

PHƯƠNG PHÁP XẾP HẠNG TÍN NHIỆM TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

Thông tin tài liệu:

Ngày hiệu lực: 01/06/2026

Phiên bản: Cập nhật lần 1

Thông tin liên hệ:

Khối Nghiên cứu và Xếp hạng

sniratings@sniratings.com.vn

GIỚI THIỆU

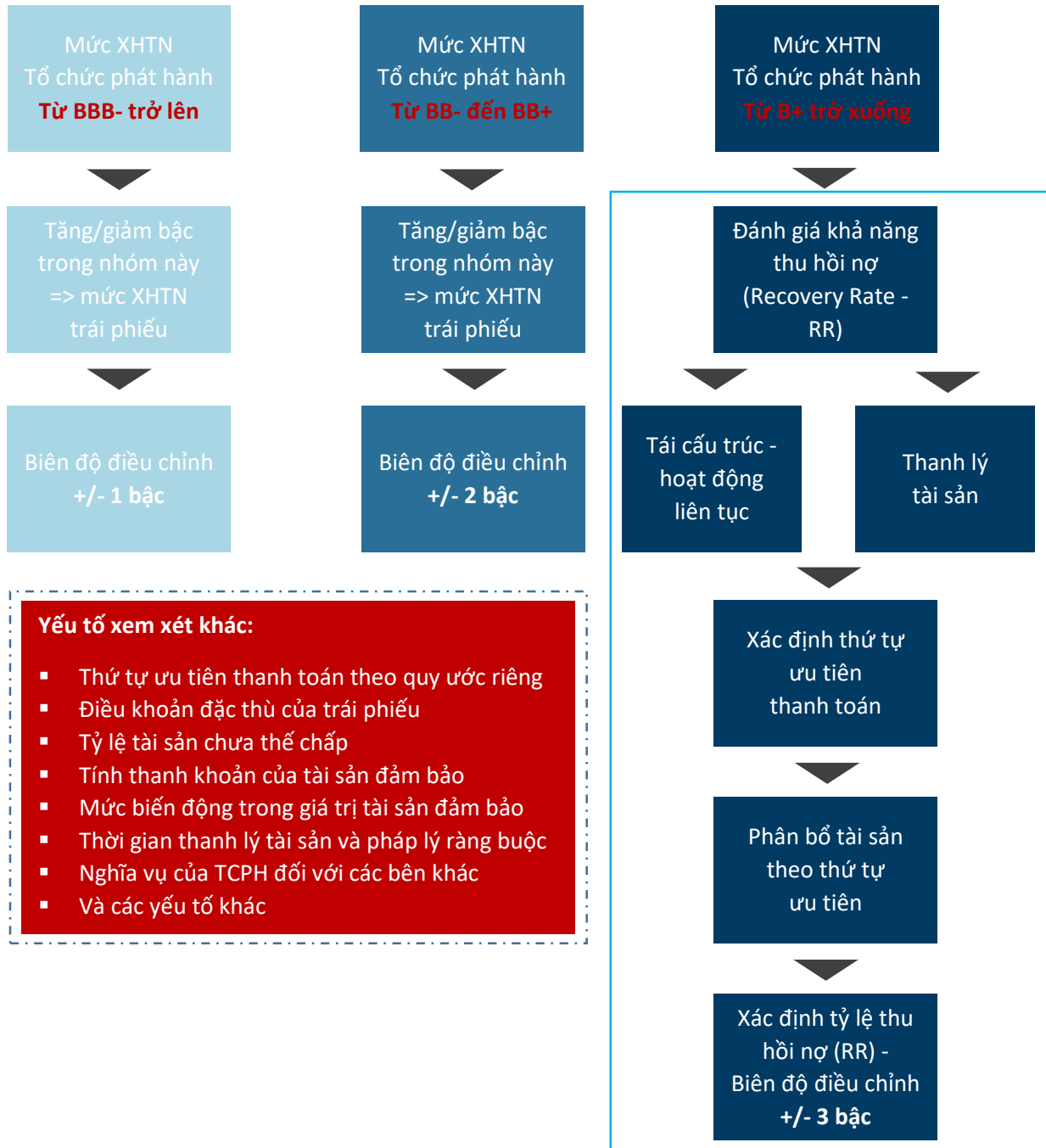
Phương pháp xếp hạng trái phiếu Doanh nghiệp của S&I Ratings được xây dựng dựa trên việc đánh giá toàn diện các yếu tố (gồm định tính và định lượng) có tác động trọng yếu đến khả năng thực thi nghĩa vụ của 1 loại trái phiếu cụ thể. Mức xếp hạng trái phiếu sẽ được xác định dựa trên việc điều chỉnh (nâng bậc hoặc hạ bậc) từ mức xếp hạng tín nhiệm của tổ chức phát hành. Tùy theo các điều khoản và đặc tính khác nhau của từng loại trái phiếu mà mức xếp hạng của nó có thể cao, ngang bằng hoặc thấp hơn mức xếp hạng của tổ chức phát hành. Trong phạm vi phương pháp này, chúng tôi định nghĩa trái phiếu Doanh nghiệp (bao gồm trái phiếu thường và trái phiếu kèm chứng quyền) là loại công cụ nợ được phát hành bởi doanh nghiệp hoạt động theo Luật Doanh nghiệp, Luật Chứng khoán và các luật chuyên ngành khác tại Việt Nam, và không bao gồm các loại trái phiếu được phát hành bởi nhóm Ngân hàng hoạt động theo Luật Các tổ chức tín dụng. Phương pháp này cũng được áp dụng cho trái phiếu có thể thu hồi và trái phiếu chuyển đổi, tuy nhiên S&I Ratings sẽ có những xem xét đặc thù khác theo từng trường hợp cụ thể.

Đối với xếp hạng trái phiếu Doanh nghiệp tại Việt Nam, chúng tôi sẽ áp dụng việc đánh giá khả năng thu hồi nợ sau phá sản (Recovery Rate - RR) đối với tổ chức phát hành có mức xếp hạng thấp hơn BB-. Trong trường hợp trái phiếu được bảo lãnh bởi bên thứ 3, S&I Ratings sẽ xếp hạng/ đánh giá năng lực tín nhiệm của bên cấp bảo lãnh tùy theo mức độ thông tin chúng tôi tiếp cận và thu thập được trên cơ sở thận trọng.

CẬP NHẬT VÀ ĐIỀU CHỈNH

Phương pháp xếp hạng tín nhiệm trái phiếu được S&I Ratings cập nhật và điều chỉnh định kỳ hoặc ngay khi chúng tôi thấy cần thiết để phù hợp với thực tiễn và môi trường kinh doanh tại Việt Nam. Theo đó, phiên bản cập nhật lần 1 này có hiệu lực từ ngày 01.06.2026 và thay thế cho phiên bản mà S&I Ratings đã công bố lần đầu tại ngày 01.01.2025. Những điều chỉnh trong tiêu chí đánh giá nếu ảnh hưởng đến mức tín nhiệm hoặc Triển vọng của trái phiếu, chúng tôi sẽ xem xét lại tất cả các trường hợp mà mức tín nhiệm còn hiệu lực và đồng thời sẽ thông báo đến tổ chức phát hành về việc cập nhật.

TỔNG QUAN PHƯƠNG PHÁP



CÁC NGUYÊN TẮC CHUNG ĐỐI VỚI XẾP HẠNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

- (1) Mức xếp hạng tín nhiệm cho 1 trái phiếu cụ thể sẽ được điều chỉnh dựa trên mức xếp hạng tín nhiệm của tổ chức phát hành. Vì vậy, trước khi xếp hạng trái phiếu thì phải xác định mức xếp hạng cho tổ chức phát hành. Mức xếp hạng của trái phiếu có thể cao hơn, ngang bằng hoặc thấp hơn mức hạng của nhà phát hành.
- (2) Tùy theo mức hạng của tổ chức phát hành mà số bậc điều chỉnh có biên độ tối đa khác nhau (nhóm hạng càng thấp có biên độ điều chỉnh rộng hơn nhóm hạng cao):
 - Nhà phát hành có nhóm hạng từ BBB- trở lên: Số bậc điều chỉnh tối đa là +/- 1 bậc;
 - Nhà phát hành có nhóm hạng từ BB- đến BB+: Số bậc điều chỉnh tối đa là +/- 2 bậc;
 - Nhà phát hành có nhóm hạng từ B+ trở xuống: Số bậc điều chỉnh tối đa là +/- 3 bậc.
- (3) Đối với tổ chức phát hành có mức hạng từ B+ trở xuống, S&I Ratings sẽ thực hiện đánh giá khả năng thu hồi nợ (Recovery Rate – RR) khi xếp hạng trái phiếu.

MỨC ĐIỀU CHỈNH CỦA CÁC NHÓM HẠNG

Đối với các nhóm hạng không đánh giá khả năng thu hồi sau phá sản, S&I Ratings đưa ra mức điều chỉnh ban đầu dựa trên giá trị tài sản đảm bảo so với nghĩa vụ nợ được xếp hạng. Mức điều chỉnh có thể thay đổi khi kết hợp với việc xem xét những yếu tố đặc thù khác, nhưng sẽ không vượt quá số bậc điều chỉnh tối đa.

Tổ chức phát hành có mức hạng từ BBB- trở lên

Tổ chức phát hành có mức xếp hạng trong nhóm này thường có xác suất vỡ nợ ở mức rất thấp, do đó chúng tôi sẽ không áp dụng bước đánh giá khả năng thu hồi nợ (trừ khi có những sự kiện bất lợi ngoài dự kiến làm cho mức hạng của nhà phát hành hạ xuống nhóm thấp hơn mức BB-). Đối với nhà phát hành có mức hạng từ BBB- trở lên, S&I Ratings sẽ áp dụng mức điều chỉnh ban đầu là +/- 1 bậc so với mức xếp hạng của tổ chức phát hành dựa trên giá trị tài sản đảm bảo so với nghĩa vụ nợ.

Ghi chú: S&I Ratings sẽ xem xét thêm các cam kết về việc bổ sung tài sản và sự chặt chẽ trong các điều khoản nếu giá trị tài sản đảm bảo giảm xuống ngưỡng nhất định.

Tổ chức phát hành có mức hạng từ BB- đến BB+

Nhóm hạng này ở mức tiệm cận mức đầu tư nên có các mức điều chỉnh khác so với nhóm đầu tư. Biên độ điều chỉnh ban đầu nhóm này sẽ là +/- 2 bậc so với mức xếp hạng của tổ chức phát hành dựa trên giá trị tài sản đảm bảo so với nghĩa vụ nợ, và áp dụng khác nhau cho 3 mức hạng BB+, BB và BB-. Việc đánh giá khả năng thu hồi nợ là không bắt buộc đối với nhóm hạng này (trừ khi có sự kiện bất lợi làm cho mức hạng nhà phát hành hạ xuống nhóm thấp hơn mức BB-). S&I Ratings đưa ra mức điều chỉnh ban đầu cho từng mức hạng trong nhóm này theo bảng sau:

Ghi chú: S&I Ratings sẽ xem xét thêm các cam kết về việc bổ sung tài sản và sự chặt chẽ trong các điều khoản nếu giá trị tài sản đảm bảo giảm xuống ngưỡng nhất định.

Tổ chức phát hành có mức hạng thấp hơn BB-

Đối với nhà phát hành có mức xếp hạng thấp hơn BB-, S&I Ratings sẽ áp dụng đánh giá tỷ lệ thu hồi nợ (Recovery Rate – RR) do các khoản nghĩa vụ phát hành có rủi ro vỡ nợ ở mức khá cao. S&I Ratings cũng áp dụng đánh giá tỷ lệ thu hồi nợ này trong các trường hợp vỡ nợ chéo, nghĩa là trái phiếu đang đánh giá không rơi vào trường hợp vỡ nợ, tuy nhiên những khoản nghĩa vụ khác (ví dụ như khoản vay ngân hàng) đã rơi vào

trường hợp vỡ nợ (không có khả năng thanh toán gốc vay hoặc lãi), thì các sự kiện này cũng kích hoạt các điều khoản liên quan đến việc trái phiếu đang xếp hạng rơi vào trường hợp vỡ nợ.

Biên độ điều chỉnh nhóm này sẽ là +/- 3 bậc so với mức xếp hạng của tổ chức phát hành. Các bước chính để thực hiện đối với nhà phát hành có mức tín nhiệm trong nhóm này như sau:

1. Giả định thời điểm vỡ nợ;
2. Xác định giá trị doanh nghiệp tại thời điểm vỡ nợ;
3. Xác định thứ tự ưu tiên trả nợ (áp dụng theo Điều 46 Luật Phục hồi, phá sản 2025, mức độ ưu tiên của các loại vay nợ và các quy ước khác của S&I Ratings);
4. Phân bổ giá trị tài sản theo mức độ ưu tiên trả nợ để xác định tỷ lệ thu hồi.

Giả định thời điểm vỡ nợ

Việc đánh giá khả năng thu hồi nợ sẽ được dự báo tại 1 thời điểm trong tương lai, không phải tại thời điểm thực hiện việc xếp hạng. Thời điểm vỡ nợ được chúng tôi giả định là từ 3 năm đến dưới 1 năm (kể từ thời điểm xếp hạng), tương ứng với mức hạng giảm dần từ mức B⁺ đến mức D.

Lưu ý rằng đây là thời điểm ban đầu để xác định giá trị thu hồi nợ. Trong thực tế, từ lúc đánh giá đến lúc vỡ nợ (hoặc ngay cả trường hợp trái phiếu sẽ tất toán đầy đủ) sẽ có nhiều sự kiện khác xảy ra, có thể làm cho thời gian vỡ nợ dự kiến thay đổi. Khi đó, chúng tôi sẽ theo dõi xuyên suốt vòng đời khoản nợ và sẽ có các điều chỉnh phù hợp với mức rủi ro tín nhiệm.

Xác định giá trị doanh nghiệp tại thời điểm vỡ nợ

Để tính tỷ lệ thu hồi của trái phiếu được xếp hạng, S&I Ratings sẽ bao gồm 2 trường hợp đối với tổ chức phát hành tại thời điểm giả định vỡ nợ: (1) Doanh nghiệp thực hiện thủ tục phá sản, và (2) Doanh nghiệp được tái cấu trúc và hoạt động liên tục.

Đối với (1), giá trị doanh nghiệp sẽ được xác định thông qua phương pháp thanh lý tài sản với các mức chiết khấu theo đặc tính từng loại tài sản.

Đối với (2), chúng tôi sẽ xác định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp EV/EBITDA. Hệ số nhân EV/EBITDA sẽ tùy thuộc vào từng thời điểm và ngành nghề, được chúng tôi thu thập tại các nguồn đáng tin cậy thông qua hoạt động M&A thực tiễn tại Việt Nam cùng với các điều chỉnh khác theo quan điểm của S&I Ratings.

Trường hợp (1) sẽ được chúng tôi ưu tiên áp dụng để tính tỷ lệ thu hồi nợ. Trường hợp (2) chỉ được áp dụng khi chúng tôi nhận thấy có những dấu hiệu rõ ràng trong việc tái cấu trúc doanh nghiệp.

Xác định thứ tự ưu tiên trả nợ

Sau khi xác định được giá trị doanh nghiệp S&I Ratings sẽ phân bổ giá trị này theo mức độ ưu tiên của các loại nợ. Trong đó, chúng tôi sẽ ưu tiên phân bổ các loại nghĩa vụ nợ được quy định theo Điều 46 Luật Phục hồi, phá sản 2025, bao gồm:

1. Chi phí phá sản;
2. Khoản nợ lương;
3. Khoản nợ bảo hiểm xã hội bắt buộc, bảo hiểm thất nghiệp, bảo hiểm y tế, bảo hiểm tai nạn lao động, bệnh nghề nghiệp;

4. Trợ cấp thôi việc và các quyền lợi khác của người lao động theo thỏa ước lao động tập thể, hợp đồng lao động;
5. Khoản nợ phát sinh nhằm mục đích phục hồi hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, hợp tác xã;
6. Nghĩa vụ tài chính đối với Nhà nước;
7. Khoản nợ không có bảo đảm phải trả cho chủ nợ trong danh sách chủ nợ; khoản nợ có bảo đảm chưa được thanh toán do giá trị tài sản bảo đảm không đủ thanh toán nợ.

Theo đó, đối với trường hợp trái phiếu được xếp hạng sẽ rơi vào nhóm 7 trong các mục trên. Mục này sẽ bao gồm trái phiếu đang được xếp hạng và các nghĩa vụ vay nợ khác có phát sinh lãi như khoản vay Ngân hàng, khoản vay từ cá nhân và tổ chức khác, v.v. Nhóm loại nghĩa vụ nợ này sẽ khác nhau về tài sản đảm bảo (có loại nợ vay sẽ có tài sản đảm bảo và nợ vay không có tài sản đảm bảo), khác nhau về thứ tự ưu tiên thanh toán (trong trường hợp có quy định phân loại riêng), việc phân bổ giá trị tài sản sẽ được S&I Ratings thực hiện theo nguyên tắc sau:

1. Các trái phiếu có tài sản đảm bảo sẽ ưu tiên dùng giá trị tài sản đảm bảo đó để thực hiện chi trả cho nghĩa vụ nợ. Nếu giá trị tài sản đảm bảo lớn hơn nghĩa vụ nợ thì phần thặng dư sẽ được xem như là tài sản chung để phân bổ cho những nghĩa vụ tiếp theo. Nếu tài sản đảm bảo thấp hơn nghĩa vụ nợ (nghĩa là giá trị tài sản đảm bảo không đủ chi trả cho nghĩa vụ nợ hiện tại) thì phần nghĩa vụ nợ chưa được chi trả sẽ được xem xét đến thứ tự phân loại nợ so với những nghĩa vụ còn lại.
2. Sau đó, việc phân chia tài sản còn lại này cho các nghĩa vụ nợ còn lại được thực hiện theo nguyên tắc:
 - Giá trị tài sản còn lại (chưa được dùng để thế chấp) sẽ được phân bổ cho các nghĩa vụ nợ được ưu tiên thanh toán (nếu có các điều khoản đáng tin cậy cho việc này).
 - Phần tài sản còn lại sau khi đã phân bổ cho nghĩa vụ nợ ưu tiên sẽ được dùng phân bổ theo tỷ lệ số dư cho những nghĩa vụ nợ có thứ tự ưu tiên ngang bằng nhau.

Đối với các nghĩa vụ nợ được đảm bảo bởi tài sản của bên thứ 3, trong trường hợp nếu có thặng dư so với nghĩa vụ, chúng tôi sẽ xem xét tính pháp lý của giá trị thặng dư này đối với các nghĩa vụ còn lại tùy theo từng trường hợp.

Đối với trường hợp nghĩa vụ nợ được đảm bảo bởi tài sản có tính thanh khoản thấp hoặc có nhiều pháp lý ràng buộc như việc đảm bảo bằng dự án bất động sản, S&I Ratings sẽ xem xét mức độ hợp lý, điều khoản ràng buộc trong việc phát mãi những tài sản này cũng nhưng mức độ tác động tổng thể của tài sản đối với các bên liên quan để xem xét giá trị thặng dư còn lại.

Xác định tỷ lệ thu hồi và mức điều chỉnh

Sau khi xác định giá trị tài sản và thứ tự ưu tiên chi trả, S&I Ratings sẽ đánh giá tỷ lệ thu hồi nợ sau phá sản và các mức điều chỉnh với trái phiếu được xếp hạng theo bảng sau:

Điều chỉnh mức hạng trái phiếu đối với từng mức tỷ lệ thu hồi (RR)		
Mức	Tỷ lệ thu hồi	Mức điều chỉnh
RR-1	Trên 100%	+3
RR-2	80% - 100%	+2
RR-3	60% - 80%	+1
RR-4	40% - 60%	+0
RR-5	20% - 40%	-1
RR-6	Dưới 20%	-2 hoặc -3

CÁC LƯU Ý KHÁC ĐỐI VỚI XẾP HẠNG TRÁI PHIẾU

Bên cạnh việc xác định giá trị tài sản đảm bảo trên nghĩa vụ nợ phải thanh toán, S&I Ratings sẽ cân nhắc những yếu tố khác liên quan đến đặc thù của từng loại trái phiếu để đưa ra các mức điều chỉnh cho phù hợp. Mức điều chỉnh trong các bảng trên là mức điều chỉnh ban đầu, và sẽ có các điều chỉnh khác tùy theo mức tác động của từng yếu tố lên khả năng thực thi nghĩa vụ của từng loại trái phiếu.

Thứ tự ưu tiên thanh toán

S&I Ratings sẽ xem xét thứ tự ưu tiên thanh toán của trái phiếu được xếp hạng so với những loại nợ khác (chỉ bao gồm các khoản vay nợ có phát sinh lãi, ví dụ như vay ngân hàng, vay tổ chức khác, v.v.). Trong trường hợp nếu không có các điều khoản ưu tiên giữa các loại nợ, chúng tôi sẽ xem xét tất cả loại nợ có thứ tự ưu tiên là ngang bằng nhau và có quyền lợi thu hồi tương đương nhau. Tuy nhiên, trong 1 số trường hợp chúng tôi có thể đặt ra mức độ ưu tiên theo quy ước riêng, tùy theo tầm quan trọng và mức độ ảnh hưởng của chủ nợ đối với nền kinh tế (ví dụ, chúng tôi có thể xem xét chủ nợ là ngân hàng có mức độ ưu tiên cao hơn chủ nợ là các cá nhân với mục đích cho vay không rõ ràng). Việc này không chỉ được xem xét tại thời điểm xếp hạng, mà sẽ được theo dõi xuyên suốt vòng đời của trái phiếu vì có thể phát sinh thêm những loại nghĩa vụ mới có thứ tự ưu tiên thanh toán khác.

Các điều khoản trong trái phiếu

1 số điều khoản đặc thù của trái phiếu được xếp hạng (hoặc các loại nghĩa vụ khác nhưng có liên đới với trái phiếu được xếp hạng) sẽ được chúng tôi xem xét theo từng trường hợp. Ví dụ như các điều khoản liên quan đến tỷ lệ trần vay nợ của tổ chức phát hành, các quy định khác trong chính sách tài chính của doanh nghiệp; hoặc điều khoản hạn chế về việc bán tài sản hoặc thực hiện nghiệp vụ mua bán – sáp nhập, v.v. Điều này đảm bảo các quyền lợi của trái chủ trong việc thu hồi nợ.

Đặc tính của tài sản đảm bảo

Mặc dù giá trị của tài sản đảm bảo trên nghĩa vụ nợ được chúng tôi tham chiếu theo các bảng trên, tuy nhiên đặc tính của mỗi loại tài sản đảm bảo là khác nhau có thể ảnh hưởng đến việc thu hồi nợ của trái chủ. 1 số yếu tố liên quan đến tài sản đảm bảo được chúng tôi xem xét như:

- Tính thanh khoản của tài sản đảm bảo;
- Mức độ biến động trong giá trị tài sản;
- Thời gian xử lý tài sản đảm bảo;
- Mức độ tin cậy trong định giá tài sản;
- Tính pháp lý ràng buộc trong việc xử lý tài sản;
- Và các yếu tố khác.

Tỷ lệ tài sản chưa được thế chấp đối với các nghĩa vụ còn lại

Trong 1 số trường hợp, tổ chức phát hành rơi vào trường hợp vỡ nợ, buộc phải ngừng hoạt động để thanh lý tài sản để hoàn trả gốc và lãi cho các bên chủ nợ (bao gồm trái chủ và các chủ nợ khác), thì giá trị tài sản còn lại chưa được mang thế chấp có ý nghĩa trọng yếu đối với các nghĩa vụ nợ không có tài sản đảm bảo (hoặc khoản nợ có tài sản đảm bảo nhưng giá trị khi thanh lý không đủ bù đắp cho nghĩa vụ nợ). Nếu giá trị tài sản chưa được dùng thế chấp chiếm tỷ lệ cao trong tổng tài sản thì càng thuận lợi cho trái chủ trong việc thu hồi nợ.

Nghĩa vụ của tổ chức phát hành đối với bên khác

Nếu tổ chức phát hành có nhận bảo lãnh thanh toán cho 1 bên khác, S&I Ratings sẽ xem xét khoản này như là 1 nghĩa vụ nợ (tùy theo các điều khoản việc bảo lãnh). Hoặc trong trường hợp tổ chức phát hành có tài sản đang được thế chấp cho nghĩa vụ của bên khác, tài sản này sẽ được xem xét và loại trừ khi tính tỷ lệ thu hồi nợ.

Tính pháp lý đối với tài sản các bên khác

Trong trường hợp nghĩa vụ nợ của doanh nghiệp có liên quan đến bên pháp nhân khác trong việc xử lý tài sản, ví dụ như trái phiếu được đảm bảo bởi tài sản của bên thứ 3, S&I Ratings sẽ xem xét mức độ ràng buộc cũng như tác động khi thanh lý tài sản đến hoạt động hiện hữu liên quan.

TRÁI PHIẾU ĐƯỢC BẢO LÃNH THANH TOÁN

Đối với trái phiếu được bảo lãnh thanh toán, 1 số trường hợp có thể xảy ra như sau:

- Trái phiếu được bảo lãnh thanh toán toàn phần hoặc từng phần bởi 1 bên khác;
- Trái phiếu được đồng bảo lãnh bởi nhiều bên khác nhau;
- Mức tín nhiệm của 1 hay các bên nhận bảo lãnh so với tổ chức phát hành, ví dụ bên bảo lãnh có thể có mức tín nhiệm cao hơn, ngang bằng hoặc thấp hơn;
- Thời điểm chi trả bảo lãnh, ví dụ trái phiếu được chi trả ngay tại thời điểm phát sinh sự kiện vi phạm hoặc chi trả sau khi đã thanh lý những tài sản khác;
- Trái phiếu của tổ chức phát hành được bảo lãnh thanh toán bởi công ty con hoặc đảm bảo bằng tài sản của công ty con;
- Trái phiếu của tổ chức phát hành được bảo lãnh thanh toán bởi công ty mẹ hoặc đảm bảo bằng tài sản của công ty mẹ;
- Và các trường hợp khác.

S&I Ratings sẽ xếp hạng/ đánh giá năng lực tín nhiệm (hoặc tham chiếu đến mức tín nhiệm hiện hữu) đối với bên cấp bảo lãnh (là các bên độc lập) cho trái phiếu tùy theo từng trường hợp cụ thể và biên độ điều chỉnh cho mức xếp hạng trái phiếu có thể vượt ngoài biên độ +/- 3 bậc. Tổ chức phát hành nếu không có sự hỗ trợ từ tập đoàn/ công ty mẹ thì mức tín nhiệm của trái phiếu sẽ phụ thuộc vào mức tín nhiệm/ năng lực tín nhiệm của bên cấp bảo lãnh. Trong trường hợp được hưởng lợi từ sự hỗ trợ của tập đoàn, S&I Ratings sẽ cân nhắc thêm mức độ ảnh hưởng và hỗ trợ từ tập đoàn đến khả năng thực thi nghĩa vụ của nhà phát hành (dựa trên vị thế chiến lược), bên cạnh mức tín nhiệm/ năng lực tín nhiệm của bên cấp bảo lãnh.

Nếu nhà phát hành được bảo lãnh bởi các bên có liên quan về vốn góp, chúng tôi sẽ có những bút toán điều chỉnh để phản ánh mức độ tác động, vị thế chiến lược của những đơn vị này lên khả năng thực thi nghĩa vụ của trái phiếu được xếp hạng.