

## Bài giảng 2: Tìm hiểu ngân lưu tài chính của dự án

### Thẩm định Đầu tư Phát triển

Học kỳ Hè

2012

Bài giảng của giảng viên Nguyễn Xuân Thành, Hè 2011

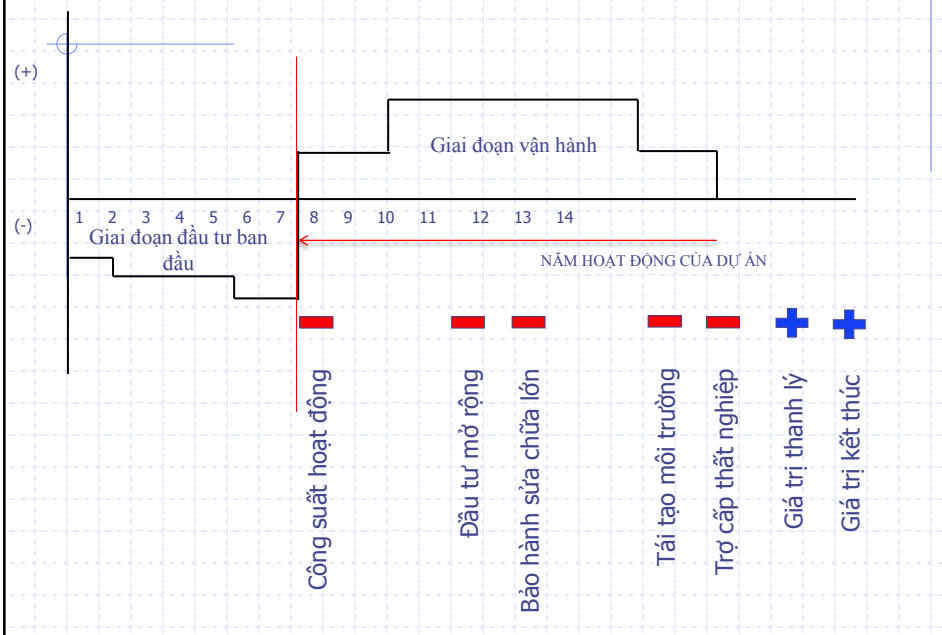
### Phân tích tài chính

- ◆ 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.

## Kiểu hình ngân lưu tài chính của dự án



## Bảng ngân lưu tài chính của dự án

Năm	0	1	2	...	N-1	N
<b>Ngân lưu vào</b>						
Doanh thu ròng						
Thay đổi khoản phải trả						
Thanh lý tài sản						
Giá trị kết thúc						
<b>Ngân lưu ra</b>						
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						
<b>Ngân lưu ròng của dự án</b>						
– Ngân lưu lãi vay và nợ gốc						
<b>Ngân lưu ròng của chủ sở hữu</b>						

## Phụ Mỹ 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 – Báo cáo ngân lưu

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								
<b>Ngân lưu tự do của dự án</b>								
Giải ngân/trả nợ								
Trả lãi vay								
<b>Ngân lưu nợ vay</b>								
<b>Ngân lưu chủ sở hữu</b>								

## 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, chi phí tư vấn, xây dựng hay mua thiết bị xảy ra trước thời điểm làm phân tích đều là chi phí chìm.

## 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 dư 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 chính 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.
- ◆ 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.
- ◆  $\text{Thực thu từ doanh thu} = \text{Doanh thu trong kỳ} + \text{Khoản phải thu đầu kỳ} - \text{Khoản phải thu cuối kỳ}$
- ◆  $\text{Thực chi từ chi phí hoạt động} = \text{Chi phí trong kỳ} + \text{Khoản phải trả đầu kỳ} - \text{Khoản phải trả cuối kỳ}$
- ◆ 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 tài chính 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

## 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 rỗng dương mà do đất đai tạo giá trị rỗng 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.