

## *Chương 2*

# Định giá cổ phiếu : Các phương pháp định giá

**Định giá theo dòng cổ tức và  
dòng tiền thuần**

# Giới thiệu

## **Mục đích** nhằm:

- ❖ **Lựa chọn phương pháp phù hợp để định giá công ty ;**
- ❖ **Dự kiến dòng cổ tức để hiện tại hóa;**
- ❖ **Xác định suất sinh lời hiện tại hóa thích hợp**

# Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức

## Dòng tiền kỳ vọng :

**Ba định nghĩa dòng tiền tương lai cho các phương pháp định giá cổ phiếu:**

- ❖ **cổ tức,**
- ❖ **dòng tiền còn lại,**
- ❖ **lợi nhuận còn lại.**

# Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức

## Cổ tức :

- ❖ Nhiều nhà phân tích xem cổ tức có mối quan hệ với giá trị thực của công ty trong dài hạn: vì nó ít biến động hơn lợi nhuận hiện hành.
- ❖ Việc sử dụng mô hình **DDM** có vẻ phù hợp đối với những công ty có khả năng sinh lời và ở giai đoạn trưởng thành, và không tiến triển trong những ngành đang tăng trưởng nhanh.
- ❖ Bối cảnh này được giải thích đối với:
  - Các công ty thường chi trả cổ tức trong quá khứ,
  - Chính sách cổ tức rõ ràng và gắn liền với lợi ích của công ty,
  - Triển vọng chấp nhận tình trạng của các cổ đông thiểu số, những cổ đông không có sự ảnh hưởng đến việc phân phối vốn.

# Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần

## Dòng tiền còn lại (FCF)

Dòng tiền còn lại của công ty (FCF<sub>Firm</sub>): dòng tiền được tạo ra từ chu kỳ sản xuất kinh doanh của công ty và phân tái đầu tư trong quá trình sản xuất là cần thiết để hoạt động sản xuất kinh doanh được bền vững.

**Dòng tiền thuần công ty** : Lợi nhuận hoạt động kinh doanh - Vốn đầu tư (capital expenditures)

## Dòng tiền còn lại thuộc vốn cổ phần

**Dòng tiền vốn cổ phần** : Lợi nhuận hoạt động kinh doanh - Vốn đầu tư - khoản trả cho trái chủ, người cho vay và cổ đông ưu đãi.

# Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần

## Free cash flows

- ❖ Các phương pháp dựa vào FCF được sử dụng nhiều trong trường hợp nó độc lập với chính sách cổ tức và cơ cấu vốn.
- ❖ Sử dụng các phương pháp này là thích hợp khi tồn tại các cổ đông đa số kiểm soát công ty.
- ❖ Phương pháp này cũng hữu ích đối với những cổ đông thiểu số trong trường hợp công ty có thể được mua với giá thị trường bằng với giá của phần tham gia kiểm soát công ty.

# Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần

## Free cash flows

- ❖ Trong một vài trường hợp, việc áp dụng phương pháp dựa vào FCF có vẻ khó khăn.
- ❖ Những công ty có một khoản đầu tư thường xuyên có thể có FCF âm trong nhiều năm: những khoản chi ra và sự ước tính trở nên khó khăn.
- ❖ Những phương pháp dựa vào FCF thích hợp đối với :
  - Những công ty không thường xuyên trả cổ tức;
  - Những công ty có cổ tức nhưng không liên hệ một cách rõ ràng với lợi ích của công ty;
  - Những công ty có FCF tương ứng với khả năng sinh lãi;
  - Triển vọng đánh giá gắn liền với các cổ đông đa số kiểm soát công ty.

# Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần

## Lợi nhuận còn lại (residual income)

- ❖ Lợi nhuận còn lại là khoản chênh lệch giữa lợi nhuận và mức lợi tức yêu cầu (suất sinh lời yêu cầu) của người đầu tư.
- ❖ Suất sinh lời yêu cầu là chi phí cơ hội của người cung cấp vốn. Lợi nhuận còn lại là phần lợi nhuận mà công ty có khả năng tạo ra lớn hơn chi phí này.
- ❖ Giá trị vốn chủ sở hữu của công ty bằng tổng giá trị kế toán của cổ phiếu và hiện giá của lợi nhuận còn lại trong tương lai.



# Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần

## Lợi nhuận còn lại

- ❖ Cách tiếp cận dựa trên lợi nhuận còn lại có thể được ứng dụng đối với công ty có FCF âm, và đối với các công ty có trả hoặc không trả cổ tức.
- ❖ Đôi khi việc sử dụng kỹ thuật này có thể gặp khó khăn trong trường hợp cần thiết thực hiện việc phân tích chi tiết các tài khoản điều chỉnh của công ty.
- ❖ Nhà quản lý có thể sử dụng các tài khoản điều chỉnh để điều chỉnh các biến kết quả của niên độ.

# Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần

## Lợi nhuận còn lại

- ❖ Nếu kế toán không minh bạch, hoặc nếu chất lượng của các báo cáo tài chính thấp thì việc xác định lợi nhuận còn lại có vẻ khó khăn.
- ❖ Việc tính lợi nhuận còn lại phù hợp đối với :
  - Những công ty không thường xuyên trả cổ tức;
  - Những công ty có FCF âm.

# Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần

**Xác định suất sinh lời yêu cầu của vốn chủ sở hữu**

**Chi phí vốn chủ sở hữu được sử dụng đối với :**

- ❖ Các phương pháp dựa vào hiện giá dòng cổ tức;
- ❖ Các phương pháp dựa vào FCF Vốn cổ phần;
- ❖ Các phương pháp dựa vào lợi nhuận còn lại

**Chi phí vốn được sử dụng đối với:**

- ❖ Các phương pháp dựa vào FCF Công ty

# Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần

**Xác định suất sinh lời yêu cầu của vốn chủ sở hữu**

**Ba cách tiếp cận được sử dụng để xác định chi phí vốn chủ sở hữu :**

- 1. CAPM,**
- 2. APT, hoặc mô hình đa nhân tố.**
- 3. Cộng thêm phần thưởng rủi ro vào suất sinh lời trái phiếu của công ty.**

# Xác định suất sinh lời yêu cầu của vốn chủ sở hữu

## Sử dụng mô hình CAPM

Chi phí vốn chủ sở hữu (vốn cổ phần) :

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

Ước tính gần đúng:

Chi phí vốn chủ sở hữu = lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn + [(beta tài sản) \* suất sinh lời kỳ vọng của chỉ số thị trường – lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn )]

# Xác định suất sinh lời yêu cầu của vốn chủ sở hữu

## Sử dụng mô hình APT

**Fama-French (1992 và 1993) với 3 nhân tố :**

- 1. Suất sinh lời tăng thêm của chỉ số thị trường (RMRF),**
- 2. Nhân tố quy mô (SMB),**
- 3. Nhân tố giá trị kế toán/giá thị trường**

# Xác định suất sinh lời yêu cầu của vốn chủ sở hữu

**Burmeister, Roll et Ross (1994) với 5 nhân tố :**

- 1. Nhân tố lòng tin** của người đầu tư,
- 2. Nhân tố thời gian,**
- 3. Nhân tố lạm phát,**
- 4. Nhân tố chu kỳ kinh tế ,**
- 5. Nhân tố thị trường-timing (market-timing).**

# Xác định suất sinh lời yêu cầu của vốn chủ sở hữu

Cách tiếp cận của Burmeister, Roll et Ross (1994) với 5 nhân tố.

Facteurs	Prime de risque
Confidence risk	2.59%
Time horizon risk	0.66%
Inflation risk	4.32%
Business-cycle risk	1.49%
Market-timing risk	3.61%



# Xác định suất sinh lời yêu cầu của vốn chủ sở hữu

**Ví dụ** : Tính suất sinh lời hiện tại hóa thích hợp của chứng khoán AA : Lãi suất trái phiếu kho bạc 5%,

Facteurs	Prime de risque	Sensibilité au facteur
Confidence risk	2.59%	0.2
Time horizon risk	0.66%	0.68
Inflation risk	4.32%	(-0.23)
Business-cycle risk	1.49%	1.29
Market-timing risk	3.61%	0.78

$$\begin{aligned} E(R_a) &= 5\% + (0.2 \cdot 2.59\%) + (0.68 \cdot 0.66\%) \\ &\quad + (-0.23 \cdot 4.32\%) + (1.29 \cdot 1.49\%) \\ &\quad + (0.78 \cdot 3.61\%) = 9.72\% \end{aligned}$$

# Xác định suất sinh lời yêu cầu của vốn chủ sở hữu

**Những vấn đề** đối với số liệu trong quá khứ :

- ❖ Có thể có những lệch lạc hoặc sai biệt
- ❖ Phần thưởng rủi ro biến đổi theo thời gian

**Giải pháp:** sử dụng số liệu đặc biệt

**Mô hình của Gordon (Gordon Growth Model)**

**Chi phí vốn chủ sở hữu** = suất sinh lời dự kiến năm của chỉ số thị trường + tốc độ tăng của lợi nhuận dài hạn - lãi suất của trái phiếu chính phủ dài hạn

# Xác định suất sinh lời yêu cầu của vốn chủ sở hữu

**LS của trái phiếu cộng thêm phần thưởng rủi ro**

**Phương pháp dựa vào việc cộng thêm phần thưởng rủi ro (thông thường từ 3% đến 4%) vào lãi suất của khoản nợ (bất kể nó được trao đổi hay không).**

# Định giá dựa vào dòng cổ tức

Sử dụng phương pháp hiện giá cổ tức

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{(1 + k)}$$
$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + k)^t} + \frac{P_n}{(1 + k)^n}$$

Suất sinh lời yêu cầu

$$k = \left( \frac{D_1 + P_1}{P_0} \right) - 1, \text{ hay } k = \frac{D_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

# Định giá dựa vào dòng cổ tức

Sử dụng phương pháp hiện giá cổ tức tăng đều (Gordon)

$$P_0 = \frac{D_0 \times (1 + g)}{(k - g)} = \frac{D_1}{(k - g)}$$

Suất sinh lời yêu cầu :

$$k = R_f + [E(R_M) - R_f] \beta_i$$

Tốc độ tăng trưởng :

$$\frac{P_0 \times k - D_0}{P_0 + D_0}$$

# Định giá dựa vào dòng cổ tức

**Xác định giá trị hiện tại của những cơ hội tăng trưởng**

**Không tăng trưởng :**

Giá trị của cổ phiếu không tăng trưởng =  $D/k_p$

**Tỷ lệ tăng trưởng :**

Giá trị =  $(E/k) + PVGO$

$(E/k)$  : Giá trị của tài sản

PVGO : Giá trị của những cơ hội đầu tư tương lai

# Định giá dựa vào dòng cổ tức

Xác định giá trị hiện tại của những cơ hội tăng trưởng

## Ví dụ

Cổ phiếu của công ty BBB được bán với giá 52\$ có lợi tức cổ phiếu EPS 4\$ và suất sinh lời yêu cầu 11%. Tính PVGO so với giá thị trường theo tỷ lệ phần trăm.

$$52 = 4/0.11 + \text{PVGO}, \text{ từ đó } \text{PVGO} = 15.64$$

$$(\text{PVGO}/\text{Prix}) = (15.64/52) = 0.3 = 30\%$$

# Định giá dựa vào dòng cổ tức

Sử dụng mô hình Gordon và tỷ số Price Earnings

$$\text{Justified leading P/E} = \frac{P_0}{E_1} = \frac{D_1/E_1}{k-g} = \frac{(1-b)}{k-g}$$
$$\text{Justified trailing P/E} = \frac{P_0}{E_0} = \frac{D_0 \times (1+g)/E_0}{k-g} = \frac{(1-b) \times (1+g)}{k-g}$$



# Định giá dựa vào dòng cổ tức

## Sử dụng mô hình Gordon và tỷ số Price Earnings

### Ví dụ

Tính tỷ số P/E điều chỉnh của công ty Oméga từ những số liệu sau :

- ❖ Giá cổ phiếu hiện hành : 15\$
- ❖ Lợi nhuận hiện hành (năm) : 4\$
- ❖ Cổ tức hiện hành : 1\$
- ❖ Tốc độ tăng cổ tức : 3%
- ❖ Lãi suất không rủi ro : 5%
- ❖ Phần thưởng rủi ro : 5%
- ❖ Beta (vs. S&P 500) : 0.8

# Định giá dựa vào dòng cổ tức

## Sử dụng mô hình Gordon và tỷ số Price Earnings

### Ví dụ :

$$\text{Suất sinh lời yêu cầu : } 5\% + (5\%)*0.8 = 9\%$$

$$\text{Tỷ lệ lợi nhuận tái đầu tư } b = \frac{3}{4} = 0.75$$

$$\text{Tỷ lệ lợi nhuận phân phối} = 0.25$$

$$\text{Justified leading P/E} = (1-b)/(k-g) = 0.25/(0.09-0.03)=4.2$$

$$\begin{aligned}\text{Justified trailing P/E} &= (1-b)*(1+g)/(k-g) \\ &= 0.25*1.03/(0.09-0.03) = 4.3\end{aligned}$$

# Định giá dựa vào dòng cổ tức

Sử dụng mô hình Gordon và tỷ số Price Earnings

**Những hạn chế của mô hình Gordon :**

- 1. Việc đánh giá phụ thuộc rất nhiều vào tốc độ tăng trưởng;**
- 2. Mô hình này có thể khó được áp dụng cho những chứng khoán không trả cổ tức;**
- 3. Một vài tốc độ tăng trưởng khó dự đoán được nên mô hình này không thích hợp với việc đánh giá.**

# Định giá dựa vào dòng cổ tức

Sử dụng mô hình tăng trưởng nhiều giai đoạn :

**Mô hình ba giai đoạn :**

1. Giai đoạn tăng trưởng ban đầu;
2. Giai đoạn chuyển tiếp;
3. Giai đoạn chín muồi .

**Mô hình hai giai đoạn**

**Hai loại mô hình :**

1. Mô hình với tốc độ tăng trưởng ổn định
2. Mô hình với tốc độ tăng trưởng giảm dần theo đường thẳng (Mô hình H)

# Định giá dựa vào dòng cổ tức

Sử dụng mô hình tăng trưởng nhiều giai đoạn :

Mô hình hai giai đoạn :

Mô hình với tốc độ tăng trưởng ổn định

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_0 (1 + g_S)^t}{(1 + k)^t} + \frac{D_0 (1 + g_S)^n \times (1 + g_L)}{(1 + k)^n \times (k - g_L)}$$

Ví dụ : cổ tức hiện hành = 1\$; suất sinh lời yêu cầu = 8%;  $g_S = 10\%$  trong 3 năm; tốc độ tăng trưởng sau 3 năm = 6%.

$$P_0 = 59.12\$$$

# Định giá dựa vào dòng cổ tức

Vấn đề xảy ra đối với công ty không trả cổ tức :

Giá trị của một công ty không trả cổ tức được xác định căn cứ vào các tốc độ tăng trưởng lợi nhuận kỳ vọng và tỷ lệ phân phối lợi nhuận của những công ty có thể so sánh.

# Định giá dựa vào dòng cổ tức

**Ví dụ :** Công ty ACX không trả cổ tức, EPS là 1\$ và giá sử tốc độ tăng trưởng là 20% trong 5 năm đầu, sau 5 năm công ty phải trả 30% lợi nhuận dưới dạng cổ tức và có tốc độ tăng trưởng là 8%. Suất sinh lời yêu cầu là 12%. Tính giá trị của ACX.

$$P_0 = \frac{(D_6 / (k - g_L))}{(1 + k)^5} = 10.64$$

$$D_6 = 1 \times (1.2)^5 \times (0.3) = 0.75$$

# Định giá dựa vào dòng cổ tức

**Mô hình với tốc độ tăng trưởng giảm dần theo đường thẳng**  
(Mô hình H)

$$P_0 = \frac{[D_0 \times (1 + g_L)] + [D_0 \times H (g_S - g_L)]}{k - g_L}$$

**H: (t/2) : một nửa thời gian của giai đoạn tăng trưởng mạnh.**

**t : khoảng thời gian của giai đoạn tăng trưởng mạnh**



# Định giá dựa vào dòng cổ tức

**Ví dụ** : DDD trả cổ tức 1\$. Tốc độ tăng trưởng là 30% và giả sử giảm dần trong 10 năm và sau đó giữ ở mức ổn định 8%. suất sinh lời yêu cầu là 12%. Tính giá trị của DDD.

$$P_0 = \frac{[1 \times (1 + 0.08)] + [1 \times \left(\frac{10}{2}\right) (0.3 - 0.08)]}{0.12 - 0.08} = 54.5$$

# Định giá dựa vào dòng cổ tức

Sử dụng những mô hình để xác định suất sinh lời yêu cầu :

Từ mô hình tăng trưởng Gordon

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

Từ mô hình H

$$k = \left[ \left( \frac{D_0}{P_0} \right) \times \left\{ (1 + g_L) + [H \times (g_S - g_L)] \right\} \right] + g_L$$

# Định giá dựa vào dòng cổ tức

Sử dụng những mô hình để xác định suất sinh lời yêu cầu :

Những **ưu điểm** của mô hình nhiều giai đoạn :

- 1. Có tính linh hoạt cao về mặt lựa chọn các phương án**
- 2. Các mô hình có thể được sử dụng để xác định giá trị của chứng khoán hay giá trị của một công ty cũng như xác định suất sinh lời yêu cầu.**
- 3. Dễ áp dụng và dễ thay đổi các tham số.**
- 4. Mô hình dễ sử dụng nhờ vào bảng tra.**

# Định giá dựa vào dòng cổ tức

Sử dụng các mô hình để xác định suất sinh lời yêu cầu :

**Hạn chế :**

- 1. Mức độ chính xác tùy thuộc vào sự ước tính và dự đoán các tham số.**
- 2. Sự ước tính rất nhạy cảm với các giả thiết tăng trưởng và suất sinh lời, các tham số thường rất khó ước tính.**

# Định giá dựa vào dòng cổ tức

**Xác định tốc độ tăng trưởng có thể đạt được**

Tăng trưởng có thể đạt được :

$$g = b \times ROE$$

Tốc độ tăng trưởng, lợi nhuận giữ lại và ROE :

$$ROE = \frac{\text{net income}}{\text{stockholder's equity}}$$
$$ROE = \left( \frac{\text{net income}}{\text{sales}} \right) \times \left( \frac{\text{sales}}{\text{total assets}} \right) \times \left( \frac{\text{average total assets}}{\text{stockholder's equity}} \right)$$

# Định giá dựa vào dòng cổ tức

Tốc độ tăng trưởng, lợi nhuận giữ lại và ROE :

$$ROE = \frac{\text{net income}}{\text{stockholders' equity}}$$

$$ROE = \left( \frac{\text{net income}}{\text{sales}} \right) \times \left( \frac{\text{sales}}{\text{total assets}} \right) \times \left( \frac{\text{average total assets}}{\text{stockholders' equity}} \right)$$

$$g = \left( \frac{\text{net income} - \text{dividends}}{\text{net income}} \right) \times \left( \frac{\text{net income}}{\text{sales}} \right) \times \left( \frac{\text{sales}}{\text{total assets}} \right) \times \left( \frac{\text{average total assets}}{\text{stockholders' equity}} \right)$$

# Định giá dựa vào dòng tiền thuần -FCF

## Định nghĩa

**Dòng tiền còn lại công ty (Free cash flow to the firm) :** nguồn tiền có sẵn dành cho những người đầu tư vào công ty (cổ đông thường, trái chủ và cổ đông ưu đãi). Đó là phần còn lại của **dòng tiền từ hoạt động kinh doanh** trừ **dòng tiền được đầu tư**.

**Dòng tiền còn lại vốn cổ phần (Free cash flow to equity) :** nguồn tiền sẵn có dành cho những cổ đông. Đó là chênh lệch giữa **dòng tiền từ hoạt động kinh doanh** với **số tiền được dùng đầu tư** và **số tiền chi trả cho các chủ nợ**

# Định giá dựa vào dòng tiền thuần -FCF

Giá trị hiện tại của FCF

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

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

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

$$\text{WACC} = \frac{E}{E + D} \times k + \frac{D}{E + D} \times k_D \times (1 - t)$$



# Định giá dựa vào dòng tiền thuần -FCF

Giá trị hiện tại của FCF

**Dòng tiền còn lại vốn cổ phần :**

$$\text{value of equity} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{FCFE}_{\text{Equity } t}}{(1+k)^t}$$

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

# Định giá dựa vào dòng tiền thuần -FCF

**FCFFirm, FCFEquity và tăng trưởng**

**Mô hình một giai đoạn :**

$$\begin{aligned}\text{Giá trị của công ty} &= \text{FCFFirm}_1 / (\text{WACC} - g) \\ &= (\text{FCFFirm}_0 * (1 + g)) / (\text{WACC} - g)\end{aligned}$$

**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.

$$\text{WACC} = (0.7 * 0.14) + (0.3 * 0.09 * (1 - 0.4)) = 11.4\%$$

$$\text{Giá trị của công ty} = 600,000 * 1.06 / (0.114 - 0.06) = 11,777,778$$

# Định giá dựa vào dòng tiền thuần -FCF

**FCFFirm, FCFEquity và tăng trưởng**

**Mô hình một giai đoạn :**

$$\begin{aligned}\text{Giá trị vốn cổ phần} &= \text{FCFEquity}_1 / (k-g) \\ &= \text{FCFEquity}_0 * (1+g) / (k-g)\end{aligned}$$

**Ví dụ :** Công ty ABC có FCFEquity 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 FCFEquity là 6%, tính giá trị cổ phiếu của công ty ABC.

# Định giá dựa vào dòng tiền thuần -FCF

FCFFirm, FCFEquity và tăng trưởng

**Mô hình một giai đoạn :**

$$\begin{aligned}\text{Giá trị của vốn cổ phần} &= \text{FCFEquity}_1 / (k-g) \\ &= \text{FCFEquity}_0 * (1+g) / (k-g)\end{aligned}$$

**Ví dụ :**

$$R = 0.05 + (1.1 * 0.1) = 16\%$$

$$P = 1.65 * 1.06 / (0.16 - 0.06) = 17.49\$$$

# Định giá dựa vào dòng tiền thuần -FCF

Xác định FCFFirm

**FCFFirm từ lợi nhuận sau thuế:**

$$\text{FCFFirm} = \text{NI} + \text{NCC} + [\text{Int} * (1 - \text{thuế suất})] - \text{FCInv} - \text{WCInv}$$

**NI : net income**

**NCC : net noncash charges**

**Int : interest expense**

**FCInv : investment in fixed capital**

**WCInv = investment in working capital**

# Định giá dựa vào dòng tiền thuần -FCF

Xác định FCFFirm

**Từ EBIT:**

$$\mathbf{FCFFirm = [EBIT*(1 - t)] + dep - FCInv - WCInv}$$

**Từ EBITDA :**

$$\mathbf{FCFFirm = EBITDA*(1 - t) + (dep* thuế suất) - FCInv - WCInv}$$

# Định giá dựa vào dòng tiền thuần -FCF

**Xác định FCFFirm**

**FCFEquity từ FCFFirm:**

$$\text{FCFEquity} = \text{FCFFirm} - [\text{Int} * (1 - \text{tax rate})] + \text{net borrowing}$$

$$\text{Net borrowing} = \text{net debt issued less debt repayments}$$

# Định giá dựa vào dòng tiền thuần -FCF

Xác định FCFFirm

Lợi nhuận sau thuế là một bộ phận nhỏ tạo nên FCFEquity

$$\text{FCFEquity} = \text{NI} + \text{NCC} - \text{FCInv} - \text{WCInv} + \text{net borrowing}$$

EBITDA là một bộ phận nhỏ cấu thành FCFFirm

$$\text{FCFFirm} = \text{EBITDA} * (1 - t) + (\text{dep} * t) - \text{FCInv} - \text{WCInv}$$



# Định giá dựa vào dòng tiền thuần -FCF

Dự đoán FCFFirm và FCFEquity

Hai cách tiếp cận :

Tính FCF trong quá khứ và vận dụng tốc độ tăng trưởng không đổi đối với các nhân tố cơ bản

Dự đoán những thành phần khác nhau của FCF.

Công ty thường muốn duy trì một tỷ lệ nợ không đổi :

$$\begin{aligned} \text{FCFEquity} &= \text{NI} - [(1 - \text{DR}) * (\text{FCInv} - \text{dep})] \\ &\quad - [(1 - \text{DR}) * (\text{WCInv})] \end{aligned}$$

# Định giá dựa vào dòng tiền thuần -FCF

**Mở rộng các mô hình dựa vào FCF.**

Mở rộng các mô hình dựa vào FCFFirm

$$\text{Firm value} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCFFirm}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \left[ \frac{\text{FCFFirm}_{n+1}}{(\text{WACC} - g)} \times \frac{1}{(1 + \text{WACC})^n} \right]$$

Mở rộng các mô hình dựa vào FCFEquity

$$\text{Equity value} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCFEquity}_t}{(1 + k)^t} + \left[ \frac{\text{FCFEquity}_{n+1}}{(k - g)} \times \frac{1}{(1 + k)^n} \right]$$

# Định giá dựa vào dòng tiền thuần -FCF

Mở rộng các mô hình dựa vào FCF.

Ví dụ : tốc độ tăng trưởng ổn định trong giai đoạn 1 và 2

Công ty DHA có tỷ số lợi nhuận trên doanh thu (50 triệu) là 20%. Công ty đầu tư vào vốn 5 triệu \$ và khấu hao 7.5 triệu \$. Nhu cầu vốn lưu động chiếm 7.5% doanh thu trong năm. Giả sử lợi nhuận sau thuế, vốn đầu tư vào tài sản cố định, khấu hao và doanh thu tăng trưởng với tốc độ 10% mỗi năm trong vòng 5 năm tiếp đến. Sau 5 năm, tốc độ tăng trưởng của doanh thu và lợi nhuận ròng ổn định ở mức 5%. Kể từ thời gian này trở đi, khấu hao phải bằng với vốn đầu tư cố định. Thuế suất thuế thu nhập là 40% và có 1 triệu cổ phiếu thường đang lưu hành. Chi phí nợ dài hạn là 12.5% (giá trị danh nghĩa 80 triệu \$). Hãy tính giá trị của công ty và giá trị của vốn chủ sở hữu nếu chi phí trung bình trọng của vốn đầu tư là 17% trong giai đoạn tăng trưởng cao và 15% khi công ty đạt mức tăng trưởng ổn định 5%.

# Định giá dựa vào dòng tiền thuần -FCF

Mở rộng các mô hình dựa vào FCF.

Ví dụ :

	0	1	2	3	4	5	6
<b>Sales</b>	50,000	55,000	60,500	66,550	73,205	80,526	84,552
<b>Net income</b>	10,000	11,000	12,100	13,310	14,641	16,105	16,910
<b>Interest (1-T)</b>	6,000	6,600	7,260	7,986	8,785	9,663	10,146
<b>Depreciation</b>	7,500	8,250	9,075	9,983	10,981	12,079	
<b>FCInv</b>	5,000	5,500	6,050	6,655	7,321	8,053	
<i>(Investment in fixed capital)</i>							
<b>WCInv</b>	3,750	4,125	4,538	4,991	5,490	6,039	6,341
<i>(Investment in working capital)</i>							
<b>FCFFirm</b>	14,750	16,225	17,848	19,632	21,595	23,755	20,715
<i>(Free cash flow to the firm)</i>		16,225	17,848	19,632	21,595	23,755	20,715

# Định giá dựa vào dòng tiền thuần -FCF

Mở rộng các mô hình dựa vào FCF.

Ví dụ :

Terminal value	204,13214
WACC	0,17
Value of firm	154,63 \$
Value of equity per share	74,63 \$
valeur de la firme - dette (80)	

# Định giá dựa vào dòng tiền thuần -FCF

Mở rộng các mô hình dựa vào FCF.

Ví dụ : tốc độ tăng trưởng giảm dần trong giai đoạn 1 và không đổi trong giai đoạn 2

<b>Déclin des taux de croissance à l'étape 1 et croissance constante à l'étape 2</b>						
Fixed capital investment net of depreciation = 35% of the sales increase in each year						
50		Working K	Debt ratio	k		
	0,35	0,08	0,4	0,12		
	1	2	3	4	5	6
Sales growth	25,00%	20,00%	15,00%	10,00%	8,00%	5,00%
Net profit margin	7,50%	7,00%	6,50%	6,00%	5,50%	5,00%

# Định giá dựa vào dòng tiền thuần -FCF

Mở rộng các mô hình dựa vào FCF.

Ví dụ : tốc độ tăng trưởng giảm dần trong giai đoạn 1 và không đổi trong giai đoạn 2

	1	2	3	4	5	6
<b>Sales growth</b>	25.00%	20.00%	15.00%	10.00%	8.00%	5.00%
<b>Net profit margin</b>	7.50%	7.00%	6.50%	6.00%	5.50%	5.00%
<b>Sales</b>	62.500	75.000	86.250	94.875	102.465	107.588
<b>Net income</b>	4.688	5.250	5.606	5.693	5.636	5.379
<b>Net FCInv</b>	4.375	4.375	3.938	3.019	2.657	1.793
<b>WCInv</b>	1.000	1.000	0.900	0.690	0.607	0.410
<b>Debt Financing</b>	2.150	2.150	1.935	1.484	1.305	0.881
<b>FCFEquity</b>	1.463	2.025	2.704	3.467	3.677	4.057614
	1.463	2.025	2.704	3.467	61.643	
<b>Terminal value</b>	57.965914		Kequity	0.12		
<b>Current value of equity</b>	42.026 \$		NGR	0.05		

# Định giá dựa vào dòng tiền thuần -FCF

Mở rộng các mô hình dựa vào FCF.

Ví dụ : Mô hình tăng trưởng 3 giai đoạn

**Công ty Dupont phải trải qua 3 giai đoạn tăng trưởng khác nhau. FCFEquity trên mỗi cổ phiếu gần đây nhất là 0.95\$.**

**Bạn cũng có những thông tin sau :**

## **1. Giai đoạn tăng trưởng cao :**

- ❖ **Thời gian : 4 năm**
- ❖ **Tốc độ tăng trưởng của FCFEquity : 35%**
- ❖ **Suất sinh lời yêu cầu của cổ đông : 22%**



# Định giá dựa vào dòng tiền thuần -FCF

## 2. Giai đoạn chuyển tiếp :

- ❖ Thời gian : 3 năm
- ❖ Tốc độ tăng trưởng của FCFEquity : giảm 10% mỗi năm
- ❖ Suất sinh lời yêu cầu của cổ đông : 17%

## 3. Giai đoạn tăng trưởng ổn định :

- ❖ Tốc độ tăng trưởng của FCFEquity =5%
- ❖ Lợi tức yêu cầu của cổ đông :12%

# Định giá dựa vào dòng tiền thuần -FCF

Mở rộng các mô hình dựa vào FCF.

Ví dụ : Mô hình tăng trưởng 3 giai đoạn

<b>Modèles de croissance à trois étapes</b>				
FCFEquity	0,95 \$			
Kequity3	0,22			
High-Growth Period	1	2	3	4
Growth rate	0,35	0,35	0,35	0,35
FCFEquity	1,283	1,731	2,337	3,155
PV(@22%)	1,051	1,163	1,287	1,424

# Định giá dựa vào dòng tiền thuần -FCF

Mở rộng các mô hình dựa vào FCF.

Ví dụ : Mô hình tăng trưởng 3 giai đoạn

Transitional Period	5	6	7
Growth rate	0.25	0.15	0.05
FCFEquity	3.944	4.536	4.763
PV(@17%)	1.52	1.50	1.34
<b>Terminal value</b>	<b>71.441</b>		
<b>Value per share</b>	<b>29.421 \$</b>		

# Bài tập vận dụng

## Bài tập 1 :

**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%. Khoản đầu tư vốn cố định và khấu hao do vậy sẽ giống nhau. 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.**

# Bài tập vận dụng

## Bài tập 1

	0	1	2	3	4	5	6
Ventes	60	67,2	75,264	84,29568	94,4111616	105,740501	109,970121
EBIT	20	22,4	25,088	28,09856	31,4703872	35,2468337	36,656707
EBIT(1-T)	12	13,44	15,0528	16,859136	18,8822323	21,1481002	21,9940242
FCInv	12	13,44	15,0528	16,859136	18,8822323	21,1481002	
Dep	8	8,96	10,0352	11,239424	12,5881549	14,0987335	
WCInv	3	3,36	3,7632	4,214784	4,72055808	5,28702505	5,49850605
FCFFirm	5	5,6	6,272	7,02464	7,8675968	8,81170842	16,4955182
		5,6	6,272	7,02464	7,8675968	421,199662	
Valeur terminale		<b>412,387954</b>					
Valeur de la firme		270,42 \$					

Chương 2:  
Định giá cổ phiếu: Các mô hình định giá (tt)

Định giá bằng các bội số và  
Lợi nhuận còn lại

## Giới thiệu

Các chủ đề khái quát :

**Định giá theo bảng phương pháp bội,**

**Định giá theo phương pháp lợi nhuận  
còn lại**

# Định giá bằng phương pháp bội

Tỷ số giá / lợi nhuận : P/E

Ưu điểm của tỷ số P/E

- ❖ Nhân tố đầu tiên quyết định giá trị vốn đầu tư,
- ❖ Được sử dụng phổ biến nhất,
- ❖ Những nghiên cứu kinh nghiệm cho thấy rằng, sự khác biệt về tỷ số P/E có liên quan lớn đến suất sinh lời dài hạn.

Hạn chế của tỷ số P/E

- ❖ Lợi nhuận có thể âm,
- ❖ Vấn đề trình bày tỷ số nếu lợi nhuận có sự dao động rất lớn,
- ❖ Các trường hợp điều chỉnh số liệu kế toán.



# Định giá bằng phương pháp bội

Tỷ số giá/lợi nhuận: P/E

**Trailing P/E = (giá thị trường của một cổ phiếu)/ EPS của 12 tháng trước)**

**Leading P/E = (giá trị thường một cổ phiếu / (EPS dự báo của 12 tháng tới)**

$$\text{justified trailing P/E} = \frac{P_0}{E_0} = \frac{(D_0 / E_0) \times (1 + g)}{k - g} = \frac{(1 - b) \cdot (1 + g)}{k - g}$$

$$\text{justified leading P/E} = \frac{P_0}{E_1} = \frac{(D_1 / E_1)}{k - g} = \frac{(1 - b)}{k - g}$$

# Định giá bằng phương pháp bội

Tỷ số giá / lợi nhuận: P/E

Tỷ số PEG :

$$\text{PEG ratio} = (\text{P/E ratio}) / g$$

# Định giá bằng phương pháp bội

Tỷ số giá / giá trị kế toán: P/B

**P/B = (giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu) /  
(giá trị kế toán của vốn chủ sở hữu)**

**P/B = giá thị trường của một cổ phiếu /  
giá trị kế toán của một cổ phiếu)**

**Justified P/B ratio = (ROE - g) / (k - g)**

**Tỷ số P/B được điều chỉnh = (ROE - g) / (k - g)**

# Định giá bằng phương pháp bội

Tỷ số giá / giá trị kế toán: P/B

Ưu điểm của tỷ số P/B

- ❖ Có thể được sử dụng khi EPS nhỏ hơn 0,
- ❖ Giá trị kế toán là ổn định hơn,
- ❖ Giá trị kế toán là hợp lý đối với các công ty nắm giữ các tài sản có tính thanh khoản cao (Công ty bảo hiểm, ngân hàng, thể chế tài chính trung gian...)
- ❖ Những nghiên cứu kinh nghiệm cho thấy rằng, tỷ số P/B là một nhân tố giải thích sự khác biệt về suất sinh lời dài hạn.

# Định giá bằng phương pháp bội

Tỷ số giá / giá trị kế toán: P/B

Hạn chế của tỷ số P/B

- ❖ Giá trị của tài sản vô hình không được ghi nhận (như vốn nhân lực),
- ❖ Điều chỉnh số liệu kế toán và sử dụng các phương pháp kế toán có thể được thực hiện,
- ❖ Vấn đề lạm phát.

# Định giá bằng phương pháp bội

Tỷ số giá / doanh thu: P/S

**P/S** = giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu /  
tổng doanh thu

**P/S** = giá trị thị trường của một cổ phiếu /  
doanh thu của một cổ phiếu

$$\frac{P_0}{S_0} = \frac{(E_0 / S_0) \times (1 - b) \times (1 + g)}{k - g}$$

# Định giá bằng phương pháp bội

Tỷ số giá / doanh thu: P/S

Ưu điểm của tỷ số P/S :

- ❖ Tỷ số vẫn có ý nghĩa khi công ty gặp phải những khó khăn,
- ❖ Doanh thu khó có thể được điều chỉnh bởi nhà quản lý,
- ❖ Ít dao động,
- ❖ Thích hợp với việc phân tích những công ty đang ở giai đoạn bảo hòa và hoạt động kinh doanh có tính chu kỳ.
- ❖ Những nghiên cứu kinh nghiệm chỉ ra rằng, tỷ số P/S giải thích sự khác biệt về suất sinh lời dài hạn.

# Định giá bằng phương pháp bội

Tỷ số giá / doanh thu: P/S

Hạn chế của tỷ số P/S :

- ❖ **Doanh thu bán hàng cao không hoàn toàn dẫn đến lợi nhuận lớn ,**
- ❖ **Bỏ qua cấu trúc chi phí.**



# Định giá bằng phương pháp bội

Tỷ số giá / dòng tiền : P/CF

**CF = Lợi nhuận sau thuế + khấu hao**

**CFO điều chỉnh = CFO + [(tiền lãi vay thuần)  
\* (1-thuế suất)]**

**P/CF = Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu  
/dòng tiền**

**P/CF = giá trị thị trường của cổ phiếu /dòng  
tiền của một cổ phiếu**

**Cash flow = CF, CFO, FCFE hoặc EBITDA**

# Định giá bằng phương pháp bội

Tỷ số giá /dòng tiền: P/CF

Ưu điểm của tỷ số P/CF :

- ❖ Việc điều chỉnh số liệu kế toán của nhà quản lý là rất khó thực hiện,
- ❖ Ổn định hơn lợi nhuận,
- ❖ Những nghiên cứu kinh nghiệm chỉ ra rằng, tỷ số P/CF giải thích sự khác biệt về suất sinh lời dài hạn.

Hạn chế:

- ❖ Cần sử dụng chỉ tiêu FCF dành cho cổ động (FCFE) mặc dù rất dao động.

# Định giá bằng phương pháp bội

Tỷ số giá / lợi nhuận trước lãi vay, thuế và khấu hao:

EV/EBITDA

Một bổ sung cho tỷ số P/E

EV = Giá trị thị trường của nợ phải trả, cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu tiên – giá trị thanh lý và giá trị vốn đầu tư

# Định giá bằng phương pháp bội

Tỷ số cổ tức / giá: D/P

**Trailing D/P** = (4 \* cổ tức quý gần nhất) / (giá trị thị trường của một cổ phiếu)

**Leading D/P** = (Cổ tức dự báo của bốn quý tới) / (giá trị thị trường của một cổ phiếu)

$$\frac{D_0}{P_0} = \frac{k - g}{1 + g}$$

# Định giá bằng phương pháp bội

Các chỉ số liên quan đến momentum

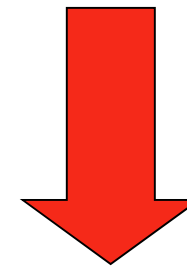
$$UE_t = EPS_t - E(EPS_t)$$

Thu nhập không dự kiến

$$SUE_t = \frac{UE_t}{\sigma(UE_t)}$$

Thu nhập không dự kiến chuẩn hóa

Thu nhập không dự kiến dương



Suất sinh lời không dự kiến

# Định giá bằng phương pháp lợi nhuận còn lại

## Những nội dung cơ bản

### Định nghĩa:

- ❖ Lợi nhuận còn lại tương ứng với lợi nhuận kinh tế. Đó là lợi nhuận sau thuế - chi phí cơ hội gánh chịu bởi các cổ đông để tạo ra lợi nhuận.
- ❖ Một công ty có thể có một lợi nhuận kế toán nhưng không đáp ứng được yêu cầu của nhà đầu tư.

## Định giá bằng phương pháp lợi nhuận còn lại

**Ví dụ :**

**Tài sản của công ty MM có giá trị kế toán là 3.2 tỷ \$. Các tài sản này được tài trợ bằng nguồn vốn chủ sở hữu: 2 tỷ \$ và bằng nợ: 1.2 tỷ \$. Chi phí vốn trước thuế của nợ phải trả là 6,5%, chi phí vốn chủ sở hữu là 14,32 %. Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp là 34 %.**

**Báo cáo kết quả kinh doanh tóm lược được trình bày ở bảng sau:**

Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	312,000,000
Lãi vay	130,000,000
Lợi nhuận trước thuế	182,000,000
Thuế thu nhập	61,880,000
Lợi nhuận sau thuế	120,120,000

## Định giá bằng phương pháp lợi nhuận còn lại

Ví dụ:

**LN còn lại = LN sau thuế - chi phí vốn chủ sở hữu**

**Lợi nhuận sau thuế : 120,120,000**

**CP vốn chủ sở hữu: (2 tỷ \* 14.32%) = 286,400,000**

**Lợi nhuận còn lại : - 166,280,000**

**Kết luận: Công ty MM không có khả năng sinh lời**



**Không tạo ra giá trị**



## Định giá bằng phương pháp lợi nhuận còn lại

**Giá trị kinh tế gia tăng (EVA) và giá trị thị trường gia tăng (MVA) là hai ứng dụng của chỉ tiêu lợi nhuận còn lại.**

$$EVA = NOPAT - (C\% * TC)$$

$$EVA = EBIT * (1 - t) - \text{chi phí vốn sau thuế}$$

$$NOPAT = \text{Lợi nhuận HĐKD sau thuế}$$

$$C\% = \text{after-tax cost of capital: Chi phí vốn sau thuế}$$

$$TC = \text{Tổng vốn HĐKD} = \text{vốn lưu động ròng} + \text{TSCĐ}$$

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

## Định giá bằng phương pháp lợi nhuận còn lại

Mô hình định giá dựa trên lợi nhuận còn lại

**Giá trị của một CK hay của một công ty gồm hai thành phần :**

- ❖ **Giá trị hiện hành của vốn chủ sở hữu,**
- ❖ **Giá trị hiện tại của lợi nhuận còn lại kỳ vọng trong tương lai.**

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RI_t}{(1+k)^t} = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t - (k \times B_{t-1})}{(1+k)^t}$$

**$B_0$  = giá trị hiện hành của vốn chủ sở hữu trên một cổ phiếu**

**$B_t$  = giá trị kế toán trên một cổ phiếu kỳ vòng ở thời gian t**

# Định giá bằng phương pháp lợi nhuận còn lại

Mô hình định giá dựa trên lợi nhuận còn lại

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RI_t}{(1+k)^t} = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t - (k \times B_{t-1})}{(1+k)^t}$$

Ví dụ: Dự đoán lợi nhuận còn lại ( k =10%)

Alpha RI Forecast	
Giá trị thị trường hiện hành	21
Giá trị kế toán của một cổ phiếu	16
Ước tính EPS	
Jan-07	1.75
Jan-08	1.96
Cổ tức của một cổ phiếu	1.14

# Định giá bằng phương pháp lợi nhuận còn lại

Mô hình định giá dựa trên lợi nhuận còn lại

Ví dụ: Dự đoán lợi nhuận còn lại (  $k = 10\%$ )

Alpha RI Forecast	2007	2008
Giá trị kế toán đầu kỳ	16	16.61
Dự đoán EPS (E)	1.75	1.96
Dự đoán cổ tức (D)	1.14	1.14
Dự đoán giá trị kế toán của một cổ phiếu	16.61	17.43
Chi phí vốn chủ sở hữu trên một cổ phiếu	1.6	1.661
Thu nhập còn lại của một cổ phiếu	0.15	0.299

# Định giá bằng phương pháp lợi nhuận còn lại

Mô hình dựa trên lợi nhuận còn lại

Ví dụ: Tính giá trị nội tại ( k =12%)

Beta intrinsic value	2008	2009	2010
Giá trị kế toán đầu kỳ	16	18.4	21.7
Dự đoán EPS (E)	4	5.5	9.5
Dự đoán cổ tức (D)	1.6	2.2	31.2
Dự báo giá trị kế toán/ cổ phiếu	18.4	21.7	0
Dự đoán chi phí vốn chủ SH trên cổ phiếu	1.92	2.208	2.604
Lợi nhuận còn lại trên cổ phiếu	2.08	3.292	6.896

$$V_0 = 16 + \frac{2.08}{1.12} + \frac{3.292}{(1.12)^2} + \frac{6.896}{(1.12)^3} = 25.39$$

Liquidation

# Định giá bằng phương pháp lợi nhuận còn lại

## Điểm mạnh và điểm yếu của mô hình

### Những điểm mạnh

- ❖ Giá trị cuối không chi phối giá trị hiện tại,
- ❖ Sử dụng số liệu kế toán sẵn có,
- ❖ Có thể được ứng dụng vào những công ty không thực hiện chi trả cổ tức hoặc những công ty có  $FCF < 0$  trong ngắn hạn,
- ❖ Các mô hình này có thể được ứng dụng ngay cả khi CF rất dao động,
- ❖ Các mô hình này quan tâm đến khả năng sinh lời kinh tế mà không quan tâm đến khả năng sinh lời kế toán.

# **Định giá bằng phương pháp lợi nhuận còn lại**

## **Điểm mạnh và điểm yếu của mô hình**

### **Những điểm yếu**

- ❖ **Các mô hình này dựa trên số liệu kế toán, số liệu này có thể được điều chỉnh theo mục tiêu quản lý,**
- ❖ **Việc sử dụng số liệu kế toán cần phải có nhiều điều chỉnh hợp lý.**

# Định giá bằng phương pháp lợi nhuận còn lại

## Sử dụng mô hình dựa trên lợi nhuận còn lại

### Mô hình này thích hợp với:

- ❖ Những công ty không chi trả cổ tức, hoặc có số tiền chi trả dao động lớn,
- ❖ Những công ty có  $FCF < 0$ ,
- ❖ Những công ty mà giá trị cuối của nó khó dự đoán,

### Mô hình này không thích hợp với:

- ❖ Những công ty mà giá trị tăng thêm so với giá trị kế toán (surplus comptable) không được tuân thủ,
- ❖ Những công ty mà các nhân tố quyết định RI khó dự đoán (Giá trị sổ sách, ROE,...)



# Định giá bằng phương pháp lợi nhuận còn lại

Những nhân tố cơ bản quyết định lợi nhuận còn lại

$$V_0 = B_0 + \left( \frac{ROE - k}{k - g} \right) \times B_0$$

$$\frac{P_0}{B_0} = \frac{ROE - g}{k - g} = 1 + \frac{ROE - k}{k - g}$$

Mô hình RI nhiều bước

$$\begin{aligned} V_0 &= B_0 + \sum_{t=1}^T \frac{E_t - (k \times B_{t-1})}{(1+k)^t} + \frac{P_T - B_T}{(1+k)^T} \\ &= B_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ROE_t - k)}{(1+k)^t} + \frac{P_T - B_T}{(1+k)^T} \end{aligned}$$

Prime sur la  
Valeur compt.

# Định giá bằng phương pháp lợi nhuận còn lại

## Mô hình RI nhiều bước

### Ví dụ

**Doanh nghiệp Martin phải đạt được một ROE 13% trong vòng 5 năm đến. Giá trị kế toán của công ty năm nay là 15\$/cổ phiếu, tỷ suất sinh lời đòi hỏi là 10%. Doanh nghiệp Martin không chi trả cổ tức. Phần giá trị tăng thêm so với giá trị kế toán phải là 30% vào cuối 5 năm.**

**Với giả thiết rằng, toàn bộ lợi nhuận được tái đầu tư, bạn hãy tính giá trị kế toán của doanh nghiệp Martin.**

# Định giá bằng phương pháp lợi nhuận còn lại

## Mô hình RI nhiều bước (ví dụ)

	EPS	Ending Book Value	ROE	Equity charge	Residual Income	PV
0		15				
1	1.95	16.95	0.13	1.50	0.45	0.41
2	2.20	19.15	0.13	1.70	0.51	0.42
3	2.49	21.64	0.13	1.92	0.57	0.43
4	2.81	24.46	0.13	2.16	0.65	0.44
5	3.18	27.64	0.13	2.45	0.73	0.46
					Sum	2.16

$$V_0 = 15 + 2.16 + \frac{27.64 * 0.3}{(1.10)^5} = 22.31$$

## Định giá bằng phương pháp lợi nhuận còn lại

Khả năng sinh lời tài chính hội tụ về suất sinh lời đòi hỏi

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^{T-1} \frac{E_t - (k \times B_{t-1})}{(1+k)^t} + \frac{E_T - (k \times B_{T-1})}{(1+k-\omega)(1+k)^{T-1}}$$

$$\omega \in [0;1]$$

Nếu  $\omega = 0$  RI không tiếp tục sau dự đoán ban đầu ;

Nếu  $\omega = 1$ , RI thể hiện như một sự kéo dài