

6.2. Phân tích giá trị doanh nghiệp

Có rất nhiều cách tiếp cận khác nhau khi bàn về khái niệm giá trị doanh nghiệp. Chắn hạn, theo quan niệm của học thuyết Mác – Lênin, giá trị doanh nghiệp là giá trị của toàn bộ các tài sản (hữu hình và vô hình) thuộc quyền sở hữu hiện tại của doanh nghiệp.

Theo quan niệm của kinh tế học hiện đại, giá trị doanh nghiệp là biểu hiện bằng tiền của toàn bộ khoản lợi ích hay thu nhập mà doanh nghiệp mang lại cho các bên liên quan trong tương lai.

Theo Tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam số 02, giá trị doanh nghiệp là giá trị toàn bộ tài sản của một doanh nghiệp. Giá trị của mỗi tài sản cấu thành tổng tài sản của doanh nghiệp không thể tách rời nhau và cũng không thể thẩm định trên cơ sở giá trị thị trường. Giá trị doanh nghiệp phải được xem xét trên tổng thể tài sản, không phải là giá trị của từng tài sản riêng rẽ, bao gồm tài sản hữu hình và tài sản sở hữu trí tuệ của doanh nghiệp.

Tóm lại, có thể cho rằng giá trị doanh nghiệp là biểu hiện bằng tiền của tất cả các khoản thu nhập mà doanh nghiệp mang lại cho các bên liên quan trong quá trình hoạt động kinh doanh. Điều này có nghĩa là giá trị doanh nghiệp không chỉ đơn thuần là giá trị mang lại cho chủ sở hữu của một doanh nghiệp mà là tổng giá trị mang lại cho chủ sở hữu và các nhà cung cấp tín dụng.

Như vậy, giá trị doanh nghiệp có thể được tiếp cận theo giá trị vốn chủ sở hữu và giá trị tổng thể (chủ sở hữu và các nhà cung cấp tín dụng). Trong đó, cách tiếp cận giá trị doanh nghiệp theo giá trị vốn chủ sở hữu được sử dụng phổ biến cả trong lý thuyết và thực tiễn nghiên cứu. Do vậy trong học phần này, giá trị giá trị doanh nghiệp được trình bày theo giá trị vốn chủ sở hữu.

6.2.1. Ý nghĩa và nhiệm vụ phân tích

6.2.1.1. Ý nghĩa phân tích

- Là cơ sở giúp các nhà quản lý doanh nghiệp có những giải pháp cải tiến quản lý cần thiết nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh, tối ưu hoá lợi nhuận của doanh nghiệp.

- Là cơ sở để giải quyết, xử lý tranh chấp nảy sinh giữa các cổ đông của doanh nghiệp khi phân chia cổ tức, góp vốn, vi phạm hợp đồng.

- Là cơ sở cho các tổ chức, cá nhân và công chúng đầu tư đưa ra quyết định mua bán, chuyển nhượng các loại chứng khoán do doanh nghiệp phát hành trên thị trường tài chính.

- Định giá doanh nghiệp giúp cho các tổ chức tín dụng phòng tránh được rủi ro phát sinh trong các hoạt động cho vay.

- Giúp các cơ quan quản lý ban ngành của nhà nước có chính sách quản lý cụ thể đối với từng doanh nghiệp như thu thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế tài sản, các loại thuế khác.

6.2.1.2. Nhiệm vụ phân tích

Sử dụng các phương pháp định giá doanh nghiệp phù hợp để đánh giá tất cả các khía cạnh của giá trị doanh nghiệp.

Phân tích giá trị doanh nghiệp bao gồm việc xem xét, phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp.

6.2.2. Nguyên tắc phân tích giá trị doanh nghiệp

Nguyên tắc sử dụng tốt nhất và có hiệu quả nhất

Nguyên tắc cạnh tranh

Nguyên tắc thay đổi

Nguyên tắc cung - cầu

Nguyên tắc đóng góp

Nguyên tắc dự kiến lợi ích tương lai

6.2.3. Các phương pháp phân tích giá trị doanh nghiệp

6.2.3.1. Phân tích giá trị doanh nghiệp trên cơ sở Bảng cân đối kế toán

Giá trị doanh nghiệp chính là giá trị tổng tài sản thuần được trình bày trên Bảng cân đối kế toán ngay tại thời điểm mà nhà phân tích muốn định giá.

$$\text{Giá trị doanh nghiệp} = \text{Giá trị tổng tài sản} - \text{Giá trị nợ phải trả} \quad (6.14)$$

Trường hợp đặc biệt của giá trị doanh nghiệp dựa trên cơ sở bảng cân đối kế toán là giá trị thanh lý với giả định tài sản của doanh nghiệp sẽ được bán riêng lẻ và doanh nghiệp sẽ sớm chấm dứt hoạt động sau thời điểm thẩm định giá.

Phương pháp này có ưu điểm là đơn giản, dễ hiểu, dễ tính toán. Tuy nhiên, Bảng cân đối kế toán được phản ánh theo giá gốc, do có thể không phản ánh đúng giá trị hiện tại của tài sản.

6.2.3.2. Phân tích giá trị doanh nghiệp trên cơ sở Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh

Phương pháp này định giá doanh nghiệp thông qua lợi nhuận, doanh thu, triển vọng tương lai và những chỉ báo khác của doanh nghiệp giúp khắc phục được phần nào nhược điểm về trạng thái tĩnh khi sử dụng số liệu trên cơ sở của Bảng cân đối kế toán. Đây là phương pháp thường được sử dụng vì có nhiều ưu điểm khi xác định giá trị doanh nghiệp dựa trên nền tảng giá trị thị trường và những thông tin công bố trên thị trường, giúp cung cấp thông tin nhanh chóng và kịp thời cho các đối tượng quan tâm.

a. Định giá doanh nghiệp dựa trên chiết khấu lợi nhuận tương lai

Phương pháp chiết khấu lợi nhuận tương lai là phương pháp xác định giá trị của doanh nghiệp dựa trên dòng lợi nhuận dự báo.

$$V = \frac{E_1}{(1+r)^1} + \frac{E_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{E_n}{(1+r)^n} \quad (6.15)$$

Trong đó:

V: Giá trị doanh nghiệp

E: Lợi nhuận dự kiến của công ty trong năm 1, 2, ..., n

r: Chi phí vốn chủ sở hữu hay tỷ lệ chiết khấu.

b. Định giá doanh nghiệp sử dụng chỉ tiêu Tỷ số giá trên thu nhập (PE)

Tỷ số giá trên thu nhập hay còn gọi tỷ số PE hoặc PER thể hiện mối quan hệ tỷ lệ giữa Giá thị trường của cổ phiếu (Price) so với **lãi trên cổ phiếu** EPS (Earning per share). Tỷ số này cho biết nhà đầu tư sẵn sàng trả bao nhiêu tiền để có được 1 đồng lãi từ cổ phiếu.

$$PE = \frac{P}{EPS} = \frac{\text{Giá trị doanh nghiệp}}{\text{Lãi trên cổ phiếu}} \quad (6.16)$$

Trong đó:

$$EPS = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế phân bổ cho cổ đông phổ thông}}{\text{Số lượng cổ phiếu phổ thông đang lưu hành}} \quad (6.17)$$

Theo phương pháp định giá doanh nghiệp sử dụng tỷ số PE thì giá trị **doanh nghiệp** được ước lượng bằng cách lấy **lãi trên cổ phiếu dự báo (EPS dự báo)** nhân với tỷ số giá trên thu nhập **dự báo (PE dự báo)** cho doanh nghiệp.

Giá trị doanh nghiệp được tính theo công thức:

$$\begin{aligned} \text{Giá trị} \\ \text{doanh nghiệp (V)} \end{aligned} = \frac{\text{Lãi trên cổ phiếu dự báo}}{\text{(EPS dự báo)}} \times \begin{aligned} \text{Tỷ số giá trên thu nhập} \\ \text{dự báo (PE dự báo)} \end{aligned} \quad (6.18)$$

Trong đó, **lãi trên cổ phiếu dự báo** có thể được xác định theo tăng trưởng lợi nhuận và lợi nhuận thực hiện. Ước lượng tỷ số PE của doanh nghiệp bằng cách: (i) Lựa chọn một nhóm các doanh nghiệp **tương tự trên thị trường**; (ii) Tính toán tỷ số PE bình quân cho nhóm các doanh nghiệp này; (iii) Thực hiện điều chỉnh một cách chủ quan giá trị PE bình quân này sao cho có thể phản ánh được sự khác biệt giữa doanh nghiệp cần định giá và các doanh nghiệp dùng để so sánh.

Phương pháp này có ưu điểm là đơn giản và cho kết quả đáng tin cậy. Tuy nhiên, việc sử dụng tỷ số PE để xác định giá trị doanh nghiệp, đôi khi sẽ làm cho doanh nghiệp đó bị định giá quá cao hoặc quá thấp so với giá trị nội tại của doanh nghiệp.

c. Định giá doanh nghiệp sử dụng chỉ tiêu Tỷ số giá trên doanh thu (PS)

Tỷ số giá trên doanh thu hay còn gọi tỷ số PS thể hiện mối quan hệ tỷ lệ giữa Giá thị trường của cổ phiếu P (Price) so với doanh thu **trên cổ phiếu** SPS (Sale per share). Nó phản ánh: để có được một đồng doanh thu từ cổ phiếu, nhà đầu tư sẵn sàng trả bao nhiêu tiền.

$$PS = \frac{P}{SPS} = \frac{\text{Giá trị doanh nghiệp}}{\text{Doanh thu trên cổ phiếu}} \quad (6.19)$$

Trong đó:

$$SPS = \frac{\text{Doanh thu}}{\text{Số lượng cổ phiếu phổ thông đang lưu hành}} \quad (6.20)$$

Theo phương pháp định giá doanh nghiệp sử dụng tỷ số PS thì giá trị doanh nghiệp được ước lượng bằng cách lấy doanh thu trên cổ phiếu dự kiến nhân với tỷ số giá trên doanh thu ước lượng cho doanh nghiệp.

Giá trị doanh nghiệp được tính theo công thức:

$$\text{Giá trị doanh nghiệp (V)} = \frac{\text{Doanh thu trên cổ phiếu dự báo}}{\text{cổ phiếu dự báo}} \times PS \text{ dự báo} \quad (6.21)$$

Tỷ số giá trên doanh thu PS có ưu điểm là dễ dàng hơn so với sử dụng tỷ số giá trên thu nhập PE. Với những doanh nghiệp mới hoạt động, việc định giá doanh nghiệp sử dụng tỷ số PS sẽ thuận lợi và chính xác hơn so với sử dụng tỷ số PE.