

# CHƯƠNG 7

## ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP



# NỘI DUNG CHÍNH

1. Tổng quan định giá doanh nghiệp
2. Các phương pháp định giá DN
3. Quản trị công ty

# 1. Tổng quan định giá doanh nghiệp

## 1.1. Khái niệm chung về giá trị doanh nghiệp

Giá trị doanh nghiệp là những lợi ích hiện hữu và những khoản lợi tiềm năng một doanh nghiệp có thể tạo ra được thể hiện dưới hình thức giá trị mà chúng ta có thể tính toán, xác định thông qua các phương pháp, mô hình định giá phù hợp.

# 1. Tổng quan định giá doanh nghiệp

## 1.1 Khái niệm định giá doanh nghiệp

Xác định giá trị doanh nghiệp là việc ước tính giá trị của một doanh nghiệp hay lợi ích của doanh nghiệp theo một mục đích nhất định bằng cách sử dụng các phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp phù hợp.

# 1. Tổng quan định giá doanh nghiệp

## 1.2. Vai trò của xác định giá trị doanh nghiệp

- + Lựa chọn chứng khoán doanh nghiệp để đầu tư; Đánh giá được các sự kiện liên quan đến tài chính doanh nghiệp
- + Đánh giá chiến lược và mô hình kinh doanh của doanh nghiệp.

# 1.3 Ý NGHĨA CỦA ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

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 doanh nghiệp là cơ sở cho các quyết định:

- ▣ Mua, bán DN
- ▣ Cổ phần hoá DNNN
- ▣ Mua, bán cổ phiếu
- ▣ Các dự án đầu tư

$$\text{Giá trị doanh nghiệp} = \text{Giá trị vốn chủ sở hữu} + \text{Nợ phải trả}$$



## 1.4. CƠ SỞ DỮ LIỆU ĐỂ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

- Các chỉ tiêu tài chính dự báo
- Báo cáo tài chính kì mới nhất
- Kết quả kiểm kê và đánh giá lại tài sản



## 2. CÁC PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

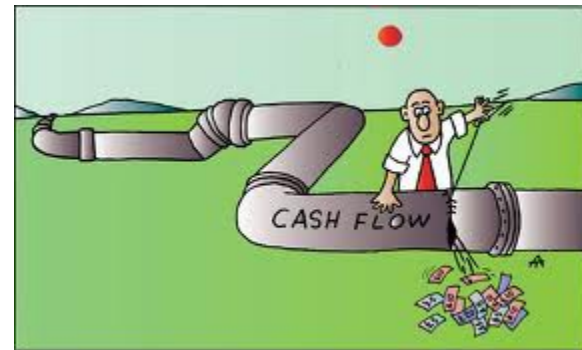
- PP chiết khấu dòng tiền
- PP tỷ số P/E
- PP dựa vào Bảng cân đối kế toán
- PP dựa vào kết quả kiểm kê và đánh giá lại tài sản





## 2.1 PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN FCFF

- Giá trị doanh nghiệp = PV {dòng tiền tự do trong tương lai} = PV{FCFF}
- Ưu điểm: Phản ánh giá trị doanh nghiệp theo giá trị hoạt động liên tục
- Nhược điểm: Khó dự báo chính xác về dòng tiền trong tương lai.



# PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN FCFF

Giá trị hiện tại của FCFF

**Dòng tiền còn lại công ty (Free cash flow to the firm)**

:

$$\text{value of firm} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{FCFFirm}_t}{1 + \text{WACC}^t}$$

$$\text{WACC} = \frac{E}{E+D} r_e + \frac{D}{E+D} r_D \quad (1)$$

# PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN FCFF

FCFFirm, tăng trưởng đều

Mô hình một giai đoạn : (Gordon)

$$\text{Giá trị công ty} = \frac{\text{FCFF}_1}{\text{WACC} - g} + \frac{\text{FCFF}_0(1 - g)}{\text{WACC} - g}$$

Mô hình một giai đoạn : (Gordon)

**Ví dụ:** Công ty XYZ có FCFFirm 600,000\$, tỷ số nợ 30%. Giá trị thị trường của khoản nợ 3,500,000\$ và số lượng cổ phiếu thường phát hành 500,000. Thuế suất thuế thu nhập của công ty 40%. Suất sinh lời yêu cầu của cổ đông 14%, chi phí nợ 9% và giả sử tốc độ tăng trưởng 6%. Tính giá trị của công ty.

# PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN FCFF

## FCFFirm, tăng trưởng đều

Mô hình một giai đoạn : (Gordon)

$$WACC = (0.7 * 14\%) + (0.3 * 9\% * (1 - 0.4)) = 11.4\%$$

Giá trị của công ty

$$V = \frac{600,000(1 - 0.06)}{0.114 - 0.06} = 11,777,778$$

**Nội giá 1CP**

$$(11,777,778 - 3,500,000) / 500,000 = 16,555$$

# PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN FCFE

## Giá trị hiện tại của FCF

- Dòng tiền còn lại vốn cổ phần :

$$\text{value of equity} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{FCFE}_{\text{equity},t}}{1+r^t}$$

- Tỷ suất hiện giá đối với FCFF công ty là chi phí trung bình của vốn. Đối với FCFE vốn cổ phần, tỷ suất hiện giá là suất sinh lời yêu cầu của cổ đông.

**Giá trị vốn cổ phần = Giá trị của công ty – giá trị thị trường của khoản nợ**

# PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN FCFE

FCFEquity tăng trưởng đều

Mô hình một giai đoạn : (Gordon)

Giá trị vốn cổ phần

$$\text{value of equity} = \frac{\text{FCFE}_1}{r_e}$$

$$\text{value of equity} = \frac{\text{FCFE}_0 (1 + g)}{r_e - g}$$

# PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN FCFE

**Mô hình một giai đoạn : (Gordon)**

**Ví dụ :** Công ty ABC có FCFE<sub>equity</sub> 1.65\$ trên mỗi cổ phiếu, tỷ số nợ : 30%. Suất sinh lời kỳ vọng của danh mục đầu tư thị trường: 15%, lãi suất không rủi ro: 5%, hệ số beta của công ty: 1,1. Giả sử tốc độ tăng trưởng của FCFE<sub>equity</sub> là 6%, tính giá trị cổ phiếu của công ty ABC.

# PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN FCFE

FCFE<sub>equity</sub> tăng trưởng đều

**Mô hình một giai đoạn : (Gordon)**

**Ví dụ :** Công ty ABC có FCFE<sub>equity</sub> 1.65\$ trên mỗi cổ phiếu, tỷ số nợ : 30%. Suất sinh lời kỳ vọng của danh mục đầu tư thị trường: 15%, lãi suất không rủi ro: 5%, hệ số beta của công ty: 1,1. Giả sử tốc độ tăng trưởng của FCFE<sub>equity</sub> là 6%, tính giá trị cổ phiếu của công ty ABC.



# PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN FCFE

**Mô hình một giai đoạn : (Gordon) Ví dụ :**

$$r_e = 5\% + 1.1*(15\% - 5\%) = 16\%$$

$$\text{Giá trị VCSH} = [1.65*(1+6\%)] / (16\% - 6\%) = 17.49\$$$

# Xác định FCFFirm

• Ngân lưu tự do doanh nghiệp (*FCFF*) đo lường dòng tiền sau thuế tạo ra từ hoạt động của doanh nghiệp để phân phối cho các thành phần có quyền lợi (gồm cả chủ sở hữu và chủ nợ), mà không xem xét đến nguồn gốc huy động là nợ hay vốn chủ sở hữu.

• Ngân lưu tự do doanh nghiệp:



$$FCFF = EBIT(1 - tc) + DEPR - CAPEX - WC$$

$$FCFF = EBIT(1 - tc) - [(CAPEX - DEPR) + WC]$$

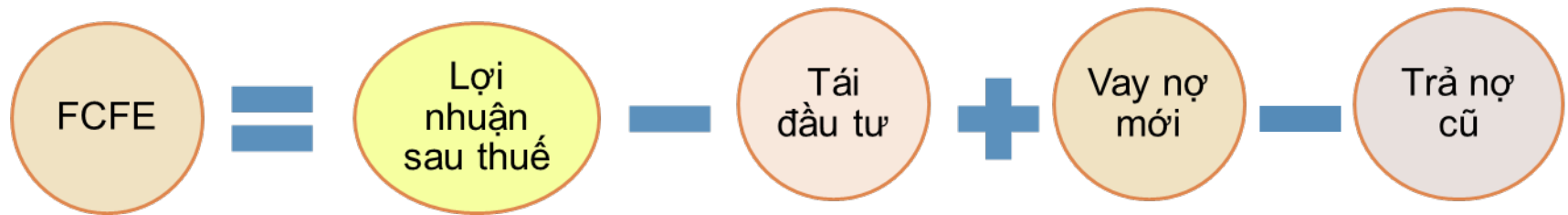
# Xác định FCFFirm

Các hạng mục trong *FCFF*:

$EBIT$	Lợi nhuận trước lãi vay và thuế (lấy từ báo cáo KQHĐKD)
$t_c$	Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp (bằng thuế TNDN phải nộp chia cho lợi nhuận trước thuế trong báo cáo KQHĐKD hay thuế suất theo Luật Thuế TNDN)
$EBIT*(1 - t_c)$	Lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp trong trường hợp không vay nợ. Đây là khoản ngân lưu vào của doanh nghiệp
Chi đầu tư mới	Đầu tư gộp vào tài sản cố định (lấy từ bảng cân đối kế toán và báo cáo ngân lưu) Đây là khoản ngân lưu ra của doanh nghiệp
Khấu hao	EBIT được tính trên cơ sở khấu trừ khấu hao.
Vốn lưu động	Tiền mặt và chứng khoán thanh khoản + Khoản phải thu + Hàng tồn kho – Chi phí phải trả (lấy từ bảng cân đối kế toán)
Thay đổi vốn lưu động	$Vốn\ lưu\ động_{Cuối\ kỳ} - Vốn\ lưu\ động_{Đầu\ kỳ}$

# Xác định FCFE

Ngân lưu tự do vốn chủ sở hữu bằng:



# FCFFirm

Mô hình hai giai đoạn : (Gordon)

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g_n)(1+WACC)^t}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_0(1+g_1)^t}{(1+r_e)^t} + \left[ \frac{1}{(1+r_e)^n} \right] \left[ \frac{D_{n+1}}{(r_e - g_2)} \right]$$

# FCFFirm

## Mô hình hai giai đoạn : (Gordon)

### Bài tập1 :

Trong năm qua, công ty Lambda có lợi nhuận trước thuế và lãi vay 20 triệu \$ (EBIT) (doanh thu 60 triệu \$). Khoản đầu tư vào vốn cố định 12 triệu \$ và khấu hao 8 triệu \$. Nhu cầu vốn lưu động chiếm 5% doanh thu. Theo Lambda thì lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT), khấu hao tài sản cố định và doanh số bán phải tăng 12% mỗi năm trong 5 năm tiếp đến. Sau 5 năm, tốc độ tăng doanh thu và EBIT phải ổn định ở mức 4%. Không có Khoản đầu tư vốn cố định và khấu hao đã hết. Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp là 40%. Chi phí trung bình trọng của vốn là 11% trong thời gian tăng trưởng cao và sau đó là 8%. Tính giá trị của Công ty Lambda.



# □ Phương pháp ñòngh giáù theo tỷ số P/E

$$V = (\text{Lợi nhuận kỳ vọng trên cổ phiếu}) \times (\text{Tỷ số P/E bình quân ngành})$$

Xác ñịnh tỷ số P/E

Gọi b là tỷ lệ lợi nhuận ñể lại  $\Rightarrow 1 - b =$  Tỷ lệ lợi nhuận ñược chia  $= D_1/E_1$ , trong ñó  $D_1, E_1$  lần lượt là cổ tức và lợi nhuận kỳ vọng trong thời kỳ 1. Do ñó:

$$\begin{aligned} & 1 - b = \frac{D_1}{E_1} \Rightarrow (1 - b) E_1 = D_1 \\ \text{Mà } P &= \frac{D_1}{(r_e - g)} + \frac{(1 - b) E_1}{(r_e - g)} \Rightarrow \frac{P}{E_1} = \frac{(1 - b)}{(r_e - g)} \end{aligned}$$

$$\frac{P}{E} = \frac{P}{E_1} \cdot \frac{(1 - b)}{(r_e - g)}$$



# Ví dụ minh họa phương pháp đánh giá theo tỷ số P/E

## Cổ phiếu VINATRANS

Mệnh giá = 100.000 đồng,  $r_e = 20\%$ ,  $g = 10\%$

Số lượng phát hành = 80.000, EPS kỳ vọng = 75.000 đồng

Công ty sử dụng 100% lợi nhuận để trả cổ tức

Tỷ số PE =  $(1 - b)/(r_e - g) = (1 - 0)/(0,2 - 0,1) = 10$

Giá cổ phiếu =  $75.000 \times 10 = 750.000$  đồng

## Cổ phiếu BIBICA

Mệnh giá = 10.000 đồng,  $r_e = 15\%$ ,  $g = 10\%$

Số lượng phát hành = 5.600.000, EPS kỳ vọng = 2.400 đồng

Công ty sử dụng 40% lợi nhuận để trả cổ tức

Tỷ số PE =  $(1 - b)/(r_e - g) = (1 - 0,6)/(0,15 - 0,1) = 8$

Giá cổ phiếu =  $2.400 \times 8 = 19.200$  đồng

# 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: Phù hợp với các công ty chưa niêm yết
- Nhược điểm: Khó tìm được các doanh nghiệp hoàn toàn tương đồng.



# PHƯƠNG PHÁP DỰA VÀO BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

- Giá trị doanh nghiệp = Giá trị TS trên BCĐKT
- Ưu điểm: Đơn giản
- Nhược điểm: Không chính xác do giá trị tài sản trên bảng cân đối kế toán chỉ là giá phí ban đầu của các tài sản.



# 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: Đơn giản
- Nhược điểm: Phản ánh giá trị doanh nghiệp tại trạng thái tĩnh trong khi doanh nghiệp hoạt động liên tục.



### 3. Tổng quan về quản trị công ty

Quản trị công ty là một tuyên ngôn mang tính nguyên tắc về những thông lệ quản trị của công ty. Mục đích của quy tắc Quản trị công ty là nhằm giúp cho cơ cấu quản trị của công ty được minh bạch và thể hiện sự cam kết của công ty trong việc Quản trị công ty hiệu quả và sự cam kết của công ty trong việc xây dựng và đẩy mạnh sự phát triển công ty

# 3. Tổng quan về quản trị công ty

1. Mô hình quản lý có trách nhiệm và dựa trên các giá trị kinh doanh.
2. Một Hội đồng quản trị và Ban giám đốc điều hành phục vụ những lợi ích cao nhất của công ty và các cổ đông, bao gồm cả các cổ đông nhỏ lẻ và tìm cách làm gia tăng giá trị cho các cổ đông một cách bền vững.
3. Việc công khai thông tin một cách phù hợp và đảm bảo tính minh bạch

### 3. Tổng quan về quản trị công ty

- Các vấn đề chung trong Quản trị công ty:
- Những mục đích và mục tiêu của công ty
- Mối quan hệ giữa các cổ đông và Hội đồng quản trị

- Mối quan hệ giữa Hội đồng quản trị và Tổng giám đốc hoặc Ban giám đốc điều hành
- Mối quan hệ giữa các cổ đông chi phối và các cổ đông nhỏ lẻ.

### 3. Tổng quan về quản trị công ty

- Các thông lệ tốt liên quan đến Hội đồng quản trị:
- Cơ cấu thành phần, bao gồm cả các thành viên Hội đồng quản trị độc lập
- Số lượng thành viên và cơ cấu của các tiểu ban
- Thủ tục làm việc
-



# Tổng quan về quản trị công ty

- Về việc tổ chức và điều hành ĐHĐCĐ
- Bảo vệ các cổ đông nhỏ lẻ
- Công khai giao dịch của các bên liên quan
- Chính sách cổ tức của công ty.
- Các vấn đề liên quan đến sự công khai và tính minh bạch:
  - Chức năng kiểm soát nội bộ, bao gồm cả việc quản lý rủi ro
  - Chính sách về việc sử dụng các dịch vụ tư vấn
  - Các chính sách và chuẩn mực kế toán
  - Công khai các báo cáo tài chính và những thông tin quan trọng liên quan tới công ty

# Đo lường giá trị gia tăng

**Phương pháp EVA (Economic Value Added)**

**Phương pháp MVA (Market Value Added)**

# Đo lường giá trị gia tăng

MVA được xác định bằng:

Giá trị thị trường của DN - Giá trị sổ sách.

Hay  $MVA = \text{Giá cổ phiếu} \times \text{Số lượng cổ phiếu đang lưu hành} - \text{Giá trị sổ sách của các cổ phiếu.}$

$MVA = \text{giá trị thị trường của công ty} - \text{tổng vốn}$

MVA thường được sử dụng để đánh giá thành tích của các nhà quản lý công ty. Hoạt động của các nhà quản lý đem lại hiệu quả cho công ty và tối đa hóa được giá trị cổ phiếu nếu đem lại giá trị gia tăng càng lớn.

# Đo lường giá trị gia tăng

## Tính toán EVA

### Cơ sở xác định EVA :

$$EVA = NOPAT - (TC \times WACC)$$

- NOPAT (Net Operating Profit after tax): Lợi nhuận trước lãi vay và sau thuế = Lợi nhuận sau thuế + lãi vay x ( 1- thuế suất thuế TNDN)

- TC: (Total capital): Vốn đầu tư xác định bằng tổng tài sản bình quân trên bảng cân đối kế toán.

-WACC: Lãi suất sử dụng vốn bình quân gia quyền theo tỷ trọng các nguồn vốn ( bao gồm cả vốn vay và vốn chủ) <sup>(2)</sup>.

# Đo lường giá trị gia tăng

Thí dụ, công ty B có lợi nhuận hoạt động sau thuế (NOPAT) năm 2006 là \$200 000 với tổng vốn đầu tư là 2 triệu USD, chi phí sử dụng vốn trung bình WACC bằng 8.5% thì giá trị kinh tế gia tăng (EVA) của công ty B năm 2006 được tính bằng:  $\$200\ 000 - (8.5\% * 2\ 000\ 000) = \$30\ 000$ . Con số \$30 000 đại diện một khoản tương đương 1.5% tổng vốn đầu tư của công ty B, là thước đo tiêu chuẩn đối với giá trị mà doanh nghiệp thật sự tạo ra cho các cổ đông của mình sau khi đã trừ đi chi phí sử dụng vốn.