

SỬ DỤNG PHƯƠNG PHÁP GIÁ TRỊ HIỆN TẠI CÓ ĐIỀU CHỈNH (APV) TRONG ĐỊNH GIÁ CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH KHAI KHOÁNG - ÁP DỤNG CHO TRƯỜNG HỢP CÔNG TY CỔ PHẦN THAN HÀ LÂM

Nguyễn Thị Kim Oanh*

ABSTRACT

Depending on the unique characteristics of each business and the entity receiving income, the valuer applies different discount methods: Discounted Cash Flow (DCF) method, direct capitalization method, Adjusted present value method (APV), excess income method, incremental income method... When applying the above discount methods, discounting techniques must be used to present the current value of the stream. net cash to the present time equals the discount rate. With that in mind, when valuing a business by discounting the above different cash flows, you must use discount rates appropriate to those cash flows.

Keywords: Method, current value, valuation, business, exploitation

Received: 10/04/2024; **Accepted:** 15/05/2024; **Published:** 05/06/2024

1. Đặt vấn đề

Để định giá doanh nghiệp có ba cách tiếp cận về giá trị doanh nghiệp gồm cách tiếp cận chi phí, cách tiếp cận thu nhập và cách tiếp cận so sánh thị trường. Cách tiếp cận thu nhập dựa trên cơ sở vốn hóa các khoản thu nhập mà doanh nghiệp mang lại trong tương lai. Cách tiếp cận thu nhập là cơ sở của phương pháp chiết khấu thu nhập và dòng tiền trong định giá doanh nghiệp. Tùy theo đặc điểm riêng của từng doanh nghiệp, chủ thể nhận được thu nhập mà người định giá áp dụng phương pháp chiết khấu khác nhau: phương pháp dòng tiền chiết khấu (Discounted Cash Flow- DCF), phương pháp vốn hóa trực tiếp, phương pháp giá trị hiện tại có điều chỉnh (APV), phương pháp thu nhập vượt trội, phương pháp thu nhập tăng thêm... Khi áp dụng các phương pháp các phương pháp chiết khấu trên đều phải dùng kỹ thuật chiết khấu để hiện giá dòng tiền ròng về thời điểm hiện tại bằng tỷ suất chiết khấu. Với ý nghĩa đó, khi định giá doanh nghiệp bằng cách chiết khấu các dòng tiền khác nhau trên thì phải sử dụng các tỷ suất chiết khấu phù hợp với dòng tiền đó.

2. Nội dung nghiên cứu

2.1. Tổng quan lý thuyết về định giá doanh nghiệp theo phương pháp giá trị hiện tại có điều chỉnh (APV)

Phương pháp giá trị hiện tại có điều chỉnh (APV) cũng nằm trong cách tiếp cận thu nhập, vì nó dựa trên

nguyên tắc xác định giá trị của doanh nghiệp thông qua việc quy đổi dòng tiền trong tương lai có được từ doanh nghiệp.

Mô hình APV được giới thiệu lần đầu tiên bởi Myers (1974), theo đó, giá trị doanh nghiệp được xác định bằng cách cộng giá trị doanh nghiệp không sử dụng nợ vay với hiện giá tác động của nợ vay. Giá trị hiện tại điều chỉnh (APV) là một phương pháp định giá doanh nghiệp, theo đó APV được dựa trên ý tưởng là giá trị hiện tại ròng của một doanh nghiệp nếu được tài trợ duy nhất bởi vốn chủ sở hữu cộng với giá trị hiện tại của tất cả các lợi ích thuần của vay nợ. Khi tính thêm nợ vay, tác động thuần của nợ vay lên giá trị doanh nghiệp sẽ được kiểm tra bằng cách xem xét cả lợi ích đạt được và cái giá phải bỏ ra khi đi vay. Để thực hiện việc này, phải có sự giả định rằng lợi ích quan trọng nhất của vốn vay là lợi ích từ tầm chắn thuế và cái giá lớn nhất của vốn đi vay là rủi ro vỡ nợ - rủi ro tăng thêm từ việc phá sản. Về mặt kỹ thuật, mô hình định giá APV gần giống như một mô hình chiết khấu dòng tiền DCF. Tuy nhiên, thay vì sử dụng chi phí vốn bình quân (WACC) thì dòng tiền sẽ được chiết khấu với chi phí không sử dụng vốn vay của vốn chủ sở hữu, và chênh lệch giữa lá chắn thuế với chi phí phá sản. Theo phương pháp APV thì công thức tính như sau:

* Trường Đại học Mở - Địa chất

Giá trị doanh nghiệp = Giá trị doanh nghiệp không sử dụng nợ vay + (cộng) Lợi ích thuế từ việc đi vay - (trừ) Giá trị hiện tại của chi phí phá sản dự tính

Trong đó:

- Giá trị doanh nghiệp không sử dụng nợ vay bằng cách chiết khấu dòng tiền tự do kỳ vọng của công ty (FCFF) tại mức chi phí vốn chủ sở hữu không đòn bẩy tài chính.

- Lợi ích thuế từ việc đi vay là một hàm của thuế suất và khoản thanh toán lãi vay, được chiết khấu tại mức chi phí nợ vay để phản ánh rủi ro của dòng tiền này.

- Giá trị hiện tại của chi phí phá sản dự tính được tính bằng cách nhân xác suất phá sản của doanh nghiệp với tổng chi phí phá sản dự tính của doanh nghiệp (gồm chi phí phá sản trực tiếp và chi phí phá sản gián tiếp).

2.2. Vận dụng phương pháp giá trị hiện tại có điều chỉnh (APV) trong định giá Công ty Cổ phần Than Hà Lâm

2.2.1. Xác định giá trị công ty được giả định khi không có nợ

a) Xác định tốc độ tăng trưởng

- Xác định lợi nhuận trước thuế và lãi vay các năm trong quá khứ: tiến hành ước tính EBIT điều chỉnh (loại trừ lợi nhuận ròng từ đầu tư tài chính) các năm trong quá khứ (Bảng 2.1).

- Xác định mức tái đầu tư và tỷ lệ tái đầu tư (RIR) cho các năm trong quá khứ: xác định mức tái đầu tư của doanh nghiệp thông qua các thông số chi đầu tư, khấu hao, thay đổi vốn lưu động phi tiền mặt và chứng khoán ngắn hạn (Bảng 2.2)

- Xác định suất sinh lợi trên vốn (ROC) các năm trong quá khứ: tỷ suất ROC được xác định dựa vào chỉ tiêu EBIT điều chỉnh so với vốn đầu tư của doanh nghiệp trong đó vốn đầu tư được tính bao gồm cả khoản lâu dài (vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn)

- Xác định tốc độ tăng trưởng g: với RIR và ROC hàng năm được ước tính (bảng 2.3 và 2.4), tiến hành ước tính tốc độ tăng trưởng thu nhập hoạt động theo công thức $g = RIR * ROC$. Khi đó tốc độ tăng trưởng thu nhập hoạt động dự báo cho tương lai trong giai đoạn tăng trưởng nhanh là: $g = 12,9\%$. Với giai đoạn tăng trưởng ổn định dự kiến tốc độ g bằng với tốc độ trung bình của giai đoạn 10 năm vừa qua là $3,6\%$

b) Xác định dòng tiền doanh nghiệp (FCFF- Free Cash For Firm)

FCFF hàng năm được tính bằng cách lấy EBIT * $(1 - t)$ cộng với khấu hao và trừ mức tái đầu tư hàng năm. Với tốc độ tăng trưởng g được xác định ở trên, tiến hành xác định dòng tiền FCFF cho các năm tiếp theo.

Bảng 2.1: Bảng xác định EBIT điều chỉnh của công ty

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Lợi nhuận trước thuế	28.692	39.563	21.728	39.648	54.393	63.757	66.652	79.348	43.383
Doanh thu tài chính	387	763	84	11.034	473	1.156	1.005	953	984
Chi phí tài chính	67.624	132.022	42.805	155.500	203.036	289.446	289.229	251.430	243.676
Lợi nhuận ròng từ đầu tư tài chính	(4.292)	(5.398)	(970)	9.240	473	1.156	1.005	950	(21.152)
Chi phí lãi vay	62.945	125.860	41.750	153.706	203.036	289.446	289.229	251.427	221.540
Ebit điều chỉnh	95.929	170.821	64.449	184.114	256.956	352.047	354.877	329.825	286.076

Bảng 2.3: Bảng tính toán xác định tỷ suất sinh lợi nhuận ROC của công ty (Đơn vị tính: tỷ đồng)

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ebit điều chỉnh *(1-)	76.743	136.657	51.559	147.291	205.565	281.638	283.902	263.860	228.861	210.558
Vốn đầu tư (Vốn chủ sở hữu + Nợ dài hạn)	950.839	1.388.643	2.155.122	2.777.108	3.504.162	3.504.102	3.037.197	2.418.823	2.510.280	1.738.887
ROC (%)	8,07	9,84	2,39	5,30	5,74	8,04	9,35	10,91	9,12	12,11

Bảng 2.4: Bảng xác định dòng tiền tự do cho doanh nghiệp FCFF (Đơn vị tính: tỷ đồng)

TT	Năm	Ebit điều chỉnh	g	RIR	FCFF
	2021	263.197.122.584			
1	2022	297.149.551.397	12,90%	159,25%	(140.848.887.362.34)
2	2023	335.481.843.528	12,90%	159,25%	(159.018.393.832.08)
3	2024	378.759.001.343	12,90%	159,25%	(179.531.766.636.42)
4	2025	427.618.912.516	12,90%	159,25%	(202.691.364.532.52)
5	2026	482.781.752.230	12,90%	159,25%	(228.838.550.557.21)
6	2027	443.013.193.366	3,60%	40%	212.646.332.816

(Nguồn: kết quả tính toán của tác giả)

*Bảng 2.2: Bảng xác định tỷ lệ tài đầu tư của công ty
(Đơn vị tính: tỷ đồng)*

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Chi đầu tư	384.556	356.510	463.656	685.708	609.913	739.171	583.426	107.335	158.136	166.530	157.650
Khấu hao	158.081	152.539	180.794	191.220	205.272	346.143	442.432	541.185	405.704	405.473	598.466
Các khoản phải thu ngắn hạn	98.661	42.942	182.918	60.876	41.679	149.983	42.104	411.114	15.178	446.682	449.675
Hàng tồn kho	66.554	125.069	125.743	132.521	120.077	92.970	201.868	118.858	119.125	399.087	425.889
Tài sản ngắn hạn khác	1.684	12.238	19.779	61.453	55.970	60.279	26.721	25.323	34.868	36.203	23.269
Vay và nợ ngắn hạn	79.727	255.969	256.375	157.309	52.474	257.230	156.179	174.097	331.566	235.000	484.025
Nợ ngắn hạn	364.597	600.528	791.618	493.042	423.297	597.614	543.600	897.652	829.835	1.027.767	1.357.887
Vốn lưu động không phải là tiền	(117.972)	(164.311)	(206.803)	(80.883)	(153.096)	(37.152)	(116.728)	(168.259)	(329.098)	89.204	24.972
Thay đổi vốn lưu động	-	(46.339)	(42.493)	125.920	(72.213)	115.944	(79.576)	(51.531)	(160.838)	418.302	(64.232)
Mức tài đầu tư	-	157.632	240.370	620.407	332.428	508.973	61.418	(485.380)	(408.406)	179.358	(505.049)
Tỷ lệ tài đầu tư (%)	0	205,4	175,9	1203,3	225,7	247,6	21,8	-170,96	-154,8	78,3	-239,9

c) Xác định chi phí vốn cổ phần không đòn bẩy tài chính theo mô hình CAPM

Công ty cổ phần than Hà Lâm đã niêm yết trên HNX nên chi phí vốn cổ phần được ước lượng trực tiếp từ dữ liệu thị trường. Trong trường hợp này, tác giả sử dụng mô hình CAPM. Trong đó: Suất sinh lợi phi rủi ro là lãi suất trái phiếu chính phủ kì hạn 10 năm tại thời điểm 31/10/2022 là 5,05% (Bộ Tài chính, 2022). Suất sinh lợi VN-Index lịch sử bình quân giai đoạn 2012–2021 là 16,4% (Bảng 2.5)

Bảng 2.5: Tỷ suất sinh lợi trung bình của thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2012-2021

Thời điểm	Giá đóng cửa	Tỷ suất sinh lời (%)	Thời điểm	Giá đóng cửa	Tỷ suất sinh lời (%)
1/12/2021	1.498,28	0,36	1/12/2015	579,03	0,06
1/12/2020	1.103,87	0,15	1/12/2014	545,63	0,08
1/12/2019	960,99	0,08	1/12/2013	504,63	0,22
1/12/2018	892,54	(0,09)	1/12/2012	413,73	0,16
1/12/2017	984,24	0,48	1/12/2011	356,6	
1/12/2016	664,87	0,15	Trung bình	773,13	16,4%

(Nguồn: kết quả tính toán của tác giả)

Tác giả sử dụng hệ số $\beta=1,38$ theo kết quả tra cứu trên trang <http://s.caphef.vn>. Khi đó chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu (re) được xác định như sau:

$Re = \text{Tỷ suất sinh lời phi rủi ro} + \beta \times \text{Tỷ suất sinh lời danh mục thị trường} - \text{Tỷ suất sinh lời phi rủi ro}$

$$Re = 5,04\% + 1,38 \times (16,4\% - 5,04\%) = 20,7\%$$

Vì tỷ suất chiết khấu được sử dụng để xác định giá trị doanh nghiệp không đòn bẩy tài chính nên hệ số β là hệ số β không đòn bẩy. Hệ số này được ước tính theo Damodaran (2002) như sau:

$$\beta \text{ không đòn bẩy} = \beta \text{ hiện tại} / [1 + (1 - t) \times D/E] = 0,1683$$

Trong đó tỷ lệ nợ phải trả/vốn chủ sở hữu của công ty giai đoạn vừa qua trung bình là 9/1 và khi đó chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu không đòn bẩy được xác định như sau:

$$Re_{\text{không đòn bẩy}} = 5,04\% + 0,1683 \times (16,4\% - 5,04\%) = 6,96\%$$

d) Xác định giá trị doanh nghiệp không đòn bẩy tài chính

Trên cơ sở chiết khấu dòng tiền FCFF với chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu để xác định giá trị công ty cổ phần than Hà Lâm trong trường hợp không có đòn bẩy tài chính (bảng 2.6)

Bảng 2.6: Bảng xác định giá trị của công ty cổ phần than Hà Lâm không có đòn bẩy tài chính

Năm	Ebit điều chỉnh	G	RIR	FCFF	re	Thừa số hiện tại hóa	PV
2021	263,20						
2022	297,15	12,90%	159,25%	(140,85)	6,96%	0,93493	(131,68)
2023	335,48	12,90%	159,25%	(159,02)	6,96%	0,87409	(139,00)
2024	378,76	12,90%	159,25%	(179,53)	6,96%	0,81721	(146,72)
2025	427,62	12,90%	159,25%	(202,69)	6,96%	0,76404	(154,86)
2026	482,78	12,90%	159,25%	(228,84)	6,96%	0,71432	(163,46)
2027	443,01	3,60%	40%	213	6,96%	0,66784	4,226,59
Giá trị của công ty cổ phần than Hà Lâm trong trường hợp không đòn bẩy tài chính							3.490,87

(Nguồn: kết quả tính toán của tác giả)

2.2. Xác định lợi ích thuế từ việc đi vay

Xác định giá trị lợi ích của thuế: Việc chiết khấu khoản tiền tiết kiệm được từ lá chắn thuế tại mức chi phí nợ vay chính là giá trị hiện tại của lợi ích thuế từ việc đi vay. Khi đó, lợi ích thuế vĩnh viễn kì vọng của công ty Hà Lâm được xác định:

Chỉ tiêu: 1) Nợ vay bình quân năm 2021: 359.512 tỷ đồng; 2) Thuế suất: 20%; 3) Giá trị lợi ích của thuế $= (1) \times (2): 71.902$ tỷ đồng

Ước tính chi phí phá sản: Bước này đòi hỏi phải ước tính xác suất vỡ nợ sau khi đã tính đến nợ vay bổ sung cũng như chi phí trực tiếp và gián tiếp của việc phá sản.

Giá trị hiện tại (PV) của chi phí phá sản được tính: PV của chi phí phá sản dự tính = Xác suất phá sản \times PV của chi phí phá sản

Xác định chi phí phá sản dự tính: Dựa vào chỉ số Z'' điều chỉnh cụ thể như sau:

$$Z'' \text{ điều chỉnh} = Z'' + 3,25 = 6,56 X1 + 3,26 X2 + 6,732 X3 + 1,05 X4 + 3,25$$

Trong đó: X1 là tỷ lệ vốn lưu động/Tài sản

X2 là tỷ lệ Lợi nhuận giữ lại/tài sản

X3 là tỷ lệ EBIT/tài sản

X4 là tỷ lệ vốn chủ sở hữu/nợ phải trả

Kết quả tính chỉ số Z'' điều chỉnh trung bình của giai đoạn là 3,03 và theo Altman công ty Hà Lâm được đánh giá là lành mạnh và với kết quả này theo với bảng xếp hạng tín dụng thì công ty cổ phần than Hà Lâm có xác suất phá sản khoảng 0,18%

Tính chi phí phá sản:

- Đối với chi phí phá sản trực tiếp có thể sử dụng theo nghiên cứu của Weiss (1990) (2,8% giá trị sổ sách của tổng tài sản).

- Đối với chi phí phá sản gián tiếp, theo Altman, chi phí phá sản gián tiếp có thể được tính như sự khác biệt hoặc sự chênh lệch giữa lợi nhuận kỳ vọng với lợi nhuận thực tế

+ Bước 01: Ước tính hệ số tương quan giữa doanh thu công ty cần thẩm định giá và doanh thu ngành, trong giai đoạn 10 năm trước năm dự báo:

$$S_{i,t} = a + b \cdot S1_t$$

Kết quả hồi quy trên phần mềm Stata cho thấy mô hình được xây dựng:

$$S_{i,t} = -486,099 + 0,0882 \times S1_t$$

Trong đó: $S_{i,t}$: Doanh thu của công ty Hà Lâm;

+ Bước 02: Kết hợp hệ số a và b được ước tính từ phương trình hồi quy với doanh thu ngành khai khoáng tại năm 2021 để dự báo doanh thu dự kiến của công ty trong 2021, với giả định hệ số tương quan giữa doanh thu công ty và doanh thu trung bình ngành không thay đổi: $S^{i,2021} = -486,099 + 0,0882 \times S1_t$

$$= -486,099 + 0,0882 \times 44.182,868 = 3.410,83 \text{ tỷ đồng}$$

+ Bước 03: Ước tính lợi nhuận dự kiến ($Pe_{i,t}$) của công ty Hà Lâm năm 2021 bằng cách áp dụng tỷ suất lợi nhuận bình quân trên doanh thu trong giai đoạn 10 năm (PM) cho doanh thu dự kiến của công ty ($S^{i,t}$)

2.3. Xác định giá trị của công ty cổ phần than Hà Lâm theo phương pháp APV

Giá trị doanh nghiệp của Hà Lâm = Giá trị doanh nghiệp không sử dụng nợ vay + Lợi ích thuế từ việc đi vay - Giá trị hiện tại của chi phí phá sản dự tính

$$= 3.490,87 + 71,902 - 0,172487 = 3.562,6 \text{ tỷ đồng}$$

3. Kết luận

Việc kế thừa chỉ số Z'' điều chỉnh của Altman khi ước tính xác suất phá sản có thể sẽ dẫn đến sự sai lệch nhất định trong kết quả định giá trị doanh nghiệp; 2) Ước tính chi phí phá sản trực tiếp tại Việt Nam hiện nay vẫn còn nhiều khó khăn do hệ thống văn bản pháp lí chưa rõ ràng trong khi việc tiếp cận thông tin thương vụ phá sản không dễ dàng. Khi đó, việc ước tính các chi phí phá sản của các doanh nghiệp khai khoáng nói chung, của công ty cổ phần than Hà Lâm nói riêng dựa theo các nghiên cứu của nước ngoài cũng chưa đủ dữ liệu để kiểm chứng.

Tài liệu tham khảo

- Altman, E.I. (2006), Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt. Hoboken, NJ: Wiley.
- Altman, E.I., & Hotchkiss, E. (Eds.). (2006), Corporate financial distress and bankruptcy: predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt (3rd ed.). Hoboken, NJ: Wiley.
- Báo cáo tài chính công ty cổ phần than Hà Lâm giai đoạn 2012-2021.
- Damodaran, Aswath. (2002), Investment Valuation, New York: John Wiley & Sons. ISBN 0-471-41488-3.