

Báo cáo Xếp hạng Tín nhiệm Tổ chức phát hành:

Công ty Cổ phần Dịch vụ Quản lý Tài sản Việt Nam (“VPMS”)

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

Triển vọng xếp hạng: Ổn định

Hà Nội, Ngày 30 Tháng 10 Năm 2024

Chuyên viên phân tích:

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

Hội đồng Xếp hạng Tín nhiệm:

Nguyễn Nhật Hoàng, CFA, Chủ tịch Hội đồng: hoang.nguyennhat@fiingroup.vn

Lê Hồng Khang, Thành viên Hội đồng: khang.le@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	6
Kịch bản dự phóng cơ sở	7
Phương pháp luận xếp hạng tín nhiệm	8
Lịch sử đánh giá tín nhiệm	8
Kê khai thông tin về sở hữu liên quan	9
Phụ lục	10
<i>Phụ lục 1: Báo cáo tài chính VPMS (2021-2023)</i>	<i>10</i>
<i>Phụ lục 2: Các chỉ số chính của tổ chức phát hành tại năm 2023</i>	<i>11</i>
<i>Phụ lục 3: Thuật ngữ và Định nghĩa</i>	<i>12</i>
Tuyên bố miễn trách nhiệm và bản quyền	14

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 Dịch vụ Quản lý Tài sản Việt Nam (“VPMS” hoặc “Công ty”)	Xếp hạng Tín nhiệm Dài hạn Tổ chức phát hành	Ngày 30 tháng 10 năm 2024	B	Ổn định

Ngành: Dịch vụ Bất động sản

Tổng quan doanh nghiệp: Công ty Cổ phần Dịch vụ Quản lý Tài sản Việt Nam (“VPMS” hoặc “Công ty”) được thành lập vào năm 2021 với vốn điều lệ là 8,9 tỷ đồng. Tại ngày 31/12/2023, Công ty có 3 cổ đông bao gồm: Công ty TNHH Bình Vượng (49%), Công ty TNHH Một thành viên Đầu tư xây dựng và thương mại Cường Phát (49%) và bà Hoàng Thùy My (2%). Mặc dù ngành nghề kinh doanh chính của VPMS là quản lý vận hành bất động sản và hệ thống kỹ thuật, nhưng dự kiến trong 12 – 24 tháng tới, tài sản của Công ty sẽ tập trung chủ yếu vào các khoản ủy thác đầu tư, hợp tác đầu tư vào dự án bất động sản.

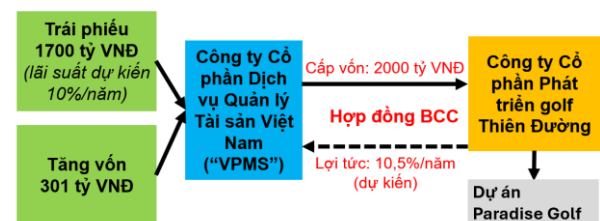
Bảng biểu 01: Cấu trúc nguồn vốn của VPMS giai đoạn 2021-2024F



Nguồn: VPMS, FiinRatings

Kế hoạch và mục đích phát hành trái phiếu

Bảng biểu 02: Kế hoạch hợp tác kinh doanh của VPMS



Nguồn: VPMS, FiinRatings

Tóm tắt tiêu chí xếp hạng:

Chỉ tiêu	Điểm xếp hạng
Năng lực kinh doanh	Trung bình (4/6)
Rủi ro ngành	Tương đối cao (4/6)
Vị thế cạnh tranh	Trung bình (4/6)
Rủi ro tài chính	Rất cao (6/6)
Mức xếp hạng cơ bản	B
Các yếu tố điều chỉnh:	
Mức độ đa dạng hóa	0
Cấu trúc nguồn vốn	0
Vị thế thanh khoản	0
Chính sách tài chính và quản trị	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): Thành lập vào năm 2021, quy mô tài sản và hoạt động của Công ty duy trì ở mức khiêm tốn so với mức trung bình ngành, khả năng cạnh tranh và thương hiệu của Công ty trong lĩnh vực quản lý vận hành bất động sản thương mại và dịch vụ cũng chưa thực sự nổi bật. Trong thời gian tới, Công ty dự kiến phát hành 1.700 tỷ đồng trái phiếu chia thành 4 đợt phát hành để đầu tư góp vốn hợp tác kinh doanh với Công ty Cổ phần Phát triển golf Thiên Đường để phát triển dự án Paradise Golf tại Hà Nam, FiinRatings đánh giá việc gia tăng nợ vay lớn hơn nhiều so với quy mô hoạt động hiện nay của Công ty sẽ gây ra áp lực đáng kể lên dòng tiền, hiệu quả hoạt động, và khả năng trả nợ của Công ty trong thời gian tới.

Rủi ro tài chính (Rất cao): FiinRatings đánh giá trong 12 - 24 tháng tới tỷ lệ đòn bẩy tài chính dự kiến sẽ ở tăng mạnh sau khi VPMS phát hành trái phiếu chia thành 4 đợt phát hành phục vụ mục đích hợp tác kinh doanh dự án Paradise Golf theo kế hoạch. Quy mô vay nợ theo kế hoạch sẽ lớn hơn gấp gần 55 lần tổng tài sản của Công ty tại thời điểm 31/12/2023. Trong trường hợp VPMS phát hành thành công lô trái phiếu này và tăng vốn lên 301 tỷ đồng, tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ sở hữu năm 2024 dự kiến là 5,3 lần, ở mức cao hơn đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành. Bên cạnh đó, khả năng đáp ứng nghĩa vụ nợ của Công ty sẽ gặp nhiều thách thức trong giai đoạn 2024 - 2025 nếu tiến độ phát triển và khai thác dự án Paradise Golf chậm trễ so với kế hoạch do đây là nguồn thu chính của Công ty trong giai đoạn tới.

Cấu trúc nguồn vốn: Áp lực trả nợ vay trong năm 2024 chưa lớn do trước đó VPMS chưa phát sinh nợ vay. Do nhu cầu nguồn tiền vừa để đầu tư hợp tác kinh doanh dự án, vừa phải đảm bảo có dòng tiền để đáp ứng nghĩa vụ nợ, trong khi doanh thu từ dịch vụ bất động sản chưa có đóng góp đáng kể nên áp lực từ việc bán hàng và huy động vốn từ khách hàng của dự án Paradise Golf là rất lớn. Chúng tôi lo ngại, trong trường hợp tiến độ triển khai xây dựng cũng như bán hàng không kỳ vọng, phía Công ty Cổ phần Phát triển golf Thiên Đường và công VPMS sẽ phải chịu rủi ro tái cấp vốn lớn trong suốt quá trình phát triển dự án để đảm bảo khả năng trả nợ.

Bảng biểu 03: Các chỉ số tài chính quan trọng của VPMS (2021A-2024F)

Năm tài chính (kết thúc tại 31/12)	Đơn vị	2021A	2022A	2023A	2024F
Doanh thu thuần	tỷ VND	18	39	66	108
EBITDA	tỷ VND	(1)	4	8	86
Tổng tài sản	tỷ VND	13	22	31	2.037
Tổng nợ vay	tỷ VND	-	-	-	1.700
Vốn chủ sở hữu	tỷ VND	8	12	18	319
Nợ vay / Vốn chủ sở hữu	lần	-	-	-	5,3
Nợ vay/ EBITDA	lần	-	-	-	19,8
Hệ số khả năng thanh toán lãi vay	lần	N/a	N/a	N/a	1,7

Nguồn: VPMS, FiinRatings

Ghi chú: A: Thực tế (Actual); F: Dự phóng (Forecast); Hệ số khả năng thanh toán lãi vay = EBITDA / (Chi phí lãi vay + Lãi vay vốn hóa)

N/a là số liệu với mẫu số bằng 0

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 Dịch vụ Quản lý Tài sản Việt Nam ("VPMS" 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. VPMS hoạt động trong mảng dịch vụ bất động sản, tập trung vào dịch vụ quản lý vận hành bất động sản và hệ thống kỹ thuật. Theo tính toán của FiinRatings, giá trị khoản hợp tác kinh doanh dự án Golf Paradise sẽ tương đương 83,5% tổng tài sản của Công ty trong năm 2024. Do vậy, chúng tôi đánh giá nguồn thu cũng như rủi ro của VPMS sẽ gắn liền với ngành bất động sản và phần lớn tập trung vào dự án hợp tác kinh doanh này. Dự án Paradise Golf thuộc phân khúc du lịch và nghỉ dưỡng kết hợp dịch vụ giải trí, phân khúc được đánh giá là hồi phục chậm. Bên cạnh đó, việc khoản hợp tác kinh doanh vào dự án bất động sản Paradise Golf mới trong giai đoạn đầu phát triển và đi vào khai thác, do vậy, nguồn thu chủ yếu của VPMS đến từ hoạt động quản lý vận hành bất động sản và hệ thống kỹ thuật, đóng góp không đáng kể so với quy mô vay nợ sắp tới của VPMS. Trong các năm tới, nếu hoạt động phát triển và kinh doanh sân golf 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 2024, 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 100 nghìn tỷ đồng trái phiếu bất động sản đáo hạn trong năm 2024, 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.

VPMS có quy mô hoạt động và tài sản ở mức khiêm tốn do lịch sử kinh doanh còn hạn chế trong khi hiệu quả khai thác tài sản, khả năng sinh lời và chất lượng lợi nhuận chưa được kiểm chứng. Mới chỉ hoạt động trong 3 năm qua, VPMS vẫn đang trong quá trình xây dựng thương hiệu và chưa đạt được vị thế vững chắc trong ngành. Hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời của công ty hiện thấp hơn mức trung bình chung của ngành. Mặc dù lĩnh vực chính của VPMS là quản lý vận hành bất động sản và hệ thống kỹ thuật, vào năm 2024, công ty đã lên kế hoạch mở rộng sang lĩnh vực đầu tư ngoài ngành thông qua việc ký kết hợp tác kinh doanh với Công ty Cổ phần Phát triển golf Thiên Đường, nhằm phát triển dự án Paradise Golf tại Hà Nam. Tuy nhiên, việc thâm nhập vào lĩnh vực này đặt ra nhiều thách thức, bởi VPMS chưa có kinh nghiệm chuyên sâu trong lĩnh vực phát triển bất động sản, cũng như chưa xây dựng được lợi thế cạnh tranh rõ ràng. Kế hoạch kinh doanh này tiềm ẩn không ít rủi ro, do công ty còn thiếu năng lực cần thiết để đánh giá chính xác hiệu quả đầu tư dự án. Điều này có thể dẫn đến những khó khăn trong việc quản lý và triển khai dự án một cách hiệu quả, làm tăng khả năng gặp phải những thách thức khó lường trong tương lai. Bên cạnh đó, việc VPMS chỉ tập trung hợp tác kinh doanh vào 1 dự án lớn duy nhất với Công ty Cổ phần Phát triển golf Thiên Đường trong khi dự án vẫn đang trong giai đoạn đầu triển khai và dự kiến chưa đem lại dòng tiền đáng kể ngay trong 12-24 tháng tới. Do đó nguồn thu của Công ty chủ yếu đến từ phần lợi nhuận trích trước từ Công ty Cổ phần Phát triển golf Thiên Đường và lợi nhuận đến từ hoạt động quản lý vận hành bất động sản và hệ thống kỹ thuật vốn đóng tỷ trọng không đáng kể so với quy mô đầu tư của Công ty.

FiinRatings đánh giá tỷ lệ đòn bẩy tài chính của Công ty dự kiến sẽ gia tăng mạnh mẽ nhờ vào việc phát hành trái phiếu, nhằm hỗ trợ cho hoạt động hợp tác kinh doanh bất động sản và giữ ở mức cao hơn so với trung bình ngành trong thời gian dài. Tính đến ngày 31/12/2023, VPMS vẫn chưa ghi nhận bất kỳ khoản nợ vay nào. Tuy nhiên, Công ty đã lên kế hoạch phát hành trái phiếu trị giá 1.700 tỷ đồng vào Q4/2024 để hợp tác kinh doanh với Công ty Cổ phần Phát triển golf Thiên Đường. Trong trường hợp VPMS phát hành thành công lô trái phiếu này và tăng vốn theo đúng kế hoạch, FiinRatings ước tính tỷ lệ Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu trong giai đoạn 2024 - 2025 sẽ dao động trong khoảng 5,3 - 6,0 lần, vượt trội hơn đáng kể so với các doanh nghiệp trong cùng lĩnh vực. Trong giai đoạn tới, FiinRatings đánh giá khả năng điều chỉnh giảm nợ vay và cải thiện tỷ lệ đòn bẩy tài chính của Công ty ở mức thấp. FiinRatings sẽ tiếp tục theo dõi hiệu quả hoạt động và mức độ sử dụng đòn bẩy để tài trợ cho việc duy trì hoạt động kinh doanh để đánh giá mức độ rủi ro tài chính của Công ty.

Cấu trúc nguồn vốn và tài sản của VPMS chưa được tối ưu hóa. Tuy áp lực trả nợ vay trong năm 2024 chưa lớn do trước đó Công ty chưa từng phát sinh nợ vay và dự kiến VPMS sẽ phát hành trái phiếu vào Q4/2024 nên các khoản nợ sẽ chủ yếu phát sinh lãi và trả gốc vào giai đoạn sau năm 2024, nhưng nhu cầu nguồn vốn vừa để hợp tác kinh

doanh 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 quản lý vận hành chỉ có đóng góp không 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 VPMS trong 12 tháng tiếp theo. Chúng tôi cho rằng VPMS sẽ cần huy động cả vốn vay và vốn chủ sở hữu để có thể hợp tác triển khai toàn bộ dự án Paradise Golf cũng như đáp ứng nghĩa vụ tài chính. 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 VPMS.

Điểm nhấn chính về chất lượng tín dụng

Điểm mạnh

- Sân golf Paradise có lợi thế về vị trí địa lý, cảnh quan và thiết kế độc đáo, nhận được nhiều sự quan tâm và có triển vọng trở thành một điểm đến phổ biến cho những người chơi golf cả trong và ngoài nước. Nhờ đó, Công ty có thể xây dựng được một tập khách hàng tương đối lớn, góp phần duy trì tính ổn định của doanh thu hoạt động kinh doanh dịch vụ golf.
- Dự án Paradise Golf về cơ bản đã hoàn thiện các giấy tờ, thủ tục pháp lý và hoàn thành giải phóng mặt bằng. Khu vực sân golf đã hoàn thiện và đưa vào kinh doanh.

Điểm hạn chế

- Lịch sử hoạt động của Công ty còn hạn chế với hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời chưa được kiểm chứng.
- Tỷ lệ đòn bẩy tài chính lớn, gây áp lực lớn lên dòng tiền hoạt động của VPMS.
- Công ty chịu rủi ro tập trung tại 01 dự án lớn duy nhất là sân golf Paradise thông qua hình thức hợp tác kinh doanh (chiếm 83,5% tổng tài sản của Công ty). Bất kỳ sự kiện bất lợi nào ảnh hưởng đến dự án như chậm trễ thủ tục pháp lý để đầu tư dự án, tiến độ xây dựng và bán hàng không như kỳ vọng sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng trả nợ của VPMS.

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 VPMS trong 24 tháng tới. Kết quả xếp hạng tín nhiệm của VPMS có thể được xem xét nâng hoặc hạ điểm trong các kịch bản dựa trên giả định của FiinRatings về các tình huống có thể xảy ra trong vòng 24 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 VPMS trong trung hạn:

- Dòng tiền thực tế tốt hơn so với kịch bản dự phóng của FiinRatings, đến từ hoạt động kinh doanh dịch vụ golf, vui chơi giải trí và hoạt động quản lý vận hành bất động sản, hệ thống kỹ thuật trong giai đoạn 12-24 tháng tới;
- Khu khách sạn, biệt thự nghỉ dưỡng và khu vui chơi giải trí được hoàn thiện, khai thác mang lại dòng tiền đáng kể vào năm 2025 - 2026, đồng thời tỷ lệ đòn bẩy tài chính giảm mạnh với tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu được đưa về mức ngang với trung bình ngành.

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 các giai đoạn tiếp theo của dự án trong khi nguồn thu thấp hơn so với kịch bản dự phóng của FiinRatings, khiến đòn bẩy tài chính của VPMS tăng lên đáng kể và khả năng đáp ứng nghĩa vụ nợ bị ảnh hưởng;
- VPMS tăng vốn không thành công khiến tỷ lệ nợ vay/ vốn chủ sở hữu của VPMS tăng cao hơn đáng kể so với kịch bản dự phóng của FiinRatings và gây ảnh hưởng đến khả năng trả nợ của Công ty;
- Điều kiện thị trường không thuận lợi khiến dự án Paradise Golf phải chịu áp lực về chi phí gia tăng, trì hoãn tiến độ xây dựng & 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.

Kịch bản dự phóng cơ sở

Các giả định dự phóng chính

- FiinRatings ước tính VPMS sẽ tiếp tục duy trì tốt hoạt động quản lý vận hành bất động sản và hệ thống kỹ thuật trong năm 2024; Công ty ghi nhận khoảng 108 tỷ đồng doanh thu, tương đương mức tăng trưởng bình quân trong 3 năm qua.
- Nguồn thu của VPMS đến chủ yếu từ phần lợi nhuận trích trước nhận được từ Công ty Cổ phần Phát triển golf Thiên Đường.
- FiinRatings giả định VPMS sẽ tăng vốn 301 tỷ đồng và phát hành thành công lô trái phiếu trị giá 1.700 tỷ VNĐ trong Q4/2024, dòng tiền nhận được từ đợt tăng vốn và phát hành này sẽ được Công ty dùng để hợp tác kinh doanh phát triển dự án Paradise Golf.
- Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu dao động trong khoảng 5,3 – 6,0 lần giai đoạn 2024-2025.
- FiinRatings giả định VPMS sẽ không đầu tư hợp tác kinh doanh hay phát triển bất kỳ dự án nào mới trong giai đoạn 2024-2025. Toàn bộ dòng tiền hiện tại sẽ phục vụ mục đích hoàn thành nghĩa vụ nợ và duy trì hoạt động kinh doanh hiện tại.

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

Bảng biểu 04: Các chỉ số phân tích chính dựa trên Kịch bản cơ sở của VPMS

- Năm tài chính kết thúc tại 31 Tháng 12 -

Chỉ tiêu	Đơn vị	2021A	2022A	2023A	2024F
Doanh thu	Tỷ VNĐ	17,7	38,8	66,2	108
Chi phí tài chính	Tỷ VNĐ	-	-	-	(49)
Lợi nhuận ròng	Tỷ VNĐ	(0,8)	3,6	6,3	30
EBITDA	Tỷ VNĐ	(0,8)	4,3	7,6	86
Nợ vay	Tỷ VNĐ	-	-	-	1.700
Vốn chủ sở hữu	Tỷ VNĐ	8,1	11,8	18,1	319
Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu	lần	-	-	-	5,3
Nợ vay/ EBITDA	lần	-	-	-	19,8
Hệ số thanh toán lãi vay	lần	N/a	N/a	N/a	1,8

Nguồn: FiinRatings, VPMS

Ghi chú: A-Thực tế, F-Dự phóng

Hệ số thanh toán lãi vay = EBITDA / (Chi phí lãi vay + Lãi vay vốn hóa)

N/a là số liệu với mẫu số bằng 0

(*) 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

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 Dịch vụ Quản lý Tài sản Việt Nam

Lịch sử Đánh giá Tín nhiệm Tổ chức phát hành

Ngày 30 tháng 10 năm 2024

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:

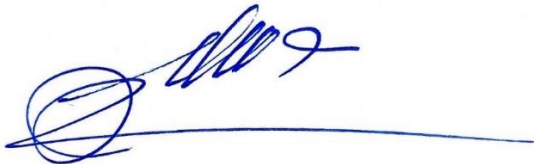
- Tỷ lệ sở hữu cổ phần tại FiinRatings của VPMS: *không có*
- Tỷ lệ sở hữu cổ phần tại VPMS của FiinRatings: *không có*
- Tỷ lệ sở hữu cổ phần tại VPMS của các nhân viên khác của FiinRatings: *không có*
- Giá trị đầu tư trái phiếu của VPMS sở hữu bởi FiinRatings: *không có*
- Giá trị đầu tư trái phiếu của FiinRatings sở hữu bởi VPMS: *không có*
- Giá trị các công cụ nợ khác của VPMS sở hữu bởi FiinRatings: *không có*
- Giá trị các công cụ nợ khác của FiinRatings sở hữu bởi VPMS: *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-C49-2024



Nguyễn Quang Thuận, FCCA
Tổng Giám Đốc

Hà Nội, ngày 30 tháng 10 năm 2024

Phụ lục

Phụ lục 1: Báo cáo tài chính VPMS (2021-2023)

Bảng CĐKT (tỷ VNĐ)	2021	2022	2023
TÀI SẢN NGẮN HẠN	6,6	21,4	30,7
Tiền và tương đương tiền	1,8	9,4	16,8
Đầu tư ngắn hạn	-	-	-
Khoản phải thu ngắn hạn	4,4	11,7	13,6
Hàng tồn kho	0,3	0,2	0,2
TSNH khác	0,1	0,1	0,1
TÀI SẢN DÀI HẠN	6,1	0,1	0,1
Khoản phải thu dài hạn	-	-	-
Tài sản cố định	-	-	-
BDS đầu tư	-	-	-
Tài sản dở dang dài hạn	-	-	-
Đầu tư tài chính dài hạn	6,0	-	-
TSDH khác	0,1	0,1	0,1
TỔNG TÀI SẢN	12,7	21,5	30,8
NỢ PHẢI TRẢ	4,6	9,7	12,7
Nợ ngắn hạn	4,6	9,7	12,7
Phải trả người bán ngắn hạn	1,4	2,5	4,8
Người mua trả tiền trước ngắn hạn	0,1	-	-
Chi phí phải trả ngắn hạn	0,1	-	-
Vay ngắn hạn	-	-	-
Nợ ngắn hạn khác	3,0	7,2	7,9
Nợ dài hạn	-	-	-
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	-	-	-
Chi phí phải trả dài hạn	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-
Phải trả khác	-	-	-
VỐN CHỦ SỞ HỮU	8,1	11,8	18,1
Vốn góp của chủ sở hữu	8,9	8,9	8,9
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-
LNST chưa phân phối lũy kế	(0,8)	2,9	9,2
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-	-	-
Quỹ khác	-	-	-
TỔNG NGUỒN VỐN	12,7	21,5	30,8

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ VNĐ)	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	17,7	38,8	66,2
Giá vốn hàng bán	(14,2)	(28,1)	(49,9)
Lợi nhuận gộp	3,5	10,6	16,2
Doanh thu HĐ tài chính	0,0	0,1	0,3
Chi phí tài chính	-	-	-
Chi phí lãi vay	-	-	-
Lãi (lỗ) từ công ty LDLK	-	-	-
Chi phí bán hàng	-	-	-
Chi phí quản lý	(4,3)	(6,3)	(8,6)
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	(0,8)	4,4	7,9
Lợi nhuận/(lỗ) khác	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	(0,8)	4,4	7,9
Lợi nhuận sau thuế	(0,8)	3,6	6,3
Lợi nhuận thuộc cổ đông công ty mẹ	-	-	-
BC lưu chuyển tiền tệ (tỷ VNĐ)	2021	2022	2023
LN kế toán trước thuế	(0,8)	4,4	7,9
Khấu hao TSCĐ	-	-	-
Chi phí lãi vay	-	-	-
LN từ HĐKD trước thay đổi VLĐ	(0,8)	4,3	7,6
Lưu chuyển tiền từ HĐKD	(1,1)	1,5	7,2
Tiền thu hồi cho vay, cổ tức và lợi nhuận được chia	(6,0)	-	-
Tiền thu hồi cho vay, bán lại công cụ nợ của đơn vị khác	-	6,1	-
Tiền chi để mua sắm TSCĐ	-	-	-
Tiền thu từ thanh lý TSCĐ	-	-	-
Lưu chuyển tiền từ HĐĐT	(6,0)	6,1	0,3
Tiền thu từ phát hành CP	8,9	-	-
Tiền thu từ vay	-	-	-
Tiền chi trả nợ gốc vay	-	-	-
Lưu chuyển tiền từ HĐTC	8,9	-	-
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1,8	7,6	7,4
Tiền đầu kỳ	-	1,8	9,4
Tiền cuối kỳ	1,8	9,4	16,8

Phụ lục 2: Các chỉ số chính của tổ chức phát hành tại năm 2023

- Năm tài chính kết thúc tại 31 Tháng 12 -

Tóm tắt tình hình tài chính	Đơn vị	2021	2022	2023
Yếu tố phân tích				
Doanh thu	Tỷ VNĐ	17,7	38,8	66,2
EBIT	Tỷ VNĐ	(0,8)	4,4	7,9
EBITDA	Tỷ VNĐ	(0,8)	4,3	7,6
Lợi nhuận sau thuế TNDN	Tỷ VNĐ	(0,8)	3,6	6,3
Tổng tài sản	Tỷ VNĐ	0,1	0,1	0,1
Tổng nợ vay	Tỷ VNĐ	6,1	0,1	0,1
Tổng vốn chủ sở hữu	Tỷ VNĐ	8,1	11,8	18,1
Chỉ số chính				
Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu	lần	0,75	0,01	0,01
Nợ vay/EBITDA	lần	(8,02)	0,03	0,01
Nợ vay/FFO	lần	(8,11)	0,03	0,01
Khả năng chi trả lãi vay từ EBITDA	lần	N/a	N/a	N/a
Chỉ số bổ sung				
ROE	%	-9,3%	36,4%	42,2%
ROA	%	-5,9%	21,2%	24,1%
Biên EBITDA	%	-4,3%	11,3%	11,9%
Biên lợi nhuận gộp	%	19,8%	27,4%	24,5%
Biên lợi nhuận ròng	%	-4,3%	9,3%	9,5%

Nguồn: FiinRatings, VPMS

Ghi chú: N/a là số liệu với mẫu số bằng 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 đáp ứng nghĩa vụ tài chính ở mức Khá 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 Trung bình	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