

Báo cáo Xếp hạng Tín nhiệm Tổ chức phát hành:

Công ty Cổ phần Đầu tư Và Du lịch Vạn Hương (“Vạn Hương”)

Kết quả Xếp hạng Tín nhiệm Dài hạn Tổ chức phát hành*: B

Triển vọng xếp hạng: Ổn định

Hà Nội, Ngày 10 Tháng 4 Năm 2025

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Phạm Thục Anh, MSc, Trưởng nhóm Phân tích: anh.nguyenphamthuc@fiingroup.vn

Hội đồng Xếp hạng Tín nhiệm:

Lê Hồng Khang, Chủ tịch Hội đồng: khang.le@fiingroup.vn

Nguyễn Nhật Hoàng, CFA, Thành viên Hội đồng: hoang.nguyennhat@fiingroup.vn

Nguyễn Anh Quân, MSc, Thành viên Hội đồng: quan.nguyen@fiingroup.vn

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

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

Kết quả xếp hạng tín nhiệm này có hiệu lực kể từ ngày công bố cho đến khi chúng tôi có những cập nhật ở lần công bố tiếp theo. FiinRatings không hoạt động như một tổ chức kiểm toán hoặc tư vấn phát hành công cụ tài chính. Kết quả xếp hạng tín nhiệm này được đánh giá dựa trên kế hoạch phát hành công cụ nợ của Tổ chức phát hành tại ngày Tổ chức phát hành cung cấp thông tin. FiinRatings không có nghĩa vụ bảo đảm Tổ chức phát hành sẽ thực hiện đúng theo kế hoạch phát hành đã đề ra.

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

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

Mục lục

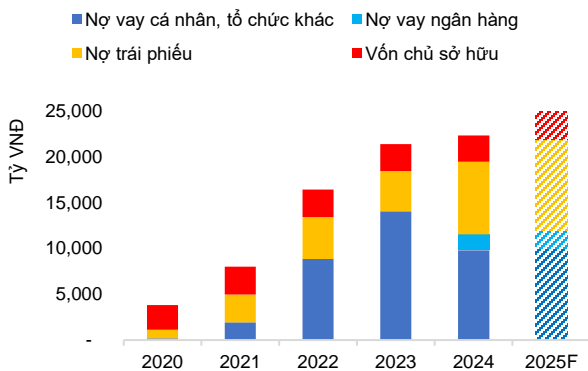
Tóm tắt kết quả Xếp hạng tín nhiệm	3
Cơ sở của ý kiến xếp hạng tín nhiệm	4
Điểm nhấn chính về chất lượng tín dụng	5
Triển vọng xếp hạng tín nhiệm	5
Kịch bản dự phóng cơ sở	6
Tổng quan doanh nghiệp	7
Hồ sơ năng lực kinh doanh: Mức Trung bình	8
Rủi ro tài chính: Mức Rất cao	15
Phương pháp luận xếp hạng tín nhiệm	17
Lịch sử đánh giá tín nhiệm	17
Kê khai thông tin về sở hữu liên quan	18
Phụ lục	19
<i>Phụ lục 1: Báo cáo tài chính Vạn Hương (2022-2024)</i>	<i>19</i>
<i>Phụ lục 2: Các chỉ số chính của tổ chức phát hành</i>	<i>20</i>
<i>Phụ lục 3: Thuật ngữ và Định nghĩa</i>	<i>21</i>
Tuyên bố miễn trách nhiệm và bản quyền	23

Tóm tắt kết quả Xếp hạng tín nhiệm

Tổ chức phát hành	Loại xếp hạng	Ngày công bố	Điểm xếp hạng	Triển vọng
Công ty Cổ phần Đầu tư và Du lịch Vạn Hương ("Vạn Hương" hoặc "Công ty")	Xếp hạng Tín nhiệm Dài hạn Tổ chức phát hành	Ngày 10 tháng 4 năm 2025	B	Ổn định

Ngành: Bất động sản ("BDS") du lịch, nghỉ dưỡng
Tổng quan doanh nghiệp: Công ty Cổ phần Đầu tư và Du lịch Vạn Hương ("Vạn Hương" hoặc "Công ty") được thành lập năm 2010, là doanh nghiệp dự án phát triển bất động sản du lịch nghỉ dưỡng. Vạn Hương được biết đến là chủ đầu tư dự án Khu Du lịch Quốc tế Đồi Rồng, tọa lạc tại phường Vạn Hương, quận Đồ Sơn, thành phố Hải Phòng. Dự án Khu Du lịch Quốc tế Đồi Rồng của Vạn Hương là khu du lịch nghỉ dưỡng có quy mô xây dựng trên 261,08 ha trong tổng diện tích 480,17 ha được phê duyệt. Dự án bao gồm 10 phân khu, cung cấp các dòng sản phẩm: biệt thự nghỉ dưỡng, khách sạn, thương mại dịch vụ, bãi tắm, khu vui chơi giải trí, sân golf.

Bảng biểu 01: Cơ cấu nguồn vốn của Vạn Hương giai đoạn 2021-2025F



Nguồn: FiinRatings, Vạn Hương

Rủi ro ngành:

Màng bất động sản: Mức Tương đối cao.

FiinRatings đánh giá rủi ro tái cấp vốn vẫn ở mức cao đối với các nhà phát triển bất động sản trong năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá sẽ có sự phân hóa mạnh trong khả năng duy trì hoạt động kinh doanh của từng doanh nghiệp trong ngành trước các diễn biến khó khăn chung của thị trường kéo dài từ năm 2022 tới nay. Trong giai đoạn sắp tới, những thay đổi về khung pháp lý cũng như số lượng các dự án nhà ở thương mại được cấp phép mới trong năm rất hạn chế theo thống kê của Bộ Xây dựng là các yếu tố chính cần theo dõi cho sự hồi phục của thị trường bất động sản. Theo quan sát của chúng tôi, phần lớn các doanh nghiệp bất động sản vẫn phải đối mặt với áp lực huy động vốn để triển khai dự án tại các khu đất đã tích lũy từ trước khi đại dịch bùng phát. Đồng thời, việc gặp khó khăn trong việc tìm kiếm phương án tái tài trợ các khoản nợ cũ sẽ làm gia tăng rủi ro liên quan đến cơ cấu nguồn vốn và tình trạng thanh khoản của doanh nghiệp.

Tóm tắt tiêu chí xếp hạng:

Chỉ tiêu	Điểm xếp hạng
Năng lực kinh doanh	Trung bình (4/6)
<i>Rủi ro ngành</i>	<i>Tương đối cao (4/6)</i>
<i>Vị thế cạnh tranh</i>	<i>Trung bình (4/6)</i>
Rủi ro tài chính	Rất cao (6/6)
Mốc xếp hạng cơ bản	b
Các yếu tố điều chỉnh:	
<i>Mức độ đa dạng hóa</i>	+0
<i>Cấu trúc nguồn vốn</i>	+0
<i>Vị thế thanh khoản</i>	+0
<i>Chính sách tài chính và quản trị</i>	+0
Điểm xếp hạng đơn lẻ ("SACP")	b
Tác động bên ngoài	+0
Kết quả xếp hạng Tổ chức phát hành ("ICR")	B
Triển vọng	Ổn định

Tóm tắt kết quả xếp hạng tín nhiệm:

Năng lực kinh doanh (Trung bình): FiinRatings đánh giá vị thế cạnh tranh của Vạn Hương ở mức trung bình dựa trên đánh giá về rủi ro tập trung nguồn thu vào dự án Đồi Rồng mới chỉ trong giai đoạn đầu đưa vào khai thác, hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời chưa được kiểm chứng. Bên cạnh đó, sản phẩm chủ lực của Công ty là các biệt thự nghỉ dưỡng và shophouse được đánh giá có tốc độ phục hồi chậm hơn so với các phân khúc bất động sản khác.

Rủi ro tài chính (Rất cao): FiinRatings đánh giá hồ sơ rủi ro tài chính của Vạn Hương ở mức rất cao do tỷ lệ đòn bẩy tài chính dự kiến sẽ chưa thể giảm về ngưỡng trung bình ngành sau khi Công ty phát hành trái phiếu, duy trì các khoản vay ngân hàng và nợ vay liên quan đến Glaxhomes theo kế hoạch. Dự kiến trong năm 2025, Vạn Hương có kế hoạch phát hành trái phiếu trị giá 2.000 tỷ đồng và tiếp tục duy trì các khoản vay ngân hàng cùng khoản nợ với Glaxhomes để triển khai dự án theo đúng tiến độ. Trong trường hợp Vạn Hương phát hành thành công lô trái phiếu này, tỷ lệ Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu năm 2025 ước tính ở mức 6,23 lần, cao hơn đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành. Bên cạnh đó, nguồn thu đến từ hoạt động kinh doanh bất động sản hiện nay còn khá khiêm tốn (do dự án mới đưa vào hoạt động) so với quy mô vay nợ của Công ty, tỷ lệ Nợ vay/ EBITDA của Vạn Hương FiinRatings ước tính khoảng 27,35 lần cao hơn nhiều lần so với mức trung bình của ngành bất động sản.

Cấu trúc nguồn vốn (Phù hợp): Áp lực trả nợ vay trong năm 2025 chưa lớn do các khoản nợ hiện tại chủ yếu đáo hạn vào năm 2026-2027. Với nhu cầu nguồn vốn vừa để đầu tư xây dựng dự án, vừa để đáp ứng nghĩa vụ tài chính, trong khi hoạt động kinh doanh của Công ty phụ thuộc vào tiến độ bán hàng của dự án, và doanh thu từ dịch vụ giải trí chưa có đóng góp đáng kể; chúng tôi đánh giá Vạn Hương vẫn có thể chịu rủi ro tái cấp vốn trong trường hợp tiến độ triển khai hoặc bán hàng không như kỳ vọng trong giai đoạn 12-18 tháng tới.

Bảng biểu 02: Các chỉ số tài chính quan trọng của Vạn Hương (2021A-2025F)

Năm tài chính (kết thúc tại 31/12)	Đơn vị	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F
Doanh thu thuần	tỷ VNĐ	-	-	190	518	3.398
EBITDA	tỷ VNĐ	(14)	3	15	28	684
Tổng tài sản	tỷ VNĐ	9.808	20.506	25.300	29.304	30.862
Tổng nợ vay	tỷ VNĐ	4.962	8.545	18.421	19.426	18.696
Vốn chủ sở hữu	tỷ VNĐ	3.024	3.018	2.956	2.801	3.000
Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu	lần	1,64	4,44	6,23	6,94	6,23
Nợ vay/ EBITDA	lần	N/A	4.465	1.228	704	27,35

Nguồn: FiinRatings, Vạn Hương

Ghi chú: A: Thực tế (Actual); F: Dự phóng (Forecast)

Cơ sở của ý kiến xếp hạng tín nhiệm

Điểm xếp hạng tín nhiệm "B" và triển vọng xếp hạng tín nhiệm ở mức "Ổn định" của Công ty Cổ phần Đầu tư và Du lịch Vạn Hương ("Vạn Hương" hoặc "Công ty") phản ánh đánh giá của FiinRatings về năng lực kinh doanh ở mức **Trung bình** và rủi ro tài chính ở mức **Rất cao** của Công ty. Vạn Hương hoạt động trong mảng phát triển bất động sản, tập trung vào phân khúc du lịch và nghỉ dưỡng, phân khúc được đánh giá là hồi phục chậm. Bên cạnh đó, việc dự án bất động sản Khu Du Lịch Quốc Tế Đồi Rồng mới trong giai đoạn đầu đi vào khai thác, nguồn thu chủ yếu đến từ khai thác khách sạn và vui chơi giải trí, đóng góp chưa đáng kể so với quy mô đầu tư của dự án. Do đó trong các năm tới, nếu hoạt động bán shophouse, biệt thự nghỉ dưỡng không được như kỳ vọng và cải thiện rõ rệt so với tình hình hiện nay thì sẽ ảnh hưởng đáng kể khả năng trả nợ và khả năng tái cấp vốn của Công ty.

Mảng phát triển bất động sản được đánh giá có mức rủi ro Tương đối cao ở Việt Nam. Trong bối cảnh nền kinh tế tăng trưởng chậm, số lượng dự án được cấp phép mới tương đối hạn chế. Trong năm 2025, FiinRatings cho rằng rủi ro tái cấp vốn tiếp tục là một thách thức lớn đối với nhiều doanh nghiệp trong ngành. Khung pháp lý với nhiều sự thay đổi có thể hỗ trợ sự phát triển của ngành trong dài hạn, nhưng cũng có thể dẫn đến các rủi ro tiềm tàng về biến động biên lợi nhuận cũng như thời gian phát triển dự án, ảnh hưởng tới dòng tiền của các doanh nghiệp phát triển bất động sản. Với hơn 95 nghìn tỷ VNĐ trái phiếu bất động sản đáo hạn trong năm 2025, áp lực huy động vốn mới đối với nhiều doanh nghiệp bất động sản là không nhỏ, có tác động trực tiếp tới tình trạng thanh khoản của ngành. Tuy nhiên, FiinRatings cho rằng có sự phân hóa mạnh trong năng lực kinh doanh của từng doanh nghiệp trong ngành. Các doanh nghiệp có tiềm lực tài chính, kinh nghiệm về khả năng triển khai dự án, cùng với thương hiệu tốt được kỳ vọng sẽ có sức chống chịu tốt hơn trước các diễn biến khó khăn chung của thị trường.

Vị thế cạnh tranh của Vạn Hương được đánh giá ở mức trung bình so với các doanh nghiệp cùng ngành bất động sản du lịch nghỉ dưỡng, với quy mô tài sản ở mức tương đối lớn nhưng hiệu quả hoạt động kinh doanh chưa được kiểm chứng. Vạn Hương sở hữu dự án Khu Du lịch Quốc tế Đồi Rồng với quy mô 480,68 ha với 10 phân khu. Tại thời điểm 31/12/2024, tổng tài sản của Vạn Hương đạt mức 29.304 tỷ đồng, cho thấy quy mô rất lớn khi so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành bất động sản du lịch, nghỉ dưỡng. Mặc dù Công ty sở hữu dự án được đánh giá cao về vị trí địa lý và thiết kế, nhưng từ thời điểm thành lập năm 2010 đến nay, Vạn Hương vẫn đang trong giai đoạn triển khai dự án và mới ghi nhận doanh thu rất hạn chế.

Rủi ro tài chính của Công ty được đánh giá ở mức rất cao, phản ánh đánh giá của FiinRatings về mức độ sử dụng đòn bẩy để thực hiện dự án của Công ty so với các doanh nghiệp cùng ngành. Trong thời gian tới, Vạn Hương có kế hoạch phát hành 2.000 tỷ đồng trái phiếu, duy trì các khoản vay ngân hàng và nợ vay với Glexhomes để thực hiện dự án Khu Du lịch Quốc tế Đồi Rồng. Trong trường hợp Công ty phát hành thành công, tổng nợ vay của Công ty sẽ ở mức 18.696 tỷ đồng, dẫn đến tỷ lệ đòn bẩy Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu ước tính sẽ duy trì ở mức 6,23 lần, cao hơn đáng kể so với trung bình các doanh nghiệp tương đồng năm 2024 dao động trong khoảng 0,5 – 1,0 lần. Bên cạnh đó, việc tiến độ bán hàng cần thời gian để triển khai, trong khi nguồn thu đến từ dịch vụ giải trí chỉ chiếm tỷ trọng không đáng kể nên tỷ lệ Nợ vay/ EBITDA của Vạn Hương dự kiến sẽ tăng mạnh lên mức 27,35 lần trong năm 2025, gây ra sự mất cân đối lớn với kì hạn trả nợ trung bình của Công ty.

Cấu trúc nguồn vốn và tài sản của Vạn Hương chưa tối ưu hóa. Tuy áp lực trả nợ vay trong năm 2025 chưa lớn do các khoản nợ hiện tại chủ yếu đáo hạn vào năm 2026-2027, nhưng nhu cầu nguồn vốn vừa để đầu tư xây dựng dự án, vừa để đáp ứng nghĩa vụ tài chính, trong khi hoạt động kinh doanh của Công ty phụ thuộc vào tiến độ bán hàng của dự án và doanh thu từ dịch vụ giải trí chưa có đóng góp đáng kể; FiinRatings vẫn lưu ý rằng rủi ro tái cấp vốn có thể tăng lên trong trường hợp tiến độ triển khai hoặc bán hàng không như kỳ vọng trong giai đoạn 12-18 tháng tới.

Triển vọng "Ổn định" thể hiện quan điểm của FiinRatings về khả năng duy trì mức xếp hạng tín nhiệm của Vạn Hương trong 12 tháng tiếp theo. Chúng tôi cho rằng Vạn Hương sẽ cần huy động cả vốn vay và vốn chủ sở hữu để có thể triển khai toàn bộ dự án Khu Du lịch Quốc tế Đồi Rồng. Tiến độ triển khai, thời điểm giải ngân chi phí đầu tư xây dựng và khả năng bán hàng tại dự án sẽ là những yếu tố quyết định tới hiệu quả kinh doanh và khả năng hoàn thành nghĩa vụ nợ của Vạn Hương.

Điểm nhấn chính về chất lượng tín dụng

Điểm mạnh

- Dự án Khu Du lịch Quốc tế Đồi Rồng cơ bản đã hoàn thành các giấy tờ, thủ tục pháp lý, bao gồm chấp thuận chủ trương đầu tư, phê duyệt quy hoạch 1/500, có giấy phép xây dựng hạ tầng kỹ thuật tại hầu hết các phân khu của dự án.
- Việc Công ty duy trì các hợp đồng vay liên quan đến Glexhomes để phục vụ hoạt động xây dựng và phát triển dự án sẽ là yếu tố hỗ trợ nguồn vốn để Vạn Hương duy trì khả năng hoạt động liên tục của dự án.

Điểm hạn chế

- Tỷ lệ đòn bẩy tài chính lớn khi tỷ lệ Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu của Vạn Hương năm 2025 dự kiến duy trì ở mức rất cao, 6,23 lần, gây áp lực lớn lên dòng tiền hoạt động của Vạn Hương.
- Rủi ro tập trung khi hoạt động kinh doanh chỉ phụ thuộc vào chỉ 1 dự án và Công ty không có kế hoạch đầu tư mở rộng hoạt động kinh doanh trong thời gian tới. Trong trường hợp tiến độ hoặc khả năng bán hàng của dự án không đạt mức kỳ vọng, Công ty có thể sẽ gặp khó khăn trong việc đáp ứng các nghĩa vụ tài chính.

Triển vọng xếp hạng tín nhiệm

Triển vọng xếp hạng “**Ổn định**” thể hiện quan điểm của chúng tôi về việc duy trì mức điểm xếp hạng tín nhiệm hiện tại với Vạn Hương trong 12 tháng tới. Kết quả xếp hạng tín nhiệm của Vạn Hương có thể được xem xét thay đổi trong các kịch bản dựa trên giả định của FiinRatings về các tình huống có thể xảy ra trong vòng 12 tháng tới như sau:

Kịch bản nâng điểm xếp hạng

Các yếu tố sau đây có thể dẫn đến thay đổi điểm xếp hạng tín nhiệm cho Vạn Hương trong trung hạn:

- Vạn Hương triển khai dự án Khu Du lịch Quốc tế Đồi Rồng nhanh hơn dự kiến, bao gồm tăng vốn chủ sở hữu, triển khai xây dựng và khả năng hấp thụ của dự án nhanh hơn đáng kể so với kịch bản cơ sở;
- Hiệu quả kinh doanh và tỷ suất lợi nhuận cao hơn dự kiến do giá bán biệt thự tốt hơn và không phát sinh chi phí phát triển dự án ngoài dự kiến;
- Công ty chuyển nhượng thành công sân golf và 1 phần villa nghỉ dưỡng cho đối tác, giúp giảm tỷ lệ đòn bẩy xuống ngưỡng mức thấp hơn.

Kịch bản hạ điểm xếp hạng

Các diễn biến không thuận lợi có thể, riêng lẻ hoặc đồng thời, dẫn đến việc xem xét hạ điểm xếp hạng tín nhiệm:

- Gia tăng thêm nợ vay để đầu tư phát triển dự án trong khi không thể gia tăng thêm vốn chủ sở hữu ở mức phù hợp, khiến đòn bẩy tài chính của Vạn Hương tăng lên đáng kể và khả năng đáp ứng nghĩa vụ nợ bị ảnh hưởng;
- Điều kiện thị trường không thuận lợi khiến Công ty phải chịu áp lực về chi phí gia tăng, trì hoãn tiến độ bán hàng & thu tiền, hoặc buộc Công ty phải giảm giá bán sản phẩm, dẫn đến việc các chỉ số về khả năng sinh lời sụt giảm nhiều hơn so với đánh giá của FiinRatings, làm ảnh hưởng đáng kể tới khả năng tạo ra dòng tiền cũng như khả năng đáp ứng các nghĩa vụ tài chính.

Kịch bản dự phóng cơ sở

Các giả định dự phóng chính

- Trong năm 2025, Vạn Hương sẽ phát hành thành công 2.000 tỷ đồng trái phiếu riêng lẻ, duy trì các khoản vay ngân hàng 1.759 tỷ đồng và gia hạn thành công khoản vay liên quan đến Glxhomes trị giá 9.768 tỷ đồng để thực hiện dự án Khu Du lịch Quốc tế Đồi Rồng.
- Dự án Khu Du lịch Quốc tế Đồi Rồng được triển khai theo kế hoạch và bắt đầu ghi nhận dòng tiền bán bất động sản du lịch nghỉ dưỡng từ các phân khu I, II, VI, VII và đẩy mạnh việc vận hành, ghi nhận doanh thu từ khu vui chơi giải trí bao gồm khách sạn, công viên nước, bãi tắm rồng và sân golf trong năm 2025.
- Khoảng 3.000 tỷ đồng trong khoản 5.207 tỷ đồng người mua trả tiền trước tính đến 31/12/2024 đến từ hạng mục biệt thự nghỉ dưỡng đủ điều kiện để ghi nhận doanh thu trong năm 2025.

Các chỉ số chính trong kịch bản cơ sở (*)

Bảng biểu 03: Các chỉ số phân tích chính dựa trên Kịch bản cơ sở của Vạn Hương

Đơn vị: Tỷ VNĐ

- Năm tài chính kết thúc tại 31 Tháng 12 -

Chỉ tiêu	2022A	2023A	2024A	2025F
Doanh thu	-	190	518	3.398
Chi phí tài chính	-	-	42	263
Lợi nhuận gộp	-	(12)	28	593
EBITDA	3	15	28	683
Tổng tài sản	20.506	25.300	29.304	30.862
Nợ vay	13.395	18.421	19.426	18.696
Vốn chủ sở hữu	3.018	2.956	2.801	3.000
Nợ vay/ Tổng tài sản (lần)	0,65	0,73	0,66	0,61
Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu (lần)	4,44	6,23	6,94	6,23
Nợ vay/ EBITDA (lần)	4.465	1.228	704	27,35

Nguồn: FiinRatings, Vạn Hương

Ghi chú: A-Thực tế, F-Dự phóng

(*) FiinRatings dựa trên các thông tin trong kịch bản cơ sở để đưa ra đánh giá về khả năng đáp ứng nghĩa vụ tài chính của Công ty

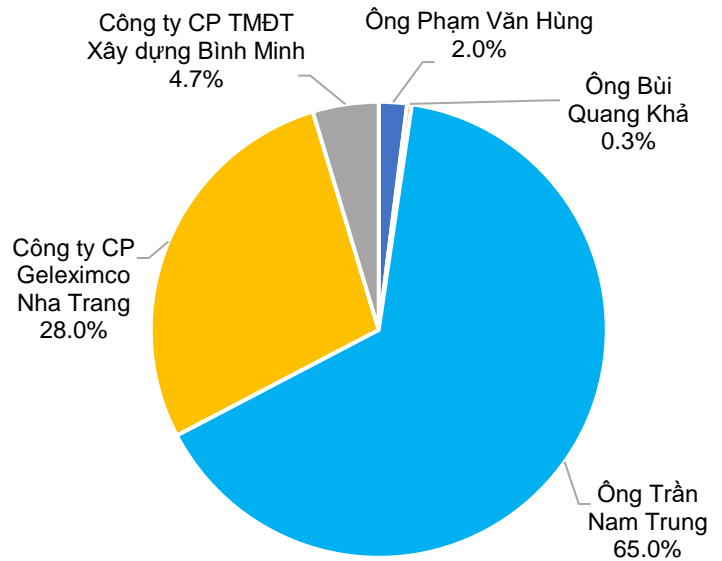
Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Đầu tư và Du lịch Vạn Hương (“Vạn Hương”) được thành lập năm 2010, là doanh nghiệp dự án phát triển bất động sản du lịch nghỉ dưỡng. Vạn Hương được biết đến là chủ đầu tư dự án Khu Du lịch Quốc tế Đồi Rồng, tọa lạc tại phường Vạn Hương, quận Đồ Sơn, thành phố Hải Phòng.

Dự án Khu Du lịch Quốc tế Đồi Rồng là khu du lịch nghỉ dưỡng có quy mô xây dựng trên 261,08 ha trong tổng diện tích 480,68 ha được phê duyệt. Dự án bao gồm 10 phân khu, cung cấp các dòng sản phẩm biệt thự, shophouse, villa, mini hotel, khách sạn 5 sao, công viên nước, bãi biển và sân golf. Thời gian thực hiện dự án kéo dài từ Q2/2015 theo từng phân khu và dự kiến hoàn thành toàn bộ dự án vào Q4/2033. Tính đến hết năm 2024, dự án đã hoàn thiện xây dựng và đang trong quá trình bàn giao phân khu I, II bao gồm shophouse và minihotel. Sân golf và công viên nước cùng với phân khu IV bao gồm khách sạn, villa và bãi biển rộng đã được đưa vào vận hành từ cuối năm 2023. Phân khu VI, VII dự kiến hoàn thành và đưa vào hoạt động trong năm 2025.

Tính đến thời điểm 31/12/2024, vốn điều lệ của Vạn Hương đạt mức 3.000 tỷ đồng. Với quy mô dự án và tổng mức đầu tư toàn bộ dự án dự kiến lên tới hơn 31.197 tỷ đồng, Công ty dự kiến sẽ tiến hành huy động trái phiếu và tăng các khoản vay ngân hàng trong năm 2025 nhằm phục vụ nhu cầu đầu tư cho dự án.

Bảng biểu 04: Cơ cấu sở hữu của Vạn Hương tại 31/12/2024



Nguồn: FiinRatings, Vạn Hương

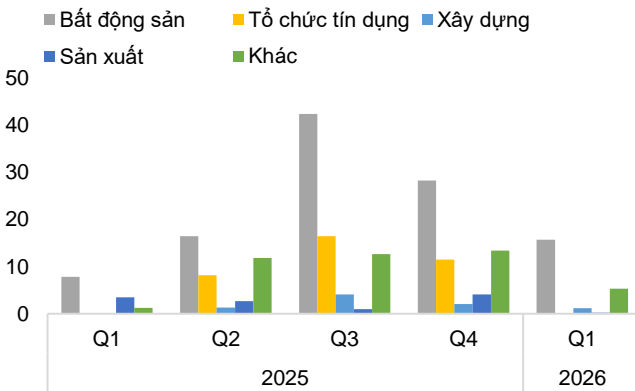
Hồ sơ năng lực kinh doanh: Mức Trung bình

Rủi ro ngành

Ngành Bất động sản

FiinRatings đánh giá phát triển Bất động sản có mức rủi ro **Tương đối cao** do phần lớn các doanh nghiệp bất động sản hiện vẫn đang chịu áp lực lớn trong việc huy động vốn để triển khai các dự án trên quỹ đất đã tích lũy từ trước thời điểm đại dịch COVID-19 bùng phát. Bên cạnh đó, nhu cầu tìm kiếm các phương án tái tài trợ cho các khoản nợ cũ càng làm gia tăng rủi ro liên quan đến cơ cấu vốn và tình trạng thanh khoản của doanh nghiệp trong ngành. Theo số liệu dự báo mới nhất của FiinRatings, tổng lượng trái phiếu doanh nghiệp bất động sản đáo hạn trong năm 2025 dự kiến đạt tới 95 nghìn tỷ VNĐ, tạo thêm áp lực về thanh khoản cho các doanh nghiệp trong ngành. Chính vì vậy, các doanh nghiệp bất động sản nhỏ và vừa sẽ gặp khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn do quỹ đất sở hữu còn hạn chế.

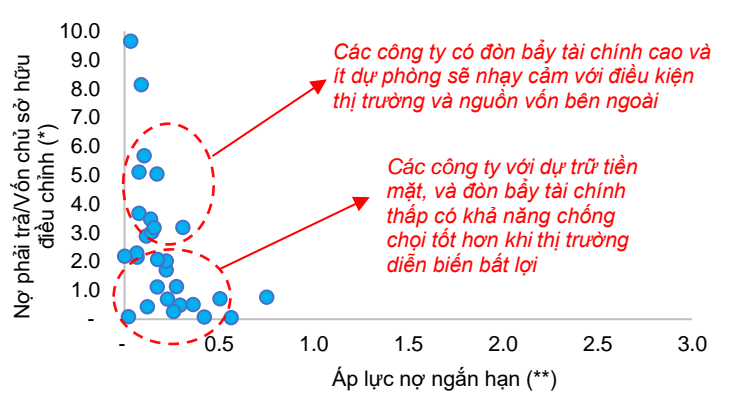
Bảng biểu 05: Số dư nợ gốc trái phiếu dự kiến đáo hạn trong 2025 (nghìn tỷ VNĐ)



Nguồn: FiinRatings

Ghi chú: . Số liệu gồm số dư gốc trái phiếu

Bảng biểu 06: Áp lực thanh khoản vẫn duy trì với các nhà phát triển Bất động sản



Nguồn: FiinRatings.

Ghi chú: Dữ liệu được tổng hợp từ Báo cáo tài chính của 35 doanh nghiệp Bất động sản dân cư đã niêm yết tại ngày 31/12/2024.

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

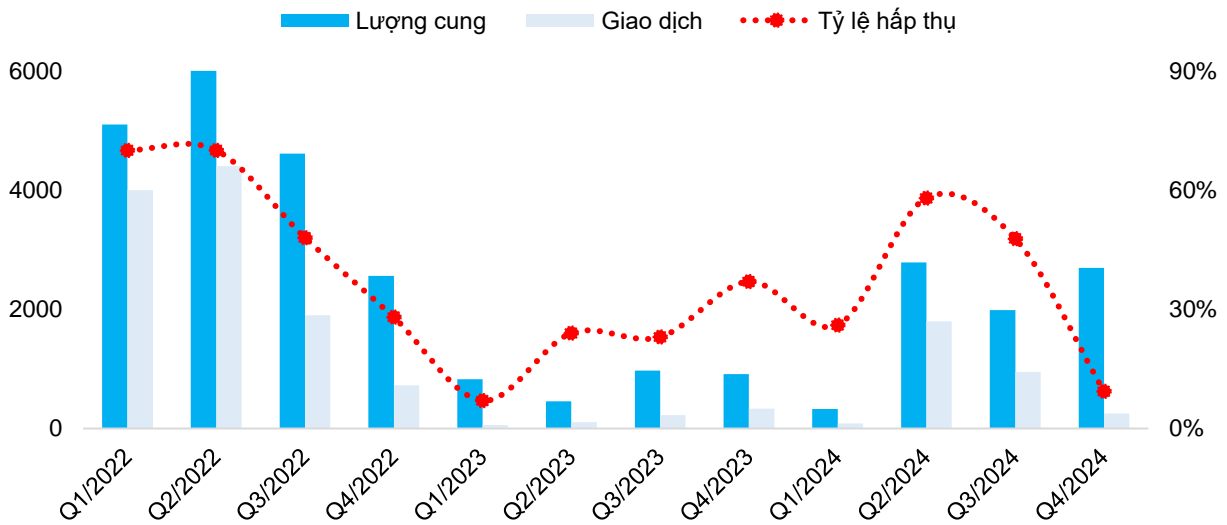
(**) $Áp lực nợ ngắn hạn ước tính = Nợ vay ngắn hạn / Tiền, tương đương tiền và Đầu tư ngắn hạn.$

Ở khía cạnh tích cực, các bộ luật quan trọng như Luật Đất đai 2024, Luật Kinh doanh Bất động sản 2023 và Luật Nhà ở 2023 được Quốc hội thông qua vào cuối năm 2023 - đầu năm 2024 và được thực thi sẽ giúp tạo tiền đề cho sự hồi phục của thị trường bất động. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá các chính sách mới sẽ có độ trễ nhất định để phát huy hiệu quả lên việc giải phóng nguồn cung cho thị trường.

Nhìn chung, với áp lực từ khối lượng lớn trái phiếu bất động sản đáo hạn trong năm 2025, FiinRatings đánh giá rủi ro tái cấp vốn vẫn ở mức cao đối với các nhà phát triển bất động sản. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy sẽ có sự phân hóa rõ rệt về khả năng duy trì hoạt động kinh doanh giữa các doanh nghiệp trong ngành, khi đối mặt với những khó khăn kéo dài từ năm 2022. Các doanh nghiệp có thương hiệu vững chắc, dự án chất lượng, danh mục sản phẩm đa dạng và quỹ đất sạch tích lũy qua thời gian lâu dài cùng với năng lực triển khai và thực thi tốt, được kỳ vọng sẽ tiếp cận được nhiều kênh huy động vốn và có khả năng chống chịu tốt hơn trước những biến động tiêu cực của thị trường.

Bất động sản Du lịch, nghỉ dưỡng

Tính đến hết năm 2024, phân khúc bất động sản du lịch nghỉ dưỡng có tốc độ phục hồi chậm hơn so với những phân khúc còn lại. Dưới những tác động nhất định do khó khăn chung của ngành Bất động sản, sức cầu phân khúc du lịch, nghỉ dưỡng vẫn còn khiêm tốn thể hiện qua tỷ lệ hấp thụ dự án thấp. Dù đến cuối năm 2024 đã có những tín hiệu tích cực rất nhiều hơn so với quý 1, nhưng sang đến quý 4 sự tăng trưởng của thị trường lại có dấu hiệu hạ nhiệt. Nguồn cung và lượng giao dịch tuy tăng mạnh so với cùng kỳ năm trước, nhưng thị trường vẫn còn khá trầm lắng. Cụ thể hơn, các dự án cũ phần lớn có tình hình bán hàng chậm hoặc đã đóng giở hàng mà không ghi nhận giao dịch mới. Giao dịch chủ yếu tập trung ở những dự án quy mô lớn với giá bán dưới 3 tỷ VNĐ/căn.

Bảng biểu 07: Tình hình lượng cung, lượng giao dịch và tỷ lệ hấp thụ thị trường BĐS Du lịch, nghỉ dưỡng qua các quý


Nguồn: VARS

FiinRatings đánh giá thị trường BĐS du lịch, nghỉ dưỡng sẽ tiếp tục phục hồi chậm và trầm lắng với mức thanh khoản trung bình do các vấn đề pháp lý, thanh khoản ở mức thấp và đặc biệt còn phụ thuộc vào sự tăng trưởng của ngành du lịch. Thêm vào đó, sự phục hồi của thị trường còn phụ thuộc lớn vào sự phát triển của ngành du lịch. Mặc dù ngành du lịch đã mở cửa trở lại, tốc độ tăng trưởng vẫn chưa đạt kỳ vọng và còn có khoảng cách đáng kể so với mức trước khi xảy ra đại dịch Covid-19.

Ngoài ra, nguồn cung trên thị trường chủ yếu là hàng tồn kho từ các giai đoạn trước đây, trong khi thị trường hiện tại đang đối mặt với nhiều thách thức. Do đó, hoạt động mở bán và khai thác một số dự án có thể sẽ bị chậm tiến độ so với kế hoạch. Đối với những dự án đã mở bán, giá bán sơ cấp không có nhiều biến động so với tháng trước. Một số chủ đầu tư đã áp dụng chính sách chiết khấu lên đến 30-40%, kèm theo hỗ trợ lãi suất và ân hạn nợ gốc để thu hút khách hàng. Tuy nhiên, những biện pháp này vẫn chưa đủ để đưa mức giao dịch thị trường tăng trưởng vượt trội, do giá vốn vẫn cao và tâm lý lo ngại về suy thoái kinh tế vẫn chi phối hành vi của nhà đầu tư.

Về dài hạn, FiinRatings nhận định rằng phân khúc này sẽ dần khởi sắc nhờ hiệu ứng tích cực từ chính sách nới lỏng visa, kết hợp với việc giảm 2% thuế VAT cho nhóm hàng hóa và dịch vụ, cùng hàng loạt chương trình xúc tiến hỗ trợ và triển lãm du lịch được tổ chức. Đặc biệt, loại hình biệt thự nghỉ dưỡng và villa sẽ trở thành điểm nhấn của phân khúc này, bởi không chỉ đáp ứng nhu cầu sở hữu mà còn có tiềm năng khai thác cho thuê, mang lại dòng tiền cho người mua nhà. Bên cạnh đó, dựa trên việc tiếp tục phát triển du lịch thành ngành kinh tế mũi nhọn theo Quyết định 147/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ về “Chiến lược phát triển du lịch Việt Nam đến năm 2030”, sẽ là động lực thúc đẩy thị trường bất động sản du lịch nghỉ dưỡng nhanh chóng bắt kịp đà phục hồi chung của toàn bộ thị trường bất động sản trong dài hạn.

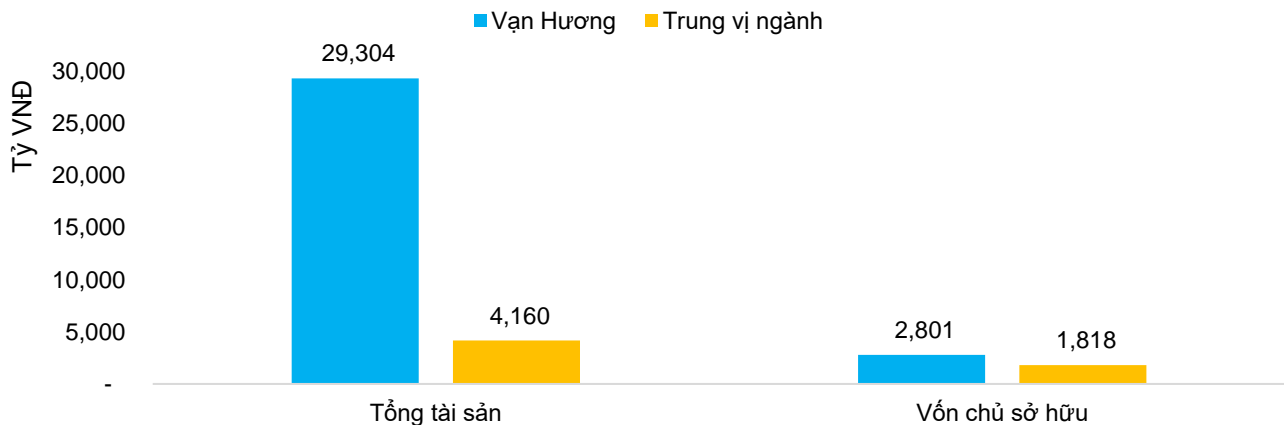
Vị thế cạnh tranh

Chúng tôi đánh giá vị thế cạnh tranh của Vạn Hương ở mức **Trung bình**, dựa trên các yếu tố: (i) rủi ro tập trung đáng kể vì phụ thuộc vào 1 dự án; (ii) hiệu quả hoạt động và lợi nhuận của Công ty chưa được kiểm chứng; (iii) khả năng tái đầu tư và mở rộng quy mô quỹ đất tiếp nối chưa rõ ràng, hạn chế khả năng cạnh tranh của Công ty với các doanh nghiệp cùng ngành.

Quy mô, Phạm vi, Mức độ đa dạng hóa

Vạn Hương là nhà phát triển bất động sản du lịch nghỉ dưỡng với thị trường trọng tâm là thành phố Hải Phòng. Được thành lập từ năm 2010, Công ty chỉ tập trung vào 1 dự án lớn duy nhất với diện tích xây dựng 261,08 ha bao gồm các khu đất ở thương mại, cung cấp sản phẩm biệt thự, shophouse, villa, nghỉ dưỡng; và khu đất dịch vụ công cộng, cung cấp các dịch vụ tiện ích như nhà hàng, khách sạn, thể thao, vui chơi giải trí. Vạn Hương có kế hoạch triển khai dự án bao gồm 10 phân khu cung cấp 3.398 căn hộ biệt thự nghỉ dưỡng, villa, shophouse, và khách sạn cùng với khu vui chơi giải trí bao gồm công viên nước, sân golf và bãi tắm rộng với tổng mức đầu tư ước tính lên tới 31.197 tỷ đồng và tổng doanh thu dự kiến đạt hơn 52.987 tỷ đồng. Thời gian thực hiện dự án kéo dài từ Q2/2015 theo từng phân khu và dự kiến hoàn thành toàn bộ dự án vào Q4/2033. Tính đến hết năm 2024, dự án đã hoàn thiện xây dựng và đang trong quá trình bàn giao phân khu I, II. Riêng hạng mục sân golf 18 hố, công viên nước và phân khu IV bao gồm khách sạn, villa và bãi tắm rộng đã hoàn thiện, đưa vào vận hành và ghi nhận doanh thu từ cuối Q1/2023. Dự kiến trong năm 2025, Công ty sẽ hoàn thiện và đưa vào hoạt động toàn bộ sân golf cùng với phân khu VI và VII. Với việc mới chỉ bắt đầu ghi nhận doanh thu từ khoảng giữa năm 2023 và thị trường bất động sản du lịch nghỉ dưỡng chưa thực sự khởi sắc như hiện nay, chúng tôi đánh giá quy mô hoạt động của Vạn Hương ở mức trung bình so với các doanh nghiệp cùng ngành. Mặc dù tổng tài sản của Công ty tại thời điểm 31/12/2024 ở mức 29.304 tỷ đồng, tương đối lớn so với trung vị ngành. Tuy nhiên, vốn chủ sở hữu của Vạn Hương chỉ ở mức 2.801 tỷ đồng, khá khiêm tốn so với tổng tài sản và tổng mức đầu tư của dự án.

Bảng biểu 08: Quy mô Tổng tài sản và Vốn chủ sở hữu của Vạn Hương và trung vị ngành BĐS du lịch, nghỉ dưỡng (31/12/2024)



Nguồn: FiinRatings, Vạn Hương

Vạn Hương chưa có kế hoạch triển khai dự án nào khác ngoài dự án Khu Du lịch Quốc tế Đồi Rồng, bao gồm kinh doanh các sản phẩm biệt thự nghỉ dưỡng và khai thác mảng dịch vụ khách sạn, khu vui chơi giải trí và sân golf.

Bảng biểu 09: Tiến độ dự kiến các phân khu trong giai đoạn tới của Vạn Hương

Phân khu	Sản phẩm	Tiến độ thực hiện
Khu I	Công trình lưu trú, nghỉ dưỡng, tầng cao xây dựng 3 – 5 tầng	Từ Q3/2019 – Q2/2022
Khu II	Công trình lưu trú, nghỉ dưỡng, phố văn hóa, tầng cao xây dựng 5 tầng	Từ Q1/2021 – Q3/2023
Khu III	Công trình lưu trú, nghỉ dưỡng, tầng cao xây dựng 5 tầng	Từ Q3/2021 – Q2/2024
Khu IV	Công trình khách sạn, thương mại dịch vụ, bãi tắm, vui chơi giải trí, tầng cao xây dựng 2 – 15 tầng	Từ Q3/2019 – Q1/2023

Khu V	Công trình lưu trú, nghỉ dưỡng có tầng cao xây dựng 3 – 5 tầng	Từ Q2/2024 – Q4/2024
Khu VI	Công trình lưu trú, nghỉ dưỡng có tầng cao xây dựng 3 – 5 tầng	Từ Q4/2021 – Q4/2026
Khu VII	Công trình lưu trú, nghỉ dưỡng, tầng cao xây dựng 3 – 5 tầng	Từ Q2/2022 – Q4/2028
Khu VIII	Công trình lưu trú, nghỉ dưỡng, tầng cao xây dựng 3 – 5 tầng	Từ Q4/2024 – Q4/2030
Khu IX	Công trình lưu trú, nghỉ dưỡng, tầng cao xây dựng 3 – 5 tầng	Từ Q4/2023 – Q4/2031
Khu X	Công trình lưu trú, nghỉ dưỡng, tầng cao xây dựng 3 tầng, công trình công cộng, công trình thương mại dịch vụ phục vụ du lịch, khu vui chơi giải trí	Từ Q2/2021 – Q4/2033

Nguồn: FiinRatings, Vạn Hương

Lợi thế cạnh tranh

FiinRatings đánh giá lợi thế cạnh tranh của Vạn Hương chủ yếu tới từ tình trạng pháp lý khá đầy đủ của dự án Khu du lịch quốc tế Đồi Rồng, cũng như tính chất độc đáo của dự án đô thị lấn biển này. Cụ thể, dự án đã hoàn tất các thủ tục pháp lý quan trọng, bao gồm chấp thuận chủ trương đầu tư, phê duyệt quy hoạch 1/500, và đã thanh toán tiền thuê đất một lần cho 70 năm đối với phần đất dịch vụ nghỉ dưỡng. Riêng phân khu III bao gồm công trình lưu trú, nghỉ dưỡng vẫn đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục xin giấy phép xây dựng hạ tầng kỹ thuật và là phân khu duy nhất bị chậm tiến độ theo chủ trương đầu tư của khu du lịch quốc tế Đồi rồng.

Khu du lịch quốc tế Đồi Rồng là dự án bất động sản nghỉ dưỡng lấn biển đầu tiên tại miền Bắc Việt Nam, có vị trí tại bãi biển Đồ Sơn, một điểm du lịch nổi tiếng và đặc trưng của khu vực. Dự án này không chỉ đáp ứng nhu cầu lưu trú và du lịch của cư dân miền Bắc mà còn thu hút đông đảo khách du lịch từ khi mở cửa đón khách vào năm 2023. Sự kết hợp giữa vị trí địa lý ưu việt, thiết kế độc đáo và cơ sở hạ tầng tiên tiến đã giúp Khu du lịch quốc tế Đồi Rồng nhanh chóng trở thành điểm đến hấp dẫn cho người dân Hải Phòng.

Bảng biểu 10: Tổng hợp giấy tờ pháp lý liên quan tới dự án Khu du lịch quốc tế Đồi rồng

Ban hành bởi	Giấy tờ pháp lý	Thời điểm	Nội dung chính
UBND Thành phố Hải Phòng	Phê duyệt nhiệm vụ quy hoạch phân khu Khu du lịch quốc tế Đồi Rồng	30-08-2011	Chấp thuận khu vực lập quy hoạch tại vị trí Vụng Bùn, thuộc phường Vạn Hương, quận Đồ Sơn, thành phố Hải Phòng. Quy mô diện tích dự án khoảng 350 ha, gồm khu du lịch du lịch cao cấp; khu du lịch hội nghị, hội thảo tiêu chuẩn quốc tế; khu vui chơi giải trí
Sở xây dựng Thành phố Hải Phòng	Phê duyệt quy hoạch phân khu Khu du lịch quốc tế Đồi Rồng	26-10-2011	Chấp thuận kế hoạch quy hoạch sử dụng đất và tổ chức không gian, kiến trúc, cảnh quan, hệ thống hạ tầng kỹ thuật của dự án.
Sở Cảnh sát PCCC thành phố Hải Phòng	Phê duyệt thẩm duyệt thiết kế về PCCC cho dự án	02-12-2011	Chấp thuận về PCCC với Dự án và đề nghị CĐT gửi hồ sơ thiết kế kỹ thuật công trình để thẩm duyệt trước khi xây dựng công trình
UBND Thành phố Hải Phòng	Giấy chứng nhận đầu tư thực hiện dự án đầu tư Khu du lịch quốc tế Đồi Rồng	28-03-2012	Chấp thuận về yếu tố môi trường và nguồn gốc đất đai cho dự án Khu du lịch quốc tế Đồi Rồng
UBND quận Đồ Sơn	Bồi thường, hỗ trợ và tái định cư	18-09-2012	Nhất trí với Hội đồng bồi thường về đơn giá và các mức hỗ trợ tái sản, vật nuôi, công cụ sản xuất cho 8 hộ dân trong khu vực phát triển Khu du lịch quốc tế Đồi Rồng
Sở Tài nguyên môi trường Thành phố Hải Phòng	Giao đất cho Công ty Vạn Hương để thực hiện dự án đầu tư xây dựng Khu du lịch quốc tế Đồi Rồng	05-11-2012	Chấp thuận về kế hoạch đầu tư, quy hoạch; các tác động về môi trường công ty Vạn Hương để thực hiện xây dựng dự án khu du lịch quốc tế Đồi rồng.
UBND Thành phố Hải Phòng	Thu hồi đất để giao cho Công ty Vạn Hương thực hiện Khu du lịch quốc tế Đồi Rồng	09-11-2012	Chấp thuận giao 3545 m ² đất ven biển tại quận Đồ Sơn cho Công ty Vạn Hương thực hiện Dự án.
UBND Thành phố Hải Phòng	Phê duyệt đồ án điều chỉnh quy hoạch chi tiết tỷ lệ 1/500	12-06-2014	Phê duyệt quy hoạch 1/500 với dự án quy diện tích đất quy hoạch gồm khoảng 480 ha gồm 7 khu phục vụ dịch vụ riêng biệt.

Bộ Tài Nguyên và Môi trường	Phê duyệt báo cáo ĐTM	27-01-2015	Phê duyệt báo cáo đánh giá tác động môi trường của dự án Khu du lịch quốc tế Đồi Rồng.
Sở Tài Nguyên và Môi trường – Chi cục quản lý đất đai	Cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất đai cho Vạn Hương	23-07-2015	Phê duyệt quyền sử dụng đất cho Công ty cổ phần Đầu tư và Du lịch Vạn Hương tại quần Đồi Sơn
Kiểm toán Nhà nước khu vực VI	Thông báo kết quả kiểm toán Khu du lịch quốc tế Đồi Rồng	01-03-2018	Phê duyệt về tiến độ và hồ sơ pháp lý của dự án cũng như nêu lên các kiến nghị đánh giá, phòng ngừa cho công ty Vạn Hương và UBND Thành phố Hải Phòng
Công ty Điện lực Đồ Sơn	Nộp tiền điện cho công trình	05-03-2018	Công ty Điện lực Đồ Sơn đề nghị Công ty Vạn Hương thanh toán tiền điện kể từ tháng 3/2018.
Sở Giao thông Vận tải	Công văn đấu nối giao thông	26-03-2020	Thực hiện Dự án xây dựng đấu nối giao thông từ Dự án Khu du lịch quốc tế Đồi Rồng với đường tỉnh 353 và đường Vạn Lê

Nguồn: FiinRatings, Vạn Hương

Bên cạnh đó, Vạn Hương được một số đơn vị/ đối tác hợp tác đầu tư và triển khai cho vay vốn để phục vụ hoạt động phục vụ hoạt động xây dựng và phát triển dự án mà không cần tài sản cầm cố và thế chấp. Đây sẽ là yếu tố tích cực hỗ trợ nguồn vốn để Vạn Hương duy trì khả năng hoạt động liên tục của dự án.

Hiệu quả hoạt động và Khả năng sinh lời

Hiệu quả hoạt động và Khả năng sinh lời của Vạn Hương chưa được kiểm chứng do lịch sử hoạt động còn hạn chế và chưa có kinh nghiệm triển khai dự án BĐS du lịch nghỉ dưỡng ngoài dự án Khu Du lịch Quốc tế Đồi Rồng đang trong giai đoạn triển khai và mới đưa vào vận hành một phần từ giữa năm 2023. Mặc dù kết quả kinh doanh năm 2024 chưa khả quan với khoản lỗ sau thuế gần 150 tỷ đồng, nguyên nhân chủ yếu là do dự án mới đang trong giai đoạn đầu triển khai, đòi hỏi đầu tư lớn nhưng lại chưa tạo ra dòng tiền đáng kể. Tuy nhiên, đây là giai đoạn cần thiết để xây dựng nền tảng cho sự phát triển của Công ty trong dài hạn. Bên cạnh đó, FiinRatings đánh giá khu vui chơi giải trí và sân golf sẽ đem lại dòng tiền ổn định cho Vạn Hương từ năm 2025 và giúp Công ty giảm bớt áp lực tài chính trong quá trình thực hiện dự án.

Theo phương án kinh doanh, Vạn Hương sẽ thực hiện đầu tư xây dựng mới đồng bộ hoàn chỉnh từ hạ tầng kỹ thuật cho đến các công trình kiến trúc của khu đất có diện tích khoảng 261,08 ha của dự án Khu Du lịch Quốc tế Đồi Rồng. Công ty thực hiện công tác xây dựng hệ thống hạ tầng (hệ thống điện chiếu sáng, sân nền, đường dạo, cảnh quan), xây dựng biệt thự, shophouse, villa và công trình thương mại dịch vụ (gồm khách sạn, công viên nước, bãi tắm rồng, sân golf). Dự án đã đưa vào vận hành khu dịch vụ giải trí và bắt đầu mở bán sản phẩm shophouse, mini hotel, biệt thự tại 4 phân khu: I, II, VI và VII từ cuối Q1/2023. Dự kiến toàn bộ dự án sẽ hoàn thành vào cuối năm 2033. Tổng mức đầu tư cho hạng mục sân golf là 3.319 tỷ đồng và cho hạng mục biệt thự nghỉ dưỡng và khách sạn là hơn 27.878 tỷ đồng.

Bảng biểu 11: Thông tin chi tiết từng phân khu của dự án Khu Du lịch Quốc tế Đồi Rồng

Phân khu	Sản phẩm	Diện tích (m ²)	Tổng mức đầu tư dự kiến (tỷ VNĐ)	Số lượng sản phẩm (căn)	Số lượng sản phẩm đã bán (căn)	Tiến độ thực hiện	Giá bán (triệu VNĐ/m ²)	Thành tiền (tỷ VNĐ)
Đã hoàn thành								
Khu I	Shophouse, Mini Hotel	55.481	2.202,72	396	144	Đã hoàn thành, đang trong quá trình bàn giao	67,5	3.744,97
Khu II	Shophouse	50.247	1.994,89	398	80	Đã hoàn thành, đang trong quá trình bàn giao	67,5	3.391,67
Đang thực hiện								
Khu III + XIII	Shophouse	22.940	409,86	180	-	Chưa xây dựng, đang hoàn thiện thủ tục xây dựng	57,5	1.319,05

Khu IV	Khách sạn, Villa	36.344	4.441,03		-	Đã đưa vào vận hành từ T3.23		
Khu V	Biệt thự, Shophouse	123.320	3.918,17	380	-	Chưa xây dựng, đang hoàn thiện thủ tục xây dựng	57,5	7.090,90
Khu VI	Biệt thự, Shophouse	56.941	2.097,05	300	40	Đã có GPXD đang thi công	57,5	3.274,11
Khu VII	Biệt thự, Shophouse	108.786	3.336,51	474	29	Đã có GPXD đang thi công	57,5	6.255,19
Khu VIII	Biệt thự, Shophouse	72.986	2.406,05	318	-	Chưa xây dựng, đang hoàn thiện thủ tục xây dựng	67,5	4.926,55
Khu IX	Biệt thự, Shophouse	61.51	1.818,17	287	-	Chưa xây dựng, đang hoàn thiện thủ tục xây dựng	67,5	4.151,99
Khu X	Biệt thự, Shophouse	197.219	5.253,81	665	-	Chưa xây dựng, đang hoàn thiện thủ tục xây dựng	82,5	16.270,57
Tổng		785.775	27.878,25	3.398	293			50.425,01

Nguồn: FiinRatings, Vạn Hương

FiinRatings đưa ra kịch bản cơ sở dựa trên kế hoạch của Vạn Hương, dự kiến dự án có tổng doanh thu thuần đến từ hoạt động bán biệt thự, villa và shophouse là 50.425 tỷ đồng với mức giá bán các dòng sản phẩm dao động trong khoảng 57,5 – 82,5 triệu đồng/m². Trong tổng mức đầu tư hạng mục biệt thự nghỉ dưỡng lên tới 27.878 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng lớn nhất là các chi phí bao gồm: chi phí xây dựng 17.432 tỷ đồng và chi phí tiền sử dụng đất 4.603 tỷ đồng. Bên cạnh đó, chi phí lãi vay dự kiến Vạn Hương phải chi trả cho toàn bộ dự án lên tới 2.808 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế của hạng mục biệt thự nghỉ dưỡng dự kiến đạt 6.488 tỷ đồng, tương ứng với mức tỷ suất lợi nhuận trên tổng mức đầu tư khoảng 16%.

Trong kịch bản không thuận lợi, FiinRatings điều chỉnh tổng doanh thu hạng mục biệt thự nghỉ dưỡng trước thuế về mức 45.382 tỷ đồng, tương đương mức giá bán dao động trong khoảng 52 - 74 triệu đồng/m² (điều chỉnh giảm 10% so với kịch bản cơ sở), giảm chi phí bán hàng và chi phí quản lý dự án, đồng thời giữ nguyên các chi phí khác. Theo kịch bản kiểm thử này, hiệu quả của phương án đầu tư và bộ đệm dự phòng rủi ro kinh doanh của dự án ở mức trung bình do hiện nay chi phí tài chính và chi phí xây dựng liên quan đến phát triển dự án chiếm tỷ trọng tương đối lớn trong tổng mức đầu tư hiện nay, do đó trường hợp dự án kéo dài tiến độ thi công hoặc giá bán sản phẩm giảm nhiều hơn so với kịch bản không thuận lợi của FiinRatings có thể sẽ gây khó khăn cho Công ty trong việc đáp ứng các nghĩa vụ tài chính trong thời gian tới.

Bảng biểu 12: Bảng tóm tắt hiệu quả dự án Khu Du lịch Quốc tế Đồi Rồng theo ước tính của FiinRatings (tỷ VNĐ)

Chỉ tiêu	Kịch bản cơ sở	Kịch bản không thuận lợi	Chênh lệch (%)
Doanh thu trước thuế	50.425	45.382	11,1%
Chi phí	40.019	38.855	3,0%
Chi phí đất	4.603	4.603	0,0%
Phát triển dự án	17.432	17.432	0,0%
Chi phí hạ tầng giao thông	5.842	5.842	0,0%
Chi phí quản lý dự án	4.034	3.631	11,1%
Chi phí bán hàng	5.299	4.538	16,8%

<i>Trả lãi vay ngân hàng</i>	2.808	2.808	0,0%
Thuế VAT phải nộp	2.296	1.853	23,9%
<i>Thuế VAT đầu ra (thu từ khách hàng)</i>	4.582	4.078	12,4%
<i>Thuế VAT đầu vào (được khấu trừ)</i>	2.285	2.225	2,7%
Lợi nhuận trước thuế	8.109	4.674	73,5%
Thuế TNDN	1.621	935	73,5%
Lợi nhuận sau thuế	6.488	3.740	73,5%

Nguồn: FiinRatings, Vạn Hương

Ngoài nguồn thu đến từ hạng mục bất động sản du lịch nghỉ dưỡng, Vạn Hương còn ghi nhận doanh thu đến từ khách sạn, dịch vụ giải trí bao gồm công viên nước, bãi tắm rỗng và sân golf với tổng mức đầu tư hạng mục sân golf lên tới 3.319 tỷ đồng. Công ty đã đưa vào vận hành khu dịch vụ vui chơi giải trí và ghi nhận doanh thu từ cuối Q1/2023.

Rủi ro tài chính: Mức Rất cao

Chúng tôi đánh giá mức độ rủi ro tài chính của Công ty ở mức **Rất cao** do tỷ lệ đòn bẩy tài chính và áp lực trả nợ trong giai đoạn tới của Vạn Hương cao hơn nhiều so với mức trung bình ngành, thể hiện qua tỷ lệ Nợ vay / Vốn chủ sở hữu của Công ty tính đến hết năm 2024 ở mức 6,81 lần, cao hơn đáng kể so với trung bình của các doanh nghiệp tương đồng năm 2024 ở mức 0,4 lần.

Tại thời điểm 31/12/2024, Vạn Hương có số dư nợ vay tương đối cao ở mức 19.426 tỷ đồng, tương ứng với tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản là 66,3%. Trong thời gian tới, Vạn Hương có kế hoạch phát hành 2.000 tỷ trái phiếu riêng lẻ đồng thời duy trì nợ vay ngân hàng và các khoản vay liên quan đến Glexhomes để thực hiện các phân khu còn lại của dự án Khu Du lịch Quốc tế Đồi Rồng. Trong trường hợp Công ty phát hành thành công, tổng nợ vay của công ty ước tính sẽ ở mức 18.696 tỷ đồng, trong khi Công ty chưa có kế hoạch cụ thể để tăng vốn chủ sở hữu trong năm 2025, dẫn đến tỷ lệ đòn bẩy Nợ vay / Vốn chủ sở hữu ước tính sẽ duy trì ở mức 6,23 lần. Tỷ lệ đòn bẩy tài chính này cao hơn nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành, việc sử dụng đòn bẩy cao và hiệu quả kinh tế của dự án chưa được kiểm chứng có thể sẽ tạo áp lực lớn về trả lãi vay và nợ vay trong thời gian tới.

Bảng biểu 13: Các chỉ số đòn bẩy tài chính và khả năng trả nợ của Vạn Hương

Chỉ số chính	2022A	2023A	2024A	2025F	Trung bình các doanh nghiệp tương đồng 2024
Nợ vay / Tổng tài sản (x)	0,65	0,73	0,66	0,61	0,19
Nợ vay / VCSH (x)	4,44	6,23	6,94	6,23	0,40
Nợ vay / EBITDA (x)	4.465	1.228	704	27,35	3,42

Nguồn: FiinRatings, Vạn Hương

Ghi chú: A-Thực tế, F-Dự phóng

Nợ vay / EBITDA các là N/A do EBITDA nhỏ hơn hoặc bằng 0

Số liệu trung bình của các công ty tương đồng được ước tính từ Báo cáo tài chính của 16 công ty hoạt động trong phân khúc bất động sản du lịch, nghỉ dưỡng và có quy mô tổng tài sản trên 10.000 tỷ đồng

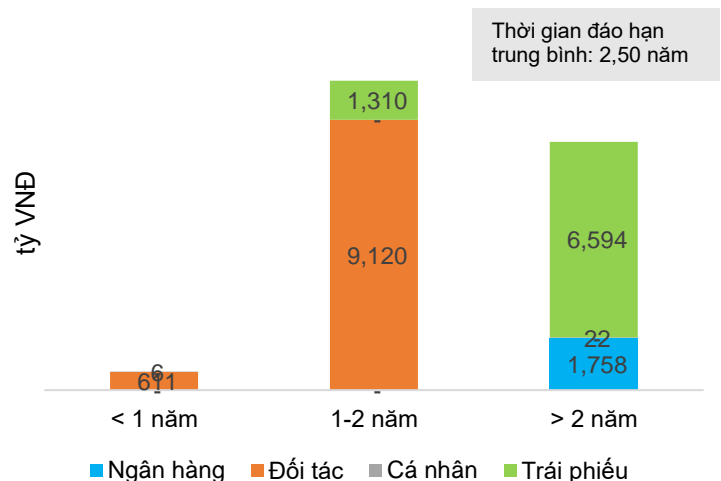
Yếu tố điều chỉnh

Cấu trúc nguồn vốn

FiinRatings đánh giá cấu trúc nguồn vốn của Vạn Hương ở mức **Phù hợp** và không thực hiện điều chỉnh so với mốc xếp hạng tín nhiệm cơ bản, do áp lực trả nợ vay trong năm 2025 chưa lớn khi các khoản nợ ngắn hạn với Glexhomes với lãi suất 7,42% được duy trì đến năm 2026 và các khoản nợ vay trái phiếu sẽ đến hạn trong năm 2027.

Tuy áp lực trả nợ chưa lớn trong 2025, chúng tôi đánh giá Vạn Hương vẫn sẽ phải tiếp tục huy động nguồn vốn mới để trả dự nợ hiện tại và phát triển các giai đoạn tiếp theo của dự án. Theo đó, Công ty sẽ phụ thuộc rất lớn vào khả năng bán hàng và kinh doanh biệt thự nghỉ dưỡng. Trong trường hợp tiến độ hoặc khả năng bán hàng của dự án không đạt mức kỳ vọng, Vạn Hương có thể sẽ gặp khó khăn trong việc đáp ứng các nghĩa vụ tài chính.

Bảng biểu 14: Hồ sơ đảo hạn nợ vay của Vạn Hương tại 31/12/2024



Nguồn: FiinRatings, Vạn Hương

Tình trạng thanh khoản

Chúng tôi đánh giá khả năng cân đối thanh khoản của Vạn Hương ở mức **Phù hợp** trong 12 tháng tới, và không thực hiện điều chỉnh mức xếp hạng tín nhiệm cơ bản của Vạn Hương. Khả năng thanh khoản của Công ty sẽ phụ thuộc hoàn toàn vào việc phát hành thành công trái phiếu, vay vốn tại ngân hàng cũng như gia hạn các khoản vay với Glaxhomes với mức đệm dự phòng tương đối mỏng. Từ năm 2024, Vạn Hương bắt đầu mở bán và ghi nhận dòng tiền từ hoạt động kinh doanh bất động sản nghỉ dưỡng cùng với doanh thu đến từ dịch vụ du lịch giải trí nhưng chưa đáng kể. Trong khi đó, áp lực thực hiện nghĩa vụ nợ vay và triển khai đầu tư là khá lớn, ước tính khoảng 5.798 tỷ đồng. Trường hợp trong năm 2025, Công ty phát hành các lô trái phiếu với tổng trị giá 2.000 tỷ đồng, đồng thời tiếp tục triển khai bán hàng theo đúng tiến độ sẽ giúp cải thiện đáng kể quy mô vốn hoạt động và tỷ lệ nguồn thanh khoản so với nguồn sử dụng thanh khoản lên trên mức 1,2 lần.

Tuy nhiên, FiinRatings ước tính với tình hình thị trường bất động sản nghỉ dưỡng chưa thực sự hồi phục như hiện nay, doanh thu từ việc bán biệt thự nghỉ dưỡng dự kiến chỉ thu về 3.398 tỷ đồng theo đúng tiến độ triển khai của dự án. Vì vậy theo kịch bản cơ sở của FiinRatings, tỷ lệ nguồn cung thanh khoản/ sử dụng thanh khoản của Công ty sẽ rơi vào khoảng 1,19 lần, vừa đủ để đáp ứng kế hoạch chi đầu tư hiện nay của Công ty. Bên cạnh đó, Công ty còn đang đàm phán nhằm chuyển nhượng sân golf và một phần villa nghỉ dưỡng cho các đối tác nước ngoài. Nếu chuyển nhượng thành công, dự kiến Vạn Hương sẽ thu về nguồn thu đáng kể từ khoản hợp tác này. Đây được coi là tín hiệu tích cực cho hoạt động kinh doanh của Công ty và mang lại dòng tiền tương đối lớn, giúp Công ty giảm áp lực về thanh khoản và nợ vay. Hiện tại, Vạn Hương vẫn đang trong quá trình đàm phán và chưa kí kết chính thức. Do đó, trên quan điểm thận trọng, FiinRatings chưa tiến hành ghi nhận khoản chuyển nhượng này mà sẽ thêm yếu tố này vào danh sách những sự kiện cần theo dõi để xem xét nâng hoặc hạ điểm XHTN của doanh nghiệp trong lần cập nhật sau.

Trong kịch bản không thuận lợi, FiinRatings đánh giá việc Vạn Hương mở bán thành công khu biệt thự nghỉ dưỡng và ghi nhận 5.207 tỷ đồng khoản người mua trả tiền trước trong năm 2024 là tín hiệu tích cực cho hoạt động kinh doanh của Công ty và mang lại dòng tiền tương đối lớn, giúp Công ty giảm áp lực về thanh khoản trong ngắn hạn. Tuy nhiên, FiinRatings nhận định rằng, do thị trường bất động sản nghỉ dưỡng chưa thực sự phục hồi, doanh thu từ việc bán biệt thự nghỉ dưỡng có khả năng sẽ chững lại trong năm 2025. Bên cạnh đó, FiinRatings cũng đặt giả định Công ty phát hành không thành công lô trái phiếu trị giá 2.000 tỷ đồng trong năm 2025 cho kịch bản không thuận lợi. Với các điều kiện thị trường không thuận lợi kể trên, Công ty có thể sẽ gặp phải những áp lực nhất định về thanh khoản trong 12 tháng tới.

Bảng biểu 15: Ước tính nguồn cung cấp và sử dụng thanh khoản của Vạn Hương trong 12 tháng tới kể từ ngày 31/12/2024

Đơn vị: tỷ VNĐ

Nguồn cung cấp thanh khoản			Sử dụng thanh khoản		
	Kịch bản cơ sở	Kịch bản không thuận lợi		Kịch bản cơ sở	Kịch bản không thuận lợi
Tiền và các khoản tương đương tiền	383	383	Chi phí tài chính	263	263
Nguồn thu từ hoạt động kinh doanh	3.398	3.058	Chi phí hoạt động	447	268
Nợ vay mới	2.000	-	Chi phí đầu tư	1.415	142
			Trả nợ gốc	2.730	2.730
Tổng nguồn cung cấp thanh khoản	5.781	3.441	Tổng sử dụng thanh khoản	4.855	3.403
Nguồn cung thanh khoản/ Sử dụng thanh khoản	1,19x	1,01x	Bộ đệm thanh khoản	926	38

Nguồn: FiinRatings

Phương pháp luận xếp hạng tín nhiệm

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

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

- [Phương pháp luận Xếp hạng Tín nhiệm Doanh nghiệp Phi Tài Chính](#)

Hoặc sử dụng đường dẫn sau để xem thêm về phương pháp luận xếp hạng tín nhiệm chung:

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

Lịch sử đánh giá tín nhiệm

Lịch sử đánh giá tín nhiệm

Công ty Cổ phần Đầu tư Và Du lịch Vạn Hương

Lịch sử Đánh giá Tín nhiệm Tổ chức phát hành

Ngày 10 tháng 04 năm 2025

Đánh giá Tín nhiệm lần đầu

Điểm đánh giá: **B**

Triển vọng xếp hạng: **Ổn định**

Kê khai thông tin về sở hữu liên quan

Tại ngày phát hành, thông tin kê khai sau đây được thực hiện theo quy định hiện hành và nhằm thể hiện sự tuân thủ trong việc thực hiện và phát hành Dự thảo đánh giá tín nhiệm:

- Tỷ lệ sở hữu cổ phần tại FiinRatings của Vạn Hương: *không có*
- Tỷ lệ sở hữu cổ phần tại Vạn Hương của FiinRatings: *không có*
- Tỷ lệ sở hữu cổ phần tại Vạn Hương của các nhân viên khác của FiinRatings: *không có*
- Giá trị đầu tư trái phiếu của Vạn Hương sở hữu bởi FiinRatings: *không có*
- Giá trị đầu tư trái phiếu của FiinRatings sở hữu bởi Vạn Hương: *không có*
- Giá trị các công cụ nợ khác của Vạn Hương sở hữu bởi FiinRatings: *không có*
- Giá trị các công cụ nợ khác của FiinRatings sở hữu bởi Vạn Hương: *không có*

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

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

CÔNG TY CỔ PHẦN FIINRATINGS

Báo cáo Đánh giá Tín nhiệm số: 01-C45-2025



Nguyễn Quang Thuân, FCCA
Tổng Giám Đốc
Hà Nội, 10 tháng 4 năm 2025

Phụ lục

Phụ lục 1: Báo cáo tài chính Vạn Hương (2022-2024)

Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2022	2023	2024
TÀI SẢN NGẮN HẠN	2.250	3.291	12.735
Tiền và tương đương tiền	159	149	383
Đầu tư ngắn hạn	19	4	4
Khoản phải thu ngắn hạn	1.516	2.416	2.842
Hàng tồn kho	1	5	8.748
TSNH khác	556	716	758
TÀI SẢN DÀI HẠN	18.256	22.009	16.569
Khoản phải thu dài hạn	2.332	1.549	1.458
Tài sản cố định	47	4.176	4.051
BDS đầu tư	-	-	-
Tài sản dở dang dài hạn	10.864	1118	7.390
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-
TSDH khác	5.014	5.104	3.670
TỔNG TÀI SẢN	20.506	25.300	29.304

NỢ PHẢI TRẢ	17.488	22.343	26.503
Nợ ngắn hạn	11.639	13.376	7.694
Phải trả người bán ngắn hạn	2.334	2.199	1.663
Vay ngắn hạn	8.545	9.455	617
Người mua trả tiền trước ngắn hạn	-	1.046	5.044
Nợ ngắn hạn khác	760	676	370
Nợ dài hạn	5.849	8.966	18.809
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	-	-	-
Chi phí phải trả dài hạn	-	-	-
Vay dài hạn	4.850	8.966	18.809
Phải trả khác	999	-	0
VỐN CHỦ SỞ HỮU	3.018	2.956	2.801
Vốn góp của chủ sở hữu	3.000	3.000	3.000
Vốn khác của chủ sở hữu	50	50	50
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-
LNST chưa phân phối lũy kế	(32)	(93)	(249)
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-	-	-
TỔNG NGUỒN VỐN	20.506	25.300	29.304

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	2022	2023	2024
Doanh thu thuần	-	190	518
Giá vốn hàng bán	-	(202)	(490)
Lợi nhuận gộp	-	(12)	28
Doanh thu HĐ tài chính	1	1	0
Chi phí tài chính	-	-	(42)
Chi phí lãi vay	-	-	(42)
Lãi (lỗ) từ công ty LDLK	-	-	-
Chi phí bán hàng	-	(5)	(7)
Chi phí quản lý	(2)	(40)	(72)
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	(1)	(57)	(93)
Lợi nhuận/(lỗ) khác	(4)	(5)	(58)
Lợi nhuận/(lỗ) trước thuế	(6)	(62)	(151)
Lợi nhuận/(lỗ) sau thuế	(6)	(62)	(155)

BC lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2022	2023	2024
Tiền thu từ bán hàng, dịch vụ	-	1.332	3.392
Tiền chi cho nhà cung cấp	-	(52)	(81)
Tiền chi cho người lao động	-	(74)	(129)
Thuế TNDN đã nộp	-	(4)	(33)
Tiền thu khác	262	1.088	1.901
Tiền chi khác	(637)	1.175	(776)
Lưu chuyển tiền từ HĐKD	(375)	1.114	4.274
Tiền thu lãi cho vay, cổ tức và lợi nhuận được chia	1	9	-
Tiền chi cho vay, mua công cụ nợ của đơn vị khác	(4)	(37)	(654)
Tiền thu hồi cho vay, đầu tư góp vốn vào đơn vị khác	-	17	154
Tiền chi để mua sắm TSCĐ	(7.896)	(6.054)	(4.692)
Lưu chuyển tiền từ HĐĐT	(7.899)	(6.065)	(6.579)
Tiền thu từ phát hành CP	-	-	-
Tiền thu từ vay	11.458	13.162	16.781
Tiền chi trả nợ gốc vay	(3.028)	(8.222)	(14.242)
Cổ tức, LN trả cho chủ sở hữu	-	-	-
Lưu chuyển tiền từ HĐTC	843	4.941	2.539
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	155	(9)	234
Tiền đầu kỳ	3	158	149
Tiền cuối kỳ	158	149	383

Phụ lục 2: Các chỉ số chính của tổ chức phát hành

Tóm tắt tình hình tài chính	Đơn vị	2022	2023	2024
Yếu tố phân tích				
Doanh thu	tỷ VNĐ	-	189,7	518,2
EBIT	tỷ VNĐ	(6)	(62)	(109)
EBITDA	tỷ VNĐ	3	15	28
Lợi nhuận/(lỗ) sau thuế TNDN	tỷ VNĐ	(5,5)	(61,9)	(155,0)
Tổng tài sản	tỷ VNĐ	20.506	25.300	29.304
Tổng nợ vay	tỷ VNĐ	13.395	18.421	19.426
Tổng vốn chủ sở hữu	tỷ VNĐ	3.018	2.956	2.801
Chỉ số chính				
Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu	Lần	4,44	6,23	6,94
Nợ vay/EBITDA	Lần	4.465	1.228	704
Khả năng chi trả lãi vay từ EBITDA*	Lần	N/A	N/A	0,66
Chỉ số bổ sung				
ROE	Lần	-	-	-
ROA	Lần	-	-	-
Biên EBITDA*	%	N/A	7,96%	5,33%
Biên lợi nhuận gộp*	%	N/A	-6,36%	5,40%
Biên lợi nhuận ròng*	%	N/A	-32,64%	-29,91%

Nguồn: FiinRatings, Vạn Hương

(*) Kết quả N/A do mẫu số bằng hoặc nhỏ hơn 0.

Phụ lục 3: Thuật ngữ và Định nghĩa

Thuật ngữ và Định nghĩa

- Hàng tồn kho điều chỉnh = Hàng tồn kho + Xây dựng cơ bản dở dang + Bất động sản đầu tư + TSCĐ
- Chi phí lãi vay = Chi phí lãi vay ghi nhận + Lãi vay vốn hóa + Lãi thuê tài sản tài chính + Các điều chỉnh khác
- EBITDA = Lợi nhuận trước thuế + Chi phí lãi vay ghi nhận + Khấu hao
- EBITDA điều chỉnh = Doanh thu – Giá vốn hàng bán – Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp – Chi phí nghiên cứu và phát triển + Khấu hao – Các chi phí hoạt động khác
- EBIT = EBITDA – Khấu hao – Khấu hao tài sản cho thuê tài chính + Lợi nhuận khác + Điều chỉnh khác
- FFO = EBITDA - Chi phí lãi vay + Doanh thu cho vay và cổ tức – Thuế hiện tại + Điều chỉnh khác
- CFO = CFO ghi nhận – Lãi vay vốn hóa + Khấu hao tài sản cho thuê tài chính – Chi phí phát triển vốn hóa + Cổ tức bằng tiền mặt – lãi vay nhận/trả + Cổ tức được nhận + Điều chỉnh khác
- Chi phí tài sản cố định = Chi phí tài sản cố định ghi nhận - Lãi vay vốn hóa - Chi phí phát triển vốn hóa + Điều chỉnh khác
- Khả năng chi trả lãi vay từ EBITDA = EBITDA/chi phí lãi vay
- Khả năng chi trả lãi vay từ FFO = (FFO + Lãi vay bằng tiền đã trả)/ Chi phí lãi vay
- Doanh thu hợp đồng = Khách hàng trả trước ngắn hạn và dài hạn + Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn và dài hạn
- Chỉ số khả năng thanh toán bằng tiền = Tiền và tương đương tiền + Đầu tư tài chính ngắn hạn / Nghĩa vụ tài chính ngắn hạn
- Chỉ số khả năng thanh toán nhanh = (Tiền và tương đương tiền + Đầu tư tài chính ngắn hạn + Phải thu ngắn hạn)/ Nghĩa vụ tài chính ngắn hạn
- Khả năng thanh toán ngắn hạn: (Tiền và tương đương tiền + Đầu tư tài chính ngắn hạn)/ (Nghĩa vụ tài chính ngắn hạn – Khách hàng trả trước – Doanh thu chưa thực hiện + Lãi vay đã trả + Cổ tức đã trả)
- Nợ vay/VCSH = (Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn)/VCSH
- Nợ vay thuần/VCSH = (Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn – Tiền và tương đương tiền)/VCSH
- Tổng nghĩa vụ tài chính/VCSH = (Nghĩa vụ tài chính ngắn hạn + Nghĩa vụ tài chính dài hạn)/VCSH
- Nợ vay/EBITDA (*) = (Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn)/EBITDA
- Nợ vay thuần/EBITDA = (Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn – Tiền và tương đương tiền)/EBITDA
- Nợ vay/EBITDA điều chỉnh = (Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn)/EBITDA điều chỉnh
- Nợ vay thuần/EBITDA điều chỉnh = (Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn – Tiền và tương đương tiền)/ EBITDA điều chỉnh
- Lợi nhuận trên tài sản (“ROA”) = Lợi nhuận thuần/Trung bình tổng tài sản
- Lợi nhuận trên VCSH (“ROE”) = Lợi nhuận thuần/Trung bình VCSH
- Vòng quay tổng tài sản = Doanh thu thuần + Change in contracted sales/ Average total assets
- Số ngày phải thu = Trung bình khoản phải thu*365/Doanh thu thuần
- Số ngày tồn kho = (Trung bình hàng tồn kho + Trung bình tài sản sản dài hạn xây dựng dở dang) *365/Giá vốn hàng bán
- Số ngày phải trả = Trung bình khoản phải trả người bán*365/GVHB
- Vòng quay tiền mặt = Số ngày phải thu + Số ngày tồn kho – Số ngày phải trả
- Biên lãi ròng = Lợi nhuận ròng/Doanh thu thuần
- Biên EBIT= EBIT/Doanh thu thuần
- Biên EBITDA = EBITDA/ Doanh thu thuần
- Biên lợi nhuận hoạt động = Lợi nhuận hoạt động/Doanh thu thuần
- Biên trước thuế = Lợi nhuận trước thuế/Doanh thu thuần
- Biên lãi thuần = Lợi nhuận thuần/Doanh thu thuần

Phụ lục 4: Thang điểm xếp hạng tín nhiệm

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

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

Tuyên bố miễn trách nhiệm và bản quyền

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

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

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

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

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

Công ty Cổ phần FiinRatings là công ty con của Công ty Cổ phần FiinGroup Việt Nam chuyên cung cấp dịch vụ xếp hạng tín nhiệm. FiinRatings hoạt động độc lập và tách biệt với các đơn vị kinh doanh khác của FiinGroup nhằm đảm bảo tính độc lập và khách quan của các hoạt động tương ứng. Do đó, FiinRatings có thể có thông tin không có sẵn đối với các đơn vị kinh doanh khác của FiinGroup. FiinRatings đã thiết lập các chính sách và thủ tục để duy trì tính bảo mật của các thông tin không công khai liên quan đến hoạt động xếp hạng tín nhiệm.

FiinRatings có thể nhận được doanh thu cho các xếp hạng và một số phân tích nhất định, thường là từ các tổ chức phát hành hoặc bảo lãnh phát hành chứng khoán hoặc từ những người có nghĩa vụ liên quan. FiinRatings có quyền phổ biến các ý kiến và phân tích của mình. Các phân tích và xếp hạng công khai của FiinRatings được cung cấp trên các trang web của FiinRatings và có thể được phân phối thông qua các phương tiện khác, bao gồm thông qua các ấn phẩm của FiinRatings và các nhà phân phối thuộc bên thứ ba. Thông tin về mức phí dịch vụ Xếp hạng tín nhiệm xin vui lòng tham khảo tại <https://fiingroup.vn/FiinRatings>.

FIINRATINGS, FIIN, và FIINGROUP là các nhãn hiệu đã đăng ký bản quyền thuộc Công ty Cổ Phần FiinGroup Việt Nam