

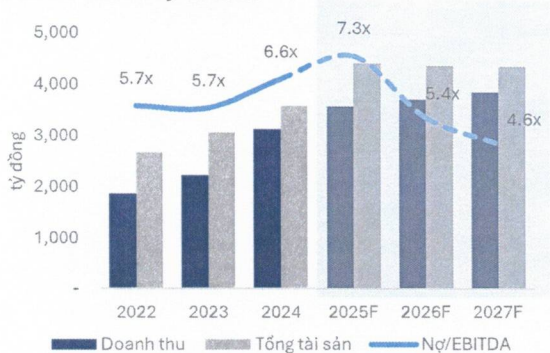
Báo cáo xếp hạng tín nhiệm Tổ chức phát hành

Công ty TNHH Miza Nghi Sơn
Ngành: Sản xuất giấy

XẾP HẠNG TÍN NHIỆM LẦN ĐẦU

NĂNG LỰC KINH DOANH	Trên trung bình (T3)
Rủi Ro Ngành	Rủi ro Trung bình (T4)
Lợi Thế Cạnh Tranh	Trên trung bình (T3)
Quy Mô, Phạm Vi, Sự Đa Dạng	Trên trung bình (T3)
Hiệu Quả Hoạt Động	Trung bình (T4)
Khả Năng Sinh Lãi	Trên trung bình (T3)
RỦI RO TÀI CHÍNH	Rủi ro Trên trung bình (T5)
Đòn Bẩy & Khả Năng Trả Nợ	Rủi ro Trên trung bình (T5)
Thanh Khoản	Rủi ro Trên trung bình (T5)
Chính Sách Tài Chính	Rủi ro Trên trung bình (T5)
RỦI RO CỐT LÕI	BBB-
Yếu Tố Điều Chính	-
MỨC XẾP HẠNG	BBB-
TRIỂN VỌNG XẾP HẠNG	Ổn định

Biểu đồ 1: Đòn bẩy tài chính



Nguồn: MZNS, Thiên Minh Rating

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty TNHH Miza Nghi Sơn (MZNS) được thành lập vào năm 2018, thuộc sở hữu 100% của Công ty Cổ phần Miza (MZG). Công ty chuyên cung cấp các sản phẩm giấy sổng (Medium), giấy mặt (Testliner/Kraftliner), hiện có thị phần lớn nhất tại khu vực miền Bắc theo doanh thu. Công ty đang có kế hoạch cung cấp thêm dòng sản phẩm cao cấp Whitetop cho thị trường trong và ngoài nước trong thời gian tới. Nhà máy của Công ty đặt tại xã Trường Lâm, Thanh Hóa, với tổng diện tích 8.87 ha và tổng vốn đầu tư 1,887.9 tỷ đồng. Giai đoạn 1 nhà máy đã đi vào hoạt động kể từ năm 2021 với công suất hiện tại khoảng 150,000 tấn/năm và dự kiến sẽ đạt khoảng 250,000 tấn/năm sau khi giai đoạn 2 đạt công suất tối đa vào năm 2027.

Ngành sản xuất giấy được đánh giá ở mức Rủi ro Trung bình

với các rào cản gia nhập tương đối cao do yêu cầu vốn đầu tư ban đầu lớn cùng với các quy định nghiêm ngặt về pháp lý và bảo vệ môi trường. Các doanh nghiệp trong ngành chịu rủi ro từ sự biến động của giá bột giấy và giấy phế liệu nhập khẩu, trong khi hệ thống thu gom và công nghệ sản xuất bột giấy trong nước chưa đảm bảo nguồn cung cho toàn ngành.

Ngành có sự phân hóa rõ rệt giữa các sản phẩm giấy, với giấy bao bì và giấy tissue chiếm hơn 80% tổng mức tiêu thụ toàn ngành. Chúng tôi cho rằng triển vọng tăng trưởng của ngành là tích cực nhờ sự tăng trưởng của hai sản phẩm trên, được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng của thương mại điện tử, tiêu dùng nội địa và các ngành sản xuất công nghiệp và xuất khẩu.

Năng lực kinh doanh của MZNS ở mức Trên Trung bình.

Công ty hiện có lợi thế về dây chuyền sản xuất được tự động hóa cao, chạy với công suất tối đa. Công ty cũng định hình chất lượng sản phẩm thông qua các chứng chỉ chất lượng và đầu tư vào hệ thống xử lý nước thải sinh học nhằm đáp ứng các tiêu chuẩn môi trường. Tuy nhiên, biên EBITDA giảm từ 18.5% vào năm 2021 xuống 9.6% vào năm 2024 do áp lực cạnh tranh về giá bán và giá tăng hàng hóa thương mại nhằm đáp ứng nhu cầu từ khách hàng. Chúng tôi kỳ vọng biên EBITDA sẽ tăng trở lại, đạt mức 14.1% khi Công ty vận hành 100% công suất sản xuất dây chuyền PM5 vào năm 2027.

Rủi ro tài chính của MZNS ở mức Trên Trung bình, phản ánh

nhận định của chúng tôi về tình hình tài chính suy giảm trong năm 2025 do tăng nợ vay để tài trợ cho kế hoạch nâng cao công suất. Chúng tôi dự phóng Nợ vay/EBITDA tăng từ 6.6 lần năm 2024 lên mức 7.3 lần trong năm 2025 (Biểu đồ 1). Khả năng tạo dòng tiền trả nợ cũng tương đối áp lực - dòng tiền từ hoạt động (FFO)/Nợ vay dự kiến sẽ giảm từ 8.2% năm 2024 xuống còn 7.1% vào năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tình hình tài chính của MZNS sẽ được cải thiện với chỉ số đòn bẩy Nợ vay/EBITDA giảm xuống còn 4.6 lần và chỉ số FFO/Nợ vay tăng lên 13.3% vào năm 2027 khi dây chuyền PM5 đạt tối đa công suất.

Thiên Minh Rating xếp hạng tín nhiệm MZNS ở mức BBB- với triển vọng xếp hạng ở mức Ổn định.

Với năng lực sản xuất gia tăng từ việc đầu tư vào dây chuyền sản xuất PM5, dự kiến chạy tối đa công suất trong năm 2027, chúng tôi kỳ vọng MZNS sẽ tạo ra dòng tiền để đáp ứng các nghĩa vụ nợ và hồ sơ tín nhiệm của Công ty sẽ duy trì ổn định trong 12-18 tháng tới.

MỤC LỤC

CƠ SỞ CỦA Ý KIẾN XẾP HẠNG TÍN NHIỆM.....3

TRIỂN VỌNG XẾP HẠNG TÍN NHIỆM5

KỊCH BẢN DỰ PHÓNG6

PHƯƠNG PHÁP LUẬN XẾP HẠNG TÍN NHIỆM7

LỊCH SỬ XẾP HẠNG TÍN NHIỆM7

KÊ KHAI THÔNG TIN SỞ HỮU LIÊN QUAN8

PHỤ LỤC 1: THANG XẾP HẠNG TRONG DÀI HẠN CỦA TỔ CHỨC PHÁT HÀNH9

PHỤ LỤC 2: THANG ĐIỂM ĐÁNH GIÁ CÁC TIÊU CHÍ 10

CƠ SỞ CỦA Ý KIẾN XẾP HẠNG TÍN NHIỆM

Kết quả Xếp hạng Tín nhiệm của Công ty TNHH Miza Nghi Sơn ở mức điểm **BBB-** cùng triển vọng xếp hạng **Ổn định** với quan điểm của Thiên Minh Rating về Năng lực kinh doanh ở mức trên trung bình và Rủi ro tài chính có mức rủi ro trên trung bình. Chúng tôi cho rằng hồ sơ tín nhiệm của Công ty được hỗ trợ bởi các yếu tố như quy mô sản xuất, chất lượng sản phẩm được công nhận và rào cản gia nhập ngành cao, tuy nhiên bị hạn chế bởi áp lực nợ vay lớn trong bối cảnh ngành có độ cạnh tranh cao và biên lợi nhuận mỏng.

Hoạt động trong ngành Sản xuất giấy, MZNS hưởng lợi từ triển vọng tăng trưởng tích cực của ngành, với mức tiêu thụ giấy bình quân đầu người tại Việt Nam còn thấp so với các nước trong khu vực như Trung Quốc, Malaysia và Thái Lan. Đây cũng là ngành có rào cản gia nhập tương đối cao, đòi hỏi vốn đầu tư lớn và tuân thủ quy định môi trường nghiêm ngặt, tạo lợi thế cạnh tranh cho các doanh nghiệp lâu năm. Tuy nhiên, rủi ro chính của ngành đến từ sự biến động của giá nguyên liệu đầu vào, tỷ giá và việc phụ thuộc vào nguồn cung nhập khẩu do nguồn nguyên liệu trong nước chưa đáp ứng được cho nguyên liệu đầu vào.

Về vị thế kinh doanh, MZNS có lợi thế về công nghệ sản xuất hiện đại với mức độ tự động hóa cao, quy mô thị phần hàng đầu tại thị trường miền Bắc tính theo doanh thu, cùng với chất lượng sản phẩm được kiểm chứng và mạng lưới khách hàng cả nội địa và xuất khẩu (Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc, Malaysia). Theo Công ty chia sẻ, MZNS là một trong 8 nhà máy giấy tái chế trên thế giới và duy nhất tại Việt Nam đạt tiêu chuẩn cung cấp nguyên liệu cho Tập đoàn IKEA (Thụy Điển) với các chứng chỉ về chất lượng như ISO 9001:2015 (Quản lý chất lượng), ISO 14001:2015 (Quản lý môi trường), chứng nhận FSC (Hội đồng Quản lý Rừng). MZNS hiện có công suất khoảng 150,000 tấn/năm, dự kiến khi dây chuyền PM5 thuộc giai đoạn 2 của nhà máy đi vào hoạt động sẽ mở rộng công suất lên khoảng 250,000 tấn/năm vào năm 2027. Bên cạnh đó, khi dây chuyền PM5 đi vào hoạt động, danh mục sản phẩm của Công ty được đa dạng hơn với việc bổ sung thêm dòng sản phẩm mới (Whitetop) và sản phẩm có độ chịu bụi cao hơn.

Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của Công ty giảm từ 90 ngày năm 2023 xuống còn 79 ngày vào năm 2024, và giữ xu hướng ổn định quanh mức trung bình 82 ngày trong giai đoạn 2025–2027 theo dự phóng của chúng tôi, khá tương đồng so với mức trung bình ngành (88 ngày). Công ty chấp nhận thời gian thanh toán của khách hàng dài hơn khoảng nửa tháng so với trung bình ngành để tăng cường khả năng cạnh tranh, đồng thời đàm phán một số khoản phải trả nhà cung cấp trên 12 tháng, giúp giảm bớt áp lực chi tiền mặt trong ngắn hạn. Sự kết hợp này đã tạo ra một vòng quay tiền mặt tương đối ổn định so với trung bình ngành.

Khả năng sinh lời của MZNS được đánh giá ở mức trên trung bình, phản ánh qua biên sinh lời cao hơn so với trung bình ngành. Biên EBITDA của Công ty cao nhưng suy giảm liên tục trong giai đoạn 2021–2024 (từ 18.5% xuống 9.6%) do biến động giá nguyên liệu và áp lực cạnh tranh giá bán, cùng với việc gia tăng tỷ trọng hàng thương mại có biên lợi nhuận thấp khi công suất nhà máy đã đạt tối đa. Trong giai đoạn tới, biên EBITDA kỳ vọng được cải thiện, lên mức 10.3% trong năm 2025 và 12.9% trong năm 2026 nhờ cơ cấu lại tỷ trọng danh mục sản phẩm, giảm tỷ trọng hoạt động thương mại, và đầu tư dây chuyền PM5 sản xuất các sản phẩm bao bì cao cấp có biên lợi nhuận cao hơn.

Hồ sơ tài chính của MZNS ở mức rủi ro trên trung bình, phản ánh khẩu vị rủi ro cao của Công ty khi theo đuổi chiến lược tăng trưởng dựa nhiều vào đòn bẩy tài chính. Từ đầu năm đến hết Q3/2025, Công ty đã bổ sung thêm khoảng 116 tỷ đồng từ nguồn vốn vay dài hạn để đầu tư dây chuyền PM5. Trong Q4/2025, Công ty dự kiến sẽ phát hành một lô trái phiếu trị giá 150 tỷ đồng, đồng thời huy động thêm 353 tỷ đồng vay dài hạn ngân hàng. Các khoản vốn vay này sẽ được dùng để đầu tư cho dây chuyền PM5, nâng tổng dư nợ từ 1,971 tỷ đồng vào cuối năm 2024 lên mức 2,699 tỷ đồng vào cuối năm 2025 và 2,584 tỷ đồng vào cuối năm 2026.

Theo dự phóng của chúng tôi, tỷ lệ đòn bẩy tài chính Nợ vay/EBITDA của công ty tăng lên mức 7.3 lần vào cuối 2025, cao hơn mức trung bình ngành năm 2024 là 4.7 lần. Giả định dây chuyền PM5 vận hành ổn định, tỷ lệ này sẽ được cải thiện và giảm về khoảng 5.4 lần vào cuối năm 2026, 4.6 lần vào cuối năm 2027. Khả năng trả nợ trong thời gian tới phụ thuộc nhiều vào việc Công ty có thể tăng tốc độ tăng trưởng doanh thu và cải thiện biên lợi nhuận.

MZNS duy trì chỉ số “Nguồn thanh khoản trên nhu cầu thanh khoản” trung bình ở mức 1.15 trong giai đoạn 2023–2024 và dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở mức này trong năm 2025, phụ thuộc nhiều vào khả năng thu hồi các khoản phải thu để trả nợ gốc các khoản vay ngân hàng ngắn hạn. Tuy vậy, rủi ro này hiện được MZNS kiểm soát tốt ở thời điểm hiện tại, thể hiện qua việc MZNS duy trì tương đối ổn định chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và không phát sinh các khoản phải thu và hàng tồn kho phải trích lập dự phòng. Chỉ số này được dự báo sẽ cải thiện lên mức trung bình 1.23 trong giai đoạn 2026–2027 theo dự phóng của chúng tôi nhờ nguồn tiền từ hoạt động kinh doanh được cải thiện.

Trong hệ sinh thái của MZG, MZNS đóng góp 71% tổng doanh thu và chiếm 99% lợi nhuận sau thuế hợp nhất trong năm 2024. Có thể thấy MZNS là đơn vị sản xuất chiến lược, nơi MZG tập trung các dự án đầu tư mở rộng. Ngoài ra, trái phiếu dự kiến phát hành của MZNS cũng được bảo đảm bởi cổ phần của MZG. Tuy nhiên, lợi nhuận chính của công ty mẹ gần như phụ thuộc hoàn toàn vào cổ tức được chi trả bởi MZNS (doanh thu từ chi trả cổ tức chiếm tỷ lệ lần lượt 99% và 98% lợi nhuận sau thuế công ty mẹ trong năm 2023 và 2024). Trong kịch bản căng thẳng khi MZNS gặp khó khăn, năng lực của MZG trong việc hỗ trợ tài chính cho công ty con là hạn chế, do dòng tiền của MZG chủ yếu đến từ MZNS. Ngược lại, bất kỳ áp lực tài chính nào tại MZG cũng có thể tạo áp lực lên dòng tiền của MZNS, khiến kế hoạch sản xuất và đầu tư của Công ty có thể bị thay đổi.

MZNS đang tích cực đầu tư vào công nghệ bảo vệ môi trường và chủ động tích hợp vào hoạt động sản xuất kinh doanh. Nền tảng của chiến lược này là mô hình kinh tế tuần hoàn, với hoạt động cốt lõi là tái chế giấy phế liệu để sản xuất giấy bao bì, trực tiếp làm giảm áp lực lên tài nguyên rừng và giảm phát thải. Công ty cũng gia tăng chi phí đầu tư cho (i) hệ thống xử lý nước thải, với công suất thiết kế 4,000m³/ngày đêm, hệ thống này không chỉ đảm bảo tuân thủ các quy chuẩn môi trường như QCVN 12-MT:2015/BTNMT, mà còn hướng đến mục tiêu năm 2030 giảm 20%-30% lượng nước sử dụng và tăng 20% tỷ lệ nước tái thu hồi; (ii) lắp đặt hệ thống điện mặt trời áp mái công suất 950 KWp, dự kiến giảm 1,000 – 1,200 tấn CO₂ mỗi năm. Chúng tôi cho rằng việc Ban lãnh đạo trực tiếp giám sát thực hiện các kế hoạch liên quan tới phát triển bền vững không chỉ giúp MZNS giảm thiểu tác động môi trường đặc thù của ngành mà còn tạo dựng lợi thế cạnh tranh trong trung và dài hạn.

Thiên Minh Rating xếp hạng tín nhiệm MZNS ở mức **BBB-** với triển vọng xếp hạng ở mức **Ổn định**. Điểm xếp hạng tín nhiệm phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về khả năng cải thiện tình hình tài chính trong năm 2026 và 2027 sau khi vượt qua giai đoạn áp lực tài chính trong ngắn hạn do đầu tư quy mô lớn. Chúng tôi kỳ vọng trong 12-18 tháng tới, MZNS sẽ triển khai thành công giai đoạn đầu tư này. Dây chuyền PM5 đi vào hoạt động ổn định từ năm 2026 và đạt 100% công suất vào năm 2027 sẽ giúp cải thiện đáng kể dòng tiền và đưa các chỉ số tài chính của Công ty về mức an toàn với chỉ số đòn bẩy Nợ vay/EBITDA giảm còn 4.6 lần và khả năng trả nợ FFO/Nợ vay tăng lên mức 13.3% vào năm 2027.

TRIỂN VỌNG XẾP HẠNG TÍN NHIỆM

Chúng tôi đánh giá triển vọng xếp hạng tín nhiệm của MZNS ở mức **Ổn định**, phản ánh quan điểm của chúng tôi về việc hồ sơ tín nhiệm của MZNS sẽ duy trì không đổi trong 12 – 18 tháng tới.

Các yếu tố có thể dẫn đến nâng bậc xếp hạng

Mức xếp hạng BBB- của MZNS có thể được nâng lên nếu:

- Dòng tiền hoạt động kinh doanh của Công ty tốt hơn đáng kể so với dự phóng, nhờ các sản phẩm có biên lợi nhuận cao như Kraftliner và Whitetop được đón nhận tích cực hơn dự phóng.
- Công ty đưa tỷ lệ đòn bẩy về mức trung bình ngành.

Các yếu tố có thể dẫn đến hạ bậc xếp hạng

Mức xếp hạng BBB- của MZNS có thể bị hạ nếu:

- Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh thấp hơn đáng kể so với dự phóng do dây chuyền PM5 chậm tiến độ hoặc sản lượng tiêu thụ thực tế thấp hơn đáng kể so với dự phóng.
- Công ty gia tăng đòn bẩy đáng kể, vượt xa trung bình ngành hoặc vượt quá khả năng huy động vốn bền vững trên thị trường.
- Tài sản hoặc nguồn vốn tự có tăng trưởng không như dự kiến ảnh hưởng đến khả năng đáp ứng các điều kiện giải ngân của các khoản huy động mới hoặc cam kết tài chính liên quan đến các khoản vay hiện hữu.

KỊCH BẢN DỰ PHÓNG

Các giả định chính cho kịch bản dự phóng cơ sở

- Dây chuyền PM3 thuộc giai đoạn 1 của nhà máy hoạt động ở mức 128% công suất thiết kế trong giai đoạn 2025-2027.
- Dây chuyền PM5 thuộc giai đoạn 2 của nhà máy dự kiến bắt đầu hoạt động vào tháng 4/2026 và đạt công suất 60% trong năm đầu, 100% trong các năm tiếp theo.
- Doanh thu bán hàng hóa thương mại năm 2025 đạt 2,100 tỷ đồng và giảm còn 1,600 tỷ đồng trong năm 2026 và 1,300 tỷ đồng trong năm 2027.
- Tổng chi phí đầu tư của dây chuyền PM5 khoảng 885 tỷ đồng được tài trợ bằng 30% vốn tự có (265 tỷ đồng), 17% từ phát hành trái phiếu (150 tỷ đồng) và 53% từ vốn vay ngân hàng (469 tỷ đồng). Trái phiếu có kỳ hạn 8 năm, đáo hạn năm 2033 với mức lãi suất 8% trả mỗi 6 tháng. Khoản vay ngân hàng có kỳ hạn 10 năm, cố định 8.2% trong năm 2025-2026, sau đó lãi suất thả nổi tương đương lãi tham chiếu cộng biên độ 3.5%. Khoản vay được ân hạn trả gốc trong 18 tháng kể từ ngày rút vốn đầu tiên và bắt đầu trả gốc từ năm 2027.
- Giá bán giấy tăng trưởng 1.0% hàng năm với giá nguyên vật liệu đầu vào tăng 1.0% mỗi năm.
- Tỷ trọng sản lượng từ năm 2025 của các chủng loại giấy của dây chuyền PM3 là 10% Medium, 70% Testliner, 20% Kraftliner và PM5 là 70% Testliner, 20% Kraftliner, 10% Whitetop.

Các chỉ số chính trong kịch bản cơ sở

Các chỉ số	Đơn vị	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	tỷ đồng	2,230	3,134	3,589	3,727	3,867
Lợi nhuận sau thuế	tỷ đồng	62	72	101	142	191
EBITDA	tỷ đồng	289	300	370	479	544
Hàng tồn kho	tỷ đồng	495	541	689	703	722
Tổng tài sản	tỷ đồng	3,068	3,593	4,426	4,374	4,367
Vay và nợ thuê tài chính	tỷ đồng	1,637	1,971	2,699	2,584	2,496
Tiền và các khoản tương đương tiền	tỷ đồng	142	22	25	29	100
Vốn chủ sở hữu	tỷ đồng	978	1,159	1,193	1,241	1,305
Biên EBITDA	%	12.9	9.6	10.3	12.9	14.1
FFO/Nợ vay	%	8.9	8.2	7.1	10.4	13.3
Nợ vay/EBITDA	lần	5.7x	6.6x	7.3x	5.4x	4.6x
Nguồn thanh khoản so với nhu cầu thanh khoản	lần	1.21x	1.08x	1.15x	1.20x	1.26x

Nguồn: MZNS, Thiên Minh Rating

PHƯƠNG PHÁP LUẬN XẾP HẠNG TÍN NHIỆM

Phương pháp luận xếp hạng tín nhiệm giải thích cách tiếp cận của Thiên Minh Rating 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 xếp hạng tín nhiệm tổ chức phi tài chính](#)

Hoặc tham khảo đường dẫn sau để biết thêm chi tiết về phương pháp luận xếp hạng chung:

[Phương pháp luận chung xếp hạng tín nhiệm](#)

LỊCH SỬ XẾP HẠNG TÍN NHIỆM

Công ty TNHH Miza Nghi Sơn

Lịch sử Xếp hạng tín nhiệm nhà phát hành

Ngày công bố
04/11/2025

Loại ý kiến
Xếp hạng tín nhiệm lần đầu

Điểm xếp hạng
BBB-

Triển vọng
Ổn định

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Phạm Hương Giang, Trưởng nhóm phân tích

Vũ Thị Tuyết Mai, Chuyên viên phân tích

HỘI ĐỒNG XẾP HẠNG TÍN NHIỆM

Nguyễn Anh Duy, Chủ tịch Hội đồng

Nguyễn Duy Anh, Thành viên Hội đồng

Nguyễn Duy Tùng, Thành viên Hội đồng

KÊ KHAI THÔNG TIN SỞ HỮU LIÊN QUAN

Tại thời điểm công bố báo cáo, 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 công bố kết quả xếp hạng tín nhiệm:

- Tỷ lệ sở hữu cổ phần tại Thiên Minh Rating của MZNS: *không có*
- Tỷ lệ sở hữu cổ phần tại MZNS của Thiên Minh Rating: *không có*
- Tỷ lệ sở hữu cổ phần tại MZNS của các nhân viên khác của Thiên Minh Rating: *không có*
- Giá trị trái phiếu của Thiên Minh Rating sở hữu bởi MZNS: *không có*
- Giá trị trái phiếu của MZNS sở hữu bởi Thiên Minh Rating: *không có*
- Giá trị các công cụ nợ khác của Thiên Minh Rating sở hữu bởi MZNS: *không có*
- Giá trị các công cụ nợ khác của MZNS sở hữu bởi Thiên Minh Rating: *không có*

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

Thiên Minh Rating duy trì một chính sách độc lập nghiêm ngặt 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.

ĐẠI DIỆN CÔNG TY CỔ PHẦN XẾP HẠNG TÍN NHIỆM THIÊN MINH

Báo cáo Kết quả xếp hạng tín nhiệm số: RN0001-01-202511



BÙI THẾ TOÀN

Tổng Giám đốc

Hà Nội, ngày 04 tháng 11 năm 2025

PHỤ LỤC 1: THANG XẾP HẠNG TRONG DÀI HẠN CỦA TỔ CHỨC PHÁT HÀNH

Định nghĩa và giải thích	Thang điểm
‘AAA’ là bậc xếp hạng tín nhiệm cao nhất trong thang xếp hạng của Thiên Minh Rating. Tổ chức phát hành được xếp hạng này có khả năng rất cao trong việc đáp ứng các cam kết về nghĩa vụ tài chính.	AAA
Tổ chức phát hành được xếp hạng ‘AA’ có khả năng cao trong việc thực hiện các cam kết tài chính. Đồng thời, bậc xếp hạng ‘AA’ cũng không quá cách biệt so với mức xếp hạng ‘AAA’.	AA+, AA, AA-
Tổ chức phát hành được xếp hạng ‘A’ có khả năng tương đối cao trong việc đáp ứng các nghĩa vụ tài chính, tuy nhiên khả năng này có thể bị tác động trước các thay đổi bất lợi trong môi trường kinh doanh và điều kiện kinh tế.	A+, A, A-
Tổ chức phát hành được xếp hạng ‘BBB’ có khả năng đáp ứng đầy đủ các cam kết tài chính. Tuy nhiên, khả năng này dễ bị tác động trước các thay đổi bất lợi trong môi trường kinh doanh và điều kiện kinh tế.	BBB+, BBB, BBB-
Tổ chức phát hành được xếp hạng ‘BB’ sẽ ít bị ảnh hưởng trong ngắn hạn hơn các nhà phát hành bị xếp hạng thấp hơn. Tuy nhiên, việc dễ phải chịu ảnh hưởng lớn từ những vấn đề bất ổn trong hoạt động kinh doanh và điều kiện kinh tế, tài chính bất lợi có thể khiến doanh nghiệp/ định chế không đủ khả năng đáp ứng các nghĩa vụ tài chính.	BB+, BB, BB-
Tổ chức phát hành được xếp hạng ‘B’ sẽ có khả năng mất khả năng thanh toán cao hơn mức ‘BB’, song vẫn đủ khả năng thanh toán các nghĩa vụ tài chính. Các điều kiện kinh doanh, tài chính, kinh tế bất lợi hoàn toàn có thể làm suy giảm khả năng hay mức độ sẵn sàng đáp ứng các cam kết tài chính.	B+, B, B-
Tổ chức phát hành được xếp hạng ‘CCC’ đang trong tình trạng dễ bị tác động tiêu cực bởi rủi ro mất khả năng thanh toán và chỉ đáp ứng được các nghĩa vụ tài chính khi tình hình kinh doanh, tài chính, kinh tế ở điều kiện thuận lợi.	CCC+, CCC, CCC-
Tổ chức phát hành được xếp hạng ‘CC’ đang trong tình trạng phải đối mặt với rủi ro mất khả năng thanh toán. Viễn cảnh mất khả năng thanh toán chưa xảy ra nhưng theo ước đoán sẽ xảy ra trong tương lai, dù chưa chắc chắn về thời điểm mất khả năng thanh toán.	CC
Tổ chức phát hành được xếp hạng ở mức ‘C’ đang trong tình trạng phải đối mặt với rủi ro mất khả năng thanh toán sẽ có khả năng thu hồi được vốn hoặc lãi thấp hơn so với các mức đánh giá cao hơn.	C

PHỤ LỤC 2: THANG ĐIỂM ĐÁNH GIÁ CÁC TIÊU CHÍ

NĂNG LỰC KINH DOANH		RỦI RO TÀI CHÍNH	
T1 Rất tốt	Năng lực kinh doanh rất tốt.	T1 Rủi ro rất thấp	Rủi ro tài chính rất thấp, có khả năng rất cao trong việc đáp ứng các cam kết tài chính.
T2 Tốt	Năng lực kinh doanh tốt nhưng có khả năng bị ảnh hưởng bởi điều kiện kinh tế bất lợi và thay đổi hoàn cảnh.	T2 Rủi ro thấp	Rủi ro tài chính thấp, có khả năng cao trong việc đáp ứng các cam kết tài chính.
T3 Trên trung bình	Năng lực kinh doanh trên trung bình nhưng bị ảnh hưởng bởi điều kiện kinh tế bất lợi và thay đổi hoàn cảnh.	T3 Rủi ro dưới trung bình	Rủi ro tài chính dưới trung bình, có khả năng tương đối cao trong việc đáp ứng các nghĩa vụ tài chính, tuy nhiên khả năng này có thể bị tác động trước các thay đổi bất lợi trong môi trường kinh doanh và điều kiện kinh tế.
T4 Trung bình	Năng lực kinh doanh trung bình, dễ bị ảnh hưởng trước các diễn biến bất lợi của nền kinh tế.	T4 Rủi ro trung bình	Rủi ro tài chính trung bình, có khả năng đáp ứng đầy đủ các cam kết tài chính, tuy nhiên, khả năng này dễ bị tác động trước các thay đổi bất lợi trong môi trường kinh doanh và điều kiện kinh tế.
T5 Dưới trung bình	Năng lực kinh doanh dưới trung bình, bị tác động tiêu cực bởi các diễn biến bất lợi của nền kinh tế.	T5 Rủi ro trên trung bình	Rủi ro tài chính trên trung bình, việc dễ phải chịu ảnh hưởng lớn từ những vấn đề bất ổn trong hoạt động kinh doanh và điều kiện kinh tế, tài chính bất lợi có thể khiến doanh nghiệp/ định chế không đủ khả năng đáp ứng các nghĩa vụ tài chính.
T6 Yếu	Năng lực kinh doanh yếu. Nhạy cảm với các điều kiện kinh doanh, tài chính và kinh tế.	T6 Rủi ro cao	Rủi ro tài chính cao, có khả năng mất khả năng thanh toán, song vẫn đủ khả năng thanh toán các nghĩa vụ tài chính. Các điều kiện kinh doanh, tài chính, kinh tế bất lợi hoàn toàn có thể làm suy giảm khả năng hay mức độ sẵn sàng đáp ứng các cam kết tài chính.
T7 Rất yếu	Năng lực kinh doanh rất yếu. Rất nhạy cảm với các điều kiện kinh doanh, tài chính và kinh tế.	T7 Rủi ro rất cao	Rủi ro tài chính rất cao, đang trong tình trạng đối mặt hoặc dễ bị tác động tiêu cực bởi rủi ro mất khả năng thanh toán và chỉ đáp ứng được các nghĩa vụ tài chính khi tình hình kinh doanh, tài chính, kinh tế ở điều kiện thuận lợi.
T8 Cực kỳ yếu	Năng lực kinh doanh cực kỳ yếu. Cực kỳ nhạy cảm với các điều kiện kinh doanh, tài chính và kinh tế.	T8 Rủi ro cực kỳ cao	Rủi ro tài chính cực kỳ cao, đang trong tình trạng đối mặt hoặc dễ bị tác động tiêu cực bởi rủi ro mất khả năng thanh toán và khó đáp ứng được các nghĩa vụ tài chính khi tình hình kinh doanh, tài chính, kinh tế ngay ở trong điều kiện thuận lợi.

2025 CÔNG TY CỔ PHẦN XẾP HẠNG TÍN NHIỆM THIÊN MINH (“THIÊN MINH RATING”)

Xếp hạng tín nhiệm (“XHTN”) của Thiên Minh Rating là những ý kiến về rủi ro tín dụng tương đối trong tương lai của một tổ chức phát hành hoặc một tổ chức có công cụ nợ được xếp hạng tín nhiệm. XHTN sẽ đánh giá các rủi ro cơ bản theo quy định của pháp luật Việt Nam (bao gồm nghị định 88/2014/NĐ-CP ngày 26 tháng 9 năm 2014 của chính phủ Việt Nam) về dịch vụ xếp hạng tín nhiệm tùy từng thời điểm, xếp hạng tín nhiệm không giải quyết bất kỳ rủi ro nào khác, bao gồm nhưng không giới hạn ở rủi ro thanh khoản, rủi ro giá trị thị trường hoặc biến động giá cả. Kết quả XHTN mang tính dự báo và dựa trên các giả định về diễn biến trong tương lai, do đó không thể được xác minh hoàn toàn tại thời điểm công bố. Ngay cả khi dữ liệu hiện tại đã được xác minh, kết quả xếp hạng vẫn có thể bị ảnh hưởng bởi các sự kiện hoặc yếu tố không lường trước. Báo cáo XHTN, các đánh giá, ý kiến và tài liệu phát hành của Thiên Minh Rating không phải là tư vấn đầu tư tài chính và không bao hàm, ám chỉ hay hướng dẫn bất kỳ ai trong việc mua, bán hay nắm giữ cổ phiếu, vốn góp hay công cụ nợ nào. Xếp hạng tín nhiệm cũng không đánh giá tính hợp lý của giá thị trường, sự phù hợp của công cụ nợ với nhà đầu tư cụ thể, hay các vấn đề liên quan khác.

Thiên Minh Rating không tham gia vào hoạt động tư vấn phát hành, quản lý rủi ro, bảo lãnh phát hành hay phân phối với tổ chức được xếp hạng tín nhiệm hay tổ chức có công cụ nợ được xếp hạng tín nhiệm. Khi đưa ra báo cáo kết quả xếp hạng tín nhiệm và các báo cáo khác, Thiên Minh Rating dựa trên dữ liệu thực tế nhận được từ khách hàng, các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin hợp pháp khác. Thiên Minh Rating có thể tiến hành nhưng không bắt buộc quy trình đánh giá và xác minh thông tin được cung cấp. Tuy nhiên, mức độ đánh giá và xác minh của Thiên Minh Rating thay đổi tùy theo bản chất của tổ chức phát hành hay công cụ nợ được xếp hạng, yêu cầu phân tích, đánh giá, thẩm định đầu tư, yêu cầu pháp lý, tính minh bạch của thông tin công khai, khả năng tiếp cận ban lãnh đạo và các xác minh từ bên thứ ba như báo cáo kiểm toán, báo cáo thẩm định, báo cáo kỹ thuật, ý kiến pháp lý và các tài liệu liên quan khác. Thiên Minh Rating không đảm bảo tính chính xác hoặc đầy đủ tuyệt đối của tất cả thông tin sử dụng trong quá trình xếp hạng hoặc lập báo cáo. Trách nhiệm về tính chính xác và đầy đủ của thông tin thuộc về tổ chức phát hành trong các tài liệu công bố.

Thiên Minh Rating không cam kết rằng báo cáo này hoặc bất kỳ nội dung nào của báo cáo sẽ đáp ứng mọi yêu cầu của người đọc. Xếp hạng của Thiên Minh Rating là ý kiến về mức độ tín nhiệm của một tổ chức phát hành hoặc công cụ nợ. Ý kiến này và các báo cáo khác của Thiên Minh Rating dựa trên các tiêu chí và phương pháp đánh giá được thiết lập và Thiên Minh Rating liên tục đánh giá, cập nhật phương pháp đó. Do đó, báo cáo xếp hạng tín nhiệm và các báo cáo khác là sản phẩm của Thiên Minh Rating mà không có một cá nhân hoặc nhóm cá nhân nào chịu trách nhiệm duy nhất về một báo cáo cụ thể này. Tất cả các báo cáo của Thiên Minh Rating đều có sự đóng góp của nhiều tác giả. Một báo cáo xếp hạng tín nhiệm của Thiên Minh Rating không phải là bản cáo bạch và không thay thế thông tin mà tổ chức phát hành cung cấp cho nhà đầu tư khi bán công cụ nợ. Văn bản này, bao gồm tất cả nội dung, phân tích và tài liệu được trình bày ở đây, là tài sản độc quyền của Thiên Minh Rating và được bảo vệ bởi luật bản quyền hiện hành.

Tất cả các quyền, quyền sở hữu và lợi ích trong và đối với báo cáo và nội dung của nó, bao gồm nhưng không giới hạn ở văn bản, đồ họa, dữ liệu và các tài sản trí tuệ khác, đều thuộc sở hữu hoặc cấp phép của Thiên Minh Rating. Không một phần nào của báo cáo này có thể được sao chép, phân phối hoặc truyền tải dưới bất kỳ hình thức nào hoặc bằng bất kỳ phương tiện nào, bao gồm sao chụp, ghi âm hoặc lưu trữ điện tử, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của Thiên Minh Rating. Việc sử dụng, sao chép hoặc phân phối trái phép báo cáo này hoặc bất kỳ nội dung nào của báo cáo này đều bị cấm và có thể vi phạm luật bản quyền, nhãn hiệu hoặc luật sở hữu trí tuệ khác. Bất kỳ việc sử dụng hoặc sửa đổi trái phép nội dung của báo cáo đều có thể dẫn đến hành động pháp lý. Tất cả các nhãn hiệu, nhãn hiệu dịch vụ và logo được sử dụng trong báo cáo này là tài sản của chủ sở hữu tương ứng.

