09/05/2013

NGUYỄN XUÂN THÀNH

CHÚ GIẢI NGHIÊN CỨU TÌNH HUỐNG

# DỆT PHƯƠNG ĐÔNG

## Đòn bẩy tài chính

Theo Minh họa 4 trong Nghiên cứu Tình huống (NCTH), EBIT của Dệt Phương Đông tăng trưởng bình quân 5,19%/năm trong giai đoạn 2000-04, nhưng chỉ tăng 1,02% trong năm 2004 do một số khách hàng lớn của Công ty gặp khó khăn tạm thời và Công ty đang tập trung chuẩn bị cho dự án mới. Hai kịch bản có thể xảy ra trong hai năm tới (2005-06) là lợi nhuận của Phương đông sẽ tăng trưởng với tốc độ 5,19%/năm hay không có tăng trưởng. Ngoài ra, nếu các điều kiện thị trường rất thuận lợi thì lợi nhuận của Phương Đông có thể tăng tới 15%/năm. Nhưng trong tình huống xấu nhất, tốc độ suy giảm có thể là 10%/năm. Bảng 1 tổng hợp năm kịch bản và tính toán lợi nhuận trước thuế và lãi vay vào năm 2006 của Phương Đông ứng với các kịch bản này.

**Bảng 1: Kịch bản tăng trưởng EBIT**

| Kịch bản tăng trưởng 2005-2006 | Tốc độ tăng (%/năm, 05-06) | EBIT 2006, không có dự án (tỷ VNĐ) | EBIT 2006 có dự án (tỷ VNĐ) |
|---|---|---|---|
| Bằng tốc độ tăng bình quân giai đoạn 2000-04 | 5,19% | 64,680 | 100,880 |
| Tốc độ tăng cao | 15,00% | 77,300 | 113,500 |
| Tăng trưởng chậm | 2,00% | 60,811 | 97,011 |
| Không tăng trưởng | 0,00% | 58,450 | 94,650 |
| Suy giảm | -10,00% | 47,345 | 83,545 |
| Suy giảm và dự án không tạo ra lợi nhuận | -10,00% | 47,345 | 47,345 |

Nếu tiếp tục không vay nợ, theo như Minh họa 6, Phương Đông sẽ phải phát hành thêm 7,14 triệu cổ phần để huy động 175 tỷ đồng cho dự án. Theo Bảng cân đối kế toán tại Minh họa 1, vốn cổ phần vào cuối năm 2004 là 105,4 tỷ đồng, tương ứng với 10,54 triệu cổ phần. Vậy, tổng số cổ phần sau huy động vốn sẽ là 17,68 triệu.

Nếu lợi nhận từ hoạt động kinh doanh hiện hưu sẽ tăng trưởng bằng mức bình quân của 5 năm trở lại đây, EBIT dự kiến năm 2006 sẽ bằng 100,88 tỷ đồng. Vì không vay nợ nên EBIT cũng chính là lợi nhuận trước thuế (EBT). Với thuế suất thuế TNDN 28%, thuế phải nộp là 28,25 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế (NI) của Phương Đông bằng 72,63 tỷ đồng. Vậy, lãi cơ bản một cổ phần (EPS) dự kiến cho năm 2006 sẽ là 4.108 đồng/cp.

Nếu vay nợ để tài trợ dự án, Phương Đông sẽ chịu lãi suất 16%. Lãi vay phải trả vào năm 2006 sẽ bằng 28 tỷ đồng và sẽ được khấu trừ để tính lợi nhuận chịu thuế. EBT vào năm 2006 sẽ bằng 72,88 tỷ đồng và thuế

Chú giải nghiên cứu tình huống này do Nguyễn Xuân Thành, giảng viên Chính sách công, Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright biên soạn. Các nghiên cứu tình huống của Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright được sử dụng làm tài liệu cho thảo luận trên lớp học, chứ không phải để đưa ra khuyến nghị chính sách.

Bản quyền © 2013 Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright.

TNDN phải nộp là 20,41 tỷ đồng. NI của Phương Đông năm 2006 bằng 52,47 tỷ đồng. Với số cổ phần không đổi theo phương án vay nợ, EPS dự kiến cho năm 2006 sẽ là 4.978 đồng/cp. Bảng 2 trình bày tính toán và so sánh kết quả EPS của hai phương án tài trợ dự án.

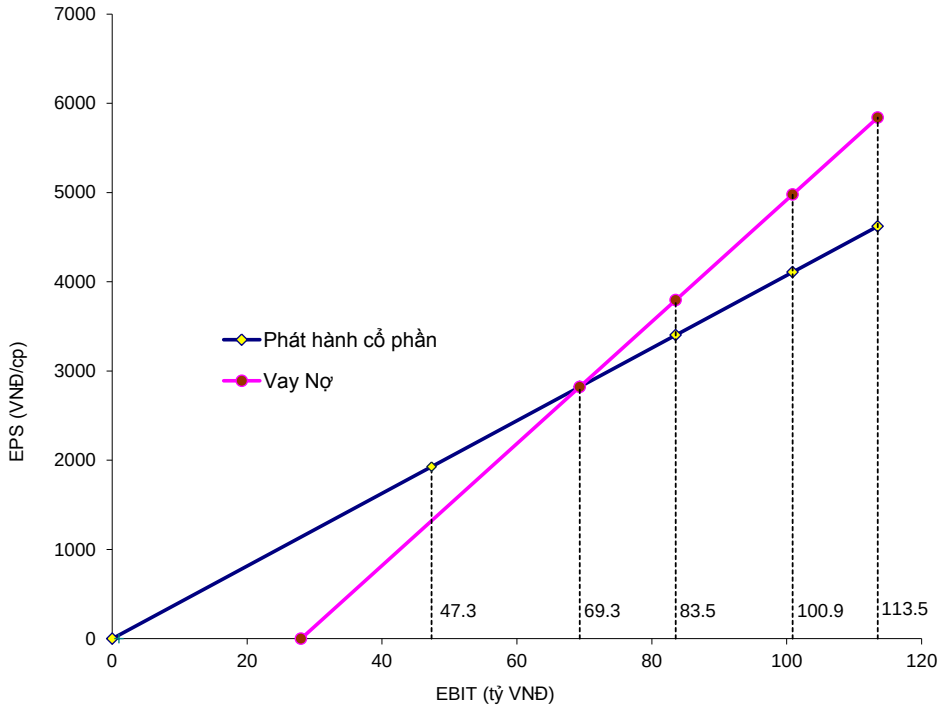
**Bảng 2: So sánh EPS của hai phương án tài trợ dự án (kịch bản cơ sở), tỷ VNĐ**

| | Phát hành cổ phần | Vay nợ |
|---|---|---|
| Lợi nhuận trước lãi vay và thuế, EBIT | 100,880 | 100,880 |
| - Trả lãi vay | 0,000 | 28,000 |
| Lợi nhuận trước thuế, EBT | 100,880 | 72,880 |
| - Thuế TNDN (@28%) | 28,246 | 20,406 |
| Lợi nhuận sau thuế, NI | 72,634 | 52,474 |
| EPS (VND/cp) | 4.108 | 4.978 |

Rõ ràng, EPS của phương án vay nợ cao hơn hẳn so với EPS của phương án phát hành cổ phần, nhưng đó là ứng với kịch bản cơ sở. EPS ứng với các kịch bản khác cần phải được tính toán. Một cách tổng quát, thì EPS doanh nghiệp sẽ bằng:

$EPS = EBIT*(1 - t_C)/(n_s + n_n)$ nếu tài trợ dự án bằng phát hành thêm cổ phần
$EPS = (EBIT - r_D D)*(1 - t_C)/n_s$ nếu tài trợ dự án bằng vay nợ,
trong đó, $t_C$ là thuế suất thuế TNDN, $r_D$ là lãi suất, D là nợ vay, $n_s$ là số cổ phần hiện hữu và $n_n$ là số cổ phần phát hành thêm.

**Hình 1: Đòn bẩy tài chính**




Theo Hình 1, nếu EBIT của Phương Đông (bao gồm cả EBIT từ dự án) vào năm 2006 bằng 69,3 tỷ đồng, thì EPS của hai phương án tài trợ là như nhau. Nếu EBIT cao hơn mức này, thì vay nợ sẽ đem lại EPS cao hơn, Ngược lại, nếu EBIT thấp hơn 69,3 tỷ đồng thì phát hành thêm cổ phần sẽ đem lại EPS cao hơn. Theo các kịch bản đã đề ra thì ngoại trừ trong tình huống xấu nhất cộng thêm việc dự án mới không có lợi nhuận, phương án vay nợ đều cho EPS cao hơn so với phương án phát hành thêm cổ phần. Tác động của đòn bẩy tài chính của nợ vay được thể hiện ở chỗ là nếu hoạt động kinh doanh có lợi nhuận cao thì vay nợ giúp đẩy mạnh phần lợi nhuận của chủ sở hữu, nhưng nếu tổng lợi nhuận trước lãi vay thấp thì vay nợ lại ép xuống phần lợi nhuận của chủ sở hữu.

**Ngân lưu sẵn có để trả nợ**

Việc phân tích ở trên là dựa vào con số lợi nhuận kế toán. Mặc dù EPS là chỉ số tài chính quan trọng tác động tới giá cổ phiếu dưới con mắt của các cổ đông và nhà đầu tư mới, nhưng ngân lưu mới là thước đo chính xác để đánh giá khả năng trả nợ trong trường hợp Phương Đông vay Sacombank để tài trợ dự án. Căn cứ vào Minh họa 3, ngân lưu từ hoạt động kinh doanh năm 2004 của doanh nghiệp bằng 60,09 tỷ đồng. Sau khi điều chỉnh cho ngân lưu từ hoạt động đầu tư (-26,18 tỷ đồng), ngân lưu tự do doanh nghiệp (FCFF, free cash flow to firm) bằng 33,91 tỷ đồng.

FCFF cũng có thể được tính trực tiếp từ bảng cân đối kế toán và báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh.

$$FCFF = EBIT_F(1 - t_C) + DEPR_F - CAPEX_F - \Delta WC_F$$

trong đó, $DEPR_F$ là khấu hao, $CAPEX_F$ là chi đầu tư mới và $\Delta WC_F$ là tăng vốn lưu động của hoạt động kinh doanh hiện hữu (không kể dự án mới).

Năm 2004, NI của Phương Đông, và cũng chính là $EBIT(1 - t_C)$ vì không có vay nợ, bằng 42,08 tỷ đồng. Mức giảm vốn lưu động trong năm (giảm khoản phải thu trừ tăng tồn kho trừ tăng tài sản ngắn hạn khác cộng tăng khoản phải trả) bằng 6,75 tỷ đồng. Khấu hao TSCĐ bằng 11,25 và chi đầu tư mới bằng 26,18 tỷ đồng. Nếu không có tăng trưởng vào hai năm 2005-06 (trong bối cảnh Phương Đông tập trung vào dự án mới), thì FCFF năm 2006 vẫn bằng 33,91 tỷ đồng.

Dự án mới sau khi đi vào hoạt động được dự kiến sẽ làm tăng EBIT của Phương Đông lên thêm 36,2 tỷ đồng ($EBIT_P$). Với tổng đầu tư 175 tỷ đồng và vòng đời 10 năm, mỗi năm khấu hao của dự án ($DEPR_P$) sẽ là 17,5 tỷ đồng. Coi vốn lưu động của dự án ($\Delta WC_P$) là không đáng kể. Ngân lưu trước thuế TNDN của dự án (tức là sau khi đã trừ lãi vay) bằng 53,7 tỷ VNĐ. Thuế TNDN của dự án (trường hợp vay nợ) bằng: (36,2 – 175*16%)*28% = 2,3 tỷ đồng. Vậy, ngân lưu ròng của dự án (PNCF, project net cash flow) bằng 51,4 tỷ đồng.

Tổng ngân lưu tự do từ hoạt động hiện hữu của doanh nghiệp cộng với ngân lưu ròng dự án (85,31 tỷ đồng) chính là ngân lưu sẵn có để trả nợ (CADS, cash available for debt service).

**Lịch trả nợ**

Bảng 3 trình bày lịch trả nợ cho khoản vay Sacombank 175 tỷ đồng với lãi suất 16%/năm. Nợ gốc trả đều với giá trị hoàn trả mỗi năm là 35 tỷ đồng từ cuối 2006 đến cuối 2010. Đầu năm 2006, dư nợ của Phương Đông (giải ngân từ năm 2005, đã trả lãi một lần vào cuối năm 2005, nhưng chưa trả nợ gốc) vẫn là 175 tỷ đồng. Vậy lãi phải trả trong năm 2006 là 28 tỷ đồng. Nghĩa vụ trả nợ gồm trả lãi và trả nợ gốc vào năm 2006 (năm có mức trả nợ lớn nhất) bằng 63 tỷ đồng. Như vậy, ngày cả khi tài trợ dự án 100% bằng nợ vay, Phương Đông vẫn có khả năng trả nợ với CADS 85,31 tỷ đồng so với nghĩa vụ trả nợ 63 tỷ đồng vào năm 2006 (tức là hệ số an toàn trả nợ, DSCR, đạt mức 85,31/63 = 1,35).

**Bảng 3: Lịch trả nợ, tỷ VNĐ**

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|---|---|---|---|---|
| Dư nợ đầu kỳ | 175,00 | 140,00 | 105,00 | 70,00 | 35,00 |
| Trả lãi | 28,00 | 22,40 | 16,80 | 11,20 | 5,60 |
| Trả nợ gốc | 35,00 | 35,00 | 35,00 | 35,00 | 35,00 |
| Dư nợ cuối kỳ | 140,00 | 105,00 | 70,00 | 35,00 | 0,00 |
| **Trả nợ** | **63,00** | **57,40** | **51,80** | **46,20** | **40,60** |

**Phân tích rủi ro**

Kết luận ở trên được rút ra dựa vào một kịch bản với hai thông số quan trọng là vào năm 2006 lợi nhuận trước lãi vay và thuế của hoạt động kinh doanh hiện hữu ($EBIT_F$) bằng 58,45 tỷ đồng và của dự án ($EBIT_P$) bằng 36,2 tỷ đồng. Tuy nhiên, đây là các giá trị sẽ nhận được trong tương lai và không chắc chắn. 58,45 tỷ đồng là giá trị có khả năng xảy ra nhiều nhất ương ứng với kịch bản không có tăng trưởng lợi nhuận đối với hoạt động kinh doanh hiện hữu. 36,2 tỷ đồng là giá trị kỳ vọng đối với lợi nhuận của dự án mới. Con số thực tế có thể thấp hơn hay cao hơn những giá trị này.

Các kịch bản phân tích trong phần đòn bẩy tài chính cho thấy $EBIT_F$ năm 2006 có giá trị 77,3 tỷ đồng trong tình huống tốt nhất, 47,345 tỷ đồng trong tình huống xấu nhất, nhưng giá trị có khả năng xảy ra cao nhất là 58,45 tỷ đồng. Vậy, ta có thể coi phân phối xác suất của biến rủi ro này là phân phối tam giác.

$EBIT_P$ có giá trị kỳ vọng 36,2 tỷ đồng nhưng NCTH không có thông tin về giá trị tối đa hay tối thiểu. Ta biết rằng $EBIT_P$ có thể bằng 0 và thậm chí có thể là âm, mặc dù đánh giá hiện nay là khả năng thua lỗ của dự án là thấp. Phân phối chuẩn có thể được sử dụng với giá trị kỳ vọng 36,2 tỷ đồng và độ lệch chuẩn bằng 50% giá trị kỳ vọng. Lý do chọn độ lệch chuẩn ở tỷ lệ này là giá trị $EBIT_P$ dương nằm trong khoảng kỳ vọng – 2 độ lệch chuẩn đến vô cùng. Xác suất $EBIT_P$ âm ($EBIT_P$ nhỏ hơn kỳ vọng – 2 độ lệch chuẩn) bằng khoảng 2,5%.

Với hai biến EBIT rủi ro biến động nhưng tuân theo hai phân phối xác suất đã xác định, ngân lưu sẵn có để trả nợ của doanh nghiệp sẽ biến động theo một phân phối xác suất. Ta dùng mô phỏng Monte Carlo để xác định phân phối xác suất này rồi từ đó đánh giá rủi ro trả nợ của doanh nghiệp.

Lưu ý rằng ta vẫn dùng công thức:

$$FCFF = EBIT_F(1 - t_C) + DEPR_F - CAPEX_F - \Delta WC_F$$

để tính ngân lưu tự do của hoạt động kinh doanh hiện hữu với giả định rằng ba thông số tăng vốn lưu động, khấu hao và chi đầu tư mới là không đổi từ 2004 tới 2006. Vậy, khi EBIT thay đổi thì FCFF thay đổi theo mối quan hệ tuyến tính ở trên.

Đối với ngân lưu ròng của dự án (PNCF), ta sử dụng công thức:

$$PNCF = EBIT_P(1 - t_C) + r_D D t_C + DEPR_P$$

Khấu hao TSCĐ của dự án là không đổi, $DEPR_P$ = 17,5 tỷ đồng. Lưu ý rằng doanh nghiệp chỉ hưởng lá chắn thuế từ lãi vay ($r_D D t_C$) nếu Phương Đông có lợi nhuận trước thuế (tổng lợi nhuận trước thuế của hoạt động kinh doanh hiện hữu và từ dự án) dương. Do đó, PNCF phụ thuộc vào cả EBIT dự án lẫn khả năng khai thác lá chắn thuế của nợ vay.

Tổng hợp lại, ngân lưu sẵn có để trả nợ (CADS) được tính tùy thuộc vào hai trường hợp.

Tổng lợi nhuận trước thuế âm hay bằng 0 ($EBT = EBIT_F + EBIT_P - r_D D \le 0$), Phương Đông không phải nộp thuế (và coi như lỗ không được chuyển cho năm sau):

$$CADS = EBIT_F + EBIT_P + DEPR_F - CAPEX_F - \Delta WC_F + DEPR_P$$

Tổng lợi nhuận trước thuế dương ($EBT = EBIT_F + EBIT_P - r_D D > 0$):

$$CADS = (EBIT_F + EBIT_P)(1 - t_C) + r_D D t_C + DEPR_F - CAPEX_F - \Delta WC_F + DEPR_P$$