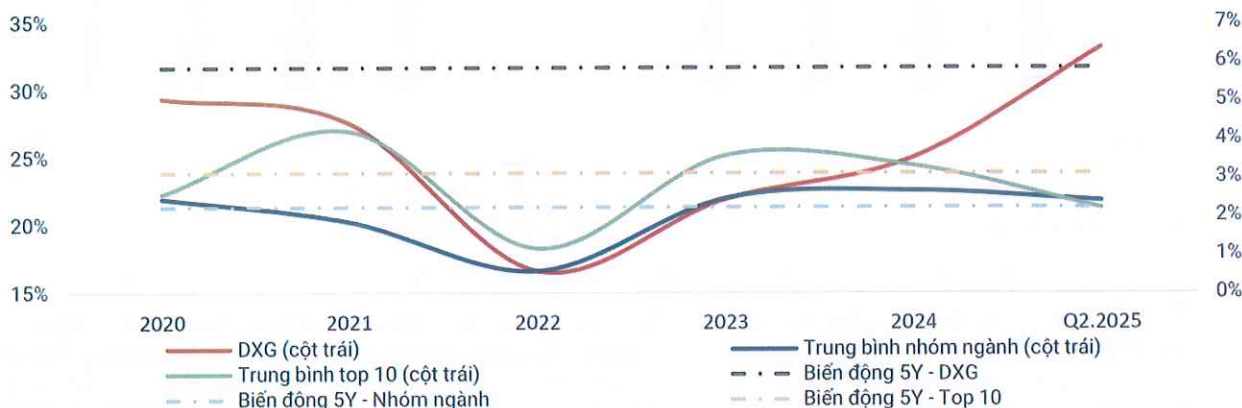
Hình 17: Kế hoạch bán hàng 2025 – 2028 (triệu đồng)



Nguồn: S&I Ratings.

Biên EBITDA của DXG luôn được duy trì ở mức cao và có xu hướng tăng từ 2023, ngoại trừ năm 2022 toàn ngành gặp khó khăn do việc thắt chặt tín dụng và các sự kiện tiêu cực liên quan đến phát hành trái phiếu. Đáng chú ý là biên EBITDA có sự cải thiện trong Q2.2025 nhờ hoạt động môi giới, và kỳ vọng sẽ còn duy trì trong ngắn và trung hạn. Mức biến động bình quân (đo bằng độ lệch chuẩn) đối với doanh nghiệp quy mô như DXG hiện ở mức 5.8% – mức tương đối thấp.

Hình 18: Biến động biên lợi nhuận EBITDA



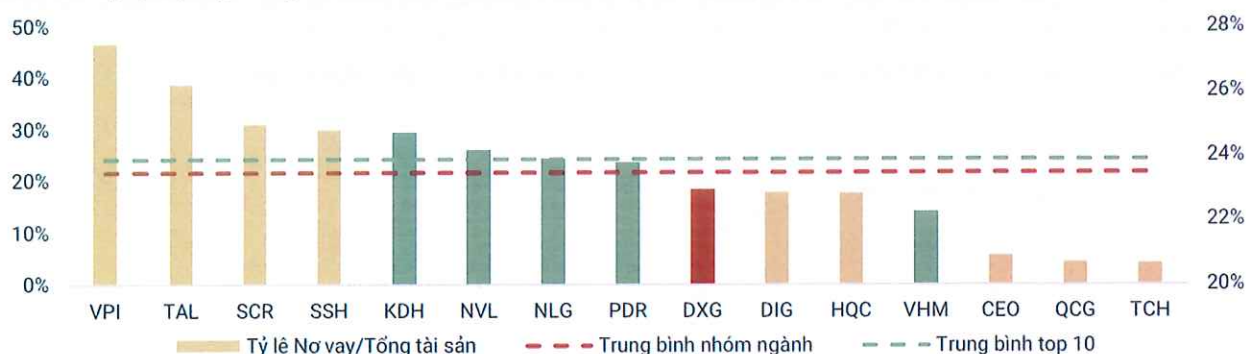
Nguồn: S&I Ratings.

Về tổng quan, biên lợi nhuận gộp của DXG ở mức tương đối cao, tuy nhiên khả năng sinh lợi cần được cải thiện ở mức tích cực hơn để tương xứng với vị thế doanh nghiệp. Động lực chính giai đoạn 2026 – 2028 đến từ dự án The Privé và Gem Sky World, tuy nhiên tiến độ bán hàng cần được theo dõi liên tục vì liên quan đến kế hoạch huy động, khả năng thực thi nghĩa vụ – những yếu tố chính tác động đến chất lượng tín nhiệm.

HỒ SƠ TÀI CHÍNH

Tỷ lệ Nợ vay/Tổng tài sản của DXG (18.3%) tại Q2.2025 thấp hơn trung bình nhóm ngành (23.4%) và trung bình top 10 (23.8%). Tỷ lệ này của DXG thấp hơn 1 số doanh nghiệp cùng phân khúc như KDH (29.3%), NVL (25.9%), NLG (24.3%), PDR (23.5%).

Hình 19: Tỷ lệ Nợ vay/Tổng tài sản của DXG so với các doanh nghiệp trong ngành tại Q2.2025



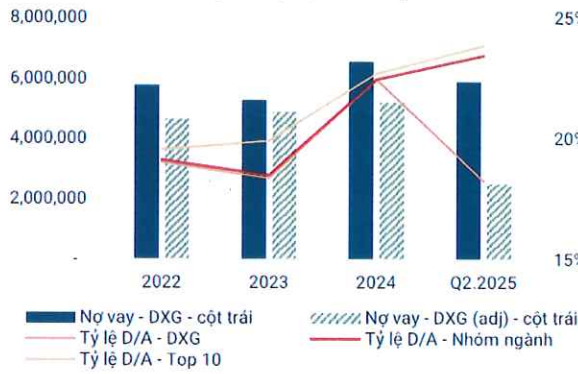
Nguồn: S&I Ratings.

Về xu hướng, tỷ lệ đòn bẩy của DXG đã giảm so với năm 2024, từ mức 22.5% về mức 18.3% cho thấy Ban lãnh đạo DXG thận trọng hơn trong việc sử dụng nợ vay. Trong khi đó, tỷ lệ này của nhóm ngành (từ 22.5% lên mức 23.4%) và top 10 (từ 22.7% lên 23.8%) đang có sự gia tăng. Đáng chú ý là tổng dư nợ vay (điều chỉnh) đã giảm mạnh từ 5,200 tỷ đồng xuống 2,500 tỷ đồng. Chúng tôi đánh giá cao việc dịch chuyển khẩu vị rủi ro sang hướng an toàn hơn.

Kế hoạch sử dụng nợ tại các pháp nhân thực hiện dự án bất động sản được mô tả theo hình 21. Theo đó, dư nợ chủ yếu thuộc về DXG và nhóm Hà An (bao gồm công ty mẹ và các công ty con). Tổng dư nợ dự kiến giảm dần (dự phóng lần lượt là 3,000 tỷ đồng và 2,400 tỷ đồng tại cuối năm 2026 và 2027) do phần lớn dòng tiền thu từ dự án The Privé sẽ được sử dụng cho việc trả nợ.

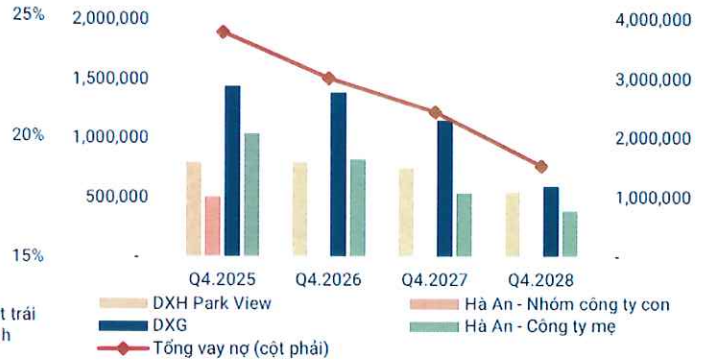
Cần nhấn mạnh rằng kế hoạch sử dụng nợ này chưa bao gồm khoản trái phiếu mà DXG dự kiến phát hành trong năm 2026. Ngoài ra, kế hoạch huy động cho 1 số dự án đang trong quá trình chuyển đổi mục đích sử dụng đất hoặc đang đợi phê duyệt quy hoạch 1/500 (DXH Park City, DXH Premium) cũng chưa được bao gồm trong bảng kế hoạch này. Khi có cơ sở đáng tin cậy hơn, chúng tôi sẽ cập nhật trong lần giám sát tiếp theo.

Hình 20: Tổng nợ vay và tỷ lệ đòn bẩy



Nguồn: S&I Ratings.

Hình 21: Nợ vay dự kiến tại các pháp nhân (triệu đồng)*



Nguồn: S&I Ratings.

(*) Dự nợ vay của mảng dịch vụ môi giới chưa được bao gồm, và dự kiến sẽ không thay đổi so với Q2.2025.

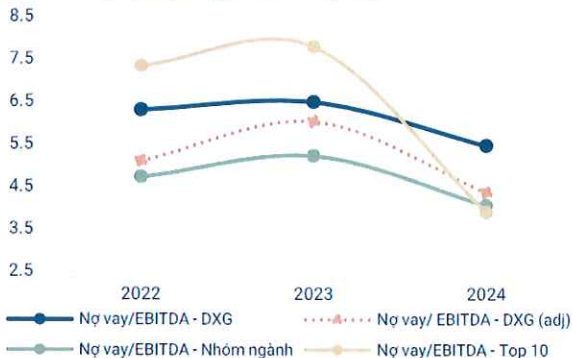
Tuy vậy, khả năng chi trả nghĩa vụ nợ của DXG chưa thật sự ấn tượng. Về mặt so sánh, khả năng trả nợ (Nợ vay/EBITDA) đang cao hơn mức trung bình nhóm ngành và trung bình top 10 trong năm 2024, hàm ý DXG phải cần nhiều thời gian hơn để tạo ra nguồn tiền chi trả cho các nghĩa vụ. Tỷ lệ này trong giai đoạn 2022 – 2024 của DXG là 6.3x – 6.5x – 5.5x, so với 4.7x – 5.2x – 4.1x của trung bình nhóm ngành và 7.3x – 7.8x – 3.9x của trung bình top 10. Tỷ lệ Nợ vay/EBITDA (adj) tuy có giảm, nhưng vẫn còn khá cao tại mức 5.1x – 6.0x – 4.4x.

Mặc dù tỷ lệ đòn bẩy tương đối thấp nhưng khả năng trả nợ chưa thực sự khả quan do dòng tiền EBITDA thấp. Tỷ lệ này được S&I Ratings dùng trong tương quan so sánh và không đại diện hoàn toàn cho khả năng chi trả thực của nhà phát hành, đặc biệt trong ngành bất động sản khi có độ trễ từ lúc thu tiền đến thời điểm ghi nhận doanh thu. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tỷ lệ này nên ngắn hơn vòng đời bình quân thực tế của các dự án – từ lúc huy động cho đến thời điểm bàn giao.

Khả năng chi trả lãi vay (EBITDA/Lãi vay) có sự cải thiện trong năm 2024, dao động trong khoảng 1.5x – 2.9x so với trung bình nhóm ngành (2.1x – 2.6x) và trung bình top 10 (2.0x – 2.9x) theo hình 23. Nếu bao gồm lãi vay vốn hóa, tỷ lệ EBITDA/Lãi vay (adj) giảm xuống còn 1.3x – 2.2x, chưa đủ tạo biên độ an toàn.

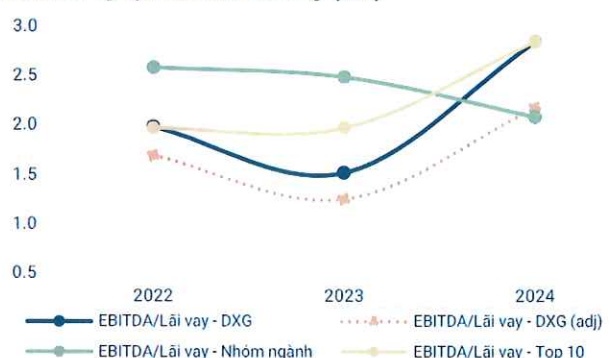
Việc cải thiện 2 tỷ lệ trên trong ngắn hạn sẽ gặp nhiều thử thách do doanh thu mảng bất động sản dự kiến chỉ được ghi nhận mạnh mẽ sau Q4.2027. Về dài hạn, các tỷ lệ này cần được cải thiện và duy trì trên mức trung bình nhóm ngành, vì đây là 1 trong những tiêu chí chính ảnh hưởng đến chất lượng tín nhiệm.

Hình 22: Tỷ lệ Nợ vay/EBITDA (lần)



Nguồn: S&I Ratings.

Hình 23: Tỷ lệ EBITDA/Lãi vay (lần)



Nguồn: S&I Ratings.

Dòng tiền thực để chi trả vay nợ hiện cũng chưa cho thấy sự tích cực đáng kể mặc dù có sự cải thiện trong Q2.2025. Dòng tiền tự do (FCF) bị âm trong giai đoạn 2022 – 2024 do sức bán hàng yếu, trong khi phải chi đầu tư Capex cho các dự án hiện hữu. Điều này kỳ vọng sẽ có chuyển biến mạnh mẽ hơn với dòng tiền thu từ The Privé và Gem Sky World từ năm 2026.

Tuy nhiên, tổng vay nợ (điều chỉnh) giảm dần cũng phần nào giảm bớt áp lực cho việc thanh toán các nghĩa vụ. Ngoài ra, giá trị tồn kho tương đối cao so với nghĩa vụ nợ hiện nay (và thanh khoản khá tốt đối với dự án của The Privé và Gem Sky World). Theo đó, tỷ lệ Nợ vay/Tồn kho bình quân (bao gồm cả tài sản dở dang) của DXG (40.1%), duy trì ở mức tương đương trung bình nhóm ngành và cao hơn trung bình top 10 (41.3%). Với điều kiện thị trường tốt, nguồn tài sản này có thể tạo bộ đệm an toàn trong việc thanh toán các khoản nghĩa vụ.

Hình 24: Lợi nhuận sau thuế và FCF (triệu đồng)



Nguồn: S&I Ratings.

Hình 25: Tỷ lệ nợ vay trên vốn

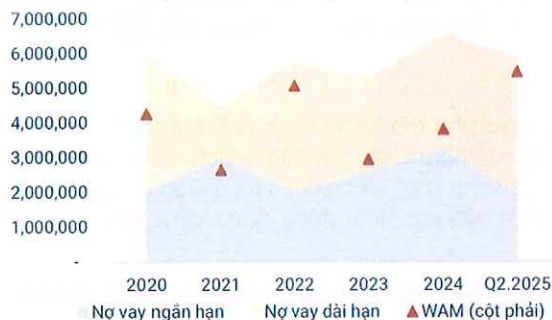


Nguồn: S&I Ratings.

Một trong những rủi ro lớn hiện nay là thời gian đáo hạn nợ bình quân (WAM – Weighted Average Maturity) của DXG luôn dưới 2 năm (hình 26), đặc biệt với ngành nghề cần vay nợ dài hạn như bất động sản. Một phần đến từ mảng môi giới do nhu cầu vốn lưu động, tuy nhiên vay nợ ở mảng môi giới chỉ chiếm khoảng 37.1% tổng vay nợ tại Q2.2025. Tỷ lệ này thấp sẽ gây nhiều áp lực cho thanh khoản, chưa bao gồm sự không chắc chắn trong tiến độ bán hàng.

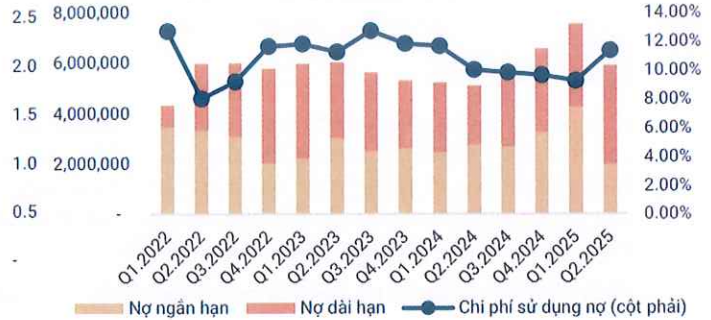
Chúng tôi kỳ vọng sẽ có sự chuyển dịch về thời gian vay nợ trong thời gian tới, để phù hợp hơn với vòng đời dự án. Khi đó, chi phí sử dụng vốn có thể cao hơn so với hiện nay (hình 27). Tuy nhiên với góc độ xếp hạng tín nhiệm, dòng tiền và thanh khoản là các yếu tố cốt lõi đối chất lượng tín nhiệm nhà phát hành.

Hình 26: Thời gian đáo hạn nợ bình quân (năm)



Nguồn: S&I Ratings.

Hình 27: Chi phí sử dụng nợ bình quân



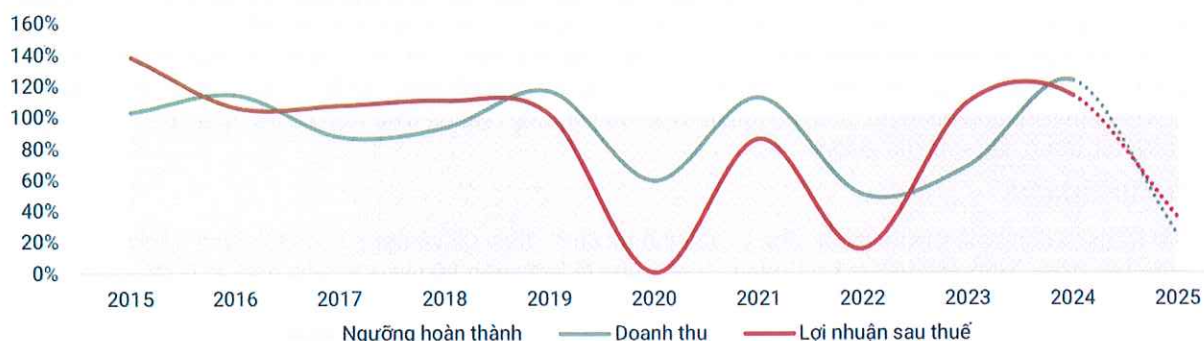
Nguồn: S&I Ratings.

Khả năng trả nợ và lãi của DXG chưa thực sự ở mức tích cực, cùng với việc thời gian đáo hạn bình quân dưới 2 năm và dòng tiền tự do luôn âm. Tiềm năng cải thiện được kỳ vọng vào thị trường trong thời gian tới với The Privé và Gem Sky World, cùng với việc hưởng lợi từ mảng môi giới với nguồn cung mới tại Tp.HCM và Hà Nội. Tuy nhiên, để đạt mức tín nhiệm tốt hơn, những kết quả tích cực cần được duy trì trong dài hạn.

QUẢN TRỊ VÀ ĐIỀU HÀNH

Các đợt tăng vốn thành công từ 2024 đến nay và kế hoạch phát hành cổ phiếu riêng lẻ để tăng vốn cho Hà An trong Q4.2025 là những điểm sáng trong việc huy động vốn của DXG, đồng thời cho thấy sự thận trọng hơn trong việc sử dụng vay nợ. Tuy nhiên, mức hoàn thành về doanh thu và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ trong nhiều năm (10 năm gần nhất) chưa đạt được như kế hoạch (hình 28). Chúng tôi đánh giá cao kết quả thực hiện năm 2024, các mục tiêu đều vượt kỳ vọng. Tuy nhiên, để duy trì trong năm 2025 sẽ khá thử thách, do DXG chỉ đạt 24% kế hoạch doanh thu và 35% kế hoạch lợi nhuận tại Q2.2025.

Hình 28: Tỷ lệ hoàn thành kế hoạch 10 năm gần nhất và tại 6T.2025



Nguồn: S&I Ratings.

Hệ sinh thái của DXG gồm 85 công ty con trực tiếp và gián tiếp (hình 29), nhưng chủ yếu giá trị đầu tư tập trung tại 1 số pháp nhân trọng yếu là Hà An, DXS và Phúc Hưng Phát (hình 30). Cấu trúc đa tầng và phức tạp tại nhóm công ty con có thể làm cho việc quản trị và cơ chế lập báo cáo tại các đơn vị khó khăn và tốn nhiều nguồn lực hơn.

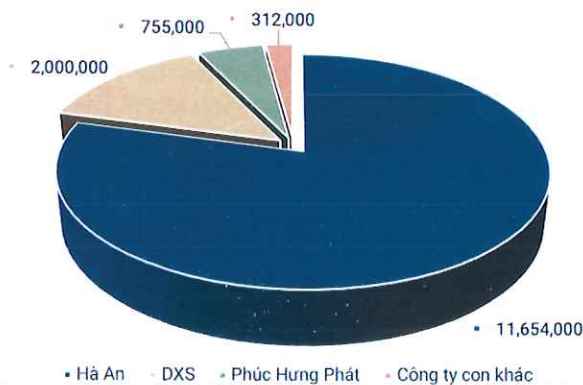
Hình 29: Cấu trúc sở hữu của DXG



Nguồn: S&I Ratings.

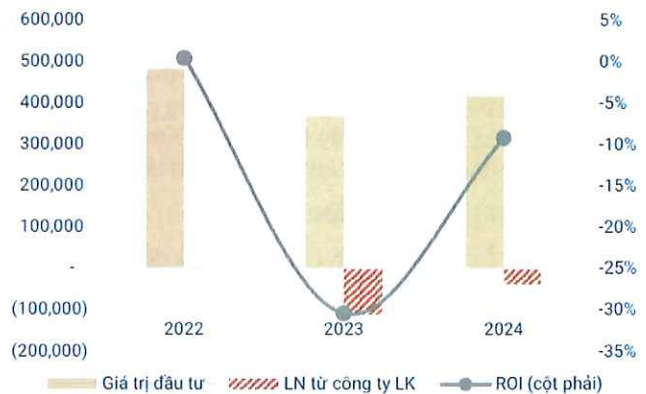
Hiện nay có 1 số công ty đang trong quá trình làm thủ tục giải thể như Đất Xanh Tech và Đất Xanh Finance (công ty con trực tiếp). Ngoài ra, chúng tôi cũng nhận thấy hoạt động của nhóm công ty liên kết chưa đạt như kỳ vọng khi kết quả kinh doanh luôn ở mức tiêu cực (hình 31). Chúng tôi kỳ vọng DXG sẽ có các chiến lược tái cấu trúc và thoái vốn tại những đơn vị không hiệu quả, tinh gọn bộ máy để đảm bảo các hoạt động được kiểm soát; và chiến lược phân bổ vốn trong thời gian tới sẽ hiệu quả hơn

Hình 30: Giá trị đầu tư tại công ty con (triệu VNĐ)



Nguồn: S&I Ratings.

Hình 31: Hiệu suất sinh lợi tại nhóm công ty liên kết



Nguồn: S&I Ratings.

S&I Ratings đánh giá cao năng lực quản trị của DXG trong việc xây dựng thương hiệu và định vị chiến lược trên thị trường hiện nay. Điều này sẽ là nền tảng để nắm bắt những cơ hội mới khi chính sách pháp lý có các điều chỉnh mang tính tích cực hơn trong thời gian tới. Tuy nhiên, một vài điểm cần có phương án quản trị tốt hơn như (1) Tinh gọn bộ máy và phân bổ vốn hiệu quả hơn, (2) củng cố các chính sách tài chính liên quan đến kiểm soát trần vay nợ, (3) Quản trị hiệu quả công nợ phải thu (giảm thiểu nợ khó đòi). Tất cả điều trên có liên quan đến dòng tiền – yếu tố chính tác động đến mức tín nhiệm.

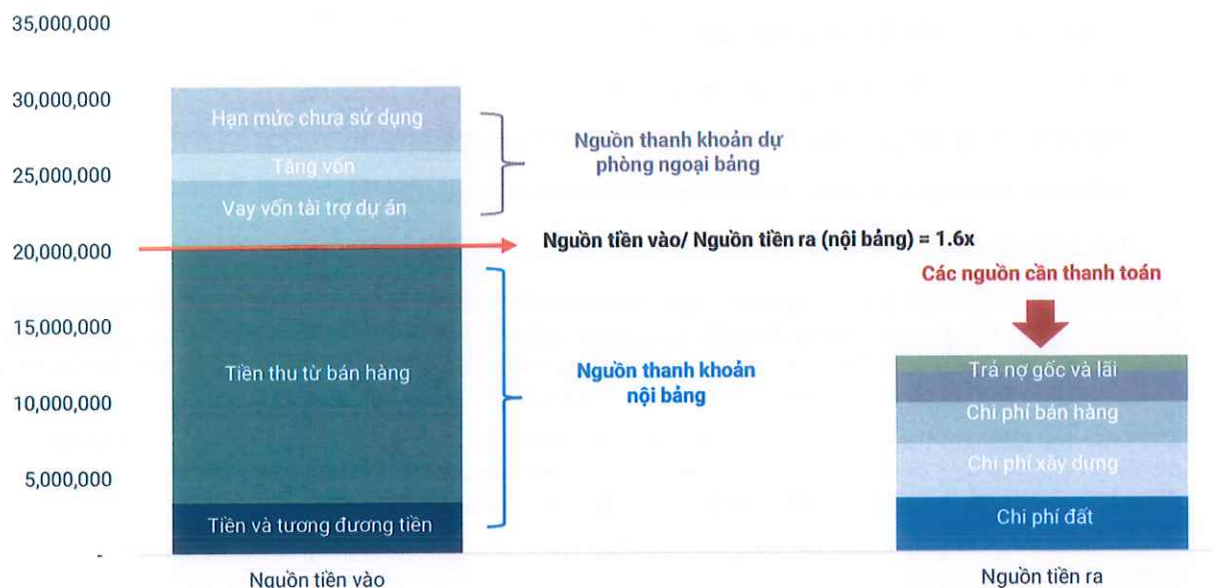
THANH KHOẢN

S&I Ratings đánh giá thanh khoản dựa trên vị thế tài chính hiện tại và dòng tiền phát sinh ở các dự án trọng điểm của DXG trong 18 tháng tiếp theo. Chúng tôi sử dụng tỷ lệ Nguồn tiền vào/Nguồn tiền ra để đo lường thanh khoản trên cơ sở thận trọng. Nguồn tiền vào bao gồm thanh khoản nội bảng và nguồn thanh khoản dự phòng ngoại bảng. Nguồn tiền ra gồm các khoản cần thanh toán trong 18 tháng tiếp theo để duy trì hoạt động liên tục.

Theo đó, tỷ lệ Nguồn tiền vào/Nguồn tiền ra (nội bảng) đạt mức 1.6x tại thời điểm đánh giá. Điều này có nghĩa các tài sản nội bảng hiện nay (bao gồm Tiền và các khoản tương đương tiền, Đầu tư tài chính ngắn hạn và Tiền thu bán hàng từ các dự án) tạo biên độ khá an toàn cho các nghĩa vụ trong 18 tháng tiếp theo (nếu tiến độ bán hàng đạt kỳ vọng). Nếu bao gồm các nguồn thanh khoản dự phòng ngoại bảng (gồm khoản vay nợ, tăng vốn điều lệ và hạn mức tín dụng chưa sử dụng) thì tỷ lệ này đạt mức 2.4x.

Nguồn thanh khoản bền vững và mang tính chắc chắn cao cần xuất phát từ tài sản nội bảng và dòng tiền thu từ bán hàng trong 18 tháng tiếp theo. Những dòng tiền tài chính ngoại bảng nếu được sử dụng để tái cấu trúc nợ sẽ không làm cải thiện năng lực tín dụng. Tỷ lệ này sẽ được chúng tôi giám sát thường xuyên do các nguồn thanh khoản là các nhân tố cốt lõi để phục vụ cho việc trả nợ và lãi, đặc biệt là với thời gian đáo hạn nợ bình quân tương đối thấp (dưới 2 năm) như hiện nay.

Hình 32: Nguồn tiền vào và Nguồn tiền ra trong 18 tháng tiếp theo (triệu đồng)



Nguồn: S&I Ratings.

Ghi chú:

- **Nguồn tiền vào nội bảng** bao gồm Tiền và tương đương tiền, Đầu tư tài chính ngắn hạn và tiền thu từ bán hàng trong 18 tháng tiếp theo (haircut 20%).
- **Nguồn tiền vào ngoại bảng** bao gồm kế hoạch vay nợ và tăng vốn trong 18 tháng tiếp theo, và hạn mức tín dụng chưa sử dụng.
- **Nguồn tiền ra** bao gồm nợ gốc và lãi phải trả trong 18 tháng tiếp theo, chi phí hoàn thiện pháp lý đất đai, chi phí xây dựng và chi phí bán hàng.

SỰ HỖ TRỢ BÊN NGOÀI

Chúng tôi đưa ra mức đánh giá Trung lập cho các sự hỗ trợ bên ngoài đối với hoạt động kinh doanh của DXG. Hiện nay, doanh nghiệp chưa nhận được sự hỗ trợ đáng kể nào từ phía cơ quan quản lý hoặc từ cổ đông lớn và thành viên trong tập đoàn – điều có thể gây tác động tích cực lên mức hạng hoặc triển vọng của DXG. Phần lớn kết quả đạt được hiện nay xuất phát từ sức mạnh nội tại và vị thế thị trường của doanh nghiệp. Những sự hỗ trợ tiềm tàng khác (nếu có) mà chưa được phản ánh đầy đủ sẽ được chúng tôi xem xét trong kỳ giám sát tiếp theo.

Ngày công bố	Đối tượng	Kết quả	Triển vọng	Loại hình
10/12/2025	Tổ chức phát hành – dài hạn	BBB ⁺	Tích cực	Xếp hạng lần đầu

THÔNG TIN VỀ TỶ LỆ SỞ HỮU

Để đảm bảo tính độc lập và khách quan trong hoạt động xếp hạng tín nhiệm đối với tổ chức phát hành/công cụ nợ, S&I Ratings công bố thông tin liên quan đến tỷ lệ sở hữu giữa các bên tại thời điểm phát hành báo cáo như sau:

- Tỷ lệ sở hữu cổ phần S&I Ratings của DXG: 0%
- Tỷ lệ sở hữu cổ phần DXG của S&I Ratings: 0%
- Tỷ lệ sở hữu cổ phần DXG của nhân viên S&I Ratings: 0%
- Trái phiếu và công cụ nợ khác của S&I Ratings do DXG nắm giữ: 0%
- Trái phiếu và công cụ nợ khác của DXG do S&I Ratings nắm giữ: 0%
- Trái phiếu và công cụ nợ khác của DXG do nhân viên S&I Ratings nắm giữ: 0%

S&I Ratings cam kết tính độc lập và khách quan xuyên suốt quá trình cung cấp dịch vụ xếp hạng tín nhiệm cho tổ chức phát hành/công cụ nợ. Chúng tôi tuân thủ nghiêm ngặt các quy định hiện hành và rà soát chặt chẽ những mâu thuẫn lợi ích tiềm tàng có thể xảy ra thông qua hệ thống kiểm soát nội bộ. Các tỷ lệ sở hữu nêu trên được soát xét từ thời điểm ký hợp đồng với tổ chức phát hành và cập nhật đến ngày phát hành báo cáo.

Theo đó, các nhân sự trực tiếp tham gia xếp hạng tín nhiệm cho tổ chức phát hành/công cụ nợ không được phép sở hữu hoặc thực hiện bất cứ giao dịch nào đối với cổ phần hay công cụ nợ của nhà phát hành từ thời điểm ký hợp đồng và xuyên suốt thời gian khi kết quả xếp hạng vẫn còn hiệu lực.

Để tìm hiểu thêm những thông tin công bố khác liên quan đến hoạt động xếp hạng tín nhiệm, vui lòng truy cập www.sniratings.com.vn.

Công ty Cổ phần xếp hạng tín nhiệm S&I

Báo cáo Kết quả xếp hạng tín nhiệm số: 08.2025/S&I-DXG



Hoàng Việt Phương

Tổng Giám đốc

Ngày 10 tháng 12 năm 2025

Kinh tế vĩ mô

Một số điểm nhấn vĩ mô Việt Nam trong Quý 3 và 9 tháng đầu năm 2025 như sau:

- GDP Q3.2025 tăng trưởng 8.2%, đưa mức tăng trưởng GDP lũy kế 9 tháng đầu năm 2025 đạt 7.8% - mức cao thứ hai kể từ năm 2011. Tăng trưởng diễn ra toàn diện, với các động lực tăng trưởng như sản xuất, tiêu dùng và đầu tư đều duy trì tích cực.
- Lạm phát được kiểm soát tốt tại mức 3.3% tính chung 9 tháng đầu năm 2025 – thấp hơn mục tiêu Quốc hội đề ra 4.5%.
- Doanh số bán lẻ và dịch vụ lũy kế tăng 9.5% so với cùng kỳ, nhờ động lực tăng trưởng tích cực đến từ hoạt động du lịch (+21% svck) và lưu trú, ăn uống (+15% svck).
- Lãi suất được duy trì ở mức hợp lý trước định hướng hỗ trợ nền kinh tế của Chính phủ. Tính đến cuối T9.2025, mặt bằng lãi suất cho vay đã giảm khoảng 40 điểm so với cuối năm 2024.
- Tỷ giá USD/VND tăng khoảng 3.6% so với cuối năm 2024. Đồng VND vẫn chịu áp lực do nhu cầu ngoại tệ kéo dài và giá vàng liên tục tăng cao, mặc dù Fed giảm lãi suất điều hành 25 điểm cơ bản lần đầu tiên trong năm 2025.
- Tăng trưởng tín dụng phục hồi mạnh, đạt 13.3% so với đầu năm, cao hơn mức tăng khoảng 9% của cùng kỳ 2024. Dự kiến đến cuối năm, tăng trưởng tín dụng đạt 19 – 20% (theo NHNN).

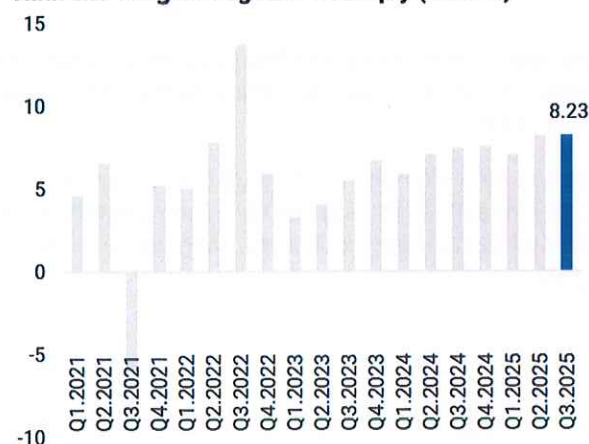
Tăng trưởng GDP

GDP Quý 3 ghi nhận mức tăng tích cực 8.2%, duy trì đà tăng từ mức 7.1% của Quý 1 và 8.2% của Quý 2. Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, tăng trưởng GDP đạt 7.8% – mức tăng cao nhất kể từ năm 2011 (trừ năm 2022 phản ánh sự phục hồi sau dịch Covid-19). Động lực chính đến từ sự bứt tốc ở nhóm ngành trọng yếu Sản xuất (+ 8.7%) và Dịch vụ (+8.5%), trong khi lĩnh vực Nông – Lâm – Ngư nghiệp duy trì tăng trưởng khá (+3.8%). Kết quả này phản ánh sức chống chịu ấn tượng của nền kinh tế Việt Nam và hiệu quả của chính sách điều hành, bất chấp môi trường thế giới còn nhiều bất định.

Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng GDP cả năm 2025 là 8.3% – 8.5%, tạo đà tăng trưởng hai chữ số mỗi năm cho giai đoạn tiếp theo. Như vậy, để đạt mục tiêu GDP trong năm nay, GDP Quý 4 cần tăng tương ứng là 9.5% – 10.2%.

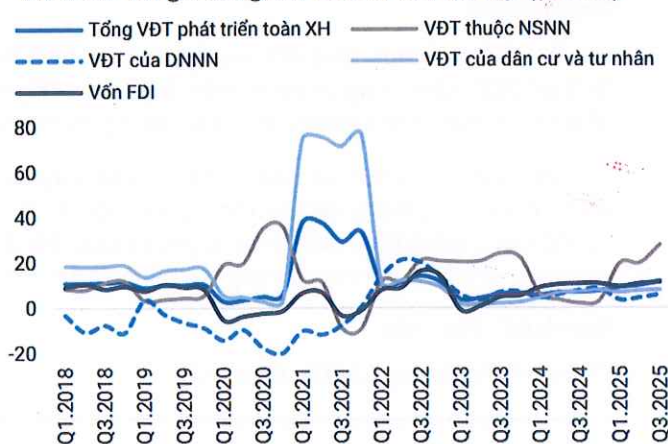
Đầu tư công dẫn dắt vốn đầu tư toàn xã hội khi Chính phủ đẩy mạnh giải ngân đầu tư vào các dự án hạ tầng trọng điểm. Lũy kế 9 tháng đầu năm, vốn đầu tư thực hiện từ ngân sách nhà nước ghi nhận tốc độ tăng trưởng 27.8% svck, bù đắp cho khu vực tư nhân vẫn còn tăng khá khiêm tốn (+7.8% svck).

Hình 33: Tăng trưởng GDP theo quý (% svck)



Nguồn: S&I Ratings

Hình 34: Tăng trưởng vốn đầu tư toàn xã hội (% svck)

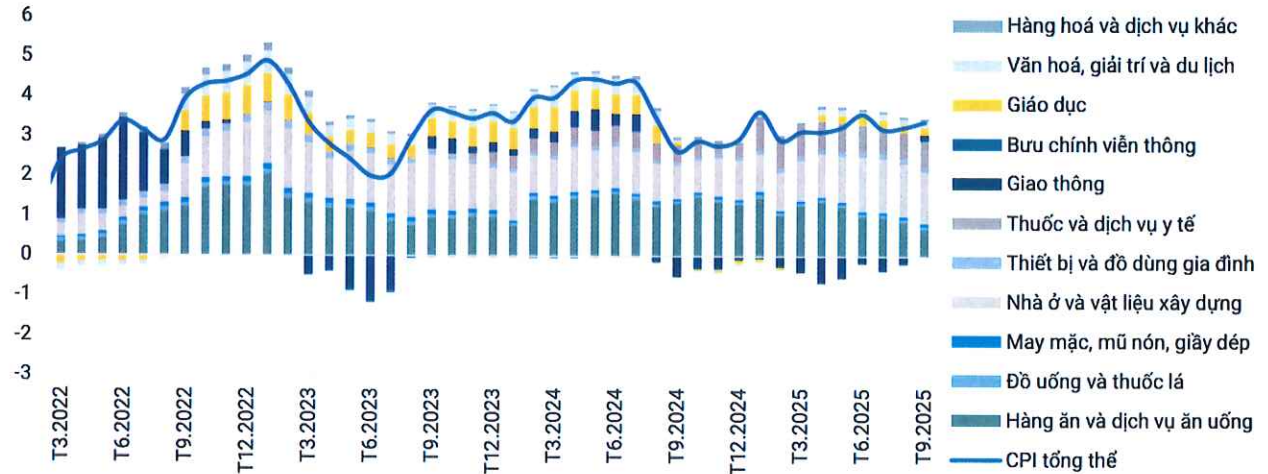


Nguồn: S&I Ratings

Lạm phát

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tăng 3.4% svck vào cuối Q3.2025, giảm nhẹ từ 3.6% của quý trước. Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, lạm phát vẫn được kiểm soát tốt tại mức 3.3%, thấp hơn mục tiêu Quốc hội đề ra (4.5%). Các mặt hàng đóng góp chính vào mức tăng CPI bao gồm nhóm nhà ở, vật liệu xây dựng (đóng góp 1.16 điểm phần trăm) và nhóm lương thực, thực phẩm (đóng góp 1.11 điểm phần trăm) và. Thuốc và dịch vụ y tế là mặt hàng có mức giá tăng mạnh nhất (+13.5% svck) do một số địa phương điều chỉnh giá dịch vụ y tế từ cuối năm 2024 – nhưng chiếm tỷ trọng không đáng kể trong rổ CPI.

Hình 35: CPI hàng tháng (% so với cùng kỳ)



Nguồn: S&I Ratings

Nghị quyết 68 về phát triển kinh tế tư nhân

Nghị quyết 68 được Quốc hội ban hành vào T5.2025, đánh dấu bước chuyển chiến lược khi xác định kinh tế tư nhân là một động lực quan trọng của nền kinh tế. Nghị quyết đề cập đến mô hình hợp tác công tư (PPP) trong các lĩnh vực cơ sở hạ tầng kinh tế, văn hóa – xã hội, công nghệ thông tin, nhằm khơi thông nguồn lực tư nhân và thể hiện cách tiếp cận cân bằng, với việc hình thành liên kết giữa khu vực nhà nước và khu vực tư nhân. Trong thời gian đầu, Nghị quyết mang đến lợi thế cho các tập đoàn, doanh nghiệp tư nhân lớn trong việc tiếp cận các dự án trọng điểm quốc gia.

Ngoài ra, Nghị quyết cũng đưa ra loạt giải pháp nhằm tạo môi trường cạnh tranh bình đẳng, trong đó cắt giảm ít nhất 30% thời gian làm thủ tục hành chính, chi phí tuân thủ pháp luật và miễn thuế trong 3 năm đầu cho doanh nghiệp nhỏ và vừa. Đồng thời, Nghị quyết nhấn mạnh việc bảo vệ quyền sở hữu tài sản và quyền tự do kinh doanh nhằm củng cố niềm tin, khuyến khích khởi nghiệp và đổi mới sáng tạo.

Nhìn chung, Nghị quyết 68 đặt nền tảng để khu vực tư nhân phát triển bền vững và đóng vai trò trụ cột trong kỷ nguyên mới, song đòi hỏi sự cam kết chất lượng trong thực thi chính sách và hỗ trợ doanh nghiệp mở rộng quy mô, nâng cao năng lực cạnh tranh quốc gia.

Thuế đối ứng

Hoa Kỳ công bố mức thuế đối ứng áp dụng đối với hàng hóa có xuất xứ từ Việt Nam là 20% (hiệu lực từ ngày 07/08/2025), nằm trong phạm vi chấp nhận được khi so sánh với các quốc gia khác. Ngoài ra, thuế chuyển tải 40% sẽ được áp dụng trên phạm vi toàn cầu, không chỉ riêng cho Việt Nam.

Vấn đề trọng tâm là quy tắc xuất xứ (ROO), vẫn đang trong quá trình đàm phán. Trên thực tế, các quy tắc này đóng vai trò quan trọng trong việc xác định lợi ích thực tế của bất kỳ thỏa thuận thương mại nào. Theo quan điểm của S&I Ratings, các thách thức hiện tại sẽ là yếu tố thúc đẩy đa dạng hóa thị trường xuất khẩu, nâng cao tỷ lệ nội địa hóa và hướng đến mô hình tăng trưởng cân bằng và bền vững hơn.

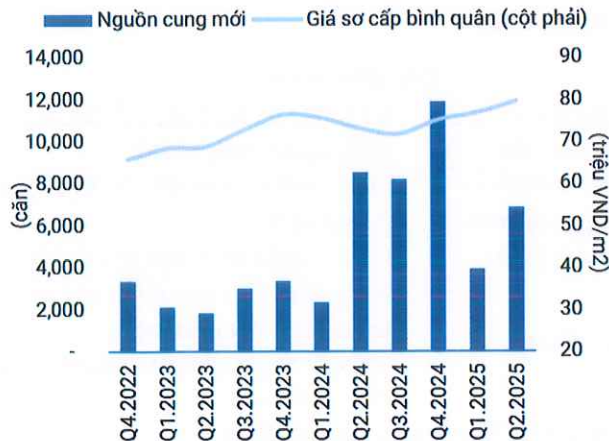
Ngành Bất động sản

Tình hình thị trường nửa đầu năm 2025

- Nguồn cung nhà ở cải thiện khi các dự án mở bán mới tăng nhờ thủ tục pháp lý thuận lợi hơn. Tổng cung được cấp phép mới và đủ điều kiện đưa vào kinh doanh trong H1.2025 đạt 64,671 căn, tăng 34% svck năm 2024. Tuy vậy, cơ cấu nguồn cung vẫn mất cân đối và phân hóa rõ rệt, đặc biệt ở các thành phố lớn.
- Tại Hà Nội, cung duy trì tốt trong H1.2025 với 10,770 căn được mở bán mới, nhưng gần như tập trung ở phân khúc cao cấp. Nguồn cung chủ yếu đến từ các dự án lớn như Vinhomes Ocean Park, Smart City và Global Gate.
- Tại Tp.HCM, cung sơ cấp tiếp tục hạn chế khi chỉ có 1,750 căn mở bán (tương đương svck năm 2024), phản ánh sự phục hồi chưa rõ nét. Nguồn cung chủ yếu đến từ giai đoạn bán hàng cuối của các dự án hiện hữu, trong đó hai dự án đóng góp chính bao gồm Lumiere Midtown (Masterise Homes) và Happy One Sora (Van Xuan Group).

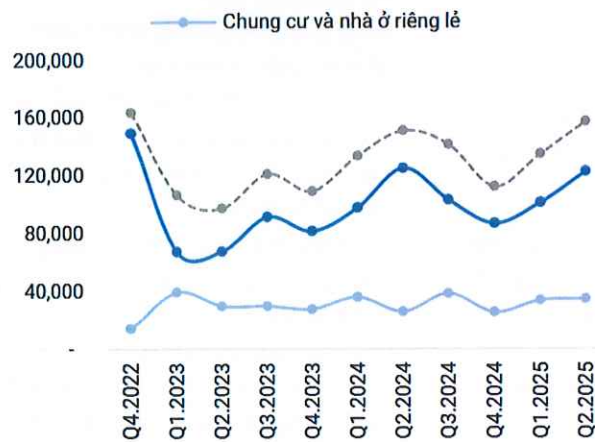
- Giá bán sơ cấp tiếp tục tăng do cơ cấu lệch pha đồng thời chi phí đầu vào (tiền sử dụng đất và nghĩa vụ tài chính) tăng mạnh. Hà Nội dẫn đầu tốc độ tăng, với giá bán bình quân cuối Q2.2025 đạt khoảng 79 triệu đồng/m², tăng 33% svck. Tại Tp. HCM, giá bán bình quân đạt 82 triệu đồng/m², tăng 29% svck.
- Lượng giao dịch toàn thị trường ghi nhận phục hồi với gần 292 nghìn giao dịch BĐS diễn ra trong nửa đầu năm 2025 (tăng 15% so với H2.2024). Phần lớn giao dịch vẫn tập trung ở đất nền, trong khi chung cư và nhà ở riêng lẻ có sự cải thiện nhẹ.
- Tổng dư nợ tín dụng ngân hàng đối với kinh doanh bất động sản đến cuối Q2.2025 đạt hơn 1.6 triệu tỷ, tăng 13% so với cuối 2024. Đáng chú ý, dư nợ đối với các dự án khu đô thị, nhà ở có mức tăng mạnh +29% so với đầu năm (cùng kỳ 2024 tăng 7%).

Hình 36: Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội



Nguồn: CBRE, S&I Ratings

Hình 38: Lượng giao dịch



Nguồn: Bộ Xây dựng, S&I Ratings

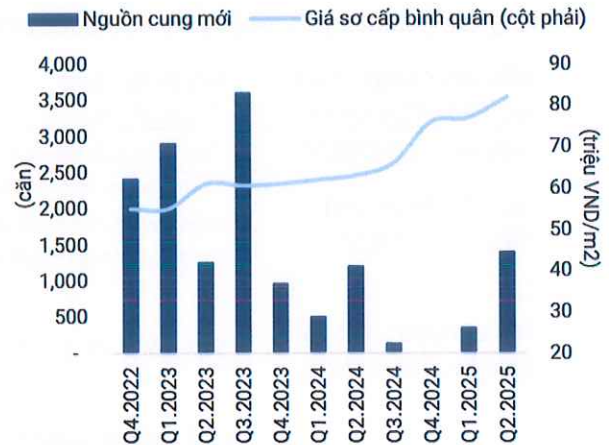
Triển vọng trong thời gian tới

Nửa cuối năm 2025 và 2026, chúng tôi đánh giá thị trường BĐS sẽ tiếp tục phục hồi đến từ cả phía cung và phía cầu, nhờ môi trường chính sách trong nước duy trì thuận lợi.

Nguồn cung tiếp tục cải thiện nhờ cải cách pháp lý, đến từ các dự án bị đình trệ trước đây và dự án mới. Các chính sách gần đây được kỳ vọng tăng nguồn cung nhà ở bao gồm NQ 170/2024/QH15 (tháo gỡ vướng mắc cho các dự án ở Tp.HCM, Đà Nẵng và Khánh Hòa) và NQ 171/2024/QH15 (thí điểm thực hiện dự án NOTM thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất).

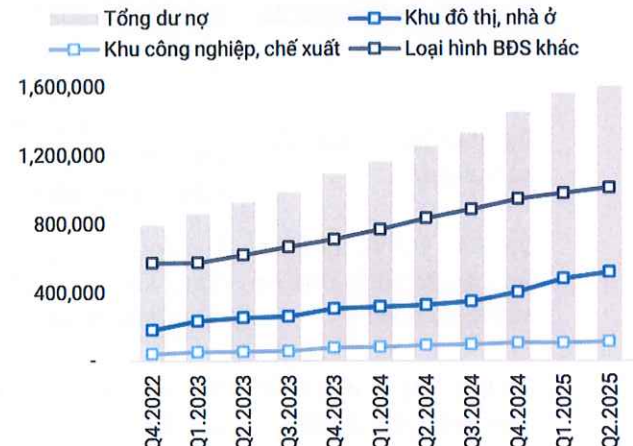
Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ duy trì môi trường lãi suất hợp lý nhằm hỗ trợ cho tăng trưởng kinh tế. Do đó, lãi suất ưu đãi vay mua nhà nhiều khả năng tiếp tục ở mức hấp dẫn trong năm 2025 (lãi suất cho vay mua NOXH đã giảm xuống mức 5.4% từ mức 6.0% tại ND 261/2025/NĐ-CP), đây là yếu tố then chốt nhằm hỗ trợ khả năng chi trả của người mua nhà và tâm lý đầu tư BĐS.

Hình 37: Nguồn cung căn hộ mới tại Tp.HCM



Nguồn: CBRE, S&I Ratings

Hình 39: Dư nợ tín dụng đối với kinh doanh BĐS (tỷ đồng)



Nguồn: Bộ Xây dựng, S&I Ratings

Chính phủ đã thể hiện cam kết mạnh mẽ đối với đầu tư công, đặc biệt trong việc phát triển cơ sở hạ tầng. Ngành BĐS dự kiến sẽ hưởng lợi đáng kể khi việc đẩy nhanh triển khai hạ tầng sẽ tăng cường kết nối liên tỉnh, liên vùng và hỗ trợ nhu cầu nhà ở tại các khu vực vệ tinh. Ngoài ra, sáp nhập tỉnh thành cũng hỗ trợ tâm lý đầu tư và gia tăng nhu cầu BĐS tại các khu vực có kết nối hạ tầng tốt.

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy chi phí đầu tư dự án đang tăng cao, chủ yếu do tiền sử dụng đất và chi phí giải phóng mặt bằng tăng theo bảng giá đất mới; đồng thời chi phí xây dựng tăng cho thiếu hụt VLXD như cát và đá. Điều này có thể gây áp lực lên việc triển khai dự án và mặt bằng giá BĐS trong thời gian tới.

Về dài hạn, động lực tăng trưởng cho ngành BĐS vẫn duy trì vững chắc nhờ (i) Việt Nam vẫn trong thời kỳ dân số vàng với số dân trong độ tuổi lao động cũng như độ tuổi mua nhà chiếm tỷ trọng cao, (ii) sự gia tăng của tầng lớp trung lưu, và (iii) tỷ lệ đô thị hóa còn thấp, dự kiến sẽ tiếp tục tăng nhanh và đạt 50% vào năm 2030.

Bảng 2: Một số thay đổi về pháp lý BĐS trong thời gian gần đây

Văn bản / Chính sách	Nội dung chính	Các điểm lưu ý
NQ 170/2024/QH15 Hiệu lực: 01/04/2025	Tháo gỡ pháp lý cho các dự án tại Tp.HCM, Đà Nẵng và Khánh Hòa	Xử lý các dự án đang ách tắc, qua đó làm tăng nguồn cung nhà ở
NQ 171/2024/QH15 Hiệu lực: 01/04/2025	Thí điểm trong 5 năm về việc thực hiện dự án NOTM thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất	- Tăng nguồn cung cho thị trường; giá nhà dự kiến giảm - Nhiều sự lựa chọn hơn cho người mua nhà
NĐ 261/2025/NĐ-CP Hiệu lực: 10/10/2025	Sửa đổi 1 số quy định về NOXH	- Nâng mức thu nhập đối tượng mua NOXH lên 20 triệu đồng/tháng - Lãi suất vay mua NOXH giảm xuống 5.4% từ mức 6.0%
1 SỐ CHÍNH SÁCH DỰ KIẾN TÁC ĐỘNG ĐẾN THỊ TRƯỜNG		
Dự thảo NQ sửa đổi 1 số điều luật của Luật Đất đai	Thay đổi các điểm còn bất cập trong Luật đất đai 2024	- Thu hồi đất nhanh hơn - Mở rộng quyền thuê đất trả tiền 1 lần hoặc trả tiền hàng năm - Bảng giá đất cập nhật mỗi 5 năm và có hệ số điều chỉnh hàng năm
Dự thảo NQ về tính tiền sử dụng đất	Đóng tiền sử dụng đất ở mức phù hợp hơn khi chuyển đổi từ đất nông nghiệp sang đất ở	- Mức chuyển đổi được đề xuất từ 30% – 50% khi chuyển mục đích sang đất ở - Tạo điều kiện cho người dân và kiểm chế giá bất động sản
Dự thảo NĐ về thí điểm lập sàn giao dịch BĐS do nhà nước quản lý	Thành lập trung tâm giao dịch bất động sản và quyền sử dụng đất được quản lý bởi nhà nước	- Tăng thanh khoản cho thị trường - Thông tin pháp lý các dự án được thẩm tra và công khai
Dự thảo NQ về việc kiểm soát, kiểm chế giá BĐS	Đề xuất 1 số cơ chế để kiểm soát giá nhà đất	- Cho vay không quá 50% giá trị khi mua căn nhà thứ 2 và 30% đối với căn nhà thứ 3 - Dành 20% kế hoạch thực hiện NOTM để làm dự án “NOTM giá phù hợp”
Dự thảo về Luật dân số	Đề xuất thêm các đối tượng được ưu tiên mua NOXH	Mở rộng đối tượng và điều kiện để mua NOXH
Dự thảo NĐ về chính sách tài chính trong Trung tâm tài chính quốc tế tại Việt Nam	Nhiều ưu đãi cho các đối tượng hoạt động trong Trung tâm tài chính quốc tế (dự kiến thành lập năm 2026)	Giá nhà đất ở một số khu vực dự kiến sẽ tăng (tại Tp.HCM và Đà Nẵng)

Nguồn: S&I Ratings.

STT	Mã	Tên công ty
1	CEO	CTCP Tập đoàn C.E.O
2	DIG	Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng
3	DXG	CTCP Tập đoàn Đất Xanh
4	HQC	CTCP Tư vấn Thương mại Dịch Vụ Địa ốc Hoàng Quân
5	KDH	CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền
6	NLG	CTCP Đầu tư Nam Long
7	NVL	CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va
8	PDR	CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt
9	QCG	CTCP Quốc Cường Gia Lai
10	SCR	CTCP Địa ốc Sài Gòn Thương Tín
11	SSH	CTCP Phát triển Sunshine Homes
12	TAL	CTCP Đầu Tư Bất Động Sản Taseco
13	TCH	CTCP Đầu tư Dịch vụ Tài chính Hoàng Huy
14	VHM	CTCP Vinhomes
15	VPI	CTCP Phát triển Bất động sản Văn Phú

Ghi chú:

- Cụm từ 'Trung bình nhóm ngành' trong báo cáo bao gồm tất cả các công ty trong danh sách trên.
- Cụm từ 'Trung bình top 10' trong báo cáo bao gồm 10 công ty có tổng tài sản lớn nhất tại Q2.2025: VHM, NVL, DXG, KDH, NLG, PDR, DIG, TCH, SSH và SCR.

Chỉ số	Công thức
Biên lợi nhuận gộp	Lợi nhuận gộp/Tổng doanh thu
Dòng tiền tự do (FCF)	Dòng tiền thuần tự hoạt động kinh doanh (CFO) – Chi đầu tư (Capex)
EBITDA	Doanh thu thuần – Giá vốn – Chi phí bán hàng – Chi phí quản lý + Khấu hao trong kỳ
Lợi nhuận trên tài sản (ROAA)	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản bình quân
Lợi nhuận trên vốn chủ (ROAE)	Lợi nhuận sau thuế/Tổng vốn chủ sở hữu bình quân
Nợ vay/EBITDA	(Vay ngắn hạn + Vay dài hạn)/EBITDA
Nợ vay/EBITDA (adj)	(Vay ngắn hạn + Vay dài hạn – Tiền và các khoản tương đương – Đầu tư tài chính ngắn hạn)/EBITDA
EBITDA/Lãi vay	EBITDA/Chi phí lãi vay
EBITDA/Lãi vay (adj)	EBITDA/(Chi phí lãi vay + Lãi vay vốn hóa trong kỳ)
Chi phí sử dụng nợ	(Chi phí lãi vay + Lãi vay vốn hóa)/Bình quân tổng dư nợ vay đầu kỳ và cuối kỳ
Tỷ lệ đòn bẩy	(Vay ngắn hạn + Vay dài hạn + Nợ khác có phát sinh lãi)/Tổng tài sản
Tỷ lệ đòn bẩy (adj)	(Vay ngắn hạn + Vay dài hạn + Nợ khác có phát sinh lãi – Tiền và các khoản tương đương – Đầu tư tài chính ngắn hạn)/Tổng tài sản
Tỷ lệ người mua trả tiền trước	Người mua trả tiền trước/(Hàng tồn kho + Xây dựng cơ bản dở dang)
Tỷ lệ vay nợ trên tồn kho	(Vay ngắn hạn + Vay dài hạn)/(Hàng tồn kho + Xây dựng cơ bản dở dang)
Thời gian đáo hạn nợ bình quân (WAM)	$(\text{Khoản vay 1}/\text{Tổng nợ vay}) \times \text{Thời gian đáo hạn khoản vay 1} + (\text{Khoản vay 2}/\text{Tổng nợ vay}) \times \text{Thời gian đáo hạn khoản vay 2} + \dots + (\text{Khoản vay n}/\text{Tổng nợ vay}) \times \text{Thời gian đáo hạn khoản vay n}$

Mức hạng	Ý nghĩa
AAA	Thể hiện doanh nghiệp/công cụ nợ có rủi ro không thanh toán được nghĩa vụ nợ ở mức 'Thấp nhất' và chất lượng tín dụng ở mức 'Cực kỳ cao'.
AA	Thể hiện doanh nghiệp/công cụ nợ có rủi ro không thanh toán được nghĩa vụ nợ ở mức 'Rất thấp' và chất lượng tín dụng ở mức 'Rất cao'.
A	Thể hiện doanh nghiệp/công cụ nợ có rủi ro không thanh toán được nghĩa vụ nợ ở mức 'Thấp' và chất lượng tín dụng ở mức 'Cao'.
BBB	Thể hiện doanh nghiệp/công cụ nợ có rủi ro không thanh toán được nghĩa vụ nợ ở mức 'Tương đối thấp' và chất lượng tín dụng ở mức 'Vừa phải'.
BB	Thể hiện doanh nghiệp/công cụ nợ có rủi ro không thanh toán được nghĩa vụ nợ ở mức 'Cao' và chất lượng tín dụng ở mức 'Thấp'.
B	Thể hiện doanh nghiệp/công cụ nợ có rủi ro không thanh toán được nghĩa vụ nợ ở mức 'Rất cao' và chất lượng tín dụng ở mức 'Rất thấp'.
CCC	Thể hiện doanh nghiệp/công cụ nợ có rủi ro không thanh toán được nghĩa vụ nợ ở mức 'Cực kỳ cao' và chất lượng tín dụng ở mức 'Cực kỳ thấp'.
CC	Thể hiện doanh nghiệp/công cụ nợ đối mặt với nguy cơ không thể thanh toán một phần nghĩa vụ nợ khi đến hạn.
C	Thể hiện doanh nghiệp/công cụ nợ đối mặt với nguy cơ không thể thanh toán một phần hoặc toàn bộ nghĩa vụ nợ khi đến hạn.
D	Doanh nghiệp/công cụ nợ đã mất khả năng thanh toán.

Ghi chú: Các mức hạng từ AA đến CCC có thể được điều chỉnh bằng cách bổ sung dấu '+' hoặc trừ '-' nhằm biểu thị rằng hơn về mức tín nhiệm trong cùng một nhóm hạng.

Công ty Cổ phần Xếp hạng Tín nhiệm S&I

Số 1C Ngô Quyền, Phường Lý Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện Thoại: 024 3208 1356

Miễn trừ trách nhiệm

Bất kỳ hành vi sao chép, chỉnh sửa, tái bản, truyền tải, phân phối lại, dưới bất kỳ hình thức và cách thức nào, đối với toàn bộ hoặc một phần nội dung trong báo cáo hoặc thông tin xếp hạng tín nhiệm đều bị nghiêm cấm, nếu không có sự cho phép trước bằng văn bản của S&I Ratings. Kết quả xếp hạng tín nhiệm và các đánh giá trong báo cáo là ý kiến tham khảo, không phải là khuyến nghị để mua, bán hoặc nắm giữ chứng khoán, công cụ nợ hoặc bất kỳ quyết định đầu tư nào. Trong mọi trường hợp, S&I Ratings sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại hoặc hậu quả nào từ việc ra quyết định đầu tư, trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan việc sử dụng thông tin trong báo cáo. Dữ liệu phân tích được thu thập từ tổ chức phát hành và các nguồn khác mà S&I Ratings cho rằng chính xác và đáng tin cậy. Tuy nhiên, có thể xảy ra những sai sót liên quan đến con người và/hoặc máy móc trong việc thu thập, S&I Ratings không đảm bảo tính chính xác, đầy đủ hoặc kịp thời của bất kỳ thông tin nào và sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ mất mát hoặc thiệt hại nào phát sinh từ các dữ liệu trên. Kết quả xếp hạng có thể thay đổi, thu hồi hoặc hết hiệu lực do các thông tin liên quan đến triển vọng của tổ chức phát hành và/hoặc vì nhiều yếu tố khác. Tất cả thông tin mới nhất liên quan đến kết quả xếp hạng và phương pháp đánh giá có thể tìm thấy tại Website www.sniratings.com.vn.