

Bài 22: Ví dụ định giá doanh nghiệp dựa vào
ngân lưu

Phân tích Tài chính
Học Kỳ Xuân, 2012

Bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp

	2008	2007	Tỷ VND Thay đổi
Tiền	30	72	-42
Khoản phải thu	462	420	42
Hàng tồn kho	420	390	30
Cộng tài sản ngắn hạn	912	882	30
Tài sản cố định, nguyên giá	1440	1260	180
Khấu hao tích lũy	-768	-696	-72
Tài sản cố định, ròng	672	564	108
Tổng tài sản	1584	1446	138
Khoản phải trả	54	45	9
Vay ngắn hạn	102	96	6
Chi phí phải trả	195	180	15
Cộng nợ ngắn hạn	351	321	30
Nợ dài hạn (trái phiếu)	255	225	30
Cộng nợ	606	546	60
Vốn góp	180	180	0
Lợi nhuận giữ lại	798	720	78
Cộng vốn chủ sở hữu	978	900	78
Tổng nợ và vốn CSH	1584	1446	138

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh

	Tỷ VND	
	2008	2007
Doanh thu	1560	1440
Giá vốn hàng bán	780	750
Lãi gộp	780	690
Chi phí kinh doanh	570	540
Chi phí khấu hao	72	60
Lợi nhuận từ kinh doanh	138	90
Lợi nhuận khác	12	15
EBIT	150	105
Chi phí lãi vay	24	30
Lợi nhuận trước thuế	126	75
Thuế thu nhập doanh nghiệp	36	18
Lợi nhuận ròng	90	57
Chi trả cổ tức	12	15
Lợi nhuận giữ lại	78	42

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

	Tỷ VND
	2008
Hoạt động kinh doanh	
Lợi nhuận ròng	90
Khấu hao	72
Tăng khoản phải trả	9
Tăng chi phí phải trả	15
- Tăng khoản phải thu	-42
- Tăng hàng trong kho	-30
<i>Ngân lưu ròng từ hoạt động k. doanh</i>	114
Hoạt động đầu tư	
Bán thanh lý tài sản cố định	0
Mua tài sản cố định	-180
<i>Ngân lưu ròng từ hoạt động đầu tư</i>	-180
Hoạt động tài chính	
Vay nợ ngắn hạn	6
Chi trả cổ tức	-12
Vay nợ dài hạn	30
<i>Ngân lưu ròng từ hoạt động t. chính</i>	24
Tổng ngân lưu ròng	-42
Tồn quỹ đầu kỳ	72
Tồn quỹ cuối kỳ	30

Mô hình chiết khấu cổ tức

- ◆ Số cổ phần
 - ✓ $n_s = 15$ (triệu)
- ◆ Lợi nhuận bình quân một cổ phần:
 - ✓ $EPS = NI/n_s = 90 \cdot 1000 / 15 = 6000$ (đ)
- ◆ Suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu
 - ✓ $ROE = NI/E = 90 / [(978 + 900) / 2] = 9,58\%$
- ◆ Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại
 - ✓ $\theta = 1 - Div/NI = 1 - 12/90 = 0,867$
- ◆ Tốc độ tăng trưởng
 - ✓ $g = ROE \cdot \theta = 9,58\% \cdot 0,867 = 8,31\%$
- ◆ Cổ tức
 - ✓ $D_0 = Div/n_s = 12 \cdot 1000 / 15 = 800$ (đ)
- ◆ Chi phí vốn chủ sở hữu
 - ✓ $r_e = r_f + \beta(r_M - r_f) = 8,81\% + 0,6 \cdot 10,67\% = 15,21\%$
- ◆ Giá trị cổ phần
 - ✓ $P = D_0 \cdot (1 + g) / (r_e - g) = 12.548$ (đ)

Cơ cấu và chi phí vốn

- ◆ Vốn chủ sở hữu: Vốn góp + Lợi nhuận giữ lại
- ◆ Nợ vay: Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn
- ◆ Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp: $t_c = 25\%$
- ◆ Cơ cấu vốn

	2008	2007
Vốn chủ sở hữu, E	978	900
Nợ vay, D	357	321
$E/(D+E)$	73,3%	73,7%
$D/(D+E)$	26,7%	26,3%

- ◆ Chi phí vốn
 - ✓ $r_E = 15,21\%$
 - ✓ $r_D = \text{Lãi vay}/\text{Nợ bình quân} = 24 / [(357 + 321) / 2] = 7,08\%$
 - ✓ $WACC = 12,56\%$

Lợi nhuận và suất sinh lợi trên vốn

- ◆ Lợi nhuận trước lãi vay và thuế
 - ✓ $EBIT_0 = 150$ (tỷ VND)
- ◆ Lợi nhuận sau thuế nếu doanh nghiệp không vay nợ
 - ✓ $EBIT_0(1 - t_c) = 150 \times (1 - 25\%) = 112,5$ (tỷ VND)
- ◆ Suất sinh lợi trên vốn
 - ✓ $ROC = EBIT_0(1 - t_c) / (\text{Vốn CSH } b/q + \text{Nợ vay } b/q)$
 $= 112,5 / [(978 + 900) / 2 + (357 + 321) / 2] = 8,80\%$

Vốn lưu động (không kể tiền mặt)

- ◆ Vốn lưu động (tỷ VND)

	<u>2008</u>	<u>2007</u>
Khoản phải thu	462	420
Tồn kho	420	390
Khoản phải trả	54	45
Chi phí phải trả	195	180
Vốn lưu động	633	585

- ◆ Thay đổi vốn lưu động:
 - ✓ $\Delta WC = 633 - 585 = 48$ tỷ VND

Tái đầu tư và tăng trưởng

- ◆ Chi đầu tư mới
 - ✓ $Inv = 180$ (tỷ VND)
- ◆ Khấu hao
 - ✓ $Dep = 72$ (tỷ VND)
- ◆ Thay đổi vốn lưu động
 - ✓ $\Delta WC = 48$ (tỷ VND)
- ◆ Mức tái đầu tư
 - ✓ $ReInv = Inv - Dep + \Delta WC = 180 - 72 + 48 = 156$ (tỷ VND)
- ◆ Tỷ lệ tái đầu tư
 - ✓ $ReInv\% = ReInv/[EBIT(1 - t_c)] = 156/112,5 = 138,67\%$
- ◆ Tốc độ tăng trưởng
 - ✓ $g = ROC * ReInv\% = 8,8\% * 138,67\% = 12,2\%$

Mô hình 3 giai đoạn

- ◆ Giai đoạn tăng trưởng nhanh dựa vào xu thế hiện tại tồn tại trong 5 năm tới.
- ◆ Từ năm thứ 11, doanh nghiệp bước vào giai đoạn tăng trưởng ổn định với tốc độ $g_{sh} = 3\%$.
 - ✓ ROC ổn định vẫn bằng 8,8%
 - ✓ Tỷ lệ tái đầu tư ổn định: $3\%/8,8\% = 34,08\%$
- ◆ Giai đoạn chuyển tiếp (năm thứ 6 đến 10) có tốc độ tăng trưởng và tỷ lệ tái đầu tư giảm dần đều

Ngân lưu tự do doanh nghiệp											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Tốc độ tăng	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	10.7%	9.1%	7.6%	6.1%	4.5%	3.0%
Tỷ lệ tái đầu tư	138.7%	138.7%	138.7%	138.7%	138.7%	121.2%	103.8%	86.4%	68.9%	51.5%	34.1%
EBIT	168.3	188.9	211.9	237.8	266.8	295.3	322.3	346.8	367.8	384.5	396.0
EBIT(1 – t _c)	126.2	141.6	158.9	178.3	200.1	221.5	241.7	260.1	275.8	288.4	297.0
FCFF	-48.8	-54.8	-61.5	-69.0	-77.4	-47.0	-9.2	35.4	85.7	139.8	195.8
PV(FCFF)	-43.4	-43.2	-43.1	-43.0	-42.8	-23.1	-4.0	13.7	29.5	42.8	
Giá trị kết thúc										2,047.1	
PV(Giá trị kết thúc)										626.8	
Giá trị tài sản kinh doanh =							470.4				
Giá trị tiền mặt =							30.0				
Giá trị doanh nghiệp =							500.4				
Giá trị vốn chủ sở hữu =							143.4				
Giá trị/1 cổ phần, P =							9,556.9				