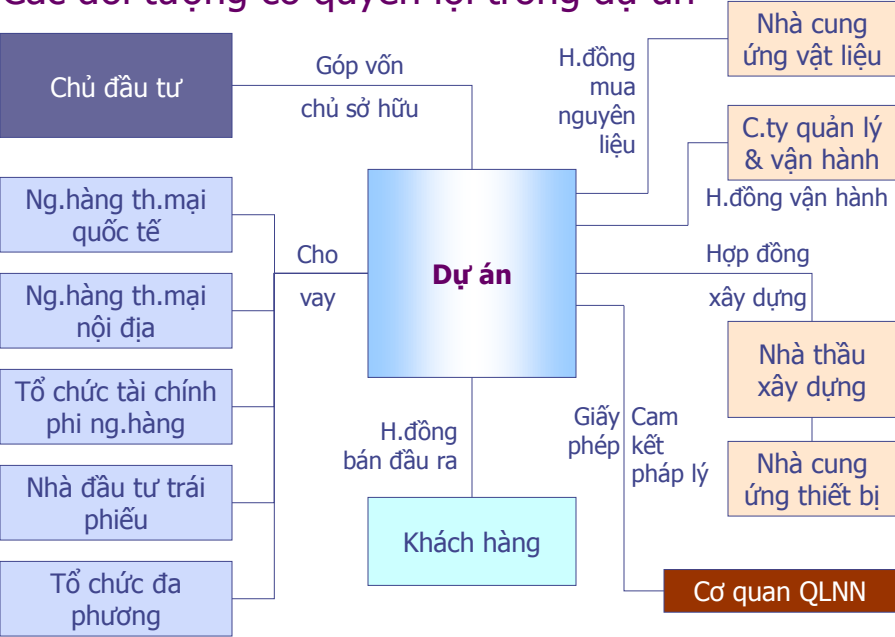


Bài 5: Huy động vốn và phân tích khả năng trả nợ của dự án

Thẩm định Đầu tư Công
Học kỳ Hè
2014
Giảng viên: Nguyễn Xuân Thành

Các đối tượng có quyền lợi trong dự án



Các nhà tài trợ vốn cho dự án

- ◆ Các nhà tài trợ vốn cho dự án được chia thành hai loại:
 - ✓ Đầu tư vốn chủ sở hữu (CSH)
 - ◆ Chủ đầu tư bỏ vốn vào dự án và là người hưởng lợi sau cùng của dự án (dưới dạng cổ tức) sau khi đã thực hiện các nghĩa vụ trả nợ vay
 - ✓ Cho vay
 - ◆ Chủ nợ cho dự án vay với cam kết sẽ nhận lại vốn gốc và lãi theo một công thức và lịch thời gian nhất định
- ◆ Các đối tượng có quyền lợi trong dự án đều có thể tham gia tài trợ vốn cho dự án dưới vai trò nhà đầu tư vốn CSH hay cho vay.

Đầu tư vốn chủ sở hữu

- ◆ Các nhà đầu tư vốn CSH mong đợi nhận được một suất sinh lợi hợp lý trên vốn đã đầu tư:
 - ✓ Ngân lưu ra: đầu tư vốn CSH ban đầu
 - ✓ Ngân lưu vào: cổ tức thu về trong quá trình dự án hoạt động.
- ◆ Các loại nhà đầu tư vốn CSH:
 - ✓ Chủ đầu tư (sáng lập) dự án (project investors/sponsors)
 - ◆ Người khởi xướng, thiết lập cơ cấu và dàn xếp các hợp đồng then chốt của dự án
 - ◆ Có thể hiểu tương tự như cổ đông sáng lập của doanh nghiệp
 - ◆ Thường là đối tượng bỏ vốn với tỷ trọng lớn nhất trong tổng vốn CSH của dự án
 - ✓ Nhà nước
 - ◆ Đầu tư vốn ngân sách
 - ◆ Đầu tư vốn CSH dưới hình thức liên doanh hay cổ đông thiểu số
 - ◆ Góp vốn phi tiền mặt (đất, chính sách ưu đãi)
 - ✓ Các nhà đầu tư chiến lược (strategic partners)
 - ✓ Quỹ đầu tư và thị trường vốn

Đầu tư vốn chủ sở hữu (tiếp)

- ◆ Chủ đầu tư dự án:
 - ✓ Kiểm soát
 - ✓ Chịu rủi ro cao nhất và mong đợi lợi nhuận kỳ vọng cao nhất
 - ✓ Tăng suất sinh lợi bằng cách dựa vào vốn cổ phần của các nhà đầu tư chiến lược và các nhà đầu tư thụ động.
- ◆ Các nhà đầu tư/đối tác chiến lược
 - ✓ Đầu tư vốn cổ phần
 - ✓ Có thể tham gia xây dựng, vận hành.
 - ✓ Có thể thuộc lĩnh vực liên quan (ví dụ, đối tác dầu khí trong dự án điện, đối tác điện trong dự án xi-măng)
- ◆ Quỹ đầu tư/thị trường vốn
 - ✓ Đầu tư vốn cổ phần một cách thụ động (không tham gia quản lý).

Uy tín vay nợ của dự án

- ◆ Cơ cấu và điều kiện cấp vốn dưới hình thức tài chính dự án phụ thuộc vào uy tín vay nợ (creditworthiness) của dự án.
- ◆ Uy tín vay nợ của dự án phụ thuộc vào:
 - ✓ Sự vững mạnh về mặt tài chính của dự án: NPV/IRR
 - ✓ Uy tín vay nợ của các chủ đầu tư vào dự án
 - ✓ Số vốn cổ phần do các chủ đầu tư dự án đóng góp so với tổng vốn đầu tư.
 - ✓ Các rủi ro dự án và khả năng thiết kế, thực hiện các hợp đồng chia sẻ rủi ro.
- ◆ Hai hình thức vay nợ
 - ✓ Chủ đầu tư đứng tên vay nợ rồi dùng vốn huy động được để tài trợ cho dự án (corporate financing)
 - ✓ Chủ đầu tư thành lập công ty dự án với trách nhiệm hữu hạn; công ty dự án đứng tên vay nợ: đây là hình thức "tài trợ dự án" (project financing)

Tài trợ dự án bằng nợ vay NHTM

- ◆ Ngân hàng thương mại quốc tế
 - ✓ Cho vay ngoại tệ
 - ✓ Kỳ hạn cho vay: 5-10 năm ở các thị trường đang nổi lên
 - ✓ Hợp đồng cho vay bao gồm khế ước với những điều khoản hạn chế (về thanh toán lại, nợ gốc và phát hành nợ mới).
 - ✓ Cho vay theo hạng mức tín nhiệm, chịu giới hạn về giá trị chịu rủi ro tại các nền kinh tế đang phát triển và thường đòi hỏi bảo lãnh của chính phủ.
- ◆ Ngân hàng thương mại nội địa
 - ✓ Liên hệ với chính phủ
 - ✓ Cho vay nội tệ (và ngoại tệ)
 - ✓ Có thể có khả năng chịu rủi ro tín dụng nội địa cao hơn ngân hàng quốc tế.
 - ✓ Giá trị cho vay hạn chế.
- ◆ Nợ vay ngân hàng thương mại thường có thứ tự ưu tiên trả nợ cao nhất.

Tài trợ dự án bằng nợ vay tổ chức tài chính phi ngân hàng/nhà đầu tư có tổ chức

- ◆ Tổ chức tài chính phi ngân hàng/các nhà đầu tư có tổ chức
 - ✓ Công ty tài chính
 - ✓ Công ty bảo hiểm nhân thọ
 - ✓ Quỹ lương hưu (chưa có ở Việt Nam)
 - ✓ Quỹ đầu tư
- ◆ Hình thức cho vay
 - ✓ Cho vay (và mua trái phiếu) dự án (nội tệ lẫn ngoại tệ)
 - ✓ Cung cấp vốn dài hạn hơn so với vay ngân hàng thương mại (20-25 năm).
 - ✓ Tập trung cấp vốn cho các dự án có hạng mức tín nhiệm cao (investment grade).

Tài trợ dự án bằng vay nợ các tổ chức tài chính đa phương/song phương

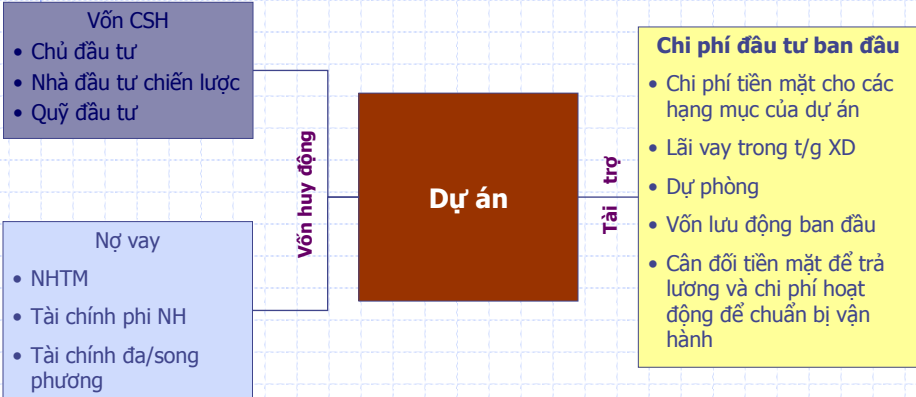
- ◆ Các tổ chức tài chính đa phương/song phương
 - ✓ Ngân hàng thế giới (WB)
 - ✓ IFC (tổ chức cho vay thương mại của WB)
 - ✓ Ngân hàng Phát triển châu Á (ADB)
 - ✓ Cơ quan viện trợ/ngân hàng phát triển/tín dụng xuất khẩu của nước ngoài.
- ◆ Hình cho vay
 - ✓ Cho vay ODA với lãi suất ưu đãi dành cho các nền kinh tế thu nhập thấp
 - ✓ Cho vay OCR với lãi suất gần bằng mức thị trường (nhưng vẫn thấp hơn) đối với các nền kinh tế thu nhập trung bình
 - ✓ Bảo lãnh

Tài trợ dự án bằng trái phiếu

- ◆ Trái phiếu doanh nghiệp
 - ✓ Chủ đầu tư đứng tên phát hành trái phiếu rồi dùng vốn huy động từ trái phiếu để tài trợ cho dự án
- ◆ Trái phiếu dự án (hay trái phiếu công trình)
 - ✓ Chủ đầu tư thành lập công ty dự án với trách nhiệm hữu hạn
 - ✓ Công ty dự án đứng tên phát hành trái phiếu

Huy động vốn cho dự án

- ◆ Dự án cần được huy động vốn để đủ trang trải cho chi phí đầu tư cũng như một số chi phí ban đầu trước khi đi vào hoạt động



Tỷ lệ nợ/vốn CSH khả thi tối đa

- ◆ Lợi ích của việc tăng đòn bẩy nợ:
 - ✓ Tăng suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (do suất sinh lợi trên tổng vốn đầu tư lớn hơn lãi vay)
 - ✓ Tăng lợi ích từ lá chắn thuế của nợ vay
- ◆ Chi phí của việc tăng đòn bẩy nợ:
 - ✓ Tăng rủi ro tài chính của dự án (dẫn tới tăng chi phí nợ vay cũng như chi phí vốn chủ sở hữu)
 - ✓ Tăng chi phí kỳ vọng liên quan đến phá sản
- ◆ Tỷ lệ nợ/vốn CSH thực tế của dự án phụ thuộc vào:
 - ✓ Khả năng sinh lợi của dự án
 - ✓ Kiểu hình ngân lưu tự do của dự án
 - ✓ Các loại rủi ro và cơ chế chia sẻ, quản lý rủi ro
 - ✓ Uy tín vay nợ của chủ đầu tư và mức độ bảo lãnh rủi ro của chủ đầu tư đối với dự án

Các cứu xét khác trong huy động vốn

- ◆ **Lịch giải ngân**
 - ✓ Lịch giải ngân vốn huy động cần khớp với lịch chi đầu tư để giảm chi phí lãi vay và phí cam kết
 - ✓ Chủ nợ thường yêu cầu chủ đầu tư phải giải ngân vốn CSH trước khi cho phép giải ngân nợ vay
- ◆ **Kiểu hình ngân lưu tự do của dự án**
 - ✓ Ngân lưu tự do của dự án là nguồn căn bản và chính yếu để trả lãi và nợ gốc khi dự án đi vào hoạt động.
 - ✓ Kiểu hình cụ thể của ngân lưu sẽ quyết định lịch trả lãi và nợ gốc
- ◆ **Đơn vị tiền tệ**
 - ✓ Xét về nội tệ/ngoại tệ, cơ cấu vốn huy động cần tương thích với cơ cấu chi phí đầu tư và/hay cơ cấu ngân lưu tự do để giảm thiểu và quản lý rủi ro tỷ giá
- ◆ **Tài trợ trong thời gian xây dựng và tài trợ dài hạn**
 - ✓ Các tổ chức tài chính có thể không sẵn sàng cam kết cho vay dài hạn khi dự án chưa khởi công và có thời gian xây dựng lâu dài.
 - ✓ Chủ đầu tư phải đi vay ngắn/trung hạn (hay vay "bắc cầu") trong quá trình xây dựng rồi tái tài trợ bằng vay dài hạn khi dự án được xây dựng xong.
 - ✓ Nhu cầu tái tài trợ khi hoàn thành xây dựng cũng xuất hiện khi dự án có thể vay mới với lãi suất thấp hơn trước khi rủi ro xây dựng đã không còn.

Ước tính khả năng vay nợ của dự án

- ◆ Nợ của dự án phải ở mức sao cho ngân lưu tự do của dự án đủ để thực hiện các nghĩa vụ trả lãi và nợ gốc. Từ đó, ta có thể suy ra rằng nợ được xác định trên cơ sở ước tính ngân lưu tự do của dự án.
- ◆ Tuy nhiên, để tính ngân lưu tự do của dự án, ta lại phải biết cơ cấu vốn vì lãi vay được khấu trừ thuế.
- ◆ Để giải quyết vấn đề này, ta sử dụng mô hình chiết khấu ngân lưu đơn giản mà không cần xác định cơ cấu vốn ngay từ đầu để tính giá trị hiện tại (PV) của ngân lưu sẵn có để trả nợ, rồi ước tính khả năng vay nợ tối đa bằng cách chia giá trị hiện tại này cho hệ số vay nợ dựa vào ngân lưu.
(Tham khảo công thức tính trong bài đọc, Finnerty, Chương 8)
- ◆ Với khả năng vay nợ tối đa được xác định, ta lập mô hình chi tiết để xác định ngân lưu tự do của dự án. Sau đó, khả năng trả nợ từng năm của dự án được đánh giá dựa trên hệ số an toàn trả nợ. Nếu hệ số an toàn trả nợ hàng năm quá thấp, thì mức nợ vay (và các điều khoản khác như kỳ hạn, lãi suất) phải được điều chỉnh.

Tỷ lệ an toàn trả nợ Debt Service Coverage Ratio (DSCR)

- ◆ Ngân lưu tự do (hay ròng) của dự án chính là ngân lưu sẵn có để trả nợ (cash flow available for debt service – CFADS).
- ◆ Ngân lưu trả nợ bằng nợ gốc phải trả cộng lãi vay phải trả.
- ◆ Hệ số an toàn trả nợ (DSCR) hàng năm được định nghĩa bằng tiền mặt sẵn có để trả nợ chia cho ngân lưu trả nợ của năm đó.
- ◆ DSCR nhỏ hơn 1 có nghĩa là dự án không tạo đủ ngân lưu để trả nợ (lãi vay và nợ gốc)
- ◆ Để đảm bảo an toàn trả nợ, các tổ chức tài chính cho vay thường yêu cầu DSCR trung bình trong suốt kỳ hạn của khoản vay phải lớn hơn một mức nhất định (ví dụ 1,2-1,3) và DSCR hàng năm không được xuống thấp hơn từ một mức tối thiểu (ví dụ 1,1-1,2).

Tài khoản dự phòng trả nợ (Debt service reserve account)

- ◆ Các tổ chức cho vay thường yêu cầu dự án phải thiết lập một tài khoản dự phòng trả nợ để đảm bảo một lượng tiền mặt nhất định được duy trì trong một khoảng thời gian nhất định trước mỗi thời điểm đến hạn trả lãi vay và nợ gốc.
- ◆ Việc thiết lập tài khoản dự phòng, do vậy, tạo ra thêm lợi ích cho chủ nợ do làm tăng tính an toàn của khoản vay.
- ◆ Ngược lại, tài khoản dự phòng làm tăng chi phí cho chủ đầu tư. Chủ đầu tư phải bỏ thêm vốn để duy trì tài khoản này. Tiền mặt dự phòng trong tài khoản chỉ hưởng lãi suất tiền gửi, mà thường thì thấp hơn chi phí vốn của chủ đầu tư.
- ◆ Tài khoản dự phòng trả nợ có hai thông số quan trọng:
 - ✓ Mức tiền mặt duy trì trong tài khoản (thường bằng 100% giá trị lãi vay và nợ gốc sẽ phải trả vào lần thanh toán kế tiếp)
 - ✓ Thời gian duy trì trước mỗi thời điểm trả nợ (thường bằng đúng thời gian của kỳ trả nợ).