

## Phụ lục số 2

Ban hành kèm theo Thông tư số 126/2004/TT-BTC ngày 24/12/2004  
của Bộ Tài chính

### MỘT SỐ VÍ DỤ MINH HỌA Xác định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp DCF

#### Ví dụ 1:

#### Xác định giá trị thực tế vốn Nhà nước của Công ty A thời điểm 31/12/2000

Với số liệu tài chính của Công ty từ năm 1996-2000 như sau:

Đơn vị tính: Triệu đồng

Năm	1996	1997	1998	1999	2000
Lợi nhuận sau thuế	160	275	236	177	292
Vốn Nhà nước (không bao gồm số dư Quỹ khen thưởng, phúc lợi)	790	998	1110	1329	1337

#### 1. Dự toán lợi nhuận sau thuế của 4 năm tương lai:

\* Tính tỷ lệ tăng trưởng bình quân ổn định lợi nhuận sau thuế trong quá khứ (từ 1996-2000):

$$292 = 160 (1+T)^4 \longrightarrow T = 16,2\%$$

P sau thuế năm 2001 = P sau thuế năm 2000 x 116,2% = 292 x 116,2% = 339tr  
(thường thì P sau thuế của năm kế tiếp năm xác định giá trị doanh nghiệp lấy theo số ước của doanh nghiệp)

Tương tự xác định của các năm tiếp theo:

P sau thuế 2002=394tr

P sau thuế 2003=458tr

P sau thuế 2004=532tr

(Dự kiến việc phân phối P sau thuế trong các năm tương lai: 50% để chia cổ tức, 30% tăng vốn, 20% trích Quỹ dự phòng tài chính, Quỹ khen thưởng, phúc lợi)

#### 2. Ước tính khoản lợi nhuận sau thuế để chia cổ tức (dự kiến là 50%):

Chỉ tiêu này phụ thuộc vào quy chế tài chính và hạch toán kinh doanh đối với doanh nghiệp ngoài quốc doanh

D1=50% x Psau thuế 2001=50%x339=170tr

D2= 50% x Psau thuế 2002=197tr

D3= 50% x Psau thuế 2003=229tr

D4= 50% x Psau thuế 2004=266tr

### 3. Dự kiến vốn Nhà nước 4 năm tương lai (2001-2004)

Năm 2001 = Vốn Nhà nước năm 2000 + 30% lợi nhuận sau thuế năm 2001 = 1439tr

Năm 2002 = Vốn Nhà nước năm 2001 + 30% lợi nhuận sau thuế năm 2002 = 1557tr

Năm 2003 = Vốn Nhà nước năm 2002 + 30% lợi nhuận sau thuế năm 2003 = 1694tr

Năm 2004 = Vốn Nhà nước năm 2003 + 30% lợi nhuận sau thuế năm 2004 = 1853tr

### 4. Xác định tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước bình quân (2001-2004):

$$R = (R_1 + R_2 + R_3 + R_4) / 4$$

R1: Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm 2001 = 339/1439 = 0,235

R2: Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm 2002 = 394/1577 = 0,25

R3: Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm 2003 = 458/1694 = 0,27

R4: Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm 2004 = 532/1853 = 0,287

$$R = 0,26$$

### 5. Xác định Chỉ số g (tỷ lệ tăng trưởng hàng năm của cổ tức):

$$g = b \times R$$

b: tỷ lệ lợi nhuận sau thuế dùng để bổ sung vốn.

Trường hợp này b được xác định = 30% lợi nhuận sau thuế

$$g = 30\% \times 0,26 = 0,078$$

### 6. Xác định tỷ lệ chiết khấu (hay tỷ lệ hoàn vốn cần thiết):

$$K = R_f + R_p = 8,3\% + 9,61\% = 17,91\%$$

R<sub>f</sub>: lãi suất trái phiếu Chính phủ thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp = 8,3%

R<sub>p</sub>: = 9,61% (giả định xác định theo chỉ số phụ phí rủi ro chứng khoán trên thế giới tại Niên giám định giá 1999, Ibbotson Associates, Inc)

### 7. Ước tính giá trị vốn Nhà nước năm trong tương lai thứ 3 (n=3)

$$P_{2003} = \frac{D_{2004}}{K - g} = \frac{266}{0,1791 - 0,078} = \frac{266}{0,1011} = 2.631 \text{trđ}$$

### 8. Tính giá trị vốn Nhà nước tại thời điểm xác định giá (31/12/2000):

$$\begin{aligned} \text{Giá trị thực tế} &= \left[ \frac{170}{(1 + 0,1791)^1} + \frac{197}{(1 + 0,1791)^2} + \frac{229}{(1 + 0,1791)^3} \right] + \frac{2631}{(1 + 0,1791)^3} \\ &= (144 + 141 + 139) + 1604 = 2028 \text{ tr} \end{aligned}$$

Như vậy giá trị thực tế vốn Nhà nước của Công ty A tại thời điểm xác định là 2028 triệu đồng.

**Giá trị thực tế doanh nghiệp = Giá trị thực tế vốn NN + Nợ phải trả + Quỹ khen thưởng, phúc lợi + Nguồn kinh phí sự nghiệp (nếu có)**

**Ví dụ 2:**  
**Xác định giá trị thực vốn Nhà nước của Công ty B thời điểm 31/12/2000**

Số liệu quá khứ của Công ty từ năm 1996-2000 như sau:

Đơn vị: triệu đồng

Năm	1996	1997	1998	1999	2000
Lợi nhuận sau thuế	452	498	578	570	623
Vốn Nhà nước (không bao gồm số dư Quỹ khen thưởng, phúc lợi)	4500	4605	4809	5448	5734

Công ty xây dựng kế hoạch chi tiêu lợi nhuận sau thuế 4 năm trong tương lai như sau:

Năm	2001	2002	2003	2004
Lợi nhuận sau thuế	800	1100	1500	2000

Số liệu này phải được Công ty chứng minh là khả thi.

(Dự kiến việc phân phối P sau thuế trong các năm tương lai: 50% để chia cổ tức, 30% tăng vốn, 20% trích Quỹ dự phòng tài chính, Quỹ khen thưởng, phúc lợi)

**1. Khoản lợi nhuận sau thuế để chia cổ tức (dự kiến là 50% lợi nhuận sau thuế):**

$$D1 = 50\% \times P \text{ sau thuế } 2001 = 50\% \times 800 = 400\text{tr}$$

$$D2 = 50\% \times P \text{ sau thuế } 2002 = 50\% \times 1100 = 550\text{tr}$$

$$D3 = 50\% \times P \text{ sau thuế } 2003 = 50\% \times 1500 = 750\text{tr}$$

$$D4 = 50\% \times P \text{ sau thuế } 2004 = 50\% \times 2000 = 1000\text{tr}$$

**2. Dự kiến vốn Nhà nước 4 năm tương lai (2001-2004)**

$$\text{Năm 2001} = \text{Vốn Nhà nước năm 2000} + 30\% \text{ lợi nhuận sau thuế năm 2001} = 5974\text{tr}$$

$$\text{Năm 2002} = \text{Vốn Nhà nước năm 2001} + 30\% \text{ lợi nhuận sau thuế năm 2002} = 6304\text{tr}$$

$$\text{Năm 2003} = \text{Vốn Nhà nước năm 2002} + 30\% \text{ lợi nhuận sau thuế năm 2003} = 6754\text{tr}$$

$$\text{Năm 2004} = \text{Vốn Nhà nước năm 2003} + 30\% \text{ lợi nhuận sau thuế năm 2004} = 7354\text{tr}$$

**3. Xác định tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước bình quân (2001-2004):**

$$R = (R1 + R2 + R3 + R4) / 4$$

$$R1: \text{Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm 2001} = 800 / 5974 = 0,134$$

$$R2: \text{Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm 2002} = 1100 / 6304 = 0,174$$

$$R3: \text{Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm 2003} = 1500 / 6754 = 0,222$$

$$R4: \text{Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm 2004} = 2000 / 7354 = 0,272$$

$$R = 0,20$$

**4. Xác định Chỉ số g (tỷ lệ tăng trưởng hàng năm của cổ tức):**

$$g = b \times R$$

b: tỷ lệ lợi nhuận sau thuế dùng để bổ sung vốn.

Trường hợp này b được xác định = 30% lợi nhuận sau thuế

$$g = 30\% \times 0,2 = 0,6$$

## 5. Xác định tỷ lệ chiết khấu (hay tỷ lệ hoàn vốn cần thiết)

$$K = R_f + R_p = 8,3\% + 9,61\% = 17,91\%$$

$R_f$ : Lãi suất trái phiếu Chính phủ thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp = 8,3%  
 $R_p$ : = 9,61% (Giả định theo chỉ số phụ phí rủi ro chứng khoán trên thế giới tại Niên giám định giá 1999, Ibbotson Associates, Inc)

## 6. Ước tính giá trị vốn Nhà nước năm trong tương lai thứ 3 (n=3)

$$P_{2003} = \frac{D_{2004}}{K - g} = \frac{1000}{0,1791 - 0,06} = \frac{1000}{0,1191} = 8396 \text{trđ}$$

## 7. Tính giá trị vốn Nhà nước tại thời điểm xác định giá (31/12/2000):

$$\begin{aligned} \text{Giá trị DCF} &= \left[ \frac{400}{(1 + 0,1791)^1} + \frac{550}{(1 + 0,1791)^2} + \frac{750}{(1 + 0,1791)^3} \right] + \frac{8396}{(1 + 0,1791)^3} \\ &= (339 + 395 + 457) + 5121 = 6312 \text{ tr} \end{aligned}$$

Như vậy giá trị thực tế vốn Nhà nước của Công ty B tại thời điểm xác định là 6312 triệu đồng.

**Giá trị thực tế doanh nghiệp = Giá trị thực tế vốn NN + Nợ phải trả + Quỹ khen thưởng, phúc lợi + Nguồn kinh phí sự nghiệp (nếu có).**