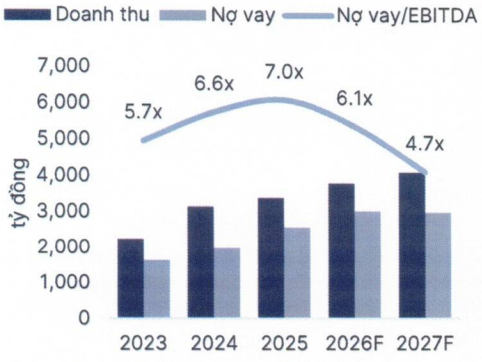
Thien Minh Rating

Cập nhật Xếp hạng Tín nhiệm Tổ chức phát hành

Công ty TNHH Miza Nghi Sơn
Ngành: Sản xuất giấy
Ngày 27/05/2026

XẾP HẠNG TÍN NHIỆM - CẬP NHẬT	
NĂNG LỰC KINH DOANH	**Trên trung bình**
Hồ sơ ngành	Trung bình
Lợi thế cạnh tranh	Trên trung bình
Quy mô, Phạm vi, Sự đa dạng	Trên trung bình
Hiệu quả hoạt động	Trung bình
Khả năng sinh lời	Trên trung bình
RỦI RO TÀI CHÍNH	**Rủi ro trên trung bình**
Đòn bẩy và Dòng tiền	Rủi ro trên trung bình
Thanh khoản	Rủi ro trên trung bình
Chính sách tài chính	Rủi ro trên trung bình
RỦI RO CỐT LÕI	**BBB-**
Yếu tố điều chỉnh	-
MỨC XẾP HẠNG DÀI HẠN	**BBB-**
TRIỂN VỌNG XẾP HẠNG	**Ổn định**

Hình 1: Chỉ số tài chính



Nguồn: MZNS, Thiên Minh Rating ("TMR") dự phóng

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty TNHH Miza Nghi Sơn ("Công ty", "MZNS") được thành lập vào năm 2018, thuộc sở hữu 100% của Công ty Cổ phần Miza ("MZG", "Công ty mẹ"). Công ty chuyên cung cấp các sản phẩm giấy sóng (Medium), giấy mặt (Testliner/Kraftliner), hiện có thị phần lớn nhất tại khu vực miền Bắc theo doanh thu. Nhà máy của Công ty đặt tại xã Trường Lâm, Thanh Hóa, với tổng diện tích 8,87 ha và tổng vốn đầu tư 1.888 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 dây chuyền PM5 giai đoạn 2 đạt công suất tối đa vào năm 2027.

Tóm tắt cơ sở xếp hạng tín nhiệm

Thiên Minh Rating duy trì xếp hạng tín nhiệm dài hạn của MZNS ở mức BBB- với triển vọng Ổn định. Quyết định duy trì xếp hạng phản ánh quan điểm của chúng tôi về khả năng sinh lời của Công ty đang tiếp tục cải thiện, qua đó bù đắp phần nào tác động tiêu cực từ việc điều chỉnh tăng tổng mức đầu tư dây chuyền PM5 và việc lùi thời hạn vận hành thương mại từ tháng 4/2026 sang dự kiến Q3/2026.

Việc điều chỉnh tăng tổng mức đầu tư và kéo dài tiến độ dây chuyền PM5 tạo áp lực nhất định lên hồ sơ tài chính của Công ty. Tổng giá trị đầu tư cho dây chuyền PM5 được điều chỉnh từ 885 tỷ lên 1.355 tỷ do cập nhật chi phí thiết bị. Để tài trợ dự án, MZNS đã phát hành thành công lô trái phiếu MZN12501 trị giá 150 tỷ vào tháng 12/2025 - kỳ hạn 7 năm, lãi suất thả nổi tương đương lãi suất tham chiếu cộng biên độ 2,7% và gia tăng nợ vay ngân hàng khoảng 623 tỷ trong 2025 và Q1/2026. Công ty dự kiến tiếp tục giải ngân khoảng 175 tỷ vốn vay ngân hàng trong năm 2026. Chúng tôi cho rằng điều chỉnh này sẽ gây áp lực lên cấu trúc vốn và dòng tiền trong ngắn hạn trước khi dự án đi vào vận hành ổn định, đặc biệt trong bối cảnh tỷ lệ đòn bẩy hiện ở mức tương đối cao và mặt bằng lãi suất vay duy trì ở mức cao với xu hướng tiếp tục gia tăng.

Kết quả kinh doanh năm 2025 và Q1/2026 cải thiện, phù hợp với dự phóng của chúng tôi, nhờ điều kiện ngành thuận lợi và tối ưu cơ cấu sản phẩm. Năm 2025, doanh thu Công ty đạt 3.374 tỷ đồng (7,6% YoY), EBITDA đạt 369 tỷ đồng (23,1% YoY), với biên EBITDA đạt 10,9%, sát với mức dự phóng của chúng tôi tại Báo cáo tháng 11/2025 (link). Trong Q1/2026, mặc dù doanh thu giảm 4,6% YoY, lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế lần lượt tăng 27,6% YoY và 63,9% YoY, với biên EBITDA cải thiện lên mức 13,0%. Diễn biến này phản ánh tác động tích cực từ (i) xu hướng giá bán tăng trong điều kiện cầu nội địa mạnh và (ii) việc Công ty chủ động giảm tỷ trọng sản phẩm RCP và hàng thương mại có biên lợi nhuận thấp. Theo đó, các chỉ tiêu tài chính cũng ghi nhận diễn biến tích cực hơn, với Nợ vay/EBITDA LTM giảm xuống 6,8x tại Q1/2026, so với mức 7,0x tại Q4/2025, cho thấy áp lực tài chính đã phần nào được cải thiện.

Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng khả năng sinh lời tiếp tục cải thiện, tuy nhiên đòn bẩy tài chính giảm chậm hơn so với dự phóng trước do tác động từ việc điều chỉnh tổng mức đầu tư dự án PM5. Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2026 của Công ty tăng 11,9%, biên EBITDA đạt 13,0% được hỗ trợ bởi nhu cầu giấy bao bì trong nước tiếp tục tăng. Các dự phóng này gần như giữ nguyên so với dự phóng trước do việc chậm tiến độ của PM5 được bù đắp bởi diễn biến giá bán thuận lợi. Tuy nhiên, chỉ số đòn bẩy Nợ vay/EBITDA kỳ vọng giảm nhẹ về 6,1x (so với mức 7,0x năm 2025) - cao hơn đáng kể so với mức 5,4x trong dự báo trước do nhu cầu vay nợ bổ sung để tài trợ dự án PM5. Công ty mẹ dự kiến phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với giá trị khoảng 300 tỷ đồng để góp vốn vào MZNS. Nếu kế hoạch tăng vốn thành công, chỉ số đòn bẩy Nợ vay/EBITDA kỳ vọng sẽ giảm còn 5,5x. Thanh khoản dự kiến duy trì với chỉ số nguồn thanh khoản/nhu cầu thanh khoản ở mức 1,13x - biên an toàn là tương đối mỏng trong bối cảnh nhu cầu vốn đầu tư và mở rộng hoạt động ở mức cao. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng khả năng hỗ trợ tài chính từ MZG cho MZNS là hạn chế trong giai đoạn này. MZG đang theo đuổi chiến lược mở rộng quy mô với kế hoạch đầu tư dự án nhà máy giấy PM7 và Khu công nghiệp Miza Nghi Sơn (tổng vốn đầu tư khoảng 1.400 tỷ đồng), trong khi đòn bẩy tài chính của Công ty mẹ vốn đã ở mức cao.

Chúng tôi duy trì quan điểm về xu hướng cải thiện hoạt động kinh doanh của MZNS. Tuy nhiên, tình hình tài chính của Công ty hiện đang ở trạng thái nhạy cảm hơn so với kỳ xếp hạng trước, phụ thuộc đáng kể vào (i) tiến độ và hiệu quả vận hành của dây chuyền PM5, và (ii) sức cầu giấy bao bì nội địa trong bối cảnh mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao với xu hướng tiếp tục gia tăng. Ngoài ra, các bất ổn địa chính trị đang tạo áp lực gia tăng lên chi phí đầu vào và chi phí logistics, có thể ảnh hưởng tiêu cực đến sức cầu nội địa về giấy bao bì. Các yếu tố này diễn ra trong khi đòn bẩy tài chính ở mức cao, khiến dư địa hấp thụ các diễn biến bất lợi tương đối hạn chế. Chúng tôi tiếp tục tập trung cập nhật các diễn biến này - đây là những yếu tố trọng yếu có thể ảnh hưởng đến triển vọng hoặc mức xếp hạng tín nhiệm của Công ty trong thời gian tới.

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 nếu các diễn biến thuận lợi dưới đây xảy ra riêng lẻ hoặc đồng thời:

- Tỷ lệ đòn bẩy thấp hơn đáng kể so với dự phóng. Ví dụ chỉ số FFO/Nợ vay trung bình tăng trên mức 13,2%, được hỗ trợ bởi một hoặc kết hợp các yếu tố: (i) 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 được đón nhận tích cực hơn dự phóng; (ii) Công ty tăng vốn chủ sở hữu.

Các yếu tố có thể dẫn đến hạ bậc xếp hạng

Mức xếp hạng BBB- của MZNS có thể bị hạ nếu các diễn biến không thuận lợi dưới đây xảy ra riêng lẻ hoặc đồng thời:

- Khả năng sinh lời thấp hơn đáng kể so với dự phóng. Ví dụ biên EBITDA thấp hơn mức 9,2% do: (i) chi phí nguyên vật liệu tăng cao đột biến trong khi Công ty không thể chuyển phần chi phí tăng thêm vào giá bán; (ii) sản lượng tiêu thụ thực tế thấp hơn đáng kể so với dự phóng; (iii) dây chuyền PM5 chậm tiến độ.
- Công ty gia tăng đòn bẩy đáng kể, ví dụ chỉ số Nợ vay/EBITDA lớn hơn 8,5 lần 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 dự phóng chính cho kịch bản dự phóng cơ sở

- Dây chuyền PM3 thuộc giai đoạn 1 của nhà máy hoạt động ở mức 133% công suất thiết kế trong giai đoạn 2026-2027.
- Dây chuyền PM5 thuộc giai đoạn 2 của nhà máy dự kiến bắt đầu vận hành thương mại vào Q3/2026 và đạt công suất 40% trong năm đầu, 100% trong các năm tiếp theo. Tổng chi phí đầu tư của dây chuyền PM5 khoảng 1.355 tỷ đồng được tài trợ bằng 30% vốn tự có (406 tỷ đồng), 11% từ phát hành trái phiếu (150 tỷ đồng) và 59% từ vốn vay ngân hàng (798 tỷ đồng). Trong 3 quý cuối năm 2026, Công ty sẽ giải ngân khoảng 175 tỷ từ ngân hàng để tài trợ cho dự án.
- 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 2026 của các chủng loại giấy của dây chuyền PM3 là 12% Medium, 76% Testliner, 12% Kraftliner và PM5 là 65% Testliner, 35% Kraftliner.
- Công ty chi trả cổ tức trung bình khoảng 59% trong giai đoạn 2026-2027.
- Công ty mẹ dự kiến phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với giá trị khoảng 300 tỷ đồng để góp vốn vào MZNS. Kế hoạch tăng vốn này hiện chưa phản ánh trong kịch bản dự phóng cơ sở.

Các chỉ số chính trong kịch bản dự phóng cơ sở

					Dự báo trước		Dự báo mới s/v trước	Giải thích
Các chỉ số	Đơn vị	2025	2026F*	2027F*	2026F	2027F	2026F	
Doanh thu	tỷ đồng	3.374	3.777	4.082	3.727	3.867	50	Doanh thu sản xuất giảm do dây chuyền PM5 lùi tiến độ, được bù đắp bởi doanh thu thương mại
Lợi nhuận sau thuế	tỷ đồng	113	124	202	142	191	(18)	Lợi nhuận sau thuế giảm chủ yếu do đóng góp từ PM5 bị trì hoãn và chi phí tài chính gia tăng
EBITDA	tỷ đồng	369	490	633	479	544	11	
Hàng tồn kho	tỷ đồng	596	684	723	703	722	(19)	
Tổng tài sản	tỷ đồng	4.169	4.888	4.925	4.374	4.367	514	Tổng tài sản tăng chủ yếu do tổng mức đầu tư PM5 được điều chỉnh tăng
Vay và nợ thuê tài chính	tỷ đồng	2.564	3.000	2.973	2.584	2.496	416	Vay nợ tăng cao hơn nhằm tài trợ bổ sung cho dự án PM5
Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	180	84	82	29	100	55	
Vốn chủ sở hữu	tỷ đồng	1.222	1.272	1.357	1.241	1.305	31	
Biên EBITDA	%	10,9	13,0	15,5	12,9	14,1	10bps	Biên EBITDA tăng nhẹ do giá bán cải thiện, bù đắp một phần việc dây chuyền PM5 lùi tiến độ làm thay đổi cơ cấu sản phẩm
FFO/Nợ vay	%	8,2	8,5	12,5	10,4	13,3	(190bps)	FFO/Nợ vay giảm do Nợ vay tăng đồng thời FFO giảm do chi phí lãi vay tăng
Nợ vay/EBITDA	lần	7,0x	6,1x	4,7x	5,4x	4,6x	0,7x	Nợ vay/EBITDA tăng chủ yếu do nợ vay bổ sung cho dự án PM5
Nguồn thanh khoản so với nhu cầu thanh khoản	lần	1,22x	1,13x	1,20x	1,20x	1,26x	(0,07x)	

*Nguồn: MZNS, * số liệu dự phóng của TMR*
Ghi chú: s/v - so với

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	Loại ý kiến	Điểm xếp hạng	Triển vọng
04/11/2025	Xếp hạng tín nhiệm lần đầu	BBB-	Ổn định
27/05/2026	Cập nhật xếp hạng tín nhiệm	BBB-	Ổn định

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Phạm Hương Giang, Trưởng nhóm phân tích (Email: giangph@tmr.vn)

HỘI ĐỒNG XẾP HẠNG TÍN NHIỆM

Nguyễn Anh Duy, Chủ tịch Hội đồng (Email: duyna@tmr.vn)
Lại Thế Ngọc, Thành viên Hội đồng (Email: ngoclt@tmr.vn)
Nguyễn Duy Tùng, Thành viên Hội đồng (Email: tungnd@tmr.vn)

KÊ KHAI THÔNG TIN NGƯỜI SỞ HỮU

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.

CÔNG TY CỔ PHẦN XẾP HẠNG TÍN NHIỆM THIÊN MINH
Báo cáo Kết quả xếp hạng tín nhiệm số: RN0001-02-202605

M.S.D.N: 0109307286 - C.T.C.P - CÔNG TY CỔ PHẦN XẾP HẠNG TÍN NHIỆM THIÊN MINH - Q. BA ĐÌNH - T.P HÀ NỘI

NGUYỄN ANH DUY
Giám đốc Nghiên cứu và Phân tích
Hà Nội, ngày 27 tháng 05 năm 2026

PHỤ LỤC 1: THANG ĐIỂM ĐÁNH GIÁ DÀI HẠN CỦA TỔ CHỨC PHÁT HÀNH

Các xếp hạng của Thiên Minh Rating đối với tổ chức phát hành được xây dựng trong phạm vi so sánh giữa các tổ chức và giao dịch tại Việt Nam. Hệ thống ký hiệu này được thiết kế phù hợp với mục tiêu, phạm vi áp dụng và đặc thù phương pháp đánh giá của Thiên Minh Rating; do đó, việc đối chiếu hoặc quy chiếu trực tiếp với thang xếp hạng của các tổ chức khác có thể không phản ánh đầy đủ hoặc chính xác ý nghĩa của các mức xếp hạng do Thiên Minh Rating công bố.

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: CÔNG THỨC CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

CHỈ SỐ	CÔNG THỨC
EBITDA (Lợi nhuận trước thuế, lãi vay, khấu hao)	= Lợi nhuận trước thuế + Lãi vay + Khấu hao
FFO (Dòng tiền từ hoạt động)	= EBITDA – Chi phí lãi vay đã trả – Thuế Thu nhập doanh nghiệp đã nộp
DIO (Số ngày hàng tồn kho)	= 365/Trung bình hàng tồn kho * Giá vốn hàng bán
DSO (Số ngày phải thu)	= 365/Trung bình phải thu khách hàng * Doanh thu thuần
DPO (Số ngày phải trả)	= 365/Trung bình phải trả người bán * Giá vốn hàng bán
CCC (Vòng quay tiền mặt)	= Số ngày hàng tồn kho + Số ngày phải thu – Số ngày phải trả
A (Nguồn thanh khoản)	= Các dòng tiền thu
B (Nhu cầu thanh khoản)	= Các dòng tiền chi
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu	= (Nợ vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn + dài hạn) / Vốn chủ sở hữu
Nợ vay / EBITDA	= (Nợ vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn + dài hạn) / EBITDA
FFO / Nợ vay	= FFO / (Nợ vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn + dài hạn)
CFO / Nợ vay	= Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh / (Nợ vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn + dài hạn)
EBITDA / Lãi vay	= EBITDA / Chi phí lãi vay
Biên lợi nhuận gộp	= Lợi nhuận gộp / Doanh thu thuần
Biên EBITDA	= EBITDA / Doanh thu thuần
D/E	= Nợ phải trả / Vốn chủ sở hữu
A/B (Nguồn thanh khoản trên nhu cầu thanh khoản)	= Nguồn thanh khoản / Nhu cầu thanh khoản
A-B (Cân đối nguồn thanh khoản)	= Nguồn thanh khoản – Nhu cầu thanh khoản

LIÊN HỆ DỊCH VỤ KHÁCH HÀNG
Ông Nguyễn Mạnh Đức, Trưởng phòng Phát triển Kinh doanh
Email: TMR.MarketExecutives@tmr.vn
Số điện thoại: (+84) 878979897

© 2026 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 công cụ nợ. 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, TMR 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. TMR 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 TMR 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. TMR 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.

TMR 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 TMR 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 TMR dựa trên các tiêu chí và phương pháp đánh giá được thiết lập và TMR 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 TMR 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 TMR đều có sự đóng góp của nhiều tác giả. Một báo cáo xếp hạng tín nhiệm của TMR 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.