

Phương pháp luận Xếp hạng Tín nhiệm: Tài trợ dự án

Tháng 3/2026

Nội dung

Giới thiệu.....	3
Các Yếu Tố Xếp Hạng Tín Nhiệm Tiêu Chuẩn	5
Các yếu tố điều chỉnh	22
Phân tích theo kịch bản.....	24
Đánh giá các yếu tố hỗ trợ khác.....	24
Xếp hạng tổ chức phát hành và công cụ nợ.....	25
Hạn chế chung của phương pháp luận	25
Hạn chế của thẻ điểm.....	25

Giới thiệu

Trong phương pháp luận xếp hạng tín nhiệm này¹, chúng tôi trình bày cách tiếp cận tổng thể trong đánh giá rủi ro tín dụng đối với các dự án cơ sở hạ tầng tại Việt Nam (sau đây gọi là “dự án”) và xếp hạng tín nhiệm tổ chức phát hành và công cụ nợ².

Chúng tôi định nghĩa các dự án cơ sở hạ tầng là những pháp nhân được thành lập với phạm vi hoạt động giới hạn ở việc sở hữu hoặc vận hành một tài sản đơn lẻ hoặc một nhóm tài sản theo hình thức nhượng quyền khai thác, hợp đồng dự án, giấy phép, hợp đồng cho thuê hoặc các thỏa thuận có tính chất tương tự. Các dự án này nhìn chung bị hạn chế đáng kể trong việc mở rộng hoạt động kinh doanh mới, chuyển nhượng tài sản hoặc thực hiện hoạt động mua bán, sáp nhập. Các dự án này có thể được tài trợ bởi nợ vay dưới nhiều hình thức, từ nợ không tài sản bảo đảm cho đến các cấu trúc nợ tài trợ dự án được bảo đảm toàn bộ. Khi dự án có các đặc điểm cấu trúc ngoài các đặc điểm điển hình của một giao dịch tài trợ dự án, chúng tôi xem xét mức độ giảm thiểu rủi ro mà các đặc điểm đó mang lại cho chủ nợ và phản ánh trong kết quả xếp hạng tín nhiệm.

Các dự án được đánh giá trong phạm vi của phương pháp luận này sở hữu danh mục tài sản đa dạng, bao gồm hạ tầng giao thông (trạm thu phí, sân bay, cảng biển), hạ tầng phát điện và truyền tải điện, cơ sở xử lý nước và nước thải, cùng nhiều loại tài sản hạ tầng thiết yếu khác. Phương pháp này cũng được áp dụng đối với các dự án triển khai theo mô hình đối tác công tư (PPP), có doanh thu chủ yếu đến từ các khoản thanh toán được xác lập dựa trên hiệu suất và mức độ đáp ứng các thông số kỹ thuật theo hợp đồng.

Các tổ chức phát hành được xếp hạng theo phương pháp luận này thường sở hữu các đặc điểm điển hình của cấu trúc tài trợ dự án, bao gồm phạm vi hoạt động kinh doanh giới hạn, sở hữu quyền vận hành tài sản và thu phí trong một khoảng thời gian xác định theo hợp đồng (ví dụ: thỏa thuận bao tiêu), chịu quản lý chặt chẽ dòng tiền nhằm ưu tiên nghĩa vụ trả nợ, cơ chế không truy đòi đối với nhà tài trợ dự án và các giới hạn về phân phối lợi nhuận cho cổ đông.

Đối với các tổ chức phát hành có danh mục đầu tư bao gồm nhiều dự án hoặc các hoạt động kinh doanh ngoài phạm vi dự án, chúng tôi có thể áp dụng kết hợp phương pháp xếp hạng này cùng với phương pháp xếp hạng doanh nghiệp phi tài chính tùy từng trường hợp cụ thể. Việc kết hợp nhằm phản ánh đầy đủ các yếu tố quyết định khả năng trả nợ của tổ chức phát hành, bao gồm hồ sơ tín dụng độc lập của dự án, sức mạnh tài chính của nhóm công ty trên phạm vi hợp nhất, cùng các chỉ số về đòn bẩy và khả năng bao phủ lãi vay của tổ chức phát hành.

Chúng tôi cũng phân tích các yếu tố định tính và định lượng có thể ảnh hưởng đáng kể đến kết quả xếp hạng. Chúng tôi cũng bao gồm trong đánh giá các yếu tố cấu trúc đặc thù của tài trợ dự án được thiết kế nhằm giảm thiểu rủi ro tín dụng. Đồng thời, chúng tôi cân nhắc các yếu tố khác, vốn có thể mang ý nghĩa tín dụng khác nhau giữa các tổ chức phát hành hoặc chỉ liên quan trong những bối cảnh cụ thể. Với tính chất định hướng tương lai của kết quả xếp hạng tín nhiệm, chúng tôi thường tích hợp các đánh giá định tính về xu hướng rủi ro và các yếu tố giảm thiểu rủi ro.

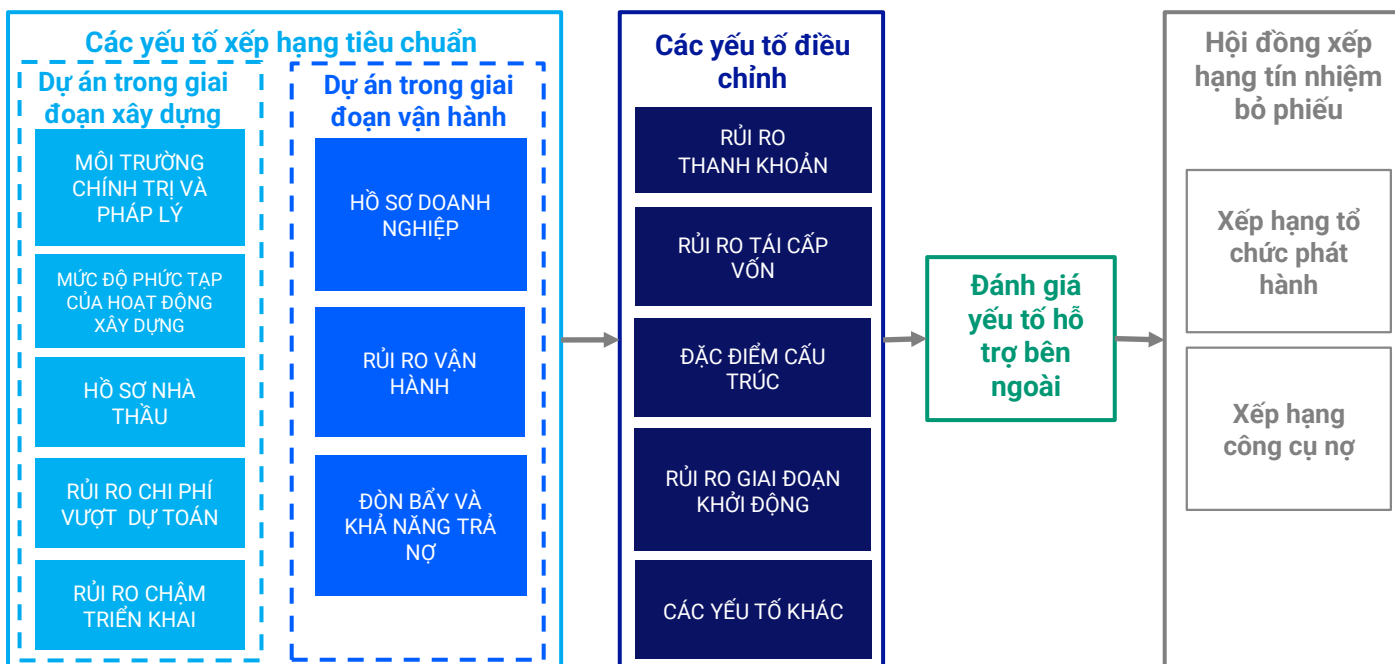
¹ Các phương pháp xếp hạng tín nhiệm mô tả khung phân tích mà hội đồng xếp hạng tín nhiệm của VIS Rating sử dụng để quyết định kết quả xếp hạng tín nhiệm. Các phương pháp nêu ra các yếu tố phân tích chính mà VIS Rating cho rằng có tính quyết định quan trọng nhất để xác định rủi ro tín dụng đối với lĩnh vực liên quan. Tuy nhiên, các phương pháp xếp hạng tín nhiệm này không phải là phương pháp xử lý duy nhất đối với tất cả các yếu tố được phản ánh trong các xếp hạng tín nhiệm của VIS Rating.

² Vui lòng tham khảo tài liệu Ký Hiệu Xếp Hạng và Định Nghĩa của VIS Rating.

Phần trình bày của phương pháp tiếp tục với các nội dung: (i) các yếu tố xếp hạng tiêu chuẩn đối với dự án trong giai đoạn xây dựng và giai đoạn vận hành; (ii) các yếu tố điều chỉnh có thể ảnh hưởng đến kết quả xếp hạng ngoài các yếu tố xếp hạng tiêu chuẩn; (iii) các yếu tố hỗ trợ từ bên ngoài trong các trường hợp đặc biệt; (iv) cách tiếp cận để xác định xếp hạng tổ chức phát hành và công cụ nợ; và (v) các giới hạn chung của phương pháp luận và thể điểm.

HÌNH 1

SƠ ĐỒ TỔNG THỂ VỀ XẾP HẠNG TÍN NHIỆM TÀI TRỢ DỰ ÁN³



Nguồn: VIS Rating

³Tài trợ dự án được sử dụng trong tài liệu này để chỉ các cấu trúc huy động vốn để tài trợ cho Dự án

Các Yếu Tố Xếp hạng Tín Nhiệm Tiêu Chuẩn

Trong phần này, chúng tôi giải thích cách tiếp cận chung để đánh giá từng yếu tố xếp hạng tiêu chuẩn và mô tả lý do tại sao các yếu tố xếp hạng này có ý nghĩa như một chỉ báo về chất lượng tín nhiệm của các công ty được xếp hạng theo phương pháp luận xếp hạng tín nhiệm này.

Tập hợp các yếu tố xếp hạng mà chúng tôi áp dụng sẽ thay đổi theo từng giai đoạn trong vòng đời của dự án. Trong giai đoạn tiền xây dựng và xây dựng, phân tích của chúng tôi ưu tiên xem xét các rủi ro liên quan đến phát triển, tài trợ và thực thi dự án, vì đây là những yếu tố quyết định chất lượng tín dụng trước khi dự án tạo ra dòng tiền đáng kể. Khi dự án đi vào vận hành và bắt đầu tạo ra dòng tiền, trọng tâm đánh giá dịch chuyển sang vị thế thị trường, hiệu suất vận hành và sức khỏe tài chính.

Theo phương pháp này, chúng tôi sẽ phân loại tổ chức phát hành theo nhóm dự án có hợp đồng bao tiêu toàn bộ hoặc không có hợp đồng, với mức độ rủi ro cao, trung bình hoặc thấp, và có cấu trúc nợ được hoàn trả toàn bộ tại thời điểm ký kết thỏa thuận dự án. Việc phân loại này đóng vai trò định hướng cho quá trình đánh giá từng yếu tố xếp hạng. Chúng tôi xem xét các yếu tố xếp hạng tiêu chuẩn, bao gồm hồ sơ kinh doanh và rủi ro vận hành của tổ chức phát hành, cũng như mức độ đòn bẩy và khả năng trả nợ. Đối với mỗi yếu tố xếp hạng, chúng tôi sẽ đánh giá dựa trên thang điểm tám cấp độ: Rất mạnh, Mạnh, Trên trung bình, Trung bình, Dưới trung bình, Yếu, Rất yếu và Cực kỳ yếu. Trong các phần tiếp theo, chúng tôi trình bày đánh giá về các yếu tố bổ sung có thể được sử dụng trong các trường hợp liên quan.

Dự án đang trong giai đoạn xây dựng

Đối với các dự án đang trong giai đoạn xây dựng, chúng tôi đánh giá rủi ro tín dụng thông qua cả hai bộ tiêu chí áp dụng cho giai đoạn xây dựng và bộ tiêu chí áp dụng cho giai đoạn vận hành. Xếp hạng cuối cùng sử dụng kết quả thấp hơn trong hai cách, phù hợp với quan điểm của chúng tôi rằng rủi ro xây dựng có thể khác biệt đáng kể so với rủi ro sau khi dự án hoàn thành và đi vào vận hành. Áp dụng kết quả thận trọng hơn cung cấp một thước đo mạnh mẽ hơn về chất lượng tín dụng tổng thể.

Khi các dự án hoàn thành xây dựng và chuyển sang giai đoạn vận hành, chúng tôi sẽ đánh giá hồ sơ tín nhiệm và xếp hạng của tổ chức phát hành phù hợp với các tiêu chí đánh giá dự án trong giai đoạn hoạt động.

1. Môi trường chính trị và pháp lý

Điều kiện chính trị và quy định pháp lý đóng vai trò then chốt trong tài trợ dự án, bởi phần lớn các giao dịch liên quan đến các dự án hạ tầng quy mô lớn phục vụ nhu cầu công cộng. Các dự án này thường phụ thuộc vào sự phê duyệt của cơ quan nhà nước, cam kết phân bổ vốn và phải tuân thủ những quy định pháp lý thay đổi theo thời gian. Bất ổn chính trị hoặc thay đổi quy định pháp lý có thể làm gián đoạn tiến độ xây dựng, làm tăng chi phí và làm suy yếu hồ sơ tín dụng của dự án. Những rủi ro này đặc biệt nghiêm trọng trong giai đoạn xây dựng, khi việc chậm tiến độ và tăng chi phí có thể làm chậm tiến độ hoàn thành và suy giảm khả năng trả nợ.

Cách chúng tôi đánh giá

Chúng tôi tập trung vào bản chất, xác suất xảy ra và mức độ ảnh hưởng của môi trường chính trị và các quy định pháp lý đối với việc triển khai và dòng tiền của dự án.

Các nội dung đánh giá chính bao gồm:

Rủi ro điều chỉnh ngân sách hoặc gián đoạn vốn đầu tư công: Chúng tôi xem xét cân đối tài khóa của Chính phủ, mức độ cam kết giải ngân vốn trong lịch sử và mức độ nhạy cảm trước các biến động chính trị có thể trì hoãn giải ngân hoặc cắt giảm vốn. Với cấu trúc PPP/BOT, chúng tôi đánh giá các cơ chế bảo vệ trong hợp đồng và cơ chế dự phòng khi xảy ra tình trạng chậm thanh toán từ nguồn vốn công.

Thủ tục phê duyệt dự án và thu hồi đất: Chúng tôi phân tích quy trình cấp phép, khung pháp lý về giải phóng mặt bằng và các yêu cầu về đánh giá tác động môi trường. Chúng tôi cũng đặc biệt lưu ý tới các tranh chấp hoặc phản đối từ người dân địa phương trong việc bàn giao mặt bằng, cũng như tính nhất quán và mức độ thực thi của các chính sách bồi thường, bởi việc chậm trễ trong bàn giao mặt bằng có thể làm gia tăng chi phí của dự án.

Rủi ro thay đổi quy định trong giai đoạn xây dựng như thay đổi quy chuẩn kỹ thuật, quy định môi trường, quy định an toàn... có thể dẫn đến việc phải điều chỉnh thiết kế, bổ sung vốn đầu tư hoặc điều chỉnh hợp đồng tổng thầu thiết kế - mua sắm thiết bị - thi công xây dựng (EPC). Ví dụ, các thay đổi gần đây trong quy định về phòng cháy chữa cháy tại Việt Nam yêu cầu tiêu chuẩn thiết kế nghiêm ngặt hơn, thậm chí bắt buộc và yêu cầu mua bảo hiểm, làm tăng chi phí tuân thủ và rủi ro chậm tiến độ đối với các dự án.

Rủi ro liên quan đến nhập khẩu thiết bị hoặc nhà thầu nước ngoài như các thay đổi về thuế quan, quy định cấp phép mới, chi phí hải quan hoặc kiểm soát ngoại hối, có thể làm gián đoạn kế hoạch cung ứng, gia tăng chi phí hoặc ảnh hưởng đến tính thanh khoản cũng như khả năng thực hiện hợp đồng.

Mặc dù các rủi ro trên có thể đáng kể, các cải cách về mặt chính sách hoặc quy định đôi khi có thể loại bỏ những rào cản mang tính ngành, tạo ra môi trường thuận lợi hơn để triển khai dự án.

2. Mức độ phức tạp của hoạt động xây dựng

Độ phức tạp trong xây dựng tạo ra những rủi ro mang tính nội tại, có thể dẫn đến chậm tiến độ và vượt chi phí. Khi độ phức tạp tăng lên, sự bất định liên quan đến tổng chi phí và thời hạn hoàn thành dự án cũng gia tăng tương ứng. Mặc dù tổ chức phát hành có thể ký kết các hợp đồng trọn gói với giá và thời hạn cố định, mức độ phức tạp cao vẫn có thể dẫn đến trễ tiến độ hoặc gây áp lực tài chính đáng kể đối với nhà thầu. Nếu nhà thầu không thể thực hiện đúng nghĩa vụ, tổ chức phát hành có thể buộc phải tìm kiếm nhà thầu thay thế — thường với chi phí cao hơn — làm tăng thêm rủi ro của dự án.

Mục này bao gồm bốn yếu tố.

Rủi ro phát sinh trong chuẩn bị mặt bằng và kết cấu nền móng công trình

Hầu hết các dự án hạ tầng đều cần thực hiện công tác chuẩn bị mặt bằng hoặc thi công hạ tầng ngầm trước khi bắt đầu xây dựng tài sản chính — dù đó là tòa nhà, công trình đường bộ hay đường sắt. Do điều kiện địa chất và địa hình ngầm hiểm khi được xác định đầy đủ từ trước, việc trì hoãn và phát sinh chi phí do yếu tố địa chất khá phổ biến. Những vấn đề này có thể bao gồm chậm trễ trong công tác đào đất, kéo dài thời gian chuẩn bị móng, gia cố móng (ví dụ: đóng cọc), yêu cầu tăng độ chống thấm, hoặc di dời hạ tầng kỹ thuật phức tạp hơn dự kiến. Các yếu tố kể trên có thể làm chậm tiến độ đáng kể và phát sinh thêm các chi phí ngoài dự toán.

Ví dụ, các dự án đường bộ thông thường hoặc dự án năng lượng tái tạo (như trang trại điện gió hoặc điện mặt trời) thường có yêu cầu chuẩn bị mặt bằng ít phức tạp hơn so với các tuyến đường sắt đô thị, hệ thống metro ngầm hoặc đường sắt cao tốc. Những dự án này thường chỉ cần san lấp mặt bằng và di dời hạ tầng kỹ thuật ở mức hạn chế, với rủi ro địa chất thấp, do đó có mức rủi ro thấp hơn khi đánh giá dựa trên khía cạnh này.

Tuy nhiên, những rủi ro nêu trên thường phát sinh sớm trong giai đoạn xây dựng dự án, do đó tiến độ tổng thể vẫn có thể được đảm bảo và các khoản dự phòng chi phí có thể hấp thụ tác động tiềm ẩn.

Cách chúng tôi đánh giá

Chúng tôi đánh giá yếu tố này dựa trên mức độ phức tạp của công tác chuẩn bị mặt bằng và thi công kết cấu nền móng trước khi bắt đầu xây dựng công trình chính. Các yếu tố được chúng tôi xem xét bao gồm đặc điểm khu đất, như quy mô và mức độ phức tạp về địa chất, vì những yếu tố này quyết định mức độ bất định và rủi ro. Chúng tôi cũng đánh giá điều kiện địa chất, tập trung vào mức độ phức tạp của địa chất khu vực và chất lượng dữ liệu sẵn có – thường giới hạn ở các nghiên cứu sơ bộ của cơ quan nhà nước đối với các dự án PPP. Một khía cạnh quan trọng khác là công tác chuẩn bị mặt bằng, bao gồm các hoạt động như di dời hạ tầng kỹ thuật, xử lý đất nhiễm bẩn, nổ mìn, đào đất, thi công hầm, chống thấm, gia tải trước và gia cố tường chắn. Cuối cùng, chúng tôi xem xét rủi ro hạ tầng ngầm, đặc biệt là nhu cầu đòi hỏi cấu trúc móng công trình phức tạp (ví dụ: phải đóng thêm cọc móng), vì điều này có thể ảnh hưởng đáng kể đến chi phí, tiến độ và mức độ phức tạp kỹ thuật của dự án.

Mức độ phức tạp kết cấu và rủi ro kỹ thuật thi công

Các dự án hạ tầng có mức độ phức tạp về kết cấu rất khác nhau. Khi thiết kế và kỹ thuật thi công phức tạp, rủi ro chậm tiến độ và vượt chi phí cũng tăng theo.

Cách chúng tôi đánh giá

Chúng tôi đánh giá khía cạnh này bằng cách xem xét mức độ phức tạp kết cấu của công trình, các kỹ thuật thi công được áp dụng và vật liệu được sử dụng.

Mức độ phức tạp của kết cấu công trình được đánh giá dựa trên việc kết cấu là chuẩn hóa hay mang tính độc nhất, bao gồm các yếu tố như chiều cao, quy mô, cấu trúc kiến trúc, cũng như mức độ lặp lại của thiết kế (ví dụ: các tầng văn phòng có thiết kế giống nhau) so với các cấu trúc tùy chỉnh đòi hỏi lập kế hoạch chuyên biệt.

Đối với kỹ thuật thi công, chúng tôi xem xét các kỹ thuật được sử dụng mang tính thông dụng, chuyên biệt hay mới được giới thiệu (ví dụ: một phương pháp thi công cầu chưa được kiểm chứng), và mức độ sử dụng của các kết cấu tiền chế trong thi công. Chúng tôi cũng xem xét khả năng chia nhỏ dự án thành các hạng mục thi công song song hay phải thực hiện theo đúng trình tự vì đây là yếu tố có thể làm gia tăng rủi ro chậm tiến độ.

Về vật liệu, chúng tôi đánh giá xem các vật liệu có được sử dụng phổ biến và sẵn có hay dự án dựa vào các vật liệu mới hoặc ít được kiểm nghiệm chứng minh. Cuối cùng, chúng tôi phân biệt giữa các dự án xây dựng mới hay dự án sửa chữa, cải tạo. Mặc dù các dự án sửa chữa, cải tạo thường được điểm cao hơn do phạm vi hạn chế, nhưng rủi ro vẫn có thể xuất hiện trong quá trình xây dựng (ví dụ: mức độ xuống cấp của cây cầu chỉ có thể được xác định chính xác sau khi loại bỏ bề mặt). Trong

các dự án sửa chữa, cải tạo quy mô lớn, như đối với nhà ở, các cuộc khảo sát trước khi xây dựng thường được tiến hành bằng phương pháp chọn mẫu, tiềm ẩn rủi ro mẫu không mang tính đại diện. Do đó, đánh giá của chúng tôi xem xét cả độ phức tạp của cấu trúc và độ tin cậy của các đánh giá điều kiện trước khi xây dựng.

Rủi ro hiệu suất

Nhiều dự án cơ sở hạ tầng bao gồm khối lượng lớn các hạng mục cơ khí, điện, công nghệ thông tin và các hệ thống chuyên ngành, đòi hỏi quá trình lắp đặt, kiểm tra và vận hành thử kéo dài để đáp ứng các tiêu chuẩn tối thiểu về hiệu suất và mức độ sẵn sàng theo quy định trong thỏa thuận dự án.

Ngay cả sau khi hoàn thành phần lớn khối lượng xây dựng, việc chuyển đổi sang giai đoạn vận hành và tinh chỉnh thiết bị vẫn thường tiếp tục cho đến khi tài sản đạt được trạng thái hoạt động ổn định. Khi thiết bị và hệ thống điều khiển trở nên phức tạp hơn, rủi ro trong quá trình vận hành thử tăng lên – có thể dẫn đến chậm tiến độ hoặc vượt chi phí nếu các hệ thống không đạt yêu cầu và cần điều chỉnh, sửa chữa hoặc thay thế để đáp ứng các tiêu chuẩn hiệu suất theo hợp đồng.

Cách chúng tôi đánh giá

Chúng tôi đánh giá yếu tố thành phần này bằng cách xem xét mức độ phức tạp của hệ thống, các yêu cầu về hiệu suất và rủi ro vận hành. Mức độ phức tạp của các hệ thống bao gồm phạm vi, quy mô và mức độ tiên tiến của các hệ thống cơ khí, điện, công nghệ thông tin và các hệ thống chuyên ngành khác cần lắp đặt. Chúng tôi cũng xem xét các tiêu chuẩn về hiệu suất được xác lập trong thỏa thuận dự án, như chất lượng không khí, kiểm soát nhiệt độ, chiếu sáng, cách âm, an toàn, độ tin cậy, và hình học mặt đường (ví dụ: độ dốc, độ nhám). Cuối cùng, chúng tôi đánh giá thời gian vận hành thử, vì thời gian kỳ vọng để hoàn tất chạy thử thường phản ánh mức độ phức tạp của hệ thống và khả năng xuất hiện rủi ro hiệu suất.

Rủi ro do hạn chế trong thi công

Các dự án xây dựng thường phải đối mặt với nhiều loại hạn chế khác nhau, có thể dẫn đến đội vốn hoặc chậm tiến độ. Trong khi một số ràng buộc mang tính tiêu chuẩn như yêu cầu tuân thủ các quy định về an toàn và lao động, các hạn chế đặc thù của từng dự án có xu hướng tác động lớn hơn đến hoạt động thi công. Các hạn chế đặc thù này thường thuộc ba nhóm chính. Các ràng buộc hợp đồng phát sinh từ các yêu cầu trong thỏa thuận hợp đồng (ví dụ: duy trì luồng giao thông trong quá trình mở rộng đường, hạn chế đóng làn đường trong những thời điểm cụ thể hoặc yêu cầu các cơ sở như nhà ga phải tiếp tục hoạt động trong thời gian nâng cấp). Các ràng buộc về quy định liên quan đến các giới hạn về môi trường hoặc pháp lý ảnh hưởng đến hoạt động xây dựng. Cuối cùng, các hạn chế liên quan đến địa điểm xuất phát từ các điều kiện vật lý của dự án như khu đô thị đông đúc, vị trí yêu cầu thi công hạ tầng cấp nước hoặc thoát nước, khu vực có mặt bằng chật hẹp. Các điều kiện này có thể yêu cầu phương án thi công theo giai đoạn, xây dựng các cơ sở tạm thời hoặc di dời các hoạt động hiện hữu.

Cách chúng tôi đánh giá

Chúng tôi đánh giá yếu tố thành phần này bằng cách xem xét ba khía cạnh chính: số lượng và mức độ nghiêm trọng của các hạn chế, mức độ linh hoạt trong quản lý hoặc xử lý hạn chế và ảnh hưởng của các hạn chế đến tiến độ thực hiện dự án. Đây là yếu tố đặc biệt quan trọng. Việc bỏ lỡ các mốc thời gian then chốt có thể gây ra chậm trễ dây chuyền và phát sinh thêm các chi phí đáng kể.

3. Hồ sơ năng lực của nhà thầu

Kinh nghiệm và phương pháp quản lý của nhà thầu hoặc liên danh đóng vai trò then chốt đối với thành công của dự án. Năng lực xử lý các yếu tố phức tạp của họ ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng phát sinh chậm tiến độ và vượt chi phí. Mục này gồm ba yếu tố:

Kinh nghiệm của nhà thầu/ liên danh

Hầu hết các dự án xây dựng đều gặp phải những thách thức nhất định; tuy nhiên, việc các khó khăn này có ảnh hưởng nghiêm trọng hay không phụ thuộc vào kinh nghiệm của các bên tham gia dự án. Các yếu tố chính trong đánh giá của chúng tôi bao gồm kinh nghiệm của nhà thầu đối với loại hình và quy mô công trình tương ứng, mức độ am hiểu các quy định pháp lý sở tại, và kinh nghiệm triển khai của họ trong các dự án hạ tầng – vốn đòi hỏi phương pháp quản lý khác biệt so với các dự án theo phương thức truyền thống.

Cách chúng tôi đánh giá

Chúng tôi đánh giá kinh nghiệm của cả nhà thầu và các thành viên trong liên danh trên nhiều khía cạnh, bao gồm kinh nghiệm của các nhân sự chủ chốt trong đội ngũ thi công và chủ doanh nghiệp, cũng như năng lực giám sát của chủ doanh nghiệp trong việc thực thi các nghĩa vụ trong hợp đồng, quản lý tiến độ và duy trì mối quan hệ với chính quyền. Một khía cạnh quan trọng khác là lịch sử hợp tác giữa các thành viên liên danh, bởi sự phối hợp nhịp nhàng trong nội bộ thường góp phần giúp dự án triển khai suôn sẻ hơn. Các dự án thường đạt mức đánh giá cao hơn khi các thành viên liên danh có kinh nghiệm vững chắc trong các dự án tương tự và chứng minh được năng lực phối hợp, quản trị và điều hành hiệu quả.

Mức độ sẵn sàng của dự án và quản lý rủi ro

Trong tài trợ dự án, các liên danh phải cân bằng giữa việc nhận diện và giảm thiểu rủi ro với yêu cầu kiểm soát chi phí trong giai đoạn đấu thầu. Ở giai đoạn đấu thầu, chiến lược quản lý rủi ro thường bao gồm việc phát triển thiết kế chi tiết, xây dựng và thử nghiệm mẫu mô phỏng, thực hiện các khảo sát địa kỹ thuật hoặc khảo sát khu đất bổ sung, xin chấp thuận từ các đơn vị cơ quan quản lý và các đơn vị cung cấp tiện ích, xác định và chốt giá với các nhà thầu phụ, đàm phán trước các hợp đồng thầu phụ lớn, và phối hợp chặt chẽ với đơn vị vận hành – bảo trì ngay từ giai đoạn thiết kế. Phần lớn các nhà thầu xây dựng phụ thuộc đáng kể vào hệ thống thầu phụ và nhà cung cấp, trong đó nhiều đơn vị có quy mô nhỏ và năng lực tài chính hạn chế. Một số bên có vai trò then chốt đối với thành công của dự án – chẳng hạn các nhà cung cấp thiết bị chuyên dụng hoặc đơn vị sản xuất các mô-đun tiền chế – có thể rất khó thay thế nếu phát sinh vấn đề.

Cách chúng tôi đánh giá

Chúng tôi đánh giá cách thức nhà thầu quản lý các nghĩa vụ và rủi ro của mình trên nhiều phương diện. Các khía cạnh chính bao gồm việc lựa chọn và giám sát nhà thầu phụ và nhà cung cấp; hồ sơ năng lực và sức mạnh tài chính của các đối tác chủ chốt; và tính chặt chẽ của các quy trình kiểm soát chất lượng. Chúng tôi cũng xem xét việc sử dụng bảo lãnh thực hiện hợp đồng, thư tín dụng hoặc bảo hiểm rủi ro của nhà thầu phụ, cũng như cách phân bổ rủi ro giữa các hạng mục ngân sách lớn. Các dự án thường có mức điểm cao hơn khi có khả năng quản lý chuỗi cung ứng tốt và có các cam kết bảo đảm vật tư từ nhà thầu phụ. Các nhà thầu có năng lực tự triển khai thi công tốt sẽ đạt

điểm cao; tuy nhiên, trong trường hợp phát sinh vấn đề thì việc thay thế nhà thầu có thể sẽ phức tạp hơn.

Mức độ dễ dàng trong việc thay thế nhà thầu

Trong trường hợp xấu nhất— chẳng hạn như nhà thầu mất khả năng thanh toán hoặc không đáp ứng các mốc tiến độ cuối cùng — tổ chức phát hành có thể buộc phải thay thế nhà thầu. Việc này thường kéo theo chi phí bổ sung và chậm tiến độ.

Cách chúng tôi đánh giá

Chúng tôi đánh giá khả năng của tổ chức phát hành trong việc thay thế nhà thầu với mức độ gián đoạn tối thiểu dựa trên một số yếu tố. Các yếu tố này bao gồm mức độ sẵn có của các nhà thầu thay thế có năng lực và tình hình tài chính lành mạnh; loại hình, vị trí và quy mô dự án; cũng như cấu trúc của hợp đồng xây dựng, những yếu tố có thể ảnh hưởng đến quyền chấm dứt và thay thế nhà thầu. Chúng tôi cũng xem xét gói bảo đảm (securities package) mà tổ chức phát hành có với nhà thầu, bởi các bảo đảm hợp đồng và cam kết thực hiện chặt chẽ có thể giúp giảm thiểu rủi ro khi phải thay thế nhà thầu.

Trong nhiều trường hợp, tổ chức phát hành đã đạt được các thỏa thuận về bảo đảm cụ thể từ phía nhà thầu để sử dụng trong tình huống phải thay thế nhà thầu, và việc thi công có thể được hoàn tất trước khi Thỏa thuận Dự án chấm dứt. Tuy nhiên, trong các tình huống xấu nhất, tổ chức phát hành có khả năng không thể tìm được nhà thầu thay thế với mức chi phí phù hợp; và nếu không bên nào trong liên danh sẵn sàng hoặc có khả năng cung cấp thêm vốn, Thỏa thuận Dự án có thể bị chấm dứt. Đối với một số dự án có tính chuyên môn cao hoặc quy mô đặc biệt lớn, việc thay thế nhà thầu có thể không khả thi và dẫn tới chấm dứt Thỏa thuận Dự án. Khi Thỏa thuận Dự án bị chấm dứt, cơ quan nhà nước bảo trợ cho dự án thường sẽ chi trả một khoản bồi hoàn; tuy nhiên, cách tính khoản này có thể khác nhau, và mức tổn thất đối với chủ sở hữu và chủ nợ sẽ phản ánh chi phí hoàn thành còn lại của dự án.

Chúng tôi đánh giá giá trị và chất lượng của các bảo đảm mà tổ chức phát hành và các bên cho vay có thể sử dụng (sau khi đã ngoại trừ phần thanh khoản dự phòng cho trường hợp bị chậm tiến độ, nêu chi tiết trong phần Khả năng thanh khoản để chống chịu khi chậm tiến độ), vì các bảo đảm này có thể chuyển hóa thành nguồn vốn bổ sung để tìm kiếm nhà thầu thay thế hoặc bù đắp các khoản thanh toán khi Thỏa thuận Dự án bị chấm dứt. Các bảo đảm này có thể bao gồm thư tín dụng, bảo lãnh thực hiện quyết định phân xử (adjudication bonds), bảo lãnh thực hiện hợp đồng (performance bonds) hoặc cam kết bổ sung vốn chủ sở hữu.

Chúng tôi cũng xem xét liệu ngân sách xây dựng và ngân sách vận hành – bảo trì có phù hợp với các dự án tương đồng gần đây hay không, và liệu mức giá đưa ra có nằm trong phạm vi kỳ vọng.

4. Rủi ro chi phí vượt dự toán

Chi phí vượt dự toán là hiện tượng phổ biến trong các dự án xây dựng và có thể làm suy giảm quỹ dự phòng cũng như biên lợi nhuận của nhà thầu. Khả năng của nhà thầu trong việc hấp thụ các khoản chi phí vượt dự toán mà không dẫn tới chậm thanh toán hoặc mất khả năng thanh toán là một yếu tố quyết định đối với khả năng chống chịu của dự án – đặc biệt trong các cấu trúc tài trợ dự án.

Mục này được đánh giá thông qua hai yếu tố:

Tỷ suất lợi nhuận, mức dự phòng và độ vững chắc của ngân sách

Tỷ suất lợi nhuận và mức dự phòng được tích hợp trong hợp đồng giá cố định đóng vai trò là nguồn đầu tiên để hấp thụ rủi ro vượt chi phí. Một ngân sách có cấu trúc tốt có thể giảm thiểu rủi ro, đặc biệt khi ngân sách sử dụng chỉ số bù giá cho các yếu tố đầu vào chính như lao động, bê tông, thép, nhựa đường. Kế hoạch ngân sách được xây dựng tốt cũng nên bao gồm các giả định thực tế về xu hướng chi phí trong phạm vi địa bàn dự án, được đối chiếu khối lượng chi tiết bởi các nhóm độc lập; có báo giá đơn vị hoặc đơn giá cố định đã được nhà cung cấp cam kết. Các biện pháp này giúp đảm bảo chi phí dự toán hợp lý và giảm rủi ro do biến động thị trường.

Cách chúng tôi đánh giá

Các vật liệu chính (như thép, xi măng, cốt liệu, nhiên liệu), vốn thường tăng mạnh trong các giai đoạn giải ngân đầu tư công mạnh mẽ. Khi đánh giá rủi ro chi phí, chúng tôi xem xét tỷ trọng chi phí của các vật liệu này trong tổng chi phí xây dựng, cơ chế điều chỉnh giá được phép theo hợp đồng EPC và việc sử dụng các chỉ số bù giá theo địa phương cho các đầu vào dễ biến động như thép, xi măng và nhiên liệu. Chúng tôi cũng xem xét báo giá nhà cung cấp được lập thành văn bản hoặc các thỏa thuận phòng ngừa rủi ro, nếu có.

Ngoài các yếu tố này, chúng tôi đánh giá chất lượng và tính đầy đủ của tài liệu ngân sách, bao gồm phần dự phòng trong tổng chi phí xây dựng ($\geq 10\%$ thường được coi là mạnh ở Việt Nam), phân tách rõ ràng giữa các thành phần rủi ro, leo thang về giá, thay đổi khối lượng và rủi ro thiết kế, và bằng chứng về các nguồn tài trợ bổ sung đã cam kết, chẳng hạn như vốn chủ sở hữu hoặc các khoản vay của cổ đông. Cuối cùng, chúng tôi đánh giá khả năng huy động tài trợ ngân hàng của tổ chức phát hành để xử lý phần vượt chi phí. Khả năng này tạo thêm một lớp bảo vệ quan trọng trước các cú sốc chi phí.

Sức mạnh của nhà thầu xây dựng và quy mô dự án

Sức mạnh tài chính của nhà thầu và quy mô tương đối của dự án ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng hấp thụ các khoản vượt chi phí. Mặc dù hồ sơ tín nhiệm của nhà thầu không phải lúc nào cũng là yếu tố quyết định trong tài trợ dự án — do sự tồn tại của các cơ chế giảm thiểu rủi ro như quyền thay thế nhà thầu hoặc hỗ trợ từ bên thứ ba — nhưng đây vẫn là một yếu tố có ý nghĩa phân tích quan trọng.

Cách chúng tôi đánh giá

Khi đánh giá khả năng chống chịu tài chính của nhà thầu và khả năng hỗ trợ hoàn thành dự án, chúng tôi xem xét nhiều yếu tố, bao gồm: mức độ tín nhiệm và thanh khoản của nhà thầu; quy mô dự án so với năng lực tài chính của nhà thầu; lịch sử quản lý và hoàn thành các dự án gặp vướng mắc trong quá khứ. Chúng tôi cũng xem xét mức độ sẵn sàng hỗ trợ và hoàn thành dự án trong tình huống khủng hoảng tài chính, vì điều này có thể đặc biệt quan trọng khi phát sinh các sự cố bất ngờ. Các dự án thường đạt điểm cao hơn khi được thực hiện bởi các nhà thầu lớn, đa dạng và có năng lực tài chính mạnh, trong khi các doanh nghiệp nhỏ thường dễ bị tổn thương hơn trước các khoản lỗ đơn lẻ, có thể dẫn đến mất khả năng thanh toán. Ngoài ra, chúng tôi xem xét các mô thức của các vấn đề lặp lại ở nhiều dự án, vì điều này có thể cho thấy những điểm yếu sâu hơn trong hệ thống vận hành của nhà thầu.

5. Rủi ro chậm tiến độ

Chậm tiến độ và hoàn thành dự án sau ngày dự kiến tương đối phổ biến tại các dự án hạ tầng. Việc đánh giá khả năng chống chịu của dự án đối với việc chậm tiến độ rất quan trọng, bởi ngân sách xây dựng tại thời điểm chốt tài chính — bao gồm cả lãi vay trong giai đoạn xây dựng — thường chỉ được thiết kế để bảo đảm dự án hoàn thành đúng kế hoạch. Việc chậm tiến độ có thể tạo ra áp lực lớn lên thanh khoản và, nếu tổ chức phát hành không có năng lực tài chính đủ mạnh, có thể dẫn đến mất khả năng thanh toán.

Yếu tố này đánh giá khả năng của tổ chức phát hành trong việc quản lý tiến độ trước và sau ngày hoàn thành dự kiến.

Cách chúng tôi đánh giá

Hai khía cạnh chính được đánh giá bao gồm:

Dự phòng tiến độ thi công

Một yếu tố đánh giá cốt lõi là khoảng đệm thời gian giữa ngày hoàn thành dự kiến và ngày dừng cuối, đại diện cho hạn chót trong hợp đồng nhằm tránh việc Thỏa thuận Dự án bị chấm dứt. Chúng tôi đánh giá mức độ hợp lý của khoảng đệm này dựa trên mức độ phức tạp của dự án và các thời hạn cứng phải tuân thủ. Bên cạnh đó, chúng tôi xem xét liệu tiến độ có tính đến các ngày nghỉ lễ, điều kiện thời tiết bất lợi, các hạn chế mang tính mùa vụ (chẳng hạn như thi công dưới nước hoặc chỉ được phép thi công vào ban đêm), cũng như các giả định về giờ làm việc — bao gồm làm việc theo giờ hành chính so với làm việc ban đêm hoặc cuối tuần. Các yếu tố quan trọng khác bao gồm mức độ thực tế của giả định về năng suất và dự phòng tiến độ, được đo bằng số tuần và thể hiện dưới dạng tỷ lệ phần trăm so với tổng thời gian xây dựng (không bao gồm thời gian dự phòng). Thời gian dự phòng này được đánh giá trên cả bình diện tổng thể và theo giai đoạn, nhằm xác định liệu dự án có đủ linh hoạt để hấp thụ các chậm trễ tiềm ẩn mà không gây rủi ro cho khả năng hoàn thành hay không.

Khả năng thanh khoản để chống chịu khi chậm tiến độ

Các chậm trễ trong quá trình xây dựng có thể tạo ra nhiều áp lực lên thanh khoản, bao gồm chi phí trả nợ và chi phí vận hành phát sinh sau ngày hoàn thành mục tiêu, ngay cả khi việc hoàn thành cơ bản của dự án bị trì hoãn; các chi phí mà tổ chức phát hành phải gánh chịu do thay đổi về pháp lý hoặc chậm thanh toán; và doanh thu hoãn lại do các khoản thanh toán dựa trên mức độ khả dụng hoặc theo mốc tiến độ. Để giảm thiểu những rủi ro này, dự án có thể dựa vào các cơ chế như khoản phạt chậm tiến độ được bảo đảm bằng các công cụ có xếp hạng tín nhiệm cao (ví dụ: thư tín dụng), quỹ dự phòng nghĩa vụ nợ (DSRF) sẵn có tại ngày hoàn thành mục tiêu, và việc hoãn thanh toán cho nhà thầu cho đến khi nhận được thanh toán từ chính phủ.

Đánh giá của chúng tôi tập trung vào cả quy mô và chất lượng nguồn thanh khoản sẵn có, bao gồm dự trữ tiền mặt và quỹ dự phòng nghĩa vụ nợ được tài trợ đầy đủ, thư tín dụng hoặc các công cụ tương đương do các đối tác có xếp hạng tín nhiệm cao cung cấp, cũng như các cơ chế kích hoạt rút vốn nếu xếp hạng của bên cung cấp thanh khoản giảm xuống dưới một ngưỡng nhất định. Các dự án có thanh khoản yếu — ngay cả khi các yếu tố khác mạnh — có thể không đạt được mức xếp hạng tín nhiệm ở cấp độ đầu tư (investment grade), trừ khi có một mức dự phòng tiến độ đủ lớn để bù đắp.

Các lưu ý đặc biệt đối với các dự án theo giai đoạn

Trong các cấu trúc xây dựng theo từng giai đoạn, doanh thu có thể bắt đầu phát sinh sau khi mỗi giai đoạn được hoàn thành và thanh khoản cũng có thể được bổ sung tương ứng. Tuy nhiên, các cấu trúc này được xem là kém vững hơn khi thanh khoản được giải phóng trước khi dự án được giảm thiểu rủi ro hoàn toàn. Đối với những dự án như vậy, chúng tôi đánh giá lượng thanh khoản sẵn có tại cuối từng giai đoạn, khả năng của tổ chức phát hành trong việc chịu đựng chậm trễ ở các giai đoạn tiếp theo, cũng như mức chậm trễ tối thiểu mà tổ chức phát hành có thể hấp thụ trên toàn bộ các giai đoạn mà không dẫn đến vỡ nợ. Đối với các dự án không theo giai đoạn, khả năng chống chịu trước chậm trễ được đo lường dựa trên ngày mục tiêu ban đầu cho việc hoàn thành đáng kể.

Tài khoản lưu giữ

Một số dự án có quy định giữ lại một phần giá trị thanh toán cho nhà thầu cho đến khi công trình được hoàn thành. Mặc dù khoản giữ lại này có thể mang lại một khoản hỗ trợ thanh khoản nhất định, chúng tôi đánh giá liệu chúng có thể được sử dụng cho nghĩa vụ trả nợ hay chỉ đơn thuần đóng vai trò là cơ chế khuyến khích nhà thầu hoàn thành đúng tiến độ, cũng như mức độ và tốc độ hình thành khoản giữ lại – vốn thường khá hạn chế trong giai đoạn đầu của dự án.

Mặc dù xếp hạng ban đầu đã tính đến khả năng chậm tiến độ và tính đầy đủ của các yếu tố giảm thiểu rủi ro, xếp hạng trong giai đoạn xây dựng có thể phải đối mặt với áp lực giảm (hoặc có thể khác biệt đáng kể so với kết quả đánh giá theo thẻ điểm) vì nhiều lý do, bao gồm nhưng không giới hạn ở: (i) phát sinh chậm trễ đáng kể làm ảnh hưởng đến khả năng hoàn thành vào ngày mục tiêu, buộc phải sử dụng đến nguồn thanh khoản dự phòng, gây áp lực tài chính đối với nhà thầu và thậm chí dẫn đến nhu cầu thay thế nhà thầu; (ii) suy giảm năng lực hỗ trợ thi công của nhà thầu hoặc làm suy yếu hồ sơ tín nhiệm của nhà thầu; và (iii) các vấn đề liên quan đến hiệu suất thi công. Trong mọi trường hợp, xếp hạng được xác định phản ánh đánh giá của chúng tôi về hồ sơ rủi ro tổng thể của dự án, điều kiện thực tế tại thời điểm đánh giá, và mức độ chống chịu của dự án trước từng vấn đề riêng lẻ hoặc sự kết hợp của nhiều vấn đề.

Dự án trong giai đoạn vận hành

Đối với các dự án đã bước vào giai đoạn vận hành, xếp hạng của chúng tôi mang tính định hướng tương lai và phản ánh kỳ vọng về hiệu quả hoạt động và tài chính của dự án. Tuy nhiên, các dữ liệu lịch sử vẫn đóng vai trò quan trọng trong việc hiểu các đặc điểm và xu hướng hoạt động của dự án, cũng như so sánh với các dự án tương đồng, góp phần xây dựng các dự báo tài chính dài hạn. Các chỉ tiêu tài chính được sử dụng trong phương pháp luận này đều dựa trên dữ liệu dự phóng, trải dài suốt thời hạn khoản vay của dự án hoặc, đối với các dự án có cấu trúc không hoàn trả gốc hoặc có rủi ro tái cấp vốn, suốt vòng đời nhượng quyền dự án. Mặc dù các yếu tố tài chính phụ thông thường được đánh giá dựa trên số liệu dự phóng như đã nêu, chúng cũng có thể được xem xét theo các khung thời gian khác nhau. Chẳng hạn, Hội đồng xếp hạng tín nhiệm có thể thấy hữu ích về mặt phân tích khi xem xét đồng thời kết quả lịch sử và kết quả dự phóng trong ngắn hạn, hoặc đánh giá trên cơ sở bình quân cho toàn bộ thời hạn của khoản nợ.

HÌNH 2 CÁC YẾU TỐ ĐÁNH GIÁ TIÊU CHUẨN

Hồ sơ kinh doanh	Rủi ro hoạt động	Đòn bẩy và khả năng trả nợ
Vị thế thị trường	Công nghệ và hiệu suất hoạt động	Tỷ lệ bao phủ nghĩa vụ nợ (DSCR)
Khả năng dự báo dòng tiền ròng	Tái đầu tư vốn	Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO)/ Nợ vay điều chỉnh
	Hồ sơ nhà tài trợ/ chủ sở hữu	

Nguồn: VIS Rating

Trong các chỉ số tài chính mà chúng tôi sử dụng, chúng tôi xem xét mức độ mà báo cáo tài chính phản ánh đúng thực chất kinh tế của doanh nghiệp hoặc giao dịch. Trong trường hợp các yếu tố kinh tế cốt lõi không được thể hiện đầy đủ trong báo cáo tài chính, chúng tôi có thể thực hiện các điều chỉnh phân tích đối với báo cáo tài chính nhằm phục vụ cho quá trình đánh giá.

1. Hồ sơ kinh doanh

Hồ sơ kinh doanh của một dự án hạ tầng có ý nghĩa đặc biệt quan trọng vì nó ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng tạo ra lợi nhuận ổn định và dòng tiền hoạt động – các yếu tố quyết định tính bền vững tài chính của dự án và khả năng trả nợ. Hai trụ cột cốt lõi của hồ sơ kinh doanh bao gồm vị thế thị trường và khả năng dự báo dòng tiền ròng.

Vị thế thị trường và khả năng dự báo dòng tiền ròng có mối liên hệ chặt chẽ, bởi trong nhiều trường hợp, vị thế thị trường là chỉ báo quan trọng, phản ánh mức độ bền vững của doanh thu trong tương lai gần. Hồ sơ kinh doanh của dự án cũng là nền tảng cho việc đánh giá các dự báo về lợi nhuận và dòng tiền, đồng thời ảnh hưởng đến mức độ tin cậy đối với các kịch bản dự phóng, bao gồm cả việc phân biệt giữa kịch bản cơ sở và các kịch bản bất lợi.

Sức mạnh vị thế thị trường và khả năng dự báo dòng tiền có thể khác biệt đáng kể giữa các dự án. Chẳng hạn, một dự án có vị thế thị trường khiêm tốn và chịu áp lực cạnh tranh lớn vẫn có thể sở hữu dòng tiền có khả năng dự báo cao nhờ hợp đồng bao tiêu chặt chẽ với điều khoản hoặc các ưu đãi để giảm thiểu rủi ro chấm dứt sớm. Ngược lại, một dự án có ít đối thủ cạnh tranh trực tiếp nhưng phụ thuộc đáng kể vào hợp đồng bao tiêu có thể phải đối mặt với dòng tiền biến động mạnh nếu nhu cầu của bên mua thay đổi.

Vị thế thị trường

Vị thế thị trường của dự án và mức độ ổn định của vị thế này trong suốt thời hạn nợ là những chỉ báo quan trọng về khả năng tạo ra nguồn doanh thu ổn định và đều đặn, đồng thời phản ánh mức độ cạnh tranh của dự án. Một dự án có ít đối thủ cạnh tranh đối với dịch vụ mà nó cung cấp sẽ có lợi thế hơn so với những dự án chịu áp lực cạnh tranh lớn; tương tự, các hợp đồng có mức giá phù hợp với điều kiện thị trường (tức vẫn duy trì sức hấp dẫn kinh tế đối với bên mua) thường có rủi ro chấm dứt hợp đồng thấp hơn. Đối với các dự án năng lượng tái tạo, vị thế thị trường phụ thuộc đáng kể vào mức độ hỗ trợ của cơ chế quản lý, được xác định bởi mức độ chặt chẽ của khuôn khổ pháp lý hiện hành. Chúng tôi đánh giá vị thế thị trường dựa trên hai khía cạnh chính sau:

Hồ sơ ngành

Đánh giá hồ sơ ngành xem xét bối cảnh rộng hơn mà trong đó dự án hoạt động, tập trung vào mức độ ổn định của khung quy định và tính thiết yếu của sản phẩm hoặc dịch vụ mà dự án cung cấp.

Cách chúng tôi đánh giá

Rủi ro pháp lý: Chúng tôi đánh giá khả năng các thay đổi trong chính sách của cơ quan trung ương hoặc địa phương có thể gây ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động hoặc hiệu quả kinh tế của dự án. Những dự án thường xuyên chịu tác động bởi thay đổi chính sách — chẳng hạn như điều chỉnh thuế, tiêu chuẩn môi trường hoặc yêu cầu cấp phép — phải đối mặt với mức độ không chắc chắn cao hơn, có thể làm chi phí tăng nhanh, kéo dài tiến độ hoặc hạn chế khả năng vận hành. Các biện pháp giảm thiểu rủi ro như đưa điều khoản liên quan đến thay đổi luật vào hợp đồng và năng lực tuân thủ đã được chứng minh, sẽ giúp nâng cao khả năng chống chịu của dự án.

Đối với các dự án năng lượng tái tạo, chúng tôi đánh giá mức độ hoàn thiện và khả năng dự báo những thay đổi của khung pháp lý trong thời hạn nợ, bao gồm các rủi ro như cắt giảm do hạn chế lưới điện truyền tải. Những thay đổi tiềm tàng liên quan đến ưu đãi thuế hoặc chính sách tiếp cận lưới điện — đặc biệt khi làm giảm khả năng điều phối điện — có thể ảnh hưởng đến sự ổn định của doanh thu.

Tính thiết yếu của sản phẩm hoặc dịch vụ: Yếu tố này đo lường vai trò của dự án trong chuỗi giá trị rộng hơn và tầm quan trọng kinh tế hoặc chính trị của sản phẩm/dịch vụ. Các dự án cung cấp hạ tầng hoặc dịch vụ thiết yếu — như phát điện, truyền tải điện, cấp nước — thường được hưởng lợi từ nhu cầu ổn định và mức độ hỗ trợ cao hơn từ phía Nhà nước, qua đó giảm biến động doanh thu. Ngược lại, các dự án không mang tính thiết yếu vẫn có thể duy trì khả năng phục hồi nếu giữ được vị thế thị trường mạnh và ổn định xuyên suốt các chu kỳ kinh tế.

Chúng tôi cũng xem xét các điều khoản định giá theo hợp đồng so với mặt bằng thị trường, tác động tiềm ẩn của việc chấm dứt hợp đồng đối với doanh thu, cũng như khả năng đảm bảo một hợp đồng thay thế với các điều khoản tương đương. Những yếu tố này ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng dự báo dòng doanh thu và đánh giá hồ sơ tín nhiệm tổng thể của dự án.

Cạnh tranh thị trường

Khi đánh giá triển vọng về vị thế thị trường, chúng tôi xem xét bản chất của cạnh tranh và mức độ ổn định kỳ vọng của vị thế cạnh tranh của dự án trong suốt thời hạn nợ cũng như tại thời điểm tái cấp vốn. Cạnh tranh không chỉ đến từ các dự án tương tự mà còn từ mọi phương án thay thế có thể đáp ứng cùng một nhu cầu. Chẳng hạn, sản lượng điện năng bán theo hợp đồng dài hạn của một dự án năng lượng tái tạo phụ thuộc vào mức độ cạnh tranh của giá bán điện tái tạo so với các nguồn phát điện khác. Tương tự, đối với thu phí đường bộ, chúng tôi đánh giá mức độ nhạy cảm của lưu lượng xe đối với các tuyến đường thay thế — bao gồm thu phí và không thu phí — cũng như với các phương thức vận tải khác, có xét đến yếu tố khoảng cách, chất lượng và mức độ an toàn.

Cách chúng tôi đánh giá

Chúng tôi xem xét các yếu tố sau, đồng thời thực hiện phân tích kịch bản đối với các biến động thị trường tiềm ẩn, nhằm đánh giá khả năng duy trì vị thế cạnh tranh của dự án trong các điều kiện bất lợi.

- **Thị phần:** Các dự án có vị trí mạnh hoặc gần như độc quyền thường chịu áp lực cạnh tranh thấp hơn và có khả năng định giá tốt hơn. Chúng tôi cũng xem xét rủi ro từ các đối thủ mới gia nhập thị trường hoặc việc bổ sung công suất có thể làm suy giảm vị thế của dự án.

- **Rào cản gia nhập:** Các yêu cầu pháp lý, giấy phép, mức độ thâm dụng vốn cao hoặc công nghệ độc quyền tác động đến mức độ dễ dàng mà đối thủ có thể cạnh tranh với dự án. Chi phí chuyển đổi cao của khách hàng hoặc tài sản có tính độc nhất cũng củng cố khả năng cạnh tranh của dự án.
- **Sản phẩm thay thế:** Chúng tôi đánh giá rủi ro từ các sản phẩm hoặc dịch vụ thay thế có thể đáp ứng nhu cầu tương tự. Chi phí chuyển đổi cao, công nghệ chuyên biệt và các cơ chế bảo vệ theo hợp đồng giúp giảm nguy cơ bị thay thế và đảm bảo doanh thu ổn định trong dài hạn.

Khả năng dự báo của dòng tiền ròng

Khả năng dễ dự báo của dòng tiền ròng trong thời hạn nợ hoặc thời hạn nhượng quyền khai thác là yếu tố phân biệt quan trọng giữa các dự án có hồ sơ tín dụng khác nhau, ngay cả khi trong ngắn hạn các dự án này có thể có tỷ lệ bao phủ nợ tương đồng.

Các dự án trong phạm vi phương pháp luận này thường hoạt động trong một phạm vi kinh doanh hạn chế. Đối với các dự án có hợp đồng, khả năng điều chỉnh giá hoặc phí thường bị giới hạn; do đó, sức mạnh tín dụng của dự án phụ thuộc chặt chẽ vào khả năng tạo ra dòng tiền ổn định theo các điều khoản hợp đồng để đáp ứng nghĩa vụ trả nợ. Đối với các dự án không có hợp đồng đầu ra, các yếu tố cung – cầu dài hạn là yếu tố then chốt quyết định tính bền vững tài chính.

Cách chúng tôi đánh giá

Việc chấm điểm yếu tố này dựa trên đánh giá định tính về mức độ dự đoán được của dòng tiền ròng trong tương lai của dự án. Dòng tiền ròng được xác định bằng doanh thu trừ đi chi phí vận hành, bảo trì và các khoản đầu tư bắt buộc. Trong suốt vòng đời của dự án, chúng tôi xem xét các khoản chi phí này và xác định những thời điểm tỷ lệ bao phủ nợ có thể suy giảm, ví dụ khi dòng thu và dòng chi không cân đối hoặc khi chi phí tăng nhanh hơn doanh thu.

Chúng tôi đánh giá mức độ ảnh hưởng của các rủi ro về nhu cầu, sản lượng, giá bán và chi phí đối với dòng tiền ròng của dự án trong suốt thời hạn nợ hoặc thời hạn hoạt động, tùy theo mức độ rủi ro tái cấp vốn. Đồng thời, chúng tôi xem xét mức độ nhạy cảm của dự án với các biến động của chu kỳ kinh tế, thay đổi trong hành vi người dùng và sự biến động của sản lượng đầu ra.

Đối với các dự án năng lượng tái tạo, khả năng dự báo dòng tiền phụ thuộc đáng kể vào mức độ ổn định của nguồn tài nguyên tái tạo so với sản lượng ký kết trong hợp đồng. Điện gió và điện mặt trời là các nguồn tài nguyên gián đoạn, khiến sản lượng phát điện và dòng tiền kinh doanh chịu rủi ro tài nguyên. Mức độ biến động của dòng tiền sẽ tùy thuộc vào cơ chế xử lý phần sản lượng thiếu hụt theo hợp đồng. Đối với tất cả dự án, rủi ro tái ký hợp đồng hoặc thay đổi giá thị trường giao ngay cũng làm giảm khả năng dự báo dòng tiền của dự án.

Đối với các dự án đường bộ thu phí vốn chịu rủi ro về nhu cầu, dòng tiền phụ thuộc vào mức độ thiết yếu của tuyến đường; quy mô dân số, đặc điểm nhân khẩu học, sức mạnh và mức độ đa dạng của các hoạt động kinh tế tại địa phương; sự hiện diện của các tuyến đường cạnh tranh; và cơ cấu lưu lượng, bao gồm lưu thông hàng ngày, lưu thông phục vụ mục đích giải trí và xe tải đường dài. Lịch sử lưu lượng thu phí của tuyến đường hoặc dữ liệu giao thông trên các tuyến cạnh tranh là thông tin quan trọng đối với việc đánh giá.

Đối với các dự án có hợp đồng bao tiêu, chúng tôi xem xét chất lượng tín dụng của bên mua và khả năng dự án có thể tìm được bên mua thay thế khi cần thiết. Các dự án có hợp đồng bao tiêu mạnh – nơi thanh toán được thực hiện dựa trên tính sẵn sàng hoặc theo cơ chế “take-or-pay” – thường có chất lượng tín dụng cao hơn so với các dự án có cam kết hợp đồng yếu, khiến dự án chịu rủi ro về sản lượng hoặc giá bán. Đối với các dự án DPPA bán điện trực tiếp cho khách hàng doanh nghiệp thay vì EVN, cách chúng tôi đánh giá rủi ro bên mua thay đổi đáng kể. Trong trường hợp này, bên mua không còn là doanh nghiệp nhà nước có nghĩa vụ hệ thống mà là các khách hàng doanh nghiệp riêng lẻ, khiến sức mạnh tài chính và mức độ tin cậy trong thực hiện hợp đồng của họ trở nên đặc biệt quan trọng. Việc thay thế bên mua cũng có thể phức tạp hơn đối với các dự án kết nối với lưới điện quốc gia tích hợp. Do đó, chúng tôi đánh giá năng lực tài chính của từng bên mua doanh nghiệp, tính thực thi của hợp đồng DPPA và khả năng tiếp cận các kênh bán điện thay thế như thị trường giao ngay hoặc các khách hàng doanh nghiệp khác. Các dự án có cơ chế bảo vệ hợp đồng mạnh, danh mục bên mua đa dạng và khả năng tiếp tục tiếp cận lưới quốc gia thường được đánh giá tích cực hơn; ngược lại, các dự án phụ thuộc vào một khách hàng riêng lẻ hoặc thiếu phương án thay thế phải đối mặt với rủi ro cao hơn.

Tương tự, chúng tôi thường xem các dự án có cơ chế thanh toán dựa trên tính sẵn sàng của dự án – như trong mô hình PPP – có vị thế mạnh hơn so với các dự án chịu rủi ro về sản lượng hoặc giá bán, bởi bên mua thanh toán cho dịch vụ miễn là tài sản sẵn sàng cung cấp, bất kể số lượng người sử dụng. Ngoài ra, mức độ dự đoán của dòng tiền ròng còn chịu ảnh hưởng bởi cấu trúc chi phí vận hành – cố định hay biến đổi – cũng như các điều khoản hợp đồng cho phép chuyển phần chi phí tăng thêm sang bên mua trong toàn bộ hoặc một phần thời gian của dự án.

2. Rủi ro hoạt động

Hồ sơ rủi ro vận hành của một dự án có ý nghĩa đặc biệt quan trọng, bởi thiết bị và hệ thống phải luôn sẵn sàng để cung cấp dịch vụ và tạo doanh thu. Khả năng duy trì hoạt động phụ thuộc vào mức độ phức tạp của công nghệ, tuổi thọ của các thiết bị chính, cũng như nhu cầu và khả năng thay thế hoặc nâng cấp thiết bị nhằm đảm bảo dự án vận hành theo đúng kế hoạch. Đánh giá rủi ro vận hành cũng xem xét kinh nghiệm của các nhà tài trợ, tầm quan trọng của dự án đối với chiến lược kinh doanh tổng thể của họ, cùng khả năng và mức độ sẵn sàng hỗ trợ tài chính nếu phát sinh các vấn đề về hiệu suất.

Công nghệ và hiệu suất vận hành

Những sự cố liên quan đến công nghệ khiến dự án phải ngừng vận hành trong một khoảng thời gian có thể làm suy giảm hoặc gián đoạn dòng doanh thu. Nhiều dự án chỉ dựa vào một tài sản duy nhất để tạo dòng tiền – ví dụ như một đường dây truyền tải điện hoặc một tuyến đường thu phí – nên khi năng lực tạo doanh thu bị gián đoạn do sự cố vận hành, dự án hầu như không có nguồn thu thay thế. Trong những trường hợp như vậy, dự án phải dựa vào các nguồn dự phòng, như quỹ dự phòng vận hành hoặc quỹ dự phòng thanh toán nghĩa vụ nợ để bù đắp gián đoạn hoạt động. Thời gian ngừng vận hành cũng có thể làm phát sinh thêm chi phí vận hành, chi phí đầu tư bổ sung và các nghĩa vụ khác, bao gồm cả khoản phạt theo hợp đồng đối với bên mua. Một dự án có hồ sơ vận hành mạnh – với hiệu suất vượt mức trung bình của ngành và chi phí vận hành ổn định, phù hợp với mặt bằng thị trường – thường có vị thế vững chắc hơn nhiều so với những dự án có lịch sử vận hành kém, dưới chuẩn ngành hoặc có chi phí biến động lớn theo thời gian.

Lịch sử vận hành, bao gồm cách dự án duy trì hoạt động hoặc phục hồi sau các đợt dừng hoạt động đột xuất, là chỉ báo quan trọng về khả năng quản lý và hiệu suất trong tương lai. Mức độ phức tạp của dự án cũng phản ánh khả năng đáp ứng yêu cầu vận hành: công nghệ và quy trình đơn giản, đã được kiểm chứng rộng rãi và có ít yếu tố phức tạp thường ít gặp rủi ro hơn so với công nghệ hoặc quy trình phức tạp, mới hoặc chưa được thử nghiệm đầy đủ.

Cách chúng tôi đánh giá

Chúng tôi đánh giá yếu tố này dựa trên phân tích định tính về mức độ phức tạp của công nghệ, mức độ kiểm chứng về mặt thương mại và mức độ phổ biến của công nghệ đó trong lĩnh vực tương ứng.

Chúng tôi phân tách các cấu phần phần công nghệ và quy trình của dự án đã được kiểm chứng và sử dụng rộng rãi trên thị trường, và các cấu phần chưa được thử nghiệm đầy đủ. Chúng tôi cũng đánh giá mức độ phức tạp của quá trình vận hành và mức độ đòi hỏi chuyên môn của các kỹ năng cần thiết để vận hành và bảo trì tài sản của dự án.

Việc đánh giá bao quát nhiều loại hình công nghệ được sử dụng trong các dự án hạ tầng thuộc phạm vi phương pháp luận này, từ những công nghệ có rủi ro thấp – như đường bộ thu phí hoặc đường dây truyền tải điện hạ thế – đến những công nghệ phức tạp hơn, chẳng hạn nhà máy xử lý nước sử dụng công nghệ hóa chất hoặc các dự án có mức độ phức tạp rất cao như nhà máy điện hạt nhân. Mặc dù phần lớn dự án sử dụng công nghệ đã được kiểm chứng, nhưng các dự án sử dụng công nghệ phức tạp thường đòi hỏi kinh nghiệm chuyên sâu và kỹ năng cao hơn để vận hành an toàn và ổn định. Chúng tôi đánh giá mức độ phức tạp công nghệ đối với ứng dụng cụ thể của tổ chức phát hành cũng như trong tương quan với ngành.

Đối với công nghệ mới hoặc chưa được thử nghiệm, chúng tôi đánh giá hiệu suất dự án dựa trên các yếu tố như mức độ hỗ trợ từ nhà sản xuất thiết bị, thời hạn bảo hành, kinh nghiệm và năng lực của đơn vị vận hành, kinh nghiệm của nhà tài trợ (đặc biệt khi nhà tài trợ là doanh nghiệp có bề dày trong ngành), cùng các thỏa thuận dịch vụ giúp giảm thiểu rủi ro vận hành. Trong trường hợp này, chúng tôi thường áp dụng phân tích kịch bản theo hướng thận trọng hơn.

Khi đánh giá yếu tố này, chúng tôi cũng xem xét lịch sử vận hành của dự án (nếu có) và so sánh với ngành. Đồng thời, chúng tôi đánh giá các thỏa thuận vận hành – bảo trì và mức độ ổn định của chi phí vận hành, nhằm đảm bảo chúng phù hợp với mặt bằng chi phí chung của ngành.

Tái đầu tư vốn

Tái đầu tư tài sản đúng cách và kịp thời là yếu tố quan trọng để duy trì hoạt động của dự án. Tuy nhiên, khi việc bảo trì yêu cầu đưa một tài sản cốt lõi hoặc một phần tài sản ra khỏi trạng thái vận hành, rủi ro mất doanh thu trong thời gian ngừng hoạt động sẽ gia tăng. Những tài sản mới, với nhu cầu tái đầu tư vốn đơn giản và hạn chế, thường chỉ chịu tác động hoạt động tối thiểu trong suốt thời hạn nợ hoặc nhượng quyền và vì vậy được xem là ít rủi ro hơn. Các dự án có nhu cầu tái đầu tư vốn thấp, dễ dàng lên lịch mà vẫn duy trì được hiệu suất vận hành mạnh mẽ thường có vị thế tốt hơn ở yếu tố này so với các dự án đòi hỏi mức độ bảo trì và tái đầu tư vốn cao. Tương tự, các dự án có đủ dòng tiền để tự tài trợ toàn bộ nhu cầu vốn trong thời hạn nợ hoặc nhượng quyền cũng được xem là mạnh hơn so với các dự án phải dự kiến vay thêm nợ để đáp ứng nhu cầu vốn, do dòng tiền nội bộ không đủ để trang trải.

Cách chúng tôi đánh giá

Trong đánh giá định tính về nhu cầu tái đầu tư của dự án, chúng tôi xem xét mức độ tái đầu tư và duy trì vốn cần thiết để bảo đảm hiệu suất vận hành bình thường hoặc đáp ứng các tiêu chuẩn thực hiện theo hợp đồng. Chúng tôi cũng đánh giá liệu dòng tiền mà dự án dự kiến tạo ra có đủ để tài trợ cho toàn bộ nhu cầu vốn trong suốt thời hạn nợ hay không. Nếu dòng tiền dự kiến (đã tính đến các mục đích sử dụng khác như phân phối lợi nhuận) không đủ để đáp ứng nhu cầu vốn, chúng tôi xem xét quy mô khoản nợ bổ sung mà dự án sẽ phải huy động để bù đắp phần thiếu hụt.

Hồ sơ nhà tài trợ/ chủ sở hữu

Kinh nghiệm của nhà tài trợ hoặc chủ sở hữu trong việc vận hành loại tài sản tương tự trong các điều kiện mà dự án sẽ phải đối mặt; kinh nghiệm làm việc tại địa phương nơi dự án đặt trụ sở; mối quan hệ với các cơ quan quản lý; cùng nhiều yếu tố khác có thể giúp duy trì hoạt động ổn định hơn, hạn chế gián đoạn và từ đó giúp chi phí vận hành ổn định hơn.

Hồ sơ của nhà tài trợ cũng là yếu tố quan trọng, phản ánh mức độ sẵn sàng và khả năng hỗ trợ dự án về mặt tài chính và vận hành khi phát sinh vấn đề về hiệu suất, giúp dự án nhanh chóng trở lại trạng thái hoạt động bình thường. Trong bối cảnh phần lớn tài trợ dự án mang tính không truy đòi, các nhà tài trợ thường chỉ cung cấp thêm vốn khi điều đó mang lại lợi ích kinh tế cho chính họ.

Ví dụ, nếu dòng tiền tương lai không đủ để đáp ứng nghĩa vụ trả nợ và phân phối lợi nhuận, nhà tài trợ thường không có động lực kinh tế để bổ sung vốn chủ sở hữu. Các dự án có nhà tài trợ với hồ sơ tín dụng mạnh và động lực hỗ trợ rõ ràng thường có vị thế tốt hơn ở yếu tố này so với những dự án có nhà tài trợ tín nhiệm yếu và hạn chế về động lực kinh tế hoặc nguồn lực tài chính, đặc biệt trong các tình huống ngặt nghèo.

Cách chúng tôi đánh giá

Chúng tôi đánh giá định tính kinh nghiệm của nhà tài trợ hoặc chủ sở hữu trong lĩnh vực liên quan, cũng như khả năng và mức độ sẵn sàng của họ trong việc cung cấp hỗ trợ tài chính cho dự án khi phát sinh vấn đề về hiệu suất. Đánh giá của chúng tôi xem xét hiệu suất thực tế của chính dự án, của các doanh nghiệp và dự án hạ tầng khác do nhà tài trợ hoặc chủ sở hữu quản lý, cũng như tầm quan trọng của dự án đối với chiến lược kinh doanh tổng thể của họ. Chúng tôi cũng đánh giá sức mạnh tài chính và các ưu đãi kinh tế tổng thể của nhà tài trợ/chủ sở hữu để hình thành quan điểm về mức độ cam kết và khả năng họ sẽ cung cấp hỗ trợ tài chính hoặc hỗ trợ vận hành khi cần thiết.

Khi xem xét các ưu đãi kinh tế trong việc hỗ trợ dự án, chúng tôi thường phân tích các khoản lợi nhuận dự kiến phân phối cho các nhà tài trợ/chủ sở hữu trong tương lai hoặc, nếu có, so sánh giá trị thị trường của dự án hay doanh nghiệp với quy mô khoản nợ của dự án. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng một dự án chỉ mang tính chiến lược trong phạm vi nó tạo ra giá trị kinh tế; và nhà tài trợ/chủ sở hữu có xu hướng sẵn sàng hỗ trợ hơn đối với những dự án hoặc doanh nghiệp có giá trị kinh tế cao hơn.

Khi đánh giá hồ sơ của nhà tài trợ/chủ sở hữu, chúng tôi cũng phân biệt giữa nhà đầu tư chiến lược và nhà đầu tư tài chính. Thông thường, các nhà đầu tư chiến lược có tầm nhìn dài hạn hơn và có nhiều khả năng hỗ trợ khoản đầu tư của họ khi phát sinh yêu cầu, với điều kiện họ nhận thấy giá trị kinh tế rõ ràng từ khoản đầu tư.

Ngoài ra, khi thông tin sẵn có, chúng tôi xem xét cả lịch sử hỗ trợ tài chính mà nhà tài trợ/chủ sở hữu đã dành cho dự án hoặc cho các công ty tương tự trong cùng nhóm.

3. Đòn bẩy và khả năng trả nợ

Các chỉ tiêu về đòn bẩy và khả năng trả nợ là những thước đo quan trọng phản ánh mức độ thích ứng của dự án trước các biến động của môi trường kinh doanh, qua đó thể hiện tính linh hoạt tài chính và khả năng tồn tại lâu dài của dự án. Những dự án không có hợp đồng bao tiêu đầy đủ sẽ chịu ảnh hưởng lớn hơn khi điều kiện thị trường thay đổi và do đó ít khả năng duy trì mức đòn bẩy cao.

Hồ sơ rủi ro

Trong đánh giá hồ sơ rủi ro của dự án, chúng tôi xem xét doanh thu theo hợp đồng và không theo hợp đồng, chúng tôi xem xét doanh thu có hợp đồng và không có hợp đồng, công nghệ được sử dụng, kinh nghiệm và hồ sơ của nhà tài trợ/chủ sở hữu, cũng như mức độ tái đầu tư vốn cần thiết trong suốt thời hạn nợ của dự án.

HÌNH 3

DANH MỤC HỒ SƠ RỦI RO CƠ BẢN

Rủi ro thấp	Doanh thu theo hợp đồng chỉ chịu rủi ro hạn chế về khối lượng và giá. Công nghệ vận hành đơn giản, đã được kiểm chứng và dễ hiểu. Nhu cầu tái đầu tư vốn trong suốt thời hạn nợ ở mức thấp.
Rủi ro trung bình	Doanh thu theo hợp đồng có thể biến động do rủi ro về khối lượng, rủi ro tài nguyên tái tạo hoặc biến động giá. Rủi ro về hiệu suất vận hành ở mức có thể quản lý được. Một dự án cũng có thể được xếp vào nhóm Rủi ro trung bình nếu doanh thu chỉ chịu rủi ro hạn chế về khối lượng hoặc giá, nhưng công nghệ có phần phức tạp hơn hoặc dự án đòi hỏi tái đầu tư vốn thường xuyên để duy trì hoạt động ổn định.
Rủi ro cao	Doanh thu chủ yếu đến từ các nguồn không theo hợp đồng, hoặc doanh thu theo hợp đồng chịu tác động lớn của nhu cầu thị trường (tức rủi ro giá cao). Ngoài ra, dự án có hồ sơ vận hành phức tạp và yêu cầu mức tái đầu tư vốn lớn để duy trì hiệu suất cũng được xếp vào nhóm Rủi ro cao.

Nguồn: VIS Rating

Chúng tôi thường kỳ vọng hồ sơ rủi ro cơ bản của một dự án sẽ duy trì ổn định trong suốt vòng đời của khoản nợ, vì hồ sơ này gắn với những đặc tính có tính bền vững, chẳng hạn như cơ chế phân bổ rủi ro theo hợp đồng hoặc lợi thế thị trường được củng cố bởi các rào cản gia nhập mang tính cấu trúc. Tuy nhiên, trong một số trường hợp, hồ sơ rủi ro có thể thay đổi. Chẳng hạn, một đối tác hợp đồng quan trọng có thể gặp khó khăn tài chính dẫn đến chấm dứt hợp đồng; hoặc những thay đổi trong luật pháp, quy định có thể làm thay đổi môi trường cạnh tranh, khiến dự án được phân loại lại sang một nhóm rủi ro khác. Khi hồ sơ rủi ro của dự án thể hiện những đặc điểm giao thoa giữa hai nhóm, chúng tôi sẽ đánh giá các chỉ tiêu đòn bẩy và khả năng trả nợ dựa trên nhóm rủi ro phản ánh sát nhất các đặc điểm tổng thể của dự án.

Tỷ lệ bao phủ nghĩa vụ nợ (DSCR)

Tỷ lệ bao phủ nghĩa vụ nợ (DSCR) mạnh cùng mức đòn bẩy thấp thường cho thấy dự án có khả năng chống chịu tốt hơn trước các biến động nhất thời của hiệu suất vận hành. Nhìn chung, DSCR cao và mức nợ trong khả năng quản lý cũng tạo động lực kinh tế lớn hơn để nhà tài trợ hoặc chủ sở hữu sẵn sàng cung cấp hỗ trợ tài chính khi cần.

Cách chúng tôi đánh giá

Tử số trong công thức tính DSCR là dòng tiền sẵn có để chi trả nghĩa vụ nợ, bao gồm dòng tiền từ hoạt động (sau khi trừ thuế và thay đổi vốn lưu động, nhưng trước chi phí tài chính) trừ đi chi phí bảo trì cộng hoặc trừ các khoản chuyển theo lịch giữa quỹ bảo trì lớn và các tài khoản dự phòng khác theo cấu trúc giao dịch, không bao gồm quỹ dự phòng cho nghĩa vụ nợ.

Mẫu số thay đổi tùy thuộc vào chính sách hoàn trả gốc của dự án:

- Đối với các dự án hoàn trả gốc đầy đủ, các khoản thanh toán lãi và gốc theo lịch là tiền lãi và gốc đã trả hoặc phải trả trong kỳ tương ứng, được xác định trong điều khoản trái phiếu hoặc thỏa thuận vay, không bao gồm các khoản thanh toán tiền mặt sớm. Chỉ số này chủ yếu dựa trên DSCR trung bình hàng năm, được tính toán hoặc ước tính cho giai đoạn dự báo. Do hình thức tài trợ dự án thuộc phạm vi đánh giá của phương pháp luận này có cấu trúc tài chính rất đa dạng, DSCR dự phóng có thể dựa trên DSCR tối thiểu hàng năm hoặc DSCR trung bình hàng năm được điều chỉnh với mức tối thiểu, và ngược lại, tùy thuộc vào loại tài sản.
- Đối với các dự án không hoàn trả gốc, chỉ tiền lãi dự kiến phải trả trong kỳ liên quan được sử dụng để tính DSCR.

Thông thường, DSCR dưới 1,0x cho thấy rủi ro vỡ nợ cao. Đối với các dự án như vậy, chúng tôi đánh giá liệu dự án có thể tiếp cận nguồn thanh khoản thay thế hay không và mức độ đầy đủ của các nguồn lực này để giảm thiểu rủi ro không trả được nợ. Các nguồn có thể bao gồm:

- Phương tiện thanh khoản theo yêu cầu đã cam kết (ví dụ: thư tín dụng hoặc bảo lãnh), có kỳ hạn phù hợp với thời hạn nợ và có lịch trả nợ có hoàn trả gốc sau khi rút vốn.
- Dự phòng bảo trì và vận hành được thiết kế phù hợp với đặc tính bảo trì và mức độ rủi ro công nghệ của dự án.
- Hạn mức vốn lưu động cam kết để thu hẹp các chênh lệch ngắn hạn giữa dòng tiền vào và dòng tiền ra.
- Các cơ chế hỗ trợ từ nhà tài trợ, như cam kết vốn chủ sở hữu dự phòng hoặc cam kết hỗ trợ có thể thực thi, với điều kiện rõ ràng, kịp thời và đáng tin cậy.

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO)/ Nợ vay điều chỉnh

Hồ sơ rủi ro kinh doanh và vận hành dự án ảnh hưởng đáng kể đến tính liên tục của hoạt động và hoặc biến động dòng tiền. Với hai dự án hạ tầng có hồ sơ rủi ro kinh doanh và vận hành khác nhau, việc sở hữu cùng một mức đòn bẩy hoặc tỷ lệ bao phủ nghĩa vụ nợ không thể hiện cùng một khả năng chịu đựng rủi ro. Ví dụ, một dự án có vị thế gần như độc quyền, không chịu rủi ro khối lượng hoặc rủi ro giá và có dòng tiền rất ổn định sẽ khác biệt đáng kể so với một dự án hoạt động trong môi trường cạnh tranh cao, nơi dòng tiền thường xuyên biến động. Trong trường hợp này, dự án thứ hai cần duy trì mức đòn bẩy thấp hơn đáng kể và tỷ lệ bao phủ dịch vụ nợ mạnh hơn để bù đắp rủi ro biến động dòng tiền cao hơn.

Cách chúng tôi đánh giá

Tỷ số của chỉ tiêu này là CFO, được tính hoặc ước tính bằng dòng tiền có sẵn cho việc trả nợ (như được định nghĩa ở trên) trừ đi các khoản lãi đã trả.

Mẫu số là tổng nợ chưa thanh toán tại cuối giai đoạn 12 tháng được đánh giá, có điều chỉnh để bao gồm các nghĩa vụ tương đương nợ khác có tích lũy lãi và có lịch trình hoàn trả gốc xác định rõ ràng, chẳng hạn như hợp đồng thuê ngoài có số dư, thanh toán phí ưu đãi cố định, thuế được tái cấp vốn hoặc các khoản vay giữa các công ty.

Đối với các dự án đã ký hợp đồng đầy đủ, chỉ tiêu này được đánh giá chủ yếu dựa trên CFO dự phóng trung bình hàng năm trên tổng nợ đã điều chỉnh trong giai đoạn liên quan. Trong một số trường hợp, việc đánh giá có thể dựa trên CFO/Nợ tối thiểu dự phóng hàng năm, hoặc trên mức trung bình được điều chỉnh theo mức tối thiểu — tùy thuộc vào đặc thù của dự án.

Đối với các dự án chủ yếu phụ thuộc vào dòng tiền ngoài hợp đồng, trọng tâm đánh giá của chúng tôi chủ yếu là giá thị trường thấp nhất của CFO/Nợ vay dự phóng. Tỷ lệ dự phóng CFO/Nợ vay trung bình

hàng năm có thể không phản ánh đúng rủi ro nội tại. Trong các trường hợp này, mức CFO/Nợ vay tối thiểu hàng năm dự kiến sẽ là chỉ số hợp lý để chấm điểm yếu tố này.

Các yếu tố điều chỉnh

Sau đây là một số ví dụ về các yếu tố điều chỉnh mang tính cấu trúc có thể được cân nhắc trong quá trình xếp hạng.

1. Thanh khoản

Thanh khoản là một chỉ báo quan trọng về khả năng chống chịu của dự án khi nguồn thu gián đoạn do các sự cố vận hành hoặc các tình huống không lường trước được. Các hình thức đảm bảo thanh khoản mà dự án sở hữu – ví dụ: dự phòng nghĩa vụ nợ (DSR) được tài trợ bằng tiền mặt, thư tín dụng hoặc trái phiếu có bảo lãnh – cùng với quy mô, chất lượng và các điều khoản của DSR (bao gồm cả chất lượng tín dụng của bên cung cấp thư tín dụng hoặc bảo lãnh) là những yếu tố then chốt phản ánh khả năng tiếp cận vốn của dự án.

Mức thanh khoản tiêu chuẩn được xác định dựa trên mức độ biến động dòng tiền của dự án. Đối với các khoản tài trợ dự án có hợp đồng bao tiêu và hoàn trả gốc hoàn toàn, dự phòng nghĩa vụ nợ ở mức 06 (sáu) tháng được xem là tiêu chuẩn. Ngoài ra, với các dự án có hồ sơ bảo trì phức tạp và khả năng thu hồi hạn chế khi chi phí phát sinh, một quỹ dự phòng bảo trì (MMR) cũng được xem như một đặc tính tiêu chuẩn. Đối với các dự án ứng dụng công nghệ mới hoặc có vòng đời chưa xác định, MMR và các khoản dự trữ vận hành khác là cần thiết.

Thanh khoản được cam kết thường có thể đến từ các nguồn như dự phòng nghĩa vụ nợ, quỹ dự phòng bảo trì chính, dự phòng vận hành hoặc các quỹ tương tự, các hạn mức vốn lưu động đã được cam kết hoặc các hình thức thanh khoản bổ sung khác. Khi đánh giá thanh khoản của dự án, chúng tôi cân nhắc khả năng các cam kết thanh khoản có thể được sử dụng ngay khi cần và khả năng gia tăng mức độ đòn bẩy của dự án khi sử dụng các cam kết đó.

Rộng hơn, thanh khoản có thể rất quan trọng đối với xếp hạng tín nhiệm vì thanh khoản yếu khuếch đại các rủi ro khác mà các công ty phải đối mặt. Chúng tôi thường đưa ra quan điểm về các nhu cầu thanh khoản ngắn hạn có thể phát sinh từ cả dòng tiền vào và các nghĩa vụ phải thanh toán; đồng thời đánh giá tác động của các kịch bản căng thẳng đối với thanh khoản của dự án. Đối với phần lớn các dự án hạ tầng, thanh khoản mạnh hiếm khi giúp nâng xếp hạng, nhưng thanh khoản yếu có thể dẫn đến hạ bậc xếp hạng đáng kể.

Trong một số phân ngành hạ tầng, tính thời vụ đóng vai trò quan trọng trong nhu cầu của khách hàng và có thể làm biến động đáng kể mức tiền mặt và vốn lưu động của tổ chức phát hành, từ đó làm tăng nhu cầu thanh khoản. Mức độ biến động cao hơn đồng nghĩa với việc có ít dư địa hơn cho sai sót trong việc đáp ứng nhu cầu của khách hàng hoặc thực hiện các hoạt động vận hành.

2. Rủi ro tái cấp vốn

Một dự án có nghĩa vụ phải tái cấp vốn phần nợ còn lại khi khoản vay đáo hạn sẽ đối mặt với mức rủi ro tín dụng cao hơn, do sự không chắc chắn về khả năng tiếp cận nguồn tín dụng trong tương lai và khả năng của tổ chức phát hành trong việc đảm bảo các điều kiện tín dụng thuận lợi, bao gồm lãi suất và chênh lệch lãi suất. Mức độ rủi ro tái cấp vốn phụ thuộc vào quy mô, thời điểm và đặc điểm của nhu cầu tái cấp vốn so với mức độ chắc chắn của dòng tiền tương lai. Rủi ro này cũng chịu ảnh hưởng bởi các biện pháp giảm thiểu mà tổ chức phát hành áp dụng, chẳng hạn như dự trữ thanh

khoản, cơ chế tự động điều chuyển tiền mặt thặng dư, các công cụ phòng ngừa rủi ro lãi suất dài hạn, điều kiện thị trường tín dụng và khẩu vị rủi ro của thị trường đối với loại dự án đó. Việc tái cấp vốn theo những điều kiện tín dụng khác biệt cũng có thể ảnh hưởng đến các chỉ tiêu đòn bẩy và khả năng trả nợ của dự án. Rủi ro tái cấp vốn đặc biệt đáng chú ý đối với các dự án gặp khó khăn trong vận hành, phát sinh tranh chấp hợp đồng, có đối tác yếu hoặc khi động lực thị trường thay đổi theo hướng bất lợi; cũng như các dự án tiến gần đến thời điểm kết thúc nhượng quyền.

3. Đặc điểm cấu trúc

Các đặc điểm cấu trúc trong thiết kế của dự án thiết lập những cơ chế kiểm soát quan trọng đối với tổ chức phát hành và củng cố quyền lợi của chủ nợ thông qua các biện pháp giảm rủi ro chậm trả hoặc giảm thiểu mức độ tổn thất khi xảy ra. Các tổ chức phát hành trong tài trợ dự án thường là các công ty được thành lập nhằm phục vụ mục đích đặc biệt (SPE) được tài trợ theo cơ chế không truy đòi, có phạm vi kinh doanh hạn chế và sở hữu một số đặc điểm cấu trúc tiêu chuẩn, chẳng hạn như: gói bảo đảm toàn diện dành cho người cho vay bao trùm tất cả các hợp đồng và tài sản then chốt của dự án; kế hoạch phân bổ dòng tiền do đơn vị được uỷ thác quản lý thông qua các tài khoản; các giới hạn đối với việc vay bổ sung, đầu tư và thay đổi quyền kiểm soát; các hạn chế phân phối dòng tiền dư thừa; quyền tham gia vào hoạt động điều hành của bên cho vay; cam kết tài sản thế chấp; và mức độ bảo vệ đầy đủ dành cho khoản nợ dự án.

Ngoài ra, các điều khoản thanh toán khi chấm dứt Thỏa thuận Dự án có thể củng cố chất lượng tín dụng của dự án nếu khoản thanh toán bắt buộc được xác định đủ để trang trải toàn bộ nợ chưa thanh toán và được thực hiện bởi một đối tác đáng tin cậy.

Các hợp đồng tài chính của dự án thường được cấu trúc chặt chẽ và cung cấp nhiều cơ chế bảo vệ cho người cho vay, một phần vì mức đòn bẩy ban đầu của các dự án thường khá cao. Kỳ vọng cơ sở khi đánh giá hồ sơ tín nhiệm của một dự án — như đã trình bày trong các phần trước — là cấu trúc tài chính phải bao gồm các điều khoản điều kiện và đặc điểm tiêu chuẩn. Việc thiếu một hoặc nhiều đặc điểm cấu trúc tài trợ dự án tiêu chuẩn, hoặc ngược lại, sự hiện diện của các đặc điểm cấu trúc đặc biệt mạnh nhằm tăng cường bảo vệ chủ nợ, đều có thể dẫn đến điều chỉnh xếp hạng theo hướng giảm hoặc tăng.

4. Rủi ro trong giai đoạn khởi động

Rủi ro xây dựng diễn ra trong khoảng thời gian từ khi chốt phương án tài chính đến khi hoàn thành dự án, trong khi giai đoạn khởi động được tính từ khi dự án hoàn thành cho đến khi dự án đi vào hoạt động ở trạng thái ổn định, trong đó một dự án cơ sở hạ tầng có thể đã bắt đầu tạo ra doanh thu nhưng vẫn cần thêm thời gian để ổn định hiệu suất ban đầu hoặc giải quyết các rủi ro khác trong quá trình đầu vận hành.

Khi dự án đối mặt với rủi ro xây dựng, chúng tôi xem xét các rủi ro phát sinh trực tiếp từ hoạt động xây dựng, bao gồm cách các thỏa thuận hợp đồng phân bổ rủi ro giữa nhà thầu, bên mua, tổ chức phát hành và nhà tài trợ (nếu có). Chúng tôi cũng đánh giá kinh nghiệm, danh tiếng và hồ sơ thực hiện của nhà thầu trong việc bàn giao các dự án tương tự đúng tiến độ và trong phạm vi ngân sách. Khi rủi ro xây dựng được một bên thứ ba bảo lãnh, chúng tôi đánh giá chất lượng tín nhiệm của bên bảo lãnh cũng như các điều khoản của bảo lãnh đó.

Khoảng thời gian từ khi hoàn thành xây dựng đến khi vận hành ổn định toàn bộ có thể biến động và ảnh hưởng đáng kể đến thành công chung của dự án. Các biện pháp giảm thiểu rủi ro và tăng cường thanh khoản khác nhau có thể bù đắp các rủi ro liên quan.

Trong trường hợp rủi ro trong giai đoạn khởi động, chúng tôi đánh giá rủi ro tín dụng trong giai đoạn khởi động và khi vận hành ổn định, và xếp hạng sẽ phản ánh giai đoạn có mức rủi ro tín dụng cao hơn.

Những cân nhắc này cũng được áp dụng đối với các dự án đang vận hành nhưng có hoạt động xây dựng bổ sung, chẳng hạn như nâng cấp hoặc mở rộng để đáp ứng yêu cầu mới hoặc công suất tăng thêm.

5. Những yếu tố điều chỉnh khác

Xếp hạng có thể phản ánh việc xem xét các yếu tố bổ sung không được đưa vào thể điểm, thường do mức độ quan trọng của các yếu tố này khác nhau đáng kể giữa các tổ chức phát hành trong cùng lĩnh vực, hoặc chỉ phát sinh trong những trường hợp đặc thù, áp dụng cho một nhóm nhỏ tổ chức phát hành. Các yếu tố đó có thể bao gồm mức độ kiểm soát tài chính và chất lượng báo cáo tài chính; cơ cấu pháp lý của doanh nghiệp; chất lượng và kinh nghiệm của đội ngũ quản lý; đánh giá về quản trị công ty; các yếu tố môi trường và xã hội; mức độ ổn định của các cơ chế cấp phép; và mức độ can thiệp của chính phủ đối với hoạt động của công ty tại một số quốc gia. Ngoài ra, các rủi ro liên quan đến quy định, kiện tụng, thanh khoản, công nghệ và danh tiếng, cùng những thay đổi trong mô hình chi tiêu của người tiêu dùng và doanh nghiệp, chiến lược của đối thủ cạnh tranh, và xu hướng kinh tế vĩ mô cũng có thể ảnh hưởng đến xếp hạng tín nhiệm.

Phân tích theo kịch bản

Xếp hạng có thể được hỗ trợ bởi việc thực hiện phân tích kịch bản dựa trên mô hình thể điểm. Theo quyết định của các chuyên viên phân tích và Hội đồng xếp hạng tín nhiệm, phân tích kịch bản có thể được triển khai dưới nhiều hình thức, bao gồm: (i) so sánh kết quả thể điểm giữa giả định trong trường hợp cơ sở và trường hợp suy giảm; (ii) đánh giá khả năng của tổ chức phát hành trong việc tuân thủ các điều khoản ràng buộc tài chính; và (iii) xác định các giả định có thể dẫn đến tình trạng vỡ nợ cũng như xác suất xảy ra của các giả định đó.

Đánh giá các yếu tố hỗ trợ khác

Xếp hạng cho các tổ chức phát hành trong lĩnh vực tài trợ dự án bao gồm việc đánh giá khả năng nhận được hỗ trợ đặc biệt—chính thức hoặc ngầm định—from công ty mẹ hoặc nhà tài trợ. Đánh giá này phản ánh các hỗ trợ chưa được xem xét trong phần Hồ sơ của Nhà tài trợ/Chủ sở hữu. Ngoài ra, xếp hạng còn tính đến mức độ hỗ trợ thực chất từ chính phủ, cũng như các bảo lãnh hoặc hình thức hỗ trợ tín dụng tương đương do các ngân hàng phát triển, tổ chức đa phương hoặc các định chế tương tự cung cấp.

Hỗ trợ đặc biệt chính thức từ nhà tài trợ có thể được cung cấp dưới nhiều hình thức, bao gồm bảo lãnh trực tiếp và toàn bộ, hoặc các loại bảo lãnh có thể hủy ngang khi thỏa mãn một số điều kiện nhất định, ví dụ khi dự án đạt được tỷ lệ bao phủ nghĩa vụ nợ hoặc các ngưỡng chỉ tiêu tài chính cụ thể. Dù hiếm gặp, một bảo lãnh trực tiếp và toàn bộ có thể giúp chất lượng tín nhiệm của dự án tiến gần hơn hoặc tương đồng với chất lượng tín nhiệm của bên cung cấp hỗ trợ. Khi đánh giá các hỗ trợ chính thức, chúng tôi xem xét kỹ lưỡng đặc tính pháp lý và khả năng thực thi của các cam kết hỗ trợ,

mức độ đảm bảo thanh toán đúng hạn, cũng như các điều khoản liên quan đến khả năng chấm dứt nghĩa vụ hỗ trợ. Trong trường hợp công ty mẹ hoặc nhà tài trợ cung cấp hỗ trợ ngầm định, không mang tính ràng buộc pháp lý, mà chưa được phản ánh trong phần Hồ sơ Nhà tài trợ/Chủ sở hữu, chúng tôi thường thu hẹp khoảng cách giữa chất lượng tín nhiệm của dự án và chất lượng tín nhiệm của nhà tài trợ hoặc chủ sở hữu.

Ngoài ra, chúng tôi có thể xem xét sức mạnh và khả năng chống chịu của các thể chế trong nước, bao gồm hệ thống ngân hàng. Thông thường, tất cả các dự án ở một mức độ nào đó đều phải đối mặt với những cú sốc lan truyền giữa các lĩnh vực của nền kinh tế. Mặc dù các dự án có thể bị ảnh hưởng ở một mức độ nào đó, độ nhạy của hồ sơ tín nhiệm của dự án đối với thay đổi trong mức độ tín nhiệm quốc gia có thể khác nhau. Ngoài ra, các dự án có thể bị ảnh hưởng bởi các động thái của chính phủ, bao gồm thay đổi chính sách thuế hoặc quy định pháp luật, kiểm soát giá, gánh nặng thuế hoặc can thiệp chính trị, đặc biệt là trong thời kỳ khủng hoảng.

Các tổ chức phát hành thuộc sở hữu của một hoặc nhiều chính phủ có thể được xem xét điều chỉnh tăng xếp hạng sơ bộ dựa trên mức độ hỗ trợ từ chính phủ.

Xếp hạng tổ chức phát hành và công cụ nợ

Chúng tôi đưa ra xếp hạng đối với tổ chức phát hành và công cụ nợ sau khi xem xét các yếu tố xếp hạng, cân nhắc cấu trúc của công cụ và các yếu tố xếp hạng khác.

Hạn chế chung của phương pháp luận

Phương pháp này không bao gồm mô tả đầy đủ về tất cả các yếu tố mà chúng tôi có thể xem xét khi thực hiện xếp hạng đối với các lĩnh vực được đề cập. Tài trợ dự án có thể phải đối mặt với các rủi ro mới hoặc cấu trúc rủi ro mới, và theo thời gian có thể phát triển các chiến lược mới để giảm thiểu rủi ro. Chúng tôi tìm cách kết hợp tất cả các đánh giá tín nhiệm trọng yếu trong xếp hạng và đưa ra quan điểm có định hướng tương lai trong phạm vi cho phép của các rủi ro và biện pháp giảm thiểu tương ứng.

Xếp hạng phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về hiệu suất của dự án trong tương lai; tuy nhiên, mức độ không chắc chắn tăng dần lên và độ chính xác của các ước tính giảm dần khi thời gian dự báo kéo dài. Trong hầu hết các trường hợp, rủi ro ngắn hạn có ý nghĩa hơn đối với hồ sơ tín nhiệm của tổ chức phát hành, do đó có tác động trực tiếp hơn đến xếp hạng. Tuy nhiên, trong một số trường hợp, quan điểm của chúng tôi về xu hướng dài hạn có thể ảnh hưởng đến kết quả xếp hạng tín nhiệm.

Thông tin được sử dụng để đánh giá các mục và yếu tố có thể bao gồm thông tin do nhà tài trợ hoặc đơn vị tư vấn cung cấp, các báo cáo tài chính và dữ liệu công khai như yêu cầu công bố thông tin theo quy định. Chúng tôi cũng có thể kết hợp sử dụng thông tin không công khai.

Ý kiến dự báo tương lai của chúng tôi có thể không chính xác do những biến động không lường trước được một trong bất kỳ yếu tố sau: môi trường kinh tế vĩ mô, tình hình chung của thị trường tài chính, cạnh tranh trong ngành, đột phá về công nghệ hoặc các hành động pháp lý. Trong mọi trường hợp, dự đoán tương lai vốn dĩ không chắc chắn.

Hạn chế của thẻ điểm

Thẻ điểm trong phương pháp xếp hạng này là một công cụ tương đối đơn giản tập trung vào các chỉ số về sức mạnh tín nhiệm tương đối. Trọng số được phân bổ cho từng yếu tố trong thẻ điểm thể hiện mức độ quan trọng tương đối của các yếu tố đó đối với các quyết định xếp hạng trong toàn ngành,

nhưng tầm quan trọng thực tế của một yếu tố cụ thể có thể thay đổi đáng kể tùy thuộc vào hoàn cảnh cụ thể của từng dự án hoặc từng tổ chức phát hành.

Các yếu tố nằm ngoài phạm vi thẻ điểm cũng có thể đóng vai trò quan trọng trong việc xác định xếp hạng, và mức độ ảnh hưởng tương đối của chúng có thể thay đổi tùy theo từng trường hợp. Chúng tôi có thể áp dụng thẻ điểm cho các giai đoạn lịch sử hoặc cho các dự phóng tương lai khác nhau. Trong trường hợp không có dữ liệu đầy đủ, chúng tôi có thể sử dụng các giả định mang tính thận trọng, dựa trên xu hướng quan sát được, dữ liệu lịch sử, thông tin ngành hoặc dữ liệu so sánh theo nhóm ngang hàng. Bên cạnh đó, trong quyết định xếp hạng, chúng tôi thường xem xét các quan điểm mang tính định hướng về rủi ro và các biện pháp giảm thiểu có liên quan. Do đó, kết quả từ mô hình thẻ điểm có thể khác biệt so với mức xếp hạng cuối cùng được xác định bởi Hội đồng xếp hạng tín nhiệm.

© 2026 CÔNG TY CỔ PHẦN XẾP HẠNG TÍN NIỆM ĐẦU TƯ VIỆT NAM ("VIS RATING"). Đã đăng ký bản quyền.

Tập đoàn Moody's nắm giữ 49% tổng số cổ phần tại VIS Rating. Hai bên đã ký kết Thỏa thuận Dịch vụ Kỹ thuật mà theo đó, Tập đoàn Moody's cung cấp một số dịch vụ nhất định, bao gồm hỗ trợ kỹ thuật nghiệp vụ, cho VIS Rating. Để làm rõ, Tập đoàn Moody's không tham gia vào bất kỳ quy trình xếp hạng tín nhiệm hoặc nghiên cứu cụ thể nào của VIS Rating. Báo cáo này và các ý kiến được nêu trong đây chỉ phản ánh quan điểm độc lập của VIS Rating và không liên quan đến hay có bất kỳ đóng góp nào của bất kỳ tổ chức, giám đốc, cán bộ hoặc nhân viên nào của Tập đoàn Moody's.

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

XẾP HẠNG TÍN NIỆM CỦA VIS RATING LÀ CÁC QUAN ĐIỂM HIỆN TẠI CỦA CHÚNG TÔI VỀ RỦI RO TÍN NIỆM TƯƠNG ĐỐI TRONG TƯƠNG LAI CỦA CÁC TỔ CHỨC, NỢ HOẶC NGHĨA VỤ TÀI CHÍNH, CHỨNG KHOÁN NỢ, CỔ PHẦN ƯU ĐÃI HOẶC CÁC CÔNG CỤ TÀI CHÍNH KHÁC HOẶC VỀ BÊN PHÁT HÀNH CỦA CÁC LOẠI NỢ HOẶC NGHĨA VỤ TÀI CHÍNH, CHỨNG KHOÁN NỢ, CỔ PHẦN ƯU ĐÃI HOẶC CÁC CÔNG CỤ TÀI CHÍNH KHÁC ĐÓ TẠI VIỆT NAM VÀ CÁC TÀI LIỆU, SẢN PHẨM, DỊCH VỤ VÀ THÔNG TIN DO VIS RATING CÔNG BỐ (GỌI CHUNG LÀ "CÁC ẮN PHẨM") CÓ THỂ BAO GỒM CÁC QUAN ĐIỂM NHƯ VẬY. VIS RATING ĐỊNH NGHĨA RỦI RO TÍN NIỆM LÀ RỦI RO MÀ MỘT TỔ CHỨC KHÔNG THỂ ĐÁP ỨNG CÁC NGHĨA VỤ TÀI CHÍNH THEO HỢP ĐỒNG KHI CHÚNG ĐẾN HẠN VÀ BẤT KỲ TỔN THẤT TÀI CHÍNH ƯỚC TÍNH NÀO TRONG TRƯỜNG HỢP MẤT KHẢ NĂNG THANH TOÁN HOẶC LỖ DO SUY GIẢM GIÁ TRỊ. VUI LÒNG THAM KHẢO ẮN PHẨM VỀ CÁC KÝ HIỆU XẾP HẠNG VÀ ĐỊNH NGHĨA CỦA VIS RATING ĐỂ XEM CÁC THÔNG TIN VỀ CÁC LOẠI NGHĨA VỤ TÀI CHÍNH THEO HỢP ĐỒNG ĐƯỢC ĐỀ CẬP TRONG CÁC XẾP HẠNG TÍN NIỆM CỦA VIS RATING. BÊN CẠNH NHỮNG RỦI RO CƠ BẢN CẦN ĐƯỢC ĐÁNH GIÁ 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 NIỆM TÙY TỪNG THỜI ĐIỂM, XẾP HẠNG TÍN NIỆM 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. CÁC XẾP HẠNG TÍN NIỆM, ĐÁNH GIÁ KHÔNG PHẢI VỀ TÍN NIỆM ("CÁC ĐÁNH GIÁ"), VÀ CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC NẾU TRONG CÁC ẮN PHẨM CỦA VIS RATING KHÔNG PHẢI LÀ CÁC TUYÊN BỐ VỀ DỮ KIỆN HIỆN TẠI HOẶC QUÁ KHỨ. CÁC XẾP HẠNG TÍN NIỆM, ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM VÀ ẮN PHẨM KHÁC CỦA VIS RATING KHÔNG PHẢI LÀ VÀ KHÔNG CUNG CẤP KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ, GÓP VỐN, MUA, BÁN HOẶC GIỮ BẤT KỲ CÔNG CỤ NỢ HOẶC CÔNG CỤ TÀI CHÍNH CỤ THỂ NÀO. CÁC XẾP HẠNG TÍN NIỆM, ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM VÀ ẮN PHẨM KHÁC CỦA VIS RATING KHÔNG BÌNH LUẬN VỀ TÍNH HỢP LÝ CỦA VIỆC ĐẦU TƯ CHO BẤT KỲ NHÀ ĐẦU TƯ NÀO. VIS RATING ĐƯA RA XẾP HẠNG TÍN NIỆM, ĐÁNH GIÁ VÀ CÁC QUAN ĐIỂM VÀ CÔNG BỐ CÁC ẮN PHẨM VỚI KỶ VỌNG VÀ KHÔNG BIẾT RẰNG MỖI NHÀ ĐẦU TƯ SẼ, VỚI SỰ CẦN TRỌNG CẦN THIẾT, TỰ NGHIÊN CỨU VÀ ĐÁNH GIÁ VỀ MỖI CHỨNG KHOÁN HOẶC CÔNG CỤ NỢ MÀ HỌ ĐANG XEM XÉT MUA, BÁN HOẶC GIỮ.

CÁC XẾP HẠNG TÍN NIỆM, CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC, VÀ ẮN PHẨM CỦA VIS RATING KHÔNG NHẪM ĐƯỢC SỬ DỤNG BỞI CÁC NHÀ ĐẦU TƯ KHÔNG CHUYÊN NGHIỆP VÀ VIỆC NHÀ ĐẦU TƯ KHÔNG CHUYÊN NGHIỆP SỬ DỤNG XẾP HẠNG TÍN NIỆM, ĐÁNH GIÁ, VÀ CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC HOẶC ẮN PHẨM CỦA VIS RATING KHI QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ LÀ KHÔNG CẦN TRỌNG VÀ KHÔNG PHÙ HỢP. NẾU KHÔNG CHẮC CHẮN, VUI LÒNG LIÊN HỆ VỚI CỔ VẤN TÀI CHÍNH HOẶC CỐ VẤN CHUYÊN NGHIỆP KHÁC CỦA BẠN.

TẤT CẢ CÁC THÔNG TIN TẠI ĐÂY (BAO GỒM CẢ THÔNG TIN CỦA VIS RATING VÀ/HOẶC CÁC BÊN THỨ BA ĐÃ LI XĂNG CHO VIS RATING ĐƯỢC TÍCH HỢP CÁC THÔNG TIN TẠI ĐÂY ("CÁC BÊN CẤP LI XĂNG CHO VIS RATING")) ĐƯỢC PHÁP LUẬT BẢO VỆ, BAO GỒM NHƯNG KHÔNG GIỚI HẠN QUY ĐỊNH PHÁP LUẬT VỀ QUYỀN TÁC GIẢ, VÀ KHÔNG MỘT THÔNG TIN NÀO, HOẶC MỘT PHẦN HOẶC TOÀN BỘ THÔNG TIN ĐÓ, ĐƯỢC SAO CHÉP, HOẶC BẰNG CÁCH KHÁC TẠO BẢN SAO, ĐÓNG GÓI LẠI, TRUYỀN DẪN, CHUYỂN NHƯỢNG, PHÁT TÁN, PHÂN PHỐI, PHÂN PHỐI LẠI HOẶC BÁN LẠI, HOẶC LƯU TRỮ LẠI ĐỂ SỬ DỤNG VỀ SAU CHO BẤT KỲ MỤC ĐÍCH NÀO NHƯ VỪA NÊU, DƯỚI BẤT KỲ DẠNG NÀO HOẶC CÁCH THỨC NÀO HOẶC PHƯƠNG TIỆN NÀO, BỞI BẤT KỲ NGƯỜI NÀO MÀ KHÔNG CÓ SỰ CHẤP THUẬN TRƯỚC BẰNG VĂN BẢN CỦA VIS RATING HOẶC CÁC BÊN CẤP LI XĂNG CHO VIS RATING. CÁC XẾP HẠNG TÍN NIỆM, ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM VÀ ẮN PHẨM KHÁC CỦA VIS RATING KHÔNG NHẪM ĐƯỢC SỬ DỤNG BỞI BẤT KỲ BÊN NÀO NHƯ LÀ MỘT TIÊU CHUẨN VỊ KHÁI NIỆM NÀY ĐƯỢC ĐỊNH NGHĨA PHỤC VỤ CHO MỤC ĐÍCH QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC VÀ KHÔNG ĐƯỢC SỬ DỤNG THEO BẤT CỨ CÁCH NÀO MÀ CÓ THỂ DẪN TỚI VIỆC CHUNG ĐƯỢC XEM NHƯ LÀ CÁC TIÊU CHUẨN.

Tất cả các thông tin được VIS Rating thu thập từ các nguồn mà VIS Rating chỉ cho rằng chính xác và đáng tin cậy. Tuy nhiên, do có khả năng xảy ra lỗi của con người hoặc máy móc cũng như các yếu tố khác, tất cả các thông tin tại đây được cung cấp trên cơ sở "NGUYÊN TRẮNG" mà không có bảo đảm dưới bất kỳ hình thức nào. VIS Rating tiến hành tất cả các biện pháp cần thiết để các thông tin chúng tôi sử dụng trong xếp hạng tín nhiệm có chất lượng và từ các nguồn mà VIS Rating cho rằng đáng tin cậy bao gồm, khi thích hợp, các nguồn từ bên thứ ba độc lập. Tuy nhiên, VIS Rating không phải là công ty kiểm toán và không thể độc lập xác minh hoặc xác nhận các thông tin nhận được tại mọi thời điểm trong quá trình xếp hạng hoặc chuẩn bị các Ắn Phẩm của mình.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, VIS Rating và tất cả các giám đốc, quản lý, nhân viên, đại lý, người đại diện, bên cấp li-xăng và nhà cung cấp từ chối trách nhiệm đối với bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào đối với bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại trực tiếp hoặc gián tiếp, đặc biệt, là hậu quả hoặc là tổn thất, thiệt hại ngẫu nhiên nào phát sinh từ hoặc liên quan tới các thông tin tại đây hoặc việc sử dụng hoặc không có khả năng sử dụng bất kỳ thông tin nào tại đây, ngay cả khi VIS Rating hoặc tất cả các giám đốc, quản lý, nhân viên, đại lý, người đại diện, bên cấp li-xăng hoặc nhà cung cấp của VIS Rating đã được tư vấn trước về khả năng xảy ra tổn thất hoặc thiệt hại đó, bao gồm nhưng không giới hạn: (a) mất lợi nhuận hiện tại hoặc dự kiến hoặc (b) các tổn thất và thiệt hại phát sinh khi các công cụ tài chính liên quan không phải là đối tượng của một xếp hạng tín nhiệm cụ thể do VIS Rating đánh giá.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, VIS Rating và tất cả các giám đốc, quản lý, nhân viên, đại lý, người đại diện, bên cấp li-xăng và nhà cung cấp từ chối trách nhiệm đối với bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào đối với bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại trực tiếp hoặc gián tiếp hoặc có tính chất bồi thường gây ra cho bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào, bao gồm nhưng không giới hạn bởi sự bất cẩn (nhưng ngoại trừ gian lận, cố tình làm sai hoặc các loại trách nhiệm khác mà, để tránh hiểu lầm, không thể bị loại trừ theo quy định pháp luật), của, hoặc do bất kỳ sự kiện bất ngờ trong hoặc ngoài khả năng kiểm soát của VIS Rating, hoặc tất cả các giám đốc, quản lý, nhân viên, đại lý, người đại diện, bên cấp li-xăng và nhà cung cấp của VIS Rating, phát sinh từ hoặc liên quan tới các thông tin tại đây hoặc việc sử dụng hoặc không thể sử dụng các thông tin đó.

KHÔNG CÓ BẤT KỲ BẢO ĐẢM NÀO, DÙ RÕ RÀNG HAY NGUY Ý, ĐỐI VỚI SỰ CHÍNH XÁC, ĐÚNG THỜI ĐIỂM, TÍNH HOÀN CHỈNH, KHẢ NĂNG THƯƠNG MẠI HOẶC TÍNH PHÙ HỢP CHO BẤT KỲ MỤC ĐÍCH NÀO CỦA BẤT KỲ XẾP HẠNG TÍN NIỆM, ĐÁNH GIÁ, QUAN ĐIỂM HOẶC THÔNG TIN KHÁC ĐƯỢC VIS RATING ĐƯA RA HOẶC TẠO RA DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC HOẶC CÁCH THỨC NÀO.

VIS RATING CÓ THỂ ĐIỀU CHỈNH VÀ/HOẶC THAY ĐỔI CÁC ẮN PHẨM CỦA MÌNH TẠI BẤT KỲ THỜI ĐIỂM NÀO, VÌ BẤT KỲ LÝ DO GÌ. TUY NHIÊN, VIS RATING KHÔNG (VÀ KHÔNG CÓ Ý ĐỊNH) CAM KẾT CÓ NGHĨA VỤ CÔNG BỐ VIỆC BỔ SUNG, CẬP NHẬT HOẶC SỬA ĐỔI CÁC ẮN PHẨM CỦA MÌNH TRONG TƯƠNG LAI. NGƯỜI DÙNG TỰ CHỊU RỦI RO TRONG VIỆC SỬ DỤNG VÀ/HOẶC DỰA VÀO CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC VÀ ẮN PHẨM CỦA VIS RATING.

VIS Rating duy trì các chính sách và quy trình để đảm bảo sự độc lập trong các xếp hạng tín nhiệm của VIS Rating và các quy trình xếp hạng tín nhiệm. Thông tin liên quan đến, bên cạnh các thông tin khác, các cổ đông nắm giữ trên 5% vốn điều lệ thực góp của VIS Rating, bất kỳ thay đổi về tỷ lệ sở hữu nào của các cổ đông nắm giữ trên 5% vốn điều lệ thực góp của VIS Rating và danh sách các tổ chức được xếp hạng với phí dịch vụ xếp hạng tín nhiệm chiếm trên 5% tổng doanh thu hoạt động xếp hạng tín nhiệm của VIS Rating trong năm tài chính liền trước thời điểm công bố thông tin, được đăng tải tại <https://visrating.com> dưới tiêu đề "Thông Tin Doanh Nghiệp".