

**QUAN TRỌNG:** Khi khai thác hợp pháp các thông tin tại đây, độc giả phải nhắc tới chúng tôi bằng tên nhãn hiệu tiếng Anh là “Vietnam Investors Service” (trong bản tiếng Anh và tiếng Việt) và ghi chú rằng “Các nhận định, số liệu, thống kê hoặc các quan điểm khác của Vietnam Investors Service trong tài liệu này không dựa trên kết quả xếp hạng tín nhiệm tổ chức phát hành hoặc công cụ nợ. Vietnam Investors Service đang xin giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh dịch vụ xếp hạng tín nhiệm và chưa triển khai hoạt động xếp hạng tín nhiệm”.

**LIÊN HỆ**

**Dương Đức Hiếu, CFA**  
Giám đốc

**Hoàng Thị Hiền**  
Chuyên viên phân tích

**Phạm Anh Tú**  
Chuyên viên phân tích

**Simon Chen, CFA**  
Tổng Giám Đốc



**Ngành Bất động sản Nhà ở**

**Khó khăn về tái cấp vốn của doanh nghiệp bất động sản sẽ kéo dài khi khối lượng trái phiếu đáo hạn và đòn bẩy tài chính đạt đỉnh trong bối cảnh trầm lắng của thị trường nhà ở, các biện pháp của chính phủ cần thêm thời gian để mang lại hiệu quả.**

Kể từ nửa cuối năm 2022, ngành Bất động sản Nhà ở của Việt Nam đang trải qua thời kỳ suy giảm lớn nhất trong 10 năm qua. Mặc dù chính phủ đã ban hành một số chính sách và nỗ lực hỗ trợ phục hồi thị trường, nhưng chúng tôi cho rằng những khó khăn trong quá trình phê duyệt pháp lý và huy động vốn của các nhà phát triển bất động sản sẽ tiếp tục kéo dài đến cuối năm 2023. Do đó, khó khăn trong việc tái cấp vốn cho trái phiếu bất động sản sẽ vẫn tiếp diễn và tình trạng không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán trái phiếu sẽ tiếp tục tăng.

**Sự trầm lắng của thị trường bất động sản sẽ kéo dài tới sau 2023 do cung và cầu trên thị trường nhà ở sơ cấp yếu, cần thêm thời gian để các chính sách hỗ trợ ngành bất động sản của Chính phủ đạt hiệu quả.** Nguồn cung nhà ở mới trong năm 2023 sẽ vẫn ở mức thấp do sự chậm trễ trong phê duyệt dự án những năm qua, dẫn đến số lượng các dự án được thương mại hóa ít hơn. Ngoài ra, suy thoái kinh tế, lãi suất tăng và những lo ngại kéo dài xung quanh các sự kiện không đáp ứng được nghĩa vụ thanh toán của đã làm suy yếu tâm lý cũng như khả năng chi trả của người mua nhà. Chính phủ đã thực hiện một số biện pháp để hỗ trợ nhu cầu thanh khoản và tăng trưởng của ngành bất động sản, tuy nhiên, cần thêm thời gian để thị trường phục hồi.

**Rủi ro tái cấp vốn sẽ vẫn ở mức cao trong 12-18 tháng tới, do đòn bẩy tài chính cao và khối lượng trái phiếu đáo hạn lớn.** Tỷ lệ Nợ/EBITDA của các công ty bất động sản lớn đã tăng từ 3 lần (2018) lên 7,4 lần tại Q1/2023, do mức nợ tăng lên không tương ứng lợi nhuận. Sẽ có khoảng 150 nghìn tỷ đồng trái phiếu đáo hạn mỗi năm trong giai đoạn 2023-2024, cao gấp 3 lần so với năm 2022. Các kênh huy động vốn bao gồm trái phiếu, khoản vay ngân hàng và vốn cổ phần đều bị ảnh hưởng bởi triển vọng kinh doanh ảm đạm và tình trạng không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán gia tăng. Do đó, khả năng tiếp cận nguồn vốn mới của các nhà phát triển bất động sản sẽ gặp nhiều thách thức và hạn chế.

**Khả năng trả nợ sẽ tiếp tục suy giảm vào năm 2023 khi dòng tiền hoạt động và nguồn tiền mặt của các công ty bất động sản giảm dần, làm gia tăng tình trạng không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán lãi hoặc gốc trái phiếu đến hạn.** Trong bối cảnh thị trường suy thoái, doanh số hợp đồng được ký kết sẽ vẫn yếu và dòng tiền tiếp tục khó khăn do hạn chế trong huy động tái cấp vốn. Nguồn tiền mặt của các công ty bất động sản đã giảm xuống mức thấp nhất trong 5 năm qua, dư địa đảm bảo cho các nghĩa vụ thanh toán bị hạn chế.

**Phần lớn các nhà phát triển bất động sản niêm yết không có đủ nguồn thanh khoản để đáp ứng các nghĩa vụ nợ ngắn hạn của họ.** Họ phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn vay trong khi doanh thu dự án và dòng tiền yếu. Nhiều dự án đang triển khai ít có khả năng được người mua nhà và giới đầu tư bất động sản đón nhận, do dự án chưa hoàn thiện thủ tục pháp lý hoặc nằm ngoài khu vực đô thị loại 1 như Hà Nội và Hồ Chí Minh.

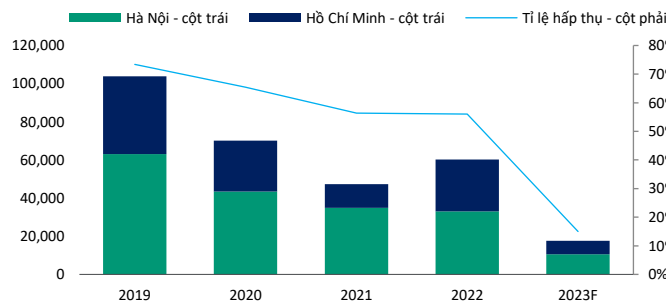
Sự trầm lắng của thị trường bất động sản sẽ kéo dài tới sau 2023, cần thêm thời gian để các chính sách của Chính phủ nhằm hỗ trợ ngành bất động sản có hiệu lực

Thị trường Bất động sản Nhà ở sơ cấp của Việt Nam đã rơi vào suy thoái kể từ nửa cuối năm 2022, thể hiện qua tỷ lệ hấp thụ giảm, thanh khoản cạn kiệt và mất niềm tin thị trường.

Kể từ năm 2019, nguồn cung sơ cấp nhà ở tại Việt Nam, đặc biệt tại Hà Nội (HN) và TP.HCM (TP.HCM) đều sụt giảm. Năm 2023, nguồn cung căn hộ HN và TP.HCM chạm đáy 5 năm qua (Hình 1). Tình trạng này chủ yếu là do sự chậm trễ trong quá trình phê duyệt các dự án bất động sản.

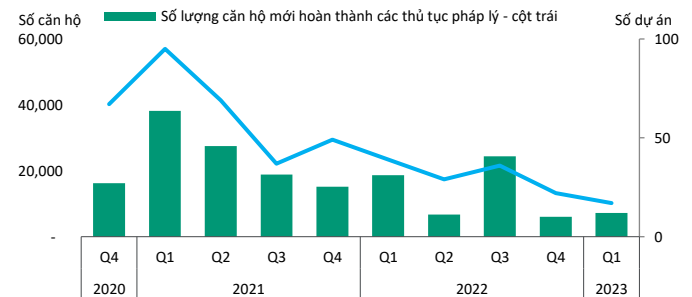
Theo Bộ Xây dựng, tính đến tháng 4/2023, hơn 400 dự án nhà ở tại Hà Nội và TP.HCM vẫn bị dừng và tiếp tục gặp khó khăn trong quá trình triển khai dự án và thủ tục pháp lý trong nhiều năm sau khi ra mắt lần đầu<sup>1</sup>. Do số lượng dự án được phê duyệt đầy đủ pháp lý tiếp tục giảm trong Q4/2022 và Q1/2023 (Hình 2), chúng tôi kỳ vọng nguồn cung nhà ở mới trong năm 2023 sẽ giảm đáng kể.

**Hình 1**  
Nguồn cung căn hộ có xu hướng giảm kể từ 2019



Nguồn: Savills, Vietnam Investors Service  
 Chú thích: Tỷ lệ hấp thụ 2023F dựa trên tỷ lệ hấp thụ Q1/2023

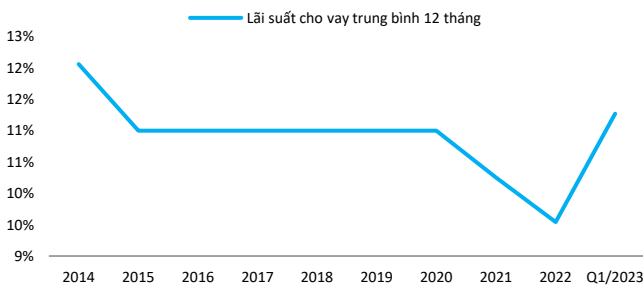
**Hình 2**  
Số dự án và tổng số căn nhà ở thương mại hoàn thiện thủ tục pháp lý giảm mạnh



Nguồn: Bộ Xây dựng, Vietnam Investors Service

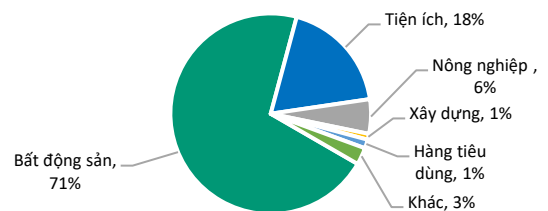
Về phía cầu, kể từ đầu nửa cuối năm 2022, tâm lý người mua nhà đã suy giảm đáng kể do sự kết hợp của nhiều yếu tố, bao gồm lãi suất cho vay tăng mạnh (Hình 3) sau một thời gian nới lỏng, nền kinh tế chậm lại và sự gia tăng lo ngại về sức khỏe tài chính của các nhà phát triển bất động sản lớn tại Việt Nam. Trong Quý 1/2023, tăng trưởng GDP chậm lại ở mức 3,32% chủ yếu do sản lượng sản xuất giảm trong bối cảnh nhu cầu bên ngoài chậm lại. Tỷ lệ không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán trái phiếu doanh nghiệp tăng mạnh kể từ Q4/2022, chủ yếu đến từ các tổ chức phát hành trái phiếu liên quan đến bất động sản (Hình 4).

**Hình 3**  
Lãi suất tăng sẽ làm giảm cầu nhà ở



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV), Vietnam Investors Service

**Hình 4**  
Hơn 70% trái phiếu doanh nghiệp không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán tính đến tháng 3 năm 2023 có liên quan đến bất động sản

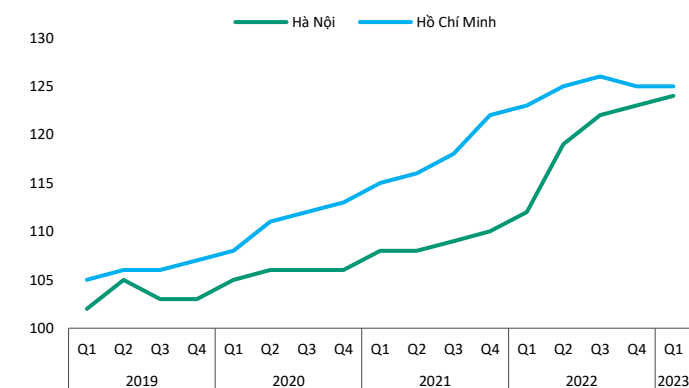


Nguồn: Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX), Vietnam Investors Service

<sup>1</sup> Tham khảo [Bài báo](#) về những vướng mắc pháp lý trong lĩnh vực bất động sản

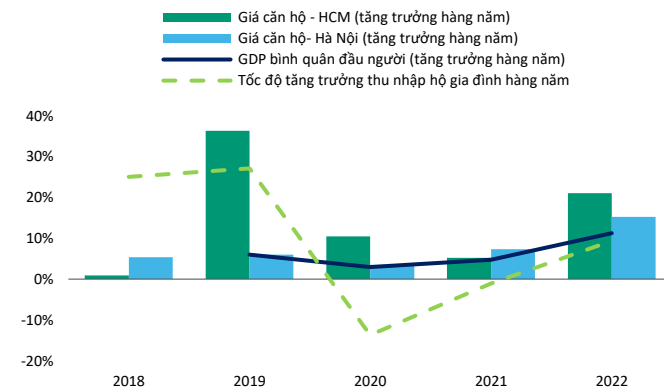
Trong bối cảnh cung và cầu yếu trong khi giá bất động sản vẫn ở mức cao (Hình 5) và tiếp tục tăng nhanh hơn mức tăng thu nhập hộ gia đình (Hình 6). Những xu hướng này đã ảnh hưởng đến khả năng chi trả của người mua nhà và tính thanh khoản của thị trường.

**Hình 5**  
Chỉ số giá nhà ở theo quý tại HN, TP.HCM duy trì ở mức cao



Nguồn: Savills, Vietnam Investors Service

**Hình 6**  
Tốc độ tăng trưởng giá nhà cao hơn tốc độ tăng trưởng thu nhập hộ gia đình



Nguồn: Tổng cục Thống kê (GSO), Jones Lang LaSalle, Vietnam Investors Service

**Cần thêm thời gian để các biện pháp của Chính phủ đạt hiệu quả và thị trường bất động sản phục hồi**

Để hỗ trợ lĩnh vực bất động sản, trong vài tháng qua, Chính phủ Việt Nam đã đưa ra nhiều biện pháp tháo gỡ khó khăn, chủ yếu xoay quanh việc tạo điều kiện thuận lợi cho các thủ tục pháp lý và cấp vốn cho các dự án bất động sản bị trì hoãn và sửa đổi khung pháp lý ngành bất động sản.

So với đợt suy thoái thị trường trước đó vào năm 2011-2012 (Hình 7), mặc dù điều kiện kinh tế vĩ mô hiện tại thuận lợi hơn, nhưng chúng tôi cho rằng những trở ngại pháp lý hiện tại đối với việc phát triển dự án và tâm lý suy yếu trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ vẫn là những điểm khó khăn chính. Chúng sẽ cần không chỉ các chính sách ban hành phối hợp của Chính phủ, mà còn cả thời gian để thực hiện và điều phối thị trường.

**Hình 7**

Đánh giá ảnh hưởng của các yếu tố khác nhau đến thị trường bất động sản trong chu kỳ giảm<sup>2</sup>

Yếu tố	2011 - 2012	2022 - 2023
Kinh tế vĩ mô	Bất lợi	Thuận lợi
Quy trình phê duyệt pháp lý dự án	Thuận lợi	Nhiều điểm nghẽn về pháp lý từ năm 2019
Trái phiếu doanh nghiệp	Không có trái phiếu bất động sản nào được phát hành	Một lượng lớn các trái phiếu bất động sản không đáp ứng được nghĩa vụ thanh toán
Khả năng tiếp cận vốn ngân hàng	Hạn chế kể từ tháng 2/2011, sau khi các chính sách thắt chặt tiền tệ được công bố	Khó khăn do những trở ngại trong việc phê duyệt pháp lý dự án







Nguồn: Vietnam Investors Service

<sup>2</sup> Tham khảo Phụ lục 1 về so sánh chi tiết 2 chu kỳ bất động sản

Những vướng mắc pháp lý dẫn đến việc chậm phê duyệt các dự án bất động sản và giảm nguồn cung nhà ở. Do nhiều Luật điều chỉnh thị trường bất động sản bao gồm Luật Đất đai, Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh bất động sản sẽ cần được Quốc hội thông qua từ Q4/2023 đến năm 2024 (Hình 9), vì vậy chúng tôi cho rằng bất kỳ sự cải thiện đáng kể nào về điều kiện pháp lý của ngành bất động sản bao gồm quy trình phê duyệt dự án bất động sản sẽ chỉ diễn ra sau năm 2023.

### Hình 8

**Những sửa đổi sắp tới của các bộ luật liên quan đến thị trường bất động sản dự kiến sẽ được thông qua vào quý 4/2023 hoặc năm 2024**

Dự án luật	Kì vọng thời gian Quốc hội thông qua	Các điểm chính của thị trường bất động sản chuẩn bị được sửa đổi
 Luật đất đai	Quý 4/2023-2024	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Phương pháp xác định giá đất.</li> <li>➤ Kế hoạch sử dụng đất.</li> <li>➤ Quy định về chuyển đổi đất, cho thuê đất, phân bổ đất.</li> </ul>
 Luật nhà ở	Quý 4/2023-2024	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Quy định về nhà ở xã hội, bao gồm tiêu chuẩn xây dựng, điều kiện mua, phương pháp thực hiện, phân bổ đất.</li> <li>➤ Thời hạn tồn tại của căn hộ chung cư.</li> </ul>
 Luật kinh doanh bất động sản	Quý 4/2023-2024	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Thông tin công bố về các dự án đã được thương mại hóa.</li> <li>➤ Điều kiện kinh doanh bất động sản cho tổ chức và cá nhân.</li> <li>➤ Điều kiện để bất động sản từ dự án chưa hoàn thành được thương mại hóa.</li> </ul>
 Luật đấu giá tài sản	Tháng 6 2023	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Quy định về đấu giá quyền sử dụng đất, bao gồm quyền và trách nhiệm của các bên tham gia đấu giá, số tiền đặt cọc, bước giá.</li> </ul>
 Luật các tổ chức tín dụng	Quý 4/2023-2024	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Cơ chế giao dịch nợ xấu.</li> <li>➤ Hạn chế sở hữu chéo giữa các công ty bất động sản và ngân hàng.</li> </ul>
 Luật đấu thầu	Tháng 6 2023	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Tiêu chuẩn lựa chọn nhà đầu tư.</li> <li>➤ Quy trình lựa chọn nhà đầu tư và phân bổ đất tương ứng.</li> </ul>

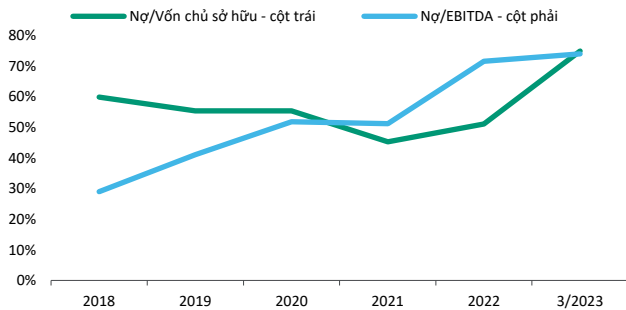
Nguồn: Vietnam Investors Service

Rủi ro tái cấp vốn sẽ tiếp tục ở mức cao trong vòng 12-18 tháng tới, do đòn bẩy tài chính cao và khối lượng trái phiếu đáo hạn đáng kể

**Nợ vay tăng lên không tương ứng với tăng trưởng lợi nhuận**

Trong số các công ty phát triển bất động sản niêm yết<sup>3</sup>, mức đòn bẩy tài chính đã đạt mức cao nhất trong 5 năm qua. Từ năm 2018 đến Q1/2023, tỷ lệ Nợ/ Vốn chủ sở hữu (D/E) của chúng đã tăng lên đáng kể và tỷ lệ Nợ/EBITDA tăng từ 3 lần lên 7,4 lần (Hình 9). Mục đích của tăng mức đòn bẩy tài chính này chủ yếu là để tài trợ cho các dự án bất động sản dài hạn mới, trong khi lợi nhuận chỉ được ghi nhận khi bàn giao các dự án đã hoàn thiện (Hình 10).

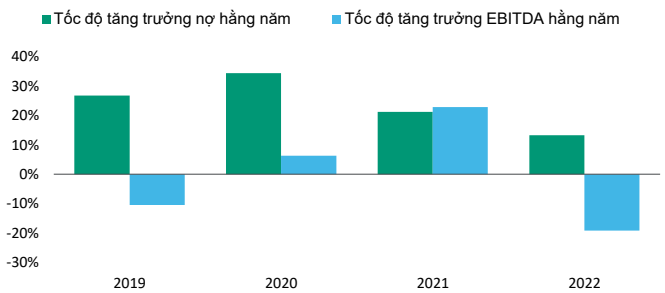
**Hình 9**  
Đòn bẩy của các công ty phát triển bất động sản niêm yết đã tăng mạnh



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietnam Investors Service

Chú thích: VHM được loại khỏi tính toán vì nó không đại diện cho toàn ngành

**Hình 10**  
Tốc độ tăng trưởng nợ hàng năm vượt quá tốc độ tăng trưởng lợi nhuận



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietnam Investors Service

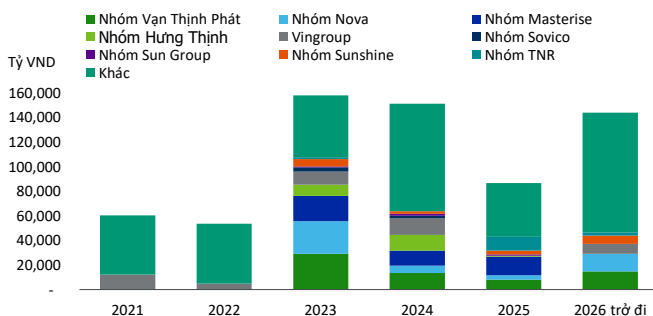
Chú thích: VHM được loại khỏi tính toán vì nó không đại diện cho toàn ngành

**Khối lượng trái phiếu đáo hạn đáng kể sẽ làm gia tăng rủi ro tái cấp vốn**

Khoảng 150 nghìn tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp bất động sản sẽ đáo hạn hàng năm trong giai đoạn 2023-2024, gấp gần ba lần so với 2022 (Hình 11). Do đó, rủi ro tái cấp vốn sẽ tăng cao trong 12 tháng tới. Một số nhà phát triển bất động sản có khối lượng đáo hạn lớn như Novaland, Vạn Thịnh Phát và Hưng Thịnh Corp, đã vi phạm nghĩa vụ trái phiếu trong 12 tháng qua.

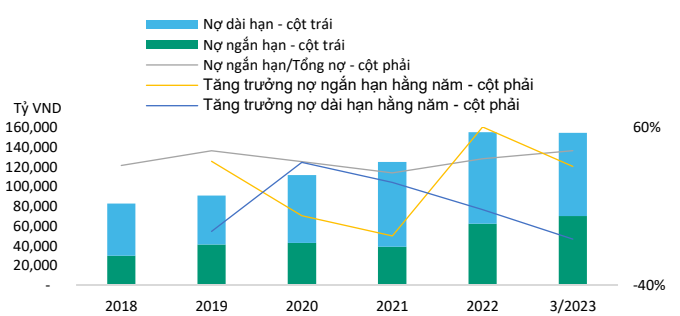
Nợ ngắn hạn của các công ty phát triển bất động sản đã tăng đáng kể về cả giá trị và tỷ lệ so với tổng nợ trong năm 2022 và quý 1/2023 (Hình 12). Đa số các khoản nợ này hình thành từ trái phiếu doanh nghiệp được phát hành trong giai đoạn 2020-2022 và các khó khăn trong việc huy động nguồn vốn dài hạn do hạn mức tín dụng ngân hàng hạn chế và khủng hoảng thanh khoản trong hệ thống tài chính Việt Nam.

**Hình 11**  
Khối lượng đáo hạn trái phiếu bất động sản sẽ đạt đỉnh vào 2023-2024



Nguồn: HNX, Vietnam Investors Service

**Hình 12**  
Nợ ngắn hạn tăng cao sẽ tạo áp lực tái cấp vốn cho các công ty phát triển bất động sản niêm yết



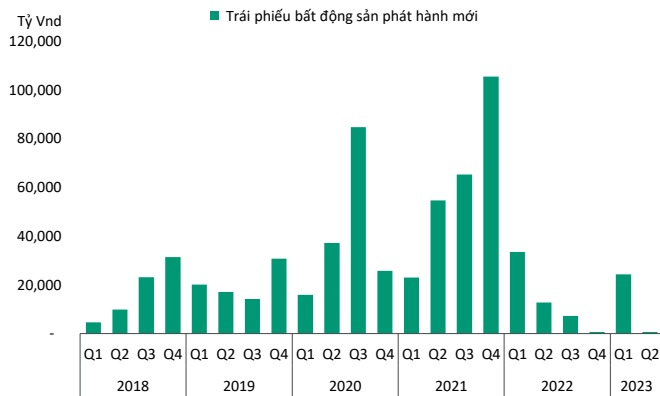
Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietnam Investors Service

<sup>3</sup> Bao gồm 36 công ty bất động sản nhà ở đã niêm yết với doanh thu năm 2022 trên 100 tỷ đồng, tham khảo Phụ lục 3 để biết tên đầy đủ

## Khả năng tiếp cận vốn từ trái phiếu doanh nghiệp, ngân hàng và thị trường chứng khoán sẽ bị hạn chế do tâm lý e ngại rủi ro kéo dài

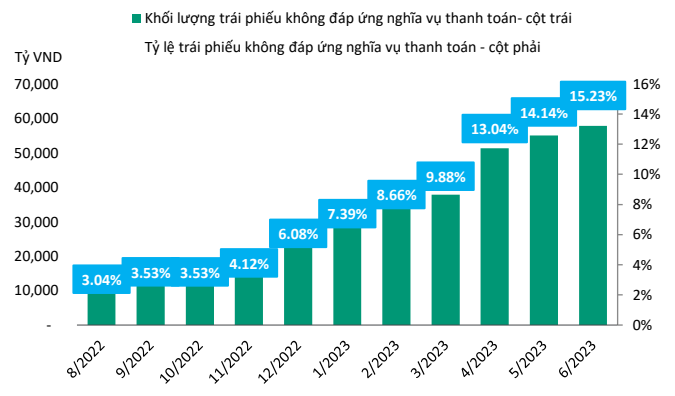
Khối lượng phát hành trái phiếu liên quan đến bất động sản đã giảm đáng kể từ nửa cuối năm 2022 đến nay do các quy định nghiêm ngặt điều thị trường trái phiếu và tâm lý e ngại ngày càng tăng về tình trạng mất khả năng đáp ứng các nghĩa vụ thanh toán trái phiếu. Tổng khối lượng trái phiếu phát hành mới đã giảm tương ứng 80% và 33% trong năm 2022 và Q1/2023 (Hình 13). Trong tháng 4-5 năm 2023, không có trái phiếu nào liên quan đến bất động sản được phát hành mới. Phát hành trái phiếu sẽ tiếp tục chậm lại khi tình trạng không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán trở nên phổ biến (Hình 14), ảnh hưởng đến tâm lý của nhà đầu tư.

**Hình 13**  
Phát hành trái phiếu bất động sản giảm mạnh



Nguồn: HNX, Vietnam Investors Service  
Chú thích: Số của Q2/2023 được tính toán tại 25/5

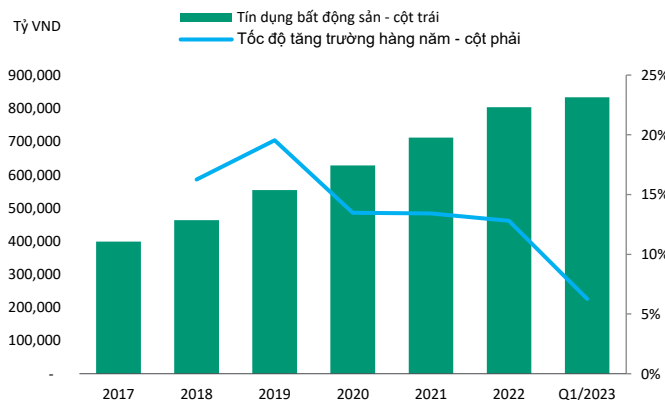
**Hình 14**  
Tình trạng mất khả năng thanh toán các nghĩa vụ trái phiếu của các công ty bất động sản đang gia tăng



Nguồn: HNX, Vietnam Investors Service

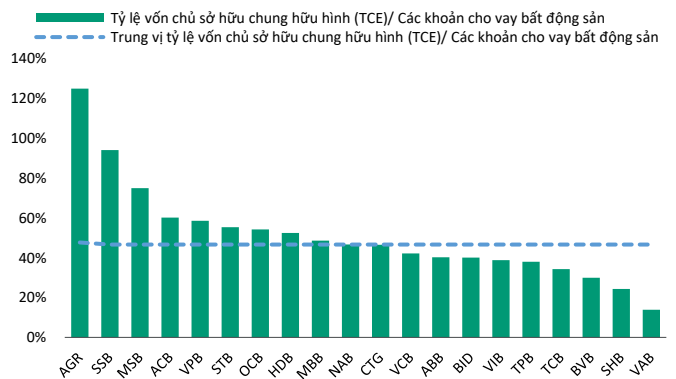
Dư nợ tín dụng của các công ty bất động sản chỉ tăng 6% so với cùng kỳ năm trước, ở mức 833 nghìn tỷ đồng tính đến tháng 3 năm 2023 (Hình 15). Mặc dù Chính phủ đã khuyến khích các ngân hàng hỗ trợ nhu cầu vay vốn trong những tháng gần đây, nhưng chúng tôi dự đoán các ngân hàng sẽ tiếp tục thận trọng trong việc gia tăng tỷ lệ vay nợ do lo ngại về dòng tiền và nợ xấu của các công ty bất động sản. Chúng tôi nhận thấy rằng, các ngân hàng nhìn chung không duy trì lượng vốn và bộ đệm dự phòng tổn thất tín dụng đủ lớn (Hình 16).

**Hình 15**  
Tín dụng bất động sản bắt đầu tăng trưởng chậm trong năm 2023



Nguồn: MOC, Vietnam Investors Service

**Hình 16**  
Tỷ lệ dư nợ cho vay bất động sản trong các ngân hàng



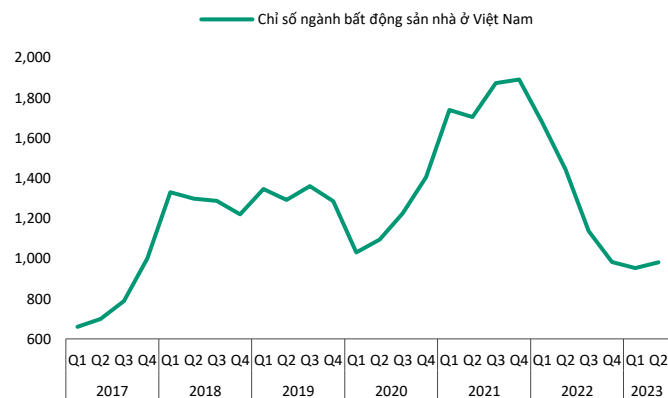
Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietnam Investors Service

Chú thích: TCE – Tỷ lệ vốn chủ sở hữu chung hữu hình (TCE)/ Các khoản cho vay bất động sản

Hình bao gồm các ngân hàng đề cập đến khoản vay bất động sản

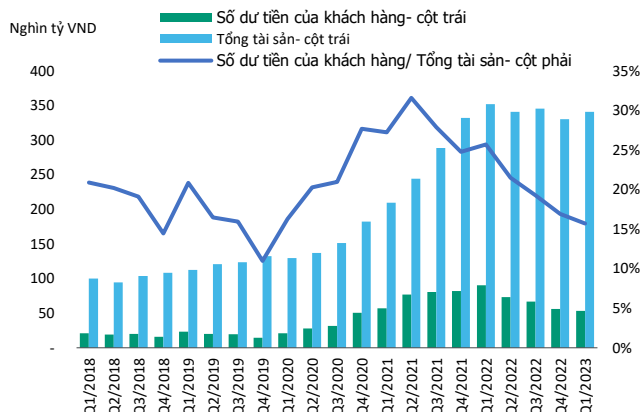
Trên thị trường chứng khoán, việc huy động vốn mới cho các công ty bất động sản sẽ gặp nhiều khó khăn do tâm lý lo ngại gia tăng. Định giá cổ phiếu bất động sản đã giảm mạnh từ đỉnh đầu năm 2022 (Hình 17) và số dư tiền trên tài khoản chứng khoán của nhà đầu tư bị suy giảm đáng kể (Hình 18).

**Hình 17**  
Cổ phiếu bất động sản nhà ở sụt giảm mạnh về định giá



Nguồn: HNX, HOSE, Vietnam Investors Service

**Hình 18**  
Dòng tiền nhà đầu tư cá nhân rút mạnh tại các công ty chứng khoán



Chú thích: Dữ liệu bao gồm 30 công ty chứng khoán lớn nhất tính theo tài sản<sup>4</sup>  
 Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietnam Investors Service

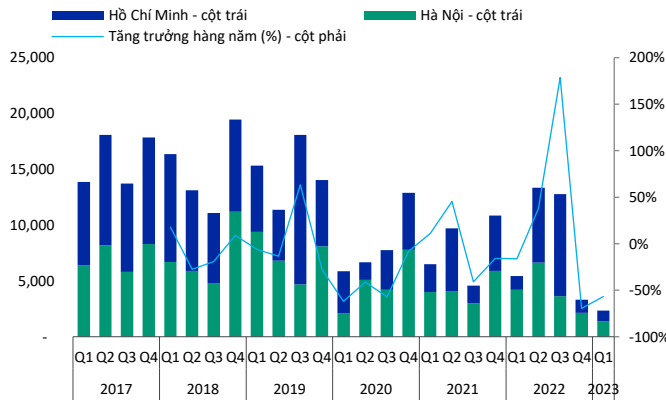
<sup>4</sup> Tham khảo báo cáo [Triển vọng ngành chứng khoán - Tâm lý thị trường cùng rủi ro tài sản gia tăng ảnh hưởng đến khả năng sinh lời, tuy nhiên rủi ro thanh toán được giảm thiểu nhờ đòn bẩy thấp và thanh khoản duy trì ổn định \(24/5/2023\)](#)

Khả năng trả nợ sẽ tiếp tục suy giảm trong năm 2023 khi dòng tiền hoạt động và các nguồn tiền mặt của công ty bất động sản giảm dần, làm gia tăng tình trạng không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán lãi hoặc gốc trái phiếu đến hạn

**Dòng tiền của các công ty bất động sản sẽ giảm mạnh do sự chậm lại trong doanh số bán hàng được ký kết**

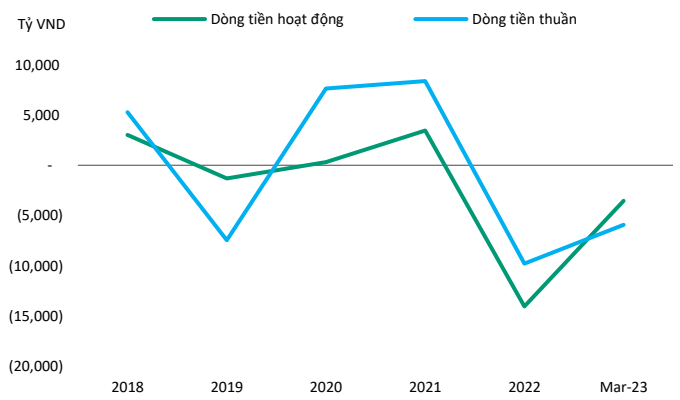
Khi thị trường trầm lắng kéo dài trong năm 2023, doanh số bán hàng được ký kết dự kiến sẽ giảm. Trong quý 1/2023, một số nhà phát triển lớn thông báo sự sụt giảm đáng kể về doanh số bán lẻ được ký kết trong lĩnh vực bất động sản, ví dụ như Vinhomes (-25% so với cùng kỳ năm trước) và Nam Long (-91% so với cùng kỳ năm trước). Khi giao dịch mua nhà mới trong năm 2023 tiếp tục bị suy giảm do tình hình tâm lý thị trường yếu (Hình 19), doanh số bán hàng được ký kết sẽ kém và dòng tiền hoạt động của nhiều nhà phát triển sẽ tiếp tục ở mức thấp (Hình 20). Sự tắc nghẽn về nguồn vốn kết hợp với dòng tiền âm sẽ gia tăng rủi ro chậm trả gốc lãi của các công ty bất động sản.

**Hình 19**  
Giao dịch căn hộ sơ cấp đã chứng kiến sự giảm mạnh trong 2 quý gần đây



Nguồn: CBRE, Vietnam Investors Service

**Hình 20**  
Dòng tiền của các công ty bất động sản niêm yết sẽ tiếp tục ở mức thấp trong năm 2023



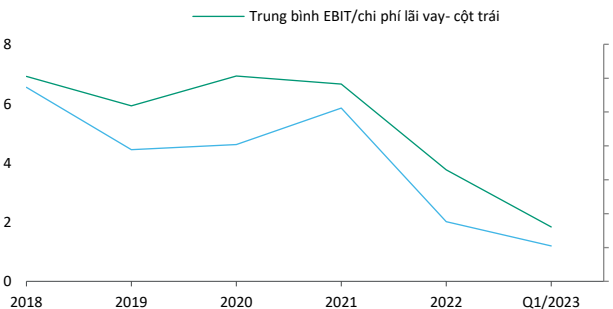
Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietnam Investors Service

Ghi chú: VHM được loại trừ khỏi mẫu do không đại diện cho toàn ngành

**Tỷ lệ bao phủ sẽ giảm do nguồn tiền ở mức thấp**

Tỷ lệ thanh toán lãi vay và tỷ lệ bao phủ nợ ngắn hạn đã giảm xuống mức thấp nhất trong vòng 5 năm qua (Hình 21). Điều này chủ yếu do đòn bẩy tài chính cao nhưng không đi kèm với sự tăng trưởng lợi nhuận tương ứng (Hình 10) và sự suy giảm đáng kể các nguồn tiền mặt (Hình 22).

**Hình 21**  
Khả năng bao phủ nợ ngắn hạn và chi phí lãi vay sẽ ở mức thấp

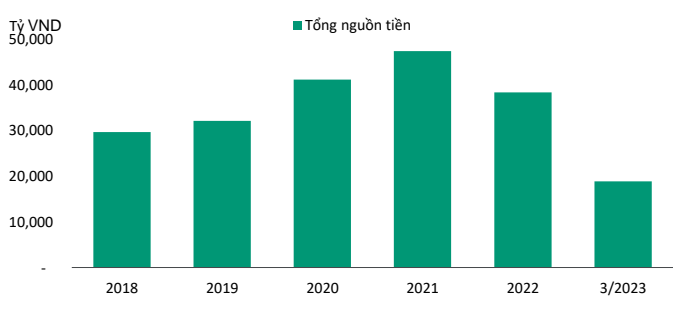


Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietnam Investors Service

Chú thích: VHM được loại khỏi tính toán vì nó không đại diện cho toàn ngành

$$\text{Tỷ lệ bao phủ nợ ngắn hạn} = \frac{\text{Tiền và tương đương tiền} + \text{Đầu tư ngắn hạn} + \text{CFO ước tính}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

**Hình 22**  
Nguồn tiền mặt của các công ty phát triển bất động sản niêm yết ở mức thấp nhất trong 5 năm qua



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietnam Investors Service

Chú thích: Tổng nguồn tiền = Tiền và tương đương tiền + Đầu tư ngắn hạn

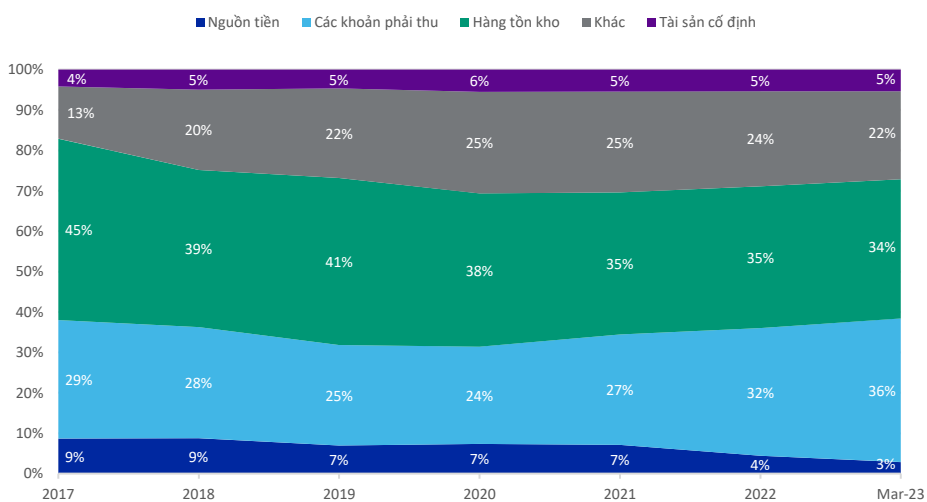


Trong những năm gần đây, các nhà phát triển bất động sản đã sử dụng tiền thu được từ việc bán hàng để thực hiện các hoạt động M&A cho hoạt động mở rộng quỹ đất, thể hiện qua việc tăng dần số dư các khoản phải thu và sự sụt giảm trong tổng nguồn tiền của các doanh nghiệp (Hình 23).

Một phần đáng kể các khoản phải thu liên quan đến các khoản đầu tư vào các dự án chưa hoàn thành pháp lý, và theo quan điểm của chúng tôi là khó giao dịch và không đáp ứng được nhu cầu thanh khoản cho các nhà phát triển bất động sản trong thời kỳ thị trường khó khăn.

### Hình 23

#### Nguồn tiền của các nhà phát triển bất động sản niêm yết ở mức thấp nhất trong 5 năm qua



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietnam Investors Service

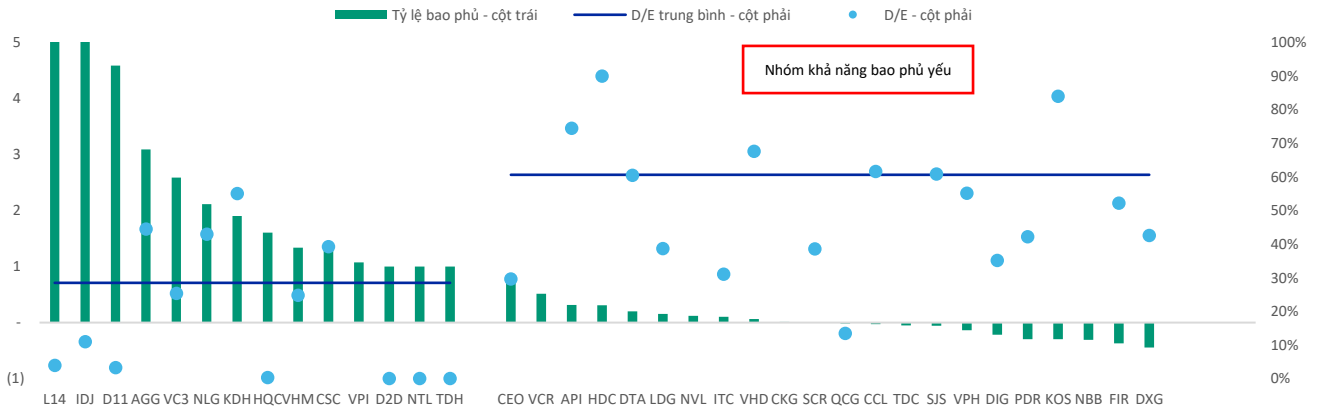
Hầu hết các công ty bất động sản thiếu hụt nguồn tiền mặt để đáp ứng các nghĩa vụ nợ ngắn hạn

**Các công ty bất động sản có tỷ lệ bao phủ thấp thường phụ thuộc vào nguồn vốn tín dụng, doanh số bán hàng thấp và dòng tiền âm**

Vào tháng 3 năm 2023, 62% doanh nghiệp bất động sản niêm yết không có các nguồn tiền mặt để đáp ứng các nghĩa vụ nợ gốc ngắn hạn của họ (tỷ lệ bao phủ dưới 100%). Các công ty này phụ thuộc vào nguồn vốn vay đồng thời có tỉ lệ đòn bẩy tài chính trung bình cao gấp đôi so với các công ty có tỷ lệ bao phủ từ 100% trở lên. (Hình 24)

Hình 24

**Tỷ lệ bao phủ nợ ngắn hạn và Tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu của các công ty bất động sản niêm yết tính đến 31/3/2023**



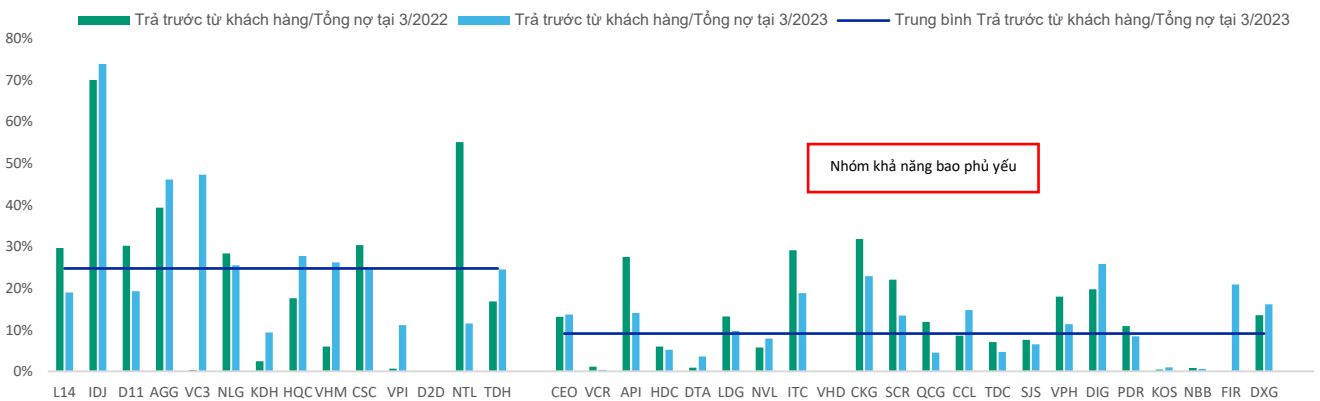
Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietnam Investors Service

Chú thích: Tỷ lệ bao phủ nợ ngắn hạn = (Tiền và tương đương tiền + Đầu tư ngắn hạn + CFO ước tính)/Nợ ngắn hạn

Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy rằng những nhà phát triển có tỷ lệ khả năng chi trả nợ gốc yếu cũng có các khoản trả trước của khách hàng nhỏ hơn so với nhóm mạnh. Trong quý 1/2023, tiền trả trước từ khách hàng trung bình của nhóm yếu chỉ chiếm 9% cơ cấu nợ, đa phần công ty trong nhóm ghi nhận sự sụt giảm so với cùng kỳ (Hình 25).

Hình 25

**Huy động vốn từ tiền trả trước của khách hàng tại các doanh nghiệp bất động sản niêm yết**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietnam Investors Service

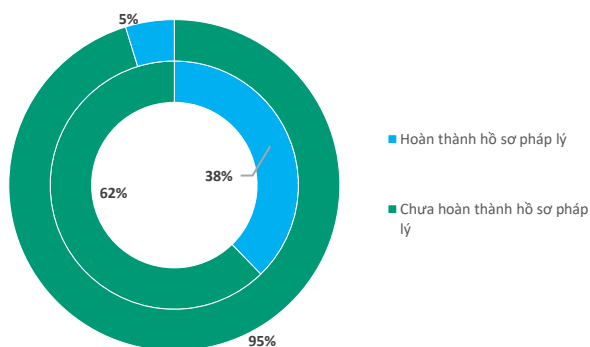
## Tình trạng pháp lý và vị trí dự án có ảnh hưởng lớn đến tỷ lệ bao phủ nợ ngắn hạn

Các yếu tố trọng yếu ảnh hưởng đến số dư khách hàng trả trước của các doanh nghiệp bất động sản bao gồm tình trạng pháp lý và vị trí của các dự án đang triển khai.

Trong hình 26 và 27, các doanh nghiệp có số dư khách hàng trả trước và khả năng bảo phủ nợ ngắn hạn thấp đa phần đang triển khai các dự án chưa hoàn tất thủ tục pháp lý và/hoặc không nằm thuộc các đô thị loại I như Hà Nội và Hồ Chí Minh. Những dự án như vậy sẽ khó được hấp thụ tốt bởi người mua nhà và nhà đầu tư bất động sản, đặc biệt khi tâm lý thị trường chung đang trầm lắng.

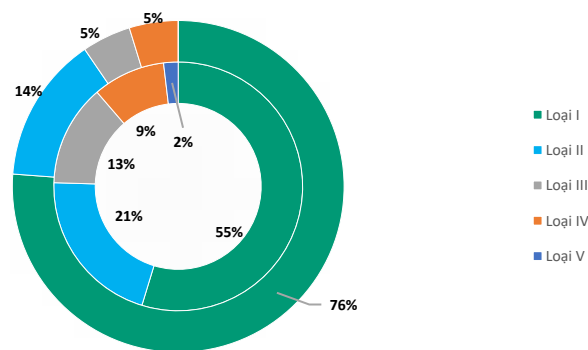
Ngược lại, các nhà phát triển có tỷ lệ bao phủ tốt thường có các khoản khách hàng trả trước chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu nợ và có hơn 70% dự án đã hoàn thành hồ sơ pháp lý hoặc nằm ở các đô thị loại I.

**Hình 26**  
Các công ty có tỷ lệ bao phủ thấp thường có nhiều dự án chưa hoàn thành các thủ tục pháp lý



Nguồn: Vietnam Investors Service  
Ghi chú:  
- Vòng ngoài đại diện cho các dự án đang triển khai của nhóm công ty có tỷ lệ bao phủ nợ cao<sup>5</sup>  
- Vòng trong đại diện cho các dự án đang triển khai của nhóm công ty có tỷ lệ bao phủ nợ thấp<sup>6</sup>

**Hình 27**  
Các công ty có tỷ lệ bao phủ cao thường có nhiều dự án tại các vị trí đặc địa








Nguồn: Vietnam Investors Service  
Ghi chú:  
- Vòng ngoài đại diện cho các dự án đang triển khai của nhóm công ty có tỷ lệ bao phủ nợ cao  
- Vòng trong đại diện cho các dự án đang triển khai của nhóm công ty có tỷ lệ bao phủ nợ thấp  
- Các đô thị loại I bao gồm 19 đô thị loại I và 2 đô thị đặc biệt (Hà Nội, Hồ Chí Minh)

<sup>5</sup> Tham khảo phụ lục 2

<sup>6</sup> Tham khảo phụ lục 3

## PHỤ LỤC

## Phụ lục 1: So sánh giữa hai chu kỳ suy giảm của ngành bất động sản nhà ở

	2011-2012	2022-2023
 <p><b>Tiền suy giảm: thời kì nới lỏng tiền tệ</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Từ năm 2007 đến 2010: Tăng trưởng tín dụng 36%; tăng trưởng M2 33%.</li> <li>Từ năm 2009 đến 2010: Gói hỗ trợ lãi suất với tổng giá trị 37 nghìn tỷ đồng.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Từ năm 2020 đến 2021: Hơn 505 nghìn tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp liên quan đến bất động sản được phát hành, gấp đôi so với 5 năm trước đó.</li> </ul>
 <p><b>Các điều kiện kinh tế vĩ mô</b></p>	<p>Trong 2011-2012:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Lãi suất cho vay: 17-21%</li> <li>CPI: 18% (2011); 7% (2012)</li> <li>Thặng dư ngân sách/GDP: -5.3% (2012)</li> <li>Dự trữ ngoại hối: 25.5 tỷ USD (2012)</li> <li>FDI: 7.5 - 8.4 tỷ USD</li> <li>Thặng dư thương mại: -3.4 tỷ USD (2011)</li> </ul>	<p>Trong 2022 – Q1/2023</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Lãi suất cho vay: 10.5-12%</li> <li>CPI: 3.15% (2022)</li> <li>Dư thừa ngân sách/GDP: 4% (2022)</li> <li>Dự trữ ngoại hối: 92.3 tỷ USD (2022)</li> <li>FDI: 27.7 tỷ USD (2022)</li> <li>Thặng dư thương mại: 11.2 tỷ USD (2022)</li> </ul>
 <p><b>Nguyên nhân khiến thị trường suy giảm</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sự suy thoái được tiền đề bởi các điều kiện kinh tế vĩ mô xấu (lạm phát 18%, đồng tiền mất giá 20%) do việc cung tiền quá mức trước đó.</li> <li>Sau đó để kiềm chế lạm phát, vào tháng 2 năm 2011, chính phủ ban hành Nghị quyết 11/NQ-CP để hạn chế tín dụng đối với ngành bất động sản.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sự suy thoái trước đó được tiền đề bởi (1) tiến độ chậm chạp của thủ tục phê duyệt pháp lý cho một số dự án trong các thành phố lớn kể từ năm 2018; (2) phát hiện vi phạm liên quan đến bất động sản của các nhà phát triển và các quan chức chính phủ làm suy giảm tâm lý thị trường, (3) tăng số vụ chậm trả trái phiếu doanh nghiệp, (4) suy thoái của nền kinh tế toàn cầu.</li> <li>Vào tháng 12 năm 2020, Nghị định 153/2020/ND-CP được ban hành để tăng cường điều kiện phát hành trái phiếu từ năm 2022.</li> </ul>
 <p><b>Các chính sách hỗ trợ thị trường bất động sản</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Năm 2013, Văn bản hướng dẫn của Bộ Xây dựng cho phép các nhà phát triển sửa đổi thiết kế dự án, chia các căn hộ lớn thành những căn nhỏ hơn.</li> <li>Hỗ trợ nhà ở xã hội với gói tài chính trị giá 30 nghìn tỷ đồng.</li> <li>Giảm lãi suất cho vay.</li> <li>Thực hiện chính sách tài khóa bằng cách đẩy mạnh đầu tư công với số tiền 440.5 nghìn tỷ đồng (+17.6% YoY) vào năm 2013.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sửa đổi các khung pháp lý bao gồm Luật Đất đai, Luật Nhà ở, Luật Kinh doanh Bất động sản, Luật Đấu thầu, Luật Đấu giá, Luật Giá cả và các Nghị định liên quan.</li> <li>Thúc đẩy các cơ quan chính quyền địa phương để tạo điều kiện thuận lợi cho việc phê duyệt các dự án bị trì hoãn pháp lý.</li> <li>Cắt giảm lãi suất chính sách, thúc đẩy các ngân hàng thương mại giảm lãi suất cho vay.</li> <li>Hỗ trợ nhà ở xã hội với gói tài chính trị giá 120 nghìn tỷ đồng.</li> <li>Hỗ trợ thanh toán trái phiếu doanh nghiệp thông qua việc cho phép hoán đổi tài sản trái phiếu, cho phép ngân hàng mua lại trái phiếu doanh nghiệp theo yêu cầu cụ thể.</li> <li>Chính sách tài khóa: kế hoạch đạt 711 nghìn tỷ đồng (+31% YoY) vào năm 2023.</li> </ul>
 <p><b>Tác động lên thị trường</b></p>	<p>Sau 2 năm, vào năm 2014, thị trường bất động sản đã cho thấy những tín hiệu phục hồi rõ rệt, bao gồm:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Giao dịch: 11.450 đơn vị ở Hà Nội (+50% so với năm trước), 10.350 đơn vị ở Hồ Chí Minh (+30% so với năm trước).</li> <li>Hàng tồn kho: 73.889 tỷ đồng (-21.8% so với năm trước), giải quyết vấn đề cung quá mức trong giai đoạn trước đó.</li> <li>Tăng trưởng tín dụng: 299.020 tỷ đồng (+14% so với năm trước), cao hơn tỷ lệ tăng trưởng tín dụng của nền kinh tế là 12.72%.</li> <li>Các phân khúc bất động sản: Sáu mươi dự án (38.897 căn hộ) đã đăng ký chuyển đổi từ nhà ở thương mại sang nhà ở xã hội; và 74 dự án đã đăng ký giảm kích thước đơn vị để phù hợp hơn với nhu cầu thị trường.</li> </ul>	<p>Tín hiệu phục hồi chưa xuất hiện trong quý 1/2023.</p>

Nguồn: Tổng cục Thống kê, Vietnam Investors Service

**Phụ lục 2: Danh sách các dự án đang triển khai trong năm 2023 của các doanh nghiệp bất động sản có tỉ lệ bao phủ nợ ngắn hạn >100%**

STT	Danh sách	Các dự án đang triển khai trong năm 2023	Hoàn thành thủ tục pháp lý	Vị trí	Loại đô thị
1	VHM	➤ Vinhomes Ocean Park 2	✓	Hà Nội	I
		➤ Vinhomes Ocean Park 3	✓	Hà Nội	I
		➤ Vinhomes Smart City	✓	Hà Nội	I
2	AGG	➤ The Gió Riverside	✓	Bình Dương	II
		➤ Westgate	✓	Hồ Chí Minh	I
		➤ The Standard Bình Dương	✓	Bình Dương	II
3	VPI	➤ The Terra	✓	Hà Nội	I
		➤ Grandeur Palace	✓	Hà Nội	I
		➤ Vlasti Sầm Sơn	✓	Thanh Hóa	I
4	KDH	➤ The Classia	✓	Hồ Chí Minh	I
		➤ The Privia	✓	Hồ Chí Minh	I
		➤ Clarita Khang Điền	✗	Hồ Chí Minh	I
5	NLG	➤ Ehome Southgate	✓	Bến Lức, Long An	IV
		➤ Akari City	✓	Hồ Chí Minh	I
		➤ WaterPoint	✓	Đức Hòa, Long An	III
		➤ Camelia Garden	✓	Hồ Chí Minh	I
		➤ Mizuki Park	✓	Hồ Chí Minh	I
		➤ Izumi Cty	✓	Đồng Nai	I
6	CSC	➤ Eco Garden Huế	✓	Huế	I
		➤ Eco River	✓	Hải Dương	I
7	VC3	➤ La Celia City	✓	Quảng Bình	II

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Vietnam Investors Service

**Phụ lục 3: Danh sách các dự án đang triển khai trong năm 2023 của các doanh nghiệp bất động sản có tỉ lệ bao phủ nợ ngắn hạn <100%**

STT	Danh sách	Các dự án đang triển khai trong năm 2023	Hoàn thành thủ tục pháp lý	Vị trí	Loại đô thị
1	NVL	➤ Aqua City	✗	Biên Hòa, Đồng Nai	I
		➤ Novaworld Phan Thiết	✗	Phan Thiết, Bình Thuận	II
		➤ Novaworld Hồ Tràm	✗	Bà Rịa, Vũng Tàu	V
2	SCR	➤ Panomax River Villa	✗	Hồ Chí Minh	I
		➤ Tahiti Center	✗	Đà Nẵng	I
		➤ Charmington Iris	✗	Hồ Chí Minh	I
		➤ Charmington Dragonic	✗	Hồ Chí Minh	I
		➤ Charmington Tân Sơn Nhất	✗	Hồ Chí Minh	I
		➤ Phan Đình Giót	✗	Hồ Chí Minh	I
3	SJS	➤ Nam An Khánh	✓	Hà Nội	I
4	PDR	➤ Astral City	✓	Thuận An, Bình Dương	III
		➤ Nhơn Hội New City	✓	Quy Nhơn, Bình Định	I
		➤ Serenity Phước Hải	✗	Bà Rịa, Vũng Tàu	IV
		➤ Everich 2	✗	Hồ Chí Minh	I
		➤ Everich 3	✗	Hồ Chí Minh	I
5	DXG	➤ Gem Sky World	✓	Long Thành, Đồng Nai	IV
		➤ Gem Riverside	✗	Long Thành, Đồng Nai	IV
		➤ Opal Skyline	✓	Thuận An, Bình Dương	III
6	CEO	➤ Sonasea Vân Đồn	✗	Vân Đồn, Quảng Ninh	I
		➤ Sonasea Paris Villas	✓	Kien Giang, Phú Quốc	II
7	VCR	➤ Cát Bà Amatina	✗	Cát Hải, Cát Bà	V
8	API	➤ Apec Mandala Wyndham	✗	Phan Thiết, Bình Thuận	II
9	HDC	➤ The Light City	✓	Vũng Tàu	I
		➤ Đại Dương	✗	Vũng Tàu	I
10	DTA	➤ DTA Bắc Ninh	✓	Từ Sơn, Bắc Ninh	III
11	LDG	➤ Vũng Tàu Centre Point	✗	Bà Rịa, Vũng Tàu	I
12	ITC	➤ Long Thới Nhà Bè Resident	✗	Nhà Bè, Hồ Chí Minh	I
13	VHD	➤ Grand Mercure Hội An	✓	Điện Bàn, Quảng Nam	IV
14	QCG	➤ Phước Kiển	✗	Hồ Chí Minh	I
15	CCL	➤ 5A Me Kong Centre	✓	Sóc Trăng	II
16	TDC	➤ Hòa Lợi Resident	✓	Thủ Dầu Một, Bình Dương	I
		➤ UniTown	✓	Tân Uyên, Bình Dương	III
		➤ TCD Plaza	✓	Thủ Dầu Một, Bình Dương	I
		➤ Bàu Bàng Social Housing	✓	Bàu Bàng	IV
17	VPH	➤ CTC Resident	✗	Hồ Chí Minh	I
18	DIG	➤ Landmark Residence	✗	Bà Rịa, Vũng Tàu	I
		➤ Richland City	✓	Long Thành, Đồng Nai	IV
		➤ North Vũng Tàu	✗	Bà Rịa, Vũng Tàu	I
		➤ Nam Vĩnh Yên	✗	Vĩnh Yên, Vĩnh Phúc	II
		➤ Vĩ Thanh Resident	✗	Vĩ Thanh, Hậu Giang	II
		➤ Long Tân	✗	Nhơn Trạch, Đồng Nai	III
		➤ Chí Linh Center	✗	Bà Rịa, Vũng Tàu	I
		➤ Lam Hạ Resident	✗	Phủ Lý, Hà Nam	II
		➤ Hiệp Phước Resident	✓	Nhơn Trạch, Đồng Nai	III

STT	Danh sách	Các dự án đang triển khai trong năm 2023	Hoàn thành thủ tục pháp lý	Vị trí	Loại đô thị
19	KOS	➤ Kosy Hà Nam	✓	Duy Tiên, Hà Nam	III
		➤ Kosy Mountain view	✗	Lào Cai	I
20	NBB	➤ NBB garden III	✗	Hồ Chí Minh	I
		➤ City Gate 5	✓	Hồ Chí Minh	I
		➤ NBB II	✗	Hồ Chí Minh	I
		➤ Delagi	✗	Bình Thuận	II
		➤ Sơn Tinh Resident	✗	Quảng Ngãi	II
21	FIR	➤ La Riviere and Lamer	✓	Bảo Ninh, Đồng Hới	II
		➤ Concordia Tower	✗	Phú Yên, Tuy Hòa	II

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Vietnam Investors Service

**Phụ lục 4: Danh sách các công ty được bao gồm trong phân tích này của chúng tôi (Thứ tự Alphabet)**

Số	Tên viết tắt	Tên đầy đủ
1	AGG	Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Bất động sản An Gia
2	API	Công ty Cổ phần Đầu tư Châu Á - Thái Bình Dương
3	CCL	Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Đô thị Dầu khí Cửu Long
4	CEO	Công ty Cổ phần Tập đoàn C.E.O
5	CKG	Công ty Cổ phần Tập đoàn Tư vấn Đầu tư Xây dựng Kiên Giang
6	CSC	Công ty Cổ phần Tập đoàn COTANA
7	D11	Công ty Cổ phần Địa ốc 11
8	D2D	Công ty Cổ phần Phát triển Đô thị Công nghiệp số 2
9	DIG	Tổng Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Xây dựng
10	DTA	Công ty Cổ phần Đệ Tam
11	DXG	Công ty Cổ phần Tập đoàn Đất Xanh
12	FIR	Công ty Cổ phần Địa ốc First Real
13	HDC	Công ty Cổ phần Phát triển Nhà Bà Rịa Vũng Tàu
14	HQC	Công ty Cổ phần Tư vấn - Thương mại - Dịch vụ Địa ốc Hoàng Quân
15	IDJ	Công ty Cổ phần Đầu tư IDJ Việt Nam
16	ITC	Công ty Cổ phần Đầu tư - Kinh doanh nhà
17	KDH	Công ty Cổ phần Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền
18	KOS	Công ty Cổ phần KOSY
19	L14	Công ty Cổ phần Licogi 14
20	LDG	Công ty Cổ phần Đầu tư LDG
21	NBB	Công ty Cổ phần Đầu tư Năm Bảy Bảy
22	NLG	Công ty Cổ phần Đầu tư Nam Long
23	NTL	Công ty Cổ phần Phát triển Đô thị Từ Liêm
24	NVL	Công ty Cổ phần Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va
25	PDR	Công ty Cổ phần Phát triển Bất động sản Phát Đạt
26	QCG	Công ty Cổ phần Quốc Cường Gia Lai
27	SCR	Công ty Cổ phần Địa Ốc Sài Gòn Thương Tín
28	SJS	Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Sóng Đà
29	TDC	Công ty Cổ phần Kinh doanh và Phát triển Bình Dương
30	TDH	Công ty Cổ phần Phát triển Nhà Thủ Đức
31	VC3	Công ty Cổ phần Tập đoàn Nam Mê Kông
32	VCR	Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Du lịch Vinaconex
33	VHD	Công ty Cổ phần Đầu tư phát triển nhà và đô thị VINAHUD
34	VHM	Công ty Cổ phần Vinhomes
35	VPH	Công ty Cổ phần Vạn Phát Hưng
36	VPI	Công ty Cổ phần Đầu tư Văn Phú - Invest



© 2023 VIETNAM INVESTORS SERVICE, đăng ký doanh nghiệp số 010983839192 cấp bởi Sở Kế Hoạch Và Đầu Tư Hà Nội. Đã đăng ký bản quyền.

**CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC NÊU TRONG CÁC TÀI LIỆU, SẢN PHẨM, DỊCH VỤ VÀ THÔNG TIN DO VIETNAM INVESTORS SERVICE CÔNG BỐ (GỌI CHUNG LÀ “CÁC ẢN PHẨM”) LÀ DỰA VÀO GÓC NHÌN CỦA CHÚNG TÔI (2) KHÔNG PHẢI LÀ CÁC TUYÊN BỐ VỀ DỮ KIỆN HIỆN TẠI HOẶC QUÁ KHỨ (3) CHỈ NHẪM MỤC ĐÍCH THAM KHẢO VÀ KHÔNG CẤU THÀNH VÀ KHÔNG CUNG CẤP LỜI KHUYÊN ĐẦU TƯ HOẶC TÀI CHÍNH, (4) KHÔNG PHẢI LÀ VÀ KHÔNG CUNG CẤP KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ, GÓP VỐN, MUA, BÁN HOẶC GIỮ BẤT KỲ CÔNG CỤ NỢ HOẶC CÔNG CỤ TÀI CHÍNH CỤ THỂ NÀO VÀ (5) KHÔNG BÌNH LUẬN VỀ TÍNH THÍCH HỢP CỦA VIỆC ĐẦU TƯ CHO BẤT KỲ NHÀ ĐẦU TƯ NÀO. VIETNAM INVESTORS SERVICE ĐƯA RA ĐÁNH GIÁ VÀ CÁC QUAN ĐIỂM VÀ CÔNG BỐ CÁC ẢN PHẨM VỚI KỶ VỌNG VÀ HIỂU BIẾT RẰNG MỖI NHÀ ĐẦU TƯ SẼ, VỚI SỰ CẦN TRỌNG CẦN THIẾT, TỰ NGHIÊN CỨU VÀ ĐÁNH GIÁ VỀ MỖI CHỨNG KHOÁN MÀ HỌ ĐANG XEM XÉT MUA, BÁN HOẶC GIỮ. CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE TRONG ẢN PHẨM NÀY KHÔNG NHẪM ĐƯỢC SỬ DỤNG NHƯ XẾP HẠNG TÍN NHIỆM THEO NGHỊ ĐỊNH 88/2014 NGÀY 16 THÁNG 9 NĂM 2014 CỦA CHÍNH PHỦ.**

**CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC, VÀ ẢN PHẨM CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE KHÔNG NHẪM ĐƯỢC SỬ DỤNG BỞI CÁC NHÀ ĐẦU TƯ KHÔNG CHUYÊN NGHIỆP VÀ VIỆC NHÀ ĐẦU TƯ KHÔNG CHUYÊN NGHIỆP SỬ DỤNG ĐÁNH GIÁ, VÀ CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC HOẶC ẢN PHẨM CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE KHI QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ LÀ KHÔNG CẦN TRỌNG VÀ KHÔNG PHÙ HỢP. NẾU KHÔNG CHẮC CHẮN, VUI LÒNG LIÊN HỆ VỚI CỐ VẤN TÀI CHÍNH HOẶC CỐ VẤN CHUYÊN NGHIỆP KHÁC CỦA BẠN.**

**TẤT CẢ CÁC THÔNG TIN TẠI ĐÂY (BAO GỒM CẢ THÔNG TIN CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE VÀ/HOẶC THÔNG TIN CỦA CÁC BÊN THỨ BA ĐÃ CẤP LI-XĂNG CHO VIETNAM INVESTORS SERVICE ĐỂ TÍCH HỢP THÔNG TIN CỦA BÊN ĐÓ TẠI ĐÂY (“CÁC BÊN CẤP LI-XĂNG”) ĐƯỢC PHÁP LUẬT BẢO VỆ, BAO GỒM NHƯNG KHÔNG GIỚI HẠN QUY ĐỊNH PHÁP LUẬT VỀ QUYỀN TÁC GIẢ, VÀ KHÔNG MỘT THÔNG TIN NÀO, HOẶC MỘT PHẦN HOẶC TOÀN BỘ THÔNG TIN ĐÓ, ĐƯỢC SAO CHÉP, HOẶC BẰNG CÁCH KHÁC TẠO BẢN SAO, ĐÓNG GÓI LẠI, TRUYỀN DẪN, CHUYỂN NHƯỢNG, PHÁT TÁN, PHÂN PHỐI, PHÂN PHỐI LẠI HOẶC BÁN LẠI, HOẶC LƯU TRỮ LẠI ĐỂ SỬ DỤNG VỀ SAU CHO BẤT KỲ MỤC ĐÍCH NÀO NHƯ VỪA NÊU, DƯỚI BẤT KỲ DẠNG NÀO HOẶC CÁCH THỨC NÀO HOẶC PHƯƠNG TIỆN NÀO, BỞI BẤT KỲ NGƯỜI NÀO MÀ KHÔNG CÓ SỰ CHẤP THUẬN TRƯỚC BẰNG VĂN BẢN VÀ/HOẶC LI-XĂNG CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE VÀ/HOẶC CỦA BÊN CẤP LI-XĂNG CHO VIETNAM INVESTORS SERVICE. CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM VÀ ẢN PHẨM KHÁC CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE KHÔNG NHẪM ĐƯỢC SỬ DỤNG BỞI BẤT KỲ BÊN NÀO NHƯ LÀ MỘT TIÊU CHUẨN VÌ KHÁI NIỆM NÀY ĐƯỢC ĐỊNH NGHĨA PHỤC VỤ CHO MỤC ĐÍCH QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC VÀ KHÔNG ĐƯỢC SỬ DỤNG THEO BẤT CỨ CÁCH NÀO MÀ CÓ THỂ DẪN TỚI VIỆC CHÚNG ĐƯỢC XEM NHƯ LÀ CÁC TIÊU CHUẨN.**

Tất cả các thông tin được Vietnam Investors Service thu thập từ các nguồn mà Vietnam Investors Service cho rằng chính xác và đáng tin cậy. Tuy nhiên, do có khả năng xảy ra lỗi của con người hoặc máy móc cũng như các yếu tố khác, tất cả các thông tin tại đây được cung cấp trên cơ sở “NGUYÊN TRẠNG” mà không có bảo đảm dưới bất kỳ hình thức nào. Vietnam Investors Service tiến hành tất cả các biện pháp cần thiết để các thông tin chúng tôi sử dụng có chất lượng và từ các nguồn mà Vietnam Investors Service cho rằng đáng tin cậy bao gồm, khi thích hợp, các nguồn từ bên thứ ba độc lập. Tuy nhiên, Vietnam Investors Service không phải là công ty kiểm toán và không thể độc lập xác minh hoặc xác nhận các thông tin nhận được tại mọi thời điểm trong quá trình chuẩn bị các ản Phẩm của mình.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, Vietnam Investors Service và tất cả các giám đốc, quản lý, nhân viên, đại lý, người đại diện, bên cấp li-xăng và nhà cung cấp từ chối trách nhiệm đối với bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào đối với bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại gián tiếp, đặc biệt, là hậu quả hoặc là tổn thất, thiệt hại ngẫu nhiên nào phát sinh từ hoặc liên quan tới các thông tin tại đây hoặc việc sử dụng hoặc không có khả năng sử dụng bất kỳ thông tin nào tại đây, ngay cả khi Vietnam Investors Service hoặc tất cả các giám đốc, quản lý, nhân viên, đại lý, người đại diện, bên cấp li-xăng hoặc nhà cung cấp của Vietnam Investors Service đã được tư vấn trước về khả năng xảy ra tổn thất hoặc thiệt hại đó, bao gồm nhưng không giới hạn: (a) mất lợi nhuận hiện tại hoặc dự kiến hoặc (b) các tổn thất và thiệt hại phát sinh.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, Vietnam Investors Service và tất cả các giám đốc, quản lý, nhân viên, đại lý, người đại diện, bên cấp li-xăng và nhà cung cấp từ chối trách nhiệm đối với bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào đối với bất kể tổn thất hoặc thiệt hại trực tiếp hoặc có tính chất bồi thường gây ra cho bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào, bao gồm nhưng không giới hạn bởi sự bất cẩn (nhưng ngoại trừ gian lận, cố tình làm sai hoặc các loại trách nhiệm khác mà, để tránh hiểu lầm, không thể bị loại trừ theo quy định pháp luật), của, hoặc do bất kỳ sự kiện bất ngờ trong hoặc ngoài khả năng kiểm soát của Vietnam Investors Service, hoặc tất cả các giám đốc, quản lý, nhân viên, đại lý, người đại diện, bên cấp li-xăng và nhà cung cấp của Vietnam Investors Service, phát sinh từ hoặc liên quan tới các thông tin tại đây hoặc việc sử dụng hoặc không thể sử dụng các thông tin đó.

**KHÔNG CÓ BẤT KỲ BẢO ĐẢM NÀO, DÙ RÕ RÀNG HAY NGỤ Ý, ĐỐI VỚI SỰ CHÍNH XÁC, ĐÚNG THỜI ĐIỂM, TÍNH HOÀN CHỈNH, KHẢ NĂNG THƯƠNG MẠI HOẶC TÍNH PHÙ HỢP CHO BẤT KỲ MỤC ĐÍCH NÀO CỦA BẤT KỲ ĐÁNH GIÁ, QUAN ĐIỂM HOẶC THÔNG TIN KHÁC ĐƯỢC VIETNAM INVESTORS SERVICE ĐƯA RA HOẶC TẠO RA DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC HOẶC CÁCH THỨC NÀO.**

**VIETNAM INVESTORS SERVICE CÓ THỂ THỰC HIỆN SỬA ĐỔI VÀ/HOẶC THAY ĐỔI ĐỐI VỚI ẢN PHẨM NÀY BẤT CỨ LÚC NÀO, VÌ BẤT CỨ LÝ DO NÀO. TUY NHIÊN, VIETNAM INVESTORS SERVICE KHÔNG CÓ NGHĨA VỤ (CŨNG NHƯ KHÔNG CÓ Ý ĐỊNH) PHẢI BỔ SUNG, CẬP NHẬT HOẶC SỬA ĐỔI CÔNG KHAI TRONG TƯƠNG LAI. BẠN LÀ BÊN CHỊU RỦI RO DUY NHẤT KHI SỬ DỤNG VÀ/HOẶC DỰA VÀO CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC, VÀ ẢN PHẨM CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE.**

