

Bài 1: Giới thiệu về thẩm định dự án và tìm hiểu ngân lưu dự án

Thẩm định Đầu tư Công

Học kỳ Hè

2013

Giảng viên: Huỳnh Thế Du

Phần 1: Các vấn đề chung

Phần này giúp học viên hiểu được:

- 1) Lý do cần phải thẩm định dự án nói chung, các dự án đầu tư công nói riêng.
- 2) Những nguyên lý/yếu tố/vấn đề quan trọng đối với việc thẩm định các dự án nhìn từ các góc độ khác nhau, nhất là nhìn từ góc độ của nhà nước.

Tại sao phải thẩm định dự án đầu tư phát triển?

- ◆ Xác định lý do xác đáng cho sự tham gia của nhà nước vào quá trình phát triển dự án.
- ◆ Đánh giá các lựa chọn khác nhau.
- ◆ Xác định phương án với chi phí thấp nhất.
- ◆ Đánh giá tính vững mạnh của dự án về mặt tài chính, kinh tế và xã hội.
- ◆ Xác định, đánh giá và xây dựng các cơ chế chia sẻ rủi ro.

Các bước trong thẩm định dự án

- ◆ Hình thành ý tưởng và xác định dự án
 - ◆ Nghiên cứu tiền khả thi
 - ◆ Nghiên cứu khả thi
 - ◆ Thiết kế chi tiết
 - ◆ Thực hiện dự án
 - ◆ Đánh giá trong quá trình thực hiện và sau khi thực hiện
- Môn học tập trung vào 3 bước đầu tiên.

Hình thành ý tưởng và xác định dự án

◆ Mục tiêu

- ✓ Xác định mục tiêu phát triển của dự án
- ✓ Cơ sở để thực hiện dự án
- ✓ Lý do xác đáng cho sự tham gia (nếu có) của khu vực nhà nước
- ✓ Tập hợp các hướng dẫn chung cho việc thiết kế dự án nếu được tiến hành.

◆ Nội dung

- ✓ Bối cảnh vĩ mô
- ✓ Hiện trạng và triển vọng phát triển của ngành
- ✓ Tính cần thiết của sự tham gia của khu vực nhà nước
- ✓ Lựa chọn phương thức đầu tư
- ✓ Phân tích nhu cầu sơ khởi
- ✓ Xem xét các phương án thay thế

Bối cảnh vĩ mô

- ◆ Đóng góp tiềm năng của dự án vào sự phát triển kinh tế - xã hội.
 - ◆ Nguồn lực của quốc gia trong trường hợp thực hiện hay không thực hiện dự án.
 - ◆ Những yếu tố vĩ mô có thể tác động đến quá trình thực hiện dự án.
- Dự án đầu tư không thể là một hộp đen đứng độc lập với nền kinh tế.

Hiện trạng và triển vọng phát triển của ngành

- ◆ Những rào cản/trở ngại đang gặp phải
 - ◆ Xu hướng phát triển
 - ◆ Vai trò của khu vực nhà nước và tư nhân
 - ◆ Môi trường chính sách
- Xác định các chương trình đầu tư và cải cách chính sách.

Sự tham gia của khu vực nhà nước

- ◆ Tại sao cần phải có sự can thiệp của nhà nước?
 - ◆ Thất bại của thị trường
 - ✓ Độc quyền tự nhiên
 - ✓ Ngoại tác
 - ✓ Hàng hóa công
 - ✓ Thông tin bất cân xứng
 - ◆ Cứu xét về bình đẳng
 - ✓ Giữa các vùng địa lý
 - ✓ Giữa các nhóm dân cư
 - ◆ Cứu xét về an ninh quốc gia
 - ◆ Nhà nước có thể can thiệp vào thị trường bằng những cách thức nào?
- Phản chứng:
Không có sự tham gia của nhà nước thì sao?

Lựa chọn hình thức đầu tư

- ◆ 100% vốn nhà nước
 - ◆ Một phần vốn nhà nước và một phần vốn tư nhân
 - ◆ 100% vốn tư nhân
- Vấn đề lựa chọn hình thức đầu tư không thể tách rời khỏi việc lựa chọn cơ chế quản lý và vận hành khi dự án đi vào hoạt động.

Lựa chọn hình thức đầu tư, xây dựng và vận hành: hợp tác giữa nhà nước và tư nhân

- ◆ 100% vốn nhà nước
 - ✓ Hoạt động xây dựng do khu vực nhà nước đảm nhận
 - ◆ Khu vực nhà nước vận hành: Thuần túy nhà nước
 - ◆ Khu vực tư nhân vận hành; thuê ngoài vào vận hành theo hợp đồng quản lý-vận hành; cho thuê tài sản của dự án; bán tài sản của dự án
 - ✓ Hoạt động xây dựng do khu vực tư nhân đảm nhận
 - ◆ Khu vực nhà nước vận hành: Hợp đồng xây dựng chìa khóa trao tay
 - ◆ Khu vực tư nhân vận hành: Xây dựng-Chuyển giao-Vận hành (BTO); bán tài sản của dự án cho khu vực tư nhân
- ◆ Một phần vốn nhà nước và một phần vốn tư nhân
 - ✓ Hợp đồng hợp tác đầu tư: không thành lập doanh nghiệp có tư cách pháp nhân
 - ✓ Liên doanh: thành lập doanh nghiệp có tư cách pháp nhân để xây dựng và vận hành
 - ✓ PPP: Hợp tác công - tư
- ◆ 100% vốn tư nhân
 - ✓ Khu vực nhà nước vận hành: Xây dựng-Chuyển giao (BT)
 - ✓ Khu vực tư nhân vận hành
 - ◆ Xây dựng-Vận hành-Chuyển giao (BOT)
 - ◆ Xây dựng-Sở hữu-Vận hành (BOO)

Phân tích nhu cầu sơ khởi

- ◆ Xác định đối tượng sử dụng đầu ra của dự án.
 - ◆ Đánh giá mức cầu đối với đầu ra của dự án bằng bao nhiêu.
 - ◆ Đánh giá mức sẵn lòng chi trả của người tiêu dùng đối với đầu ra của dự án.
 - ◆ Xác định các yếu tố làm thay đổi nhu cầu đối với đầu ra của dự án
- Phân tích nhu cầu không chỉ nhằm xác định tính cần thiết về mặt kinh tế của dự án mà còn giúp xác định quy mô, vị trí và thời điểm đầu tư của dự án.

Xem xét các phương án thay thế

- ◆ Chi phí cơ hội là gì?
- ◆ Đánh giá ưu điểm và nhược điểm của các phương án thay thế về:
 - ✓ Công nghệ/Thiết kế kỹ thuật
 - ✓ Quy mô
 - ✓ Địa điểm
 - ✓ Thời điểm
 - ✓ Cơ chế huy động vốn
- ◆ Giải thích tại sao phương án đề xuất được lựa chọn (vì là giải pháp chi phí thấp nhất hay chi phí hiệu quả nhất) và tại sao các phương án thay thế bị loại bỏ.

Nghiên cứu tiền khả thi và khả thi

- ◆ Mục tiêu chính là đánh giá tính vững mạnh của dự án: lợi ích so với chi phí như thế nào?
- ◆ Nội dung:
 - ✓ Phân tích thị trường
 - ✓ Phân tích kỹ thuật
 - ✓ Phân tích năng lực tổ chức
 - ✓ Phân tích tài chính
 - ✓ Phân tích kinh tế
 - ✓ Phân tích phân phối
 - ✓ Phân tích rủi ro
 - ✓ Đánh giá tác động môi trường
- Môn học tập trung vào 4 nội dung: phân tích tài chính, kinh tế, phân phối và rủi ro.

Tiền khả thi

- ◆ Bước đi đầu tiên trong việc đánh giá tính vững mạnh tổng quát của dự án. Mục tiêu là xây dựng cơ sở cho nghiên cứu khả thi.
- ◆ Những điểm lưu ý:
 - ✓ Duy trì tính nhất quán về chất lượng thông tin
 - ✓ Sử dụng thông tin thứ cấp sẵn có
 - ✓ Đối với lợi ích, nên sử dụng ước lượng bị thiên lệch xuống; đối với chi phí, nên sử dụng ước lượng bị thiên lệch lên.

Khả thi

- ◆ Bước đi tiếp theo sau khi nghiên cứu tiền khả thi quyết định là dự án đủ hấp dẫn để tiến hành nghiên cứu chi tiết hơn.
- ◆ Những điểm cần lưu ý:
 - ✓ Cải thiện độ chính xác của các biến chủ yếu
 - ✓ Tiến hành các điều tra, khảo sát cấp cơ sở để tính toán lại các phân tích thị trường, kỹ thuật, tài chính và kinh tế.
 - ✓ Phân tích chi tiết về rủi ro và các cơ chế xử lý rủi ro.

- Đưa ra quyết định sau khi nghiên cứu khả thi: tiến hành, điều chỉnh, hoãn hay hủy bỏ dự án.

Khác biệt giữa phân tích tài chính và phân tích kinh tế

	Tài chính	Kinh tế
Quan điểm	Những người có quyền lợi trong dự án	Cả nền kinh tế
Lợi ích và chi phí	Ngân lưu thuần túy về tài chính	Giá trị kinh tế điều chỉnh theo giá “mờ”, chi phí cơ hội và ngoại tác.

Ra quyết định thế nào?

		Phân tích kinh tế	
		+	–
Phân tích tài chính	+	Chấp thuận	?
	–	?	Bác bỏ

Phần 2:
Tìm hiểu ngân lưu tài chính của dự án

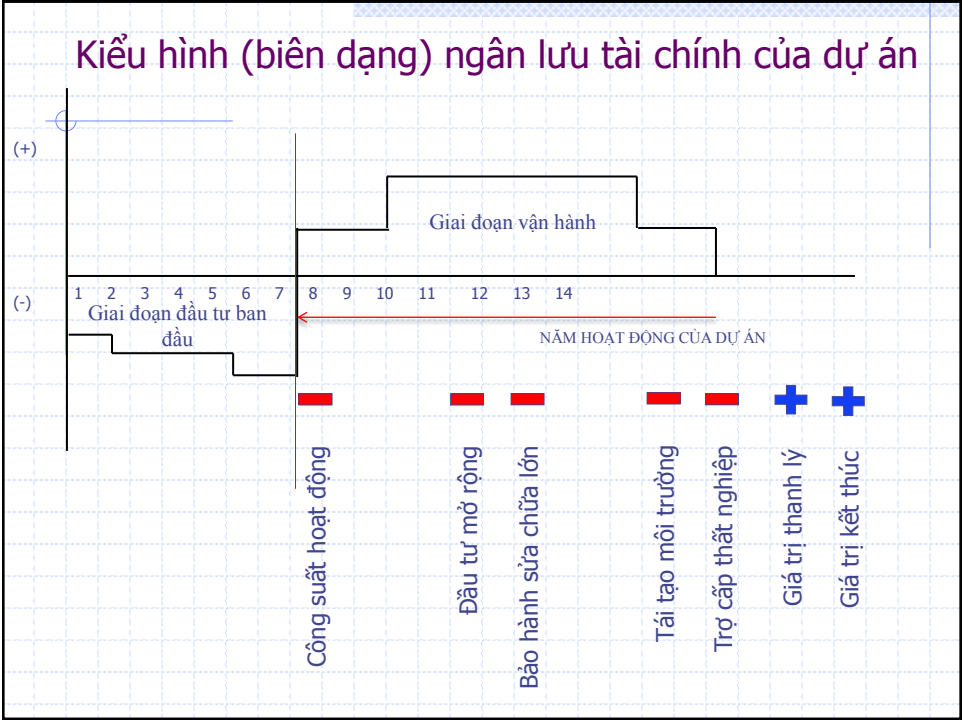
Phần này sẽ giúp học viên hiểu được ngân lưu tài chính của các dự án.

Phân tích tài chính

- ◆ Phân tích tài chính ước tính lợi ích tài chính ròng mà dự án mang lại cho chủ đầu tư và những người đóng góp nguồn lực tài chính khác cho dự án bằng cách xem xét tất cả các khoản thu và chi về tài chính trong vòng đời dự kiến của dự án.
- ◆ Mục tiêu của công tác phân tích tài chính là để đánh giá tính vững mạnh về mặt tài chính của dự án trên quan điểm của chủ đầu tư, chủ nợ, tổ chức vận hành, v.v...
- ◆ Cơ sở để ước tính lợi ích tài chính ròng của dự án là xác định và ước tính ngân lưu vào và ngân lưu ra về mặt tài chính trong vòng đời dự kiến của dự án.

Ngân lưu ròng tài chính

- ◆ Khái niệm ngân lưu ròng:
 - ✓ Ngân lưu ròng (hay còn gọi là ngân lưu tự do) là dòng tiền cuối cùng chỉ thuộc về những người có quyền lợi trong dự án là chủ sở hữu và chủ nợ. Nói một cách khác, ngân lưu ròng của dự án bằng ngân lưu của chủ sở hữu cộng với ngân lưu của chủ nợ.
 - ✓ Dự án được thẩm định về mặt tài chính được dựa trên việc ước lượng và đánh giá ngân lưu ròng.
- ◆ Ngân lưu tài chính khác với các khoản thu và chi về mặt kế toán. Do vậy, đối với từng hạng mục ngân lưu, như chi phí đầu tư, doanh thu, chi phí hoạt động và bảo trì, chi trả lãi vay và nợ gốc, thuế, ta đều phải xác định những khoản nào thuộc về ngân lưu tài chính và những khoản nào không.



Bảng ngân lưu tài chính của dự án

Năm	0	1	2	...	N-1	N
Ngân lưu vào						
Doanh thu ròng						
Thay đổi khoản phải trả						
Thanh lý tài sản						
Giá trị kết thúc						
Ngân lưu ra						
Chi phí hoạt động và bảo trì						
Thay đổi khoản phải thu						
Thay đổi cán đối tiền mặt						
Thuế thu nhập doanh nghiệp						
Chi phí đầu tư						
Ngân lưu ròng của dự án						
– Ngân lưu lãi vay và nợ gốc						
Ngân lưu ròng của chủ sở hữu						

♦ **Lưu ý:** Thông thường, khi tính vốn lưu động tăng thêm thường theo công thức $VLD\ tăng\ thêm = Thay\ đổi\ [tồn\ kho + tiền\ mặt + phải\ thu - phải\ trả]$
Tại sao trong bảng ngân lưu tài chính của dự án không có thay đổi tồn kho?

Phụ Mỹ 2.2 – Báo cáo thu nhập

Báo cáo thu nhập
Doanh thu
- Chi phí nhiên liệu
- Chi phí hoạt động cố định
- Chi phí hoạt động biến đổi
- Chi phí sửa chữa bảo trì
Lợi nhuận hoạt động
Phí quản lý
Lợi nhuận trước khấu hao, lãi vay và thuế (EBITDA)
- Khấu hao
Lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT)
- Lãi vay
Lợi nhuận trước thuế (EBT)
Thuế thu nhập doanh nghiệp
Lợi nhuận sau thuế (NI)

Phụ Mỹ 2.2 – Báo cáo ngân lưư

Năm kết thúc vào 30/11	0	1	2	3	19	20	21	22
000 USD	2002	2003	2004	2005	2021	2022	2023	2024
Doanh thu								
Chi phí hoạt động và quản lý								
Chi phí sửa chữa (dự phòng)								
Chi phí nhiên liệu								
Thuế TNDN								
Thay đổi vốn lưu động								
Ngân lưu hoạt động ròng								
Thu nhập tài chính ròng								
Thay đổi tiền mặt cam kết								
Chi đầu tư								
Ngân lưu tự do của dự án								
Giải ngân/trả nợ								
Trả lãi vay								
Ngân lưu nợ vay								
Ngân lưu chủ sở hữu								

Các bước tính ngân lưu ròng của dự án

1. Ngân lưu hoạt động vào = Doanh thu ròng
2. Ngân lưu hoạt động ra = Chi phí hoạt động + Bảo trì + Thuế TNDN
3. Ngân lưu hoạt động ròng = Ngân lưu hoạt động vào – Ngân lưu hoạt động ra
4. Ngân lưu ròng của dự án = Ngân lưu hoạt động ròng – Chi phí đầu tư
5. Ngân lưu của chủ nợ = Chi trả lãi vay + Chi trả nợ gốc – Giải ngân nợ
6. Ngân lưu của chủ sở hữu = Ngân lưu ròng của dự án – Ngân lưu của chủ nợ

Chi phí đầu tư

- ◆ Chi phí đầu tư dự án bao gồm các khoản chi phí cần thực hiện để xây dựng tài sản cố định cho dự án.
- ◆ Chi phí đầu tư bao gồm các hạng mục trong thời gian đầu tư ban đầu và các hạng mục đầu tư mở rộng hay sửa chữa lớn trong quá trình vận hành.
- ◆ Các hạng mục chi phí đầu tư theo khái niệm kế toán:
 - ✓ Nghiên cứu khả thi
 - ✓ Xây dựng
 - ✓ Mua sắm máy móc thiết bị
 - ✓ Đất đai, đền bù và giải tỏa
 - ✓ Tư vấn
 - ✓ Quản lý
 - ✓ Thuế
 - ✓ Dự phòng tăng chi phí thực và khối lượng
 - ✓ Dự phòng tăng chi phí do lạm phát
 - ✓ Chi phí lãi vay trong thời gian xây dựng

Chi phí chìm (sunk costs)

- ◆ Phân tích tài chính (và phân tích kinh tế) chỉ xem xét những lợi ích và chi phí trong tương lai.
- ◆ Nhưng chi phí đầu tư đã chi trả kể từ thời điểm làm phân tích tài chính trở về trước được coi là chi phí chìm và không được tính vào chi phí đầu tư tài chính.
- ◆ Lý do không tính vào chi phí chìm vào chi phí tài chính và chi phí kinh tế:
 - ✓ Việc phân tích tài chính và kinh tế có đưa đến kết luận là đầu tư hay không đầu tư dự án thì chi phí chìm cũng vẫn là chi phí đã bỏ ra và không thu hồi lại được. Do vậy, quyết định làm hay không làm dự án không được dựa vào chi phí chìm.
- ◆ Chi phí làm nghiên cứu khả thi, tư vấn, xây dựng hay mua thiết bị xảy ra trước thời điểm làm phân tích đều là chi phí chìm (trừ những trường hợp mà sản phẩm có được từ những hoạt động này có thể sử dụng vào việc khác nếu không dùng cho dự án).

Chi phí lãi vay trong thời gian xây dựng

- ◆ Theo nguyên tắc kế toán, chi phí lãi vay trong thời gian xây dựng thường được *vốn hóa* và cộng vào chi phí đầu tư (cũng như cộng vào dự nợ cho vay).
- ◆ Khi phân tích tài chính trên quan điểm tổng đầu tư (cũng như phân tích kinh tế), ta ước tính ngân lưu ròng của dự án (bao gồm cả ngân lưu chủ đầu tư và ngân lưu chủ nợ), trong đó không loại bỏ ngân lưu chi trả lãi vay. Do vậy, chi phí đầu tư không bao gồm chi phí lãi vay trong thời gian xây dựng.
- ◆ Nói một cách khác, theo quan điểm tổng đầu tư thì ta phân tích trên quan điểm gộp của tất cả những người cấp vốn cho dự án. Khoản chi trả lãi vay là chuyển giao giữa những đối tượng góp vốn nên không được tính.
- ◆ Khi phân tích tài chính trên quan điểm của riêng chủ đầu tư, thì chi phí lãi vay là khoản ngân lưu ra và được tính. Để rõ ràng, ta tách chi phí lãi vay trong thời gian xây dựng ra khỏi chi phí đầu tư và thể hiện thành một dòng ngân lưu ra riêng biệt.

Chi phí khấu hao

- ◆ Chi phí khấu hao tài sản cố định là một chi phí kế toán được khấu trừ để tính lợi nhuận chịu thuế.
- ◆ Về mặt tài chính cũng như kinh tế, khấu hao không phải là một khoản thực chi và do vậy không được tính vào ngân lưu.
- ◆ Tuy nhiên, trong phân tích tài chính ta vẫn phải lập lịch khấu hao để xây dựng báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh và tính thuế thu nhập doanh nghiệp.

Dự phòng tăng chi phí đầu tư

- ◆ Dự phòng tăng chi phí đầu tư có thể chia thành hai loại:
 - ✓ Dự phòng tăng chi phí thực
 - ✓ Dự phòng tăng giá do lạm phát
- ◆ Dự phòng tăng chi phí thực liên quan đến việc tăng chi phí kỳ vọng của các hạng mục đầu tư dưới tác động đặc thù của từng hạng mục, chứ không phải do lạm phát chung của nền kinh tế.
- ◆ Trong phân tích tài chính (cũng như phân tích kinh tế), dự phòng tăng chi phí thực là một khoản ngân lưu ra trong chi phí đầu tư (nguyên tắc thận trọng).
- ◆ Dự phòng tăng giá do lạm phát làm tăng chi phí đầu tư danh nghĩa.
 - ✓ Khi phân tích tài chính theo giá danh nghĩa, thì dự phòng tăng giá là một khoản ngân lưu ra trong chi phí đầu tư tài chính. Nhà phân tích nên tính gộp dự phòng tăng giá vào chi phí danh nghĩa của từng hạng mục đầu tư.
 - ✓ Khi phân tích tài chính theo giá thực, thì chi phí đầu tư sẽ không bao gồm dự phòng tăng giá do lạm phát.

Vốn lưu động

- ◆ Vốn lưu động bao gồm tiền mặt, khoản phải thu trừ đi khoản phải trả và hàng tồn kho.
- ◆ Ngân lưu tài chính tính các khoản thực thu và thực chi. Doanh thu và chi phí hoạt động theo khái niệm kế toán có thể rất khác với giá trị thực thu và thực chi khi dự án có các khoản phải thu và/hay phải trả đáng kể. Do vậy doanh thu và chi phí hoạt động cần được điều chỉnh.
- ◆ Thực thu từ doanh thu = Doanh thu trong kỳ
+ Khoản phải thu đầu kỳ - Khoản phải thu cuối kỳ
- ◆ Thực chi từ chi phí hoạt động = Chi phí trong kỳ
+ Khoản phải trả đầu kỳ - Khoản phải trả cuối kỳ
- ◆ Cân đối tiền mặt được giữ để thực hiện các giao dịch trong quá trình thực hiện dự án. Thay đổi cân đối tiền mặt trong kỳ là một khoản ngân lưu ra về mặt tài chính.
- ◆ Sản lượng do dự án sản xuất ra trong kỳ có thể không bằng sản lượng bán ra trong kỳ do tác động của hàng tồn kho. Những thay đổi của hàng tồn kho được tự động đưa vào ngân lưu khi đã điều chỉnh cho thay đổi khoản phải thu và khoản phải trả.

Chi trả lãi vay và nợ gốc

- ◆ Chi trả lãi vay và nợ gốc là ngân lưu vào của chủ nợ và ngân lưu ra của chủ đầu tư. Còn xét trên quan điểm tổng đầu tư, thì chi trả lãi vay và nợ gốc chỉ là khoản chuyển giao.
- ◆ Phân tích tài chính trên quan điểm tổng đầu tư và phân tích kinh tế không coi chi trả lãi vay và nợ gốc là ngân lưu.
- ◆ Phân tích tài chính trên quan điểm chủ đầu tư coi chi trả lãi vay và nợ gốc là ngân lưu ra.
- ◆ Trong phân tích tài chính, nhà phân tích luôn phải thiết lập lịch trả nợ. Dựa vào lịch trả nợ, ta xác định ngân lưu trả lãi vay để khấu trừ khi tính thu nhập chịu thuế trong báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh.

Chi phí cơ hội

- ◆ Chi phí cơ hội của việc sử dụng một nguồn lực trong dự án là những lợi ích có thể thu được nếu nguồn lực đó được sử dụng cho dự án khác.
- ◆ Khi chủ đầu tư cung cấp nguồn lực lao động hay máy móc thiết bị cho dự án miễn phí, thì về mặt kế toán dự án không hề chịu chi phí. Tuy nhiên, nguồn lực lao động hay máy móc thiết bị này có thể được chủ đầu tư sử dụng cho mục đích khác để tạo ra một giá trị cho chủ đầu tư. Vì được sử dụng cho dự án này nên chủ đầu tư đã mất giá trị đó.
- ◆ Trong cả phân tích tài chính lẫn kinh tế, chi phí cơ hội này phải được tính là ngân lưu ra của dự án.

Thuế và trợ giá

- ◆ Xét về mặt tài chính, thuế là khoản tiền mà dự án phải thực trả cho chính phủ còn trợ giá là khoản tiền dự án nhận từ chính phủ. Do vậy, trong phân tích tài chính, thuế được tính là ngân lưu ra còn trợ giá được tính là ngân lưu vào.
- ◆ Chính vì vậy, cho dù ngân lưu tài chính không tính tới bao gồm khấu hao và có thể không tính tới lãi vay nhưng nhà phân tích vẫn phải lập lịch khấu hao và lịch trả nợ để tính thu nhập chịu thuế, từ đó tính thuế thu nhập doanh nghiệp.
- ◆ Xét về mặt kinh tế, thuế hay trợ giá là những khoản chuyển giao giữa dự án và chính phủ. Do vậy, thuế và trợ giá không được tính là ngân lưu trong phân tích kinh tế.
- ◆ Đối với quan điểm của chính phủ khi quyết định mua lại dự án thì xem xét các khoản thuế và trợ giá ntn?

Giá trị thanh lý và giá trị kết thúc

- ◆ Khác với doanh nghiệp, dự án thường có vòng đời hữu hạn. Khi kết thúc dự án, tài sản cố định còn lại được thanh lý vào tạo ra khoản thu cho dự án. Do vậy, giá trị thanh lý được tính là ngân lưu vào của dự án.
- ◆ Đối với dự án có vòng đời lâu dài, và phân tích tài chính chỉ ước tính ngân lưu trong một giai đoạn nhất định thì vào cuối giai đoạn phân tích, ta phải ước tính giá trị kết thúc (terminal value) của dự án bằng cách chiết khấu ngân lưu ròng trong những năm sau đó về năm cuối giai đoạn phân tích. Giá trị kết thúc là ngân lưu vào của dự án trong phân tích tài chính.

Chi phí đất đai

- ◆ Đất đai là một tài sản cố định. Khi dự án sử dụng đất đai, thì chi phí đất đai (bao gồm cả chi phí đền bù, giải tỏa) là ngân lưu ra trong phân tích tài chính.
- ◆ Trong phân tích kinh tế, chi phí kinh tế của đất đai được tính là ngân lưu ra. Tuy nhiên, chi phí đền bù liên quan được coi là khoản chuyển giao từ dự án sang cho người mất đất nên không được tính là ngân lưu.
- ◆ Khác với tài sản cố định khác, đất đai không bị khấu hao và giá trị thực thường tăng lên theo thời gian.
- ◆ Một quy tắc thận trọng trong thẩm định những dự án không thuộc lĩnh vực bất động sản là khi tính giá trị thanh lý hay giá trị kết thúc, nhà phân tích không tính phần tăng giá trị thực của đất đai theo thời gian mà không phải là do dự án tạo ra vào ngân lưu. Lý do là khi làm như vậy thì ta có thể đi đến kết luận ra quyết định đầu tư không phải hoạt động chính của dự án tạo ra trị ròng dương mà do đất đai tạo giá trị ròng dương.
- ◆ Việc tăng (hay giảm) giá trị thực của đất theo thời gian có thể được tính vào ngân lưu nếu đó là do dự án mang lại hay đó là dự án bất động sản.