



FiinRatings[®]
ENLIGHTEN THE MARKET

Phương pháp luận Xếp hạng Tín nhiệm

Công cụ nợ / Trái phiếu Doanh nghiệp

Thời gian cập nhật: Tháng 2 năm 2023

Giới thiệu chung

Phương pháp luận này được phát triển bởi FiinRatings và được góp ý, sửa đổi bởi các chuyên gia từ S&P Global Ratings. Đây là bộ tiêu chí trình bày phương pháp luận của FiinRatings để xác định điểm XHTN các Công cụ nợ / Trái phiếu doanh nghiệp (cho doanh nghiệp phi tài chính và định chế tài chính phi ngân hàng). Bộ tiêu chí nhằm mục đích hướng dẫn chung để giúp các công ty, nhà đầu tư và các thành viên tham gia thị trường khác hiểu được cách FiinRatings xem xét các yếu tố định lượng và định tính trong việc đưa ra kết quả xếp hạng.

- Bộ tiêu chí đưa ra quy trình phân tích dựa trên khung phân tích chung và nêu rõ các bước xây dựng Mốc XHTN cho các Công cụ nợ / Trái phiếu doanh nghiệp theo quy chuẩn và thông lệ quốc tế.
- FiinRatings sử dụng cách tiếp cận dựa trên nguyên tắc để xếp hạng và giám sát xếp hạng nội địa, tuân theo các quy chuẩn và thông lệ quốc tế. Những tiêu chuẩn chung này áp dụng cho việc xếp hạng của tất cả các loại hình doanh nghiệp và tài sản. Tuy nhiên, đối với từng loại hình đơn vị phát hành cũng như công cụ nợ, FiinRatings có bộ tiêu chí riêng và cụ thể hơn để đưa ra XHTN.
- FiinRatings đưa ra mức XHTN cho cả đơn vị phát hành và công cụ nợ, đồng thời đảm bảo tính so sánh tương quan của kết quả XHTN giữa các nhóm ngành và ước tính so sánh theo thời gian. Điều này nghĩa là, với mỗi ký hiệu mốc điểm XHTN mà FiinRatings quy định đều biểu thị cùng một mức độ tín nhiệm chung đối với các đơn vị phát hành và các công cụ nợ nội địa đã được đánh giá trong các lĩnh vực khác nhau tại các thời điểm khác nhau.
- Phương pháp tiếp cận của FiinRatings để xếp hạng các Công cụ nợ bao gồm việc đánh giá toàn diện các chỉ tiêu cốt lõi: (các chỉ tiêu được đánh giá có ảnh hưởng lớn đến chất lượng tín dụng của công cụ nợ), và cả các chỉ tiêu mang tính chất bổ sung. FiinRatings có nhãn quan hướng tới tương lai về nhà phát hành và công cụ nợ dựa trên các chỉ tiêu này trong quá trình thực hiện XHTN.
- Nếu Quý vị có bất cứ câu hỏi nào/ thắc mắc nào, xin vui lòng liên hệ Bộ phận Chăm sóc khách hàng của chúng tôi qua email support.fiinratings@fiingroup.vn, hoặc fiinratings@fiingroup.vn.

Nội dung



Phần 1

Khung xếp hạng Công cụ nợ



FiinRatings[®]
ENLIGHTEN THE MARKET

Khung xếp hạng tín nhiệm Công cụ nợ / Trái phiếu doanh nghiệp

XHTN Công cụ nợ chỉ có thể được thực hiện sau khi đã có điểm XHTN của Doanh nghiệp hay Định chế tài chính.

- **XHTN tổ chức phát hành:** Đánh giá xác suất trả nợ – khả năng và sự sẵn sàng của tổ chức phát hành trong việc đáp ứng các cam kết tài chính theo các điều khoản của công cụ nợ.
- **XHTN Công cụ nợ:** Mức điểm cụ thể cho một công cụ tài chính (ví dụ: trái phiếu doanh nghiệp, các công cụ nợ có bảo đảm và không có bảo đảm)

Khung xếp hạng tín nhiệm

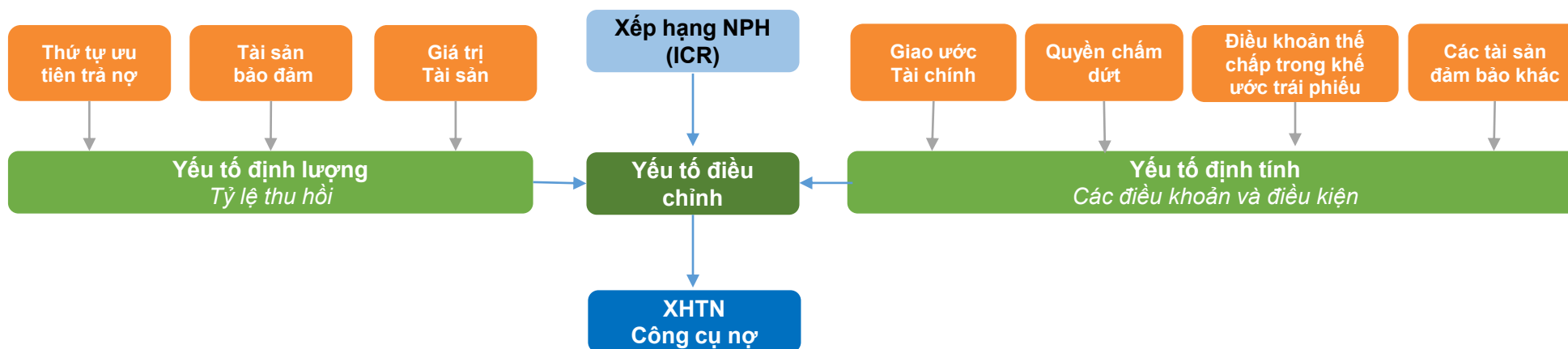
Xếp hạng tín nhiệm Công cụ nợ dựa trên phân tích của FiiRatings về những điểm sau, với mỗi điểm có mức ảnh hưởng khác nhau:

- Bản chất và các điều khoản của công cụ nợ, cũng như các cam kết liên quan; và
- Mức độ bảo vệ và thứ tự bảo vệ của công cụ nợ đối với nhà đầu tư trong trường hợp phá sản, tái cơ cấu, hoặc các diễn biến khác xảy ra theo luật phá sản và các luật khác ảnh hưởng đến quyền và lợi ích của chủ nợ/nhà đầu tư.

Xếp hạng Công cụ nợ / Trái phiếu là đánh giá rủi ro mất khả năng thanh toán (default risk) của công cụ hay trái phiếu đó, nhưng sẽ kết hợp thêm đánh giá thứ tự nợ và/hoặc khả năng thu hồi trong trường hợp không đáp ứng được nghĩa vụ nợ. Nợ thứ cấp (junior obligation) thường được xếp hạng thấp hơn nợ ưu tiên (senior obligation), để phản ánh mức độ ưu tiên thấp hơn về thu hồi nợ sau phá sản.

- Cũng cần lưu ý rằng sự phân biệt trên sẽ chỉ được áp dụng khi một thực thể sở hữu cả nợ ưu tiên và nợ thứ cấp, nợ được bảo đảm và không được bảo đảm, hoặc nợ của công ty con và công ty mẹ, và những vấn đề này có ảnh hưởng trọng yếu đến tổn thất mà chủ nợ/nhà đầu tư của các loại nợ khác nhau có thể phải gánh chịu khi tổ chức phát hành mất khả năng thanh toán).

Xếp hạng Công cụ nợ / Trái phiếu doanh nghiệp sẽ được tăng hoặc giảm bậc từ xếp hạng tổ chức phát hành, dựa trên các yếu tố sau để ra được điểm xếp hạng Công cụ nợ cuối cùng.



Nội dung



Phần 2

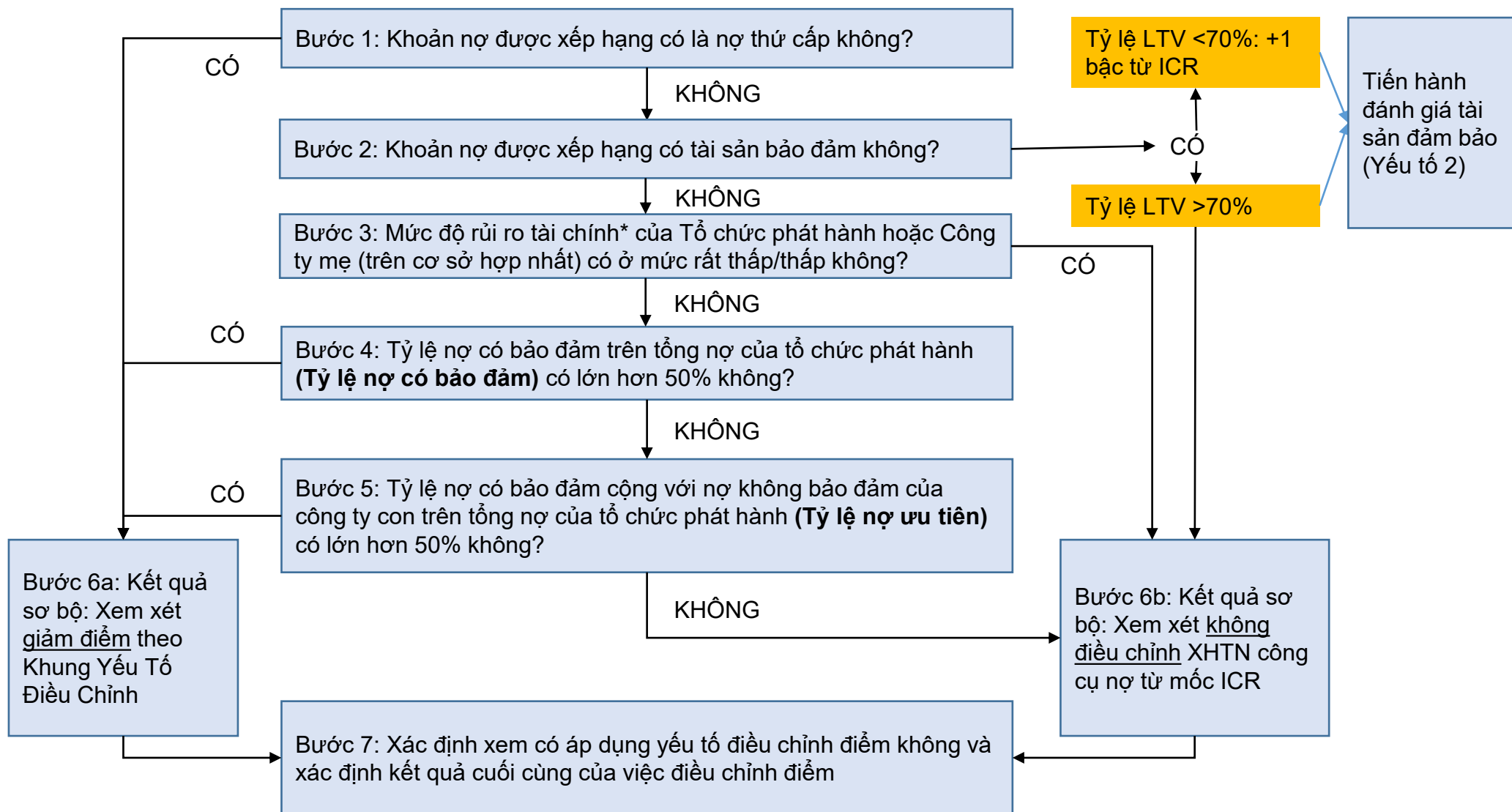
Các yếu tố xếp hạng tín nhiệm công cụ nợ /
trái phiếu doanh nghiệp



FiinRatings[®]
ENLIGHTEN THE MARKET

Đánh giá rủi ro thứ hạng nợ

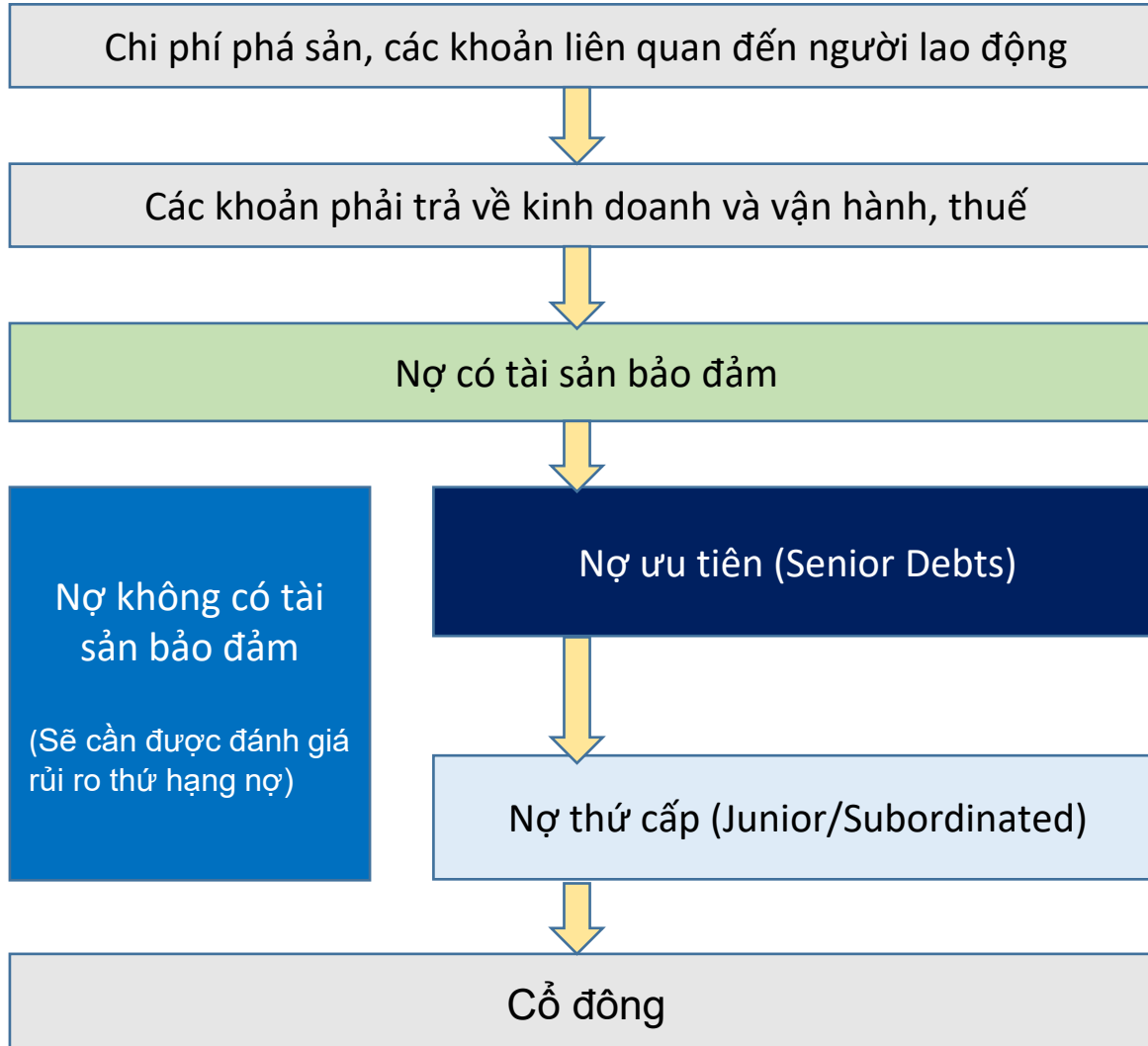
Phản ánh rủi ro thứ hạng trong Xếp hạng công cụ nợ: Các tiêu chí này phác thảo phương pháp của chúng tôi để xác định điểm XHTN của một số công cụ nợ có thể được xác định là thứ cấp so với các khoản nợ khác trong cơ cấu nguồn vốn hợp nhất của tổ chức phát hành.



Lưu ý: (*) Mức độ rủi ro tài chính được đánh giá định lượng thông qua các chỉ số chính như: Đòn bẩy (Nợ/Vốn chủ sở hữu đã điều chỉnh), Nợ/EBITDA, Tỷ lệ thanh toán lãi vay, v.v.

Yếu tố 1: Vị thế (thứ hạng) của công cụ nợ

Trình tự thanh toán theo Luật phá sản: FiinRatings sẽ áp dụng thứ tự thanh toán phù hợp với Luật phá sản và kết hợp với khung yếu tố điều chỉnh nhằm xác định thứ hạng của nghĩa vụ tài chính. Bên cạnh đó, FiinRatings sẽ thực hiện thêm các đánh giá khác để xác định XHTN của công cụ nợ.



Yếu tố này giải đáp một khía cạnh quan trọng của XHTN Công cụ nợ trong Khung đánh giá. Một trong những cân nhắc chính trong xếp hạng là vị thế (hay thứ hạng) của Công cụ nợ.

Một công cụ nợ có vị thế cao hơn sẽ được ưu tiên thanh toán trước khi tổ chức phát hành mất khả năng thanh toán. Do đó, các công cụ nợ với thứ hạng cao hơn hoặc có tài sản bảo đảm sẽ được cân nhắc cộng điểm XHTN, tùy vào thứ hạng của các nghĩa vụ tài chính khác của tổ chức phát hành cũng như chất lượng của tài sản bảo đảm.

Mặt khác, các công cụ nợ với thứ hạng hay vị thế thấp sẽ bị cân nhắc trừ điểm.

Sau đó, FiinRatings sẽ tiến hành đánh giá bằng cách áp dụng Khung Yếu tố điều chỉnh cho Nợ thứ cấp để phản ánh tốt hơn rủi ro cố hữu của các công cụ nợ có rủi ro tổn thất đầu tư cao hơn.

Điều chỉnh giảm điểm từ mức XHTN tổ chức phát hành của khoản nợ không có tài sản bảo đảm

Chúng tôi đánh giá mức độ rủi ro tài chính, trên cơ sở hợp nhất, sử dụng bởi tổ chức phát hành, kết hợp với đánh giá tỷ lệ Nợ có tài sản bảo đảm (hay tỷ lệ Nợ ưu tiên) trong cấu trúc vốn để đưa ra thay đổi điểm theo Khung yếu tố điều chỉnh

Chúng tôi thường đánh giá điểm XHTN của công cụ nợ thứ cấp thấp hơn ICR nhằm phản ánh về rủi ro cao hơn của nhóm nợ này so với các nhóm nợ ưu tiên hơn. Nợ thứ cấp xếp dưới các nhóm nợ khác về quyền với tài sản của tổ chức phát hành, do các điều khoản được quy định trong tài liệu của công cụ nợ hoặc do bản chất cấu trúc nguồn vốn của công ty. Khi một nhóm các chủ nợ (creditors) đồng ý xếp hạng dưới một nhóm các chủ nợ khác, họ đã chấp nhận rủi ro tổn thất đầu tư cao hơn (thường đi kèm với lợi nhuận cao hơn).

<Bảng dưới đây đã được xóa>

Mức độ rủi ro tài chính của doanh nghiệp phi tài chính được đánh giá dựa trên hồ sơ rủi ro tài chính (FRP) của doanh nghiệp. Mức độ rủi ro tài chính của doanh nghiệp tài chính được đánh giá dựa trên Yếu tố điều chỉnh: Khả năng huy động vốn và Thanh khoản của doanh nghiệp

Tỷ lệ nợ có tài sản đảm bảo = $\text{Dư nợ có tài sản đảm bảo} / \text{Tổng nợ}$;

Tỷ lệ nợ ưu tiên = $[\text{Nợ có tài sản bảo đảm} + \text{Nợ không có tài sản bảo đảm ở các công ty con}] / \text{Tổng nợ}$

Bảo lãnh ngược và bảo lãnh chéo

Bảo lãnh từ công ty con với các khoản nợ của công ty mẹ (hay còn gọi là bảo lãnh ngược), hoặc bảo lãnh chéo có thể sẽ làm thay đổi vị thế / thứ hạng nợ qua việc đưa quyền của chủ nợ của công ty mẹ ngang hàng (pari passu) với quyền của chủ nợ của công ty con.

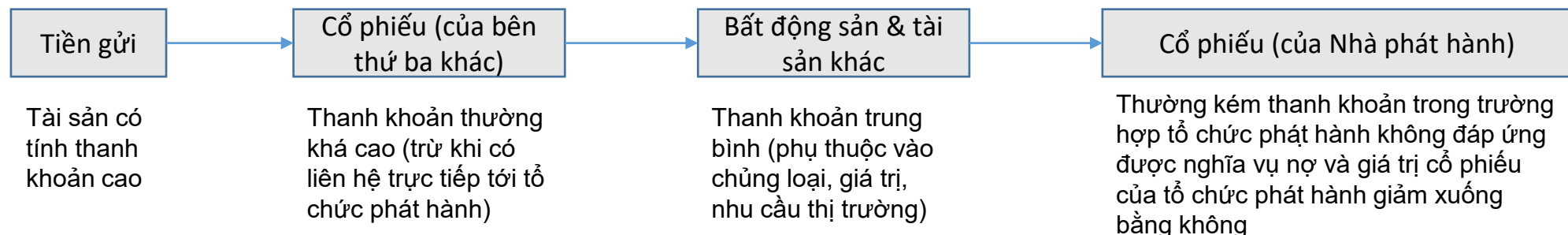
Để FiinRatings có thể xem xét không hạ điểm XHTN của một khoản nợ được bảo lãnh ngược, chúng tôi thường yêu cầu khoản bảo lãnh đó là vô điều kiện, không thể hủy ngang và đáp ứng ít nhất một trong các điều kiện sau:

- Bảo lãnh phải vô điều kiện và phải không thể hủy ngang, kể cả trong trường hợp bên bảo lãnh phá sản
- Bảo lãnh phải thanh toán kịp thời, đúng kế hoạch

Yếu tố 2: Nâng điểm do tài sản bảo đảm: Đánh giá tài sản bảo đảm

Tùy từng trường hợp, FiinRatings sẽ đánh giá các khoản tài sản bảo đảm, áp dụng phương pháp dưới đây:

1. Đầu tiên, FiinRatings đánh giá **tính thanh khoản** của tài sản đảm bảo. Tài sản đảm bảo thường ở các dạng: tiền gửi, cổ phiếu (của tổ chức phát hành hoặc của bên thứ ba khác), bất động sản, và tài sản khác trong một số trường hợp. Các tài sản thế chấp có tính thanh khoản cao sẽ dễ dàng được thanh lý hơn trong Trường hợp Vỡ nợ, mang lại cho trái chủ cơ hội thu hồi cao hơn trong trường hợp đó.



2. Sau đó, FiinRatings đánh giá **giá trị** của tài sản đảm bảo, bao gồm tỷ lệ cho vay trên giá trị (Loan-to-Value ratio). Với mỗi loại tài sản đảm bảo, chúng tôi sẽ xác định giá trị thị trường thực tế của tài sản đảm bảo, phản ánh một cách phù hợp nhất giá trị mà tài sản đảm bảo sẽ được bán để thu hồi cho chủ nợ trong trường hợp tổ chức phát hành mất khả năng thanh toán. Từ đó, chúng tôi sẽ tính toán tỷ lệ LTV và thực hiện đánh giá các tài sản thế chấp có khả năng có thể chi trả toàn bộ, chi trả một phần, hay không thể chi trả cho khoản vay.

- Công cụ nợ với tỷ lệ LTV dưới 70% sẽ được xem xét **nâng điểm** từ điểm XHTN của Tổ chức phát hành.

Tuy nhiên, nếu có bất kỳ sự kiện quan trọng nào ảnh hưởng đến giá trị của tài sản đảm bảo (ví dụ: tài sản đó cũng được dùng để đảm bảo cho một hay nhiều công cụ nợ khác), FiinRatings sẽ thực hiện đánh giá thêm để điều chỉnh xếp hạng cuối cùng của công cụ nợ đó.

Loại tài sản thế chấp	Phương thức xác định giá trị thị trường	Cân nhắc nâng điểm (có/không)
Tiền gửi	Số dư tiền gửi	Thường là có (FiinRatings thực hiện phân tích từng trường hợp)
Cổ phiếu/Cổ phần vốn chủ sở hữu của các bên thứ ba khác	Giá thị trường trung bình của 30 ngày trước đó	Có (Phân tích từng trường hợp)
Bất động sản & tài sản khác	Giá thị trường trên một mét vuông đất * diện tích Giá thị trường của tài sản khác, được điều chỉnh nhằm phản ánh phù hợp nhất giá trị bán	Có (Phân tích từng trường hợp, cân nhắc tăng điểm khi LTV < 70%)
Cổ phiếu/Cổ phần vốn chủ sở hữu của tổ chức phát hành	Giá thị trường trung bình của 30 ngày trước đó	Thường là không

Yếu tố 3: Bảo lãnh

Bên bảo lãnh có thể là công ty mẹ, công ty con, hoặc một bên thứ 3 không có mối liên hệ nào tới tổ chức phát hành.

FiinRatings nhận định việc một công cụ nợ được bảo lãnh có thể sẽ cải thiện hồ sơ tín dụng của công cụ nợ đó, dẫn tới việc công cụ nợ được bảo lãnh có thể sẽ được xếp hạng cao hơn so với xếp hạng tổ chức phát hành. Sự tồn tại của việc bảo lãnh có thể không có ảnh hưởng đáng kể đến xác suất mất khả năng thanh toán của công cụ nợ, tuy nhiên, việc bảo lãnh có thể làm tăng khả năng thu hồi nợ trong trường hợp mất khả năng thanh toán, thông qua việc cơ chế yêu cầu bồi thường của bên nhận bảo lãnh.

Để FiinRatings đủ điều kiện cân nhắc nâng điểm XHTN cho một công cụ nợ, bảo lãnh cần đáp ứng các điều kiện sau:

- Bên bảo lãnh có năng lực tài chính vượt trội, đủ điều kiện để bảo lãnh theo quy định
- Bảo lãnh phải vô điều kiện và phải không thể hủy ngang, kể cả khi tổ chức phát hành phá sản
- Giá trị bảo lãnh cần được ghi rõ trong hợp đồng, và cần phải bao gồm cả gốc và lãi.

Sau khi xác định được điểm XHTN của tổ chức phát hành, FiinRatings sẽ tiến hành phân tích khả năng trả nợ của bên bảo lãnh, các đặc điểm của hợp đồng bảo lãnh, chẳng hạn như thứ tự ưu tiên thanh toán và thứ hạng công cụ nợ:

- Trong trường hợp công cụ nợ được bảo lãnh xếp hạng ngang hàng với nghĩa vụ tài chính ưu tiên không có tài sản đảm bảo của bên bảo lãnh, thì xếp hạng tín nhiệm của công cụ nợ được bảo lãnh sẽ bằng với điểm xếp hạng cao hơn giữa (1) xếp hạng của tổ chức phát hành và (2) xếp hạng của bên bảo lãnh.
- Xếp hạng của một công cụ nợ được bảo lãnh, mà khoản bảo lãnh đó là nghĩa vụ tài chính thứ cấp của bên bảo lãnh, sẽ tương đương với xếp hạng của các nghĩa vụ tài chính thứ cấp của bên bảo lãnh.

Khái niệm & Định nghĩa

- **Nợ:** Các tiêu chí để đánh giá XHTN công cụ nợ trong phương pháp luận này chỉ xem xét đến các khoản nợ mà chúng tôi đưa vào đánh giá về hồ sơ rủi ro tài chính của tổ chức phát hành, ngoại trừ (1) các công cụ/khoản **nợ kết hợp** mà chúng tôi tính ở mức mệnh giá, không tính đến vốn chủ sở hữu, và ngoại trừ (2) các khoản nợ không truy đòi. Trong định nghĩa về Nợ của chúng tôi cũng không bao gồm các khoản điều chỉnh đối với các quyền với tài sản không phải nợ, chẳng hạn như: các khoản nợ lương hưu chưa thanh toán, các nghĩa vụ nợ liên quan đến cho thuê, và các quyền với tài sản không phải nợ khác. Ngoài ra, Nợ cũng không bao gồm các khoản nợ chưa rút (undrawn credit) của các hạn mức tín dụng.
- **Nợ thứ cấp theo điều khoản:** Các khoản nợ thứ cấp so với các công cụ nợ khác, như đã được nêu chi tiết trong hợp đồng vay hoặc kế ước.
- **Tổ chức phát hành:** Tổ chức phát hành công cụ nợ được xếp hạng.
- **Nợ có tài sản bảo đảm:** Gồm các khoản nợ mà tổ chức phát hành (hoặc bên đi vay) cam kết, trên cơ sở ưu tiên hàng đầu, (các) tài sản để thế chấp cho nghĩa vụ trả nợ.
- **Nợ không có tài sản đảm bảo:** Nợ không được xác định là nợ có tài sản đảm bảo và bao gồm các công cụ nợ kết hợp ở mức mệnh giá (face value).
- **Công ty con:** Bất kỳ công ty nào thuộc sở hữu (toàn bộ hoặc một phần) của tổ chức phát hành, có nợ (toàn bộ dư nợ hoặc một phần) nằm trong phạm vi sở hữu.
- **Tổng nợ hợp nhất:** Nợ không có tài sản bảo đảm và nợ có tài sản bảo đảm do tổ chức phát hành và các công ty con phát hành.
- **Tỷ lệ nợ có tài sản đảm bảo:** Tổng dư nợ có tài sản đảm bảo trong cấu trúc vốn hợp nhất của tổ chức phát hành / tổng nợ của tổ chức phát hành
- **Tỷ lệ nợ ưu tiên:** (Tổng dư nợ có tài sản bảo đảm trong cấu trúc vốn hợp nhất của tổ chức phát hành + Tổng dư nợ không có tài sản bảo đảm của công ty con của tổ chức phát hành) / tổng nợ của tổ chức phát hành



FiinRatings[®]
ENLIGHTEN THE MARKET

Trụ sở chính

Tầng 10, Tòa nhà Peakview, số 36 đường Hoàng Cầu,
phường Ô Chợ Dừa, quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam.
Điện thoại: [\(84-24\) 3562 6962](tel:(84-24)35626962) | Fax: (84-24) 35625055
Email: support.fiinratings@fiingroup.vn

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 16, Tòa nhà Bitexco Financial Tower, số 2 Hải
Triều, phường Bến Nghé, Quận 1, TP. HCM
Điện thoại: [\(84-28\) 3933 3586](tel:(84-28)39333586)
Email: support.fiinratings@fiingroup.vn

