

CHƯƠNG 8

PHÂN TÍCH TRIỂN VỌNG



NỘI DUNG



Dự báo tài chính



Định giá doanh nghiệp



DỰ BÁO TÀI CHÍNH

- Dự báo tài chính là gì ?
- Mục đích của dự báo tài chính
- Phương pháp dự báo tài chính

DỰ BÁO TÀI CHÍNH

- Dự báo tài chính là dự báo các chỉ tiêu trên báo cáo tài chính và xác định nhu cầu vốn bổ sung cho hoạt động kinh doanh.
- Mục đích: Nhìn trước về tương lai của DN, chủ động trong kế hoạch tài chính (tìm nguồn huy động vốn, tìm địa chỉ sử dụng vốn)
- Phương pháp: Xác định theo tỷ lệ % so với doanh thu.

Bước 1: Xác định các chỉ tiêu biến đổi theo doanh thu

- Dựa vào BCTC của các kỳ trước
 - ▣ Ví dụ: Nợ phải thu khách hàng có tỷ lệ trung bình khoảng 10% doanh thu
- Các chỉ tiêu không biến đổi theo doanh thu cần được dự báo bằng các phương pháp khác.
 - ▣ Ví dụ: Giá trị TS cố định

Ví dụ: Công ty ABC

- Năm 2013 công ty dự định đầu tư TSCĐ mới với chi phí 43 triệu đồng.
- Chi phí khấu hao TSCĐ năm 2013 dự kiến là 50 triệu đồng.
- Trong số vốn vay dài hạn có 80 triệu đồng đến hạn trả năm 2013.
- Chính sách chi trả cổ tức là 50% lợi nhuận sau thuế.

Bảng cân đối kế toán

Tại ngày 31.12 (triệu đồng)

TÀI SẢN	2009	2010	2011	2012
<i>Tài sản ngắn hạn</i>	3.147	3.728	4.685	5.583
Tiền	671	551	644	412
Phải thu ở khách hàng	1.343	1.789	2.094	2.886
Hàng tồn kho	1.119	1.376	1.932	2.267
TSNH khác	14	12	15	18
<i>Tài sản dài hạn</i>	128	124	295	287
TSCĐ hữu hình	128	124	295	287
Tổng tài sản	3.275	3.852	4.980	5.870
NGUỒN VỐN				
<i>Nợ phải trả</i>				
Nợ ngắn hạn	1.122	1.550	2.536	3.380
Vay ngắn hạn	50	50	50	50
Phải trả người bán	1.007	1.443	2.426	3.212
Nợ dài hạn đến hạn trả	60	50	50	100
Phải trả CNV	5	7	10	18
Nợ dài hạn	960	910	860	760
Vay dài hạn	960	910	860	760
<i>Vốn chủ sở hữu</i>				
Vốn cổ phần	150	150	150	150
LN chưa phân phối	1.043	1.242	1.434	1.580
Tổng nguồn vốn	3.275	3.852	4.980	5.870

Báo cáo kết quả kinh doanh
Cho năm tài chính kết thúc ngày 31.12
(triệu đồng)

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012
Doanh thu thuần	11.190	13.764	16.104	20.613
Giá vốn hàng bán	9.400	11.699	13.688	17.727
Lợi nhuận gộp	1.790	2.065	2.416	2.886
Chi phí lãi vay	100	103	110	90
Chi phí BH & QLDN	1.019	1.239	1.610	2.267
Lợi nhuận trước thuế	671	723	696	529
Thuế TNDN	302	325	313	238
Lợi nhuận sau thuế	369	398	383	291

Công ty ABC

TỶ LỆ % SO VỚI DOANH THU

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012	2013
Giá vốn hàng bán	84,00	85,00	85,00	86,00	
CPBH&QLDN	9,11	9,00	10,00	11,00	
Tiền	6,00	4,00	4,00	2,00	
Phải thu ở khách hàng	12,00	13,00	13,00	14,00	
Hàng tồn kho	10,00	10,00	12,00	11,00	
Phải trả người bán	9,00	10,48	15,06	15,58	

Bước 2: Dự báo doanh thu



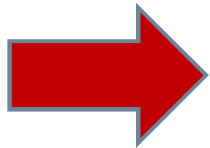
- Là cơ sở để có được các chỉ tiêu tài chính dự báo hợp lý
- Căn cứ vào nghiên cứu thị trường, kế hoạch hoạt động của DN

Công ty ABC

Tỷ lệ tăng doanh thu			
2010	2011	2012	2013
23%	17%	28%	

Bước 3: Dự báo các chỉ tiêu cụ thể trên báo cáo tài chính

- Doanh thu năm 2013 công ty XYZ dự kiến đạt 10 tỷ đồng
- Nợ phải thu ở khách hàng chiếm tỷ lệ 10% doanh thu



Nợ phải thu ở khách hàng trên BCĐKT 31/12/2013 công ty XYZ được **dự báo** là 1 tỷ đồng (10 tỷ x 10%)

Bước 3: Dự báo các chỉ tiêu cụ thể trên báo cáo tài chính

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ BÁO		
NĂM 2013		
Chỉ tiêu	tỉ lệ %	triệu đồng
1. Doanh thu		
2. Giá vốn hàng bán		
3. Lợi nhuận gộp		
4. Chi phí lãi vay		
5. Chi phí bán hàng & QLDN		
6. Lợi nhuận trước thuế		
7. Thuế TNDN		
8. Lợi nhuận sau thuế		

Bước 3: Dự báo các chỉ tiêu cụ thể trên báo cáo tài chính

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN DỰ BÁO					
31/12/2013					
TÀI SẢN	Tỉ lệ %/ Doanh thu	triệu đồng	NGUỒN VỐN	Tỉ lệ %/ Doanh thu	triệu đồng
A. Tài sản ngắn hạn			A. Nợ phải trả		
1. Tiền			I. Nợ ngắn hạn		
2. Phải thu khách hàng			1. Phải trả người bán		
3. Hàng tồn kho			2. Nợ dài hạn đến hạn trả		
4. TSNH khác			3. Phải trả CNV		
B. Tài sản dài hạn			II. Nợ dài hạn		
1. TSCĐ hữu hình			1. Vay dài hạn		
			B. Vốn chủ sở hữu		
			1. Vốn cổ phần		
			2. Lợi nhuận chưa phân phối		
			Tổng nợ phải trả & VCSH		
			Nhu cầu vốn bổ sung		
TỔNG TÀI SẢN			TỔNG NGUỒN VỐN		

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN DỰ BÁO	
NĂM 2013	
I. Lưu chuyển tiền từ HĐKD	triệu đồng
1. Lợi nhuận trước thuế	
2. Điều chỉnh cho các khoản:	
- Khấu hao TSCĐ	
- CP lãi vay	
- Biến động Nợ phải thu KH	
- Biến động HTK	
- Biến động TSNH khác	
- Biến động phải trả người bán	
- Biến động phải trả CNV	
3. Chi nộp thuế TNDN	
4. Chi trả lãi vay	
<i>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD</i>	
II. Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	
1. Chi mua TSCĐ mới	
<i>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT</i>	
III. Lưu chuyển tiền từ HĐ Tài chính	
1. Tiền thu từ đi vay	
2. Tiền chi trả cổ tức	
<i>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ TC</i>	
IV. Tổng lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	
V. Tiền tồn đầu kì	
VI. Tiền tồn cuối kì	

Những điểm cần lưu ý

- Những khoản mục chiếm tỷ trọng rất nhỏ, không cần dự báo chính xác (ví dụ: TSNH khác)
- Vay ngắn hạn khởi điểm sẽ dự báo = 0, sau đó căn cứ vào việc xác định nhu cầu vốn bổ sung để xác định mức vốn vay hợp lý.
- Chi phí lãi vay không thể dự báo chính xác trước khi xác định nhu cầu vốn bổ sung >< Nhu cầu vốn bổ sung được xác định dựa vào chi phí lãi vay.

Bước 4: Xác định nhu cầu vốn bổ sung

$$\text{Nhu cầu vốn bổ sung} = \text{Tổng tài sản dự báo} + \text{Tổng nợ dự báo} - \text{Vốn chủ sở hữu dự báo}$$

Điều chỉnh báo cáo tài chính dự báo

Nếu nhu cầu vốn bổ sung quá lớn, công ty không muốn vay nhiều quá,

- Cần:
 - ▣ Thắt chặt chính sách quản lý nợ phải thu
 - ▣ Trì hoãn trả nợ cho nhà cung cấp
- Ảnh hưởng tới:
 - ▣ mức doanh thu dự báo
 - ▣ CPBH&CPQLDN

2 → ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

- Giá trị doanh nghiệp là gì ?
- Mục đích của định giá DN
- Phương pháp định giá DN



GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

- Là giá trị của **tất cả** các khoản thu nhập mà doanh nghiệp có thể mang lại cho **các nhà đầu tư vốn** vào DN trong quá trình hoạt động kinh doanh.
- Giá trị DN & Giá trị VCSH: Giống nhau hay khác nhau?
- Giá trị hoạt động liên tục hay giá trị thanh lý?



MỤC ĐÍCH CỦA ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

- Cơ sở cho các quyết định kinh doanh
 - ▣ Mua, bán DN
 - ▣ Cổ phần hoá DNNN
 - ▣ Mua, bán cổ phiếu
 - ▣ Các dự án đầu tư



CÁC PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

- PP dựa vào Bảng cân đối kế toán
- PP dựa vào kết quả kiểm kê và đánh giá lại tài sản
- PP chiết khấu dòng tiền
- PP chiết khấu dòng lợi nhuận thặng dư
- PP so sánh giá thị trường



PHƯƠNG PHÁP DỰA VÀO BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

- Giá trị doanh nghiệp = Giá trị TS trên BCĐKT
- Ưu điểm ?
- Nhược điểm ?



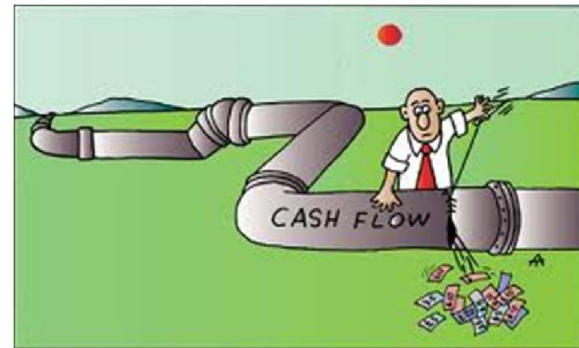
PHƯƠNG PHÁP DỰA VÀO KẾT QUẢ KIỂM KÊ & ĐÁNH GIÁ LẠI TÀI SẢN

- Giá trị doanh nghiệp = Giá trị TS theo kết quả đánh giá lại theo giá thị trường
- Ưu điểm?
- Nhược điểm?



PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

- Giá trị doanh nghiệp = PV {dòng tiền tự do trong tương lai cho chủ sở hữu và chủ nợ} = $PV\{FCFF\}$
- Ưu điểm ?
- Nhược điểm ?



Dòng tiền tự do trong tương lai (FCFF)

26



Ví dụ - FCFF Công ty ABC năm 2013

- Dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2013: 15 tỷ đồng
- Thuế suất thuế TNDN: 25%
- Chi phí lãi vay năm 2013: 200 triệu đồng
- Khấu hao TSCĐ năm 2013: 100 triệu đồng
- Chi mua sắm trang thiết bị mới năm 2013: 120 triệu đồng
- Vốn hoạt động thuần 31/12/2012: 150 triệu đồng
- Vốn hoạt động thuần 31/12/2013: 195 triệu đồng

Giá trị DN – Phương pháp chiết khấu dòng tiền

$$\text{Giá trị doanh nghiệp} = \text{PV} \{ \text{FCFF}_{1 \rightarrow \infty} \}$$

$$\text{Giá trị DN} = \left\{ \frac{\text{FCFF}_1}{1+r} + \frac{\text{FCFF}_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{\text{FCFF}_\infty}{(1+r)^\infty} \right\}$$

r: chi phí vốn bình quân của DN

Giá trị DN – Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định: DN phát triển qua 2 giai đoạn:

- Giai đoạn 1 (năm 1 đến năm n): DN hoạt động không ổn định, với các dòng tiền không đều.
- Giai đoạn 2 (năm n +1 đến ∞): DN phát triển bền vững với dòng tiền ổn định hoặc tăng trưởng đều.

$$\text{Giá trị doanh nghiệp} = PV \{FCFF_{1 \rightarrow n} + TV_n\}$$

Giá trị cuối cùng



Giá trị DN – Phương pháp chiết khấu dòng tiền

$$\text{Giá trị DN} = \left\{ \frac{\text{FCFF}_1}{1+r} + \frac{\text{FCFF}_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{\text{FCFF}_n}{(1+r)^n} \right\} + \frac{\text{TV}_n}{(1+r)^n}$$

$$\text{TV}_n = \frac{\text{FCFF}_{n+1}}{1+r} + \frac{\text{FCFF}_{n+2}}{(1+r)^2} + \dots + \frac{\text{FCFF}_\infty}{(1+r)^\infty}$$

Giá trị cuối cùng (TV_n)

- **Trường hợp 1:** Giả định dòng tiền giai đoạn 2 (từ năm $n + 1$) là dòng tiền không tăng trưởng (đều đặn) và kéo dài vô tận.
- **Trường hợp 2:** Giả định dòng tiền giai đoạn 2 (từ năm $n + 1$) là dòng tiền tăng trưởng và kéo dài vô tận.

Giá trị cuối cùng –

Trường hợp 1: $FCFF_{n+1} = FCFF_{n+2} = \dots = FCFF_{\infty} = FCFF$

$$TV_n = \frac{FCFF}{1+r} + \frac{FCFF}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCFF}{(1+r)^{\infty}}$$

$$\text{Gọi } a = \frac{FCFF}{1+r} ; \quad x = \frac{1}{1+r}$$

$$- \begin{cases} TV_n = a + ax + ax^2 + \dots \\ xTV_n = ax + ax^2 + ax^3 + \dots \end{cases}$$

$$TV_n (1 - x) = a$$

$$TV_n = \frac{a}{1 - x}$$

$$TV_n = \frac{FCFF}{r}$$

Giá trị cuối cùng –

Trường hợp 2: $FCFF_{n+2} = FCFF_{n+1} (1 + g); \dots$

$$TV_n = \frac{FCFF_{n+1}}{r - g}$$

g: Tốc độ tăng trưởng dòng tiền hàng năm

r: Chi phí vốn của DN

Ví dụ - Giá trị công ty ABC ngày 31/12/2012

(Đơn vị tính: triệu đồng)						
Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT)	1130	1150	1380	1590	1700	1770
Khấu hao TSCĐ	350	370	380	400	430	440
Chi mua sắm TSDH	280	300	400	430	450	470
Tăng vốn hoạt động thuần	(100)	20	230	210	110	110
Thuế suất thuế TNDN 25%						
Chi phí vốn bình quân 10%						

Xác định giá trị công ty ABC ngày 31/12/2012 trong 2 trường hợp:

1. Từ năm 2018 công ty phát triển ổn định với dòng tiền đều đặn hàng năm.
2. Từ năm 2018 công ty phát triển ổn định với tốc độ tăng trưởng 4%/ năm.

Ví dụ - Giá trị công ty ABC ngày 31/12/2012

(Đơn vị tính: triệu đồng)						
Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1. EBIT(1-25%)						
2. Khấu hao TSCĐ						
3. Chi tiêu vốn						
4. Chênh lệch vốn hoạt động thuần						
5. FCFF						
6. TV_{2017}						
7. Hệ số chiết khấu ($r = 10\%$)						
8. $PV \{FCFF_{2013 \rightarrow 2017}\}$						
9. $PV \{TV_{2017}\}$						
10. Giá trị doanh nghiệp						

P.P chiết khấu dòng lợi nhuận thặng dư

- Lợi nhuận thực tế (Actual Income)?
- Lợi nhuận yêu cầu tối thiểu (Required Income) ?
- Lợi nhuận thặng dư (Residual Income)?



P.P chiết khấu dòng lợi nhuận thặng dư

Lợi nhuận thông thường là lợi nhuận mà các chủ sở hữu mong muốn có được khi đầu tư vào DN.

Các chủ sở hữu đầu tư 2 tỷ đồng vào công ty X và mong muốn có được tỷ lệ sinh lời (r_E) là 15%. Lợi nhuận yêu cầu tối thiểu là bao nhiêu ?

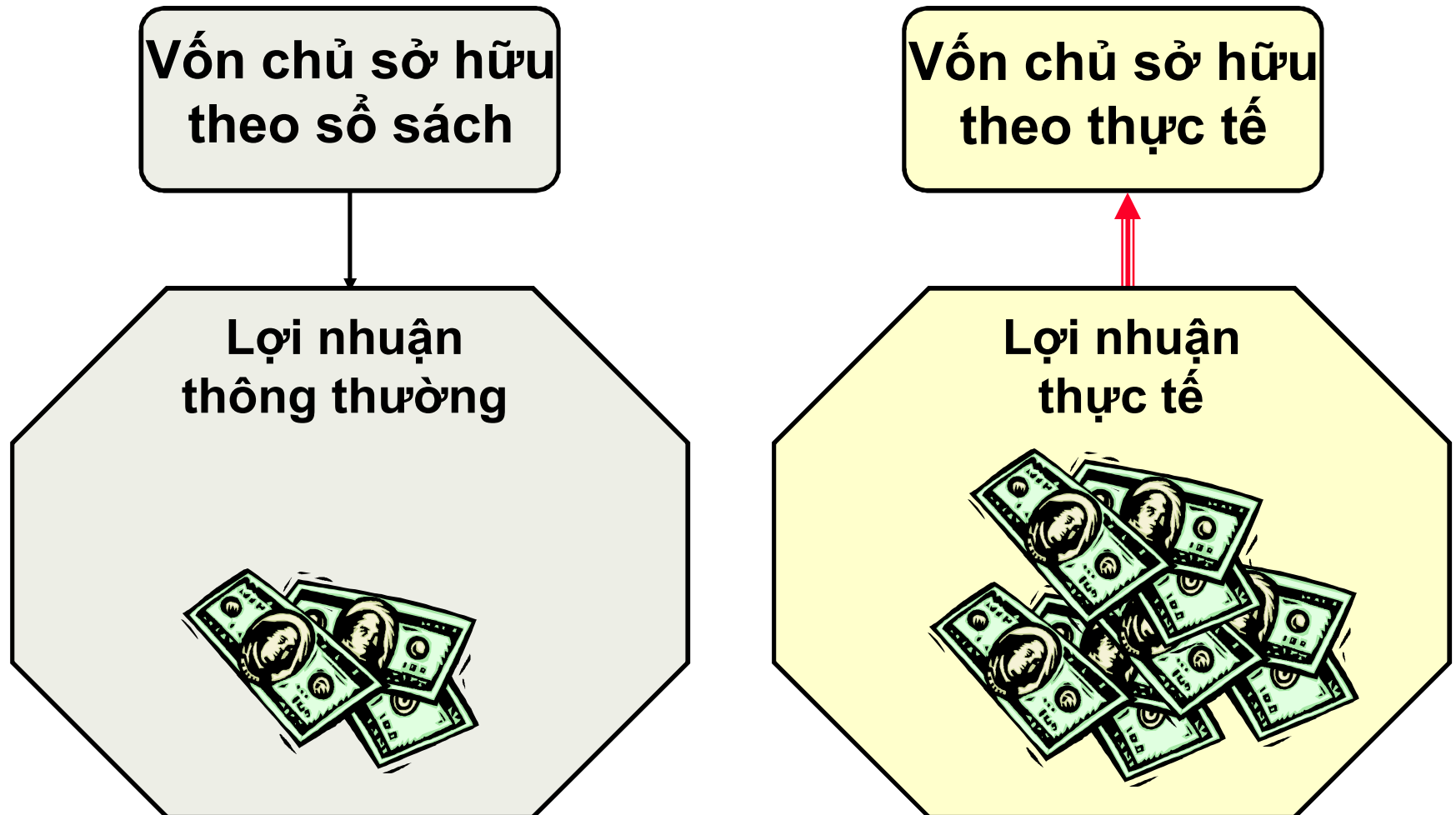
Lợi nhuận yêu cầu tối thiểu =

Tỷ lệ sinh lời mong muốn của CSH X Giá trị **trên số** của VCSH = $r_E \times B_E$

Lợi nhuận thặng dư = Lợi nhuận thực tế - Lợi nhuận yêu cầu tối thiểu

Vì sao có sự khác biệt giữa Lợi nhuận thực tế và lợi nhuận yêu cầu tối thiểu?

P.P chiết khấu dòng lợi nhuận thặng dư



P.P chiết khấu dòng lợi nhuận thặng dư

Lợi nhuận thặng dư = Lợi nhuận - $r_E \times B_E$ đầu kỳ

$$M_E = B_E + PV\{\text{Lợi nhuận thặng dư}\}$$

$$\text{Giá trị DN} = M_E + M_D$$

M_E : Giá trị thực sự của VCSH

B_E : Giá trị sổ sách của VCSH

M_D : Giá trị Nợ phải trả

➤ Chiết khấu dòng lợi nhuận theo chi phí vốn của chủ sở hữu (r_E), không phải chi phí vốn bình quân của DN (WACC).

➤ Xác định giá trị cuối cùng tương tự pp chiết khấu dòng tiền.



Ví dụ - Giá trị VCSH công ty ABC ngày 31/12/2012

(Đơn vị tính: triệu đồng)						
Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lợi nhuận sau thuế	609	628	639	702	773	773
VCSH đầu kỳ	2917	3169	3364	3633	3928	4253
Chi phí vốn chủ sở hữu 13%						

Xác định giá trị VCSH công ty ABC ngày 31/12/2012 trong 2 trường hợp:

1. Từ năm 2018 công ty phát triển ổn định với dòng tiền đều đặn hàng năm.
2. Từ năm 2018 công ty phát triển ổn định với tốc độ tăng trưởng 3,5 %/ năm.

Ví dụ - Giá trị VCSH công ty ABC ngày 31/12/20112

(Đơn vị tính: triệu đồng)						
Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1. B_E đầu kỳ						
2. Lợi nhuận thông thường ($r_E = 13\%$)						
3. Lợi nhuận dự báo						
4. Lợi nhuận khác thường						
5. Giá trị cuối cùng (TV_{2017})						
6. Hệ số chiết khấu ($r_E = 13\%$)						
7. PV {Lợi nhuận khác thường _{2013→2017} }						
8. PV {Giá trị cuối cùng ₂₀₁₇ }						
9. M_E						

Phương pháp định giá trên cơ sở so sánh giá thị trường

- PP này dựa vào thị trường để đánh giá về triển vọng phát triển và khả năng sinh lời của các DN tương đồng.
- Ưu điểm ?
- Nhược điểm ?



Ví dụ

Chỉ tiêu	A	B	C	D	E	Trung bình (B, C, D & E)
1. Tỷ lệ tăng doanh thu (%)	4	10	13	2	6	7,75
2. Tỷ lệ tăng EPS (%)	5	5	3	8	6	5,5
3. Hệ số sinh lời của lãi vay	9	6	5	30	14	13,75
4. Hệ số nợ	0,6	0,6	0,4	0,3	0,5	0,45
5. Tổng tài sản (tỉ đồng)	1.000	6.000	600	150	2.200	2237,50
6. Hệ số P/E		23	14	16	25	19,5
7. Hệ số giá thị trường VCSH/Doanh thu (M_E/R)		1,6	1,2	0,6	2,1	1,375
8. Hệ số giá thị trường/giá trị sổ sách VCSH (M_E/B_E)		3,7	2,4	1,8	3,1	2,75
Trích Báo cáo tài chính công ty A						
Lợi nhuận sau thuế (tỉ đồng)	650					
Doanh thu (tỉ đồng)	10.000					
Vốn chủ sở hữu (tỉ đồng)	400					



Kết thúc chương 8