

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH**

PHÙNG CHU CƯỜNG

**NÂNG CAO CHẤT LƯỢNG PHÂN TÍCH HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH DỰ ÁN
ĐẦU TƯ - TRƯỜNG HỢP DỰ ÁN KHÁCH SẠN ĐÀ LẠT**

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

TP. Hồ Chí Minh – Năm 2006

MỤC LỤC

Lời mở đầu	Trang
1. Bối cảnh và lý do chọn đề tài	1
2. Mục đích nghiên cứu	2
3. Đối tượng và Phạm vi nghiên cứu	2
3.1. Đối tượng nghiên cứu	2
3.2. Phạm vi nghiên cứu của đề tài	2
4. Phương pháp nghiên cứu	2
5. Đóng góp khoa học của luận văn	3
6. Kết cấu luận văn	4
Chương 1 : Cơ sở lý luận về phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư tại doanh nghiệp	5
1. Khái niệm đầu tư và dự án đầu tư	5
1.1. Đầu tư	5
1.2. Dự án đầu tư	5
1.3. Ý nghĩa của hoạt động đầu tư	6
1.3.1. Trên góc độ toàn bộ nền kinh tế	6
1.3.2. Đối với các doanh nghiệp	8
1.4. Các giai đoạn thực hiện dự án đầu tư	9
1.4.1. Chuẩn bị đầu tư	9
1.4.2. Thực hiện đầu tư	10
1.4.3. Vận hành các kết quả đầu tư và đánh giá sau đầu tư	10
1.5 Phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư	11
1.5.1. Khái niệm	11

1.5.2. Các quan điểm khác nhau khi quyết định đầu tư của các chủ thể tham gia vào dự án	12
1.5.3. Ước tính dòng tiền từ đầu tư	13
1.5.4. Xây dựng và phân tích suất chiết khấu	15
1.6. Các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả tài chính dự án đầu tư	18
1.6.1. Chỉ tiêu hiện giá thuần (NPV)	18
1.6.2 .Chỉ tiêu tỷ suất sinh lời nội bộ IRR – (Internal Rate of Return)	19
1.6.3. Chỉ Tiêu Chỉ Số Sinh Lãi IRR – (Internal Rate Of Return)	21
1.6.4.Chỉ tiêu hoàn vốn (PP – Payback period)	22
1.7. Phân tích rủi ro tài chính dự án	23
1.7.1. Sự cần thiết phải phân tích rủi ro tài chính trong dự án đầu tư	23
1.7.2 Các phương pháp phân tích rủi ro tài chính dự án	23
1.7.2.1 Phương pháp phân tích độ nhạy	23
1.7.2.2 . Phân tích tình huống (Scenario Analysis):	24
1.7.2.3. Phân tích mô phỏng	25
Chương 2: Thực trạng công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư trong doanh nghiệp – trường hợp dự án khách sạn Đà Lạt	28
2.1. Thực trạng hoạt động phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư trong các doanh nghiệp hiện nay	28
2.1.1 Nhận xét chung về công tác lập dự án đầu tư	28
2.1.2 Thực trạng công tác phân tích hiệu quả tài chính	29
2.1.2.1 Những kết quả đạt được	29
2.1.2.2 Những hạn chế trong công tác phân tích hiệu quả tài chính	30
2.2 Giới thiệu Công ty và dự án đầu tư khách sạn Đà Lạt	34

2.3. Thực trạng công tác phân tích hiệu quả tài chính tại Công ty đầu tư phát triển hạ tầng – Dự án Khách sạn Đà Lạt	38
2.3.1 Qui trình và phương pháp phân tích hiệu quả tài chính	38
2.3.2. Đánh giá công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư tại Công ty Đầu tư Phát triển Hạ tầng	43
2.3.2.1. Những điểm mạnh	43
2.3.2.2. Những điểm yếu và nguyên nhân	44
<i>Chương 3: Giải pháp nâng cao chất lượng phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư - trường hợp dự án khách sạn Đà Lạt</i>	48
3.1. Mục tiêu và các giải pháp mang tính định hướng	48
3.2. Các giải pháp nâng cao chất lượng phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư tại doanh nghiệp	49
3.2.1. Tổ chức tốt bộ máy nhân sự, xây dựng cơ chế chịu trách nhiệm cá nhân và giám sát thường xuyên trong quá trình lập dự án đầu tư	49
3.2.2. Các giải pháp về kỹ thuật phân tích hiệu quả tài chính dự án	51
3.2.2.1. Xây dựng khung chi tiết phân tích tài chính dự án	51
3.2.2.2. Tổ chức tốt công tác thu thập, xử lý thông tin để xây dựng bảng thông số của dự án	52
3.2.2.3 Ước lượng chính xác dòng tiền của dự án	52
3.2.2.4. Sử dụng tỷ suất chiết khấu hợp lý khi phân tích	54
3.2.2.5. Ứng dụng các phương pháp phân tích rủi ro tài chính của dự án	57
Phân tích độ nhạy	58
Phân tích tình huống	60
Ứng dụng kỹ thuật phân tích mô phỏng Monte Carlo	61
Kết luận	65

DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT

DAĐT	Dự án đầu tư
CSH	Chủ sở hữu
DN	Doanh nghiệp
NPV	Hiện giá thuần - Net Present Value -
PV	Hiện giá – Present Value
IRR	Tỷ suất sinh lời nội bộ - Internal Rate of Return
PI	Chỉ số sinh lời - Profitability Index
PP	Thời gian hoàn vốn – Payback Period
DPP	Thời gian hoàn vốn có chiết khấu – Discount Payback Period
CAMP	Mô hình định giá tài sản vốn – Capital Asset pricing Model
WACC	Chi phí sử dụng vốn bình quân – Weighted Average Cost of Capital
TIPV	Quan điểm tổng đầu tư - Total Investment Point of View
EPV	Quan điểm của chủ đầu tư - Equity Investment Point of View
ROE	Tỷ suất sinh lợi trên vốn tự có – Return on Equity

DANH MỤC CÁC BẢNG

Bảng 1.1. Các giai đoạn thực hiện dự án đầu tư

Bảng 1.2. Các quan điểm khi quyết định đầu tư

Bảng 2.1.1 Tổng hợp kết quả điều tra thông tin.

Bảng 2.1.2 Các quan điểm khi ước lượng dòng tiền dự án

Bảng 2.2 Các chỉ tiêu xây dựng Khách sạn Đà Lạt

Bảng 2.3 Diện tích các khu của Khách sạn Đà Lạt

Bảng 2.4 Tổng vốn đầu tư khách sạn Đà Lạt

Bảng 2.5 Dự kiến giá cho thuê phòng

Bảng 2.6 Dự kiến doanh thu

Bảng 2.7 Dự kiến chi phí kinh doanh

Bảng 3.1. Các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả tài chính dự án khách sạn Đà Lạt

Bảng 3.2. Bảng phân tích độ nhạy

Bảng 3.3. Kết quả phân tích tình huống - Dự án Khách sạn Đà Lạt

Bảng 3.4. Phạm vi biến động của các biến được

DANH MỤC CÁC HÌNH VẼ, ĐỒ THỊ

Hình 1.1. Tác động của đầu tư đến tổng cung, tổng cầu

Hình 2.1. Khách sạn Đà Lạt - tiêu chuẩn 3 sao (☆☆☆)

Hình 2.2. Sơ đồ thực hiện công tác lập dự án đầu tư của Công ty

Hình 3.1. Quy trình tuyển chọn lao động

Hình 3.2. Mô hình tổ chức công tác lập và phân tích tài chính dự án đầu tư

Hình 3.3. Sơ đồ các bước thực hiện phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư

Hình 3.4. Biểu đồ phân tích độ nhạy của NPV

Hình 3.5. Biểu đồ phân tích mô phỏng tần suất các tình huống của NPV

LỜI MỞ ĐẦU

1. Bối cảnh và lý do chọn đề tài

Nền kinh tế nước ta đang trong tiến trình hội nhập toàn diện với nền kinh tế Khu vực và thế giới, nhất là khi nước ta trở thành thành viên của Tổ chức thương mại Thế giới – WTO. Quá trình này sẽ tạo ra nhiều cơ hội cho sự phát triển nhanh, mạnh nền kinh tế nước ta, nhưng đồng thời cũng đặt ra những thách thức rất lớn, nhất là đối với doanh nghiệp Việt Nam. Muốn đứng vững và phát triển trong điều kiện cạnh tranh khốc liệt của vòng xoáy toàn cầu hóa và hội nhập kinh tế, doanh nghiệp Việt Nam cần phải luôn luôn chú ý việc nghiên cứu phát triển các dự án đầu tư vào sản phẩm mới, có tính cạnh tranh cao, tạo sự khác biệt về chất lượng và giá trị so với các sản phẩm khác đang có sẵn trên thị trường.

Các dự án duy trì, mở rộng quy mô sản xuất hoặc để gia nhập một lĩnh vực kinh doanh mới của doanh nghiệp phải đạt được mục tiêu là tạo ra lợi thế cạnh tranh và nâng cao hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp mình.

Để hạn chế rủi ro, bất kỳ dự án đầu tư nào cũng cần phải được phân tích, đánh giá toàn diện trên các khía cạnh như : Phân tích thị trường; Phân tích kỹ thuật; Phân tích nguồn lực; phân tích đánh giá tác động môi trường; Phân tích kinh tế xã hội; Phân tích tài chính ... Trong điều kiện các nguồn lực ngày càng khan hiếm, mục tiêu cao nhất của phân tích và thẩm định dự án đầu tư là nhằm phát hiện các dự án tốt, ngăn chặn các dự án xấu.

Công việc phân tích đánh giá này phải được tiến hành trên tất cả các giai đoạn của dự án. Tuy nhiên, phân tích tài chính dự án là khâu quan trọng trong quá trình soạn thảo dự án. Trên cơ sở các thông tin của các phân tích kinh tế-kỹ thuật, phân tích tài chính nhằm đánh giá tính khả thi của dự án về mặt tài chính và đưa ra câu trả lời dự án có mang lại hiệu quả hay không? Nếu đầu tư, dự án sẽ mang lại hiệu quả như thế nào? Doanh nghiệp nên quyết định đầu tư hay không? Ngoài ra, phân tích tài chính còn là cơ sở để tiến hành phân tích hiệu quả kinh tế xã hội.

Trong thời gian học tập, nghiên cứu tại trường và qua tìm hiểu thực trạng công tác lập dự án và phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư tại các doanh nghiệp, Tác giả đã nhận thức được tầm quan trọng của côngviệc này và quyết định chọn đề tài luận văn thạc sĩ kinh tế của mình là : “Nâng cao chất lượng phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư -Trường hợp dự án khách sạn Đà Lạt”

Trong Luận văn này, Tác giả có sử dụng các số liệu minh họa từ thực tiễn hoạt động phân tích hiệu quả tài chính của một số dự án đầu tư và số liệu cụ thể làm trường hợp nghiên cứu từ dự án đầu tư Khách sạn Đà Lạt của Công ty Đầu tư Phát Triển Hạ tầng - trực thuộc Tổng Công ty Xây dựng Công trình Giao thông 6.

2. Mục đích nghiên cứu

Đề tài nghiên cứu nhằm đạt được mục tiêu :

- Phân tích, đánh giá đúng thực trạng phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư của doanh nghiệp.
- Đề xuất các giải pháp chủ yếu góp phần nâng cao chất lượng công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư trong các doanh nghiệp.

3. Đối tượng và Phạm vi nghiên cứu

3.1. Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu của đề tài là tình hình thực tế của công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư trong giai đoạn nghiên cứu tiền khả thi và giai đoạn nghiên cứu khả thi tại các doanh nghiệp Việt nam nói chung, có minh họa bằng một trường hợp cụ thể của Công ty Đầu tư Phát triển hạ tầng nói riêng.

3.2. Phạm vi nghiên cứu của đề tài

Đứng trên quan điểm chủ đầu tư, phạm vi nghiên cứu của đề tài là :

- Nghiên cứu các nội dung cơ bản dự án đầu tư và các tiêu chuẩn phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư giai đoạn tiền khả thi đến khả thi.
- Nghiên cứu thực trạng công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư tại các doanh nghiệp hiện nay nói chung và trường hợp cụ thể tại dự án khách sạn Đà Lạt của Công ty Đầu tư Phát triển Hạ tầng.

- Nghiên cứu các giải pháp góp phần nâng cao chất lượng công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư tại các doanh nghiệp.

4. Phương pháp nghiên cứu

Luận văn sử dụng các phương pháp nghiên cứu sau:

- Phương pháp phân tích: Phân tích thực trạng của công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư (DAĐT) nói chung tại các doanh nghiệp và trường hợp điển hình tại Công ty Đầu tư Phát triển Hạ tầng.

- Phương pháp thống kê: Thu thập và xử lý thông tin về hoạt động phân tích hiệu quả tài chính dự án tại một số doanh nghiệp Việt Nam trong thời gian qua.

- Phương pháp so sánh: So sánh đánh giá dựa trên những thông tin liên quan đến công tác phân tích hiệu quả tài chính DAIT, những kết quả đạt được và những mặt hạn chế.

- Phương pháp xác suất thống kê: Vận dụng phương pháp xác suất thống kê trong kỹ thuật mô phỏng Monte Carlo khi phân tích rủi ro tài chính dự án đầu tư.

- Phương pháp tổng hợp: Từ cơ sở lý luận và thực tiễn để tổng hợp và đề xuất những giải pháp cho mục tiêu nghiên cứu.

Tổng hợp các phương pháp trên, luận văn áp dụng phân tích một trường hợp cụ thể (Case Study), từ đó suy rộng ra cho đối tượng nghiên cứu.

5. Đóng góp khoa học của luận văn

Trong Luận văn này, tác giả đã trình bày những nội dung cơ bản về mặt lý luận của khoa học phân tích đánh giá hiệu quả tài chính dự án đầu tư. Ý nghĩa thực tiễn của luận văn là đưa ra những nhận xét, đánh giá thực trạng về các mặt tích cực và những mặt còn hạn chế của công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án tại doanh nghiệp (DN).

Trên cơ sở vận dụng những vấn đề mang tính lý luận vào thực tế hoạt động của doanh nghiệp, tác giả đã đưa ra các giải pháp cụ thể, thiết thực gắn liền với thực tế hoạt động của các doanh nghiệp nói chung, trường hợp điển hình là Công ty

Đầu tư Phát triển Hạ tầng trong công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án, trên quan điểm chủ đầu tư. Qua đó, các Doanh nghiệp nói chung và Công ty Đầu tư Phát triển Hạ tầng nói riêng có thể vận dụng nhằm hoàn thiện và nâng cao chất lượng của công tác này cho từng dự án cụ thể.

Các giải pháp mà tác giả đề xuất trong luận văn này có thể giúp cho Chủ đầu tư dự án (Doanh nghiệp) áp dụng và có cơ sở đưa ra các quyết định đúng đắn nhất trong việc đầu tư các dự án, nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp mình trong bối cảnh hiện nay.

6. Kết cấu của luận văn

Ngoài phần mở đầu, phần kết luận và các phụ lục, Luận văn được trình bày gồm ba chương :

Chương 1: Cơ sở lý luận về phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư tại doanh nghiệp.

Chương 2: Thực trạng công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư tại doanh nghiệp – Trường hợp dự án khách sạn Đà Lạt.

Chương 3: Giải pháp nâng cao chất lượng hoạt động phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư tại doanh nghiệp .

CHƯƠNG 1

CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ PHÂN TÍCH HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH

DỰ ÁN ĐẦU TƯ TẠI DOANH NGHIỆP

1. Khái niệm đầu tư và dự án đầu tư

1.1. Đầu tư

- Khái niệm: Là hoạt động sử dụng các nguồn lực ở thời điểm hiện tại, để sản xuất kinh doanh trong một thời gian tương đối dài nhằm đạt được các kết quả lợi nhuận và lợi ích kinh tế xã hội trong tương lai

Như vậy, đầu tư liên quan đến rủi ro và thời gian. Sự hy sinh giá trị nguồn lực diễn ra tại thời điểm hiện tại và đó là điều chắc chắn, chỉ còn lại thời gian và rủi ro là không chắc chắn.

Các hoạt động đầu tư có đặc điểm chính sau :

- Phải sử dụng một lượng tài nguyên, một lượng vốn. Có thể là tiền mặt, hoặc tài sản như : máy móc thiết bị, phương tiện, nhà xưởng, mặt bằng ...

- Hoạt động đầu tư kể từ khi bắt đầu khởi động đến khi dự án mang lại hiệu quả thường diễn ra trong một thời gian tương đối dài, trong nhiều năm.

- Hiệu quả, thành quả do hoạt động đầu tư mang lại sẽ được khai thác trong nhiều năm nhằm không chỉ bù đắp các chi phí đã bỏ ra mà còn gia tăng lợi nhuận.

1.2. Dự án đầu tư

Khái niệm: Là một tập hợp những đề xuất về việc bỏ vốn để tạo mới, mở rộng hoặc cải tạo những đối tượng nhất định nhằm đạt được sự tăng trưởng về số lượng, cải tiến hoặc nâng cao chất lượng của sản phẩm hay dịch vụ nào đó trong một khoảng thời gian xác định.

Phân loại dự án đầu tư : Có nhiều cách phân loại dự án đầu tư khác nhau, tùy theo mục đích và phạm vi xem xét.

- Theo chức năng quản trị vốn đầu tư, gồm có : Đầu tư trực tiếp và đầu tư gián tiếp.

- Theo nguồn vốn, gồm có các loại : Dự án đầu tư bằng nguồn vốn Ngân sách Nhà nước; Dự án đầu tư bằng nguồn vốn Tư nhân; Dự án đầu tư bằng nguồn vốn cổ phần; Dự án đầu tư bằng nguồn vốn hỗn hợp...

- Theo mục đích đầu tư, người ta phân loại thành dự án đầu tư mở rộng; dự án đầu tư mới; dự án đầu tư thay thế và dự án đầu tư phát sinh. Đây là tiêu chí phân loại phổ biến mà chủ đầu tư và các nhà tài trợ quan tâm.

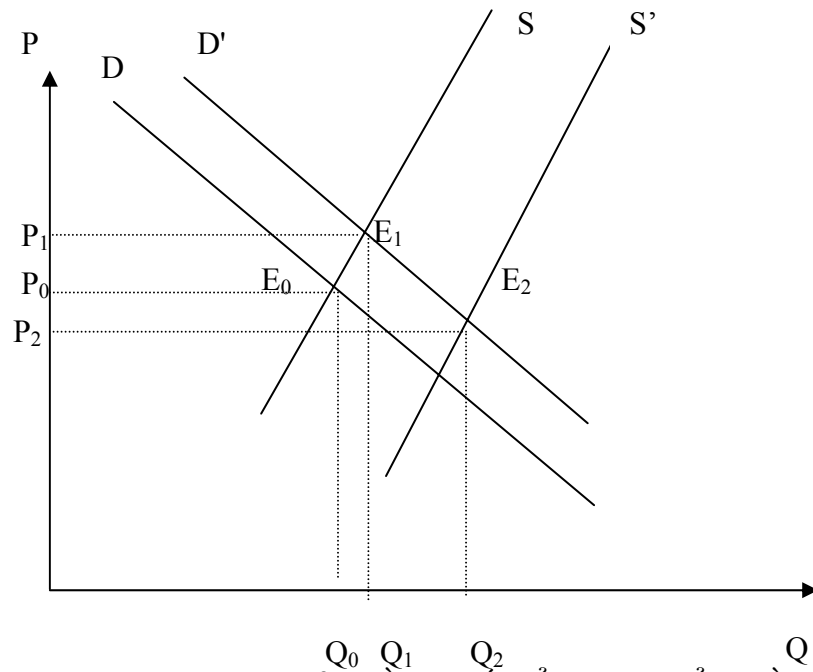
- Theo mối quan hệ giữa các dự án, gồm có: Dự án độc lập; Dự án phụ thuộc; Dự án loại trừ nhau.

1.3. Ý nghĩa của hoạt động đầu tư

1.3.1. Trên góc độ toàn bộ nền kinh tế

- Đầu tư vừa tác động đến tổng cung, vừa tác động đến tổng cầu

Đầu tư là một yếu tố chiếm tỷ trọng lớn trong toàn bộ tổng cầu của nền kinh tế. Theo số liệu của ngân hàng thế giới, đầu tư thường chiếm khoảng 24-28% trong cơ cấu tổng cầu của tất cả các nước trên thế giới. Đối với tổng cầu, tác động của đầu tư là ngắn hạn. Khi cung chưa kịp thay đổi, sự tăng lên của đầu tư làm cho tổng cầu tăng (đường D dịch chuyển sang D') kéo theo sản lượng cân bằng tăng theo từ $Q_0 \rightarrow Q_1$ và giá cả của các đầu vào của đầu tư tăng từ $P_0 \rightarrow P_1$. Điểm cân bằng dịch chuyển từ $E_0 \rightarrow E_1$. Khi thành quả của đầu tư phát huy tác dụng, các năng lực mới đi vào hoạt động thì tổng cung, đặc biệt là tổng cung dài hạn tăng lên (đường S dịch chuyển sang S'), kéo theo sản lượng tiềm năng tăng từ $Q_1 \rightarrow Q_2$, và do đó giá cả sản phẩm giảm từ $P_1 \rightarrow P_2$. Sản lượng tăng, giá cả giảm cho phép tăng tiêu dùng. Tăng tiêu dùng đến lượt mình tiếp tục kích thích sản xuất phát triển. Sản xuất phát triển là nguồn gốc cơ bản để tăng tích lũy, phát triển kinh tế xã hội, tăng thu nhập cho người lao động, nâng cao đời sống cho mọi thành viên trong xã hội.



Hình 1.1. Tác động của đầu tư đến tổng cung, tổng cầu

Như vậy, đầu tư có tác động hai mặt đến sự ổn định kinh tế: Sự tác động không đồng thời về mặt thời gian của đầu tư đối với tổng cầu và tổng cung của nền kinh tế làm cho mỗi sự thay đổi của đầu tư, dù là tăng hay giảm đều cùng một lúc vừa là yếu tố duy trì sự ổn định, vừa là yếu tố phá vỡ sự ổn định của nền kinh tế của mọi quốc gia. Vấn đề là làm thế nào để hạn chế những tác động tiêu cực và phát huy tác động tích cực, duy trì sự ổn định của toàn bộ nền kinh tế.

- Đầu tư tác động đến tốc độ tăng trưởng và phát triển kinh tế.

Theo Harrod – Domar, đầu tư chính là nguồn gốc, động lực của tăng trưởng kinh tế. Chính đầu tư phát sinh ra lợi nhuận và từ đó làm tăng khả năng sản xuất của nền kinh tế do đó sản lượng sẽ ra tăng. Đầu tư thấp sẽ dẫn đến tăng trưởng thấp và ngược lại.

Đối với các nước đang phát triển thì để có được tăng trưởng cao thì điều tất yếu phải có một lượng vốn đầu tư lớn, nó có vai trò như là một “cái hích ban đầu” tạo đà cho sự cất cánh của nền kinh tế.

- Đầu tư góp phần chuyển dịch cơ cấu theo xu hướng tiến bộ.

Theo kinh nghiệm của các nước trên thế giới, con đường tắt yếu có thể tăng nhanh tốc độ phát triển GDP (từ 9-10%) là tăng cường đầu tư, nhằm tạo ra sự phát triển nhanh trong khu vực công nghiệp và dịch vụ. Đối với các ngành nông, lâm, ngư nghiệp do hạn chế về đất đai và các khả năng sinh học, để đạt được tốc độ từ 5-6% là rất khó khăn. Như vậy, chính sách đầu tư quyết định quá trình chuyển dịch cơ cấu kinh tế ở các quốc gia nhằm đạt được tốc độ tăng trưởng kinh tế nhanh của toàn bộ nền kinh tế. Về cơ cấu lãnh thổ, đầu tư có tác dụng giải quyết những mất cân đối về phát triển giữa các vùng lãnh thổ, đưa những vùng kém phát triển ra khỏi tình trạng đói nghèo, phát huy tối đa những lợi thế so sánh về tài nguyên, địa thế, kinh tế, chính trị.. của những vùng có khả năng phát triển cao hơn, làm bàn đạp thúc đẩy những vùng khác cùng phát triển.

- Đầu tư vừa làm tăng năng lực công nghệ, trình độ giáo dục, y tế, giải quyết thất nghiệp qua đó tạo môi trường ổn định cho tăng trưởng và phát triển kinh tế.

Công nghệ hiện đại là điều kiện cần thiết để tăng năng suất lao động, mở rộng khả năng sản xuất của xã hội, gián tiếp làm nâng cao trình độ hiểu biết của con người. Tuy nhiên, để có được công nghệ hiện đại mỗi quốc gia có thể tự nghiên cứu phát minh hoặc có thể tự nhập từ bên ngoài. Dù cho dưới hình thức nào cũng đòi hỏi phải có vốn đầu tư. Do đó muốn nâng cao được năng lực công nghệ thì phải tăng cường đầu tư cho công nghệ. Như vậy đầu tư chính là nguồn gốc để tăng năng suất lao động. Ngoài ra khi tăng cường đầu tư vào các lĩnh vực y tế, giáo dục, sẽ làm tăng chất lượng lao động, góp phần thúc đẩy tăng trưởng và phát triển.

- Đóng góp về môi trường, xã hội : Hoạt động đầu tư làm tăng thêm công ăn việc làm cho xã hội, góp phần làm giảm thất nghiệp, tăng thu nhập, giảm tệ nạn xã hội, góp phần làm ổn định an ninh chính trị xã hội. Đối với nhà nước, dự án đầu tư là cơ sở thẩm định, ra quyết định đầu tư, tài trợ cho dự án, cấp hoặc cho vay vốn , quản lý vốn, sản phẩm...để có kế hoạch điều tiết và cân đối quá trình phát triển của nền kinh tế quốc dân.

1.3.2. Đối với các doanh nghiệp (sản xuất, kinh doanh dịch vụ)

Đối với các doanh nghiệp, đầu tư quyết định sự ra đời, tồn tại và phát triển của doanh nghiệp. Chẳng hạn, để tạo dựng cơ sở vật chất kỹ thuật cho sự ra đời của bất kỳ cơ sở nào đều cần phải xây dựng nhà xưởng, cấu trúc hạ tầng, mua sắm và lắp đặt máy móc trên nền bệ, tiến hành các công tác xây dựng cơ bản và thực hiện các chi phí khác gắn liền với sự hoạt động trong một chu kỳ của các cơ sở vật chất – kỹ thuật vừa tạo ra. Các hoạt động này chính là hoạt động đầu tư. Đối với cơ sở sản xuất kinh doanh dịch vụ đang tồn tại sau một thời gian hoạt động, các cơ sở vật chất kỹ thuật đã hao mòn, hư hỏng, phải được thay đổi hoặc đổi mới để có thể thích ứng với điều kiện hoạt động của nền sản xuất xã hội và việc phải mua sắm các trang thiết bị cũ đã lỗi thời, cũng có nghĩa là phải đầu tư.

Đối với doanh nghiệp, dự án đầu tư được lập là cơ sở để chủ đầu tư lựa chọn ra quyết định đầu tư và xin giấy phép đầu tư - kinh doanh từ cơ quan có thẩm quyền, thông qua việc xem xét lợi ích của việc thực hiện dự án đối với doanh nghiệp và nền kinh tế. Dự án đầu tư cũng đồng thời là cơ sở để chủ đầu tư vay vốn và gọi vốn từ bên ngoài để tiến hành thực hiện dự án. Đặc biệt đối với những dự án vay vốn của các ngân hàng, các công ty tài chính như WB, IMF... thì lập dự án càng phải thực hiện một cách đầy đủ và chi tiết.

Bên cạnh đó, ngay cả khi dự án được phê duyệt và cấp vốn, việc thực hiện dự án không phải lúc nào cũng luôn suôn sẻ mà thường gặp rất nhiều khó khăn do quá trình thực hiện dự án phụ thuộc rất nhiều vào các yếu tố khách quan và chủ quan mà dự án chưa lường tới. Chính vì vậy, quá trình thực hiện dự án đòi hỏi phải có sự quản lý chặt chẽ của chủ đầu tư và phải theo một trình tự hợp lý để có thể đảm bảo tiến độ thực hiện, đảm bảo chất lượng công trình với chi phí nhỏ nhất, giảm thiểu những rủi ro và đạt được hiệu quả cao nhất. Muốn vậy, dự án đầu tư phải được lập một cách chi tiết, đúng đắn và đảm bảo tính hiệu quả.

1.4. Các giai đoạn thực hiện dự án đầu tư

Quá trình hình thành và thực hiện một dự án đầu tư trải qua ba giai đoạn : Chuẩn bị đầu tư, thực hiện đầu tư, và vận hành các kết quả đầu tư. Các bước

công việc từng giai đoạn của dự án đầu tư nói chung, có thể được minh họa tóm tắt trong bảng dưới đây :

Chuẩn bị đầu tư			Thực hiện đầu tư				Vận hành kết quả đầu tư (SX, KD, DV)	
Nghiên cứu phát hiện các cơ hội đầu tư	Nghiên cứu tiên khả thi : Sơ bộ lựa chọn dự án	Nghiên cứu khả thi : Lập dự án – Luận chứng KTKT	Đánh giá và quyết định đầu tư	Hàn tất các thủ tục để triển khai thực hiện đầu tư	Thiết kế và lập dự toán thi công xây lắp công trình	Thi công xây lắp công trình	Chạy thử và nghiệm thu sử dụng	Tổ chức hoạt động sản xuất, kinh doanh dự án nhằm thu hồi đủ vốn và có lãi theo đúng thời gian dự kiến.

Bảng 1.1. Các giai đoạn thực hiện dự án đầu tư

1.4.1. Chuẩn bị đầu tư : Nghiên cứu tiên khả thi, nghiên cứu khả thi

Nội dung cơ bản của các cấp độ nghiên cứu như sau :

Nghiên cứu phát hiện các cơ hội đầu tư : Mục đích của bước nghiên cứu này là phát hiện, xác định các cơ hội đầu tư dựa trên cơ sở chiến lược phát triển kinh tế xã hội, cung - cầu trong và ngoài nước về các sản phẩm, các nguồn lực và hiệu quả đạt được nếu thực hiện dự án. Việc xác định đầu vào, đầu ra và hiệu quả kinh tế xã hội, hiệu quả tài chính của cơ hội đầu tư dựa vào các ước tính tương đối, nên về cơ bản, việc nghiên cứu cơ hội đầu tư là khá sơ lược.

Nghiên cứu tiên khả thi : Trên cơ sở các cơ hội đầu tư, bước này nghiên cứu sâu hơn các khía cạnh mà khi xem xét cơ hội đầu tư còn thấy chưa chắc chắn nhằm tiếp tục làm rõ và lựa chọn các cơ hội đầu tư hoặc để khẳng định lại cơ hội đầu tư đã được lựa chọn có bảo đảm tính khả thi không.

Nghiên cứu khả thi là bước cuối cùng để lựa chọn dự án tối ưu và đưa ra kết luận có chấp thuận dự án đầu tư hay không?

Ở bước này, nội dung nghiên cứu cũng tương tự như bước nghiên cứu tiên khả thi, nhưng khác ở mức độ nghiên cứu phải chi tiết hơn, chính xác hơn. Mọi khía cạnh

nghiên cứu đều được xem xét ở trạng thái động, tức là có tính đến các yếu tố bất định có thể xảy ra cho từng nội dung nghiên cứu. Xem xét sự chắc chắn hay không của dự án trong điều kiện có sự tác động của các yếu tố này hoặc có các biện pháp hỗ trợ để dự án đảm bảo có hiệu quả.

Trong các nội dung nghiên cứu của giai đoạn này, công tác phân tích hiệu quả tài chính của dự án là hết sức quan trọng, để giúp cho chủ đầu tư có thể đưa ra quyết định cuối cùng là có tiến hành đầu tư dự án hay không? Nó cũng là cơ sở để các đơn vị khác, có liên quan xem xét khi đưa ra quyết định, có nên tài trợ vốn cho Doanh nghiệp để thực hiện dự án đầu tư hay không?

1.4.2. Thực hiện đầu tư

Đại bộ phận chi phí của dự án (khoảng từ 85% ÷ 95%) nằm trong giai đoạn này. Số vốn này không sinh lời trong suốt thời gian thực hiện đầu tư. Đây chính là giai đoạn tạo nên cơ sở vật chất kỹ thuật cho sự hoạt động của dự án sau này. Các công việc, các hoạt động của giai đoạn này phải được thực hiện theo một lịch trình chặt chẽ và tuân thủ những yêu cầu về chất lượng, chi phí và thời gian đã nêu trong báo cáo nghiên cứu khả thi. Mục tiêu của giai đoạn này là quản lý, phối hợp, điều chỉnh các yếu tố đầu vào, tổ chức triển khai các công việc đã được lập kế hoạch khi soạn thảo dự án, giám sát các hoạt động này về các mặt thời gian, chất lượng và chi phí, để sớm hoàn thành dự án và đưa vào khai thác sử dụng.

1.4.3. Vận hành các kết quả của đầu tư và đánh giá sau đầu tư

Mục tiêu của giai đoạn này là tổ chức vận hành, khai thác dự án nhằm thu hồi vốn đủ đầu tư và có lãi theo đúng thời gian và số lượng đã dự kiến trong dự án. Đánh giá sau đầu tư là việc so sánh giữa kết quả thực hiện của dự án với các dự kiến kế hoạch đầu tư, kinh doanh trong báo cáo nghiên cứu khả thi. Qua đó, Doanh nghiệp sẽ tích lũy thêm kinh nghiệm trong việc lập và thẩm định dự án, phát huy những kinh nghiệm thành công và tránh những thất bại đã gặp cho các dự án và công trình khác.

Trong ba giai đoạn trên đây, giai đoạn chuẩn bị đầu tư sẽ tạo tiền đề và quyết định sự thành công hay thất bại ở hai giai đoạn sau, đặc biệt là đối với giai đoạn vận hành kết quả đầu tư.

1.5. Phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư

1.5.1. Khái niệm

Phân tích hiệu quả tài chính dự án là tập hợp các hoạt động nghiên cứu, phân tích, đánh giá các chỉ tiêu tài chính của dự án trên cơ sở dòng tiền dành cho và phát sinh từ dự án, theo các quan điểm khác nhau của các chủ thể tham gia vào dự án.

Theo các giai đoạn của dự án đầu tư, hoạt động phân tích tài chính dự án đầu tư cũng phải được thực hiện trong cả ba giai của dự án: Chuẩn bị đầu tư, thực hiện đầu tư và vận hành kết quả sau đầu tư.

Tuy nhiên, trong luận văn này, tác giả chỉ giới hạn phạm vi nghiên cứu là phân tích hiệu quả tài chính dự án giai đoạn chuẩn bị đầu tư : từ nghiên cứu tiền khả thi đến nghiên cứu khả thi.

Như phân tích ở trên, giai đoạn chuẩn bị đầu tư là rất quan trọng vì nó quyết định đến khả năng thành công hay thất bại của dự án. Dựa vào kết quả phân tích hiệu quả tài chính của giai đoạn này mà chủ đầu tư quyết định chấp thuận hay không chấp thuận dự án.

Quá trình phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư thường gồm các nội dung như sau:

- Xác định các thông số của dự án và ước lượng các dòng tiền dành cho và phát sinh từ dự án;
- Xác định suất chiết khấu hợp lý cho dự án;
- Tính toán và phân tích các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả tài chính dự án;
- Phân tích rủi ro của dự án;

1.5.2. Các quan điểm khác nhau khi quyết định đầu tư của các chủ thể tham gia vào dự án

Các quan điểm được thể hiện theo bảng dưới đây :

Quan điểm	Tài chính	Kinh tế xã hội	Phân phối thu nhập	Nhu cầu cơ bản
Ngân hàng	A	-	E	-
Chủ đầu tư	B	-	E	-
Cơ quan ngân sách	C	-	E	-
Quốc gia	-	D	E	F

Bảng 1.2. Các quan điểm khi quyết định đầu tư

- *Quan điểm tổng đầu tư (TIPV – Total Investment Point of View):*

Theo quan điểm của tổng đầu tư (mà đại diện là quan điểm của ngân hàng), xem xét một dự án là nhằm đánh giá sự an toàn của số vốn vay mà dự án có thể cần. Do đó quan điểm tổng đầu tư là nhằm xác định hiệu quả sinh ra từ toàn bộ số vốn đầu tư ban đầu, thông qua xem xét tới tổng dòng tiền chi cho dự án (kể cả phần đóng thuế) và tổng dòng tiền thu về (kể cả phần trợ cấp trợ giá). Một cách tổng quát, quan điểm tổng đầu tư có thể được diễn tả như sau:

$A = \text{Lợi ích tài chính trực tiếp} - \text{Chi phí tài chính trực tiếp} - \text{Chi phí cơ hội}$

- *Quan điểm của chủ đầu tư (EPV - Equity Investment Point of View):*

Giống như quan điểm của ngân hàng, chủ đầu tư xem xét giá trị thu nhập ròng còn lại của dự án so với những gì họ có được trong trường hợp không thực hiện dự án, hay nói cách khác là xem những gì bị thiệt mất khi không thực hiện dự án như là chi phí. Khác với quan điểm tổng đầu tư, quan điểm phân tích của chủ sở hữu khi tính toán dòng tiền phải cộng vốn vay ngân hàng cho dòng tiền vào và khoản trả lãi vay và nợ gốc cho dòng tiền ra. Tổng quát, dòng tiền theo quan điểm chủ đầu tư có thể diễn tả như sau:

$B = A + \text{Vay} - \text{Trả nợ gốc và lãi vay}$

- *Quan điểm của cơ quan quản lý ngân sách (Government Budget Point of View):*

Đối với cơ quan quản lý ngân sách, một dự án ra đời có thể cần được ngân sách trợ giá hay trợ cấp đối với các sản phẩm đầu ra hay sử dụng yếu tố đầu vào của dự án và ngân sách cũng có thể thu được từ dự án các khoản phí và thuế trực tiếp hay gián tiếp. Do đó, dòng tiền theo quan điểm này có thể diễn tả như sau:

$C = \text{Phí, thuế trực tiếp và gián tiếp} - \text{Trợ giá, trợ cấp trực tiếp và gián tiếp}$

- *Quan điểm của nền kinh tế (Economic Point of View):*

Khi sử dụng phân tích kinh tế để tính toán mức sinh lợi của dự án theo quan điểm của toàn quốc gia, các nhà phân tích sử dụng “giá cả kinh tế” để xác định giá trị thực của các yếu tố đầu vào và đầu ra của dự án. Những giá cả kinh tế này có tính đến thuế và trợ cấp. Ngoài ra còn phải tính đến các ngoại tác tích cực và tiêu cực mà dự án gây ra. Lợi ích ròng của dự án theo quan điểm nền kinh tế có thể diễn tả như sau:

$D = \text{Tổng lợi ích kinh tế} - \text{Tổng chi phí kinh tế}$

Ngoài ra, khi phân tích dự án, còn có các quan điểm phân phối thu nhập (Social Distribution Point of View), quan điểm nhu cầu cơ bản (Basic Needs Point of View).

Từ các quan điểm trên đây cho thấy, các phân tích kinh tế xã hội, phân phối thu nhập và nhu cầu cơ bản là xét theo quan điểm của quốc gia nên các quan điểm thẩm định này không được chủ đầu tư và ngân hàng quan tâm nhiều. Ngược lại, chủ đầu tư, ngân hàng và cơ quan quản lý ngân sách quan tâm đến thẩm định theo quan điểm tài chính.

Trong giới hạn phạm vi nghiên cứu của luận văn này, khi xác định dòng tiền dự án, tác giả đều xem xét đánh giá trên quan điểm của chủ đầu tư.

1.5.3. Ước tính dòng tiền từ đầu tư

Quá trình thực hiện dự án đầu tư thường kéo dài và phát sinh các khoản thu và chi trong một khoảng thời gian nhất định. Những khoản thu và chi trong quá trình thực hiện dự án tạo thành dòng tiền của dự án.

Dòng tiền dự án là dòng những chi phí và thu nhập tài chính hay là những dòng thu và chi mà dự án sẽ tạo ra trong suốt thời gian vận hành của nó.

Do tiền có giá trị theo thời gian, nên khi so sánh, phân tích và tính toán các chỉ tiêu, ta cần tính chuyển các khoản tiền phát sinh trong những thời gian khác nhau về cùng một thời gian, đầu kỳ hoặc cuối kỳ. Nếu chuyển các khoản tiền phát sinh về cùng một thời gian ở đầu kỳ phân tích thì ta gọi là phương pháp hiện giá (Present value – PV).

Khi ước tính dòng tiền của dự án bất kể là bình thường hay không bình thường, cần áp dụng một số nguyên tắc cơ bản sau :

Dòng tiền nên được đo lường trên cơ sở tăng thêm (Incremental Basic). Nên đánh giá dòng tiền cho một dự án cụ thể dựa trên góc độ toàn bộ dòng tiền của doanh nghiệp sẽ bị tác động như thế nào nếu dự án được chấp nhận so với tác động khi dự án không được chấp nhận. Vì vậy, nên đưa vào phân tích tất cả các thay đổi trong dòng doanh thu, dòng chi phí và dòng thuế phát sinh do việc chấp nhận dự án.

Dòng tiền nên được tính toán trên cơ sở sau thuế. Do đầu tư ban đầu cho một dự án lấy từ nguồn tiền mặt sau thuế, nên thu nhập từ dự án cũng phải được tính bằng cùng đơn vị, tức là từ dòng tiền sau thuế.

Phải xem xét các tác động gián tiếp của một dự án khi đánh giá dòng tiền. Ví dụ, đầu tư vào một dự án mở rộng đòi hỏi tăng vốn luân chuyển của toàn doanh nghiệp. Việc gia tăng vốn luân chuyển này nên tính vào đầu tư thuần cần thiết cho dự án. Hoặc doanh nghiệp chấp nhận một dự án sản xuất sản phẩm mới có thể làm giảm dòng tiền từ doanh thu hiện tại do sản phẩm của dự án mới có tính cạnh tranh với sản phẩm hiện tại.

Chi phí chìm không được tính vào dòng tiền của dự án. Chi phí chìm là chi phí đã phát sinh mà không phụ thuộc vào quyết định hiện tại là chấp nhận hay không

chấp nhận dự án.

Giá trị các tài sản sử dụng trong một dự án nên được tính theo các chi phí cơ hội của chúng. Các chi phí cơ hội của tài sản là dòng tiền mà tài sản đó có thể tạo ra nếu chúng không được sử dụng trong dự án đang xem xét.

Công thức chung để xác định dòng tiền của dự án như sau:

Dòng tiền của dự án (NCF) = Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của dự án + Giá trị còn lại của tài sản cố định sau thuế - Chi tiêu vốn của dự án - Thay đổi vốn luân chuyển ròng

Trong đó:

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh = Lợi nhuận sau thuế + Khấu hao

$$\text{OCF} = (1-t) \cdot \text{EBIT} + D$$

OCF : Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của dự án

EBIT : Lợi nhuận trước thuế thu nhập và lãi vay của dự án

t : Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

D : Khấu hao TSCĐ của dự án

Chi tiêu vốn (capital expenditure) là chi phí tiền mặt dự kiến tạo ra một dòng các lợi ích tiền mặt trong tương lai kéo dài hơn một năm, như mua sắm máy móc thiết bị. Cần phân biệt chi tiêu vốn với chi tiêu hoạt động bình thường, tức là chi tiêu dự kiến tạo ra các lợi ích tiền mặt trong thời gian một năm sắp đến, thời hạn một năm được chọn bất kỳ, trừ trường hợp đặc biệt.

Thay đổi vốn luân chuyển ròng: Vốn luân chuyển ròng bao gồm các tài sản lưu động (tiền mặt, hàng tồn kho, khoản phải thu) trừ đi khoản nợ phải trả. Nếu dự án xét theo giai đoạn hàng năm, thì thay đổi về vốn luân chuyển ròng giữa các năm trong giai đoạn hoạt động của dự án sẽ được tính vào dòng tiền của dự án. Nếu thay đổi tăng thì số chênh lệch được tính trong dòng tiền ra của dự án, nếu thay đổi giảm thì số chênh lệch được tính trong dòng tiền vào của dự án.

Giá trị còn lại của tài sản cố định sau thuế: Với bất cứ tài sản cố định nào sau khi không sử dụng nữa đều được thanh lý. Đối với trường hợp tài sản hình thành từ

dự án đầu tư, vào năm cuối cùng của dự án, cần phải tính đóng góp của giá trị còn lại của tài sản do thanh lý đối với dòng tiền của dự án.

Trên cơ sở tính toán các yếu tố đầu ra và đầu vào của dự án, chúng ta có thể xây dựng dòng tiền ròng của dự án, cụ thể như sau :

Năm	0	1	2	...	n
Dòng tiền ròng	NCF_0	NCF_1	NCF_2	NCF_t	NCF_n

Trong đó :

NCF_t – Dòng tiền ròng năm thứ t;

n – Vòng đời của dự án

1.5.4. Xây dựng và phân tích suất chiết khấu

Chiết khấu : Chiết khấu của đồng tiền là sự chênh lệch giá trị của đồng tiền theo thời gian. Phương pháp chiết khấu là phương pháp đề cập đến yếu tố chiết khấu trong các tính toán tài chính nói chung. Áp dụng chiết khấu trong phân tích dự án đầu tư vì đồng tiền có chi phí cơ hội.

Chi phí cơ hội : Chi phí cơ hội của đồng tiền là giá trị mất đi do không sử dụng đồng tiền vào mục đích sinh lời tốt nhất. Trong hoạt động đầu tư, trên thị trường vốn có nhiều chi phí cơ hội của đồng tiền được hình thành như : Lãi suất tiền gửi ngân hàng, lãi suất tín phiếu, lãi cổ phần ... Do đó, cơ hội sinh lời là rất đa dạng với các mức độ khác nhau.

Các dự án đầu tư thường được tiến hành trong nhiều năm, đặc biệt các dự án có vốn đầu tư nước ngoài có thời gian hoạt động dài từ 15 đến 50 năm hoặc lâu hơn. Với một khoảng thời gian dài như vậy, chi phí cơ hội càng biểu hiện rõ và càng có giá trị lớn khi thời gian đầu tư càng dài.

Trong quá trình thực hiện dự án đầu tư, luôn phát sinh các chi phí tài chính và các lợi ích tại các thời điểm khác nhau (hiện tại, tương lai) và chi phí cơ hội cũng sẽ khác nhau tại các thời điểm đó. Vì vậy, cần phải chuyển đổi các giá trị lợi ích và chi phí tài chính các thời điểm trong tương lai về thời điểm hiện tại. Việc làm này đồng

nghĩa với việc đề cập đến chi phí cơ hội, tức là sử dụng tỷ suất chiết khấu và hệ số chiết khấu trong tính toán các chỉ tiêu tài chính nói chung.

Như vậy, chi phí cơ hội được đề cập trong phân tích dự án được coi như là một nội dung mang tính bản chất của tiền tệ trong hoạt động đầu tư. Do đó sử dụng phương pháp chiết khấu và chuyển đổi các giá trị, lợi ích và chi phí tài chính ở các thời điểm khác nhau về thời điểm hiện tại là công việc cần thiết và đúng đắn của phân tích dự án đầu tư.

- Các phương pháp xác định suất chiết khấu của dự án :

Phương pháp 1 : Phương pháp lãi suất vay vốn

Là phương pháp xem xét quan hệ giữa suất chiết khấu của dự án (r) cần xác định với mức của lãi suất vay (r_{lv}) nói chung (thường là lãi suất vay dài hạn). Điều kiện là : $r \geq r_{lv}$.

Nhược điểm của phương pháp này là các doanh nghiệp thường chọn ngay lãi suất vay ngân hàng làm suất chiết khấu của dự án. Việc làm này sẽ dễ dẫn đến sai lầm khi đánh giá dự án, vì nó bỏ qua ảnh hưởng của rủi ro và không phản ánh đúng ý nghĩa của suất chiết khấu là suất sinh lời mong đợi thu được từ dự án.

Phương pháp 2 : Phương pháp cơ cấu vốn

Là phương pháp được xem xét trên sự tham gia của các nguồn vốn huy động và được xác định bằng trị số bình quân gia quyền của các nguồn vốn vay với các tỷ lệ lãi vay tương ứng.

$$r = \frac{(V_{dh} \times r_{dh}) + (V_{th} \times r_{th}) + \dots + (V_r \times r_r)}{(V_{dh} + V_{th} + \dots + V_r)}$$

Trong đó :

V_{dh} – Vốn vay dài hạn để đầu tư.

V_{th} – Vốn vay trung hạn để đầu tư.

V_r – Vốn chủ sở hữu (vốn riêng) để đầu tư.

r_{dh} – Lãi vay dài hạn, % năm.

r_{th} – Lãi vay trung hạn, % năm.

r_r – Tỷ suất sinh lời mong muốn của vốn chủ sở hữu, % năm.

Phương pháp 3 : Phương pháp tỷ lệ nguồn vốn hay phương pháp chi phí vốn bình quân có trọng số (WACC)

Là phương pháp xem xét đến tỷ lệ các nguồn vốn tham gia so với tổng vốn đầu tư.

$$r = (K_{dh} \times r_{dh}) + (K_{th} \times r_{th}) + \dots + (K_r \times r_r)$$

r_{dh} , r_{th} , r_r – Đã giải thích ở trên.

K_{dh} – Tỷ lệ vốn vay dài hạn trong tổng số vốn đầu tư, %.

K_{th} – Tỷ lệ vốn vay trung hạn trong tổng số vốn đầu tư, %.

K_r – Tỷ lệ vốn chủ sở hữu trong tổng số vốn đầu tư, %.

$$K_{dh} + K_{th} + \dots + K_r = 1$$

Xét về mặt toán học, phương pháp 2 và phương pháp 3 là tương tự nhau. Từ công thức tính (r) ở phương pháp 2, ta có thể suy ra công thức tính (r) ở phương pháp 3 theo phép biến đổi :

$$K_{dh} = \frac{V_{dh} \times 100\%}{(V_{dh} + V_{th} + \dots + V_r)}$$

Tương tự đối với K_{th} , K_r ...

Ưu điểm của phương pháp 2 và phương pháp 3 là nó phản ánh tương đối chính xác và hợp lý chi phí cơ hội của các nguồn vốn tham gia vào dự án.

Nhược điểm của hai phương pháp này là việc tính toán tương đối phức tạp, đặc biệt là việc xác định tỷ lệ sinh lời mong muốn của vốn chủ sở hữu (r_r).

Ý nghĩa của tỷ suất chiết khấu trong dự án đầu tư :

Xét về mặt lợi nhuận : Suất chiết khấu của dự án biểu thị mức độ sinh lời (chi phí cơ hội) mong muốn của nhà đầu tư.

Xét về khả năng thanh toán: Suất chiết khấu của dự án chỉ ra khả năng trả nợ lãi vay của nguồn vốn đi vay.

Lạm phát và sự lựa chọn suất chiết khấu : Như ta đã biết, lãi suất thực là lãi suất danh nghĩa trừ đi tỷ lệ lạm phát dự kiến. Trong việc chiết khấu dòng tiền, việc

lựa chọn suất chiết khấu danh nghĩa hay suất chiết khấu thực không thành vấn đề, miễn là chúng được sử dụng nhất quán. Có nghĩa là chúng ta sẽ đạt được cùng một kết luận như nhau nếu chiết khấu dòng tiền danh nghĩa bằng suất chiết khấu danh nghĩa (không điều chỉnh lạm phát) hoặc chiết khấu dòng tiền thực bằng suất chiết khấu thực (có điều chỉnh lạm phát).

1.6. Các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả tài chính dự án đầu tư

1.6.1. Chỉ tiêu hiện giá thuần (NPV)

Hiện giá thuần (NPV) của một dự án là giá trị của dòng tiền dự kiến trong tương lai được quy về hiện giá trừ đi vốn đầu tư dự kiến ban đầu của dự án.

Công thức :

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{NCF_t}{(1+r)^t}$$

Trong đó :

NPV – Hiện giá thuần hay Giá trị hiện tại thuần (Net present value) : Là tổng lãi ròng của cả đời dự án được quy về thời điểm đầu năm 0.

NCF_t - Dòng tiền ròng năm thứ t;

r - suất chiết khấu của dự án;

n - vòng đời của dự án;

Ta có thể nhận thấy rằng, khi suất chiết khấu (r) của dự án tăng lên, NPV của dự án giảm đi. Sở dĩ như vậy vì khi r tăng, mẫu số ở đẳng thức trên cũng tăng theo, làm hiện giá của dòng tiền giảm đi.

Để ứng dụng tiêu chuẩn NPV trong thẩm định dự án, chúng ta cần phải phân biệt thành hai tình huống.

Trong trường hợp một dự án đầu tư độc lập về kinh tế với các dự án đầu tư khác, việc chấp nhận hoặc từ bỏ dự án phụ thuộc vào NPV âm hay dương. Phương pháp đánh giá các trị số khi nhận được của NPV như sau :

+ Khi $NPV = 0$: Thu nhập ròng vừa đủ bù lại vốn đầu tư.

+ Khi $NPV < 0$: Dự án không có lãi, nên không đầu tư.

+ Khi $NPV > 0$: Dự án có lãi. Nếu NPV càng lớn thì tính chất lãi của dự án càng đảm bảo.

Trường hợp chọn lựa giữa các dự án loại trừ lẫn nhau : Trong rất nhiều trường hợp, sự lựa chọn phải được thực hiện giữa những dự án loại trừ lẫn nhau. Việc chấp nhận một trong những dự án này đòi hỏi phải từ bỏ các dự án còn lại. Khi áp dụng tiêu chuẩn NPV đối với các dự án loại trừ lẫn nhau, chúng ta sẽ chọn dự án nào có NPV cao nhất, miễn là NPV cao nhất phải lớn hơn 0.

Trong thực tế, NPV được sử dụng để đánh giá (loại bỏ hoặc lựa chọn) ở bước so sánh đầu tiên. Các dự án được chấp nhận phải có $NPV > 0$ hoặc $= 0$ và dự án được chọn sẽ là dự án có NPV max.

Ưu nhược điểm của chỉ tiêu NPV :

Ưu điểm : NPV cho biết tổng hiện giá tiền lời sau khi đã hoàn thành trả đủ vốn đầu tư. Đây là một mục tiêu quan trọng hàng đầu của dự án đầu tư.

Nhược điểm : NPV chỉ cho biết tổng số tiền lời (lỗ) của dự án, nhưng không biết được mức độ sinh lợi (lãi suất) của chính dự án là bao nhiêu ? (Để khắc phục nhược điểm này, cần dùng chỉ tiêu IRR)

Theo công thức trên, ta thấy rằng NPV có quan hệ tỷ lệ nghịch với r , khi r thay đổi thì NPV cũng thay đổi theo hướng : khi r tăng thì NPV giảm (và ngược lại). Do đó, ta cần lựa chọn r sao cho hợp lý.

1.6.2. Chỉ tiêu tỷ suất sinh lợi nội bộ IRR – (Internal Rate of Return)

Khái niệm : Tỷ suất sinh lợi nội bộ (IRR) là tỷ lệ chiết khấu r của dự án, mà ứng với nó, hiện giá thu nhập của dự án cân bằng hiện giá chi phí dự án. Nói cách khác, nó là tỷ lệ chiết khấu sao cho giá trị hiện tại của thu nhập từ dự án tương đương với giá trị hiện tại của đầu tư và $NPV=0$.

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{NCF_t}{(1 + IRR)^t} = 0$$

IRR là một chỉ tiêu quan trọng, được dùng trong phân tích kinh tế – tài chính của dự án đầu tư nói chung. IRR chính là tỷ suất sinh lời thực tế của dự án đầu tư. Vì vậy một dự án được chấp nhận khi tỷ suất sinh lời thực tế của nó (IRR) bằng hoặc cao hơn tỷ suất sinh lời mong muốn của dự án (suất chiết khấu).

Nhận xét : Công thức trên chính là công thức tính NPV. Như vậy, có nghĩa là : khi NPV=0 thì lúc đó mới xuất hiện IRR và trị số r lúc này chính là IRR khi cần có.

Để xác định các chỉ tiêu NPV, IRR, ta có thể dùng phần mềm Excel của Microsoft offices, sử dụng hàm NPV (...), IRR (.....).

Ý nghĩa của chỉ tiêu IRR :

- Dùng chỉ tiêu IRR để đánh giá tính hiệu quả dự án :

Căn cứ vào quan hệ của IRR và r (suất chiết khấu tính toán của dự án) để đánh giá phương án đầu tư có lợi hay không? Xét tương quan giữa IRR và r để từ đó quyết định phương hướng đầu tư.

Nếu $IRR < r \Rightarrow$ Dự án bị thua lỗ.

Nếu $IRR = r \Rightarrow$ Dự án có lãi nhưng chỉ vừa đủ bù đắp chi phí. Nhà đầu tư không có lời.

Nếu $IRR > r \Rightarrow$ Dự án không chỉ trả hết lãi vay mà còn có lợi nhuận.

- Dùng IRR để so sánh và lựa chọn phương án trong đầu tư :

Các phương án khác nhau trong một dự án có IRR khác nhau. Phương án nào có IRR lớn sẽ là phương án có lợi thế để hướng đến đầu tư và phương án được chọn sẽ là phương án có IRR_{max} .

- Dùng IRR để quyết định cơ hội đầu tư (hoặc giới hạn đầu tư) :

Tức là dựa vào trị số IRR nhà đầu tư sẽ tập trung đầu tư vào những dự án có IRR lớn trước và dừng lại ở những dự án có IRR không thỏa mãn điều kiện đầu tư (như $IRR < r$...).

Chọn lựa dự án dựa trên NPV và IRR : Về nguyên tắc, một dự án có hiệu quả là dự án có NPV >0 hoặc IRR > chi phí cơ hội. Tuy nhiên, tùy theo quan điểm và mục đích đầu tư mà chỉ số nào đáng được quan tâm hơn, đặc biệt khi nhà đầu tư có

trong tay nhiều dự án để lựa chọn. Sau đây là một số trường hợp sử dụng NPV và IRR để đánh giá hiệu quả đầu tư khi phải chọn lựa dự án :

Nếu nhà đầu tư có đủ khả năng về vốn và đang thiếu dự án cần vốn thì dự án nào có NPV càng lớn sẽ được chọn. Vì nhà đầu tư không có nhiều cơ hội để chọn lựa và vốn đầu tư không phải là vấn đề quan tâm.

Nếu một dự án được đánh giá có độ an toàn cao thì NPV càng lớn là yếu tố bậc nhất để quyết định đầu tư. Vì khi dự án có độ an toàn cao, nhà đầu tư không lo thiếu vốn do dễ dàng huy động.

Nếu nhà đầu tư muốn sử dụng vốn của mình một cách có hiệu quả nhất, và khi nền kinh tế đang phát triển có nhiều dự án tốt để đầu tư, thì dự án nào có IRR lớn hơn sẽ được chọn. Vì khi đầu tư vào dự án có IRR lớn hơn thì hiệu quả sử dụng đồng vốn sẽ cao hơn là đầu tư vào dự án có IRR thấp, và khi ta đã loại trừ yếu tố rủi ro của các dự án so sánh.

Nếu nhà đầu tư vốn ít, nhưng muốn mạo hiểm thu lợi nhiều và nguồn vốn tín dụng khá dồi dào, thì dự án có IRR lớn hơn sẽ được chọn. Vì khi đầu tư vào dự án có IRR lớn, nhà đầu tư có thể sử dụng vay vốn ngân hàng để mang lại nhiều lợi nhuận so với số vốn hạn chế của mình.

1.6.3. Chỉ tiêu chỉ số sinh lời (PI- Profitability Index)

Chỉ số sinh lời (PI) hay còn gọi là tỷ số lợi ích-chi phí (B/C – Benefit-Cost Ratio), là tỷ lệ giữa giá trị hiện tại của dòng tiền dự án mang lại và giá trị của đầu tư ban đầu.

$$PI = \frac{PV}{I}$$

Trong đó:

PV - giá trị hiện tại của dòng tiền

I - vốn đầu tư ban đầu

Các dự án được chọn theo nguyên tắc:

PI > 1 : Chấp nhận dự án. Trong trường hợp các dự án loại trừ lẫn nhau,

dự án nào có PI cao nhất sẽ được lựa chọn

$PI < 1$: Loại bỏ dự án

$PI = 1$: Tùy thuộc vào nhà đầu tư

Chỉ tiêu PI cũng có những ưu nhược điểm như chỉ tiêu NPV. Tuy nhiên chỉ tiêu NPV là số đo tuyệt đối của lợi nhuận hay của cải gia tăng từ dự án, trong khi PI là số đo tương đối biểu thị lợi nhuận tạo ra trên một đồng vốn đầu tư.

Ưu điểm: Chỉ tiêu PI cho phép chúng ta biết được dự án tạo lợi nhuận lớn nhất trên 1 đồng vốn đầu tư. Điều này thực sự có ý nghĩa trong việc xếp hạng ưu tiên các dự án trong điều kiện ngân sách vốn có giới hạn, chúng ta không thể thực hiện dựa vào tiêu chuẩn NPV. Thay vào đó, chúng ta có thể xếp hạng theo tiêu chuẩn chỉ số sinh lợi PI.

Nhược điểm: Cũng giống như chỉ tiêu IRR, chỉ tiêu PI không giải thích được một cách trực tiếp sự khác nhau về quy mô dự án.

1.6.4. Chỉ tiêu thời gian hoàn vốn (*PP – Payback Period*)

Thời gian hoàn vốn (PP) là thời gian cần thiết để dòng tiền tạo ra từ dự án đủ bù đắp chi phí đầu tư ban đầu. Cơ sở để chấp nhận dự án dựa trên tiêu chuẩn thời gian hoàn vốn là thời gian hoàn vốn phải thấp hơn hoặc bằng thời gian hoàn vốn yêu cầu hay còn gọi là ngưỡng thời gian hoàn vốn.

Thời gian hoàn vốn của dự án càng ngắn thì càng tránh được những rủi ro của việc thu hồi vốn. Và nếu dự án có NPV, IRR, PI rất tốt nhưng chỉ tiêu PP lại vượt quá thời gian cho phép thì dự án cũng không có giá trị. Trong thực tế, tiêu chuẩn này được tiến hành như sau: Trước hết phải thiết lập trước thời gian hoàn vốn yêu cầu là thời gian tối đa có thể chấp nhận được, nó không bao giờ có thể dài hơn tuổi thọ kỹ thuật hay tuổi thọ pháp lý của dự án. Dự án nào có thời gian thu hồi vốn ngắn nhất và ngắn hơn thời gian hoàn vốn yêu cầu thì sẽ được chấp nhận.

Có hai phương pháp tính thời gian hoàn vốn là thời gian hoàn vốn không chiết khấu và thời gian hoàn vốn có chiết khấu.

- Phương pháp thời gian hoàn vốn không chiết khấu.

$$PP = n + \frac{\sum_{t=0}^n NCF_t}{NCF_{n+1}}$$

Trong đó: n là số năm để ngân lưu tích lũy của dự án < 0 , nhưng dòng tiền tích lũy sẽ dương khi đến năm thứ $n+1$.

Ưu điểm : Đơn giản, dễ sử dụng, tính toán nhanh chóng.

Nhược điểm : Bỏ qua yếu tố thời gian của tiền tệ. Nghĩa là không quan tâm đến tính chất sinh lợi của đồng tiền, nên tính thuyết phục bị hạn chế.

Để khắc phục được nhược điểm này người ta thường dùng phương pháp thời gian hoàn vốn có chiết khấu (DPP – Discount Payback Period). Thời gian hoàn vốn đầu tư có tính đến chiết khấu r là thời gian cần thiết để tổng hiện giá thu hồi vừa bằng tổng hiện giá vốn đầu tư.

Việc tính toán thời gian hoàn vốn có chiết khấu cũng giống như phương pháp tính thời gian hoàn vốn không chiết khấu nhưng dựa trên dòng tiền có chiết khấu.

Ưu điểm : Dễ xác định, độ tin cậy cao vì giá trị tiền tệ được phản ánh đúng do DPP đề cập đến yếu tố chiết khấu r . DPP giúp nhà đầu tư thấy được thời điểm hòa vốn theo khía cạnh hiện giá, phản ánh đúng giá trị nguồn tiền đầu tư và do đó có tính thuyết phục cao.

Nhược điểm : Không cho biết tổng lượng thu nhập sau khi hoàn vốn là cao hay thấp? Vì vậy phải dùng đến chỉ tiêu hiện giá thuần để khẳng định.

Thời gian hoàn vốn đầu tư trong thực tế, được đánh giá phân biệt theo lĩnh vực đầu tư :

Đối với dự án trong lĩnh vực công nghiệp : thời gian hoàn vốn đầu tư thường từ 5 đến 7 năm cho các dự án ngành công nghiệp nhẹ và khoảng 10 năm cho các dự án ngành công nghiệp nặng, các dự án trồng cây công nghiệp ...

Đối với các dự án công trình hạ tầng : T_{hv} từ 7 năm đến 15 năm.

1.7. Phân tích rủi ro tài chính của dự án

1.7.1 . Sự cần thiết phải phân tích rủi ro tài chính trong dự án đầu tư

Rủi ro là một sự không chắc chắn hay một tình trạng bất ổn và được định nghĩa như là sự khác biệt giữa giá trị thực tế và giá trị kỳ vọng khi đánh giá một chỉ tiêu nào đó.

Người ta thường nói: “có một điều chắc chắn là không có gì chắc chắn cả”. Mặc dù trước khi ra quyết định đầu tư, doanh nghiệp đã tiến hành phân tích, thẩm định các yếu tố kỹ càng và khoa học, nhưng khả năng thu hồi vốn của dự án còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác nữa và chẳng ai biết chắc được chuyện gì sẽ xảy ra cho đến khi nó thực sự xảy ra. Vì thế quyết định đầu tư dự án là một quyết định rủi ro. Chúng ta không thể loại bỏ được rủi ro nhưng có thể phân tích, đánh giá mức độ rủi ro nhằm kiểm soát và hạn chế được rủi ro.

Phân tích rủi ro tài chính dự án đầu tư bắt đầu từ việc nhận định các yếu tố rủi ro, phân tích rủi ro cho đến dự báo các yếu tố rủi ro ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính dự án, trên cơ sở đó đề xuất các giải pháp phù hợp để quản lý và hạn chế rủi ro. Qua phân tích rủi ro sẽ xác định mức độ chắc chắn về hoạt động của dự án, tạo cơ sở cho việc quản lý rủi ro bằng cách phân tán, chia sẻ rủi ro thông qua các yếu tố tính toán của hợp đồng trong quá trình thực hiện đầu tư và vận hành dự án.

1.7.2. Các phương pháp phân tích rủi ro tài chính dự án

1.7.2.1. Phân tích độ nhạy (Sensitivity Analysis)

Phân tích độ nhạy là xem xét mức độ nhạy cảm của các kết quả khi có sự thay đổi giá trị của một hay một số tham số của dự án (đầu ra, đầu vào).

Khi phân tích độ nhạy của dự án, ta lần lượt cho từng yếu tố của dự án thay đổi trong khi các yếu tố khác vẫn giữ nguyên để nghiên cứu tác động của yếu tố đó tới kết quả (NPV, IRR...) hay tính khả thi của dự án. Nếu biến nào thay đổi mà không ảnh hưởng đến kết quả thì các biến này không được dùng trong phân tích rủi ro. Phân tích độ nhạy giúp người ra quyết định trả lời câu hỏi “cái gì xảy ra nếu như..”, giúp đánh giá được các biến số quan trọng, đó là biến số có ảnh hưởng nhiều đến kết quả và sự thay đổi của biến số có nhiều tác động đến kết quả. Phân tích độ nhạy gồm hai loại:

Phân tích độ nhạy một chiều: Phân tích sự thay đổi của một biến rủi ro ảnh hưởng đến kết quả dự án. Ví dụ như phân tích mức độ nhạy cảm của mức biến động của giá bán sản phẩm đến chỉ tiêu NPV của dự án.

Phân tích độ nhạy hai chiều: Phân tích sự thay đổi của hai biến rủi ro cùng lúc để đánh giá mức độ ảnh hưởng đến kết quả dự án. Ví dụ như phân tích đồng thời sự biến động của chi phí nguyên vật liệu và giá bán ảnh hưởng đến chỉ tiêu NPV hay IRR của dự án.

Ưu điểm của phương pháp này là đơn giản và dễ dàng áp dụng. Về kỹ thuật phân tích, nhờ có Microsoft Excel, những người thường xuyên sử dụng bảng tính như trong thẩm định dự án dễ dàng sử dụng kỹ thuật này bằng lệnh Table trong thanh công cụ Data.

Tuy nhiên nhược điểm lớn nhất của phân tích độ nhạy là chỉ xem xét từng tham số trong khi kết quả lại chịu tác động của nhiều tham số cùng một lúc và không trình bày được xác suất xuất hiện của các tham số và xác suất xảy ra của các kết quả, cũng như mối tương quan giữa các biến.

1.7.2.2 . Phân tích tình huống (Scenario Analysis)

Phân tích tình huống còn gọi là phân tích kịch bản giúp xem xét sự thay đổi dòng tiền của một tổ hợp các biến có mối tương quan nhau. Phân tích tình huống dựa trên quan điểm các biến có tương quan lẫn nhau và biến động theo chiều hướng thuận lợi hay bất lợi cho dự án. Theo đó một tập hợp của nhiều biến rủi ro được chọn do được đánh giá là mang nhiều rủi ro nhất và được sắp đặt theo các tình huống: lạc quan, trung bình và bi quan. Mục đích là xem xét kết quả của dự án trong các tình huống tốt nhất (giá bán cao nhất, chi phí thấp nhất, lạm phát thấp nhất...), trường hợp trung bình, trường hợp xấu nhất (giá bán thấp nhất, chi phí cao nhất, lạm phát cao nhất...). Như vậy, muốn có kết quả cho mỗi tình huống ta phải tiến hành tính toán lại kết quả dự án theo các dữ liệu của từng kịch bản. Về kỹ thuật phân tích tình huống, nhờ có Microsoft Excel, người thẩm định dự án dễ dàng sử dụng kỹ thuật này bằng lệnh Scenario trong thanh công cụ Tools. Phân tích tình huống bắt

buộc những người ra quyết định phải xem xét cẩn thận mối quan hệ giữa các yếu tố ảnh hưởng tới dòng ngân lưu của dự án.

Tuy nhiên, phương pháp này có nhược điểm:

- Phân tích kịch bản cũng là dạng phân tích tất định, nó có hạn chế là không thể xác định được cho tất cả các trường hợp kết hợp lẫn nhau giữa các yếu tố và không tính tới xác suất của các trường hợp xảy ra.

- Phân tích tình huống thường thổi phồng hiệu quả dự án trong trường hợp tốt và cho kết quả quá thấp trong trường hợp xấu.

Để khắc phục các nhược điểm của hai phương pháp nêu trên, người ta đã xây dựng phương pháp phân tích thứ ba, đó là phương pháp phân tích mô phỏng.

1.7.2.3. Phân tích mô phỏng (Simulation Analysis)

Mô phỏng là xây dựng những mô hình mà mỗi mô hình là một ý tưởng thực hay một đối tượng nghiên cứu thực. Tiến hành thử nghiệm trên các mô hình đó để đạt tới sự hiểu biết rõ ràng về hành vi của hệ thống hoặc trợ giúp để giải quyết những vấn đề ra quyết định.

Phân tích mô phỏng được ứng dụng trong lĩnh vực tài chính là sự mở rộng tự nhiên của phương pháp phân tích độ nhạy và phân tích tình huống.

Thực chất phương pháp phân tích mô phỏng Monte Carlo là lấy một cách ngẫu nhiên các giá trị có thể có của các biến ngẫu nhiên ở đầu vào và tính ra một kết quả thực nghiệm của đại lượng cần phân tích. Quá trình đó lặp lại nhiều lần để có một tập hợp của các kết quả thử nghiệm, tính toán thống kê các kết quả đó để có các đặc trưng thống kê cần thiết của kết quả cần phân tích.

Với sự phát triển của máy tính, mô phỏng được thực hiện nhanh chóng và chính xác nhiều bài toán phức tạp trong kinh tế cũng như nhiều lĩnh vực nghiên cứu khác. Crystal Ball là một điển hình. Đó là một phần mềm mô phỏng đầy sức mạnh, tạo sự nhanh chóng và thuận lợi trong việc thực hiện các bảng tính và tiến hành các phân tích rủi ro theo mô hình xác suất. Hàng chục ngàn lần mô phỏng chỉ được thực hiện trong vài mươi giây đồng hồ.

Mô phỏng được ứng dụng trong nhiều lĩnh vực khác nhau như sản xuất, quân sự, nghiên cứu vũ trụ... ví dụ như việc chạy thử một hệ thống máy móc thiết bị, cuộc tập trận hay một trò chơi quay số ở sòng bạc Monte Carlo.

Ngoài ra, việc phân tích rủi ro dự án có thể sử dụng phương pháp ước lượng khoảng. Đây là một phương pháp xác suất thống kê được nhà toán học Pháp P.S Laplace nghiên cứu năm 1841 và được hoàn thiện bởi nhà thống kê Mỹ J. Neyman năm 1937.

Để ước lượng tham số θ của đại lượng ngẫu nhiên X , từ X ta lập mẫu ngẫu nhiên $W_X = (X_1, X_2, \dots, X_n)$. Chọn thống kê $\theta' = f(X_1, X_2, \dots, X_n, \theta)$ sao cho mặc dù chưa biết giá trị của θ nhưng quy luật phân phối của θ' vẫn hoàn toàn xác định. Với xác suất s rất bé (trong thực tế người ta thường yêu cầu là $s < 0.05$) ta có thể tìm được hai số a và b thỏa mãn điều kiện:

$$P(a < \theta' < b) = 1 - s$$

$$P(\theta'_1 < \theta < \theta'_2) = 1 - s$$

Khoảng (θ'_1, θ'_2) được gọi là khoảng tin cậy của θ

$(1-s)$ gọi là độ tin cậy của ước lượng.

Phương pháp ước lượng này có ưu điểm là không những chỉ ra được khoảng (θ'_1, θ'_2) để ước lượng θ mà còn cho biết độ tin cậy của ước lượng. Phương pháp này có thể được ứng dụng kết hợp với các phương pháp phân tích rủi ro khác, để xử lý các tình huống ước lượng các biến rủi ro nhằm đem lại kết quả phân tích chính xác hơn.

Tóm lại, trên quan điểm chủ đầu tư, phân tích tài chính dự án đầu tư là khâu cốt lõi khi ra quyết định đầu tư dự án nhằm đánh giá và nhận diện các rủi ro và đưa ra các giải pháp quản lý và kiểm soát rủi ro. Phân tích hiệu quả tài chính của dự án được xem là khâu tổng hợp của tất cả các nội dung liên quan đến dự án. Tuy nhiên, việc phân tích hiệu quả tài chính của một dự án đầu tư không chỉ dừng lại ở việc đánh giá các chỉ tiêu hiệu quả tài chính một cách cứng nhắc trong trạng thái tĩnh và không quan tâm đến sự tác động qua lại lẫn nhau giữa các yếu tố rủi ro liên quan

đến kết quả cần phân tích, mà phải xem xét ở trạng thái luôn biến đổi của các yếu tố rủi ro và trong mối quan hệ tương tác lẫn nhau giữa chúng có khả năng ảnh hưởng đến kết quả của dự án.

Nói đến dự án tức là nói đến những gì hình thành trong tương lai được xây dựng trên những thông tin có được trong quá khứ và hiện tại, mà một điều chắc chắn trong tương lai đó là không có gì chắc chắn cả. Do vậy việc phân tích và lượng hóa các rủi ro trong tương lai ảnh hưởng đến hiệu quả của dự án là vấn đề hết sức quan trọng mà các chủ đầu tư cần phải quan tâm nhằm đưa ra các giải pháp hạn chế rủi ro trước khi đưa ra các quyết định đầu tư.

CHƯƠNG 2

THỰC TRẠNG CÔNG TÁC PHÂN TÍCH HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ TRONG DOANH NGHIỆP – TRƯỜNG HỢP DỰ ÁN KHÁCH SẠN ĐÀ LẠT

2.1. Thực trạng hoạt động phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư trong các doanh nghiệp hiện nay

2.1.1. Nhận xét chung về công tác lập dự án đầu tư

Trước đây trong nền kinh tế tập trung bao cấp, các dự án đầu tư chủ yếu nằm trong các doanh nghiệp quốc doanh, sử dụng vốn ngân sách nhà nước và vốn vay theo cơ chế ban cho. Ngoài mục tiêu lợi nhuận, các doanh nghiệp còn chịu chi phối rất mạnh bởi các mục tiêu khác như xã hội, chính trị, an ninh, quốc phòng ...

Về nhận thức, trong một thời gian dài của thời kỳ kế hoạch hóa tập trung, nhiều người cho rằng để có sự phát triển chỉ đơn giản là đầu tư nhiều hơn. Đầu tư vào cái gì, ở đâu, thời điểm nào ... không phải là vấn đề quan trọng. Thế nên có những dự án quyết định đầu tư có trước, công tác thẩm định dự án chỉ là hình thức và thủ tục để được nhận vốn. Chính những quan niệm sai lầm trên vô tình đã coi nhẹ công tác phân tích dự án, đặc biệt là phân tích tài chính dự án đầu tư. Từ đó dẫn tới hậu quả là nhiều doanh nghiệp nhà nước làm ăn kém hiệu quả. Mục tiêu cao nhất của thẩm định dự án đầu tư là nhằm không bỏ lỡ các dự án tốt, ngăn chặn các dự án xấu trong điều kiện các nguồn lực ngày càng khan hiếm. Khung phân tích dự án thường bao gồm các nội dung: Phân tích thị trường; Phân tích kỹ thuật; Phân tích nguồn lực; Phân tích tài chính Trong đó, phân tích tài chính dự án được đánh giá là khâu then chốt vì nó phản ánh tất cả thông tin của các phân tích kinh tế, kỹ thuật trước đó để tính toán và xác định hiệu quả tài chính thực sự của dự án.

Mặt khác, đối với các dự án đầu tư xây dựng cơ bản, cải tiến kỹ thuật, mở rộng sản xuất, hầu hết doanh nghiệp chưa có những quy định hoặc những hướng dẫn cụ thể về phương pháp, kỹ thuật ... phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư. Do vậy công tác thẩm định để quyết định đầu tư đối với các dự án đầu tư còn sơ sài và chưa

thống nhất. Các nội dung phân tích chỉ nêu chung chung về sự cần thiết của dự án đầu tư cùng với một số chỉ tiêu tính toán hiệu quả kinh tế so sánh trước và sau khi đầu tư.

Khi nền kinh tế nước ta chuyển sang cơ chế thị trường, công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư tại các doanh nghiệp đã có một bước chuyển đáng kể. Các dự án đầu tư đã dần dần được phân tích, thẩm định trên nhiều nội dung quan trọng như yếu tố về thị trường, kinh tế xã hội, kỹ thuật và tài chính... Trong thời gian này, các tài liệu về khoa học thẩm định, phân tích tài chính dự án đầu tư của nước ngoài vào Việt Nam bắt đầu được phổ biến.

Cùng với sự phát triển của nền kinh tế và mức độ cạnh tranh giữa các doanh nghiệp ngày càng cao, đòi hỏi tính hiệu quả của dự án khi vay vốn, công tác phân tích tài chính dự án đầu tư ngày càng hoàn chỉnh, khoa học hơn, từng bước đã tiến dần đến hòa nhập với thế giới về kỹ thuật phân tích. Việc tính toán các chỉ tiêu, các thông số dự án để đưa vào phân tích đã quan tâm đến vấn đề giá trị thời gian của tiền tệ, quan tâm đến các chỉ tiêu đánh giá về khả năng cạnh tranh, khả năng tiêu thụ, đã phân tích được vòng đời của dự án

2.1.2. Thực trạng công tác phân tích hiệu quả tài chính

Tác giả đã tiến hành điều tra khảo sát thông tin tại một số doanh nghiệp đã và đang thực hiện một số dự án đầu tư có quy mô vừa và lớn, để tìm hiểu thực trạng công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư tại doanh nghiệp trong giai đoạn nghiên cứu khả thi.

Tuy có gặp khó khăn trong công tác điều tra thông tin, nhưng tác giả đã tiếp cận được tương đối nhiều dự án đầu tư của các doanh nghiệp thuộc các lĩnh vực khác nhau nhưng tập chung chủ yếu trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng, khu dân cư, đô thị, công nghiệp, văn hóa thông tin ... Số liệu điều tra xem phần phụ lục của luận văn và bảng 2.1.1 Tổng hợp kết quả điều tra thông tin.

Đánh giá chung các ưu nhược điểm của công tác phân tích hiệu quả tài chính tại các doanh nghiệp như sau.

2.1.2.1. Những kết quả đạt được

Trong những năm qua, do áp lực của tiến trình hội nhập, buộc các doanh nghiệp phải quan tâm đến việc sử dụng hiệu quả đồng vốn trong hoạt động kinh doanh của mình. Điều này thể hiện ở chỗ, ngay từ khi chuẩn bị cho việc tiến hành đầu tư dự án hoặc phát triển sản phẩm mới, doanh nghiệp phải tiến hành nghiên cứu, phân tích rất kỹ lưỡng các yếu tố dự án mà đặc biệt là việc phân tích hiệu quả tài chính dự án trước khi ra quyết định đầu tư.

Trong vài năm trở lại đây, hầu hết các doanh nghiệp đã ứng dụng sự phát triển của công nghệ thông tin vào công tác lập và phân tích tài chính dự án đầu tư. Sự phát triển của ngành công nghệ thông tin đã hỗ trợ rất nhiều cho công tác này, nhất là nguồn thông tin phục vụ phân tích dự án thông qua Internet. Thông qua Internet, nguồn thông tin và dữ liệu từ các lĩnh vực, ngành nghề được cập nhật phong phú, đa dạng và dễ dàng truy cập đã tạo điều kiện thuận tiện cho việc tìm kiếm, truy cập thông tin về các yếu tố liên quan đến dự án đầu tư như thông tin về thị trường, khách hàng, các yếu tố đầu ra, đầu vào, tình hình tài chính ... giúp cho việc nắm bắt thông tin một cách khá hiệu quả và nhanh chóng.

Việc áp dụng sự phát triển của môn khoa học phân tích tài chính dự án cũng đã góp phần hỗ trợ và nâng cao khả năng thẩm định dự án đầu tư của các doanh nghiệp và kỹ năng thẩm định của nhân viên thẩm định. Phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư đã tính đến giá trị tiền tệ theo thời gian, tính đến yếu tố thị trường... Nói chung, các doanh nghiệp đã thực hiện thủ các bước cơ bản về phân tích hiệu quả tài chính dự án: Ước lượng dòng tiền và suất chiết khấu, tính toán các chỉ tiêu hiệu quả tài chính của dự án: NPV, IRR, PP Từ đó mới đưa ra kết luận về tính khả thi về tài chính của dự án.

Giám đốc doanh nghiệp đã có ý thức tiến bộ hơn về công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án. Trước đây trong thời kỳ kinh tế kế hoạch hóa tập trung, phần lớn các dự án được thực hiện theo chỉ tiêu pháp lệnh của Nhà nước để đáp ứng các mục tiêu về chính trị xã hội nên việc xem xét hiệu quả tài chính thực sự của dự án

bị coi nhẹ hoặc chỉ làm cho có thủ tục. Hiện nay, giám đốc doanh nghiệp có kiến thức nhất định về quản trị kinh doanh. Họ hiểu rằng phân tích tài chính dự án là quan trọng nên thường tạo điều kiện cho nhân viên phối hợp làm việc hoặc tham gia các khóa đào tạo để nâng cao trình độ về thẩm định dự án.

2.1.2.2. Những hạn chế trong công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án

- Hạn chế về nguồn nhân lực

Trừ các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài, hầu hết các dự án đầu tư do Doanh nghiệp trong nước tự lập, công tác phân tích tài chính dự án thực hiện còn sơ sài, chưa đạt yêu cầu và thực sự thuyết phục các chủ thể tham gia dự án như khi đưa ra mời gọi đầu tư, vay vốn ngân hàng ... Sở dĩ, vấn đề này tồn tại phổ biến hiện nay là do các nguyên nhân:

Trình độ của các nhân viên làm công tác phân tích tài chính dự án nói chung còn yếu, do không học đúng chuyên ngành kinh tế tài chính và chưa có kinh nghiệm hoặc có thể các kiến thức về kỹ thuật chuyên ngành không tốt nên cũng dễ mắc sai lầm trong khâu phân tích, thẩm định hiệu quả tài chính dự án. Phân tích hiệu quả tài chính dự án là khâu tổng hợp các phân tích trước đó như phân tích thị trường, phân tích kỹ thuật, phân tích nhân lựcDo vậy nó đòi hỏi nhân viên phân tích phải có kiến thức sâu rộng cả về tài chính và đặc điểm kinh tế-kỹ thuật của ngành. Thường chỉ có những người có nhiều kinh nghiệm mới đáp ứng được yêu cầu này.

Kiến thức về tin học của các nhân viên làm công tác phân tích tài chính còn hạn chế, nên khả năng thu thập, xử lý thông tin và sử dụng các phần mềm chuyên dụng để phân tích tài chính dự án không đáp ứng được yêu cầu,

Mặt khác, công tác tổ chức sắp xếp phân công kém khoa học, chưa có tính chuyên môn hoá và sự phối hợp tốt trong công việc của nhân viên. Thường là mỗi nhân viên phân tích tài chính dự án cùng lúc phải xem xét và đánh giá tất cả các khía cạnh của rất nhiều dự án, lại thiếu thông tin và phải chịu sức ép về thời gian nên việc phân tích dự án không đảm bảo tính chính xác và kịp thời.

Vì nguyên nhân trên, chất lượng công tác phân tích tài chính dự án đầu tư chưa đóng vai trò tích cực góp phần giảm rủi ro cho chủ doanh nghiệp khi ra quyết định đầu tư.

- Hạn chế về phương pháp thu thập và nguồn thông tin

Việc lập dự án đầu tư hiện nay còn mang tính chủ quan của người lập và nhiều khi doanh nghiệp cố chứng minh tính hiệu quả dự án để được phê duyệt hoặc được vay vốn ... Để công tác phân tích hiệu quả tài chính có thể tin cậy được và làm cơ sở cho việc ra quyết định đầu tư dự án một cách đúng đắn và chính xác, việc đầu tiên là phải xem xét các dữ liệu có chính xác hay không, cách lập dự toán của dự án có hợp lý và phù hợp không. Các thông tin kỹ thuật về dự án thông thường được xây dựng từ các nghề khác nhau và có những ngành nghề rất mới mẻ. Bản thân nhân viên phân tích rất khó có thể đi sâu vào thẩm định chi tiết vấn đề kỹ thuật, chuyên môn và thị trường của dự án. Để thực hiện điều này sẽ tốn rất nhiều công sức và thời gian.

Tuy nhiên, các nhân viên lập dự án thu thập dữ liệu chủ yếu dựa vào nguồn thông tin từ các nguồn khác nhau như báo, tạp chí chuyên ngành, Internet hoặc tự đi khảo sát thị trường. Việc thuê các công ty tư vấn chuyên nghiệp nghiên cứu thị trường thường phải bỏ ra chi phí lớn nên rất ít doanh nghiệp thực hiện. Doanh nghiệp thường đưa ra các thông số ước lượng khi tính toán dòng tiền chưa chính xác, nhất là thông tin về thị trường tiêu thụ, nên công tác phân tích tài chính dự án trên khía cạnh này thực tế chưa sâu sắc và chất lượng.

- Hạn chế về kỹ thuật phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư

Hoạt động phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư là một quá trình phức tạp. Nó đòi hỏi tính khoa học, nghệ thuật và phụ thuộc nhiều vào đặc điểm của từng ngành nghề kinh doanh cụ thể. Tuy nhiên, công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư tại các doanh nghiệp còn các hạn chế sau :

Hầu hết các doanh nghiệp chưa xây dựng được một khung phân tích tài chính dự án đầu tư một cách chi tiết. Mục đích cuối cùng của việc phân tích dựa trên kết

quả của các chỉ tiêu thẩm định để trả lời câu hỏi: dự án có mang lại hiệu quả như mong muốn hay không, có nên đầu tư hay không? Các kết quả phân tích dù trên quan điểm của nhà đầu tư, hay quan điểm của nhà tài trợ đều phải dựa vào nền tảng của các phân tích bộ phận như: Doanh thu, chi phí, thu nhập do dự án mang lại... Nền tảng này cần được thiết kế thành khung phân tích dự án đầu tư và được trình bày bằng một bảng phân tích dự án. Bảng phân tích này bắt đầu từ cơ sở dữ liệu, có được từ những nghiên cứu nhu cầu, khối lượng hoạt động, ước tính giá trị đầu tư, kế hoạch tài chính và tài trợ... cho đến dòng tiền của từng khoản mục.

Các doanh nghiệp chưa quan tâm đến yếu tố lạm phát và tỷ giá hối đoái trong thẩm định dự án. Hiện nay hầu như toàn bộ các doanh nghiệp khi phân tích tài chính dự án thông qua việc tính toán các chỉ tiêu, lập bảng báo cáo dòng tiền chưa tính đến yếu tố lạm phát và sự thay đổi của tỷ giá hối đoái, đặc biệt là các dự án có dòng thu và chi bằng ngoại tệ. Điều này ảnh hưởng không nhỏ đến tính chính xác khi tính toán các chỉ tiêu hiệu quả của dự án.

Việc xây dựng suất chiết khấu khi phân tích tài chính dự án trong đa số các doanh nghiệp còn chưa hợp lý. Một trong những yếu tố quan trọng liên quan đến việc ra quyết định đầu tư là suất chiết khấu của dự án. Một dự án có NPV dương khi suất sinh lợi mang lại từ dự án vượt quá suất sinh lợi yêu cầu của dự án. Suất sinh lời yêu cầu của một dự án phải bằng với suất sinh lợi mang lại từ việc đầu tư vào một tài sản có độ rủi ro tương đương trên thị trường tài chính. Vì vậy tỷ suất sinh lời yêu cầu tối thiểu chính là chi phí sử dụng vốn của dự án.

Qua nghiên cứu các dự án đầu tư tại các doanh nghiệp, hầu hết các doanh nghiệp đều tính toán và sử dụng tỷ suất chiết khấu dựa vào kinh nghiệm thực tiễn của cán bộ lập dự án. Thông thường cán bộ phân tích tài chính dự án áp dụng bằng lãi suất vay vốn trung dài hạn hoặc lãi suất cho vay trung dài hạn bình quân của các ngân hàng làm tỷ suất chiết khấu vì cho rằng đó chính là tỷ suất sinh lợi tối thiểu hòa vốn, hoặc tăng giảm một biên độ nào đó mà không có cơ sở khoa học. Điều này ảnh hưởng rất lớn đến việc tính toán chỉ tiêu NPV của dự án, từ đó ảnh hưởng đến

chỉ tiêu lợi nhuận của dự án mà đây là một trong những chỉ tiêu mang tính quyết định trong khi xác định tính khả thi về mặt tài chính của dự án hay không.

Chưa tách biệt hai quan điểm : Quan điểm tổng đầu tư và quan điểm chủ đầu tư khi phân tích hiệu quả tài chính dự án.

Có thể tóm tắt các quan điểm khi ước lượng dòng tiền dự án qua bảng sau:

Bảng 2.1.2 Các quan điểm khi ước lượng dòng tiền dự án

Khoản mục	Tổng đầu tư	Chủ đầu tư	Nền kinh tế	Ngân sách
Thực thu	+	+	+	
Thực chi	-	-	-	
Chi phí cơ hội	-	-	-	
Trợ cấp	+	+		-
Thuế	-	-		+
Vay/trả nợ		+/-		+/-
Ngoại tác			+/-	

(Ghi chú: Dấu (+) thể hiện dòng tiền vào, dấu (-) thể hiện dòng tiền ra)

Đứng trên quan điểm của chủ đầu tư, nhu cầu vay và khả năng trả nợ đã được xác định, hiệu quả của dự án được chủ đầu tư đánh giá trên cơ sở dòng tiền ròng có đủ bù đắp được chi phí cơ hội của vốn chủ sở hữu hay không, nên khi ước lượng dòng tiền cần tính cả phần tiền nhận được khi nhận vốn vay vào dòng tiền vào và phần trả nợ và lãi vay vào dòng tiền ra. Ngược lại, trên quan điểm tổng đầu tư hay theo quan điểm của ngân hàng đứng trên góc độ là nhà tài trợ, hiệu quả của dự án được xem xét trên toàn bộ vốn đầu tư, do đó khi ước lượng dòng tiền cần đánh giá đúng thực chất khả năng sinh lợi của dự án nên không đưa tiền nhận được từ khoản vay hay trả nợ gốc và lãi vào dòng tiền dự án.

Trên thực tế, mặc dù đứng trên góc độ nhà đầu tư, nhưng doanh nghiệp thường chỉ đưa tiền vay nhận được vào dòng tiền vào nhưng không đưa tiền trả nợ gốc và lãi vào dòng tiền ra, hoặc chỉ đưa lãi mà không tính phần trả nợ vào ngân lưu ra. Sai lầm này làm cho dòng tiền ròng của dự án phản ánh sai lệch thực chất khả

năng sinh lợi của dự án, từ đó dẫn đến đánh giá sai về tính khả thi về tài chính của dự án.

Hạn chế trong phân tích rủi ro tài chính dự án đầu tư. Hầu hết các doanh nghiệp, chỉ tập trung phân tích, đánh giá các các tiêu chuẩn về mặt tài chính của dự án, còn việc phân tích rủi ro của dự án chưa được quan tâm đúng mức. Các doanh nghiệp hầu như bỏ qua khâu phân tích rủi ro của dự án đầu tư. Một vài doanh nghiệp có phân tích tình huống đối với những dự án lớn. Song phân tích tình huống chỉ là kỹ thuật phân tích tất định, chưa áp dụng kỹ thuật phân tích mô phỏng hoặc phân tích dự báo xu hướng. Do vậy, Lãnh đạo doanh nghiệp chưa có cái nhìn đầy đủ hơn về rủi ro của dự án trước khi ra quyết định có nên đầu tư vào dự án hay không?

Hiện nay, các doanh nghiệp chưa sử dụng hết chức năng của máy tính trong việc ứng dụng công nghệ thông tin trong hoạt động phân tích hiệu quả tài chính dự án mặc dù doanh nghiệp trang bị khá đầy đủ máy vi tính có kết nối Internet. Đặc biệt ở các doanh nghiệp nhà nước có đội ngũ chuyên viên đã lớn tuổi, ít khi sử dụng máy vi tính trong công việc.

2.2. Giới thiệu Công ty và dự án đầu tư khách sạn Đà Lạt

Công ty Đầu tư Phát triển Hạ tầng (Indico 6) là doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Tổng Công ty Xây dựng Công trình Giao thông 6 - Bộ Giao thông Vận tải. Công ty được thành lập ngày 19/07/2002 trên cơ sở quyết định thành lập số 275/QĐ/TCCB-LĐ ngày 19/07/2002 của Tổng Công ty Xây dựng Công trình Giao thông 6. Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh số 315642 do Sở Kế hoạch và Đầu tư Tp. Hồ Chí Minh cấp ngày 18/09/2002.

Ngành nghề hoạt động: Tư vấn đầu tư, tư vấn xây dựng; Xây dựng các công trình dân dụng, công nghiệp; Đầu tư xây dựng và kinh doanh cơ sở hạ tầng khu đô thị, khu công nghiệp; Kinh doanh nhà đất, vật liệu xây dựng; Kinh doanh khách sạn và dịch vụ.

Trong các năm vừa qua, Công ty phát triển rất mạnh trong lĩnh vực đầu tư và là chủ đầu tư hoặc tham gia hợp tác đầu tư nhiều dự án đầu tư lớn về hạ tầng, khu

dân cư, khu đô thị mới, nhà nghỉ, khách sạn Hầu hết các dự án đầu tư trong giai đoạn nghiên cứu tiền khả thi đến khả thi, đều do Công ty tự lập và phân tích tài chính. Cụ thể như : Dự án đầu tư xây dựng khu nhà cho thuê INDICO 6, Dự án Khu Cao ốc văn phòng 127 – Đinh Tiên Hoàng, Dự án Khu đô thị Bảo Định Giang, Dự án khách sạn Đà Lạt Trong luận văn này, tác giả chọn một dự án cụ thể là Khách sạn Đà Lạt để xem xét, đánh giá chất lượng công tác phân tích hiệu quả tài chính nói chung trong Công ty.



Hình 2.1. Khách sạn Đà Lạt - tiêu chuẩn 3 sao (☆☆☆)

Địa chỉ : số 4 Phan Bội Châu - P1 - TP.Đà Lạt

Chủ đầu tư: Công ty Đầu tư Phát triển Hạ tầng

Vị trí - hiện trạng: Khách sạn sẽ được đầu tư xây dựng tại số 04 Phan Bội Châu - Phường 1 - Thành Phố Đà Lạt - tỉnh Lâm Đồng, trên khu đất có diện tích khoảng 3.474m² nằm tại khu vực trung tâm của Thành phố. Các mặt tiếp giáp như sau:

- Phía Bắc giáp đường Phan Bội Châu.
- Phía Nam giáp khu giải trí trẻ em.
- Phía Tây giáp khu nhà dân.
- Phía Đông giáp đường Bùi Thị Xuân.

Trong điều kiện địa hình đồi núi như Thành phố Đà Lạt, các tuyến đường thường được thiết kế chạy theo các triền đồi nên các khu đất ở có độ dốc rất lớn, nhưng khu đất tại số 4 Phan Bội Châu có vị trí rất đẹp, có độ dốc cao hơn dưới 0,5m so với mặt đường Phan Bội Châu hiện hữu, có hai mặt tiền giáp với hai con đường là đường Phan Bội Châu và đường Bùi Thị Xuân.

Quy mô đầu tư : Xây dựng mới khối khách sạn hiện đại trên diện tích 1.245m², cao 4 tầng bao gồm 1 tầng hầm, 1 tầng trệt, 1 tầng lầu và 1 tầng áp mái với tổng diện tích xây dựng là 4.578m².

Khách sạn Đà Lạt đạt tiêu chuẩn 4 sao (theo tiêu chuẩn xếp hạng của Tổng cục Du lịch Việt Nam).

Tổng số phòng là 73 phòng đạt chuẩn, trong đó:

- 59 phòng ngủ tiêu chuẩn (Standard room) diện tích 26m²/phòng.
- 08 phòng hạng sang (Deluxe room) diện tích khoảng 33m²/phòng.
- 06 phòng đặc biệt (VIP room) diện tích khoảng 46m²/phòng
- Khu dịch vụ gồm : Khu massage với 09 phòng cho nam và 02 phòng dành cho nữ. Khu tắm hơi, hồ bơi nước nóng, hồ massage nước nóng. Phòng tập thể dục, phòng karaoke, phòng internet. Khu bar-dancing, nhà hàng. Phòng tổ chức hội thảo lớn khoảng 160 chỗ. Khu cà phê - buffet.

Các loại hình dịch vụ như: đổi ngoại tệ, giặt ủi, đánh giày, photocopy, fax, truy cập internet, đưa đón khách, cho thuê xe, hướng dẫn du lịch, dịch vụ bưu điện, giữ trẻ, đưa đón khách tại phi trường, dịch vụ vé máy bay, báo thức, giữ đồ... đều đạt tiêu chuẩn cao cấp nhằm đáp ứng tối đa nhu cầu cho du khách thuê phòng ở tại khách sạn.

Bảng 2.2. Các chỉ tiêu xây dựng Khách sạn Đà Lạt

STT	Loại đất	Diện tích (m ²)	Mật độ XD (%)
1	Diện tích khu đất	3.474	100
2	Tổng diện tích đất xây dựng	1.216	35
3	Tổng diện tích sàn xây dựng	4.578	

Bảng 2.3. Diện tích các khu của Khách sạn Đà Lạt

Loại phòng	Số phòng	Diện tích (m ²)	Tổng diện tích (m ²)
Khu phòng ngủ	73		2.068,1
Phòng tiêu chuẩn (Standard room)	59	26	1.534
Phòng hạng sang (Deluxe room)	8	32,75	262
Phòng đặc biệt (VIP room)	6	45,35	272,1
Khu dịch vụ Massage, hồ nước nóng, karaoke, nhà hàng, bar-dancing, phòng hội nghị...			1.035

Những thuận lợi của dự án: Do vị trí Khách sạn cách bờ hồ Xuân Hương chỉ vào khoảng 100m nằm trên một sườn đồi có vị trí cao hơn mặt đường Bùi Thị Xuân, Phan Bội Châu hiện hữu có độ dốc khoảng 15° nên rất thuận lợi cho việc đầu tư xây dựng khách sạn, bảo đảm bán kính phục vụ, thuận tiện cho du khách khi muốn dạo quanh bờ hồ. Ngoài ra, do khoảng không gian xung quanh của khu đất rất rộng và không bị các tòa nhà xung quanh che chắn, khoảng cách gần hồ nên khi xây dựng hệ thống khách sạn ở vị trí này sẽ có nhìn thấy được toàn bộ quang cảnh của Thành phố và của hồ Xuân Hương.

Bên cạnh đó, do khu đất nằm ở khu vực trung tâm của Thành phố Đà Lạt nên có hệ thống giao thông hoàn chỉnh và thuận lợi, khu đất nằm gần các khu vui chơi, giải trí như rạp hát, quán cà phê, karaoke, trung tâm thương mại, chợ Đà Lạt và các bến xe nội tỉnh và ngoại tỉnh. Có thể nói đây là một vị trí lý tưởng để nghỉ ngơi, đi dạo, thư giãn trong khí hậu nhẹ nhàng, mát mẽ có một không hai ở Việt Nam.

Tình hình phát triển kinh tế của Thành phố Đà Lạt trong các năm vừa qua nhìn chung rất khả quan và có tốc độ phát triển kinh tế tương đối nhanh vào khoảng 9,8%/năm. Giá trị tổng sản lượng trên toàn địa bàn tỉnh Lâm Đồng trong các năm đều tăng cao, cơ cấu tổng sản phẩm trên toàn tỉnh thì ngành thương mại dịch vụ chiếm tỷ lệ khá cao đạt khoảng 35% tổng sản phẩm.

Để nắm bắt cơ hội và đáp ứng nhu cầu về phòng ốc khách sạn cho du khách trên toàn thành phố Đà Lạt ngày một tăng cao, đáp ứng được định hướng quy hoạch

chung phát triển du lịch của Thành phố và của Tỉnh, tăng hiệu quả khai thác khu đất hiện hữu, thì việc đầu tư Khách sạn Đà Lạt là hợp lý và cần thiết.

2.3. Thực trạng công tác phân tích hiệu quả tài chính tại Công ty Đầu tư phát triển hạ tầng - Dự án đầu tư Khách sạn Đà Lạt

2.3.1. Quy trình và phương pháp phân tích hiệu quả tài chính

Quy trình lập dự án đầu tư

Sau khi nghiên cứu phát hiện cơ hội đầu tư, Phòng kế hoạch đầu tư cùng Ban giám đốc đề xuất với Tổng Công ty, chấp thuận cho tiến hành lập báo cáo nghiên cứu tiền khả thi và khả thi dự án.

Sau khi thông qua ý kiến của các Phòng Ban, Giám đốc sẽ xem xét và phân công các phòng ban cùng tham gia lập dự án và Phòng Kế hoạch Đầu tư sẽ chịu trách nhiệm chính. Ở đây, Giám đốc không ra quyết định bổ nhiệm chủ nhiệm dự án, hoặc thành lập ban nghiên cứu lập dự án.

Phòng Kế hoạch Đầu tư sẽ chủ động xây dựng hoặc phối hợp cùng với các phòng chức năng xây dựng kế hoạch lập dự án giai đoạn nghiên cứu khả thi. Kế hoạch phải nêu được đủ nội dung từng hạng mục công việc cũng như thời hạn thực hiện của từng công việc và chi phí dự kiến ...

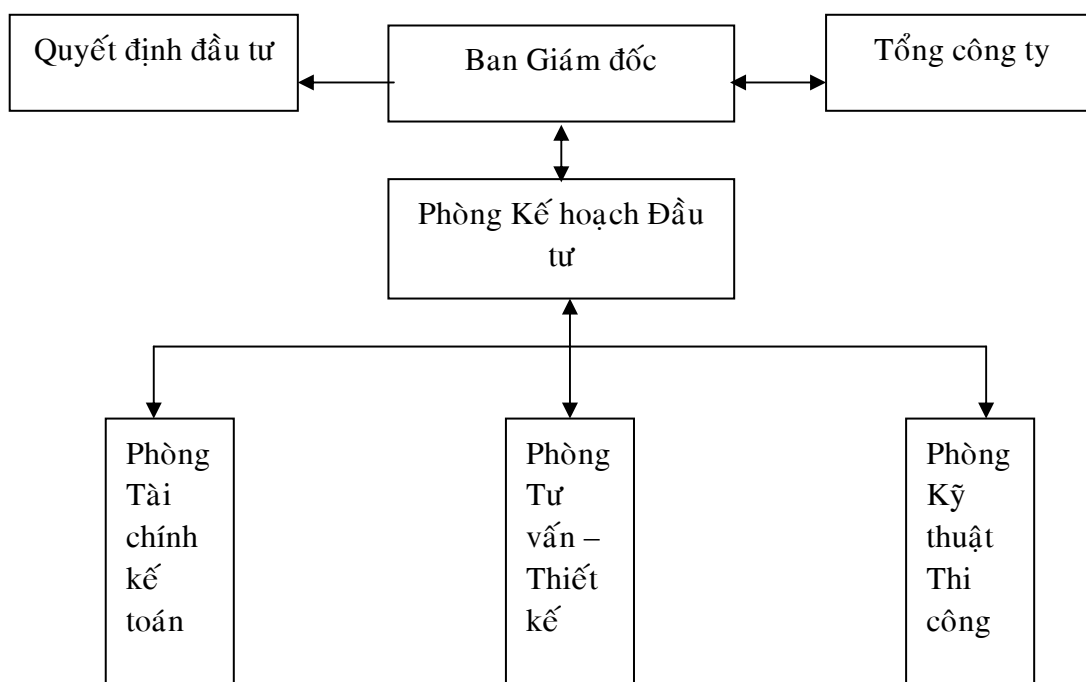
Các Phòng tư vấn thiết kế và Phòng kỹ thuật thi công đề xuất các điều kiện và giải pháp kỹ thuật cho từng phần của dự án, tổ chức đoàn đi khảo sát thực địa để điều tra hiện trạng, thu thập các ý kiến của các chuyên gia, yêu cầu cung cấp thu thập tài liệu cơ sở. Tổ chức trình bày đề cương, phương hướng và điều kiện kỹ thuật với các Phòng chức năng của Tổng Công ty về kinh tế kỹ thuật của dự án nhằm làm rõ phạm vi và những điều kiện thực hiện dự án, thu thập những kinh nghiệm trong quá trình sản xuất kinh doanh.

Sau khi kế hoạch tổng quát được phê duyệt, Phòng kế hoạch Đầu tư sẽ chủ trì làm đầu mối phối hợp và chịu trách nhiệm chính trong việc lập dự án đầu tư cũng như phân tích tài chính dự án. Như vậy, gần như toàn bộ công tác lập dự án đầu tư, trong đó bao gồm cả phân tích hiệu quả tài chính dự án, tại Công ty Đầu tư Phát

triển Hạ tầng đều do Phòng Kế hoạch Đầu tư thực hiện. Phòng hiện có 6 nhân viên, trong đó 5 người có trình độ đại học và 1 người có trình độ thạc sĩ. Ngoài công tác lập và phân tích dự án đầu tư, các nhân viên của phòng còn đảm nhận nhiều việc khác của Phòng như quan hệ giao dịch với khách hàng nhằm tìm kiếm công việc làm; kiểm soát các hợp đồng giao nhận thầu, mua bán vật tư Thông thường, mỗi dự án sẽ do một nhân viên chịu trách nhiệm chính và phối hợp với Trưởng phòng để cùng thực hiện.

Khi hoàn tất dự án, Công ty sẽ tổ chức họp lấy ý kiến chung của các phòng ban và ra quyết định đầu tư (với dự án có quy mô nhỏ) hoặc trình Tổng công ty ra quyết định (với dự án có quy mô lớn).

Hình 2.2. Sơ đồ thực hiện công tác lập dự án đầu tư của Công ty



Do dự án đầu tư xây dựng khách sạn là tương đối lớn, nên công việc lập dự án được giao cho Trưởng phòng đảm nhận cùng với Phó trưởng phòng và một nhân viên. Do phải kiêm nhiệm nhiều việc nên các nhân viên thường phải làm việc thêm ngoài giờ mới có thể hoàn thành đúng hạn. Điều này có ảnh hưởng không nhỏ tới chất lượng của công tác lập dự án nói chung và phân tích hiệu quả tài chính dự án nói riêng.

Phương pháp phân tích hiệu quả tài chính

Công tác thu thập và nguồn thông tin : Để lập dự án, các nhân viên kinh tế và kỹ thuật của Công ty đã thu thập thông tin liên quan đến dự án bằng việc đi khảo sát thị trường khách sạn tại TP Đà Lạt, tham khảo trên Internet, các tài liệu báo chí chuyên ngành, số liệu thống kê, tham khảo số liệu về tình hình kinh doanh hiện tại của Công ty Từ các thông tin này, các nhân viên kinh tế, kỹ thuật sẽ thảo luận và đưa ra các dự báo về nhu cầu thị trường, doanh thu, chi phí, giá cả thiết bị... Từ các thông số đầu ra, đầu vào các nhân viên kinh tế sẽ tiến hành phân tích tài chính dự án, gồm các bước như sau :

- Tính toán tổng chi phí đầu tư và các nguồn vốn đầu tư.
- Ước lượng doanh thu, chi phí hàng năm của dự án
- Tính toán các chỉ tiêu hiệu quả tài chính dự án như NPV, IRR. PP.
- Đưa ra kết luận dự án có khả thi về hiệu quả về mặt tài chính hay không?

Theo tính toán của Doanh nghiệp, tổng chi phí đầu tư và các nguồn vốn đầu tư của dự án Khách sạn Đà Lạt như sau :

Bảng 2.4. Tổng vốn đầu tư khách sạn Đà Lạt

STT	Khoản mục chi phí	Giá trị trước thuế (đồng)	Thuế GTGT (đồng)	Giá trị sau thuế (đồng)
1	Kinh phí xây lắp	26,928,207,000	2,692,820,700	29,621,027,700
2	Chi phí khác	1,797,260,055	154,726,006	1,951,986,061
	Chuẩn bị đầu tư			204,613,491
	Thực hiện đầu tư			1,473,903,830
	Kết thúc đầu tư			273,468,740
3	Chi phí trang bị ban đầu	629,083,182	62,908,318	691,991,500
4	Đền bù giá trị còn lại khu nhà	2,174,177,142		2,174,177,142
5	Tiền thuê đất 50 năm (phần đất thuê)	558,054,000		558,054,000
6	Tiền sử dụng đất	8,903,844,000		8,903,844,000
7	Lãi vay	1,493,272,549		1,493,272,549
	Cộng (1+2+3+4+5+6+7)	42,483,897,928	2,910,455,024	45,394,352,952
8	Dự phòng phí (10%)	4,248,389,793	291,045,502	4,539,435,295
	Tổng cộng	46,732,287,721	3,201,500,527	49,933,788,248

Nguồn vốn đầu tư :

- Vốn Chủ sở hữu (25% TĐT): **12,483,447,062 VND**
- Vốn vay ngân hàng 75% TĐT): **37,450,341,186 VND**

Dự án đã được Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt nam – Chi nhánh Sài Gòn đồng ý cho vay vốn dài hạn, thời gian vay là 10 năm với mức lãi suất 12%/năm. Trong tổng mức đầu tư của dự án, chi phí đầu tư xây dựng chiếm tỷ trọng cao nhất và ảnh hưởng mạnh nhất đến tổng mức đầu tư.

Công ty xây dựng dòng tiền ròng hàng năm của dự án theo các bước :

Dòng tiền thu (B_i) : Công ty tính toán dựa trên các dữ liệu sau :

Bảng 2.5. Dự kiến giá cho thuê phòng

Loại phòng	Đơn giá (đồng/ngày đêm)
Phòng tiêu chuẩn (Standard room)	318,182
Phòng hạng sang (Deluxe room)	409,091
Phòng đặc biệt (VIP room)	636,364

(Ghi chú: Giá trên chưa bao gồm VAT)

Bảng 2.6. Dự kiến doanh thu

Stt	Khoản mục	Tỷ lệ khai thác trung bình	Thành tiền (đồng)
1	Thuê phòng	65%	6,167,994,318
2	Dịch vụ		6,742,309,091
	Tổng cộng		12,910,303,409

Tỷ lệ tăng giá cho thuê và doanh thu là 10% sau mỗi 5 năm. Khi tính toán dòng tiền thu, doanh nghiệp không tính các khoản thu từ tiền vay ngân hàng, thu từ tài sản thanh lý khi kết thúc dự án ...

Chi phí kinh doanh dự án khách sạn Đà Lạt, Công ty dự tính các khoản chi hàng năm như sau :

Bảng 2.7. Dự kiến chi phí kinh doanh

<i>Khoản mục</i>	<i>Giá trị</i>
Quảng cáo tiếp thị	28,000,000/năm
Quản lý	1,380,205,628/năm
Bảo trì sửa chữa TB	245,600,000/năm từ năm thứ 2
Bảo hiểm	64,530,011/năm
Khấu hao	
Công trình xây dựng	412,715,500/năm
Thiết bị	1,488,512,429/năm
Thay mới đồ dùng	324,824,000/năm
Hoạt động xe ô tô	17,037,750/năm
Chi phí dịch vụ	3,146,278,537/năm

Tỷ lệ tăng chi phí là 10% sau mỗi 5 năm. Do Công ty là đơn vị có chức năng xây dựng và đã thi công nhiều công trình khác nhau về hạ tầng, nhà ở, chung cư cao tầng ... nên các chi phí xây lắp, thiết bị được Công ty tính toán tương đối chi tiết và đầy đủ. Khối lượng vật tư, thiết bị đầu vào dựa trên cơ sở bản vẽ thiết kế cơ sở. Mức giá dựa theo giá khảo sát trên thị trường tại thời điểm tính toán.

Chi phí khấu hao: Tính theo phương pháp khấu hao tuyến tính với thời gian khấu hao Công trình xây dựng là 40 năm, Thiết bị là 8 năm kể từ khi đưa vào khai thác sử dụng.

Dòng tiền ròng của dự án được các nhân viên tính toán dựa theo công thức :

$$NCF_i = B_i - C_i$$

Trong đó : NCF_i là Dòng tiền ròng năm thứ i :

B_i là dòng tiền thu từ dự án;

C_i là dòng tiền chi cho dự án;

Vòng đời dự án là 30 năm ($i = 1 \div 30$)

Khi xác định suất chiết khấu của dự án, các nhân viên dự án đã sử dụng chính lãi suất vay vốn Ngân hàng là 12%/năm để chiết khấu dòng tiền và không giải thích lý do chọn suất chiết khấu này.

Để phân tích hiệu quả tài chính của dự án Khách sạn Đà Lạt, Công ty Đầu tư Phát triển Hạ tầng đã đưa ra ba chỉ tiêu là : Giá trị hiện tại ròng (NPV), Suất sinh lời nội bộ (IRR), Thời gian thu hồi vốn đầu tư không chiết khấu (PP), cụ thể như sau :

NPV (Net present value) : 4.840.724.647 đồng

(r = 12%, t = 30 năm)

IRR (Internal Rate of Return) : 13,1 %

(t = 30 năm)

PP (Pay back period) : 13 năm 1 tháng kể từ khi đưa vào khai thác;

Từ kết quả tính toán trên, các nhân viên phân tích tài chính đưa ra kết luận: Dự án Đầu tư xây dựng và kinh doanh Khách sạn Đà Lạt khả thi về mặt tài chính.

2.3.2. Đánh giá công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư tại Công ty Đầu tư Phát triển Hạ tầng

2.3.2.1. Những điểm mạnh

Qua xem xét các dự án do Công ty lập từ trước đến nay, có thể đánh giá công tác lập dự án cũng như công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án của Công ty ngày càng tiến bộ hơn cả về nội dung và hình thức. Cụ thể trong dự án Khách sạn Đà Lạt, Công ty đã chuẩn bị điều tra và dự báo rất kỹ các thông tin liên quan đến dự án trước khi tiến hành phân tích hiệu quả tài chính, như điều tra các thông số đầu ra của thị trường khách sạn, thông số đầu vào liên quan đến xây lắp, thiết bị, dịch vụ ... Dự án được cơ quan chủ quản cấp trên là Tổng công ty, và nhà tài trợ vốn là Ngân hàng Đầu tư Phát triển Việt nam đánh giá tương đối tốt về hiệu quả tài chính do dự án mang lại. Về hình thức, dự án được trình bày tương đối đẹp, hợp lý và có nhiều hình ảnh minh họa.

Trang thiết bị kỹ thuật phục vụ cho công tác phân tích dự án là đầy đủ như các máy vi tính thế hệ mới, bàn ghế văn phòng khang trang, hệ thống thông tin liên

lạc như Internet, tạp chí tham khảo chuyên ngành... Các công cụ này đã giúp nhân viên phân tích tài chính hoàn thành công việc tốt hơn và đúng tiến độ kế hoạch. Điều này cũng góp phần đưa dự án sớm đi vào triển khai thực hiện, tránh nguy cơ bỏ lỡ mất cơ hội đầu tư, cơ hội được vay vốn ... do thời gian lập dự án kéo dài.

Cơ cấu tổ chức của Công ty cũng hỗ trợ tương đối tốt cho công tác phân tích tài chính dự án theo hướng chuyên môn hóa. Toàn bộ các khâu lập và phân tích dự án đầu tư được giao cho Phòng Kế hoạch Đầu tư làm đầu mối để cùng phối hợp với các bộ phận khác trong công ty thực hiện.

Việc trao đổi thông tin giữa các nhóm nhân viên và các phòng ban trong quá trình xây dựng và phân tích dự án là tương đối tốt. Các Phòng ban đều tạo điều kiện để nhân viên của mình có thể phối hợp tham gia xây dựng dự án.

Công ty đã áp dụng phương pháp tính một số chỉ tiêu cơ bản để phân tích, đánh giá hiệu quả tài chính dự án đầu tư như : NPV, IRR, PP. Khi tính các chỉ tiêu này, các nhân viên lập dự án phải thiết lập khá chi tiết ước lượng thu nhập, chi phí, kết quả kinh doanh, dòng tiền của dự án. Vì vậy, các kết luận về tính khả thi tài chính của dự án đầu tư có sức thuyết phục nhiều hơn.

2.3.2.2. Những điểm yếu và nguyên nhân

Về nhận thức : Trong Công ty, việc lập dự án được xem như chỉ để hợp thức hoá các quyết định đầu tư, nghĩa là việc ra quyết định đầu tư gần như đi trước việc lập báo cáo phân tích hiệu quả tài chính dự án, hoặc là các kết luận về hiệu quả tài chính dự án do các nhân viên lập chỉ để “trang điểm” và làm tăng thêm sức thuyết phục cho dự án. Các bước thực hiện trong công tác phân tích tài chính dự án còn máy móc, đơn điệu và thiếu tính sáng tạo.

Hệ thống tổ chức, quản lý, phân công trách nhiệm trong việc lập dự án còn rời rạc, chưa khoa học, chưa đủ sự liên kết, hỗ trợ cần thiết giữa các phòng ban trong công ty. Ban giám đốc, các trưởng phòng vẫn chưa quan tâm đúng mức đến công tác lập dự án nói chung cũng như công tác phân tích tài chính dự án. Toàn bộ công tác lập dự án, cũng như phân tích tài chính dự án đều tập trung tại Phòng Kế

hoạch đầu tư, có số lượng nhân viên còn hạn chế. Bên cạnh công việc phân tích dự án đầu tư, các nhân viên này còn phải đảm nhận rất nhiều việc khác đã tạo ra áp lực rất lớn cho các nhân viên, ít nhiều có ảnh hưởng tới kết quả của quá trình phân tích hiệu quả tài chính dự án.

Về năng lực, trình độ chuyên môn của các nhân viên còn hạn chế. Chưa có nhiều kinh nghiệm và chưa bắt kịp với những tư duy tài chính doanh nghiệp hiện đại của nền kinh tế thị trường. Khả năng cập nhật kiến thức công nghệ thông tin còn chậm. Đây là nguyên nhân chủ yếu của việc nhìn nhận chưa đúng về cách xây dựng dòng tiền, cách tính các chỉ tiêu tài chính, suất chiết khấu, phân tích rủi ro ...

Công tác chuẩn bị tài liệu cơ sở, thu thập xử lý thông tin chưa thực hiện một cách chuẩn mực do hạn chế về thời gian, chi phí và cũng một phần do chủ quan. Công tác kiểm tra, phê duyệt dự án trong chừng mực nào đó còn sơ sài...Phương pháp xử lý thông tin cũng còn hạn chế, chỉ thực hiện các tính toán các số liệu thông thường. Do đó, các số liệu phân tích có thể không có độ tin cậy cao và chưa bao quát các khả năng biến động của thị trường.

Về kỹ thuật phân tích hiệu quả tài chính dự án, Công ty còn tồn tại một số điểm yếu. Công ty chưa xây dựng khung phân tích tài chính thống nhất cho các dự án. Các bước tính toán dự án Khách sạn Đà Lạt còn chưa hợp lý, và còn mang tính thủ công. Chưa sử dụng đúng mức các tiện ích trên máy vi tính phục vụ cho việc tính toán.

Xây dựng dòng tiền của dự án chưa chính xác và chưa đầy đủ. Khi xây dựng dòng tiền, công ty còn lẫn lộn giữa hai quan điểm tổng đầu tư và quan điểm chủ đầu tư. Thực tế dự án Khách sạn Đà Lạt, công ty đứng trên quan điểm chủ đầu tư để phân tích tài chính dự án. Tuy nhiên, việc phân tích chỉ đề cập đến lãi vay mà không đưa vào dòng tiền vốn vay và nợ gốc phải trả ngân hàng để phân tích.

Trong dự án khách sạn, một phần diện tích đất đã được công ty đã đóng tiền sử dụng đất cho Nhà nước và được giao đất sử dụng lâu dài, nên không trích khấu hao tài sản này. Phần diện tích đất còn lại, Công ty thuê của Nhà nước trong thời

hạn 50 năm và dự kiến trả tiền thuê một lần. Tuy nhiên, khi lập dự án, công ty đã bỏ quên không tính giá trị thu hồi đất vào dòng tiền thu khi kết thúc dự án. Các tài sản khác có thể khi thanh lý, giá trị thu hồi và chi phí thanh lý tương đương nhau. Tuy nhiên, giá trị quyền sử dụng đất trên sổ sách vẫn không thay đổi và theo giá thị trường có thể còn lớn hơn giá trị ghi trên sổ sách nhiều lần theo quy luật khan hiếm.

Mặt khác, theo nghị định 181/2004/NĐ-CP ngày 29/10/2004 của Chính phủ về thi hành Luật đất đai đã được Quốc hội khóa XI thông qua ngày 26/11/2003, các doanh nghiệp trong nước khi thuê đất của Nhà nước, tiền thuê đất không được phép trả một lần mà phải trả hàng năm. Vì vậy, Công ty tính tiền thuê trả một lần vào tổng vốn đầu tư là chưa hợp lý và chưa đúng luật.

Ngoài ra, khi phân tích tài chính, Công ty cũng bỏ qua, không xác định vốn lưu động ròng của dự án như: thay đổi các khoản phải thu, thay đổi các khoản phải trả, thay đổi tiền mặt ...

Trong việc tính các khoản doanh thu và chi phí, các nhân viên phân tích đã ước lượng chưa đầy đủ. Do đặc thù của kinh doanh khách sạn là theo mùa du lịch, nên công suất hoạt động của phòng sẽ tăng lên cao vào mùa du lịch, ngày nghỉ lễ, Tết ... và thấp vào các thời gian khác trong năm. Vì vậy, công ty nên đưa ra thêm các tình huống khác nhau như cao điểm, thấp điểm, trung bình ... để phân tích. Các khoản doanh thu cũng nên phải có chiết khấu cho khách hàng hoặc các công ty du lịch lữ hành.

Các khoản chi phí hoạt động : Công ty chưa xác định rõ chi phí nào là cố định và chi phí nào là biến đổi theo công suất sử dụng phòng. Mặt khác, để kinh doanh khách sạn có hiệu quả cao, công ty phải chi phí cho quảng cáo rất lớn để quảng bá thương hiệu và hình ảnh của khách sạn cho khách hàng trong và ngoài nước. Tuy nhiên, trong dự án này, Công ty tính khoản chi phí quảng cáo là quá thấp (28.000.000 VND/năm). Mặc dù đây không phải là khoản chi phí có tỷ trọng lớn nhưng cũng phần nào ảnh hưởng tới kết quả của hoạt động phân tích tài chính dự án

Suất chiết khấu của dự án chưa hợp lý, do Công ty chọn lãi suất vay vốn ngân

hàng làm lãi suất chiết khấu của dự án. Đây cũng là sai lầm thường gặp ở tất cả các dự án mà Công ty đã triển khai và phổ biến ở nước ta.

Do một số sai lầm trong việc xây dựng dòng tiền và xác định suất chiết khấu dự án, nên các chỉ tiêu phân tích hiệu quả tài chính của dự án do Công ty lập như NPV, IRR, PP cũng không chính xác. Số lượng các chỉ tiêu hiệu quả tài chính chưa đầy đủ. Tính toán chỉ tiêu thời gian hoàn vốn bỏ qua giá trị hiện tại của dòng tiền.

Công ty chưa áp dụng bất kỳ phương pháp phân tích rủi ro nào để đánh giá mức độ rủi ro của dự án, như phân tích độ nhạy, phân tích tình huống hoặc phân tích mô phỏng... Công ty đã tính toán một tình huống của doanh thu và chi phí của dự án, mà không phân tích rủi ro của dự án thông qua việc xem xét trong trường hợp yếu tố đầu vào (chi phí) và yếu tố đầu ra (doanh thu) biến động thì sẽ dẫn tới kết quả như thế nào? Xác suất để các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả dự án có thể chấp nhận được là bao nhiêu? Vì vậy, công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án còn sơ sài, chưa có sức thuyết phục. Nếu chỉ dựa vào các chỉ tiêu tính toán hiệu quả như hiện tại thì chưa đủ cơ sở để kết luận về tính khả thi về tài chính của dự án và có thể dẫn tới sai lầm khi quyết định đầu tư.

Nguyên nhân : Nước ta mới đang trong quá trình hội nhập, các doanh nghiệp đã có tính chủ động và phải tự nâng cao năng lực cạnh tranh. Tuy nhiên, việc tiếp cận các kiến thức về phân tích tài chính còn nhiều hạn chế. Mặt khác, các Doanh nghiệp Nhà nước vẫn phải chịu sức ép từ cấp trên và vì nhiều lý do khác như nguồn vốn đầu tư, công ăn việc làm ... nên có thể quyết định đầu tư có trước, và việc lập dự án chỉ để hợp thức hoá.

Do thiếu nhân lực có kinh nghiệm và trình độ chuyên môn, nhất là các chuyên gia đầu ngành có trình độ và tâm huyết, có kinh nghiệm trong quản lý điều hành công việc. Điều này cũng ảnh hưởng đến chất lượng của dự án được lập. Ban lãnh đạo Công ty thiếu những biện pháp sắc bén và hữu hiệu để phát huy năng lực của đội ngũ cán bộ công nhân viên chức, đôi lúc thiếu kiên quyết xử lý các trường hợp thiếu trách nhiệm, làm ảnh hưởng đến chất lượng dự án được lập. Một số cán

bộ công nhân viên cũng như cán bộ lãnh đạo Công ty còn bị phân tán bởi những mục tiêu cá nhân làm phân tán đến việc tập trung cho các công việc mà mình đã được giao, thiếu tâm huyết với công việc làm ảnh hưởng không nhỏ đến quá trình điều hành công việc.

Công ty chưa mạnh dạn đề xuất việc ứng dụng các công nghệ tin học vào công tác lập, phân tích dự án... Công ty không thường xuyên cập nhật và tiếp cận với các thông tin về thị trường sản xuất, cung ứng và giá cả thiết bị vật tư trong và ngoài nước ... Chưa tận dụng tối đa các điều kiện, thiết bị hiện có như máy quét, máy ảnh, bàn số hoá, máy projecter... để bổ sung phong phú, sinh động nâng cao chất lượng dự án.

Tóm lại, sau khi khảo sát thực tế công tác phân tích tài chính dự án tại các doanh nghiệp, trường hợp điển hình là Công ty Đầu tư Phát triển hạ tầng, ta có thể thấy các doanh nghiệp còn nhiều hạn chế và chưa coi trọng đúng mức công tác này. Do một số sai lầm như trường hợp dự án Khách sạn Đà Lạt, nên kết quả tính toán các chỉ tiêu tài chính dự án thường phản ánh chưa đúng, chưa đầy đủ tính khả thi về tài chính của dự án.

Khi nền kinh tế nước ta chuyển sang kinh tế thị trường và hội nhập với nền kinh tế thế giới, việc nâng cao hiệu quả sử dụng đồng vốn có ý nghĩa sống còn đối với các doanh nghiệp. Một trong những biện pháp quan trọng giúp doanh nghiệp là ngay trong giai đoạn nghiên cứu khả thi dự án đầu tư, doanh nghiệp phải đặc biệt quan tâm đến công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án, trước khi đưa ra quyết định đầu tư dự án. Vì vậy, các doanh nghiệp cần phải có các giải pháp tốt hơn nhằm hoàn thiện và nâng cao chất lượng công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án, góp phần kiểm soát và hạn chế rủi ro.

CHƯƠNG 3

GIẢI PHÁP NÂNG CAO CHẤT LƯỢNG PHÂN TÍCH HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ TẠI DOANH NGHIỆP - TRƯỜNG HỢP DỰ ÁN KHÁCH SẠN ĐÀ LẠT

Trong tình hình hiện nay, nước ta đang tập trung đẩy nhanh tốc độ đầu tư nhằm đạt được mục tiêu duy trì nhịp độ tăng trưởng kinh tế và tham gia lộ trình hội nhập kinh tế thế giới, việc nâng cao chất lượng công tác phân tích tài chính dự án đầu tư nói chung và phân tích hiệu quả tài chính dự án nói riêng mang ý nghĩa hết sức quan trọng. Khi đã tham gia thị trường thế giới, các doanh nghiệp trong nền kinh tế đều phải đối mặt với những yếu tố rủi ro và thách thức lớn hơn từ thị trường.

Trên cơ sở phân tích những hạn chế và tồn tại đối với công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án, và nhằm góp phần nâng cao chất lượng công tác này tại các doanh nghiệp, Tác giả đưa ra một số giải pháp cụ thể như sau.

3.1 Mục tiêu và giải pháp mang tính định hướng

Mục đích của phân tích hiệu quả tài chính dự án là giúp chủ đầu tư xem xét, đánh giá hiệu quả do dự án mang lại trước khi ra quyết định đầu tư, chứ không phải là ngược lại, quyết định đầu tư đã có trước mà việc lập dự án và phân tích hiệu quả tài chính chỉ là công việc mang tính hình thức và thủ tục để được cấp giấy phép hoặc để nhận vốn, và chủ đầu tư thường tìm cách làm cho các chỉ tiêu đánh giá dự án trở nên tốt đẹp. Mục đích cuối cùng của công việc phân tích hiệu quả tài chính dự án nói chung là nhắm đến quyền lợi và an toàn của chính doanh nghiệp, kể cả quyền lợi của quốc gia. Vì vậy, công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án cần phải được đặc biệt coi trọng và các chủ thể liên quan đến dự án phải đứng trên quan điểm hiệu quả thực sự của dự án để ra quyết định đầu tư.

Các giải pháp nâng cao chất lượng công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án cần hướng vào các mục tiêu cơ bản sau:

- Thay đổi nhận thức về công tác phân tích hiệu quả tài chính giai đoạn nghiên cứu khả thi, để nhằm hạn chế rủi ro khi thực hiện dự án.

- Phân tích đầy đủ lợi ích và chi phí tài chính của dự án. Từ đó, tính toán đúng các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả tài chính của dự án.

- Xác định các yếu tố có ảnh hưởng nhiều nhất đến hiệu quả tài chính của dự án và dự báo hiệu quả dự án trong các tình huống giả định khác nhau, cũng như xác suất xảy ra ...

- Đưa ra phân tích và kết luận về tính khả thi về tài chính của dự án.

Nhằm đạt được các mục tiêu trên, giải pháp nâng cao chất lượng công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án tại doanh nghiệp cần hướng vào các nội dung sau :

- Tổ chức bộ máy doanh nghiệp hợp lý, nguồn nhân lực có kinh nghiệm và trình độ chuyên môn. Xây dựng cơ chế chịu trách nhiệm và cơ chế giám sát thường xuyên đối với quá trình lập dự án đầu tư.

- Công tác thu thập thông tin đầu ra, đầu vào của dự án phải rõ ràng, minh bạch, có độ tin cậy cao.

- Xây dựng mô hình (khung) phân tích tài chính dự án một cách chi tiết, bao gồm các bản phân tích dự án như : Bảng thông số, lịch đầu tư, kế hoạch doanh thu, kế hoạch chi phí, lịch vay và trả nợ, báo cáo dòng tiền ...

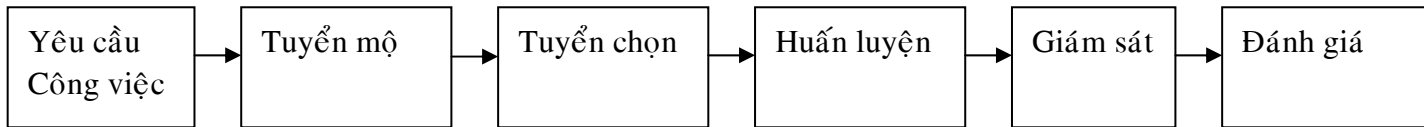
- Áp dụng các phương pháp đánh giá rủi ro về tài chính của dự án.

3.2. Các giải pháp nâng cao chất lượng phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư tại doanh nghiệp

3.2.1. Tổ chức tốt bộ máy nhân sự, xây dựng cơ chế chịu trách nhiệm cá nhân và giám sát thường xuyên trong quá trình lập dự án đầu tư.

Con người luôn là yếu tố quyết định đến kết quả và chất lượng của công tác lập dự án, cũng như phân tích tài chính dự án. Các doanh nghiệp đều cần phải có một đội ngũ lao động có trình độ, có kỹ năng và giàu kinh nghiệm, đặc biệt là trong nền kinh tế thị trường hiện nay. Vấn đề đặt ra là phải làm thế nào để có nguồn nhân

lực tốt và biện pháp tổ chức quản lý thế nào để có thể phát huy năng lực của mỗi người khi tham gia vào quá trình lập dự án. Đối với các doanh nghiệp có thể áp dụng các biện pháp sau : Đào tạo và đào tạo lại nguồn nhân lực, thi tuyển chọn, tổ chức các buổi hội thảo ... Quy trình tuyển người được đề xuất như sau:



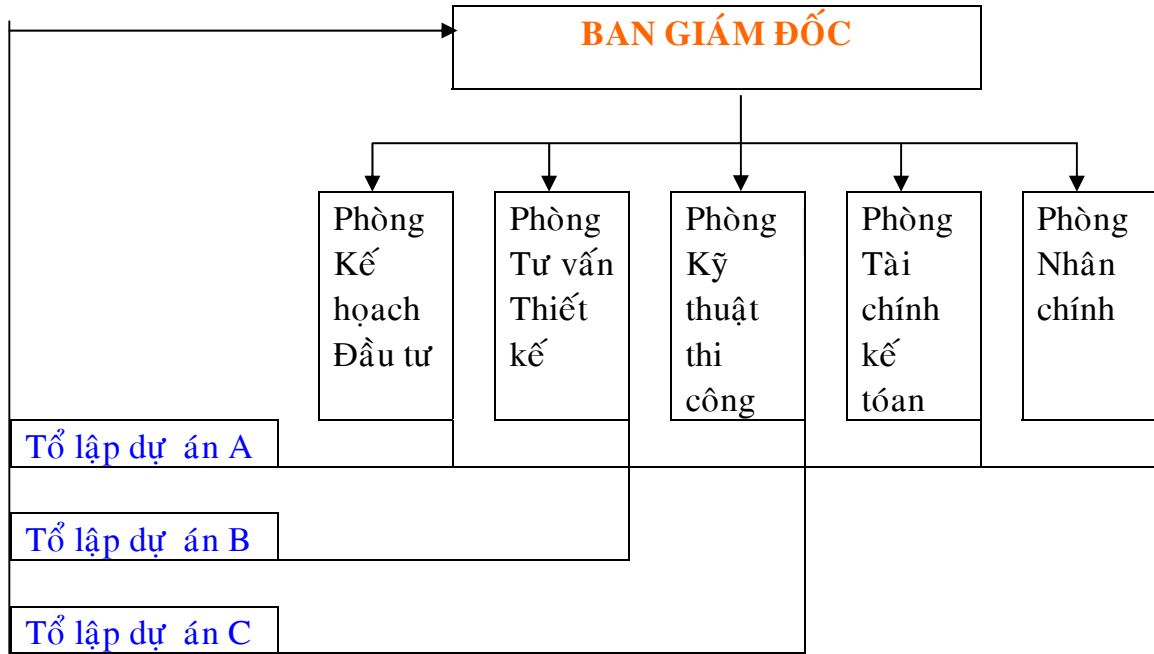
Hình 3.1. Quy trình tuyển chọn lao động

Một trong những nguyên nhân dẫn đến chất lượng công tác phân tích tài chính các dự án tại doanh nghiệp chưa thực sự tốt là do bộ máy quản lý điều hành và tổ chức phối hợp giữa các bộ phận, phòng ban còn lỏng lẻo, và thụ động. Để nâng cao chất lượng công tác lập và phân tích tài chính dự án, doanh nghiệp cần tổ chức lại các bộ phận tham gia dự án theo hướng chuyên nghiệp hóa. Qua thực tế tìm hiểu các doanh nghiệp, các doanh nghiệp có bộ phận chuyên phân tích tài chính dự án và tập trung thường làm tốt hơn và chất lượng công tác phân tích dự án cũng đảm bảo hơn các doanh nghiệp khác.

Một số doanh nghiệp như Công ty Đầu tư Phát triển hạ tầng có thành lập Ban quản lý dự án nhưng chức năng chính là quản lý, triển khai các dự án ở giai đoạn thực hiện đầu tư và thường rất nhiều việc. Vì vậy, nếu giao việc lập dự án giai đoạn nghiên cứu khả thi cho Ban quản lý dự án đảm nhận sẽ không có tính tập trung cao.

Theo ý kiến của tác giả, doanh nghiệp cần phải có biện pháp tổ chức để gắn trách nhiệm cá nhân vào mỗi dự án được lập trong giai đoạn nghiên cứu khả thi. Một trong những biện pháp là đối với mỗi dự án, doanh nghiệp nên thành lập một Tổ lập dự án gồm các thành viên : Chủ nhiệm dự án, Phó Chủ nhiệm dự án (nếu dự án lớn), các thành viên được biệt phái từ các phòng ban khác nhau và khi hoàn thành công tác lại trở về vị trí cũ; cụ thể mô hình tổ chức kiểu ma trận như hình 3.2.

Hình 3.2. Mô hình tổ chức công tác lập và phân tích tài chính dự án đầu tư



Ngoài Chủ nhiệm dự án phải chịu trách nhiệm chính, mỗi tổ dự án sẽ bao gồm các chuyên viên ở các phòng ban khác nhau được biệt phái sang, thuộc các chuyên ngành khác nhau như Kinh tế, tài chính, kỹ thuật, thiết kế, luật ... sẽ chịu trách nhiệm trước Chủ nhiệm dự án về phần công việc được giao. Giám đốc ra quyết định thành lập tổ dự án và bổ nhiệm chủ nhiệm dự án để thực hiện cho mỗi dự án.

Nhân sự của tổ lập dự án có thể gồm :

- Chủ nhiệm dự án : là thành viên Ban Giám đốc hoặc trưởng phòng, và có thể kiêm nhiệm nhiều dự án khác nhau;
- Phó chủ nhiệm dự án : Nếu dự án có quy mô tương đối lớn.
- Phụ trách kỹ thuật: từ phòng tư vấn thiết kế hoặc kỹ thuật điều động biệt phái sang, có thể kiêm nhiệm thêm ở dự án khác;
- Phụ trách kinh tế: từ Kế hoạch Đầu tư hoặc Tài chính kế toán điều động biệt phái sang; có thể kiêm nhiệm thêm ở dự án khác;

Theo ý kiến tác giả, mô hình này là hợp lý cho doanh nghiệp có các dự án đầu tư với quy mô tương đối lớn, có thể từ nhóm B trở lên (theo bảng phân loại dự án đầu tư đính kèm Nghị định 16/2005/NĐ-CP ngày 07 tháng 02 năm 2005 của Chính phủ về quản lý dự án đầu tư xây dựng công trình). Nếu tổ chức tốt về nhân sự, doanh nghiệp sẽ nâng cao chất lượng cho công tác lập và phân tích dự án nói

chung và công tác phân tích tài chính dự án nói riêng.

3.2.2. Các giải pháp về kỹ thuật phân tích hiệu quả tài chính dự án

3.2.2.1. Xây dựng khung chi tiết phân tích tài chính dự án :

Khung chi tiết phân tích tài chính dự án có thể gồm các bước như mô hình phân tích ở trang bên. Trong đó, xây dựng bảng thông số nhằm mục đích thiết lập các thông số cơ sở (dữ liệu gốc) dùng để tính toán trong quá trình thẩm định dự án. Nó bao tất cả các số liệu, chỉ tiêu, thông số như: công suất, sản lượng, giá bán, tổng chi phí đầu tư, nội dung đầu tư, cơ cấu tài chính, tài trợ vốn, lãi suất tiền vay: nội địa, nước ngoài, vốn lưu động dự kiến, thuế, lạm phát, tỷ giá hối đoái... Khi muốn thay đổi các tình huống phân tích, người phân tích chỉ cần thay đổi các giá trị thông số ở bảng này. Sơ đồ các bước phân tích hiệu quả tài chính dự án được thể hiện trong hình 3.3.

3.2.2.2. Tổ chức tốt công tác thu thập, xử lý thông tin để xây dựng bảng thông số của dự án. Để lập và phân tích hiệu quả tài chính của dự án, thông tin cần thu thập rất rộng, bao trùm nhiều lĩnh vực khác nhau như kinh tế, thị trường, kỹ thuật, chính sách pháp luật ... nhằm ước lượng thu nhập, chi phí, hiệu quả tài chính của dự án. Hiện nay có rất nhiều phương pháp thu thập thông tin như : Phương pháp quan sát, phương pháp thực nghiệm, phương pháp thăm dò dư luận, phương pháp thu thập thông tin tại bàn, phương pháp thu thập thông tin tại hiện trường ...

Doanh nghiệp có thể trực tiếp thu thập thông tin hoặc thuê, mua lại của các công ty tư vấn ... Điều quan trọng là doanh nghiệp phải lựa chọn phương pháp nào cho phù hợp với hoàn cảnh thực tế của dự án, để công tác thu thập thông tin ít tốn kém và kịp thời. Yêu cầu chung về chất lượng của thông tin là phải chính xác, minh bạch, đầy đủ và khách quan.

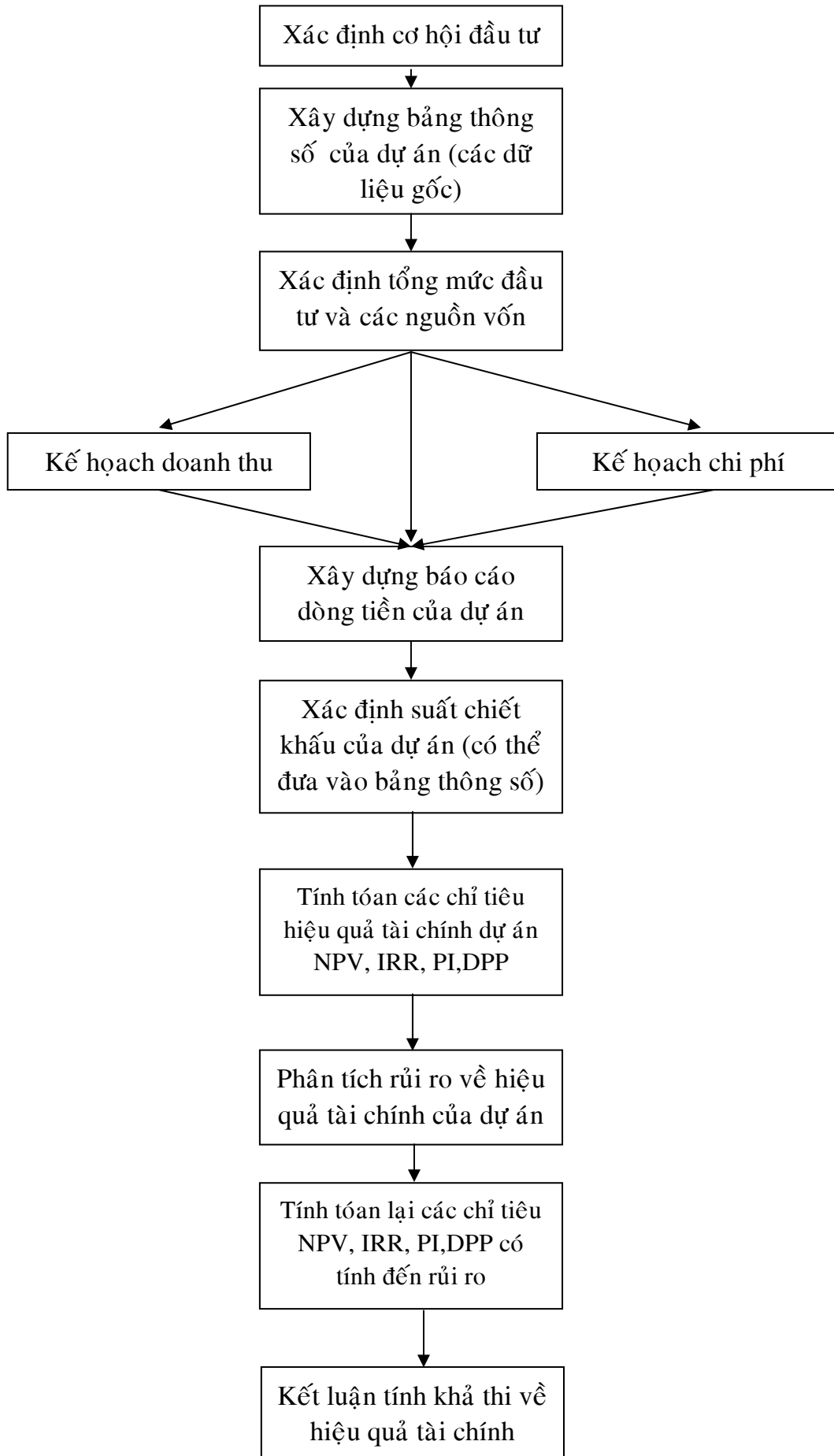
Để giảm bớt các chi phí để có được nguồn thông tin, doanh nghiệp nên xây dựng và cập nhật kho dữ liệu thông tin liên quan đến ngành nghề kinh doanh, dự án đã triển khai của Công ty dưới dạng thư viện điện tử. Các thông tin thu thập phải được phân loại, sắp xếp một cách khoa học hợp lý để thuận tiện cho việc tra cứu sau

này. Công việc này ngày càng trở nên thuận lợi với sự hỗ trợ của máy vi tính.

3.2.2.3 Ước lượng chính xác dòng tiền của dự án.

Dòng tiền của dự án là khoản chênh lệch giữa tổng thu và tổng chi, nên báo cáo dòng tiền có thể được trình bày thành hai phần thu và chi. Cần phải chú ý phân biệt sự khác nhau giữa việc xây dựng báo cáo dòng tiền và báo cáo thu nhập. Muốn vậy cần phân biệt sự khác nhau giữa doanh thu và khoản thu, giữa chi phí và khoản chi. Điều khác biệt đó xảy ra do các nguyên tắc kế toán ấn định. Chẳng hạn như thời điểm ghi nhận doanh thu khác với thời điểm thu tiền; ghi nhận những khoản chi phí nhưng không thực chi bằng tiền mặt; ghi nhận những khoản thu nhập nhưng không thực thu bằng tiền mặt... Lợi nhuận trong báo cáo thu nhập chỉ đơn giản là hiệu số giữa doanh thu và chi phí, còn trong báo cáo dòng tiền thể hiện những dòng thu, dòng chi bằng tiền mặt.

Hình 3.3. Sơ đồ các bước thực hiện phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư



Trường hợp dự án Khách sạn Đà Lạt tại Công ty Đầu tư Phát triển Hạ tầng, như phân tích ở chương 2 của luận văn, Công ty đã mắc một số sai sót cần phải điều chỉnh lại khi xác định dòng tiền của dự án, cụ thể như sau :

- Chưa tách biệt hai quan điểm : quan điểm tổng đầu tư và quan điểm chủ đầu tư khi xây dựng dòng tiền, nên Công ty tính thiếu dòng tiền vốn vay và nợ gốc phải trả.

- Tính thiếu dòng tiền thu hồi tài sản khi kết thúc dự án gồm giá trị Quyền SDD và các tài sản khác. Trong bản phân tích lại hiệu quả tài chính dự án khách sạn Đà Lạt, để minh họa cho các giải pháp, tác giả chỉ tính giá trị đất thu hồi và không tính giá trị thu hồi các tài sản khác (coi như giá trị thu hồi và chi phí thanh lý tương đương nhau).

- Chi phí quảng cáo (28.000.000 VND/năm) đưa vào còn thấp. Trong luận văn, tác giả điều chỉnh lại lên 300.000.000 VND/năm.

- Tính tiền thuê đất trong thời gian 50 năm vào tổng vốn đầu tư là chưa chính xác. Trong luận văn, tác giả điều chỉnh chuyển chi phí thuê đất vào chi phí hoạt động kinh doanh hàng năm.

Khi xây dựng dòng tiền, doanh nghiệp nên đưa vào dòng tiền số liệu thay đổi vốn luân chuyển ròng của dự án. Vốn luân chuyển ròng thể hiện ở các bộ phận như tiền mặt, các khoản phải thu, hàng dự trữ tồn kho của doanh nghiệp. Vốn luân chuyển ròng bao gồm các tài sản lưu động (tiền mặt, hàng tồn kho, khoản phải thu) trừ đi khoản nợ ngắn hạn. Bất kỳ sự tăng vốn luân chuyển ròng tương ứng với một dòng tiền mặt đi ra và bất kỳ sự giảm sút nào cũng tạo ra dòng tiền đi vào dự án. Tuy nhiên, đối với hoạt động kinh doanh khách sạn, thường ít xảy ra các khoản nợ phải thu, phải trả kéo dài nên có thể coi các thay đổi này bằng không.

3.2.2.4. Sử dụng suất chiết khấu hợp lý khi phân tích

Khi nghiên cứu các chỉ tiêu thẩm định tài chính dự án chúng ta thấy rằng các chỉ tiêu như NPV, PI, DPP đều có chung một nhược điểm là phụ thuộc vào tỷ suất chiết khấu. Việc sử dụng tỷ suất chiết khấu không hợp lý có thể làm thay đổi hiện

giá dòng tiền từ âm sang dương hay ngược lại và do đó đảo ngược việc ra quyết định. Vì vậy vấn đề đặt ra là phải xác định và xây dựng nguyên tắc thống nhất suất chiết khấu như thế nào cho phù hợp với các loại dự án khác nhau để kết quả thẩm định tài chính dự án đạt được độ tin cậy cao phù hợp với từng quan điểm thẩm định và phản ánh được chi phí của các nguồn vốn sử dụng trong dự án.

Theo trình bày ở chương 1 của luận văn, đứng trên quan điểm chủ đầu tư, doanh nghiệp nên sử dụng phương pháp tỷ lệ nguồn vốn hay chi phí vốn bình quân có trọng số (WACC) để xác định suất chiết khấu của dự án, theo công thức :

$$r = (K_{dh} \times r_{dh}) + (K_{th} \times r_{th}) + \dots + (K_r \times r_r)$$

Trong đó, tỷ suất sinh lời mong muốn của vốn chủ sở hữu (r_r) có thể được xác định theo các cách sau:

- Sử dụng mô hình định giá tài sản vốn CAPM. Mô hình này cho rằng suất sinh lời kỳ vọng trên tài sản có rủi ro xác định theo công thức:

$$r_j = r_f + (r_m - r_f) \times \beta$$

Trong đó: r_j - suất sinh lời kỳ vọng trên tài sản có rủi ro

r_f - lãi suất phi rủi ro (lãi suất trái phiếu dài hạn Chính phủ)

r_m - Tỷ suất sinh lời kỳ vọng của thị trường.

$(r_m - r_f)$ - lãi suất điều chỉnh rủi ro thị trường

β (Beta) là hệ số giữa rủi ro của tài sản đầu tư so với rủi ro bình quân của thị trường hay còn gọi là độ nhạy của chứng khoán doanh nghiệp so với thị trường.

$$\beta = \frac{\text{Độ lệch chuẩn của chứng khoán doanh nghiệp}}{\text{Độ lệch chuẩn của danh mục thị trường}}$$

Tuy nhiên việc tính toán tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu như trên đòi hỏi phải có đầy đủ thông tin thị trường để xác định tỷ suất sinh lời thị trường và hệ số β . Hiện nay ở nước ta thị trường chứng khoán chưa phát triển, nền kinh tế thị trường đang trong giai đoạn chuyển mình và chưa ổn định, do vậy chúng ta khó có những thông tin phản ánh đầy đủ về thị trường để có thể xác định suất chiết khấu hợp lý và đáng tin cậy khi thẩm định hiệu quả dự án đầu tư. Khi thông tin chưa đầy đủ thì tốt

nhất là chúng ta nên sử dụng những thông tin thu thập được trong hiện tại để đảm bảo mức độ tin cậy nhất định hơn là áp dụng các kỹ thuật tính toán chặt chẽ nhưng không có số liệu hoặc số liệu thiếu chuẩn xác.

- Sử dụng mô hình tăng trưởng cổ tức. Với giả định công ty có tỷ lệ tăng trưởng cổ tức cố định là g , giá bán cổ phiếu là P_0 , cổ tức vừa trả là D_1 , suất sinh lời yêu cầu của cổ phiếu công ty được xác định theo công thức:

$$r_j = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Chi phí sử dụng vốn của công ty chính là suất chiết khấu của dự án có mức độ rủi ro tương đương. Nếu những dự án có độ rủi ro cao hơn hoặc thấp hơn rủi ro của công ty thì chúng ta điều chỉnh tăng hoặc giảm suất chiết khấu cho phù hợp. Tuy nhiên, điều này trong thực tế là rất khó và phức tạp. Nó phụ thuộc rất nhiều vào kinh nghiệm của các chuyên viên thẩm định dự án.

Đối với điều kiện nước ta hiện nay, có thể vận dụng một số phương pháp để xác định tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu như sau:

- Tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu = Lãi suất trái phiếu chính phủ + Phần bù rủi ro. Từ đó tính được suất chiết khấu theo công thức đã trình bày ở phần trên.

- Tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu tương đương tỷ suất sinh lời trên vốn tự có của công ty (ROE – Return On Equity). Chỉ tiêu ROE phản ánh hiệu quả vốn tự có, hay chính xác hơn là đo lường mức sinh lời đầu tư của vốn chủ sở hữu. là chỉ tiêu tổng hợp nhất để đánh giá khả năng sinh lợi của một đồng vốn đầu tư.

$$\text{Tỷ suất sinh lời vốn tự có} = \frac{\text{Lợi tức sau thuế}}{\text{Vốn tự có}}$$

Tuy nó là chỉ tiêu phản ánh quá khứ nhưng trong khi chưa có được thị trường chứng khoán phát triển, công ty nên tham khảo số liệu ROE của chính công ty và có thể tính bình quân ROE trong vài năm gần nhất. Cách tính này dù sao vẫn còn đáng tin cậy hơn các ước tính không có cơ sở.

- Xác định Tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu theo tỷ suất sinh lời bình quân của ngành. Các doanh nghiệp hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực nào thì hơn ai hết họ

nắm được thông tin về tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp cùng ngành và tỷ suất sinh lời bình quân của ngành. Do vậy họ có thể ước tính một cách tương đối chính xác tỷ suất sinh lời bình quân của ngành.

Trường hợp dự án khách sạn Đà Lạt, Công ty lấy lãi suất vay ngân hàng (12%/năm) làm suất chiết khấu của dự án là chưa hợp lý và thiếu chính xác, vì nó bỏ qua yếu tố rủi ro từ thị trường dịch vụ khách sạn mà sản phẩm của dự án sẽ tham gia vào. Nó cũng không phản ánh đúng ý nghĩa về mặt bản chất của suất chiết khấu là suất sinh lời mong muốn của vốn chủ sở hữu thu được từ dự án.

Tác giả đã tính lại suất chiết khấu của dự án như sau :

- Tỷ lệ vốn chủ sở hữu /tổng vốn đầu tư	25.00%
- Tỷ lệ vốn vay ngân hàng/tổng vốn đầu tư	75.00%
- Lãi suất vay ngân hàng/năm	12.00%
- Tỷ suất sinh lời bình quân vốn chủ sở hữu	20.00%

Trong đó, tỷ suất sinh lời bình quân vốn chủ sở hữu tính toán dựa theo tỷ suất sinh lời trên vốn tự có của chính Công ty trong các năm vừa qua là 20%.

Theo phương pháp WACC, suất chiết khấu của dự án khách sạn Đà Lạt là :

$$r = (75\% \times 12\%) + (25\% \times 20\%) = 14\%$$

- Trên cơ sở các dữ liệu của dòng dòng tiền đã được điều chỉnh, có thể sử dụng phần mềm Excel trên máy tính để tính toán các chỉ tiêu hiệu quả tài chính của dự án gồm : NPV, IRR, DPP, PI. Áp dụng vào trường hợp dự án Khách sạn Đà Lạt, trên quan điểm chủ đầu tư, kết quả tính toán các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả tài chính được thể hiện như sau (chi tiết xem trong bản phụ lục số 2 kèm theo luận văn) :

Bảng 3.1. Các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả tài chính dự án khách sạn Đà Lạt

STT	Chỉ tiêu	Giá trị	Đánh giá
1	NPV >0	4,814,817,026	- NPV>0 và các tỷ số , IRR là khá cao => Dự án khả thi và mang lại hiệu quả tài chính cao.
2	IRR>r	16.62%	
3	PI>1	1.53	- Cứ 1 đồng vốn đầu tư sẽ mang lại được 1.53 đồng thu nhập.
4	DPP	17 năm 9 tháng	Thời gian thu hồi vốn có chiết khấu của dự án 17 năm 9 tháng

Thời gian thu hồi vốn không chiết khấu (PP) của dự án là : 10 năm 4 tháng.

3.2.2.5. Ứng dụng các phương pháp phân tích rủi ro tài chính của dự án

Theo trình bày về cơ sở lý luận ở chương 1 của luận văn, hiện nay trên thế giới thường sử dụng ba phương pháp phổ biến để phân tích tài chính dự án, đó là : Phương pháp phân tích độ nhạy; phân tích tình huống và phân tích mô phỏng. Trong đó, Phương pháp phân tích độ nhạy; phân tích tình huống là dạng phân tích tất định và còn nhiều hạn chế.

Để đảm bảo tính an toàn, phân tích rủi ro tài chính dự án không nên chỉ dừng lại ở phân tích tất định mà cần thiết phải sử dụng phương pháp phân tích động, tức là phải xét đến sự biến động cùng một lúc của các biến và mối tương quan giữa các biến đó với nhau tác động đến kết quả dự án. Việc sử dụng phương pháp phân tích mô phỏng Monte Carlo bằng chương trình phân tích rủi ro và dự báo Crystal Ball là một trong những phương pháp phân tích rất hiệu quả, giúp giải quyết vấn đề một cách nhanh chóng và ấn tượng.

Tuy nhiên, trong luận văn này, tác giả trình bày cách thức sử dụng cả ba phương pháp và ứng dụng vào trường hợp dự án khách sạn Đà Lạt của Công ty Đầu tư phát triển hạ tầng để minh họa.

Để việc phân tích rủi ro phản ánh sát với thực tế, nhân viên phân tích cần xác định các biến số đầu vào, đầu ra có ảnh hưởng mạnh đến kết quả tính toán hiệu quả của dự án để phân tích. Chúng ta có thể bỏ qua các biến ít thay đổi và mang tính chủ quan có thể kiểm soát được bằng biện pháp quản lý. Những biến số dễ thay đổi và mang tính khách quan như giá bán, chi phí nguyên vật liệu chịu ảnh hưởng trực tiếp của thị trường bên ngoài thì cần đưa vào để phân tích.

Phân tích độ nhạy

Các bước để tiến hành phân tích độ nhạy :

Bước 1: Lập danh sách các biến số nhạy cảm với hiệu quả tài chính dự án.

Bước 2: Cho lần lượt các biến thay đổi trong phạm vi nhất định theo số tuyệt đối hoặc số tương đối (thay đổi theo tỷ lệ % so với giá trị ban đầu) và lập bảng tính lại chỉ tiêu hiệu quả tài chính của dự án theo các biến. Sử dụng hàm Table trên

Excel để tính và thể hiện kết quả trên bảng tính hoặc trên biểu đồ. Nếu yếu tố nào gây ra độ biến động NPV cao thì ta nói hiệu quả dự án rất nhạy cảm với yếu tố đó.

Bước 3: Nhận xét về mức độ nhạy cảm của hiệu quả dự án đối với các biến số và đưa ra biện pháp để kiểm soát rủi ro.

Ứng dụng vào trường hợp dự án Khách sạn Đà Lạt, ta cho các biến là Giá thuê phòng và chi phí xây lắp thay đổi tăng giảm từng khoảng theo tỷ lệ 5%, để phân tích sự thay đổi của hiệu quả tài chính dự án theo các biến như thế nào? Cụ thể độ nhạy của NPV đối với giá thuê phòng và chi phí xây lắp được thể hiện như sau :

Bảng 3.2. Bảng phân tích độ nhạy

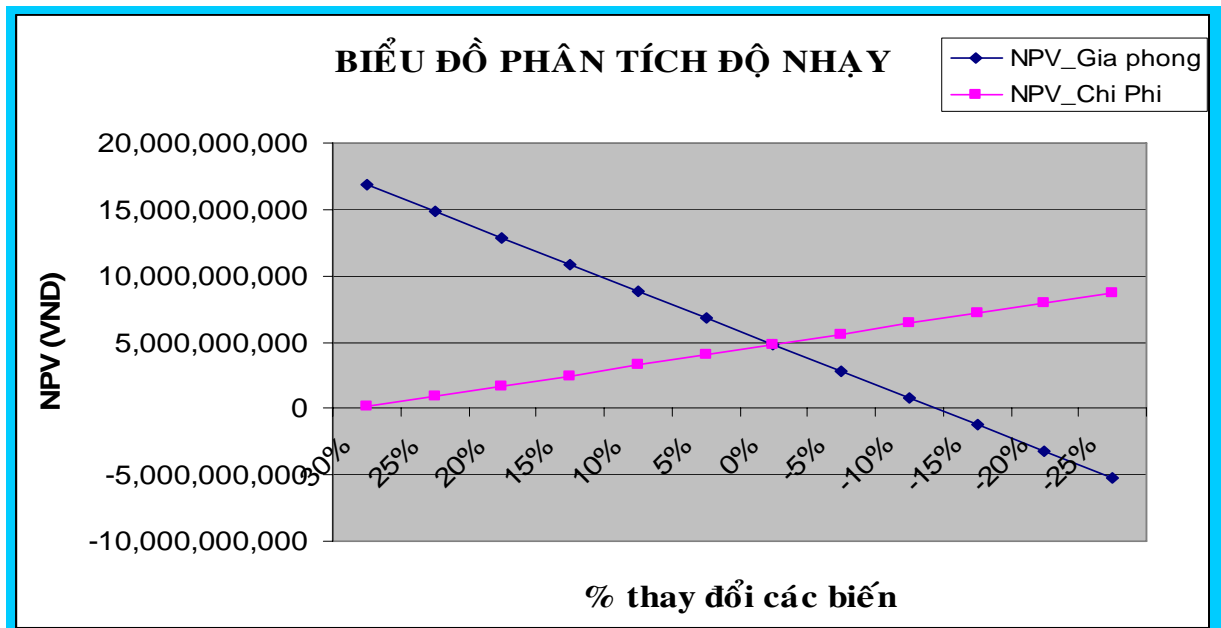
Dự án : Khách sạn Đà Lạt

% thay đổi các biến	NPV _ Giá phòng	NPV _ Chi phí xây lắp
30%	16,820,815,567	116,080,297
25%	14,819,815,810	899,203,085
20%	12,818,816,054	1,682,325,873
15%	10,817,816,297	2,465,448,661
10%	8,816,816,540	3,248,571,450
5%	6,815,816,783	4,031,694,238
0%	4,814,817,026	4,814,817,026
-5%	2,813,817,269	5,597,939,814
-10%	812,817,512	6,381,062,602
-15%	-1,188,182,245	7,164,185,390
-20%	-3,189,182,002	7,947,308,178
-25%	-5,190,181,759	8,730,430,966

Nhận xét:

- NPV tỷ lệ thuận với giá cho thuê. NPV tỷ lệ nghịch với chi phí xây lắp.
- Mức độ biến động của NPV phụ thuộc lớn vào giá cho thuê vì vậy có thể đánh giá hiệu quả tài chính của dự án rất nhạy cảm với giá cho thuê phòng.

Hình 3.4. Biểu đồ phân tích độ nhạy của NPV



Phân tích tình huống

Phân tích tình huống còn được gọi là phân tích kịch bản, được thực hiện qua các bước cơ bản sau:

Bước 1: Chọn ra các biến mang nhiều rủi ro, sắp xếp các biến theo các kịch bản khác nhau: tốt, trung bình, xấu ...

Bước 2: Với mỗi kịch bản, phải tính lại chỉ tiêu hiệu quả của dự án. Có bao nhiêu kịch bản thì phải xác định lại bấy nhiêu lần

Bước 3: Đưa ra nhận xét về kết quả phân tích. Chấp thuận dự án nếu $NPV > 0$ ngay cả trong tình huống xấu nhất và bác bỏ dự án nếu $NPV < 0$ ngay cả trong tình huống tốt nhất.

Việc phân tích kịch bản có thể thực hiện rất dễ dàng trên phần mềm MS.Excel, bằng việc sử dụng chức năng scenarios, trên thanh công cụ Tool.

Trường hợp dự án Khách sạn Đà Lạt, ta giả định 3 tình huống:

Tình huống tốt: Giá cho thuê tăng 10%, Chi phí xây lắp, dịch vụ giảm 10%.

Tình huống trung bình: Được giữ nguyên các thông số như ban đầu.

Tình huống xấu: Giá cho thuê giảm 10%, chi phí xây lắp, dịch vụ tăng 10%.

Ứng dụng kỹ thuật phân tích tình huống của chương trình MS.Excel, chúng ta

có kết quả như sau:

Bảng 3.3. Kết quả phân tích tình huống - Dự án Khách sạn Đà Lạt

Scenario Summary (Phân tích tình huống)	Tình huống trung bình	Tình huống tốt	Tình huống xấu
Yếu tố thay đổi			
Giá cho thuê phòng chuẩn	350,000	318,182	286,364
Chi phí xây lắp	3,245,469	3,606,077	3,966,685
Chi phí dịch vụ	38,789,735	43,099,706	47,409,677
Kết quả			
NPV (VND)	12,815,064,147	4,814,817,026	-3,185,430,095
IRR (%)	21.76%	16.62%	12.42%
PI	2.48	1.53	0.66

Nhận xét: Dự án hiệu quả tài chính cao trong tình huống trung bình và tình huống tốt ($NPV > 0$, $IRR >$ suất chiết khấu, $PI > 1$). Trong tình huống xấu, dự án cho kết quả thấp hơn mức hòa vốn ($NPV < 0$, $IRR <$ suất chiết khấu, $PI = 0.66 < 1$). Việc chấp nhận dự án hay không là tùy theo quyết định của chủ đầu tư.

Ứng dụng kỹ thuật phân tích mô phỏng Monte Carlo

Phân tích rủi ro tài chính dự án không nên chỉ dừng lại ở phân tích tất định mà cần thiết phải sử dụng phương pháp phân tích động, tức là phải xét đến sự biến động cùng một lúc của các biến và mối tương quan giữa các biến đó với nhau tác động đến kết quả dự án. Việc sử dụng phương pháp phân tích mô phỏng Monte Carlo bằng chương trình phân tích rủi ro và dự báo Crystal Ball là một trong những phương pháp phân tích rất hiệu quả, giúp giải quyết vấn đề một cách nhanh chóng và ấn tượng. Các bước thực hiện mô phỏng Monte Carlo như sau :

- Bước 1: Xây dựng mô hình toán học. Trong phân tích tài chính dự án đó là xây dựng các bảng tính thẩm định dự án từ bảng thông số đầu vào cho đến bảng kết quả dòng tiền dự án.

- Bước 2: Xác định các biến nhạy cảm và không chắc chắn hay biến rủi ro (Define Assumption) có ảnh hưởng đến kết quả cần phân tích. Các biến nhạy cảm

và không chắc chắn chẳng hạn như chi phí nguyên vật liệu, chi phí nhân công, công suất máy móc thiết bị, giá bán... Các biến này được khai báo ở bảng thông số.

- Bước 3: Định nghĩa các ô giả thiết, gồm hai nội dung:

Xác định các phân phối xác suất cho các biến nhạy cảm. Các phân phối xác suất thông thường nhất là phân phối xác suất chuẩn; phân phối xác suất tam giác; phân phối xác suất đều và phân phối xác suất bậc thang. Crystal Ball liệt kê tối đa 17 loại phân phối xác suất trong bảng phân phối xác suất.

Xác định các tham số cho phân phối xác suất của các biến này. Việc xác định các tham số của phân phối xác suất của biến rủi ro thông qua dãy dữ liệu lịch sử của biến đó.

- Bước 4: Xác định và định nghĩa tương quan giữa các biến (Correlated Assumption). Việc xác định và định nghĩa các biến có tương quan gồm hai nội dung là xác định các biến có tương quan đồng biến hay nghịch biến và xác định độ mạnh của tương quan (hệ số tương quan).

- Bước 5: Xác định các ô dự báo (Define Forecast). Các ô dự báo thường chứa công thức tham chiếu đến một hoặc nhiều ô giả thiết. Các ô dự báo phối hợp các giá trị trong các ô giả thiết để tạo ra kết quả mong muốn. Định nghĩa một ô dự báo nghĩa là gán một tên cho một dự báo, xác định đơn vị của trị số dự báo, chọn kích thước của hiển thị dự báo và chỉ định rằng có muốn thấy cửa sổ đồ thị dự báo hay không trong khi mô phỏng đang chạy.

- Bước 6: Chạy mô hình mô phỏng. Crystal Ball sử dụng kỹ thuật mô phỏng Monte Carlo để dự báo một dãy toàn bộ các kết quả mà có thể xảy ra trong trường hợp đã định nghĩa trong mô hình bảng tính. Trước khi chạy mô phỏng ta xác định số lần thử tối đa cho mỗi lần mô phỏng, chẳng hạn 1.000; 10.000 hay 100.000 lần thử... tùy theo tốc độ của máy tính. Số lần thử càng lớn độ chính xác của kết quả phân tích sẽ càng cao.

+ *Bước 7: Phân tích các kết quả*, tức là phân tích các giá trị thống kê và các phân phối xác suất.

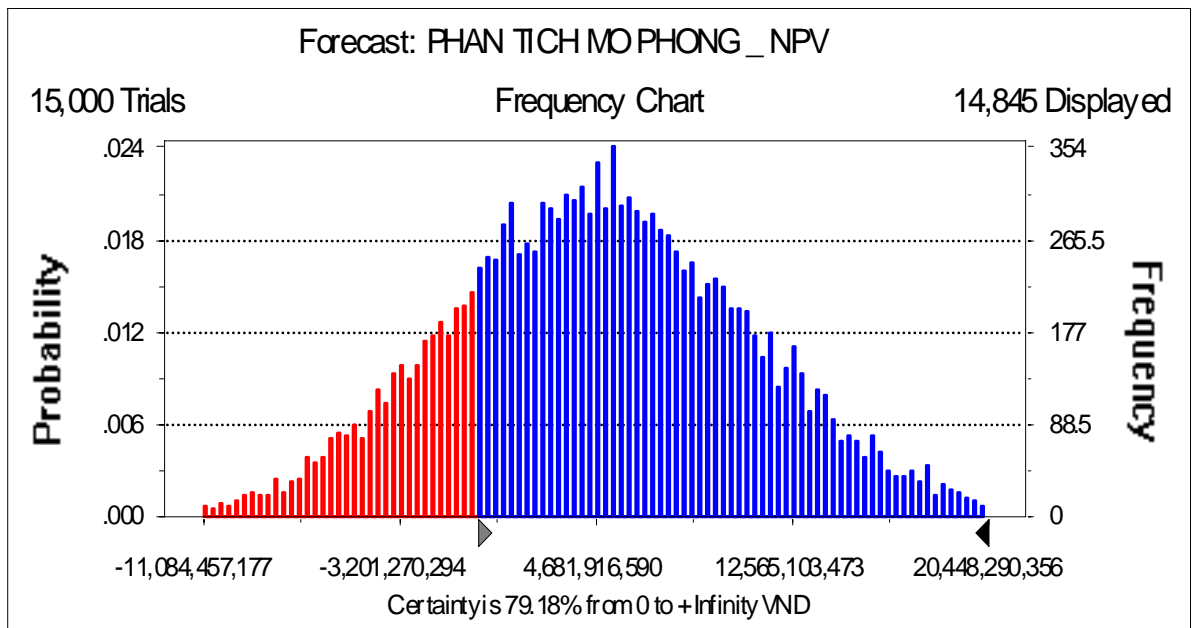
Ứng dụng phân tích rủi ro bằng phương pháp mô phỏng Monte Carlo cho dự án Khách sạn Đà Lạt, trên cơ sở bảng tính toán hiệu quả tài chính dự án, tác giả xác định bốn biến số ảnh hưởng đến kết quả dự án gồm : Giá cho thuê phòng, Công suất cho thuê phòng, chi phí xây lắp, chi phí dịch vụ. Giả định các biến này biến đổi theo quy luật phân phối xác suất chuẩn.

Bảng 3.4. Phạm vi biến động của các biến

Biến số	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị cao nhất	% thay đổi
Công suất hoạt động	35%	95%	10%
Giá cho thuê phòng	150.000	450.000	10%
Chi phí xây lắp/m ²	2.000.000	5.200.000	10%
Chi phí dịch vụ/phòng-năm	30.000.000	60.000.000	10%

Sau khi khai báo các biến và cho chạy trên phần mềm Crystal Ball với số phép thử ngẫu nhiên là 15.000 trường hợp, kết quả phân tích xác suất của NPV được thể hiện trên biểu đồ theo diện tích như sau :

Hình 3.5. Biểu đồ phân tích mô phỏng tần suất các tình huống của NPV



Nhận xét : Trên cơ sở những kết quả thể hiện bằng đồ thị sau khi chạy mô phỏng theo các bước nêu trên, ta dễ dàng lượng hóa được mức độ rủi ro của các chỉ tiêu tài chính của dự án. Khi tiến hành phân tích mô phỏng với 15.000 phép thử, kết quả xác suất để NPV dương với tỷ lệ là 79,18% (>50%) là khá cao.

Như vậy, đứng trên quan điểm chủ đầu tư, theo kết quả phân tích trên, có thể

nói, xác suất để NPV>0 (suất chiết khấu 14%) là 79,18% (>50%), dự án khách sạn Đà Lạt có mức độ an toàn khá cao và độ rủi ro tương đối thấp.

Phân tích tương tự với các chỉ tiêu hiệu quả khác, sẽ giúp cho chủ đầu tư có tầm nhìn toàn diện hơn về hiệu quả tài chính dự án cùng với mức độ rủi ro của nó.

Như vậy, các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả tài chính của dự án khách sạn Đà Lạt đều chứng tỏ đây là dự án có hiệu quả tài chính cao và mức độ rủi ro thấp. Việc có quyết định đầu tư dự án hay không phụ thuộc vào lựa chọn của chủ đầu tư.

Tuy nhiên, việc triển khai áp dụng các phương pháp kỹ thuật trong phân tích rủi ro tài chính dự án như nêu trên sẽ gặp một số khó khăn:

- Nếu không được trang bị kiến thức đầy đủ và có tài liệu hướng dẫn cụ thể, cán bộ thẩm định sẽ khó có thể sử dụng thành thạo các phương pháp kỹ thuật đưa ra. Sự vận dụng máy móc, thiếu linh hoạt và không tính đến điều kiện thực tế sẽ làm chậm tiến độ và sai lạc trong kết quả tính toán.

- Việc tiến hành thẩm định đòi hỏi một lượng lớn thông tin và dữ liệu cập nhật chính xác. Song việc thu thập thông tin và dữ liệu lại cực kỳ khó khăn do thiếu cơ sở dữ liệu, thông tin cập nhật kịp thời và tin cậy. Bên cạnh đó vấn đề đảm bảo yếu tố thời gian hoàn thành trong quá trình thu thập thông tin và thực hiện thẩm định là một trong những điều rất quan trọng.

Trên đây là một số giải pháp chủ yếu góp phần nâng cao chất lượng phân tích hiệu quả và rủi ro tài chính dự án đầu tư tại các doanh nghiệp. Phương pháp luận để đưa ra các giải pháp trên đây là xuất phát từ những mặt tồn tại, hạn chế trong thực tiễn của công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án tại các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay, và việc ứng dụng các thành tựu của khoa học phân tích dự án và sự phát triển của công nghệ thông tin. Để đảm bảo nâng cao chất lượng công tác phân tích tài chính dự án, bên cạnh việc thực hiện một số giải pháp đã nêu trong luận văn, tác giả tin rằng, việc thay đổi nhận thức và sự nâng cao hiểu biết về tài chính dự án của lãnh đạo doanh nghiệp là hết sức quan trọng. Mục đích là để công tác phân tích tài chính dự án mới thực sự trở thành công cụ giúp lãnh đạo doanh nghiệp ra quyết định lựa chọn các dự án thực sự có hiệu quả.

KẾT LUẬN

Hiện nay, các doanh nghiệp nước ta đang mở rộng hoạt động đầu tư trên mọi lĩnh vực khác nhau, đầu tư trong nước cũng như hợp tác đầu tư với nước ngoài. Để dự án đầu tư mang lại hiệu quả và giảm thiểu các rủi ro, các doanh nghiệp cần quan tâm đến công tác phân tích hiệu quả tài chính dự án ngay từ giai đoạn nghiên cứu tiền khả thi và khả thi, để đánh giá, so sánh trước khi ra quyết định đầu tư. Có thể nói, các quyết định về đầu tư dự án là những nhân tố đặc biệt quan trọng trong việc tạo nên sự thành bại của một doanh nghiệp.

Các giải pháp nâng cao chất lượng phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư, được tác giả trình bày trong Luận văn này, dựa trên cơ sở nghiên cứu về lý luận phân tích tài chính, kết hợp với thực tiễn hoạt động của các doanh nghiệp nói chung, minh họa một trường hợp cụ thể là dự án Khách sạn Đà Lạt của Công ty Đầu tư Phát triển Hạ tầng. Tác giả cho rằng, việc sử dụng các giải pháp này vào công tác phân tích tài chính dự án, sẽ giúp cho chủ đầu tư có thêm cơ sở về nhận thức và lý luận cho việc đưa ra các quyết định đầu tư. Vấn đề quan trọng là việc thu thập nguồn thông tin, số liệu để phân tích có đủ và đáng tin cậy không? Năng lực của người phân tích dự án có đáp ứng được yêu cầu của công việc không? Cách vận dụng và thái độ của lãnh đạo doanh nghiệp... Toàn bộ các vấn đề này đều liên quan đến người thực hiện và có thể nói con người là yếu tố quyết định.

Trong giới hạn về đối tượng và phạm vi nghiên cứu của đề tài, nội dung trình bày của Luận văn đã phần nào đạt được mục tiêu nghiên cứu là phân tích, đánh giá đúng thực trạng phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư của doanh nghiệp và đề xuất các giải pháp chủ yếu góp phần nâng cao chất lượng công tác này tại các doanh nghiệp.

Tuy nhiên, trong quá trình đi điều tra và thu thập thông tin từ các doanh nghiệp, tác giả còn gặp phải nhiều khó khăn, vì một số doanh nghiệp từ chối hoặc không muốn tiết lộ các thông tin về dự án của đơn vị mình. Do hạn chế về khả năng và thời gian nghiên cứu, nên luận văn có thể còn sai sót. Tác giả rất mong nhận được sự góp ý của các thầy cô giáo, các nhà quản lý, các học viên và đồng nghiệp để luận văn được hoàn chỉnh hơn./.

Bảng 2.1.1 TỔNG HỢP KẾT QUẢ ĐIỀU TRA THÔNG TIN

Nội dung câu hỏi điều tra	Tổng hợp ý kiến trả lời của 16 công ty						Tỷ lệ (%)				
	A	B	C	D	E	Cộng	A	B	C	D	E
1. Các dự án đầu tư trong giai đoạn khả thi do công ty lập hay thuê đơn vị tư vấn? Công ty lập A Thuê đơn vị tư vấn B Cả hai C	8	6	2			16	50.0%	37.5%	12.5%	0.0%	0.0%
2. Công ty có bộ phận chuyên phân tích tài chính, hiệu quả tài chính dự án đầu tư? Có: A Không : B	6	10				16	37.5%	62.5%	0.0%	0.0%	0.0%
3. Công ty xem việc phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư : Rất quan trọng A Quan trọng B Bình thường C Không quan trọng D	4	12				16	25.0%	75.0%	0.0%	0.0%	0.0%
4. Chuyên viên phân tích tài chính là người học chuyên ngành: Kỹ thuật A Kinh tế B Kế toán C Khác D	7	13	1			21	33.3%	61.9%	4.8%	0.0%	0.0%
5. Sự phối hợp của các phòng ban : Tốt : A Trung bình : B Không tốt : C	9	7				16	56.3%	43.8%	0.0%	0.0%	0.0%

6. Để phân tích tài chính dự án công ty dựa vào nguồn thông tin ? Sơ cấp A Thứ cấp B Mua C Khác D	10	13	6	1		30	33.3%	43.3%	20.0%	3.3%	0.0%
7. Công ty có xây dựng khung chi tiết phân tích tài chính thống nhất? Có A Không B Đang làm C	2	8	6			16	12.5%	50.0%	37.5%	0.0%	0.0%
8. Các chỉ tiêu công ty thường sử dụng để phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư ? NPV: A IRR: B PI: C PP: D DPP: E	16	14	4	11	2	47	34.0%	29.8%	8.5%	23.4%	4.3%
9. Để tính chiết khấu của dự án công ty dựa vào? Lãi vay ngân hàng A WACC: B ROA: C Khác: D	9	7	1			17	52.9%	41.2%	5.9%	0.0%	0.0%
10. Công ty áp dụng kỹ thuật phân tích để đánh giá rủi ro tài chính của dự án đầu tư: Độ nhạy A Tình huống B Mô phỏng C không áp dụng D	8	4	1			13	61.5%	30.8%	7.7%	0.0%	0.0%

Phu lục 1.1

BẢNG XÁC ĐỊNH LỢI NHUẬN HÀNG NĂM VÀ KẾ HOẠCH TRẢ VỐN VAY (Do Công ty lập)

Tổng vốn đầu tư:

Thời gian thu hồi vốn:

Năm	Doanh thu (chưa bao gồm thuế VAT)	Chi phí							
		CP vận hành, quản lý	Chi phí hoạt động dịch vụ	Chi phí bảo trì sửa chữa nhỏ TB-NT	Chi phí thay mới drap, áo gối...	Chi phí bảo trì- hoạt động xe ô tô	Bảo hiểm 0.20%	Khấu hao tài sản	Lãi vay 12%/năm
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)=0.2%*GTTS	(9)	(11)=12%*(22)
0	12,910,303,409	1,408,205,628	3,146,278,537		324,824,000	17,037,750	64,530,011	2,425,427,261	4,494,040,942
1	12,910,303,409	1,408,205,628	3,146,278,537	156,293,805	324,824,000	17,037,750	64,530,011	2,425,427,261	3,818,659,131
2	12,910,303,409	1,408,205,628	3,146,278,537	156,293,805	324,824,000	17,037,750	64,530,011	2,425,427,261	3,461,137,480
3	12,910,303,409	1,408,205,628	3,146,278,537	156,293,805	324,824,000	17,037,750	64,530,011	2,425,427,261	3,081,992,919
4	12,910,303,409	1,408,205,628	3,146,278,537	156,293,805	324,824,000	17,037,750	64,530,011	2,425,427,261	2,679,917,695
5	14,201,333,750	1,549,026,191	3,460,906,391	229,230,914	357,306,400	18,741,525	70,983,012	872,294,625	2,283,764,962
6	14,201,333,750	1,549,026,191	3,460,906,391	229,230,914	357,306,400	18,741,525	70,983,012	872,294,625	1,884,910,065
7	14,201,333,750	1,549,026,191	3,460,906,391	229,230,914	357,306,400	18,741,525	70,983,012	478,668,625	1,461,932,423
8	14,201,333,750	1,549,026,191	3,460,906,391	229,230,914	357,306,400	18,741,525	70,983,012	412,715,500	1,036,801,714
9	14,201,333,750	1,549,026,191	3,460,906,391	229,230,914	357,306,400	18,741,525	70,983,012	412,715,500	589,884,629
10	15,621,467,125	1,703,928,810	3,806,997,030	286,538,643	393,037,040	20,615,678	78,081,313	412,715,500	158,776,199
11	15,621,467,125	1,703,928,810	3,806,997,030	286,538,643	393,037,040	20,615,678	78,081,313	412,715,500	-
12	15,621,467,125	1,703,928,810	3,806,997,030	286,538,643	393,037,040	20,615,678	78,081,313	412,715,500	-
13	15,621,467,125	1,703,928,810	3,806,997,030	286,538,643	393,037,040	20,615,678	78,081,313	412,715,500	-
14	15,621,467,125	1,703,928,810	3,806,997,030	286,538,643	393,037,040	20,615,678	78,081,313	412,715,500	-
15	17,183,613,838	1,874,321,691	4,187,696,733	343,846,371	432,340,744	22,677,245	85,889,444	412,715,500	-
16	17,183,613,838	1,874,321,691	4,187,696,733	343,846,371	432,340,744	22,677,245	85,889,444	412,715,500	-
17	17,183,613,838	1,874,321,691	4,187,696,733	343,846,371	432,340,744	22,677,245	85,889,444	412,715,500	-
18	17,183,613,838	1,874,321,691	4,187,696,733	343,846,371	432,340,744	22,677,245	85,889,444	412,715,500	-
19	17,183,613,838	1,874,321,691	4,187,696,733	343,846,371	432,340,744	22,677,245	85,889,444	412,715,500	-
20	18,901,975,221	2,061,753,860	4,606,466,406	401,154,100	475,574,818	24,944,970	94,478,388	412,715,500	-
21	18,901,975,221		4,606,466,406		475,574,818		94,478,388	412,715,500	-

		2,061,753,860		401,154,100		24,944,970			
22	18,901,975,221	2,061,753,860	4,606,466,406	401,154,100	475,574,818	24,944,970	94,478,388	412,715,500	-
23	18,901,975,221	2,061,753,860	4,606,466,406	401,154,100	475,574,818	24,944,970	94,478,388	412,715,500	-
24	18,901,975,221	2,061,753,860	4,606,466,406	401,154,100	475,574,818	24,944,970	94,478,388	412,715,500	-
25	20,792,172,743	2,267,929,246	5,067,113,047	458,461,828	523,132,300	27,439,467	103,926,227	412,715,500	-
26	20,792,172,743	2,267,929,246	5,067,113,047	458,461,828	523,132,300	27,439,467	103,926,227	412,715,500	-
27	20,792,172,743	2,267,929,246	5,067,113,047	458,461,828	523,132,300	27,439,467	103,926,227	412,715,500	-
28	20,792,172,743	2,267,929,246	5,067,113,047	458,461,828	523,132,300	27,439,467	103,926,227	412,715,500	-
29	20,792,172,743	2,267,929,246	5,067,113,047	458,461,828	523,132,300	27,439,467	103,926,227	412,715,500	-
TC	498,054,330,431	54,325,827,127	121,377,290,714	9,221,334,495	12,531,076,513	657,283,171	2,489,441,972	23,430,135,182	24,951,818,158

Phụ lục 1.2**HIỆN GIÁ THU NHẬP CỦA DỰ ÁN (Do Công ty lập)**

Công trình: Khách sạn Đà Lạt

Địa điểm: số 4 Phan Bội Châu - P.1 - Thành phố Đà Lạt

Suất chiết khấu (i) = 12.0%

NPV= 4,840,724,647 đồng

IRR= 13.1%

Năm	Tổng mức đầu tư	Hệ số CK	Thu nhập			Hiện giá thu nhập	NPV
			Lợi nhuận T/Thuế	Khấu hao	Cộng		
1	2	3	4	5	6	7=3*6	8=7-2
-1	49,933,788,248						(49,933,788,248)
0		1.000	579,959,280	2,425,427,261	3,005,386,541	3,005,386,541	(46,928,401,706)
1		0.893	1,099,047,286	2,425,427,261	3,524,474,548	3,146,852,275	(43,781,549,432)
2		0.797	1,456,568,938	2,425,427,261	3,881,996,199	3,094,703,603	(40,686,845,829)
3		0.712	1,835,713,498	2,425,427,261	4,261,140,760	3,032,995,826	(37,653,850,003)
4		0.636	1,737,788,722	2,425,427,261	4,163,215,983	2,645,799,022	(35,008,050,981)
5		0.567	4,864,079,731	872,294,625	5,736,374,356	3,254,972,864	(31,753,078,117)
6		0.507	5,262,934,628	872,294,625	6,135,229,253	3,108,298,075	(28,644,780,042)
7		0.452	6,079,538,270	478,668,625	6,558,206,895	2,966,599,743	(25,678,180,299)
8		0.404	6,570,622,104	412,715,500	6,983,337,604	2,820,452,934	(22,857,727,366)
9		0.361	6,017,539,189	412,715,500	6,430,254,689	2,318,814,304	(20,538,913,062)
10		0.322	8,216,276,914	412,715,500	8,628,992,414	2,778,304,616	(17,760,608,446)
11		0.287	8,375,053,113	412,715,500	8,787,768,613	2,526,273,484	(15,234,334,961)
12		0.257	8,375,053,113	412,715,500	8,787,768,613	2,255,601,325	(12,978,733,636)
13		0.229	8,375,053,113	412,715,500	8,787,768,613	2,013,929,755	(10,964,803,881)
14		0.205	7,875,053,113	412,715,500	8,287,768,613	1,695,841,661	(9,268,962,220)
15		0.183	9,225,176,110	412,715,500	9,637,891,610	1,760,806,764	(7,508,155,457)
16		0.163		412,715,500			

			9,225,176,110		9,637,891,610	1,572,148,896	(5,936,006,561)
17		0.146	9,225,176,110	412,715,500	9,637,891,610	1,403,704,371	(4,532,302,189)
18		0.130	9,225,176,110	412,715,500	9,637,891,610	1,253,307,475	(3,278,994,715)
19		0.116	8,225,176,110	412,715,500	8,637,891,610	1,002,917,754	(2,276,076,961)
20		0.104	10,166,042,179	412,715,500	10,578,757,679	1,096,665,587	(1,179,411,374)
21		0.093	10,166,042,179	412,715,500	10,578,757,679	979,165,703	(200,245,671)
22		0.083	10,166,042,179	412,715,500	10,578,757,679	874,255,092	674,009,421
23		0.074	10,166,042,179	412,715,500	10,578,757,679	780,584,903	1,454,594,324
24		0.066	9,666,042,179	412,715,500	10,078,757,679	664,009,755	2,118,604,079
25		0.059	11,206,725,629	412,715,500	11,619,441,129	683,493,947	2,802,098,027
26		0.053	11,206,725,629	412,715,500	11,619,441,129	610,262,453	3,412,360,480
27		0.047	11,206,725,629	412,715,500	11,619,441,129	544,877,190	3,957,237,670
28		0.042	11,206,725,629	412,715,500	11,619,441,129	486,497,491	4,443,735,161
29		0.037	10,206,725,629	412,715,500	10,619,441,129	396,989,485	4,840,724,647

BẢNG PHÂN TÍCH HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ (ĐIỀU CHỈNH)

Công trình: Khách sạn Đà Lạt

Địa điểm: số 4 Phan Bội Châu - P.1 - Thành phố Đà Lạt

Bảng tham số

Chi phí Đầu tư

(VND)

Giá trị QSD

khu đất 8,903,844,000

Chi phí xây lắp 16,508,620,000

Diện tích sàn

XD 4,578 m²

Đơn giá 3,606,077 VND/m²

Chi phí thiết bị 10,419,587,000

Chi phí khác 1,797,260,055

Chi phí trang bị

ban đầu 629,083,182

Đền bù giải phóng mặt bằng 2,174,177,142

Chi phí lãi vay giai đoạn đầu tư 1,493,272,549

Tổng cộng **41,925,843,928**

Tỷ lệ vốn vay

ngân hàng 75.00% trên tổng vốn đầu tư

Lãi suất vay

ngân hàng 12.00% năm

Thời gian vay 10 năm

Thời gian khấu

hao

Công trình xây

dựng 40 năm

Thiết bị 7 năm

Doanh Thu

Loại chuẩn Loại sang Loại VIP

Hệ số giá cho

thuê phòng 1 1.29 2.00

Giá cho thuê

phòng

(VND/Phòng) 318,182 409,091 636,364

Tổng số phòng

cho thuê 59 8 6 73

Thời gian hoạt

động

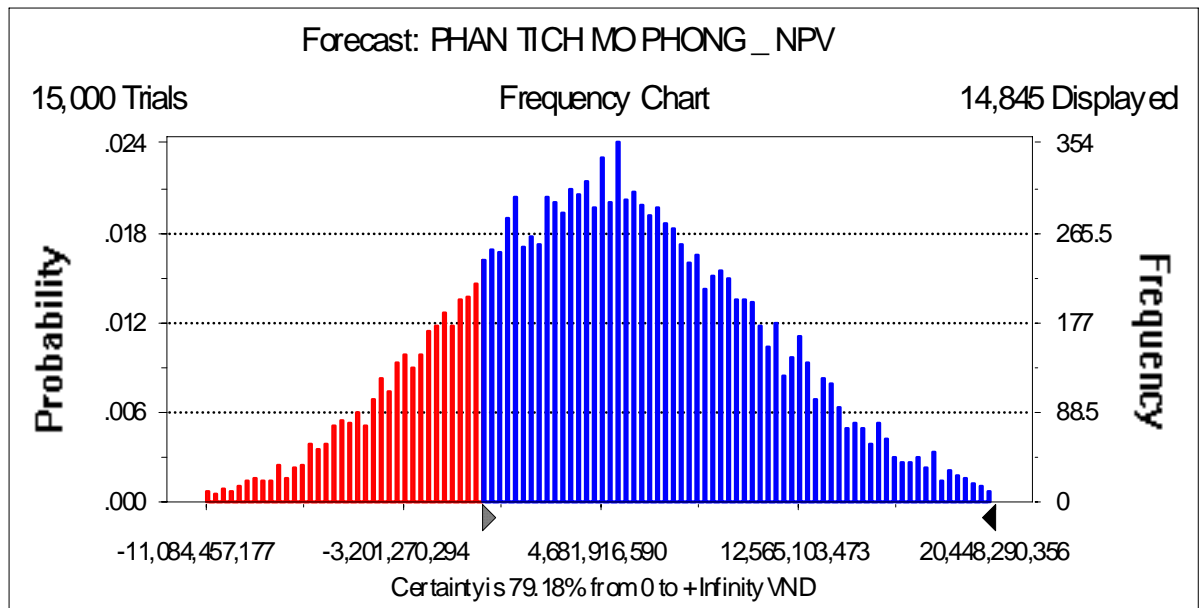
(ngày/năm) 365 365 365

Doanh thu cho thuê phòng (năm)	6,852,045,455	1,194,545,455	1,393,636,364	đồng/năm	9,440,227,273
Doanh thu dịch vụ dự tính	6,742,309,091	đồng/năm			
Tỷ lệ tăng doanh thu	10% /sau mỗi 5 năm				
Các khoản giảm trừ doanh thu	5% trên tổng doanh thu				
Chi phí					
Quảng cáo tiếp thị	300,000,000	/năm			
Quản lý	1,380,205,628	/năm			
Bảo trì sửa chữa TB	245,600,000	/năm từ năm thứ 2			
Bảo hiểm	64,530,011	/năm			
Khấu hao					
Công trình xây dựng	412,715,500	/năm			
Thiết bị	1,488,512,429	/năm			
Thay mới đồ dùng	324,824,000	/năm			
Hoạt động xe ô tô	17,037,750	/năm			
Chi phí dịch vụ	3,146,278,537	/năm			
Tổng số phòng cho thuê	73				
Chi phí dịch vụ	43,099,706				
Sửa chữa nhà	120,000,000	/năm			
Tiền thuê đất	450,000,000	/năm			
Tỷ lệ tăng chi phí	10% sau mỗi 5 năm				
Thuế thu nhập DN	28%				
Chi phí cơ hội vốn tự có	20%	và		20% trường hợp vay nhiều	
WACC	14.00%				
Vòng đời dự án	30 năm				

LỊCH TRẢ NỢ GỐC VÀ LÃI VAY NGÂN HÀNG

Khoản mục	Năm	0	1	2	3	4	5	6
Chỉ số giá								
Dư nợ đầu kỳ		15,722,191,473	31,444,382,946	28,299,944,652	25,155,506,357	22,011,068,062	18,866,629,768	15,722,191,473
Lãi phát sinh trong kỳ	22,246,565,294	1,493,272,549	3,773,325,954	3,395,993,358	3,018,660,763	2,641,328,167	2,263,995,572	1,886,662,977
Nợ gốc trả trong kỳ			3,144,438,295	3,144,438,295	3,144,438,295	3,144,438,295	3,144,438,295	3,144,438,295
Trả nợ gốc + lãi			6,917,764,248	6,540,431,653	6,163,099,057	5,785,766,462	5,408,433,867	5,031,101,271
Nợ vay tăng thêm trong kỳ		15,722,191,473		0				
Dư nợ cuối kỳ		31,444,382,946	28,299,944,652	25,155,506,357	22,011,068,062	18,866,629,768	15,722,191,473	12,577,753,178

Khoản mục	Năm	CÔNG SUẤT HOẠT ĐỘNG																								
		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
Tình huống 1 (xấu nhất)		0%	30%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Tình huống 2 (bình thường)		0%	40%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
Tình huống 3 (tốt nhất)		0%	50%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Chọn tình huống công suất	2																									
Công suất hoạt động thực tế		0%	40%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
Khoản mục	Năm	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
Tỷ lệ tăng DT		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	33.1%	33.1%	33.1%	33.1%	33.1%	46.4%	46.4%	46.4%	46.4%
Tỷ lệ tăng chi phí		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	33.1%	33.1%	33.1%	33.1%	33.1%	46.4%	46.4%	46.4%	46.4%



Scenario Summary	Tình huống trung bình	Tình huống tốt	Tình huống xấu
Changing Cells:			
Giá cho thuê phòng chuẩn	350,000	318,182	286,364
Chi phí xây lắp	3,245,469	3,606,077	3,966,685
Chi phí dịch vụ	38,789,735	43,099,706	47,409,677
Result Cells (kết quả)			
NPV (VND)	12,815,064,147	4,814,817,026	-3,185,430,095
IRR (%)	21.76%	16.62%	12.42%
PI	2.48	1.53	0.66

Notes: Current Values column represents values of changing cells at time Scenario Summary Report was created. Changing cells for each scenario are highlighted in gray.

BẢNG PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY**Độ nhạy của NPV đối với giá cho thuê phòng và chi phí xây lắp**

% thay đổi	Giá phòng	Chi phí xây lắp
30%	16,820,815,567	116,080,297
25%	14,819,815,810	899,203,085
20%	12,818,816,054	1,682,325,873
15%	10,817,816,297	2,465,448,661
10%	8,816,816,540	3,248,571,450
5%	6,815,816,783	4,031,694,238
0%	4,814,817,026	4,814,817,026
-5%	2,813,817,269	5,597,939,814
-10%	812,817,512	6,381,062,602
-15%	-1,188,182,245	7,164,185,390
-20%	-3,189,182,002	7,947,308,178
-25%	-5,190,181,759	8,730,430,966

Nhận xét : NPV thay đổi cùng chiều với đơn giá cho thuê và tỷ lệ
nghịch với chi phí xây lắp.