Giáo trình thực hành phân tích chứng khoán

Lý thuyết nền tảng và bài tập vận dụng

Tài liệu tự học từ kinh tế vĩ mô đến phân tích doanh nghiệp và định giá cổ phiếu. Sau chương nền tảng, mười chuyên đề đi từ kinh tế vĩ mô đến báo cáo tài chính, định giá và quản trị rủi ro. Các bài thực hành ngắn nằm ngay sau mục lý thuyết liên quan. Cuối mỗi chương nền tảng và chuyên đề có một nhóm bài tổng hợp và lời giải riêng. Các phần sau cùng dành cho tự luyện lại.

Mục tiêu sau khi học: giải thích được một thay đổi kinh tế tác động đến doanh nghiệp qua đâu; tính và hiểu các chỉ tiêu cơ bản; lập được một nhận định đầu tư có giả định, căn cứ và điều kiện khiến nhận định sai.

Cách dùng: đọc từng mục rồi dừng ở đề thực hành bên dưới để tự làm. Sau khi học hết chương, hoàn thành nhóm bài cuối chương trước khi mở phần lời giải. Mỗi kết quả tính phải đi kèm một câu diễn giải bằng lời. Các doanh nghiệp và dữ liệu trong bài tập đều là giả định, trừ những mốc lịch sử có ghi nguồn.

Quy ước: 8% được thay vào phép tính là 0,08; 1 tỷ đồng = 1.000 triệu đồng. Tỷ lệ tăng từ 10% lên 12% là tăng 2 điểm phần trăm, tương đương tăng tương đối 20%. Bài tập mặc định bỏ qua thuế giao dịch và phí, trừ khi đề bài nêu khác. Thuế suất trong ví dụ là giả định tính toán.

Phạm vi: trọng tâm là phân tích cơ bản. Phân tích kỹ thuật được giới thiệu ở mức phân biệt phương pháp; tài liệu không bao quát giao dịch phái sinh hoặc quy định giao dịch hiện hành. Phần tài chính doanh nghiệp chủ yếu áp dụng cho doanh nghiệp phi tài chính.

Biên soạn ngày 23 tháng 11 năm 2026

Mục lục

Hướng dẫn học và tự đánh giá 3

0 Nền tảng tính toán trước khi phân tích 4

1 GDP và cách đọc tăng trưởng kinh tế 8

2 Chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ 14

3 Kinh tế quốc tế và thị trường chứng khoán 19

4 Chu kỳ kinh doanh và kỳ vọng thị trường 23

5 Thị trường tài chính và định giá trái phiếu 27

6 Từ GDP đến vốn hóa và tăng trưởng đầu tư 34

7 Vi mô và khả năng sinh lời của doanh nghiệp 38

8 Đọc báo cáo tài chính để hiểu doanh nghiệp 45

9 Định giá cổ phiếu bằng giả định có thể kiểm tra 53

10 Rủi ro và quy trình phân tích hoàn chỉnh 60

11 Bài tập tự luyện 65

12 Hai tình huống phân tích tổng hợp 68

13 Đáp án và lời giải 69

14 Bảng tra công thức và lỗi thường gặp 74

15 Bài tập thực hành theo chuyên đề 76

16 Lời giải bài tập thực hành 80

17 Hồ sơ phân tích doanh nghiệp tổng hợp 84

18 Phiếu thực hành và tự kiểm tra 88

19 Tài liệu tham khảo và nguồn kiểm tra 97

Hướng dẫn học và tự đánh giá

Lộ trình 14 buổi

Mỗi buổi có thể học trong 60–90 phút: khoảng một nửa thời gian cho việc hiểu khái niệm và phần còn lại để làm bài. Nếu chưa nắm phép tính phần trăm, lãi kép và quy đổi đơn vị, nên dành thêm một buổi cho các kỹ năng này.

Buổi	Nội dung	Kết quả cần đạt
1–2	GDP và đo lường tăng trưởng	Phân loại giao dịch và tính GDP thực
3	Tài khóa và tiền tệ	Giải thích tác động qua dòng tiền và chiết khấu
4	Kinh tế quốc tế	Phân tích tỷ giá và ưu đãi thương mại
5	Chu kỳ kinh doanh	Viết kịch bản có điều kiện
6–7	Thị trường tài chính và trái phiếu	Tính giá trái phiếu và lợi suất nắm giữ
8	GDP và vốn hóa thị trường	Phân biệt CAGR với tăng trưởng logarit
9	Vi mô và hòa vốn	Tính cân bằng, hòa vốn và đòn bẩy
10–11	Báo cáo tài chính	Tính chỉ tiêu và đối chiếu với dòng tiền
12	Định giá cổ phiếu	Lập khoảng giá trị theo nhiều giả định
13	Rủi ro và quy trình phân tích	Hoàn thành phiếu phân tích một doanh nghiệp
14	Bài tập và đề tổng hợp	Tự chấm và ghi lại lỗi sai

Ba mức độ cần đạt

Nhớ: nêu được định nghĩa và giải thích từng ký hiệu mà không nhìn tài liệu. **Hiểu:** trả lời được tại sao công thức có dạng như vậy, dùng trong điều kiện nào. **Vận dụng:** thay đổi một giả định và chỉ ra kết quả sẽ đổi ra sao. Chỉ thuộc công thức mà không biết điều kiện sử dụng chưa đủ để phân tích chứng khoán.

Đối với một bài tính, dùng trình tự: xác định câu hỏi; liệt kê dữ kiện và đơn vị; chọn công thức; thay số; kiểm tra tính hợp lý; viết kết luận. Ví dụ, trái phiếu có coupon thấp hơn lợi suất yêu cầu thì giá phải thấp hơn mệnh giá trong mô hình trái phiếu thông thường.

0 Nền tảng tính toán trước khi phân tích

Đọc một công thức như một câu có nghĩa

Công thức là cách viết ngắn của một quan hệ. Trước khi bấm máy, hãy chuyển công thức thành lời. Chẳng hạn doanh thu bằng giá bán nhân số lượng: muốn doanh thu tăng, doanh nghiệp phải bán nhiều hơn, bán đắt hơn hoặc thay đổi cơ cấu sang sản phẩm có giá cao hơn. Nếu chỉ biết doanh thu tăng 20%, ta chưa biết yếu tố nào đã thay đổi và có duy trì được hay không.

Trong tài liệu này, một ký hiệu có thể mang nghĩa khác ở chương khác. P trong định giá là giá chứng khoán; P trong vi mô là giá bán sản phẩm. E trong phân rã thị trường là lợi nhuận; E trong một công thức cấu trúc vốn có thể chỉ vốn chủ sở hữu. Đọc định nghĩa ngay cạnh công thức, không học một chữ cái như một khái niệm duy nhất cho toàn bộ tài chính.

Một đáp án hoàn chỉnh có bốn phần: nêu công thức, thay số với đơn vị nhất quán, ghi kết quả, diễn giải điều kiện. Ví dụ "ROE bằng 20%" còn thiếu thông tin. Câu rõ hơn là "Trong năm giả định, mỗi 100 đồng vốn chủ sở hữu bình quân tạo 20 đồng lợi nhuận sau thuế; cần kiểm tra tác động của nợ và khoản thu nhập bất thường trước khi kết luận hiệu quả bền vững".

Thực hành ngay 0.1

Đề bài. Doanh thu tăng 32%, lượng tăng 20%. Giá bình quân thay đổi bao nhiêu?

Lời giải. Giá tăng 1,32/1,20 − 1 = 10%. Tách doanh thu thành giá nhân lượng trước khi suy ra.

Phần trăm và điểm phần trăm

Tỷ lệ là phép chia hai đại lượng. Biên lợi nhuận 12% nghĩa là 12 đồng lợi nhuận trên 100 đồng doanh thu, không có nghĩa lợi nhuận tăng 12% so với năm trước. Tốc độ tăng lại so giá trị mới với giá trị cũ. Hai phép tính dùng các mẫu số khác nhau nên trả lời hai câu hỏi khác nhau.

Ví dụ doanh thu từ 800 lên 1.000 tỷ và lợi nhuận từ 80 lên 90 tỷ. Doanh thu tăng 25%; lợi nhuận tăng 12,5%. Biên ròng giảm từ 10% xuống 9%, tức giảm 1 điểm phần trăm và giảm tương đối 10%. Doanh nghiệp vẫn tăng lợi nhuận tuyệt đối nhưng thu được ít lợi nhuận hơn trên mỗi đồng doanh thu. Đây có thể là áp lực giá bán, giá vốn, chi phí bán hàng hoặc cơ cấu sản phẩm.

Điểm cơ bản, tiếng Anh là basis point, thường viết bp: 1 bp = 0,01 điểm phần trăm. Lợi suất từ 8% lên 8,5% tăng 50 bp, không phải tăng 50%. Khi thay vào công thức độ nhạy trái phiếu, mức tăng này là 0,005. Nhầm đơn vị sẽ làm kết quả sai 100 lần.

Ví dụ nền tảng 1 Kiểm tra tăng giảm liên tiếp

Một tài sản tăng 20% rồi giảm 20%. Bắt đầu từ 100, sau kỳ đầu là 120, sau kỳ sau là 96. Tổng lợi suất bằng 1,20 × 0,80 − 1 = −4%. Không cộng hai phần trăm để kết luận hòa vốn vì mức giảm kỳ sau áp dụng lên nền 120.

Nếu lỗ tỷ lệ L, mức tăng cần để trở về vốn là L/(1 − L), với 0 ≤ L < 1. Lỗ 10% cần tăng khoảng 11,11%; lỗ 25% cần tăng 33,33%; lỗ 50% cần tăng 100%. Công thức xuất phát từ giá trị còn lại 1 − L và mục tiêu trở lại 1, không phải một quy tắc về khả năng phục hồi giá.

Thực hành ngay 0.2

Đề bài. Biên gộp giảm từ 25% xuống 20%. Tính hai cách mô tả mức giảm.

Lời giải. Giảm 5 điểm phần trăm. Tương đối giảm 5/25 = 20% so với biên cũ.

Đơn vị tiền và số cổ phiếu

EPS, Earnings Per Share, là lợi nhuận trên một cổ phiếu. Nếu lợi nhuận ghi bằng tỷ đồng và số cổ phiếu bằng triệu, thương số phải nhân 1.000 để ra đồng/cổ phiếu. Lợi nhuận 240 tỷ chia 80 triệu cổ phiếu bằng 3.000 đồng/cổ phiếu; viết 3 đồng là sai đơn vị. Khi định giá toàn doanh nghiệp bằng tỷ đồng, hãy giữ tất cả dòng tiền, nợ và tiền mặt cùng đơn vị tỷ đồng đến bước cuối.

Giá 30.000 đồng và 100 triệu cổ phiếu cho vốn hóa 3.000 tỷ đồng. Để kiểm tra, có thể viết 30.000 × 100.000.000 = 3.000.000.000.000 đồng. Thói quen ghi đơn vị ở từng bước đặc biệt hữu ích khi kết hợp số liệu lấy từ nhiều báo cáo có đơn vị trình bày khác nhau.

Làm tròn: giữ ít nhất bốn đến sáu chữ số sau dấu phẩy trong phép tính trung gian; chỉ làm tròn kết quả cuối. Nếu bài yêu cầu tỷ lệ đến hai chữ số thập phân, hãy tính bằng số gốc rồi trình bày 12,47%, không làm tròn hệ số tăng trưởng thành 1,12 trước khi quy đổi.

Thực hành ngay 0.3

Đề bài. Lãi 84 tỷ và 35 triệu cổ phiếu. Tính EPS.

Lời giải. 84/35 × 1.000 = 2.400 đồng mỗi cổ phiếu. Phép nhân 1.000 đổi tỷ trên triệu sang đồng.

Giá trị thời gian của tiền

Một đồng hôm nay và một đồng sau ba năm khác nhau vì có cơ hội sử dụng vốn, lạm phát và rủi ro. FV, Future Value, là giá trị tương lai; PV, Present Value, là giá trị hiện tại. Với lãi kép đều r mỗi kỳ và n kỳ, tiền được nhân với 1 + r qua mỗi kỳ:

$$FV = PV(1 + r)^n \qquad PV = \frac{FV}{(1 + r)^n}$$

r là lãi suất cho đúng một kỳ của n. Dùng r theo năm thì n tính bằng năm; dùng r theo tháng thì n tính bằng tháng. Chiết khấu là phép làm ngược của tích lũy: tìm số tiền hôm nay có thể tăng lên đúng dòng tiền tương lai dưới cùng giả định lợi suất.

Ví dụ nền tảng 2 Từ khoản tiền tương lai về hiện tại

Giả sử cần 121 triệu sau hai năm, lợi suất giả định 10%/năm và không có phí. Số tiền hiện tại tương đương là $121/1{,}10^2 = 100$ triệu. Kiểm tra ngược: 100 × 1,10 × 1,10 = 121. Nếu mức lợi suất

yêu cầu tăng lên 12%, giá trị hiện tại giảm còn khoảng 96,46 triệu. Dòng tiền tương lai không đổi nhưng người mua yêu cầu bù đắp cao hơn nên chỉ chấp nhận trả giá thấp hơn hôm nay.

Lãi đơn chỉ tính lãi trên vốn ban đầu; lãi kép tính lãi cả trên phần lãi đã tích lũy. Với 100 triệu, 10%/năm, ba năm: lãi đơn cho 130 triệu; lãi kép cho 133,1 triệu. Trong định giá chứng khoán, phải đọc quy ước lãi suất của đề bài; không mặc định mọi báo giá đều theo một cách ghép lãi.

Thực hành ngay 0.4

Đề bài. Cần 133,1 triệu sau ba năm. Lợi suất 10%/năm. Cần bao nhiêu hôm nay?

Lời giải. PV = 133,1/1,10³ = 100 triệu. Ghép lại ba năm để kiểm tra.

Dòng tiền nhiều kỳ và niên kim

CF, Cash Flow, nghĩa là dòng tiền. CF_0 xảy ra tại thời điểm hiện tại; CF_1 ở cuối kỳ một trong quy ước thông thường. Mỗi dòng tiền phải được chiết khấu theo đúng thời điểm của nó. Khoản nhận ở cuối năm một chỉ chia một lần cho 1 + r; khoản cuối năm ba phải chia cho $(1 + r)^3$.

$$PV = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Niên kim là một chuỗi dòng tiền bằng nhau, cách đều nhau. Với khoản A nhận cuối mỗi kỳ trong n kỳ, giá trị hiện tại bằng A × [1 − (1 + r)^(−n)]/r khi r khác 0. Nếu r = 0, PV bằng A × n. Nếu dòng tiền đầu kỳ, mỗi khoản đến sớm hơn một kỳ nên giá trị bằng kết quả cuối kỳ nhân thêm 1 + r, với cùng số khoản.

Ví dụ nhận 10 triệu cuối mỗi năm trong ba năm, r = 8%: PV = 10/1,08 + 10/1,08² + 10/1,08³ ≈ 25,77 triệu. Tổng nhận danh nghĩa là 30 triệu nhưng giá trị hiện tại thấp hơn. Khi đọc mô hình, cần hỏi dòng tiền đầu hay cuối kỳ, có số năm hữu hạn hay tăng mãi, và lãi suất dùng có phù hợp rủi ro dòng tiền không.

Thực hành ngay 0.5

Đề bài. Nhận 11 triệu cuối năm một và 12,1 cuối năm hai. Chiết khấu 10%/năm.

Lời giải. PV = 11/1,10 + 12,1/1,10² = 20 triệu. Mỗi dòng tiền dùng đúng số năm.

Lãi suất danh nghĩa và lãi suất hiệu dụng

EAR, Effective Annual Rate, là lãi suất hiệu dụng năm, phản ánh ghép lãi trong năm. Nếu báo giá danh nghĩa năm j và ghép m lần mỗi năm, EAR = (1 + j/m)^m − 1. Với j = 12%, ghép hàng tháng, EAR = $1{,}01^{12} - 1 \approx 12{,}68\%$.

Ngược lại, nếu 12% là lãi suất hiệu dụng năm thì lãi suất tháng tương đương là 1,12^(1/12) − 1 ≈ 0,9489%, không phải 1%. Quy đổi đúng cần biết loại lãi suất đã được báo. Trong bài trái phiếu, “lợi suất danh nghĩa năm ghép sáu tháng” khác “lợi suất hiệu dụng năm”, dù cùng được viết phần trăm mỗi năm.

Thực hành ngay 0.6

Đề bài. Báo giá 10%/năm ghép sáu tháng. Lãi suất hiệu dụng năm là bao nhiêu?

Lời giải. Mỗi kỳ 5%. Hai kỳ cho $1{,}05^2 - 1 = 10{,}25\%$ hiệu dụng năm.

Dùng bảng tính để hiểu thay vì chỉ nhận đáp án

Nên tách ô đầu vào, ô công thức và ô kết quả. Ví dụ đặt B2 là PV, B3 là r, B4 là n; nhập công thức =B2*(1+B3)^B4 để tính FV. Nhập 10% vào ô lãi suất, không nhập 10 nếu công thức mong đợi 0,10. Mỗi cột nên có đơn vị và mỗi giả định cần có nguồn hoặc nhãn "giả định".

Một kiểm tra nhanh là thay r bằng 0. Với dòng tiền đều dương, PV phải bằng tổng dòng tiền. Thay r cao hơn thì PV phải giảm. Khi nhân đôi mọi dòng tiền và giữ r, giá trị phải tăng gấp đôi. Các kiểm tra quan hệ này giúp phát hiện lỗi tham chiếu ô mà chỉ nhìn đáp án cuối thường bỏ sót.

Tự kiểm tra trước Chương 1: giải thích được vì sao tăng 20% rồi giảm 20% không hòa vốn; đổi được 35 bp sang 0,0035; tính được EPS khi lợi nhuận bằng tỷ và cổ phiếu bằng triệu; phân biệt được giá trị tương lai với hiện tại. Nếu chưa, hãy làm Bài 13–16 trước khi học định giá.

Thực hành ngay 0.7

Đề bài. Ô B2 chứa 121, B3 chứa 10%, B4 chứa 2. Lập công thức giá trị hiện tại và thử đổi B3 thành 0%.

Lời giải. Dùng =B2/(1+B3)^B4. Kết quả 100, rồi 121 khi không chiết khấu.

Bài tập cuối chương

Làm cả nhóm bài trước khi xem phần đáp án ngay bên dưới.

Bài 0.1 Tình huống tổng hợp

Tài khoản tăng 12% hai năm liền, vốn 80 triệu. Một phương án khác hứa trả 100 triệu sau đúng hai năm. So hai giá trị cuối kỳ và tính lợi suất hiệu dụng của phương án thứ hai.

Bài 0.2 So sánh hai cách báo lãi suất

Một phương án báo 12% danh nghĩa năm ghép tháng. Phương án khác báo 12,5% hiệu dụng năm. So số cuối năm nếu vốn đầu kỳ là 100 triệu.

Lời giải bài tập cuối chương

Lời giải bài 0.1

Phương án một $80 \times 1{,}12^2 = 100{,}352$ triệu. Phương án hai cho căn bậc hai của 100/80 trừ 1 $\approx$ 11,80%/năm. So sánh rủi ro, phí và khả năng nhận tiền đúng hạn trước khi đánh giá.

Lời giải bài 0.2

Phương án đầu có $100 \times 1{,}01^{12} \approx 112{,}68$ triệu. Phương án hai có 112,5 triệu. Chênh khoảng 0,18 triệu trước phí, với điều kiện cùng thời hạn và rủi ro.

1 GDP và cách đọc tăng trưởng kinh tế

GDP đo điều gì

GDP là Gross Domestic Product, tổng sản phẩm trong nước: giá trị của hàng hóa và dịch vụ cuối cùng được sản xuất trong lãnh thổ kinh tế trong một thời kỳ. Từ "cuối cùng" giúp tránh cộng trùng đầu vào; "trong lãnh thổ" phân biệt GDP với thu nhập của các chủ thể cư trú; "trong một thời kỳ" phân biệt dòng sản lượng với khối tài sản tích lũy.

Một chiếc máy tính mới được sản xuất và bán trong kỳ góp vào GDP theo phần giá trị sản xuất trong nước. Mua lại chiếc máy tính cũ không tạo lại giá trị sản xuất của chiếc máy, nhưng dịch vụ sửa chữa hay môi giới phát sinh trong kỳ vẫn được tính. Mua cổ phiếu cũng không trực tiếp tạo ra GDP; dịch vụ môi giới là một hoạt động sản xuất dịch vụ riêng.

GDP tăng không đồng nghĩa mọi doanh nghiệp tăng lợi nhuận. Doanh nghiệp có thể mất thị phần, chịu chi phí tăng hoặc bị pha loãng cổ phần ngay cả khi nền kinh tế tăng trưởng. Khi phân tích cổ phiếu, GDP là điểm xuất phát để đặt câu hỏi về nhu cầu, không phải đáp án cuối cùng về giá.

Thực hành ngay 1.1

Đề bài. Nhà máy do nhà đầu tư nước ngoài sở hữu sản xuất hàng tại Việt Nam. Hoạt động thuộc GDP ở đâu?

Lời giải. Phần sản xuất trong lãnh thổ kinh tế Việt Nam thuộc GDP Việt Nam. Xác định theo nơi sản xuất.

Ba phương pháp tính GDP

Theo chi tiêu, cộng nhu cầu cuối cùng đối với sản phẩm trong nước:

$$GDP = C + I + G + (X - M)$$

C là tiêu dùng cuối cùng của hộ gia đình; I là đầu tư gộp, gồm tài sản cố định và thay đổi tồn kho; G là mua sắm hàng hóa, dịch vụ của chính phủ theo quy ước mô hình nhập môn; X là xuất khẩu; M là nhập khẩu. Đầu tư trong GDP không phải việc nhà đầu tư mua cổ phiếu trên sàn.

Phải trừ M vì C, I hoặc G có thể đã chứa hàng nhập khẩu. Ví dụ một máy nhập khẩu giá 100 được ghi tăng I 100 và tăng M 100; phần nhập khẩu thuần túy không làm GDP tăng. Nếu có dịch vụ lắp đặt trong nước giá 5 thì phần dịch vụ đó vẫn đóng góp vào GDP.

Theo sản xuất, tính giá trị gia tăng ở từng khâu. Giá trị gia tăng bằng giá trị đầu ra trừ tiêu dùng trung gian. Khi cộng giá trị gia tăng theo giá cơ bản để ra GDP theo giá thị trường, cộng thêm thuế sản phẩm và trừ trợ cấp sản phẩm.

Theo thu nhập, cộng thu nhập tạo ra từ sản xuất: thù lao người lao động, thặng dư hoạt động gộp, thu nhập hỗn hợp gộp và thuế sản xuất, nhập khẩu trừ trợ cấp. Chữ "gộp" đã bao gồm tiêu hao tài sản cố định, nên không cộng khấu hao lần nữa. Ba cách đo cùng một hoạt động; số thống kê thực tế có thể khác nhau vì dữ liệu và sai số đo lường [S1].

Ví dụ 1 Chuỗi sản xuất bánh

Nông trại bán lúa mì 100; cơ sở xay bán bột 160; tiệm bánh bán bánh cho người tiêu dùng 250. Giả sử nông trại không có đầu vào trung gian và không có thuế sản phẩm hay trợ cấp. Giá trị gia tăng lần lượt là 100, 60 và 90. GDP bằng 250, không phải 100 + 160 + 250 = 510.

Máy làm bánh dùng nhiều năm là tài sản vốn, không phải hàng trung gian tiêu hết trong một lần sản xuất. Mua máy mới được ghi nhận trong đầu tư; hao mòn của máy liên quan đến khấu hao. **NDP, Net Domestic Product, sản phẩm trong nước ròng**, bằng GDP trừ tiêu hao tài sản cố định.

Thực hành ngay 1.2

Đề bài. Xưởng mua gỗ 40, bán bàn cuối cùng 100. Gỗ sản xuất trong nước không có đầu vào trung gian trong đề. Tính giá trị gia tăng.

Lời giải. Xưởng tạo 60, bên sản xuất gỗ tạo 40. Tổng 100, bằng giá trị bàn cuối cùng.

Phân loại những khoản dễ nhầm

Tình huống	Xử lý trong mô hình chi tiêu nhập môn	Lý do
Hộ mua thực phẩm mới	C	Tiêu dùng cuối cùng
Doanh nghiệp mua máy mới	I	Tài sản vốn phục vụ sản xuất
Hàng sản xuất ra chưa bán	Thay đổi tồn kho trong I	Đã có sản xuất trong kỳ
Chính phủ mua dịch vụ sửa đường	G	Có hàng hóa hoặc dịch vụ đối ứng
Trợ cấp tiền mặt cho hộ	Chuyển giao, không trực tiếp là G	Chưa có sản xuất đối ứng

Tình huống	Xử lý trong mô hình chi tiêu nhập môn	Lý do
Hộ dùng tiền trợ cấp mua hàng mới	C tại thời điểm mua	Ghi nhận tiêu dùng, không đếm tiền hai lần
Giao dịch nhà cũ	Không tính lại giá trị nhà	Có thể tính dịch vụ giao dịch mới
Mua cổ phiếu đã phát hành	Giao dịch tài sản tài chính	Không phải đầu tư I trong GDP

Đối với hàng hóa chính phủ mua để cấp cho hộ, cách hạch toán chi tiết còn phụ thuộc hệ thống tài khoản và loại chuyển giao hiện vật. Khi làm bài nhập môn, tuân theo quy ước G mà đề sử dụng; đừng đồng nhất mọi khoản chi ngân sách với G.

Kinh tế chưa được quan sát không có nghĩa tất cả hoạt động đó bị loại khỏi GDP. Hoạt động thuộc ranh giới sản xuất, như bán hàng phi chính thức hay một số sản phẩm tự sản xuất để dùng, có thể được ước tính gián tiếp. Việc khó quan sát khác với việc không thuộc phạm vi GDP; đa số dịch vụ nội trợ tự làm không được ghi nhận như dịch vụ mua trên thị trường [S2].

Thực hành ngay 1.3

Đề bài. Chính phủ chuyển 20 tiền trợ cấp và mua 30 dịch vụ nội địa. Có bao nhiêu vào G?

Lời giải. G tăng 30. Trợ cấp 20 là chuyển giao; tiêu dùng sau đó được ghi khi có giao dịch mua hàng phù hợp.

GDP danh nghĩa và GDP thực

GDP danh nghĩa dùng giá hiện hành; GDP thực loại ảnh hưởng biến động giá. Trong bài tập hai năm đơn giản, GDP thực dùng giá năm gốc. Thống kê thực tế còn có thể dùng chỉ số chuỗi; không mặc định mọi quốc gia giữ một năm gốc cố định mãi.

$$GDP_{n,t} = \sum_i p_{i,t} q_{i,t} \qquad GDP_{r,t} = \sum_i p_{i,0} q_{i,t}$$

p là giá, q là sản lượng; i chỉ từng loại hàng; t là năm đang xét; 0 là năm gốc. Chỉ số n chỉ danh nghĩa và r chỉ thực. Chỉ số giảm phát GDP, ký hiệu D, được tính như sau:

$$D_t = \frac{GDP_{n,t}}{GDP_{r,t}} \times 100 \qquad g_r = \left(\frac{GDP_{r,t}}{GDP_{r,t-1}} - 1 \right) \times 100\%$$

D = 120 nghĩa là mức giá trong phép đo này cao hơn năm gốc 20%, không nhất thiết là lạm phát riêng năm hiện tại 20%. Muốn tính lạm phát theo chỉ số giảm phát giữa hai năm phải lấy D năm nay chia D năm trước rồi trừ 1. **CPI, Consumer Price Index, chỉ số giá tiêu dùng**, theo rổ tiêu dùng; CPI và chỉ số giảm phát GDP khác phạm vi nên không nhất thiết bằng nhau.

Ví dụ 2 Tách tăng giá khỏi tăng sản lượng

Hàng hóa	Giá năm 0	Lượng năm 0	Giá năm 1	Lượng năm 1
A	10	100	12	110
B	20	50	22	60

GDP năm 0 = 10 × 100 + 20 × 50 = 2.000. GDP danh nghĩa năm 1 = 12 × 110 + 22 × 60 = 2.640. GDP thực năm 1 theo giá năm 0 = 10 × 110 + 20 × 60 = 2.300. Tăng trưởng thực = 15%; tăng trưởng danh nghĩa = 32%; chỉ số giảm phát năm 1 ≈ 114,78. Vì giá và lượng cùng đổi, không lấy 32% trừ 15% để có tỷ lệ lạm phát chính xác.

Thực hành ngay 1.4

Đề bài. GDP danh nghĩa 1.440, GDP thực 1.200. Chỉ số giảm phát trước đó 112. Tính mức giá tăng.

Lời giải. Chỉ số hiện tại 1.440/1.200 × 100 = 120. Tăng so trước là 120/112 − 1 ≈ 7,14%.

GDP và thu nhập quốc gia

GNI, Gross National Income, tổng thu nhập quốc gia, xét thu nhập của đơn vị cư trú. Khái niệm GNP, Gross National Product, tổng sản phẩm quốc gia, thường gặp trong giáo trình cũ và liên hệ chặt với GNI. Điểm cần sửa trong cách học thuộc là tiêu chí **cư trú kinh tế**, không đơn giản là quốc tịch người sở hữu [S3].

Trong mô hình thống nhất và bỏ qua sai lệch thống kê: GNI = GDP + thu nhập sơ cấp ròng từ nước ngoài. Thu nhập sơ cấp ròng là phần nhận từ nước ngoài trừ phần trả cho nước ngoài. Nhà máy của doanh nghiệp nước ngoài hoạt động trong Việt Nam đóng góp vào GDP Việt Nam; thu nhập trả cho chủ sở hữu không cư trú được xem xét khi chuyển sang GNI.

Thực hành ngay 1.5

Đề bài. GDP 900, thu nhập sơ cấp nhận từ nước ngoài 50, trả ra 80. Tính GNI.

Lời giải. GNI = 900 + 50 − 80 = 870. Dùng phần thu nhập sơ cấp ròng.

Khoảng cách sản lượng và cách ứng dụng

$$\text{Output gap} = \frac{Y - Y^*}{Y^*} \times 100\%$$

Y là GDP thực tế; Y* là GDP tiềm năng, mức sản lượng bền vững phù hợp với năng lực nền kinh tế. Theo quy ước này, khoảng cách âm là hoạt động dưới tiềm năng; dương là vượt tiềm năng và có thể tạo áp lực giá. GDP tiềm năng là đại lượng ước tính [S4]. Nếu đề dùng “tiềm năng trừ thực tế”, dấu sẽ đảo; luôn ghi rõ quy ước.

Tự kiểm tra: GDP thực tăng nhưng lợi nhuận một hãng bán lẻ giảm có mâu thuẫn không? Không. Cần xem doanh thu cùng cửa hàng, thị phần, chi phí thuê, lãi vay và biên lợi nhuận. Một biến vĩ mô không thay thế được phân tích doanh nghiệp.

Thực hành ngay 1.6

Đề bài. Sản lượng thực 960, tiềm năng 1.000. Tính khoảng cách theo quy ước của sách.

Lời giải. (960 − 1.000)/1.000 = −4%. Mức thực thấp hơn tiềm năng ước tính.

Đọc đóng góp tăng trưởng và hiệu ứng nền

Khi một ngành tăng rất nhanh, ảnh hưởng lên toàn nền kinh tế còn phụ thuộc quy mô của nó. Trong ví dụ đơn giản dùng trọng số kỳ trước và cùng hệ giá, ngành A chiếm 20% sản lượng và tăng 10%, ngành B chiếm 80% và tăng 4% thì mức tăng chung là 0,20 × 10% + 0,80 × 4% = 5,2%. A đóng góp 2 điểm phần trăm; B đóng góp 3,2 điểm phần trăm. “Tăng nhanh nhất” khác “đóng góp nhiều nhất”.

Cách tính trên giúp hiểu bản chất trọng số; các thống kê GDP thực dùng phương pháp chuỗi có thể cần cách đóng góp riêng của cơ quan thống kê. Không lấy trọng số danh nghĩa ở một năm rồi coi mọi phép cộng là chính xác cho mọi bộ dữ liệu thực. Người đọc cần xem bảng phương pháp đi cùng công bố.

Hiệu ứng nền xuất hiện khi tỷ lệ tăng cao hay thấp bị ảnh hưởng bởi mức của kỳ so sánh. Sản lượng từ 100 giảm xuống 80 rồi phục hồi lên 92. Năm phục hồi tăng 15% so với 80, nhưng vẫn thấp hơn mức 100 ban đầu 8%. Chỉ đọc tiêu đề “tăng 15%” có thể dẫn đến đánh giá quá mạnh về quy mô phục hồi.

So sánh cùng kỳ năm trước giúp giảm một phần ảnh hưởng mùa vụ, nhưng chưa loại bỏ mọi khác biệt về số ngày làm việc, thời điểm lễ hoặc cú sốc nền. So sánh quý sau với quý trước cần chú ý điều chỉnh mùa vụ. Không đặt tăng trưởng một quý cạnh tăng trưởng cả năm rồi xếp hạng trực tiếp nếu định nghĩa khác nhau.

Phân biệt mức giá tăng với tốc độ tăng giá giảm

Giả sử chỉ số giá tăng từ 100 lên 110 rồi lên 115,5. Lạm phát kỳ đầu là 10%, kỳ sau là 5%. Giá vẫn tăng; chỉ tốc độ tăng chậm lại. Doanh nghiệp có thể tiếp tục chịu giá đầu vào cao dù tin tức nói lạm phát đang giảm. “Giảm lạm phát” khác “giảm phát”, trong đó giảm phát nói về mặt bằng giá giảm theo thước đo đang xét.

CPI, Consumer Price Index, là chỉ số giá tiêu dùng. Nó theo dõi giá một rổ tiêu dùng theo phương pháp thống kê; chỉ số giảm phát GDP phản ánh giá của sản lượng trong nước trong phạm vi GDP. Hai chỉ số có thể khác do phạm vi hàng hóa, hàng nhập khẩu và hệ thống trọng số. Khi quy đổi sức mua của nhà đầu tư, cần chọn thước đo phù hợp câu hỏi, không dùng hai chỉ số thay nhau mà không giải thích.

Ví dụ mở rộng 1 Nền kinh tế tăng nhưng doanh nghiệp gặp khó

GDP thực tăng 6%, mức giá sản lượng tăng 4%. Trong phép tách đơn giản, GDP danh nghĩa tăng khoảng 1,06 × 1,04 − 1 = 10,24%. Một doanh nghiệp có doanh thu tăng 8% và giá bán bình quân tăng 10% thì lượng bán giảm khoảng 1,08/1,10 − 1 = −1,82%, nếu cơ cấu sản phẩm không đổi.

Kết luận hợp lý là doanh thu danh nghĩa tăng chưa chứng minh lượng bán tăng. Cũng không thể so trực tiếp doanh thu doanh nghiệp với GDP để kết luận mất thị phần, vì thị trường tiêu thụ, xuất khẩu và cơ cấu sản phẩm khác nhau. Muốn kết luận thị phần, cần mẫu số là doanh số của đúng thị trường liên quan.

Từ số liệu vĩ mô đến câu hỏi doanh nghiệp

Khi đọc một bản tin GDP, hãy làm ba bước. Thứ nhất, ghi chính xác số liệu là thực hay danh nghĩa, kỳ nào, so với kỳ nào và có điều chỉnh hay không. Thứ hai, tìm thành phần tạo tăng trưởng: tiêu dùng, đầu tư, xuất khẩu hay tồn kho. Thứ ba, xác định doanh nghiệp hưởng tác động qua lượng bán, giá bán, chi phí hoặc vốn lưu động.

Tăng tồn kho có thể làm GDP kỳ hiện tại cao hơn vì hàng được sản xuất nhưng chưa bán. Với doanh nghiệp, tồn kho tăng không tự động xấu: có thể là chuẩn bị mùa cao điểm. Tuy nhiên, nếu đơn hàng giảm và hàng cũ khó bán, kỳ sau có thể phải giảm sản xuất hoặc giảm giá. Người phân tích cần ghép sản lượng với lượng tiêu thụ và tồn kho thay vì chỉ dùng một số tăng trưởng.

Bài diễn giải ngắn: cùng mức tăng doanh thu 12%, doanh nghiệp A tăng lượng 10% và giá khoảng 1,82%; doanh nghiệp B giữ lượng, tăng giá 12%. A có dấu hiệu mở rộng đầu ra; B cần kiểm tra khách hàng chịu giá cao được bao lâu. Không đủ thông tin để khẳng định công ty nào tốt hơn, nhưng hai cơ chế dẫn đến câu hỏi nghiên cứu khác nhau.

Bài tập cuối chương

Làm cả nhóm bài trước khi xem phần đáp án ngay bên dưới.

Bài 1.1 Tình huống tổng hợp

GDP thực tăng 5%, chỉ số giảm phát tăng 4%. Một công ty tăng doanh thu 6% nhờ tăng giá 8%. Tính GDP danh nghĩa, lượng bán và giải thích khác biệt.

Bài 1.2 Doanh thu tăng nhờ đổi cơ cấu bán

Năm trước bán 800 sản phẩm A giá 100 nghìn và 200 sản phẩm B giá 200 nghìn. Năm nay bán 600 A và 400 B, giá từng loại giữ nguyên. Tính doanh thu, giá bán bình quân và lượng bán. Giải thích doanh thu tăng nhờ đâu.

Lời giải bài tập cuối chương

Lời giải bài 1.1

GDP danh nghĩa tăng 1,05 × 1,04 − 1 = 9,2%. Lượng bán đổi 1,06/1,08 − 1 ≈ −1,85%. Công ty tăng doanh thu bằng giá trong khi sản lượng của nền kinh tế tăng. Cần thêm dữ liệu thị trường của công ty để đánh giá thị phần.

Lời giải bài 1.2

Doanh thu cũ = 800 × 100 + 200 × 200 = 120 triệu. Doanh thu mới = 600 × 100 + 400 × 200 = 140 triệu. Tổng lượng đều là 1.000, giá bình quân từ 120 lên 140 nghìn. Doanh thu tăng 16,67% hoàn toàn nhờ tỷ trọng B cao hơn. Cần giá vốn từng loại để biết biên lợi nhuận có cải thiện.

2 Chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ

Hai loại chính sách khác nhau ở đâu

Chính sách tài khóa dùng thu, chi ngân sách để tác động đến kinh tế. Giảm thuế hoặc tăng mua sắm công có thể kích thích tổng cầu. **Chính sách tiền tệ** do ngân hàng trung ương thực hiện, tác động đến điều kiện tiền tệ, lãi suất và tín dụng. Cùng là "hỗ trợ tăng trưởng", nhưng hai chính sách đi qua những kênh khác nhau.

Tiêu chí	Tài khóa	Tiền tệ
Chủ thể chủ yếu	Chính phủ và cơ quan có thẩm quyền ngân sách	Ngân hàng trung ương
Công cụ thường học	Thuế, chi mua sắm, đầu tư công, chuyển giao	Lãi suất điều hành, dự trữ bắt buộc, thị trường mở
Kênh đầu tiên	Thu nhập khả dụng và nhu cầu mua hàng	Chi phí vốn, thanh khoản và điều kiện tín dụng
Ràng buộc cần xét	Nguồn thu, nợ và hiệu quả chi tiêu	Lạm phát, tỷ giá, ổn định tài chính

OMO, Open Market Operations, nghiệp vụ thị trường mở, là việc ngân hàng trung ương mua bán giấy tờ có giá để điều tiết thanh khoản. Mua vào thường bơm thanh khoản, bán ra thường hút thanh khoản, nếu xét riêng giao dịch và các yếu tố khác không đổi. Lãi suất điều hành giảm không bảo đảm lãi vay của mọi doanh nghiệp giảm ngay.

Thực hành ngay 2.1

Đề bài. Tăng chi đầu tư công và giảm lãi suất điều hành được xếp vào chính sách nào?

Lời giải. Tăng chi là tài khóa. Điều chỉnh lãi suất điều hành là tiền tệ. Khi phân tích doanh nghiệp, theo dõi đơn hàng và chi phí vay riêng.

Cán cân ngân sách và giới hạn công thức

Trong mô hình chỉ có thuế T và mua sắm công G, cán cân B = T − G. B dương là thặng dư, B âm là thâm hụt. Nếu đề có chuyển giao TR và chi lãi INT thì mô hình mở rộng là B = T − G − TR − INT. Ngân sách thực tế có nhiều khoản thu và chi hơn; không dùng T − G như định nghĩa đầy đủ trong mọi trường hợp.

Ví dụ T = 1.000, G = 900, TR = 150, INT = 50 thì B = −100. Nếu chỉ nhìn T − G = 100 sẽ kết luận sai là thặng dư. Đây cũng là lý do không được dùng G trong GDP thay cho toàn bộ chi ngân sách.

Thực hành ngay 2.2

Đề bài. Thu ngân sách 300, mua hàng 240, chuyển giao 40, trả lãi 35. Tính số dư mô hình.

Lời giải. 300 − 240 − 40 − 35 = −15. Số âm là thâm hụt theo các khoản đã cho.

Tại sao lãi suất ảnh hưởng giá tài sản

Giá trị hiện tại là số tiền hôm nay tương đương với dòng tiền trong tương lai. Khi mức sinh lời đòi hỏi cao hơn, nhà đầu tư trả ít hơn hôm nay cho cùng một khoản tiền sẽ nhận.

$$PV = \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

PV là Present Value, giá trị hiện tại; CF là Cash Flow, dòng tiền; t là số kỳ; k là tỷ suất chiết khấu mỗi kỳ. Với dòng tiền 110 nhận sau một năm, k = 10% cho PV = 100; k = 8% cho PV ≈ 101,85. Đây là tác động riêng của chiết khấu khi dòng tiền giữ nguyên.

Tuy nhiên, nếu lãi suất giảm vì kinh tế xấu khiến dòng tiền dự báo giảm còn 90, PV tại 8% chỉ còn 83,33. Do đó, “lãi suất giảm thì cổ phiếu chắc chắn tăng” là kết luận thiếu điều kiện. Phải phân tích đồng thời dòng tiền, lãi suất và phần bù rủi ro.

Thực hành ngay 2.3

Đề bài. Dòng tiền 110 nhận sau một năm. Lợi suất yêu cầu giảm từ 10% xuống 8%. Tính PV hai trường hợp.

Lời giải. 110/1,10 = 100; 110/1,08 ≈ 101,85. Giảm tỷ suất chiết khấu nâng PV nếu dòng tiền cố định.

Phối hợp chính sách

Tài khóa	Tiền tệ	Kịch bản thường phân tích
Mở rộng	Nới lỏng	Tổng cầu được hỗ trợ; kiểm tra lạm phát và hiệu quả sử dụng vốn
Mở rộng	Thắt chặt	Hỗ trợ từ chi công gặp chi phí vốn cao; có thể chèn lấn đầu tư tư nhân
Thắt chặt	Nới lỏng	Giảm hỗ trợ từ ngân sách nhưng có thể giảm áp lực lãi suất
Thắt chặt	Thắt chặt	Áp lực giảm cầu; mức độ phụ thuộc trạng thái ban đầu

"Chèn lấn" nghĩa là tăng nhu cầu vốn của khu vực công có thể làm vốn cho khu vực tư đắt hơn hoặc khó tiếp cận hơn. Cơ chế này không phải lúc nào cũng mạnh: khi nền kinh tế còn dư công suất và tiền tệ hỗ trợ, phản ứng có thể khác.

Thực hành ngay 2.4

Đề bài. Đầu tư công tăng nhưng tín dụng thắt chặt. Nhà thầu có nhiều khoản phải thu cần kiểm tra gì?

Lời giải. Kiểm tra hợp đồng, nghiệm thu và thu tiền để đánh giá tác động tài khóa. Kiểm tra hạn mức và lãi vay để đánh giá khả năng tài trợ đơn hàng.

Bộ ba bất khả thi

Một nền kinh tế không thể đồng thời đạt hoàn toàn ba mục tiêu: tỷ giá cố định, vốn quốc tế di chuyển tự do và chính sách tiền tệ độc lập. Khi giữ tỷ giá cố định cùng dòng vốn tự do, lãi suất trong nước chịu ràng buộc bởi việc duy trì tỷ giá [S5]. Thực tế nhiều nước chọn mức độ trung gian; đây không phải ba công tắc bật hoặc tắt tuyệt đối.

Giới hạn sở hữu nước ngoài trong một ngành không đồng nghĩa với toàn bộ cơ chế kiểm soát tài khoản vốn. Khi đọc thông tin về "room ngoại", cần phân biệt quy định sở hữu doanh nghiệp với hạn chế dòng vốn xuyên biên giới.

Ví dụ 3 Phân tích một đợt giảm lãi suất

Doanh nghiệp A có dư nợ lãi suất thả nổi 500 tỷ đồng. Nếu lãi suất thực trả giảm từ 10% xuống 9% cho cả năm, với dư nợ không đổi, chi phí lãi giảm 5 tỷ. Với thuế suất giả định 20% và đủ điều kiện ghi nhận lợi ích thuế, lợi nhuận sau thuế tăng 4 tỷ nếu mọi yếu tố khác giữ nguyên. Nhưng nếu lợi nhuận hoạt động giảm 20 tỷ vì đơn hàng yếu, lợi ích lãi suất không bù được tác động đó.

Câu hỏi khi phân tích: chính sách đã thực hiện hay mới dự kiến; tác động vào doanh thu hay chi phí; độ trễ bao lâu; doanh nghiệp nào thật sự tiếp cận được vốn; giá thị trường đã phản ánh kỳ vọng đến đâu?

Thực hành ngay 2.5

Đề bài. Nếu cố định tỷ giá và cho phép dòng vốn tự do, mục tiêu nào bị hạn chế trong mô hình bộ ba bất khả thi?

Lời giải. Chính sách tiền tệ độc lập bị hạn chế. Chênh lệch lãi suất và dịch chuyển vốn có thể gây sức ép lên tỷ giá cố định.

Theo dõi chính sách qua một chuỗi tác động

Một thông báo chính sách chỉ là điểm đầu. Để tác động đến lợi nhuận doanh nghiệp, chính sách phải đi qua nhiều bước: chi phí vốn của hệ thống thay đổi, ngân hàng hoặc thị trường điều chỉnh giá vốn, doanh nghiệp và hộ gia đình thay đổi quyết định, rồi doanh thu và dòng tiền mới phản ứng. Mỗi bước có thể chậm hoặc bị chặn bởi nợ cao, nhu cầu yếu và tiêu chuẩn tín dụng.

Vì vậy, cần tách **ý định chính sách**, **điều kiện tài chính thực tế** và **kết quả kinh doanh**. Lãi suất điều hành giảm nhưng một doanh nghiệp rủi ro cao vẫn có thể vay đắt hơn do phần bù tín dụng tăng. Giải ngân đầu tư công được công bố lớn nhưng doanh nghiệp xây dựng chỉ ghi nhận doanh thu và thu tiền theo tiến độ, điều khoản hợp đồng và nghiệm thu cụ thể.

Ví dụ mở rộng 2 Lãi vay giảm nhưng lợi nhuận vẫn giảm

Doanh nghiệp có nợ vay 500 tỷ. Lãi suất giảm từ 10% xuống 8%, áp dụng cho toàn bộ dư nợ trong cả năm theo giả định, tiết kiệm lãi 10 tỷ trước thuế. Nhưng doanh thu giảm 100 tỷ và số dư đảm phí bằng 25% doanh thu; phần lợi nhuận hoạt động mất đi là 25 tỷ nếu chi phí cố định giữ nguyên. Lợi nhuận trước thuế ròng giảm 15 tỷ.

Nếu chỉ một nửa nợ được tái định giá và lãi suất mới áp dụng nửa năm, lợi ích lãi vay chỉ là 500 × 50% × 2% × 0,5 = 2,5 tỷ. Công thức đơn giản cần đọc kỹ ngày điều chỉnh lãi, phần dư nợ, nợ cố định hay thả nổi. Không lấy toàn bộ nợ cuối năm nhân mức giảm lãi suất để mặc định thành lợi ích năm kế tiếp.

Số nhân tài khóa trong mô hình đơn giản

Một mô hình kinh tế đóng, giá cố định, còn công suất dư thừa và không có thuế cho số nhân chi tiêu k = 1/(1 − c). c là khuynh hướng tiêu dùng cận biên, tức phần thu nhập tăng thêm được đem tiêu dùng. Nếu c = 0,8, một khoản chi tự định tăng 10 tạo mức tăng sản lượng cân bằng 50 trong mô hình: 10 + 8 + 6,4 + … = 50.

Mục đích của ví dụ là hiểu vòng chi tiêu và thu nhập. Nó không phải ước lượng rằng cứ tăng chi ngân sách 10 thì GDP Việt Nam chắc chắn tăng 50. Thuế, nhập khẩu, lãi suất, năng lực sản xuất, cách tài trợ và phản ứng kỳ vọng đều có thể làm kết quả khác. Khi đề thi cho mô hình có rò rỉ, phải dùng đúng công thức của mô hình thay vì mang 1/(1 − c) sang mọi tình huống.

Đọc đường cong lợi suất

Đường cong lợi suất so sánh lợi suất ở các kỳ hạn khác nhau của công cụ có chất lượng tín dụng và đặc điểm đủ tương đồng. Dốc lên nghĩa kỳ hạn dài có lợi suất cao hơn; phẳng hoặc đảo ngược là cấu hình khác của giá vốn theo thời hạn. Không được ghép một trái phiếu doanh nghiệp rủi ro cao ba năm với trái phiếu chính phủ một năm rồi gọi phần chênh là thuần chênh lệch kỳ hạn.

Lợi suất dài hạn có thể thay đổi vì kỳ vọng lãi suất ngắn hạn tương lai, phần bù kỳ hạn, cung cầu và rủi ro. Một cấu hình đường cong chỉ cung cấp thông tin về thị trường, không phải đồng hồ xác định chính xác ngày suy thoái hay ngày cổ phiếu tạo đáy. Trong bài phân tích, hãy nêu tín hiệu nào cần được kiểm chứng bằng sản lượng, tín dụng và lợi nhuận.

Một bảng theo dõi để tránh suy luận một chiều

Tín hiệu giả định	Cơ chế cần kiểm tra	Dữ liệu doanh nghiệp cần đọc
Lãi suất huy động giảm	Chi phí vốn có truyền sang cho vay không	Lịch tái định giá lãi vay và nợ mới
Chi đầu tư hạ tầng tăng	Đơn hàng và nghiệm thu đến doanh nghiệp nào	Giá trị hợp đồng và khoản phải thu
Tỷ giá biến động	Vị thế ngoại tệ ròng và khả năng tăng giá	Doanh thu chi phí nợ theo đồng tiền
Tín dụng tăng nhanh	Vốn vào sản xuất hay đảo nợ và tài sản	Mục đích vay và dòng tiền hoạt động

Để kết thúc một đoạn phân tích chính sách, viết ba câu: tín hiệu quan sát được là gì; cơ chế dự kiến là gì; điều kiện nào có thể làm cơ chế không xảy ra. Cách này tạo ra nhận định có thể kiểm tra lại bằng dữ liệu mới.

Bài tập cuối chương

Làm cả nhóm bài trước khi xem phần đáp án ngay bên dưới.

Bài 2.1 Tình huống tổng hợp

Nợ thả nổi 300 tỷ giảm lãi từ 10% xuống 8% từ đầu quý III. Cùng kỳ chi đầu tư công tạo 80 tỷ doanh thu cho nhà thầu, đóng góp 20%, nhưng khách chưa trả. Tách tác động lên lợi nhuận trước thuế và thanh khoản.

Bài 2.2 Lãi suất giảm giữa năm

Nợ 400 tỷ gồm 250 tỷ cố định ở 9% và 150 tỷ thả nổi ở 10%. Phần thả nổi giảm xuống 8% từ đầu quý IV. EBIT năm nay 52 tỷ, năm trước 60 tỷ. Dư nợ và lãi cũ áp dụng trọn năm trước. Tính chi phí lãi và khả năng trả lãi hai năm. Lãi giảm có bù EBIT giảm không?

Lời giải bài tập cuối chương

Lời giải bài 2.1

Tiết kiệm lãi 300 × 2% × 1/2 = 3 tỷ. Đóng góp hoạt động 80 × 20% = 16 tỷ nếu chi phí cố định giữ nguyên. Lợi nhuận trước thuế cải thiện 19 tỷ theo giả định. Tiền bán chưa thu nên cần theo dõi khoản phải thu và chi phí vốn lưu động.

Lời giải bài 2.2

Lãi cũ 250 × 9% + 150 × 10% = 37,5 tỷ. Năm nay tiết kiệm 150 × 2% × 1/4 = 0,75 tỷ, còn 36,75. Khả năng trả lãi từ 60/37,5 = 1,60 xuống 52/36,75 ≈ 1,41 lần. Lợi nhuận trước thuế giảm 8 − 0,75 = 7,25 tỷ nếu chỉ có EBIT và lãi.

3 Kinh tế quốc tế và thị trường chứng khoán

Thương mại và dòng vốn

FDI, Foreign Direct Investment, đầu tư trực tiếp nước ngoài, gắn với quan hệ đầu tư có ảnh hưởng lâu dài đến doanh nghiệp. **FPI, Foreign Portfolio Investment, đầu tư danh mục nước ngoài**, chủ yếu thông qua tài sản tài chính như cổ phiếu, trái phiếu mà không nhằm thiết lập quan hệ đầu tư trực tiếp. FDI và FPI không phân biệt chỉ bằng việc “vốn giữ lâu hay giữ ngắn”.

FDI xây nhà máy có thể tạo nhu cầu đất công nghiệp, điện, vận tải và lao động; nhưng lợi ích không tự động đến mọi doanh nghiệp trong các ngành đó. FPI có thể ảnh hưởng thanh khoản và định giá thị trường; quy mô dòng vốn còn chịu chi phối bởi lợi suất, tỷ giá, khả năng tiếp cận và mức hấp dẫn tương đối.

Thực hành ngay 3.1

Đề bài. Mở nhà máy ở nước ngoài và mua ít cổ phiếu niêm yết nước ngoài khác nhau thế nào?

Lời giải. Mở nhà máy gắn với đầu tư trực tiếp. Mua cổ phiếu danh mục thường là đầu tư gián tiếp nếu không tạo ảnh hưởng đáng kể.

WTO và FTA

WTO là World Trade Organization, Tổ chức Thương mại Thế giới. MFN là Most Favoured Nation, đối xử tối huệ quốc: nhìn chung không phân biệt đối xử giữa đối tác thành viên, nhưng có ngoại lệ theo quy định, như một số ưu đãi trong hiệp định thương mại tự do. **NT là**

National Treatment, đối xử quốc gia, liên quan đến cách đối xử với hàng nhập sau khi đã vào thị trường nội địa; không có nghĩa cấm mọi thuế nhập khẩu [S6].

FTA là Free Trade Agreement, hiệp định thương mại tự do. Thuế ưu đãi không tự động áp dụng cho mọi hàng xuất khẩu; cần xét mã hàng, quy tắc xuất xứ, chứng từ và lộ trình cam kết. Vì vậy, tác động lên lợi nhuận phải được kiểm tra ở cấp doanh nghiệp.

Mốc	Thời điểm cần nhớ
Việt Nam gia nhập WTO	11/01/2007 [S7]
CPTPP có hiệu lực với Việt Nam	14/01/2019 [S8]
EVFTA có hiệu lực	01/08/2020 [S8]
RCEP có hiệu lực với Việt Nam	01/01/2022 [S8]

CPTPP là Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương; EVFTA là Hiệp định Thương mại tự do Việt Nam và Liên minh châu Âu; RCEP là Hiệp định Đối tác Kinh tế Toàn diện Khu vực. Số lượng FTA phụ thuộc thời điểm và cách tính đang đàm phán, đã ký hay đã có hiệu lực; khi làm bài có con số cụ thể, cần ghi mốc thống kê.

Thực hành ngay 3.2

Đề bài. FTA giảm thuế từ 8% xuống 0% nhưng lô hàng thiếu chứng từ xuất xứ. Có nên tự đưa thuế 0% vào dự báo?

Lời giải. Chưa đủ căn cứ. Kiểm tra điều kiện xuất xứ, chứng từ và mức thuế thực tế áp dụng cho lô hàng.

Phân tích tỷ giá từ vị thế thu và chi

Quy ước USD/VND là số VND đổi một USD. USD/VND tăng nghĩa là VND giảm giá so với USD. Một nhà xuất khẩu nhận USD có thể ghi nhận doanh thu VND cao hơn, nhưng phải trừ chi phí nhập khẩu, nợ USD, hợp đồng phòng ngừa và thay đổi giá bán trước khi kết luận.

Ví dụ 4 Doanh nghiệp xuất khẩu

Doanh nghiệp thu 1 triệu USD và trả nguyên liệu 600.000 USD. Nếu tỷ giá tăng từ 24.000 lên 25.000 VND/USD, phần thu ròng 400.000 USD được quy đổi tăng thêm 400 triệu VND, giả sử cùng thời điểm thu chi và không phòng ngừa tỷ giá. Không lấy riêng doanh thu tăng 1 tỷ đồng để gọi là lợi nhuận tăng. Nếu còn nợ USD, ảnh hưởng đánh giá lại nợ có thể làm kết luận đổi khác.

Thực hành ngay 3.3

Đề bài. Thu 6 triệu USD, chi 4 triệu USD cùng kỳ. Tỷ giá tăng 500 đồng/USD. Tác động ròng trước các khoản khác?

Lời giải. Vị thế ròng 2 triệu USD. Quy đổi tăng 2 triệu × 500 = 1 tỷ đồng nếu giá và lượng giữ nguyên.

Vì sao thị trường chứng khoán cần thời gian hình thành

Thị trường chứng khoán cần doanh nghiệp phát hành, nhà đầu tư, cơ chế công bố thông tin, tổ chức giao dịch và hệ thống lưu ký, thanh toán. Cải cách kinh tế tạo điều kiện hình thành các yếu tố này; không thể suy ra rằng cứ thống nhất đất nước là lập tức có thị trường vốn hoàn chỉnh.

Các mốc để định vị lịch sử: phiên giao dịch đầu tiên tại TP.HCM ngày 28/07/2000 [S9]; Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội khai trương ngày 08/03/2005, thị trường cổ phiếu niêm yết tại đây vận hành từ 14/07/2005; UPCoM khai trương ngày 24/06/2009 [S10]. Thị trường phái sinh khai trương ngày 10/08/2017 với hợp đồng tương lai chỉ số VN30 [S11].

UPCoM là thị trường giao dịch cổ phiếu của công ty đại chúng chưa niêm yết. Hợp đồng tương lai là cam kết mua hoặc bán tài sản theo điều kiện xác định; chứng quyền có bảo đảm là sản phẩm riêng, không đồng nhất với hợp đồng tương lai. Sản phẩm phức tạp đòi hỏi năng lực bù trừ, ký quỹ và quản trị rủi ro phù hợp.

Không nên học rằng mọi thị trường trái phiếu đều ra đời sau thị trường cổ phiếu. Cần phân biệt thời điểm phát hành công cụ với thời điểm tổ chức một hệ thống giao dịch chuyên biệt; cấu trúc phát triển khác nhau theo quốc gia.

Thực hành ngay 3.4

Đề bài. Vì sao có doanh nghiệp cổ phần vẫn cần hạ tầng thanh toán để thị trường hoạt động?

Lời giải. Cổ phần tạo hàng hóa giao dịch. Hạ tầng khớp lệnh, thanh toán và công bố thông tin giúp chuyển quyền sở hữu và quản lý rủi ro giao dịch.

Tỷ giá quy đổi và vị thế ngoại tệ ròng

Giả sử báo giá USD/VND trong bài được hiểu là số VND đổi một USD. Tỷ giá từ 24.000 lên 25.200 nghĩa USD tăng 5% tính bằng VND và VND mất giá so với USD. Hãy viết rõ quy ước vì đảo chiều cặp tiền sẽ làm dấu biến động thay đổi; 1/24.000 xuống 1/25.200 không phải giảm đúng 5%.

Một doanh nghiệp thu 10 triệu USD và chi 7 triệu USD trong cùng thời kỳ có thu ngoại tệ ròng 3 triệu USD trước các khoản khác. Nếu mọi yếu tố giữ nguyên, tỷ giá tăng 1.200 VND/USD làm phần chênh thu chi quy đổi tăng 3,6 tỷ VND. Lấy toàn bộ 10 triệu USD nhân mức tăng tỷ giá sẽ bỏ sót chi phí nhập khẩu.

Nợ vay USD còn gây ảnh hưởng riêng. Có 5 triệu USD nợ gốc chưa thanh toán, mức tăng tỷ giá trên làm giá trị nợ quy đổi tăng 6 tỷ VND trong phép so sánh tại hai thời điểm. Việc ghi nhận kế

toán và thời điểm dòng tiền không giống nhau, nên không tùy tiện cộng tác động quy đổi nợ với dòng thu chi rồi gọi toàn bộ là tiền mặt đã mất.

Phòng ngừa tự nhiên và hợp đồng kỳ hạn

Phòng ngừa tự nhiên là bố trí dòng thu và chi cùng đồng tiền, cùng thời điểm gần nhau để giảm phần vị thế ròng. Doanh nghiệp xuất khẩu dùng USD trả nguyên liệu nhập khẩu có thể giảm rủi ro hơn doanh nghiệp đổi toàn bộ doanh thu sang VND rồi mua USD lại để trả nợ sau đó. Tuy nhiên, lệch thời điểm vẫn tạo rủi ro thanh khoản và tỷ giá.

Hợp đồng kỳ hạn có thể ấn định tỷ giá cho một giao dịch tương lai theo điều khoản cụ thể. Nó giúp tăng độ chắc chắn về dòng tiền nhưng có thể bỏ lỡ biến động thuận lợi; còn tồn tại rủi ro đối tác, quy mô phòng ngừa sai và dự báo doanh thu không thành. Tài liệu dùng khái niệm để đọc doanh nghiệp, không hướng dẫn giao dịch ngoại hối có đòn bẩy.

Ví dụ mở rộng 3 Thuế nhập khẩu giảm và lợi nhuận

Giá hàng tại nguồn là 100, thuế nhập khẩu giả định giảm từ 10% xuống 5%, chưa có chi phí khác. Giá vốn sau thuế giảm từ 110 xuống 105, giảm tương đối khoảng 4,55%, không phải giảm 5% của giá vốn cũ. Nếu cạnh tranh buộc giá bán giảm 5 đơn vị, nhà nhập khẩu có thể chuyển toàn bộ lợi ích sang khách hàng và không tăng lợi nhuận đơn vị.

Nếu doanh nghiệp giữ được giá bán 130, lợi nhuận gộp đơn vị tăng từ 20 lên 25. Nhưng phải kiểm tra điều kiện xuất xứ, chi phí chứng nhận, logistics, tỷ giá và cơ cấu sản phẩm thực sự hưởng ưu đãi. Tên một hiệp định chưa đủ để ước lượng lợi ích cho mọi doanh nghiệp xuất nhập khẩu.

Tách vốn vào nền kinh tế với tiền mua cổ phiếu

Vốn đầu tư trực tiếp vào nhà máy có thể tạo nhu cầu đất, xây dựng, nhân lực và dịch vụ. Dòng vốn danh mục mua cổ phiếu thứ cấp chủ yếu chuyển quyền sở hữu giữa nhà đầu tư; doanh nghiệp không trực tiếp nhận khoản thanh toán đó. Giá cổ phiếu tăng có thể hỗ trợ huy động vốn sau này, nhưng là bước tiếp theo có điều kiện, không phải cùng một giao dịch.

Khi thấy thông tin dòng vốn ngoại, hãy xác định đó là vốn đăng ký hay giải ngân; mua cổ phần phát hành mới hay cổ phiếu cũ; giá trị gộp hay ròng; trong một ngày hay lũy kế nhiều tháng. Hai biểu đồ dùng định nghĩa khác nhau không nên đặt cạnh nhau để khẳng định dòng vốn đang vào hoặc ra toàn bộ nền kinh tế.

Câu hỏi thực hành: một hãng xuất khẩu 80% sản lượng nhưng nhập khẩu 70% nguyên liệu và vay USD. Muốn đánh giá tỷ giá, cần thu thập ít nhất doanh thu theo đồng tiền, chi phí theo đồng tiền, lịch trả nợ, tỷ lệ phòng ngừa và thời điểm thu chi. Tỷ trọng xuất khẩu riêng lẻ chưa trả lời được doanh nghiệp hưởng lợi hay chịu thiệt.

Bài tập cuối chương

Làm cả nhóm bài trước khi xem phần đáp án ngay bên dưới.

Bài 3.1 Tình huống tổng hợp

Doanh nghiệp thu 10 triệu USD, chi 7 triệu USD, trả gốc 2 triệu USD cùng kỳ. Khóa tỷ giá 24.600 cho 0,5 triệu USD thu ròng. Tỷ giá giao ngay cuối kỳ 25.200. Tính tiền ròng quy đổi và so với không khóa.

Bài 3.2 Đơn hàng xuất khẩu có chi phí nhập khẩu

Công ty bán 100.000 sản phẩm với giá 15 USD. Mỗi sản phẩm dùng nguyên liệu nhập khẩu 6 USD và biến phí trong nước 140.000 đồng. Tỷ giá tăng từ 24.000 lên 25.000 đồng/USD. Tính số dư đảm phí hai kỳ. Tìm tỷ giá hòa vốn trên biến phí và nêu giới hạn của kết quả.

Bài 3.3 Mua cổ phiếu hay cấp vốn cho công ty

Nhà đầu tư mua 200.000 cổ phiếu cũ giá 15.000 đồng. Cùng tháng công ty phát hành mới 2 triệu cổ phiếu giá 12.000 đồng, chi phí phát hành 0,6 tỷ. Trước đó có 20 triệu cổ phiếu. Tính tiền vào công ty và tỷ lệ sở hữu của người giữ 200.000 cổ phiếu nếu không mua thêm. Tính mức giảm tương đối tỷ lệ sở hữu.

Lời giải bài tập cuối chương

Lời giải bài 3.1

Thu ròng sau trả nợ 1 triệu USD. Với khóa tỷ giá, tiền ròng 0,5 × 24.600 + 0,5 × 25.200 quy đổi ra 24,9 tỷ. Không khóa được 25,2 tỷ. Chênh 0,3 tỷ là đánh đổi của việc cố định tỷ giá trong kịch bản này.

Lời giải bài 3.2

Mỗi sản phẩm đóng góp (15 − 6) × 24.000 − 140.000 = 76.000 đồng, sau đó là 85.000 đồng. Tổng từ 7,6 lên 8,5 tỷ. Mức đủ bù biến phí = 140.000/9 ≈ 15.556 đồng/USD. Chưa bù chi phí cố định, lãi vay và thuế. Đọc giá hợp đồng và kỳ thu chi trước khi đưa vào dự báo.

Lời giải bài 3.3

Giao dịch cổ phiếu cũ trị giá 3 tỷ chuyển giữa các nhà đầu tư. Công ty thu ròng 2 triệu × 12.000 − 0,6 tỷ = 23,4 tỷ từ phát hành mới. Tỷ lệ sở hữu giảm từ 1% xuống 200.000/22 triệu ≈ 0,9091%, giảm 0,0909 điểm phần trăm hay 9,09% tương đối.

4 Chu kỳ kinh doanh và kỳ vọng thị trường

Hiểu đúng các pha

Chu kỳ kinh doanh là sự tăng giảm của hoạt động kinh tế quanh xu hướng dài hạn, không lặp lại đều như lịch. Cách mô tả trong file gồm phục hồi, mở rộng, đỉnh, suy giảm và đáy. Trong nhiều giáo trình, đỉnh và đáy được xem là điểm chuyển pha; phục hồi là phần đầu của mở rộng. Điều quan trọng là cơ chế, không phải khẳng định có duy nhất năm pha.

GDP tăng chậm lại chưa chắc là suy thoái. Để đánh giá cần nhìn hoạt động rộng hơn, độ kéo dài và mức độ suy giảm. Tăng trưởng GDP dương cũng có thể đi kèm khoảng cách sản lượng âm nếu nền kinh tế vẫn thấp hơn tiềm năng.

Trạng thái	Dấu hiệu thường xét	Câu hỏi cho người phân tích
Phục hồi	Đơn hàng và sản lượng cải thiện từ mức thấp	Kỳ vọng phục hồi đã được phản ánh bao nhiêu?
Mở rộng	Nhu cầu, đầu tư, lợi nhuận tăng	Biên lợi nhuận có bền vững không?
Gần đỉnh	Công suất căng, chi phí và lãi suất có thể cao	Lợi nhuận hiện tại có đang vượt mức bình thường?
Suy giảm	Đơn hàng, việc làm hoặc sản lượng yếu đi	Doanh nghiệp có đủ tiền và khả năng trả nợ?
Gần đáy	Dữ liệu còn yếu, tốc độ xấu đi có thể giảm	Dấu hiệu ổn định có đủ rộng và đáng tin?

Thực hành ngay 4.1

Đề bài. Đơn hàng mới tăng hai quý nhưng sản lượng vẫn thấp hơn đỉnh cũ. Đây có thể là tín hiệu gì?

Lời giải. Có thể là phục hồi sớm. Theo dõi tồn kho, sản lượng và việc làm để kiểm tra trước khi kết luận.

Vì sao cổ phiếu có thể đi trước kinh tế

Giá cổ phiếu phản ánh kỳ vọng dòng tiền tương lai, còn số liệu GDP công bố thường mô tả giai đoạn đã qua. Thị trường có thể hồi phục khi tin tức còn xấu nếu thực tế bớt xấu hơn kỳ vọng. Ngược lại, kết quả kinh doanh tốt vẫn có thể đi kèm giá giảm nếu thị trường đã kỳ vọng tốt hơn.

Không có độ trễ cố định giữa cổ phiếu và GDP. Cổ phiếu có thể phát tín hiệu sai; một đợt tăng trong suy giảm chưa chứng minh chu kỳ đã đảo chiều. Câu "cổ phiếu tăng mạnh nhất trong phục hồi" chỉ là mô tả thường gặp ở một số chu kỳ, không phải quy luật bảo đảm.

Ví dụ 5 Lợi nhuận tăng nhưng giá giảm

EPS, Earnings Per Share, lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu, tăng từ 2.000 lên 2.200 đồng, tức tăng 10%. Nhưng hệ số P/E, Price to Earnings, giá chia lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu, giảm từ 15 xuống 12 lần. Giá theo các giả định này giảm từ 30.000 xuống 26.400 đồng, tức giảm 12%. Tăng trưởng lợi nhuận bị lấn át bởi việc nhà đầu tư trả mức định giá thấp hơn.

Thực hành ngay 4.2

Đề bài. Lợi nhuận tăng 15% nhưng kỳ vọng trước đó là 30%. Vì sao giá có thể giảm?

Lời giải. Kết quả tốt hơn kỳ trước nhưng dưới kỳ vọng. Nhà đầu tư có thể giảm dự báo lợi nhuận tương lai hoặc mức định giá.

Cổ phiếu và trái phiếu phản ứng khác nhau

Đối với trái phiếu lãi suất cố định, lợi suất yêu cầu giảm hỗ trợ giá nếu dòng tiền giữ nguyên. Nhưng khi kinh tế yếu, phần bù rủi ro tín dụng của doanh nghiệp có thể tăng mạnh: lợi suất trái phiếu doanh nghiệp vẫn tăng dù lãi suất điều hành giảm. Không gom mọi loại trái phiếu thành một tài sản "an toàn" có cùng phản ứng.

Cách viết một nhận định chu kỳ: nêu dữ kiện quan sát; giải thích trạng thái có thể phù hợp; chỉ ra hai kênh ảnh hưởng doanh nghiệp; nêu bằng chứng phản bác. Ví dụ: "Đơn hàng phục hồi và lãi vay giảm có thể hỗ trợ lợi nhuận, nhưng nếu tồn kho tăng nhanh hơn doanh thu thì cần xem lại chất lượng phục hồi". Đây là một giả thuyết kiểm tra được.

Thực hành ngay 4.3

Đề bài. Lợi suất trái phiếu tăng vì phần bù tín dụng tăng. Dòng tiền cam kết không đổi. Giá mô hình đi theo hướng nào?

Lời giải. Giảm do chiết khấu cao hơn. Cần kiểm tra liệu rủi ro còn làm thay đổi dòng tiền dự kiến thực nhận.

Dữ liệu thực tế và phần bất ngờ so với kỳ vọng

Giá cổ phiếu phản ánh một tập hợp kỳ vọng khác nhau của người tham gia. Khi có thông tin mới, điều quan trọng không chỉ là thông tin tốt hay xấu tuyệt đối mà còn là tốt hay xấu hơn mức đã được kỳ vọng. Doanh nghiệp tăng lợi nhuận 20% vẫn có thể gây thất vọng nếu giá trước đó dựa trên kỳ vọng tăng 40%.

Giả sử EPS năm trước 2.000 đồng. Thị trường trước công bố giả định EPS mới 2.800 và P/E 15 lần, tương ứng mức tham chiếu 42.000 đồng. Kết quả EPS 2.400 vẫn tăng 20%, nhưng nếu P/E sau đó còn 13 lần thì mức giá theo mô hình là 31.200 đồng. Không cần giả định doanh nghiệp thua lỗ để giải thích giá giảm; kỳ vọng lợi nhuận và định giá đều có thể được điều chỉnh.

Trong thực tế không quan sát trực tiếp được "kỳ vọng thị trường" như một con số duy nhất. Dự báo phân tích, hướng dẫn của doanh nghiệp, giá trái phiếu và thị giá chỉ là các dấu hiệu. Hãy phân biệt dữ liệu quan sát với suy luận về kỳ vọng, đồng thời tránh gán nguyên nhân chắc chắn cho mọi phiên tăng giảm.

Chỉ báo dẫn dắt đồng thời và trễ

Chỉ báo dẫn dắt có xu hướng thay đổi trước hoạt động kinh tế đang quan tâm, chẳng hạn đơn hàng mới đối với sản xuất tương lai. Chỉ báo đồng thời mô tả hoạt động hiện tại; chỉ báo trễ

phản ứng sau khi điều kiện đã thay đổi. Việc phân loại phụ thuộc nền kinh tế, ngành và chuỗi dữ liệu, không phải tính chất bất biến của một tên chỉ số.

Đối với một nhà sản xuất, có thể theo dõi đơn hàng, sản lượng, giao hàng, doanh thu ghi nhận và tiền khách trả. Các biến này nằm ở các thời điểm khác nhau của một chuỗi hoạt động. Đơn hàng tăng nhưng hủy đơn cao không chắc tạo doanh thu; doanh thu tăng nhưng khách trả chậm chưa chắc tạo dòng tiền.

Đọc doanh nghiệp có tính chu kỳ

Doanh nghiệp chu kỳ có lợi nhuận nhạy với nhu cầu, giá hàng hóa hoặc công suất toàn ngành. Tại đỉnh chu kỳ, lợi nhuận cao có thể khiến P/E rất thấp. Nếu dùng lợi nhuận đỉnh làm mức lâu dài, mô hình sẽ đánh giá quá cao khả năng sinh lời. Tại đáy, P/E cao hoặc âm có thể chỉ là mẫu số lợi nhuận giảm, không tự chứng minh cổ phiếu đắt hay rẻ.

Một cách học hữu ích là tính lợi nhuận qua cả giai đoạn thuận lợi và khó khăn, giải thích yếu tố tạo biên lợi nhuận, rồi xây ba kịch bản công suất và giá. Không nên lấy trung bình đơn giản nếu doanh nghiệp đã thay đổi quy mô hoặc công nghệ đáng kể; cần điều chỉnh để các năm có khả năng so sánh.

Ví dụ mở rộng 4 Hai doanh nghiệp cùng doanh thu

A và B đều có doanh thu 1.000 tỷ. A có biến phí 80% doanh thu, chi phí cố định 100 tỷ; B có biến phí 50%, chi phí cố định 400 tỷ. Cả hai có EBIT 100 tỷ. Nếu doanh thu giảm 10% và các tỷ lệ không đổi, A còn EBIT 80 tỷ, B còn 50 tỷ. B nhạy hơn vì số dư đảm phí lớn phải trang trải nền chi phí cố định cao.

Điều này không làm B luôn kém hơn: khi nhu cầu tăng, B cũng có thể tăng lợi nhuận nhanh hơn. Phân tích chu kỳ cần đặt cấu trúc chi phí cạnh công suất, nợ và khả năng tồn tại trong kịch bản xấu. Chọn một pha chu kỳ rồi mặc định mọi cổ phiếu cùng ngành tăng như nhau là bỏ qua khác biệt doanh nghiệp.

Nhật ký kịch bản theo quý

Viết một kịch bản cơ sở với ba biến số quan trọng nhất, chẳng hạn lượng tiêu thụ, biên gộp và lãi vay. Ghi kỳ dữ liệu, nguồn và ngày đánh giá. Sau khi số thực tế xuất hiện, tách sai số do giả định, sai số do tính toán và sự kiện mới. Việc này giúp cải thiện quy trình dự báo, kể cả khi giá cổ phiếu đi ngược dự báo trong một khoảng ngắn.

Một dấu hiệu tốt của tiến bộ là giải thích được tại sao mình sai. “Thị trường bất ngờ” chỉ mô tả kết quả; “đơn hàng phục hồi chậm hơn hai quý và phải thu tăng khiến nhu cầu vay cao hơn dự kiến” là một bài học có thể dùng cho lần phân tích sau.

Bài tập cuối chương

Làm cả nhóm bài trước khi xem phần đáp án ngay bên dưới.

Bài 4.1 Tình huống tổng hợp

Doanh nghiệp chu kỳ có EPS từ 1.500 lên 1.800, P/E giảm từ 18 còn 13. Tính thay đổi giá. Đơn hàng giảm nhưng doanh thu vẫn tăng, nêu hai chỉ báo theo dõi.

Bài 4.2 Định giá cổ phiếu theo ba kịch bản

EPS và P/E ở kịch bản xấu là 1.500 và 9 lần, cơ sở 2.300 và 12 lần, tốt 3.000 và 14 lần. Trọng số giả định 25%, 50%, 25%. Giá hiện tại 26.000 đồng. Tính giá từng kịch bản, giá trung bình theo trọng số và tỷ lệ giảm trong kịch bản xấu. Giải thích vai trò của trọng số.

Lời giải bài tập cuối chương

Lời giải bài 4.1

Giá từ 27.000 xuống 23.400, giảm 13,33%. EPS tăng 20% nhưng hệ số giảm. Theo dõi đơn hàng ròng sau hủy và tồn kho hoặc công suất kỳ tới để kiểm tra khả năng suy yếu.

Lời giải bài 4.2

Ba giá là 13.500, 27.600 và 42.000. Giá trung bình = 0,25 × 13.500 + 0,50 × 27.600 + 0,25 × 42.000 = 27.675 đồng. Kịch bản xấu giảm 48,08%. Trọng số do người phân tích giả định nên cần thử bộ trọng số khác và theo dõi bằng chứng.

5 Thị trường tài chính và định giá trái phiếu

Tiền đi từ người tiết kiệm đến người cần vốn

Thị trường tài chính giúp phân bổ vốn. Trong kênh gián tiếp, người gửi tiền có quan hệ với ngân hàng, ngân hàng cho doanh nghiệp vay. Trong kênh trực tiếp, doanh nghiệp phát hành chứng khoán để huy động từ nhà đầu tư; việc có công ty chứng khoán hỗ trợ phát hành không tự biến nó thành kênh tín dụng ngân hàng.

Công cụ	Người cung cấp vốn nhận gì	Nghĩa vụ chủ yếu của doanh nghiệp
Khoản vay ngân hàng	Quyền đòi nợ theo hợp đồng	Trả gốc và lãi theo thỏa thuận
Trái phiếu	Quyền chủ nợ theo điều khoản phát hành	Thanh toán dòng tiền đã cam kết
Cổ phiếu phổ thông	Quyền sở hữu phần vốn	Cổ tức không phải khoản lãi cố định bắt buộc

Khoản vay không nhất thiết có lãi cố định hay bắt buộc có tài sản bảo đảm. Trái phiếu cũng có nhiều loại: lãi cố định, lãi thả nổi, không coupon, có quyền mua lại. Phải đọc điều khoản của công cụ trước khi áp công thức.

Thị trường sơ cấp là nơi phát hành chứng khoán mới; tiền phát hành đi đến chủ thể phát hành. **Thị trường thứ cấp** là nơi nhà đầu tư mua bán chứng khoán đã phát hành; tiền giao dịch thường đi đến người bán, không trực tiếp vào doanh nghiệp. Thứ cấp vẫn hỗ trợ huy động vốn nhờ thanh khoản và thông tin giá.

Theo kỳ hạn, thị trường tiền tệ thường gắn với công cụ nợ đến một năm; thị trường vốn với công cụ dài hạn và vốn cổ phần. Cổ phiếu không có ngày đáo hạn nhưng vẫn thuộc thị trường vốn. Một cổ phiếu được giữ ba ngày không vì thế trở thành công cụ thị trường tiền tệ.

Thực hành ngay 5.1

Đề bài. Mua 100 triệu trái phiếu từ người đang nắm giữ. Công ty phát hành có nhận 100 triệu không?

Lời giải. Không nhận từ giao dịch thứ cấp. Tiền chuyển cho người bán; công ty nhận vốn ở đợt phát hành.

Các thành phần của trái phiếu

F là face value, mệnh giá hoàn trả khi đáo hạn theo giả định không vỡ nợ; c là lãi suất coupon năm; C là số tiền coupon mỗi năm khi trả lãi một lần; n là số năm còn lại; y là lợi suất yêu cầu năm; P là giá hiện tại. Với coupon cố định, C = c × F. Coupon tính trên mệnh giá, không tự thay đổi theo giá mua trên thị trường.

YTM, Yield to Maturity, lợi suất đến đáo hạn, là mức chiết khấu làm giá trị hiện tại của dòng tiền cam kết bằng giá trái phiếu. Để lợi suất thực hiện theo lãi kép bằng YTM cần các giả định như nhận đủ dòng tiền và tái đầu tư coupon ở mức phù hợp. YTM không phải một cam kết sinh lời thực tế [S12].

Thực hành ngay 5.2

Đề bài. Mệnh giá 200, coupon 6%/năm trả hai lần. Xác định tiền lãi mỗi kỳ.

Lời giải. Coupon cả năm 200 × 6% = 12. Mỗi kỳ nhận 6 nếu trả đều.

Giá trái phiếu là tổng giá trị hiện tại

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{C}{(1+y)^t} + \frac{F}{(1+y)^n}$$

Công thức trên áp dụng coupon hằng năm, định giá ngay tại ngày trả lãi sau khi coupon vừa được trả, dòng tiền cuối kỳ, cùng một mức lợi suất chiết khấu và không có quyền chọn đặc biệt. Năm cuối nhận cả coupon lẫn gốc. Trong mô hình chi tiết hơn có thể chiết khấu từng dòng tiền bằng lãi suất giao ngay theo kỳ hạn tương ứng.

Trái phiếu không trả coupon trong thời gian nắm giữ, hay **zero coupon**, chỉ còn một dòng tiền F:

$$P = \frac{F}{(1+y)^n}$$

Ví dụ 6 Trái phiếu coupon cố định

F = 100, c = 8%/năm, n = 3 năm, y = 10%/năm. Dòng tiền cuối các năm là 8, 8, 108. Giá = 8/1,10 + 8/1,10² + 108/1,10³ ≈ 95,03. Vì coupon thấp hơn lợi suất yêu cầu, nhà đầu tư chỉ mua ở giá chiết khấu so với mệnh giá.

Quan hệ lãi suất	Giá trong mô hình thông thường
y lớn hơn c	P nhỏ hơn F
y bằng c	P bằng F
y nhỏ hơn c	P lớn hơn F

Thực hành ngay 5.3

Đề bài. Trái phiếu trả 105 duy nhất sau một năm. Lợi suất 7%. Tính giá.

Lời giải. 105/1,07 ≈ 98,13. Dùng tổng tiền thực nhận vào cuối kỳ.

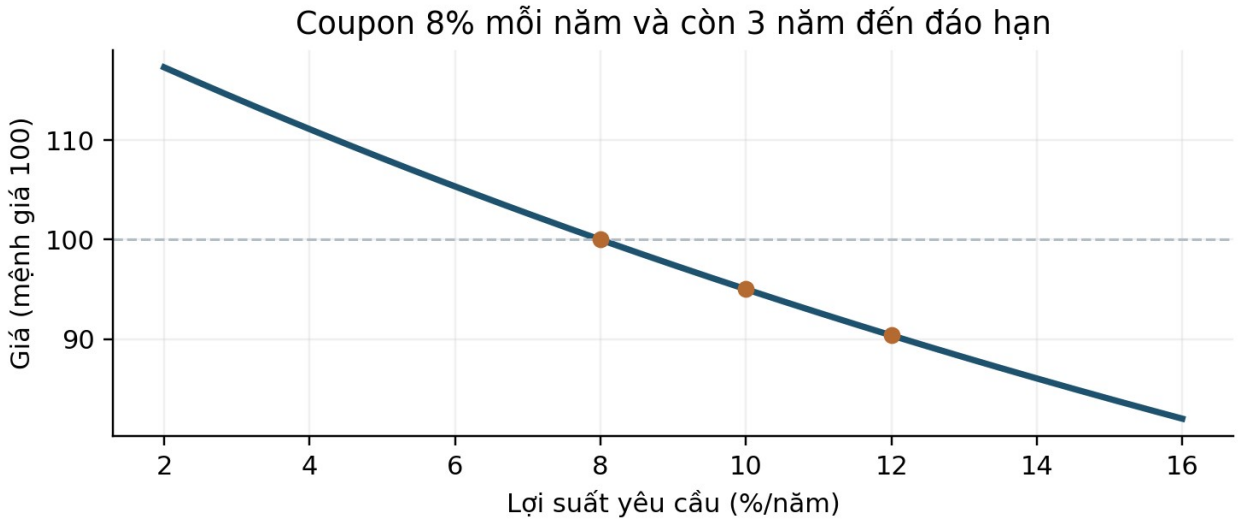
Coupon nhiều lần trong năm

Nếu trả m lần/năm và y_nom là lợi suất danh nghĩa năm ghép lãi m lần, coupon mỗi kỳ là cF/m, lợi suất mỗi kỳ là y_nom/m, số kỳ là mn.

$$P = \sum_{j=1}^{mn} \frac{cF/m}{(1+y_{nom}/m)^j} + \frac{F}{(1+y_{nom}/m)^{mn}}$$

Nếu đề cho lợi suất hiệu dụng năm y_eff, phải đổi sang lợi suất mỗi kỳ bằng (1 + y_eff)^(1/m) − 1; không chia trực tiếp y_eff cho m. Đây là lỗi thường gặp khi đề cho trả lãi sáu tháng.

Ví dụ F = 100, coupon năm 8%, trả sáu tháng, còn 2 năm, lợi suất danh nghĩa năm 10% ghép lãi nửa năm: dòng tiền là 4, 4, 4, 104; chiết khấu 5% mỗi kỳ. Giá ≈ 96,45.



Hình 1 Quan hệ giá và lợi suất với dòng tiền cam kết giữ nguyên

Giá sạch và giá đầy đủ: giữa hai ngày coupon, giá đầy đủ thường bằng giá sạch cộng lãi tích lũy. Khi tính lợi suất nắm giữ thực tế, dùng số tiền thực thanh toán và tránh cộng lãi tích lũy hai lần. Bài tập trong tài liệu dùng thời điểm coupon để tránh thêm quy ước đếm ngày.

Thực hành ngay 5.4

Đề bài. Nhận 3 mỗi sáu tháng trong hai kỳ, kỳ cuối hoàn thêm gốc 100. Lợi suất danh nghĩa 8% ghép sáu tháng. Tính giá.

Lời giải. $3/1{,}04 + 103/1{,}04^2 \approx 98{,}11$. Có hai kỳ và 4% mỗi kỳ.

Lợi suất nắm giữ

HPR là Holding Period Return, tỷ suất sinh lời trong thời gian nắm giữ. Với một tài sản không có nạp rút vốn giữa kỳ:

$$HPR = \frac{P_1 - P_0 + CF}{P_0}$$

P_0 là giá mua, P_1 là giá bán hoặc giá cuối kỳ; CF là coupon hoặc cổ tức tiền mặt nhận trong kỳ trên mỗi đơn vị tài sản. HPR là lợi suất của chính kỳ đó, không mặc định là lợi suất năm. Nếu có nhiều dòng tiền vào ra hoặc cần xét thời điểm tái đầu tư, phải dùng phương pháp phù hợp hơn.

Mua trái phiếu giá 95, nhận coupon 8, bán 97 thì HPR = $(97 - 95 + 8)/95 \approx 10{,}53\%$. Nếu đó là kỳ sáu tháng và dùng quy ước quy đổi ghép lãi, lợi suất năm tương đương = $(1 + 10{,}53\%)^2 - 1 \approx 22{,}16\%$; đây không phải dự báo chắc chắn cho sáu tháng sau.

Thực hành ngay 5.5

Đề bài. Mua giá 90, nhận coupon 4 và bán 92 sau sáu tháng. Tính HPR.

Lời giải. $(92 - 90 + 4)/90 = 6{,}67\%$ trong sáu tháng. HPR là Holding Period Return, lợi suất kỳ nắm giữ.

Rủi ro trái phiếu

Rủi ro lãi suất là giá biến động khi lợi suất yêu cầu thay đổi. Khi các yếu tố khác tương đương, kỳ hạn dài hơn và coupon thấp hơn thường làm giá nhạy hơn. Rủi ro tín dụng là tổ chức phát hành không thanh toán đầy đủ; rủi ro thanh khoản là khó bán ở giá hợp lý; rủi ro tái đầu tư là coupon phải được đầu tư lại với lợi suất thấp hơn [S12].

Duration, thời lượng, đo vị trí thời gian của dòng tiền và được dùng để đánh giá độ nhạy lãi suất. Với duration điều chỉnh D_mod, biến động giá tương đối gần đúng bằng −D_mod × thay đổi lợi suất. Nếu D_mod = 4 và lợi suất tăng 0,01, giá giảm xấp xỉ 4%. Đây là xấp xỉ cho biến động nhỏ, không phải công thức chính xác cho trái phiếu có quyền chọn hay cú sốc lớn.

Thực hành ngay 5.6

Đề bài. Lợi suất tăng 0,75 điểm phần trăm, thời lượng điều chỉnh 4. Ước tính biến động giá.

Lời giải. −4 × 0,0075 = −3%. Xấp xỉ tại thời điểm đo nếu các điều kiện mô hình giữ.

Phân biệt bốn cách nói về lợi suất trái phiếu

Lãi suất coupon là tỷ lệ dùng tính khoản lãi theo hợp đồng trên mệnh giá. **Lợi suất hiện hành**, Current Yield, bằng coupon tiền của một năm chia giá hiện tại; nó không tính lãi hoặc lỗ do giá tiến về mệnh giá. **YTM, Yield to Maturity, lợi suất đến đáo hạn**, là tỷ suất làm giá hiện tại bằng giá trị hiện tại của toàn bộ dòng tiền cam kết trong mô hình. **HPR, Holding Period Return, lợi suất kỳ nắm giữ**, được tính từ giá mua, giá cuối kỳ và thu nhập thực nhận trong chính kỳ đó.

Ví dụ trái phiếu mệnh giá 100, coupon 8, giá 95. Lãi coupon là 8% mệnh giá; lợi suất hiện hành là 8/95 ≈ 8,42%. YTM còn phụ thuộc thời gian đến đáo hạn và lịch trả tiền. HPR năm tới còn phụ thuộc giá bán và coupon thực nhận. Bốn số có thể khác nhau mà không có số nào tính sai.

YTM là một nghiệm nội tại của dòng tiền và giá. Để lợi suất tích lũy đến đáo hạn đúng bằng YTM thường cần nhận đủ dòng tiền theo lịch và tái đầu tư coupon ở mức phù hợp. Nếu coupon được tái đầu tư thấp hơn, giá trị tài sản cuối kỳ có thể thấp hơn con số suy ra từ ghép lãi ở YTM. Với trái phiếu zero coupon nhận đủ mệnh giá và giữ đến đáo hạn, không có coupon trung gian cần tái đầu tư.

Ví dụ mở rộng 5 Tìm lợi suất bằng cách thử

Trái phiếu trả 8 cuối năm một và 108 cuối năm hai, giá 96. Phải giải $96 = 8/(1 + y) + 108/(1 + y)^2$. Thử y = 10% cho giá khoảng 96,53; thử y = 11% cho giá khoảng 94,86. Vì giá mục tiêu 96 nằm giữa hai mức, nghiệm nằm giữa 10% và 11%, xấp xỉ 10,31%.

Một bước nội suy tuyến tính cho xấp xỉ đủ để hiểu hướng, nhưng đường giá và lợi suất là đường cong nên cần giải số nếu muốn chính xác. Khi dùng bảng tính, có thể đặt một ô y và một ô chênh lệch “giá mô hình − 96”, rồi dùng công cụ tìm nghiệm đưa chênh lệch về 0. Không được nhập 10 thay 10%.

Giá sạch giá bẩn và lãi tích lũy

Giữa hai ngày coupon, người bán đã nắm giữ trái phiếu một phần kỳ lãi. Trong một số cách báo giá, **giá sạch**, clean price, loại phần lãi tích lũy; **giá bẩn**, dirty price, là giá gồm lãi tích lũy và thường là cơ sở thanh toán trước phí. Quan hệ cơ bản là giá bẩn = giá sạch + lãi tích lũy.

Giả sử coupon năm 8 trên mệnh giá 100, trả mỗi sáu tháng 4; đã qua đúng 90 ngày trong kỳ coupon 180 ngày theo quy ước giả định. Lãi tích lũy = 4 × 90/180 = 2. Nếu giá sạch là 98, giá bẩn là 100. Đây là bài minh họa; quy ước đếm ngày và cách giao dịch thực tế phải lấy từ điều khoản công cụ, không tự dùng 180 cho mọi trái phiếu.

Khi tính HPR, giá mua và bán cần cùng cơ sở: nếu tiền thực chi là giá bẩn thì phải phản ánh giá bẩn, đồng thời tránh cộng lãi tích lũy hai lần. Đề bài định giá đúng ngày coupon thường giúp bỏ qua điểm phức tạp này.

Đọc thời lượng bằng trọng số dòng tiền

Macaulay duration, thời lượng Macaulay, là bình quân thời điểm nhận tiền, với trọng số bằng giá trị hiện tại của mỗi dòng tiền chia giá trái phiếu. Công thức cho coupon năm và lợi suất năm y là:

$$D_{Mac} = \frac{\sum_{t=1}^{n} t\,CF_t/(1+y)^t}{P} \qquad D_{mod} = \frac{D_{Mac}}{1+y}$$

D_mod là modified duration, thời lượng điều chỉnh. Trong trường hợp này, thay đổi giá tương đối xấp xỉ −D_mod × Δy, với Δy ở dạng thập phân. Nếu ghép lãi m lần một năm thì công thức điều chỉnh theo lợi suất danh nghĩa và thời gian tương ứng; không dùng nguyên dạng coupon năm cho mọi quy ước.

Trái phiếu zero coupon còn ba năm có Macaulay duration bằng ba năm vì chỉ có một dòng tiền ở cuối. Nếu y = 10%, D_mod = 3/1,10 ≈ 2,7273. Lợi suất tăng 50 bp, tức 0,005, cho ước lượng giá giảm khoảng 1,36%. Đây là xấp xỉ tại mức lợi suất ban đầu, không bảo đảm chính xác khi cú sốc lớn.

Convexity, độ lồi, mô tả phần cong của quan hệ giá và lợi suất và giúp hiệu chỉnh xấp xỉ tuyến tính. Ở giai đoạn nhập môn, quan trọng hơn việc thuộc công thức là biết rằng duration chỉ là một độ nhạy cục bộ. Trái phiếu có quyền mua lại, dòng tiền thay đổi hoặc xác suất vỡ nợ cao cần phân tích riêng; không gắn thời lượng của một trái phiếu thông thường vào mọi sản phẩm.

Phân tích khả năng trả nợ của tổ chức phát hành

Trả lãi được chưa có nghĩa trả được gốc. Doanh nghiệp có EBIT 100 và lãi vay 20 có tỷ số trả lãi bằng 5 lần, nhưng nếu gốc 300 đến hạn trong sáu tháng và tiền sẵn có chỉ 30 thì cần một nguồn thanh toán khác. Dòng tiền tương lai, bán tài sản và khả năng tái cấp vốn phải được kiểm tra riêng.

Hãy đọc lịch nợ theo năm, lãi cố định hay thả nổi, tài sản bảo đảm, thứ tự ưu tiên, điều kiện ràng buộc và quyền của người nắm giữ. Tài sản bảo đảm không đồng nghĩa thu hồi đủ ngay: giá trị có thể giảm, có quyền ưu tiên khác hoặc tốn thời gian xử lý. Tên tập đoàn lớn cũng không tự bảo đảm nghĩa vụ của từng pháp nhân phát hành.

Ví dụ mở rộng 6 Lập lịch tiền để thấy rủi ro đáo hạn

Tiền đầu kỳ 40 tỷ; tiền từ hoạt động dự kiến 60; chi đầu tư cần thiết 30; lãi và gốc phải trả trong năm lần lượt 20 và 100. Chưa xét nguồn mới, tiền cuối kỳ = 40 + 60 − 30 − 20 − 100 = −50 tỷ. Doanh nghiệp thiếu 50 tỷ theo lịch giả định dù hoạt động kinh doanh tạo tiền dương.

Cần hỏi có thể giảm đầu tư không, có tiền bị hạn chế sử dụng không, tài sản nào bán được, khoản vay mới đã cam kết hay chỉ kỳ vọng. Không nên ghi dòng “vay thêm 50” để tự động làm mô hình cân mà không đánh giá khả năng vay. Một mô hình có thể cân số học và vẫn thiếu tính khả thi kinh tế.

Bài học về quyền mua lại trước hạn

Một trái phiếu callable cho bên phát hành quyền mua lại trước đáo hạn theo điều khoản. Khi lãi suất giảm mạnh, bên phát hành có động cơ tái tài trợ rẻ hơn và mua lại nợ cũ. Nhà đầu tư có thể không được hưởng đủ chuỗi coupon cao như dự kiến ban đầu. Vì vậy phải đọc quyền chọn và ngày được thực hiện trước khi dùng dòng tiền đến đáo hạn như chắc chắn.

Đối với bài tập cơ bản trong tài liệu, trái phiếu được mặc định không có quyền chọn trừ khi nêu rõ. Mặc định này giúp tập trung vào phép chiết khấu; khi áp dụng thật phải kiểm tra điều khoản thay vì giữ mặc định một cách máy móc.

Bài tập cuối chương

Làm cả nhóm bài trước khi xem phần đáp án ngay bên dưới.

Bài 5.1 Tình huống tổng hợp

Mệnh giá 100, coupon 6 mỗi năm, còn hai năm. Mua tại lợi suất 8%, bán sau một năm ngay khi nhận coupon, lợi suất lúc bán 10%. Tính giá mua, giá bán và HPR.

Bài 5.2 Trái phiếu mua dưới mệnh giá

Mệnh giá 100, coupon 7 mỗi năm, còn ba năm. Giá mua ngay sau ngày coupon là 94. Cuối năm một nhận coupon 7 và bán ở giá 97. Tính lợi suất hiện hành lúc mua và HPR thực hiện. Tính giá lý thuyết lúc mua nếu lợi suất yêu cầu 9%.

Bài 5.3 Coupon sáu tháng và giá thanh toán

Mệnh giá 100, coupon 8%/năm trả sáu tháng một lần, còn đúng bốn kỳ tại ngày coupon. Lợi suất báo giá danh nghĩa 10%/năm ghép sáu tháng. Một giao dịch khác báo giá sạch 96 giữa kỳ, đã qua 60 trong 180 ngày. Tính giá ở ngày coupon. Tính giá thanh toán giao dịch giữa kỳ theo quy ước lãi tích lũy tuyến tính.

Bài 5.4 Nợ đến hạn và tiền mặt bị hạn chế

Doanh nghiệp có 90 tỷ tiền, trong đó 25 bị hạn chế sử dụng. Quý tới thu 85, chi hoạt động 45, Capex bắt buộc 20, lãi 12 và gốc 100. Mức tiền dự phòng tối thiểu 15. Tính nhu cầu vốn bổ sung. Nếu thu 30 tỷ chuyển sang quý sau, nhu cầu thay đổi thế nào?

Lời giải bài tập cuối chương

Lời giải bài 5.1

Giá mua $6/1{,}08 + 106/1{,}08^2 \approx 96{,}43$. Giá bán $106/1{,}10 \approx 96{,}36$. HPR = $(96{,}36 + 6 - 96{,}43)/96{,}43 \approx 6{,}15\%$. Giá bán phản ánh cả kỳ hạn ngắn đi lẫn thay đổi lợi suất.

Lời giải bài 5.2

Lợi suất hiện hành $7/94 \approx 7{,}45\%$. HPR = $(97 - 94 + 7)/94 \approx 10{,}64\%$ trong một năm. Giá với 9% bằng $7/1{,}09 + 7/1{,}09^2 + 107/1{,}09^3 \approx 94{,}94$. Giá lý thuyết và giá giao dịch là hai dữ kiện khác nhau, HPR dùng tiền thực trả.

Lời giải bài 5.3

Coupon kỳ là 4 và lợi suất kỳ 5%. Giá = $4/1{,}05 + 4/1{,}05^2 + 4/1{,}05^3 + 104/1{,}05^4 \approx 96{,}45$. Lãi tích lũy = $4 \times 60/180 \approx 1{,}33$. Giá thanh toán của giao dịch khác là 97,33 trước phí. Giữ riêng hai thời điểm trong đề.

Lời giải bài 5.4

Tiền khả dụng 65. Số cuối kỳ dự kiến $65 + 85 - 45 - 20 - 12 - 100 = -27$ tỷ. Cần 42 tỷ để vừa bù thiếu vừa giữ dự phòng. Thu chậm 30 khiến nhu cầu tăng lên 72. Hạn mức chưa cam kết cần được xem xét riêng khi đánh giá khả năng trả nợ.

6 Từ GDP đến vốn hóa và tăng trưởng đầu tư

Dùng công thức đúng cấp độ

Công thức trong note có ý nghĩa phân rã, nhưng nếu dùng P là chỉ số VN Index trong khi E là tổng lợi nhuận tính bằng tiền thì đơn vị không nhất quán. Cách viết rõ hơn ở cấp thị trường là:

$$V = GDP \times \frac{E}{GDP} \times \frac{V}{E}$$

V là tổng vốn hóa của tập doanh nghiệp đang xét; E là tổng lợi nhuận thuộc cổ đông tương ứng; V/E là bội số định giá tổng hợp. GDP và E phải cùng kỳ, đơn vị tiền tệ phù hợp và phạm vi được giải thích. Công thức là đẳng thức đại số khi các tỷ số xác định; nó không tự chứng minh quan hệ nhân quả.

E/GDP ở đây chỉ là tỷ số liên hệ: lợi nhuận của doanh nghiệp niêm yết có thể bao gồm hoạt động ở nước ngoài và không đại diện toàn bộ nền kinh tế. Vốn hóa có thể tăng do giá, phát hành thêm hay bổ sung doanh nghiệp, nên tăng vốn hóa không bằng lợi suất của một nhà đầu tư.

Ở cấp một cổ phiếu, công thức phù hợp là giá = EPS × P/E. Ở cấp chỉ số, cần tính đến cách xây dựng rổ, trọng số và điều chỉnh mẫu số. Không đặt GDP tính bằng tỷ đồng bằng chỉ số tính bằng điểm mà không có bước chuẩn hóa.

Thực hành ngay 6.1

Đề bài. GDP 2.000 tỷ, lợi nhuận 200 tỷ, bội số V/E là 12. Tính vốn hóa.

Lời giải. 2.000 × (200/2.000) × 12 = 2.400 tỷ. Kết quả là tiền, không phải điểm chỉ số.

Tăng trưởng tích không bằng tổng chính xác

Đặt a = E/GDP và b = V/E. Khi so sánh hai kỳ cùng định nghĩa:

$$1 + g_V = (1 + g_{GDP})(1 + g_a)(1 + g_b)$$

g là tốc độ tăng theo kỳ viết dạng thập phân. Nếu GDP tăng 7%, a tăng tương đối 0,5%, b tăng 1%, vốn hóa tăng 1,07 × 1,005 × 1,01 − 1 = 8,61035%, xấp xỉ 8,61%. Cộng ba mức thành 8,5% chỉ là gần đúng. Nếu tỷ lệ E/GDP tăng từ 10% lên 10,5%, đó là tăng tương đối 5%, không phải 0,5%.

Thực hành ngay 6.2

Đề bài. GDP tăng 6%, E/GDP giảm tương đối 4%, V/E tăng 10%. Tính tăng vốn hóa.

Lời giải. 1,06 × 0,96 × 1,10 − 1 = 11,936%. Cộng đơn thuần cho 12%, chỉ là gần đúng.

CAGR và tăng trưởng logarit

CAGR là Compound Annual Growth Rate, tốc độ tăng trưởng kép bình quân năm. Nó cho biết mỗi năm cần tăng đều bao nhiêu để đi từ giá trị đầu đến giá trị cuối.

$$CAGR = \left(\frac{V_T}{V_0}\right)^{1/T} - 1 \qquad g_{log} = \frac{\ln(V_T/V_0)}{T}$$

V_0 và V_T là giá trị đầu và cuối; T là số năm; ln là logarit tự nhiên. Tăng trưởng logarit g_log liên hệ với CAGR qua CAGR = exp(g_log) − 1, trong đó exp là hàm mũ cơ số e. Khi lấy logarit của một tích, tăng trưởng logarit của các thành phần cộng lại **chính xác**; tốc độ tăng thông thường chỉ cộng gần đúng khi mức tăng nhỏ.

Ví dụ 7 Tài khoản tăng từ 100 lên 150

Giả sử không nạp rút vốn trong 5 năm: CAGR = 1,5^(1/5) − 1 ≈ 8,45%/năm; g_log = ln(1,5)/5 ≈ 8,11%/năm. Hai số khác nhau vì cách biểu diễn khác nhau. Nếu tài khoản có nạp thêm tiền, phép tính từ số dư đầu cuối không còn đo thuần hiệu quả đầu tư.

Một năm tăng 50%, năm tiếp theo giảm 50%: 100 thành 150 rồi còn 75. Trung bình cộng lợi suất là 0%, nhưng CAGR hai năm ≈ −13,40%. Phục hồi từ khoản lỗ 25% cần tăng 33,33%, không phải 25%.

Giá và tổng lợi suất: CAGR của giá cổ phiếu chưa gồm cổ tức. Muốn đo tổng lợi suất dài hạn phải quy định cách nhận, tái đầu tư cổ tức và xử lý phí. Không dùng số tăng giá lịch sử chưa xác định nguồn hay thời kỳ để hứa hẹn lợi suất tương lai.

Thực hành ngay 6.3

Đề bài. Tài khoản không nạp rút tăng từ 100 lên 121 sau hai năm. Tính CAGR.

Lời giải. 121/100 lấy căn bậc hai rồi trừ 1, bằng 10%/năm. CAGR là tốc độ tăng trưởng kép bình quân năm.

Đo hiệu quả khi tài khoản có nạp rút tiền

Lấy số dư cuối chia số dư đầu chỉ đo tăng trưởng đầu tư đúng khi không có dòng tiền bên ngoài, hoặc đã xử lý chúng theo phương pháp phù hợp. Tài khoản tăng từ 100 lên 180 nhưng có nạp thêm 80 không có nghĩa đầu tư lãi 80%. Muốn biết hiệu quả, cần lưu ngày nạp rút, số tiền và giá trị tài khoản trước hoặc sau mỗi dòng tiền.

TWR, Time Weighted Return, lợi suất theo thời gian, chia giai đoạn tại các thời điểm có dòng tiền bên ngoài rồi nối các lợi suất nhỏ bằng lãi kép. **MWR, Money Weighted Return, lợi suất theo dòng tiền**, phản ánh quy mô và thời điểm tiền thực sự được đầu tư; thường được biểu diễn bằng IRR của các dòng tiền [S17]. Hai cách đo trả lời những câu hỏi khác nhau nên không mặc định một số phải luôn cao hơn số còn lại.

Ví dụ mở rộng 7 Tài khoản không có lãi tiền nhưng lợi suất theo thời gian dương

Đầu năm một đầu tư 100 triệu. Cuối năm một, trước khi nạp tiền, tài khoản là 120 triệu: lợi suất năm một 20%. Ngay sau đó nạp thêm 80 triệu, tổng là 200 triệu. Cuối năm hai tài khoản còn 180 triệu: lợi suất năm hai −10%. Không có cổ tức rút ra hay khoản phí riêng.

TWR hai năm = 1,20 × 0,90 − 1 = 8%. Mức bình quân năm tương đương = √1,08 − 1 ≈ 3,92%. Nhưng người dùng đã bỏ tổng 180 triệu và kết thúc có 180 triệu. Dòng tiền từ góc nhìn nhà đầu tư là −100 ở năm 0, −80 ở năm 1, +180 ở năm 2. Nghiệm IRR là 0%/năm.

Khác biệt xuất hiện vì nhiều vốn được đưa vào trước năm giảm giá. TWR mô tả diễn biến một đơn vị vốn được đầu tư liên tục; MWR mô tả trải nghiệm tiền của người đầu tư cụ thể. Khi đánh giá một nhà quản lý không quyết định thời điểm khách nạp rút, TWR hữu ích. Khi đánh giá kết quả tài chính của bản thân, dòng tiền thực tế cũng rất quan trọng.

Phí và chênh lệch nhỏ tích lũy dài hạn

Lợi suất gộp là trước các khoản chi phí đang xét; lợi suất ròng là sau chúng. Cần biết phí tính trên tài sản đầu kỳ, cuối kỳ hay bình quân, được thu lúc nào và đã nằm trong giá chứng chỉ quỹ hay chưa. Không trừ một khoản phí thêm lần nữa nếu dữ liệu lợi suất đã là sau phí. Tác động phí dài hạn đến tài sản tích lũy là một nội dung cần kiểm tra khi so sánh sản phẩm [S18].

Trong mô hình đơn giản, đầu tư 100 triệu với lợi suất ròng 8%/năm cho khoảng 466,10 triệu sau 20 năm. Nếu lợi suất ròng chỉ còn 7%, kết quả khoảng 386,97 triệu. Chênh 1 điểm phần trăm

mỗi năm tạo chênh khoảng 79,13 triệu ở cuối kỳ. Ví dụ dùng hai mức lợi suất ròng trực tiếp, không phải phép tính phí của một sản phẩm cụ thể.

Nếu giá cổ phiếu tăng 10% nhưng có phí mua, phí bán và thuế phát sinh, HPR thực nhận phải tính từ số tiền chi ra và thu về sau các khoản đó. Khi thời điểm cổ tức ở giữa kỳ quan trọng, cần xem khả năng tái đầu tư hoặc dùng phương pháp dòng tiền. Mô hình nhập môn thường bỏ qua để giảm độ phức tạp, nhưng hồ sơ đầu tư thật nên ghi đủ.

Vốn hóa và lợi suất của một cổ đông

Một công ty có 10 triệu cổ phiếu giá 20.000 đồng, vốn hóa 200 tỷ. Sau đó phát hành thêm 5 triệu cổ phiếu với giá 20.000, thị giá vẫn 20.000, vốn hóa thành 300 tỷ. Vốn hóa tăng 50% do tăng số cổ phiếu; cổ đông cũ chưa có lãi giá. Tiền huy động được có thể tạo giá trị sau này nhưng phụ thuộc hiệu quả sử dụng.

Tách tăng trưởng vốn hóa thành giá và số lượng: $V_1/V_0 = (P_1/P_0) \times (N_1/N_0)$. P là giá, N là số cổ phiếu. Trong một thị trường gồm nhiều doanh nghiệp, còn có niêm yết mới, hủy niêm yết và thay đổi phạm vi. Vì vậy so vốn hóa với GDP thích hợp cho câu hỏi về quy mô và cấu trúc, không tự trả lời mức sinh lời một nhà đầu tư đạt được.

Phân rã lợi suất cổ phiếu bằng lợi nhuận trên cổ phiếu

Khi EPS dương và hai kỳ so sánh nhất quán, giá = EPS × P/E nên hệ số tăng giá = hệ số tăng EPS × hệ số thay đổi P/E. EPS tăng 15% nhưng P/E giảm từ 16 xuống 12 thì giá thay đổi 1,15 × 12/16 − 1 = −13,75%. Nếu có cổ tức, tổng lợi suất còn phải cộng thu nhập theo đúng giá vốn và thời điểm.

Đây là phép phân rã kế toán của giá, không phải mô hình nhân quả đã hoàn chỉnh. EPS và P/E có thể cùng phản ứng với tăng trưởng, rủi ro và chu kỳ. Nó giúp đặt câu hỏi “mình đang kỳ vọng lợi nhuận tăng hay nhà đầu tư trả hệ số cao hơn”, từ đó kiểm tra giả định nào dễ bị thất vọng.

Bài tập cuối chương

Làm cả nhóm bài trước khi xem phần đáp án ngay bên dưới.

Bài 6.1 Tình huống tổng hợp

Công ty tăng số cổ phiếu 25%, EPS giảm 4%, hệ số P/E tăng 10%. Tính tăng trưởng lợi nhuận, giá cổ phiếu và vốn hóa khi phạm vi đo giữ nguyên.

Bài 6.2 Hiệu suất khi nạp thêm tiền

Tài khoản 100 triệu lên 110 trước khi nạp thêm 90 cuối năm một. Cuối năm hai còn 180. Tính lợi suất theo thời gian và lãi lỗ bằng tiền.

Lời giải bài tập cuối chương

Lời giải bài 6.1

Lợi nhuận tăng 1,25 × 0,96 − 1 = 20% nếu số cổ phiếu dùng trong EPS và vốn hóa thay đổi cùng tỷ lệ. Giá tăng 0,96 × 1,10 − 1 = 5,6%. Vốn hóa tăng 1,056 × 1,25 − 1 = 32%. Ba phép đo trả lời ba câu hỏi.

Lời giải bài 6.2

Hai kỳ lần lượt +10% và −10%. Lợi suất theo thời gian = 1,10 × 0,90 − 1 = −1%. Tổng vốn bỏ vào 190 triệu, cuối kỳ 180 nên lỗ 10 triệu. Vốn lớn hơn được đầu tư trong kỳ giảm.

7 Vi mô và khả năng sinh lời của doanh nghiệp

Cấu trúc thị trường và quyền định giá

Mô hình	Số người bán	Sản phẩm và rào cản	Hàm ý phân tích
Cạnh tranh hoàn hảo	Rất nhiều	Đồng nhất, gia nhập tự do trong mô hình	Khó tự tăng giá; hiệu quả chi phí quan trọng
Cạnh tranh độc quyền	Nhiều	Có khác biệt, rào cản tương đối thấp	Thương hiệu hỗ trợ giá nhưng có đối thủ thay thế
Độc quyền nhóm	Ít hãng lớn	Rào cản đáng kể	Quyết định một hãng ảnh hưởng phản ứng hãng khác
Độc quyền	Một hãng trong thị trường xác định	Thiếu thay thế gần, rào cản cao	Có quyền lực thị trường, có thể chịu điều tiết

Phải xác định thị trường sản phẩm và địa lý trước khi phân loại. Một hãng có thị phần cao ở một tỉnh chưa chắc độc quyền cả nước. Quyền định giá nghĩa là khả năng tăng giá mà không mất lượng bán quá lớn; nó không có nghĩa doanh nghiệp được tự do tăng giá vô hạn.

Bất cân xứng thông tin xuất hiện khi một bên biết nhiều hơn bên kia. Lựa chọn bất lợi xảy ra trước giao dịch, như bên mua không phân biệt chất lượng doanh nghiệp; rủi ro đạo đức liên quan hành vi sau giao dịch, như người quản lý sử dụng vốn khác mục đích đã trình bày. Đây là lý do cần đọc thuyết minh và đánh giá quản trị.

Thực hành ngay 7.1

Đề bài. Công ty tăng giá và giữ được lượng bán một quý. Cần kiểm tra gì trước khi kết luận có quyền định giá?

Lời giải. Kiểm tra giá đối thủ, cơ cấu, đơn hàng đã ký và lượng bán nhiều kỳ. Một quý có thể chịu tác động tạm thời.

Cầu và cung

Hàm cầu đơn giản Q_d = a − bP và hàm cung Q_s = c + dP, với b, d dương, mô tả lượng cầu và lượng cung tại mỗi mức giá P. Giá thay đổi tạo di chuyển trên một đường; thu nhập, công nghệ hoặc chi phí đầu vào thay đổi có thể dịch chuyển cả đường.

Tại cân bằng, Q_d = Q_s. Nếu Q_d = 100 − 2P và Q_s = 20 + 2P, ta có P = 20, Q = 60. Nếu thu nhập làm cầu tăng thành 120 − 2P trong khi cung giữ nguyên, cân bằng mới là P = 25, Q = 70. Cần phân biệt "cầu tăng" với "lượng cầu tăng do giá giảm".

Thực hành ngay 7.2

Đề bài. Cầu Q = 90 − P, cung Q = 10 + P. Tìm cân bằng.

Lời giải. 90 − P = 10 + P nên P = 40 và Q = 50.

Độ co giãn và doanh thu

Độ co giãn của cầu theo giá đo lượng cầu thay đổi tương đối bao nhiêu khi giá thay đổi 1%. Với biến động giữa hai điểm, cách tính trung điểm hạn chế phụ thuộc chiều so sánh:

$$E_d = \frac{(Q_2 - Q_1)/[(Q_1 + Q_2)/2]}{(P_2 - P_1)/[(P_1 + P_2)/2]}$$

P_1, Q_1 là giá và lượng ban đầu; P_2, Q_2 là sau thay đổi. Với đường cầu thông thường, E_d âm. Nếu trị tuyệt đối lớn hơn 1, cầu co giãn: giảm giá có thể tăng doanh thu trên đoạn đang xét. Nếu nhỏ hơn 1, cầu kém co giãn: tăng giá có thể tăng doanh thu. Doanh thu tăng không bảo đảm lợi nhuận tăng vì còn chi phí.

Ví dụ giá giảm từ 100 xuống 90, lượng tăng từ 100 lên 120. Tỷ lệ đổi lượng theo trung điểm = 20/110; tỷ lệ đổi giá = −10/95; E_d ≈ −1,73. Doanh thu tăng từ 10.000 lên 10.800, phù hợp với cầu co giãn ở đoạn này.

Thực hành ngay 7.3

Đề bài. Giá từ 10 lên 12, lượng từ 100 xuống 80. Tính co giãn trung điểm và doanh thu.

Lời giải. Co giãn = (−20/90)/(2/11) ≈ −1,22. Doanh thu từ 1.000 xuống 960, phù hợp với cầu co giãn trên đoạn này.

Chi phí và tối đa hóa lợi nhuận

TC, Total Cost, tổng chi phí, bằng **FC, Fixed Cost**, chi phí cố định, cộng **VC, Variable Cost**, chi phí biến đổi. **TR, Total Revenue**, tổng doanh thu, bằng P × Q. **MC, Marginal Cost**, chi phí biên, là chi phí tăng thêm khi sản xuất thêm; **MR, Marginal Revenue**, doanh thu biên, là doanh thu tăng thêm.

Tại nghiệm tối ưu bên trong thường xét MR = MC, kèm điều kiện cực đại và tính khả thi. Trong cạnh tranh hoàn hảo, doanh nghiệp chấp nhận giá nên P = MR. Độc quyền đối mặt đường cầu dốc xuống, thường có MR nhỏ hơn P. Không áp P = MC cho mọi doanh nghiệp.

Trong mô hình cạnh tranh hoàn hảo ngắn hạn, nếu mức giá thấp hơn chi phí biến đổi bình quân tối thiểu thì đóng cửa giúp tránh lỗ biến đổi; tại sản lượng lựa chọn cần so P với **AVC, Average Variable Cost**, chi phí biến đổi bình quân. Trong thực tế còn có chi phí dừng và khởi động, hợp đồng và tác động đến khách hàng.

Thực hành ngay 7.4

Đề bài. Đơn hàng thêm bán 80, biến phí 55, dùng hết phần công suất còn trống. Có khoản chi chung đã phát sinh 30. Tính đóng góp mỗi sản phẩm.

Lời giải. 80 − 55 = 25 nếu không có chi phí tăng thêm khác. Khoản đã phát sinh không đổi khi nhận hay từ chối đơn.

Điểm hòa vốn hoạt động

EBIT là Earnings Before Interest and Taxes, lợi nhuận trước lãi vay và thuế. Trong mô hình một sản phẩm với giá bán P, biến phí đơn vị v và FC cố định trong kỳ:

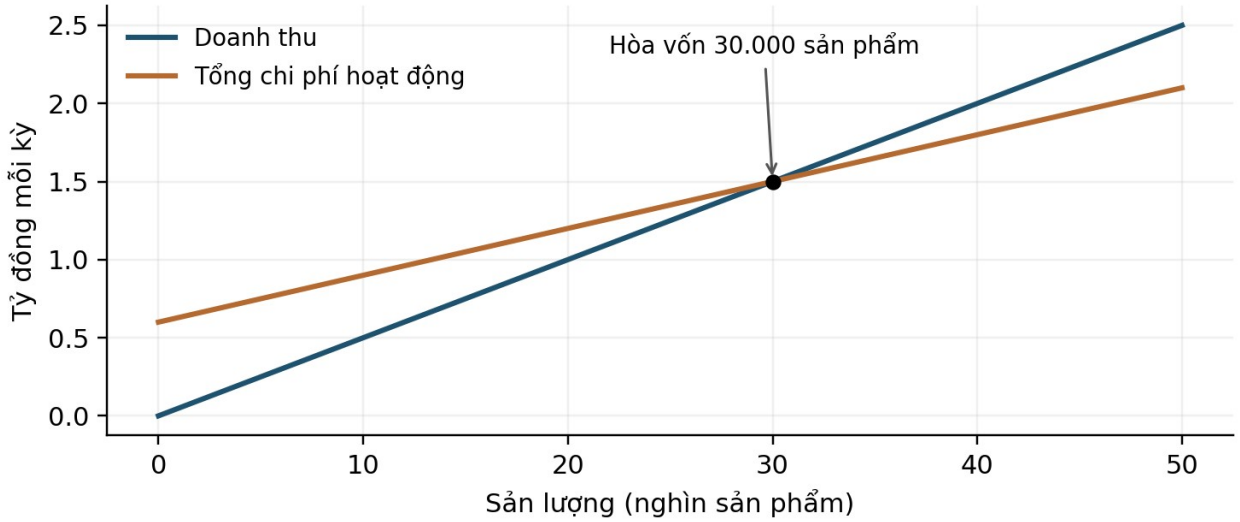
$$EBIT = Q(P - v) - FC \qquad Q_{BE} = \frac{FC}{P - v}$$

Q là sản lượng; Q_BE là sản lượng hòa vốn; P − v là số dư đảm phí một đơn vị. Công thức yêu cầu P lớn hơn v. Hòa vốn này có EBIT bằng 0, chưa có nghĩa đủ trả lãi vay. Nếu có nhiều sản phẩm phải xét cơ cấu bán và số dư đảm phí bình quân phù hợp.

Ví dụ 8 Hòa vốn và biến động lợi nhuận

FC = 600 triệu đồng/kỳ; giá bán 50.000 đồng/sản phẩm; v = 30.000 đồng/sản phẩm. Số dư đảm phí đơn vị = 20.000 đồng; sản lượng hòa vốn = 30.000 sản phẩm; doanh thu hòa vốn = 1,5 tỷ đồng.

Tại Q = 40.000, doanh thu = 2 tỷ, tổng số dư đảm phí = 800 triệu, EBIT = 200 triệu. **Biên an toàn về doanh thu** = (doanh thu thực tế − doanh thu hòa vốn)/doanh thu thực tế = 25%; doanh thu có thể giảm 25% trước khi chạm hòa vốn nếu giá, biến phí và FC giữ nguyên.



Hình 2 Doanh thu và chi phí giao nhau tại hòa vốn trong Ví dụ 8

Thực hành ngay 7.5

Đề bài. Giá 50.000, biến phí 30.000, chi phí cố định 240 triệu. Tính hòa vốn hoạt động.

Lời giải. Số dư đảm phí 20.000. Hòa vốn 240 triệu/20.000 = 12.000 sản phẩm.

Đòn bẩy hoạt động và tài chính

DOL là Degree of Operating Leverage, độ bẩy hoạt động. Trong mô hình tuyến tính ở trên:

$$DOL = \frac{Q(P - v)}{EBIT}$$

Tại Q = 40.000 trong ví dụ, DOL = 800/200 = 4. Nếu lượng bán và doanh thu tăng 10%, giá và chi phí đơn vị không đổi, EBIT tăng 40%, từ 200 lên 280 triệu. Gần hòa vốn, DOL rất lớn; tại EBIT = 0, tỷ số không xác định. Không diễn giải DOL âm như độ nhạy thông thường của doanh nghiệp có lãi.

DFL là Degree of Financial Leverage, độ bẩy tài chính. Trong mô hình chỉ có chi phí lãi vay INT cố định, không cổ tức ưu đãi và thuế suất không đổi: DFL = EBIT/(EBIT − INT). Nếu EBIT = 200 và INT = 50 triệu, DFL ≈ 1,33. Nợ làm lợi nhuận còn lại cho cổ đông nhạy hơn với thay đổi EBIT, đồng thời tạo nghĩa vụ tiền mặt.

Hòa vốn tài chính trong mô hình đơn giản là EBIT vừa đủ trả INT. Khi đó Q = (FC + INT)/(P − v). Với ví dụ trên, Q = 32.500 sản phẩm. Đây là hòa vốn trước thuế sau lãi vay, không tự bao gồm các nghĩa vụ khác như hoàn trả nợ gốc.

Thực hành ngay 7.6

Đề bài. Tổng số dư đảm phí 600 triệu, EBIT 200 triệu. Lượng tăng 5% trong khoảng chi phí không đổi. Tính EBIT mới.

Lời giải. DOL = 600/200 = 3. EBIT tăng 15% lên 230 triệu. Kết quả giả định biên mỗi đơn vị và chi phí cố định giữ nguyên.

Cơ cấu sản phẩm và hòa vốn nhiều mặt hàng

Nếu một doanh nghiệp bán nhiều sản phẩm, không có một số lượng hòa vốn duy nhất nếu cơ cấu bán có thể thay đổi. Cần xây một "gói" sản phẩm đại diện hoặc số dư đảm phí bình quân theo cơ cấu giả định. Thay đổi cơ cấu sang sản phẩm biên thấp làm điểm hòa vốn tăng dù tổng số sản phẩm không đổi.

Giả sử bán A giá 100.000, biến phí 60.000; B giá 200.000, biến phí 140.000. Mỗi gói bán gồm hai A và một B. Số dư đảm phí gói = 2 × 40.000 + 60.000 = 140.000 đồng. Chi phí cố định 140 triệu tạo hòa vốn 1.000 gói, tương ứng 2.000 A và 1.000 B, doanh thu 400 triệu. Nếu bán ít A hơn, phải tính lại cơ cấu thay vì giữ nguyên con số này.

Phân rã thay đổi doanh thu thành lượng và giá

Doanh thu $R = P \times Q$. Một phép phân rã chính xác giữa hai kỳ là $\Delta R = (P_1 - P_0)Q_0 + (Q_1 - Q_0)P_0 + (P_1 - P_0)(Q_1 - Q_0)$. Hai số hạng đầu là hiệu ứng giá và lượng ở nền kỳ đầu; số hạng cuối là tương tác. Cũng có thể dùng một cách phân bổ tương tác khác, miễn định nghĩa rõ và tổng bằng thay đổi thực tế.

Ví dụ giá từ 100 lên 110 và lượng từ 1.000 lên 1.200. Doanh thu tăng từ 100.000 lên 132.000. Hiệu ứng giá là 10.000; lượng là 20.000; tương tác 2.000. Nếu chỉ cộng tăng giá 10% với tăng lượng 20% sẽ bỏ sót 2% tương tác. Với nhiều sản phẩm, cần thêm hiệu ứng cơ cấu nên giá bình quân có thể đổi dù giá từng sản phẩm không đổi.

Khi tăng công suất làm lợi nhuận thay đổi từng nấc

Chi phí cố định không bất biến ở mọi mức hoạt động. Một nhà máy có thể dùng cùng bộ máy quản lý đến một ngưỡng công suất, rồi phải thuê thêm dây chuyền hoặc ca làm. Mô hình hòa vốn tuyến tính chỉ có ý nghĩa trong một khoảng hoạt động phù hợp. Nếu mở rộng vượt ngưỡng, cần thêm khoản chi phí cố định mới và kiểm tra thời gian vận hành.

Ví dụ hiện tại có thể bán tối đa 40.000 sản phẩm, số dư đảm phí 20.000 đồng, FC 600 triệu. Để bán trên 40.000 cần thêm 200 triệu FC. Với 45.000 sản phẩm, EBIT = 900 − 800 = 100 triệu, thấp hơn mức EBIT 200 triệu tại 40.000 trước mở rộng. Doanh thu cao hơn chưa tạo hiệu quả cao hơn nếu tăng công suất theo nấc.

Ví dụ mở rộng 8 Định giá gói dịch vụ tại một cơ sở kinh doanh

Một cơ sở dịch vụ có 30 máy, mở 14 giờ/ngày, 30 ngày/tháng, công suất tối đa 12.600 giờ máy. Giá bình quân thực thu 12.000 đồng/giờ, biến phí 3.000 đồng/giờ; chi phí cố định hoạt động 63 triệu/tháng đã gồm khấu hao theo giả định. Số dư đảm phí là 9.000 đồng/giờ; hòa vốn hoạt động 7.000 giờ, tương ứng tỷ lệ sử dụng khoảng 55,56%.

Nếu tỷ lệ sử dụng 65%, giờ bán là 8.190, doanh thu 98,28 triệu và EBIT 10,71 triệu. Nếu còn lãi vay 6 triệu/tháng, lợi nhuận trước thuế chỉ 4,71 triệu. Khấu hao là chi phí phân bổ, còn tiền trả

gốc vay là dòng tiền tài trợ; để biết có đủ tiền trả nợ hay không phải lập thêm bảng tiền, không chỉ nhìn EBIT.

Nếu giảm giá bình quân còn 11.000 đồng và kỳ vọng giờ bán tăng 10%, số dư đảm phí mới mỗi giờ 8.000, giờ bán 9.009; EBIT còn 9,072 triệu. Lượng tăng nhưng EBIT giảm so với phương án ban đầu. Muốn giữ EBIT cũ, giờ bán cần đạt (63.000.000 + 10.710.000)/8.000 = 9.213,75 giờ, tức tăng 12,5%. Ví dụ cho thấy khuyến mại cần đánh giá trên lợi nhuận đóng góp, không chỉ số lượt khách.

Chi phí chìm và chi phí cơ hội

Chi phí chìm là khoản đã phát sinh và không thay đổi theo lựa chọn hiện tại. Nó không nên quyết định riêng việc chấp nhận một đơn hàng mới. Chi phí cơ hội là giá trị tốt nhất bị bỏ qua khi dùng nguồn lực cho lựa chọn đang xét. Một mặt bằng thuộc sở hữu không phải có chi phí cơ hội bằng 0 chỉ vì không trả tiền thuê cho người khác.

Giả sử có công suất nhàn rỗi, đơn hàng riêng trả 70.000 đồng/sản phẩm, biến phí tăng thêm 50.000, không phát sinh chi phí mới khác. Đơn hàng đóng góp 20.000 mỗi sản phẩm trong phạm vi giả định. Nhưng nếu nó chiếm chỗ đơn hàng thường có đóng góp 35.000, cần tính phần lợi ích bị bỏ lỡ. Cũng phải xem ảnh hưởng giá bán lâu dài và khách hàng hiện hữu trước khi ra quyết định.

Từ lợi thế cạnh tranh đến bằng chứng

Nói doanh nghiệp có thương hiệu chưa đủ để kết luận có quyền định giá. Bằng chứng có thể là tăng giá mà lượng bán không giảm mạnh, tỷ lệ khách quay lại, chi phí chuyển đổi, khả năng giữ biên lợi nhuận và lợi nhuận trên vốn qua chu kỳ. Cần so với đối thủ và kiểm tra liệu lợi thế đến từ điều kiện tạm thời hay năng lực khó sao chép.

Ngược lại, thị phần tăng nhờ bán dưới chi phí có thể không bền vững. Khi đọc câu chuyện mở rộng, hãy đặt ba câu hỏi: mỗi đơn vị bán thêm đóng góp bao nhiêu; cần thêm bao nhiêu vốn lưu động và tài sản; lợi nhuận tăng có đủ bù chi phí vốn không. Các câu hỏi này nối trực tiếp vi mô với định giá ở Chương 9.

Bài tập cuối chương

Làm cả nhóm bài trước khi xem phần đáp án ngay bên dưới.

Bài 7.1 Tình huống tổng hợp

Cơ sở bán 8.000 giờ giá 15.000, biến phí 5.000, chi phí cố định 60 triệu. Phương án giảm giá còn 14.000 và bán 9.000 giờ. Tính EBIT hai phương án, điểm hòa vốn mới và thay đổi nếu chi phí cố định tăng 5 triệu.

Bài 7.2 Giảm giá để tăng sản lượng

Quán dịch vụ bán 5.000 giờ/tháng giá bình quân 16.000 đồng. Biến phí 5.000 đồng/giờ, chi phí cố định 48 triệu. Giảm giá 10% dự kiến tăng lượng 15%. Tính EBIT hai phương án và số giờ tối thiểu giữ EBIT hiện tại. Công suất tối đa 6.000 giờ có đủ không?

Bài 7.3 Công ty bán lẻ mở thêm cửa hàng

Công ty có 20 cửa hàng cũ, mỗi cửa hàng doanh thu năm trước 15 tỷ. Năm nay doanh thu cửa hàng cũ giảm 5%, mở thêm 5 cửa hàng mỗi cửa hàng mang về 8 tỷ. Biên gộp trước 30%, năm nay 28%. Chi phí hoạt động trước 70, năm nay 83 tỷ. Tính tăng doanh thu hợp nhất, tăng trưởng cửa hàng cũ và EBIT hai năm. Chỉ ra dữ liệu cần trước khi kết luận mở cửa hàng tốt.

Bài 7.4 Doanh nghiệp sản xuất ở đỉnh chu kỳ

Công ty đang bán 2 triệu sản phẩm giá 500.000 đồng, biến phí 330.000 và chi phí cố định 200 tỷ. Kịch bản bình thường hóa bán 1,8 triệu, giá 470.000 và biến phí 320.000. Lãi vay 30 tỷ, thuế 20%, 40 triệu cổ phiếu và giá 22.000 đồng. Tính EBIT, EPS và P/E hai kịch bản. Giải thích P/E thấp lúc thuận lợi.

Lời giải bài tập cuối chương

Lời giải bài 7.1

EBIT cũ 20 triệu. Phương án mới 9.000 × 9.000 − 60 triệu = 21 triệu. Hòa vốn mới cần ít nhất 6.667 giờ. Nếu chi phí cố định tăng 5 triệu, EBIT còn 16 triệu và thấp hơn phương án cũ.

Lời giải bài 7.2

EBIT cũ = 5.000 × 11.000 − 48 triệu = 7 triệu. Giá mới 14.400, lượng 5.750, đóng góp 9.400/giờ, EBIT 6,05 triệu. Giữ 7 triệu cần ít nhất 5.852 giờ, tăng khoảng 17,04%. Công suất đủ về số học, nhưng cần kiểm tra lượng khách thực tế ở khung giờ còn trống.

Lời giải bài 7.3

Doanh thu cũ 300. Năm nay cửa hàng cũ 285, cửa hàng mới 40, tổng 325, tăng 8,33%. Doanh thu cửa hàng cũ giảm 5%. EBIT cũ 300 × 30% − 70 = 20. EBIT mới 325 × 28% − 83 = 8 tỷ. Cần tách chi phí mở mới, thời gian đạt công suất và tác động cửa hàng mới lên cửa hàng lân cận.

Lời giải bài 7.4

Hiện tại EBIT = 2 triệu × 170.000 − 200 tỷ = 140 tỷ. EPS = (140 − 30) × 80%/40 triệu = 2.200 đồng. P/E = 10. Kịch bản thường hóa EBIT = 1,8 triệu × 150.000 − 200 tỷ = 70 tỷ. EPS 800 đồng và P/E 27,5 nếu giá giữ nguyên. Phân tích cần xem mức lợi nhuận có khả năng lặp lại.

8 Đọc báo cáo tài chính để hiểu doanh nghiệp

Bắt đầu từ mô hình kinh doanh

Trước khi tính tỷ số, viết được bằng lời doanh nghiệp bán gì, cho ai, thu tiền lúc nào và cần vốn ở khâu nào. Một công ty bán hàng trả chậm có thể báo lãi trước khi thu tiền; doanh nghiệp dự trữ hàng theo mùa cần vốn lưu động khác với doanh nghiệp thu tiền trước. Mô hình kinh doanh quyết định cách hiểu con số.

Ba báo cáo thường dùng cùng nhau là bảng cân đối kế toán, báo cáo kết quả kinh doanh và báo cáo lưu chuyển tiền tệ. Bảng cân đối là ảnh chụp tại một ngày; hai báo cáo còn lại mô tả dòng hoạt động trong kỳ. Phải đọc thêm thuyết minh và ý kiến kiểm toán để hiểu chính sách kế toán, nghĩa vụ và chất lượng số liệu [S13].

Tài liệu	Câu hỏi trả lời	Khoản cần xem
Bảng cân đối kế toán	Có gì và được tài trợ bằng gì?	Tiền, phải thu, tồn kho, tài sản, nợ, vốn chủ
Kết quả kinh doanh	Lãi được tạo ra như thế nào?	Doanh thu, giá vốn, chi phí, lãi vay, thuế
Lưu chuyển tiền tệ	Tiền thực đi đâu và đến từ đâu?	Kinh doanh, đầu tư, tài trợ
Thuyết minh và kiểm toán	Các con số có điều kiện gì?	Bên liên quan, chính sách ghi nhận, cam kết, ngoại trừ

Phương trình nền tảng là tài sản = nợ phải trả + vốn chủ sở hữu. Nợ phải trả bao gồm cả phải trả nhà cung cấp và các nghĩa vụ khác; nó không đồng nghĩa với riêng nợ vay chịu lãi.

Thực hành ngay 8.1

Đề bài. Doanh thu tăng nhưng phải thu tăng gấp đôi. Nêu hai dữ liệu ưu tiên kiểm tra.

Lời giải. Đọc tuổi nợ và số thực thu sau ngày khóa sổ. So với điều khoản tín dụng và mức tập trung khách hàng.

Từ doanh thu đến lợi nhuận

Doanh thu thuần trừ giá vốn tạo lợi nhuận gộp. Trừ thêm các chi phí hoạt động thích hợp sẽ tiến tới lợi nhuận hoạt động. Lợi nhuận trước thuế còn chịu ảnh hưởng hoạt động tài chính, chi phí lãi vay và các khoản khác. Cần đọc cấu trúc báo cáo để tính EBIT nhất quán, không mặc định tên một chỉ tiêu kế toán luôn bằng EBIT.

EBITDA là Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, lợi nhuận trước lãi vay, thuế và khấu hao tài sản hữu hình, vô hình. Một cách tính nhất quán là EBIT cộng khấu

hao đã được trừ trong EBIT. EBITDA không bằng tiền tự do vì chưa xét đầu tư tài sản, vốn lưu động, thuế và các dòng tiền khác.

Biên lợi nhuận là số lợi nhuận trên mỗi đồng doanh thu. Biên gộp = lợi nhuận gộp/doanh thu thuần; biên EBIT = EBIT/doanh thu; biên ròng = lợi nhuận sau thuế/doanh thu. Doanh nghiệp tăng doanh thu 20% nhưng biên ròng giảm từ 10% xuống 7% có thể tăng doanh thu mà giảm lợi nhuận.

Thực hành ngay 8.2

Đề bài. Doanh thu 500, giá vốn 350, chi phí hoạt động 60, lãi 20, thuế 20%. Tính biên gộp và lợi nhuận sau thuế.

Lời giải. Biên gộp 150/500 = 30%. EBIT 90, lợi nhuận trước thuế 70, sau thuế 56.

EPS và số cổ phiếu

$$EPS = \frac{NI_{common}}{N_{weighted}}$$

EPS là lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu phổ thông; NI_common là lợi nhuận thuộc cổ đông phổ thông, sau khi xử lý quyền lợi cổ đông khác phù hợp; N_weighted là số cổ phiếu phổ thông lưu hành bình quân gia quyền. Với báo cáo hợp nhất cần phân biệt lợi nhuận toàn tập đoàn với lợi nhuận thuộc cổ đông công ty mẹ.

EPS pha loãng xét ảnh hưởng của các công cụ có khả năng làm tăng số cổ phiếu nếu có tính pha loãng. Không lấy số cổ phiếu cuối năm thay cho bình quân gia quyền khi số lượng thay đổi đáng kể. **TTM, Trailing Twelve Months**, là 12 tháng gần nhất; EPS dự phóng là EPS tương lai theo giả định. Hai cơ sở này không được trộn khi so P/E.

Ví dụ lợi nhuận thuộc cổ đông phổ thông 120 tỷ đồng, số cổ phiếu bình quân 60 triệu: EPS = 2.000 đồng. Nếu phát hành thêm làm số bình quân tăng 20% nhưng lợi nhuận chỉ tăng 10%, EPS sẽ giảm dù tổng lợi nhuận tăng.

Thực hành ngay 8.3

Đề bài. Lãi thuộc cổ đông phổ thông 72 tỷ, bình quân 30 triệu cổ phiếu. Tính EPS và thử nếu số cổ phiếu tăng 20% mà lãi giữ nguyên.

Lời giải. EPS cũ 2.400; mới 72/36 × 1.000 = 2.000 đồng, giảm 16,67%.

Khả năng sinh lời và nợ

Chỉ tiêu	Cách tính trong tài liệu	Ý nghĩa và điều kiện
ROE	Lợi nhuận sau thuế / vốn chủ bình quân	Lợi nhuận tạo ra trên vốn chủ; tử và mẫu phải cùng phạm vi

Chỉ tiêu	Cách tính trong tài liệu	Ý nghĩa và điều kiện
ROA	Lợi nhuận sau thuế / tổng tài sản bình quân	Một cách đo hiệu quả tài sản; nêu rõ định nghĩa khi so sánh
Nợ vay trên vốn chủ	Nợ vay chịu lãi / vốn chủ	Đòn bẩy theo định nghĩa nợ vay
Khả năng thanh toán hiện hành	Tài sản ngắn hạn / nợ ngắn hạn	Đo quy mô đệm, chưa nói chất lượng tài sản
Khả năng trả lãi	EBIT / chi phí lãi vay	Lợi nhuận bao phủ lãi; chưa đo đủ trả nợ gốc

ROE là Return on Equity, tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu; ROA là Return on Assets, tỷ suất lợi nhuận trên tài sản. Vốn hoặc tài sản bình quân thường lấy trung bình đầu và cuối kỳ khi chưa có dữ liệu chi tiết hơn. Nếu dùng lợi nhuận năm thì mẫu số phải phù hợp với kỳ năm.

Phân tích DuPont ba nhân tố tách ROE thành biên lợi nhuận ròng × vòng quay tài sản × hệ số tài sản trên vốn chủ. Vòng quay tài sản = doanh thu/tài sản bình quân; hệ số tài sản trên vốn chủ = tài sản bình quân/vốn chủ bình quân. ROE cao do nợ nhiều có hàm ý rủi ro khác ROE cao do biên lợi nhuận tốt.

Thực hành ngay 8.4

Đề bài. Lãi 40, tài sản bình quân 500, vốn chủ 200. Tính ROA và ROE.

Lời giải. ROA = 40/500 = 8%. ROE = 40/200 = 20%. Kiểm tra vốn chủ nhỏ do cấu trúc tài trợ trước khi diễn giải.

Lợi nhuận và tiền mặt

CFO là Cash Flow from Operating Activities, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trong ngữ cảnh này. Bán chịu có thể làm doanh thu và lợi nhuận tăng nhưng tiền chưa vào; tồn kho tăng có thể hút tiền; khấu hao làm giảm lợi nhuận nhưng không phải khoản chi tiền cùng kỳ. Vì vậy cần đối chiếu CFO với lợi nhuận qua nhiều kỳ, có xét mùa vụ.

Phải thu tăng nhanh hơn doanh thu là tín hiệu cần kiểm tra thời gian thu tiền, điều khoản bán hàng và khả năng thu hồi, không tự động chứng minh gian lận. CFO âm một năm có thể do tăng trưởng cần vốn lưu động; CFO âm kéo dài cùng nợ tăng và lợi nhuận kế toán cao đòi hỏi giải thích thuyết phục.

Ví dụ 9 Tính và diễn giải chỉ tiêu

Doanh thu 1.000 tỷ; giá vốn 700; EBIT 150; chi phí lãi vay 30; không có khoản khác; thuế suất giả định 20%. Lợi nhuận trước thuế = 120; lợi nhuận sau thuế = 96 tỷ. Vốn chủ bình quân 400, tài sản bình quân 800, cổ phiếu bình quân 40 triệu. Giả sử toàn bộ lợi nhuận thuộc cổ đông phổ thông.

Biên gộp = 30%; biên EBIT = 15%; biên ròng = 9,6%; ROE = 24%; ROA = 12%; khả năng trả lãi = 5 lần; EPS = 2.400 đồng. DuPont cho ROE = 9,6% × 1,25 × 2 = 24%. Nếu CFO chỉ 20 tỷ, cần giải thích vì sao 96 tỷ lợi nhuận chưa chuyển thành tiền tương ứng; chưa thể kết luận chất lượng lợi nhuận tốt chỉ nhờ ROE cao.

Giới hạn áp dụng: ngân hàng, bảo hiểm và công ty chứng khoán có cấu trúc tài sản, nợ và chỉ tiêu đặc thù. Không so tỷ lệ nợ hoặc biên EBIT của ngân hàng với doanh nghiệp sản xuất như thể cùng mô hình.

Thực hành ngay 8.5

Đề bài. Lãi 50, khấu hao 10, phải thu tăng 25, phải trả tăng 5. Tính CFO nếu không có điều chỉnh khác.

Lời giải. 50 + 10 − 25 + 5 = 40. CFO là dòng tiền từ hoạt động kinh doanh.

Đọc ba báo cáo bằng một chuỗi giao dịch

Để hiểu báo cáo, nên theo dõi cùng một giao dịch đi qua tài sản, lợi nhuận và tiền. Ví dụ doanh nghiệp góp vốn tiền 200 triệu, mua thiết bị 120 triệu và nhập hàng trả tiền 50 triệu. Ngay sau các giao dịch này, tiền còn 30; hàng 50; thiết bị 120; tổng tài sản 200 và vốn chủ 200. Chưa có doanh thu chỉ vì đã chi tiền.

Sau đó bán toàn bộ hàng với giá 80 triệu, trong đó thu ngay 30 và khách còn nợ 50. Giả sử chi phí khác 10 triệu trả ngay và khấu hao thiết bị trong kỳ 5 triệu, chưa xét thuế. Doanh thu 80; giá vốn 50; chi phí khác 10; khấu hao 5; lợi nhuận 15 triệu. Tiền cuối kỳ = 30 + 30 − 10 = 50 triệu. Phải thu 50; thiết bị còn giá trị sổ sách 115; tài sản tổng 215 và vốn chủ 215.

Nếu dùng phương pháp gián tiếp cho toàn bộ kỳ từ lúc bắt đầu hoạt động, dòng tiền kinh doanh = lợi nhuận 15 + khấu hao 5 − tăng phải thu 50 − thay đổi tồn kho 0 = −30 triệu. Tồn kho đầu và cuối bằng 0 vì đã mua rồi bán hết trong kỳ. Dòng tiền đầu tư −120; dòng tiền tài trợ +200; tổng tiền tăng 50. Bài nối báo cáo giúp thấy doanh nghiệp có lãi 15 nhưng hoạt động vẫn tiêu tiền 30 do bán chịu.

Phân biệt báo cáo riêng và báo cáo hợp nhất

Báo cáo riêng phản ánh một pháp nhân; báo cáo hợp nhất phản ánh một nhóm theo phạm vi hợp nhất và chính sách áp dụng. Nếu phân tích cổ phiếu của công ty mẹ có nhiều công ty con, cần đọc kết quả của nhóm cùng phần lợi nhuận thuộc cổ đông công ty mẹ. Không lấy toàn bộ lợi nhuận sau thuế hợp nhất chia số cổ phiếu công ty mẹ khi một phần lợi nhuận thuộc cổ đông không kiểm soát.

Các giao dịch nội bộ được xử lý khi hợp nhất theo quy tắc liên quan. Vì vậy cộng doanh thu từng công ty con một cách cơ học có thể đếm trùng. Khi số liệu thay đổi do mua bán công ty con, tăng trưởng báo cáo không còn thuần là tăng trưởng của hoạt động cũ. Nên tách tăng trưởng hữu cơ với thay đổi phạm vi khi có dữ liệu đủ tin cậy.

Phân tích theo chiều ngang và chiều dọc

Chiều ngang so sánh một khoản mục qua các kỳ: tăng bao nhiêu tiền, tăng bao nhiêu phần trăm, có đều hay biến động. **Chiều dọc** biểu diễn khoản mục theo một tổng số cùng kỳ: giá vốn trên doanh thu, phải thu trên tài sản hoặc nợ trên nguồn vốn. Dùng cả hai giúp tránh bị đánh lừa bởi quy mô tăng.

Khoản mục giả định	Năm 1	Năm 2	Điều cần nhận ra
Doanh thu tỷ đồng	1.000	1.200	Tăng 20%
Lợi nhuận gộp tỷ đồng	300	300	Không tăng dù doanh thu tăng
Biên gộp	30%	25%	Giảm 5 điểm phần trăm
Phải thu cuối kỳ tỷ đồng	150	240	Tăng 60% nhanh hơn doanh thu
Nợ vay cuối kỳ tỷ đồng	200	320	Nhu cầu tài trợ tăng

Bảng chỉ tạo tín hiệu để điều tra. Phải thu tăng có thể do mùa vụ hoặc khách hàng mới với thời hạn thanh toán dài hơn; cũng có thể là khó thu tiền. Muốn kết luận cần tuổi nợ, dự phòng, thanh toán sau ngày khóa sổ và điều khoản bán. Một tỷ số không thay thế được việc đọc thuyết minh.

Vốn lưu động hoạt động và chu kỳ tiền

NWC, Net Working Capital, vốn lưu động ròng, có nhiều quy ước. Khi tính FCFF, tài liệu dùng **vốn lưu động hoạt động thuần**: tài sản ngắn hạn phục vụ hoạt động trừ các khoản phải trả hoạt động không chịu lãi, thường loại tiền và nợ vay. Trong một mô hình đơn giản chỉ gồm ba khoản, NWC hoạt động = phải thu + tồn kho − phải trả nhà cung cấp. Cần nêu phạm vi để không trộn với “tài sản ngắn hạn − toàn bộ nợ ngắn hạn”.

DSO, Days Sales Outstanding, số ngày phải thu, xấp xỉ phải thu bình quân / doanh thu bán chịu năm × 365. **DIO, Days Inventory Outstanding**, số ngày tồn kho, bằng tồn kho bình quân / giá vốn năm × 365. **DPO, Days Payables Outstanding**, số ngày phải trả nhà cung cấp, lý tưởng dùng giá trị mua chịu; nếu dùng giá vốn thay thế phải nêu giả định. **CCC, Cash Conversion Cycle**, chu kỳ chuyển đổi tiền, bằng DSO + DIO − DPO [S19].

Ví dụ doanh thu bán chịu 1.460 tỷ, giá vốn 1.095 tỷ, phải thu bình quân 160, tồn kho 180, phải trả 120. DSO = 40 ngày; DIO = 60 ngày; DPO = 40 ngày theo giả định mua hàng xấp xỉ giá vốn; CCC = 60 ngày. Nghĩa là doanh nghiệp phải tài trợ một khoảng thời gian giữa lúc trả nhà cung cấp và lúc thu được tiền, theo mô hình trung bình.

Nếu DSO tăng lên 55 ngày trong khi doanh thu năm giữ 1.460, phải thu cần thêm khoảng 1.460/365 × 15 = 60 tỷ. Khoản này làm tiền bị giữ lại ở khách hàng dù doanh thu không tăng. Ngược lại, giảm tồn kho không phải lúc nào cũng tốt nếu dẫn đến mất hàng để bán hoặc gián đoạn sản xuất.

Doanh nghiệp nhận tiền trước và trả nhà cung cấp sau có thể có CCC âm. Điều đó có thể hỗ trợ tài trợ hoạt động, nhưng không có nghĩa miễn rủi ro: nếu doanh số suy giảm hoặc đối tác đòi thanh toán sớm, dòng tài trợ này có thể đảo chiều. Cần kiểm tra chất lượng và sự bền vững của điều khoản thương mại.

Dòng tiền gián tiếp và các dấu cộng trừ

Trong mô hình giản lược, bắt đầu từ lợi nhuận sau thuế, cộng lại chi phí phi tiền mặt thích hợp, điều chỉnh lãi lỗ thuộc luồng khác, rồi trừ tăng tài sản hoạt động ngắn hạn và cộng tăng nợ hoạt động ngắn hạn. Báo cáo thực tế còn có phân loại lãi và thuế theo chuẩn mực, nên cần đọc từng dòng thay vì coi một công thức ngắn là thay thế toàn bộ báo cáo.

Ví dụ lợi nhuận 100, khấu hao 20, phải thu tăng 35, tồn kho tăng 25, phải trả nhà cung cấp tăng 15; không có điều chỉnh khác. CFO = 100 + 20 − 35 − 25 + 15 = 75. Phải thu và tồn kho tăng giữ tiền trong hoạt động; phải trả tăng tạm hoãn tiền chi ra. Không cộng tất cả biến động tài sản vào CFO chỉ vì doanh nghiệp "có thêm tài sản".

Ví dụ mở rộng 9 Tăng trưởng cần bao nhiêu tiền

Doanh thu từ 1.000 lên 1.300 tỷ. NWC hoạt động ổn định bằng 20% doanh thu theo giả định. NWC phải tăng từ 200 lên 260, sử dụng thêm 60 tỷ tiền. Nếu lợi nhuận hoạt động sau thuế tăng chỉ 30 tỷ và còn đầu tư máy móc, tăng trưởng có thể làm dòng tiền tự do giảm trong kỳ.

Điều này không tự chứng minh tăng trưởng xấu. Cần đánh giá lợi nhuận thu được trong tương lai trên phần vốn tăng thêm. Tăng doanh thu chỉ tạo giá trị khi lợi ích kinh tế sau đó đủ bù vốn và rủi ro; mô hình phải thể hiện cả khoản tiền cần bỏ trước để đạt tăng trưởng.

Chất lượng lợi nhuận và chuẩn hóa

Lợi nhuận báo cáo có thể gồm bán tài sản, hoàn nhập dự phòng hoặc lãi tỷ giá chưa thực hiện. Để ước lượng sức sinh lời lặp lại, hãy lập cầu nối từ lợi nhuận báo cáo đến lợi nhuận chuẩn hóa: từng khoản điều chỉnh, trước hay sau thuế, thuộc cổ đông nào, có thực sự không lặp lại không. Không loại chi phí chỉ vì muốn có kết quả đẹp hơn; chi phí gọi là "một lần" nhưng xuất hiện hằng năm cần được xem xét nghiêm túc.

Ví dụ lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông phổ thông 180 tỷ, gồm lãi bán đất trước thuế 50 tỷ và giả định chịu thuế 20%. Khoản lãi sau thuế là 40; lợi nhuận chuẩn hóa còn 140. Với 70 triệu cổ phiếu bình quân, EPS báo cáo 2.571,43 đồng và EPS chuẩn hóa 2.000 đồng. Giá 28.000 cho P/E báo cáo khoảng 10,89 lần nhưng P/E chuẩn hóa 14 lần.

Khác biệt không có nghĩa một số là giả và số kia là thật. EPS báo cáo mô tả kỳ đã xảy ra theo kế toán; EPS chuẩn hóa là ước lượng để phân tích tương lai, phụ thuộc phán đoán. Phải trình bày cả cầu nối để người đọc đánh giá điều chỉnh có hợp lý không.

Lợi nhuận trên vốn đầu tư và hiệu quả tái đầu tư

ROIC, Return on Invested Capital, là lợi nhuận trên vốn đầu tư. Một quy ước phổ biến trong phân tích doanh nghiệp phi tài chính là NOPAT chia vốn hoạt động đầu tư bình quân. NOPAT, Net Operating Profit After Tax, là lợi nhuận hoạt động sau thuế giả định chưa tính ảnh hưởng tài trợ; mô hình đơn giản dùng EBIT × (1 − T).

Nếu EBIT 150 tỷ, T = 20%, vốn đầu tư bình quân 800 tỷ thì NOPAT = 120 và ROIC = 15%. So với chi phí vốn giả định 10%, doanh nghiệp tạo chênh lệch 5 điểm phần trăm theo các định nghĩa đó. Tuy nhiên số lịch sử toàn doanh nghiệp chưa chắc bằng lợi nhuận trên khoản đầu tư mới. Khi dự báo mở rộng, nên hỏi dự án mới có đạt ROIC tương tự không.

Vốn đầu tư cần xác định nhất quán với phần lợi nhuận đang đo, xử lý tiền dư, tài sản ngoài hoạt động và thuê tài sản. Nếu không đủ dữ liệu, nêu giới hạn thay vì báo một con số có vẻ chính xác. Trong tài liệu này, bài tập ghi rõ vốn đầu tư để tập trung vào diễn giải.

Đọc ý kiến kiểm toán và giao dịch liên quan

Ý kiến kiểm toán giúp người đọc hiểu kết luận của kiểm toán viên trong phạm vi báo cáo và chuẩn mực áp dụng; không phải cam kết cổ phiếu tốt hay mọi rủi ro tương lai đã được loại bỏ. Hãy đọc nội dung cụ thể của ý kiến, cơ sở đưa ra ý kiến, các vấn đề được nhấn mạnh và thuyết minh liên quan. Không suy luận từ một cụm từ tách khỏi ngữ cảnh.

Giao dịch với bên liên quan có thể phục vụ hoạt động bình thường, nhưng cần xem giá, điều khoản tín dụng, quy mô, bảo lãnh, cho vay và khả năng thu hồi. Nếu phần lớn lợi nhuận đến từ bán hàng cho một đơn vị liên quan chưa trả tiền, phân tích phải đi sâu hơn số doanh thu hợp nhất. Những câu hỏi này nhằm đánh giá bằng chứng, không tự kết luận sai phạm.

Bài tập cuối chương

Làm cả nhóm bài trước khi xem phần đáp án ngay bên dưới.

Bài 8.1 Tình huống tổng hợp

Doanh thu 1.200, giá vốn 800, chi phí hoạt động 220 gồm khấu hao 30, lãi 40, thuế 20%. Phải thu tăng 70, tồn kho tăng 40, phải trả tăng 20, Capex 60. Tính lãi ròng, CFO và tiền sau Capex.

Bài 8.2 EPS và pha loãng giữa năm

Lợi nhuận thuộc cổ đông phổ thông năm trước 90 tỷ, cả năm có 30 triệu cổ phiếu. Năm nay lợi nhuận 105 tỷ, phát hành thêm 12 triệu cổ phiếu đúng giữa năm. Tính EPS hai năm và tăng trưởng. Tính EPS sai nếu dùng số cuối kỳ rồi giải thích lỗi.

Bài 8.3 Lợi nhuận tăng và tiền giảm

Lợi nhuận sau thuế 95 tỷ, khấu hao 25. Phải thu tăng 60, tồn kho tăng 35, phải trả nhà cung cấp tăng 20. Capex bằng 55 tỷ. Giả định không có khoản điều chỉnh dòng tiền nào khác. Tính CFO và tiền còn lại sau Capex. Tính lại nếu thu thêm 25 tỷ từ khách ngay trước ngày khóa sổ.

Bài 8.4 Thu tiền chậm và nhu cầu vay

Doanh thu bán chịu 1.460 tỷ/năm, giá vốn 1.095 tỷ. Phải thu bình quân 120, tồn kho 150, phải trả 90. Giả định giá trị mua chịu bằng giá vốn, năm 365 ngày. Tính chu kỳ chuyển đổi tiền. Nếu phải thu chậm thêm 15 ngày và tồn kho thêm 10 ngày, tính vốn tăng thêm và chi phí lãi năm ở 9%.

Bài 8.5 Lãi bán tài sản và định giá

Doanh nghiệp có lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông phổ thông 180 tỷ, gồm lãi bán đất 50 tỷ trước thuế, thuế 20%. Có 50 triệu cổ phiếu, giá 28.000 đồng. Tính hệ số giá trên lợi nhuận báo cáo và chuẩn hóa. Với hệ số mục tiêu 9–11 lần, tính khoảng giá theo EPS chuẩn hóa.

Bài 8.6 ROE cao nhờ biên hay nhờ đòn bẩy

A có doanh thu 1.000, lợi nhuận 80, tài sản bình quân 500, vốn chủ bình quân 250 tỷ. B có doanh thu 1.000, lợi nhuận 60, tài sản bình quân 600, vốn chủ bình quân 150 tỷ. Tính ROE và tách DuPont thành biên ròng, vòng quay tài sản, hệ số tài sản trên vốn chủ. Công ty nào cần kiểm tra nợ kỹ hơn?

Bài 8.7 Đọc ROIC cùng mức tái đầu tư

EBIT 240 tỷ, thuế 20%, vốn hoạt động đầu tư bình quân 1.200. WACC giả định 11%. Dự án mới dùng thêm 400 tỷ và tạo 36 tỷ lợi nhuận hoạt động sau thuế mỗi năm ở mức ổn định. Tính ROIC hiện tại, lợi nhuận trên vốn dự án và chênh lệch với WACC. Tính lợi nhuận sau thuế dự án cần đạt để bằng WACC.

Lời giải bài tập cuối chương

Lời giải bài 8.1

EBIT 180, lãi ròng (180 − 40) × 80% = 112. CFO = 112 + 30 − 70 − 40 + 20 = 52 nếu không có điều chỉnh khác và lãi, thuế nằm trong CFO. Sau Capex còn −8. Xem lịch thu tiền và nhu cầu tài trợ.

Lời giải bài 8.2

Số cổ phiếu bình quân năm nay = 30 × 1/2 + 42 × 1/2 = 36 triệu. EPS trước 3.000, EPS mới 105/36 × 1.000 ≈ 2.916,67 đồng, giảm 2,78% dù lợi nhuận tăng 16,67%. Dùng 42 triệu cho EPS 2.500 đồng và coi lượng phát hành đã tồn tại đủ cả năm.

Lời giải bài 8.3

CFO = 95 + 25 − 60 − 35 + 20 = 45 tỷ. Sau Capex còn −10 tỷ. Nếu thu thêm 25, phải thu chỉ tăng 35, CFO lên 70, còn 15 tỷ sau đầu tư. Tiền đến sớm cải thiện thanh khoản trong kỳ mà doanh thu và lợi nhuận không đổi.

Lời giải bài 8.4

Doanh thu ngày 4 tỷ, giá vốn ngày 3 tỷ. Số ngày phải thu, tồn kho, phải trả lần lượt 30, 50, 30. Chu kỳ tiền 50 ngày. Vốn tăng 15 × 4 + 10 × 3 = 90 tỷ. Tài trợ đủ bằng nợ suốt năm tốn 8,1 tỷ lãi. Nếu vốn chỉ phát sinh vào cuối năm, lãi năm đầu thấp hơn.

Lời giải bài 8.5

Lãi bán đất sau thuế 40 tỷ. EPS báo cáo 3.600, EPS chuẩn hóa 2.800 đồng. P/E lần lượt 7,78 và 10 lần. Khoảng giá 25.200–30.800 đồng. Giá hiện tại nằm trong khoảng. Cần kiểm tra tính lặp lại của lợi nhuận và căn cứ chọn hệ số.

Lời giải bài 8.6

A có 8% × 2 × 2 = 32%. B có 6% × 1,6667 × 4 = 40%. B đạt ROE cao dù biên và vòng quay thấp hơn nhờ hệ số tài sản trên vốn chủ cao. Kiểm tra thành phần nợ, lãi vay, kỳ đáo hạn và dòng tiền của B trước khi đánh giá hiệu quả.

Lời giải bài 8.7

NOPAT = 240 × 80% = 192. ROIC hiện tại = 192/1.200 = 16%, chênh +5 điểm phần trăm. Dự án tạo 36/400 = 9%, chênh −2 điểm. Để đạt 11% phải tạo 44 tỷ mỗi năm theo phép so sánh đơn giản. Khi dự án có lịch dòng tiền hữu hạn hoặc thay đổi, lập NPV riêng.

9 Định giá cổ phiếu bằng giả định có thể kiểm tra

Giá thị trường và giá trị ước tính

Giá là mức giao dịch; giá trị ước tính là kết quả của một mô hình và bộ giả định. Một doanh nghiệp tốt vẫn có thể là khoản đầu tư kém nếu mua quá đắt. Ngược lại, mức giá thấp có thể phản ánh rủi ro mất lợi nhuận hoặc mất tài sản, không nhất thiết là cơ hội.

Phân tích cơ bản xem hoạt động kinh doanh, tài chính và giá trị. **Phân tích kỹ thuật** nghiên cứu hành vi giá, khối lượng và các mẫu hình để hỗ trợ quyết định giao dịch. Một tín hiệu kỹ thuật không thay thế kiểm tra giá trị; định giá thấp cũng không xác định chính xác ngày giá sẽ tăng.

Thực hành ngay 9.1

Đề bài. Giá 25.000, khoảng giá trị ước tính 20.000–30.000. Có thể kết luận rẻ không?

Lời giải. Giá nằm trong khoảng. Kiểm tra giả định tạo ra hai đầu khoảng và độ nhạy trước khi kết luận.

Định giá theo lợi nhuận

$$P^* = EPS_{forecast} \times PE_{target}$$

P* là giá trị ước tính trên một cổ phiếu; EPS_forecast là EPS dự phóng; PE_target là hệ số P/E mục tiêu, phản ánh tăng trưởng, rủi ro và chất lượng lợi nhuận giả định. P/E thị trường được tính bằng giá hiện tại chia EPS; nó cho biết thị trường đang trả bao nhiêu cho một đơn vị lợi nhuận [S13].

P/E thấp có thể do lợi nhuận đang ở đỉnh chu kỳ, chứa khoản bất thường hoặc rủi ro cao. Khi EPS âm hay gần 0, P/E thường không có ý nghĩa so sánh thông thường. Không dùng một ngưỡng P/E chung cho mọi ngành.

Ví dụ 10 Bảng nhạy cảm giá trên lợi nhuận

Giả sử giá hiện tại 30.000 đồng, EPS dự phóng cơ sở 3.000 đồng, P/E mục tiêu cơ sở 12 lần. Giá trị cơ sở = 36.000 đồng. Mức tăng giá so với thị giá = 20%, nhưng đây là kết quả điều kiện theo giả định, chưa gồm cổ tức hay phí.

EPS dự phóng	P/E 10 lần	P/E 12 lần	P/E 14 lần
2.500 đồng	25.000	30.000	35.000
3.000 đồng	30.000	36.000	42.000
3.500 đồng	35.000	42.000	49.000

Khoảng giá rộng cho thấy kết quả nhạy với cả lợi nhuận và mức định giá. Muốn chọn P/E mục tiêu cần so doanh nghiệp tương đồng, lịch sử đã điều chỉnh chu kỳ và các khác biệt về nợ, tăng trưởng, quản trị; không chọn hệ số để tạo ra giá mong muốn.

Thực hành ngay 9.2

Đề bài. EPS dự phóng 2.800 đồng, P/E tham chiếu 10–12. Tính khoảng giá.

Lời giải. 28.000–33.600 đồng. P/E là giá chia lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu.

Định giá theo giá trị sổ sách

P/B là Price to Book, giá trên giá trị sổ sách của một cổ phiếu. BVPS là Book Value Per Share, giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu, tính từ vốn chủ thuộc cổ đông phổ thông chia số cổ phiếu lưu hành tại thời điểm tương ứng. P/B = giá/BVPS.

BVPS = 20.000 đồng và giá 30.000 đồng cho P/B = 1,5 lần. Giá trị sổ sách không bằng chắc chắn giá thanh lý: tài sản có thể giảm giá, khó thu hồi hoặc không phản ánh đầy đủ tài sản vô hình. P/B thấp cần đi cùng đánh giá ROE bền vững, chất lượng tài sản và rủi ro.

Thực hành ngay 9.3

Đề bài. Vốn chủ thuộc cổ đông phổ thông 900 tỷ, 50 triệu cổ phiếu, giá 27.000. Tính P/B.

Lời giải. Giá trị sổ sách 18.000 đồng/cổ phiếu. P/B = 27.000/18.000 = 1,5 lần.

Chiết khấu cổ tức

DDM là Dividend Discount Model, mô hình chiết khấu cổ tức. Với cổ tức tăng đều lâu dài, mô hình Gordon có dạng:

$$P_0 = \frac{D_1}{k_e - g} \qquad D_1 = D_0(1+g)$$

D_0 là cổ tức vừa trả; D_1 là cổ tức tiền mặt dự kiến năm sau; k_e là tỷ suất sinh lời yêu cầu của vốn chủ; g là tốc độ tăng cổ tức dài hạn. Điều kiện là k_e lớn hơn g và chính sách cổ tức tương đối phù hợp với mô hình ổn định [S14]. Không nhầm D ở đây với chỉ số giảm phát GDP.

Ví dụ D_0 = 2.000 đồng, g = 5%, k_e = 12% thì D_1 = 2.100 đồng và giá trị = 30.000 đồng. Nếu k_e tăng lên 13%, giá trị còn 26.250 đồng. Nếu g tiến sát k_e, kết quả rất nhạy; không dùng tăng trưởng cao ngắn hạn làm tăng trưởng vĩnh viễn.

Thực hành ngay 9.4

Đề bài. Cổ tức vừa trả 1.800, tăng dài hạn 5%, lợi suất yêu cầu 12%. Tính giá trị Gordon.

Lời giải. Cổ tức năm tới 1.890. Giá trị = 1.890/(0,12 − 0,05) = 27.000 đồng.

Chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp

DCF là Discounted Cash Flow, chiết khấu dòng tiền: quy đổi dòng tiền tương lai về hiện tại [S15]. Một cách triển khai dùng **FCFF, Free Cash Flow to the Firm, dòng tiền tự do cho toàn bộ bên cung cấp vốn**.

$$FCFF = EBIT(1-T) + DA - Capex - \Delta NWC$$

T là thuế suất trong mô hình; DA là khấu hao đã trừ khi tính EBIT; Capex là chi đầu tư tài sản dài hạn; ΔNWC là phần tăng vốn lưu động hoạt động thuần, thường loại tiền mặt và nợ vay. Nếu vốn lưu động tăng, doanh nghiệp phải bỏ thêm tiền nên khoản này bị trừ.

Chiết khấu FCFF bằng **WACC, Weighted Average Cost of Capital, chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền**, để được giá trị hoạt động. Theo mô hình đơn giản: WACC = w_e × k_e + w_d × k_d × (1 − T), với w_e, w_d là tỷ trọng giá trị thị trường vốn chủ và nợ, tổng bằng 1; k_d là chi phí nợ trước thuế. Lợi ích thuế của nợ chỉ được đưa vào khi giả định có thể sử dụng.

$$EV = \sum_{t=1}^{N} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_N}{(1+WACC)^N} \qquad TV_N = \frac{FCFF_{N+1}}{WACC - g}$$

EV trong công thức là giá trị hoạt động; TV_N là giá trị cuối kỳ N; g là tăng trưởng dài hạn với WACC lớn hơn g. Từ đó suy ra vốn chủ bằng giá trị hoạt động cộng tiền dư và tài sản phi hoạt động phù hợp, trừ nợ vay và các quyền lợi không thuộc cổ đông phổ thông. Không tự cộng toàn bộ tiền nếu một phần cần cho hoạt động hay bị hạn chế sử dụng.

Ví dụ EBIT = 150, T = 20%, DA = 30, Capex = 50, tăng NWC = 20, đơn vị tỷ đồng: FCFF = 80. Nếu FCFF năm sau là 84 và từ đó tăng đều 5%, WACC = 10%, mô hình vĩnh viễn cho giá trị hoạt động = 1.680 tỷ. Với nợ vay 300 và tiền dư 100, không có điều chỉnh khác, vốn chủ = 1.480 tỷ; 40 triệu cổ phiếu cho 37.000 đồng/cổ phiếu. Đây là bài minh họa ổn định dài hạn, không phải cách mặc định cho công ty đang biến động.

Thực hành ngay 9.5

Đề bài. FCFF năm tới 120 tỷ, WACC 12%, tăng dài hạn 4%. Nợ 300, tiền dư 100. Tính vốn chủ.

Lời giải. EV = 120/(0,12 − 0,04) = 1.500 tỷ. Vốn chủ = 1.500 − 300 + 100 = 1.300 tỷ.

Cổ tức cổ phiếu và biên an toàn

Trả cổ tức bằng cổ phiếu theo cùng tỷ lệ cho mọi cổ đông không tự làm tăng tỷ lệ sở hữu. Sở hữu 100 trong 10.000 cổ phiếu là 1%; sau cổ tức cổ phiếu 30%, sở hữu 130 trong 13.000 vẫn là 1%. Nếu không có thay đổi khác, giá và EPS trên một cổ phiếu điều chỉnh theo số lượng mới; không coi số cổ phiếu nhận thêm là lợi nhuận tiền mặt 30%.

Biên an toàn theo quy ước tài liệu = (giá trị ước tính − giá mua)/giá trị ước tính. Với giá trị 36.000 và giá 30.000, biên an toàn là 16,67%; mức tăng tiềm năng từ giá 30.000 lên 36.000 là 20%. Hai tỷ lệ khác nhau vì mẫu số khác nhau. Biên an toàn không có tác dụng nếu giá trị ước tính bị thổi phồng.

Thực hành ngay 9.6

Đề bài. Giá trị ước tính 40.000, giá mua 30.000. Tính biên an toàn và mức tăng từ giá mua tới giá trị mô hình.

Lời giải. Biên an toàn = 10.000/40.000 = 25%. Mức tăng tiềm năng = 10.000/30.000 = 33,33%. Hai mẫu số khác nhau.

Dự báo dòng tiền theo hoạt động kinh doanh

Bắt đầu từ lượng bán và giá bán. Từ đó dự báo doanh thu, biên lợi nhuận hoạt động, khoản đầu tư thiết bị và vốn bị giữ trong tồn kho, phải thu. Khi doanh nghiệp tăng doanh thu, Capex (Capital Expenditure, chi đầu tư tài sản dài hạn) và nhu cầu vốn lưu động thường cũng thay đổi. Dự báo dòng tiền bằng cách cho lợi nhuận tăng một tỷ lệ cố định dễ bỏ sót phần vốn cần bỏ thêm.

Ví dụ doanh thu năm trước 1.000 tỷ và vốn lưu động hoạt động 150 tỷ. Năm tới kỳ vọng doanh thu 1.100, biên EBIT 12%, thuế 20%, khấu hao 30, Capex 45 và vốn lưu động bằng 15% doanh thu. EBIT là 132, lợi nhuận hoạt động sau thuế là 105,6, vốn lưu động cuối kỳ 165 và phần tăng 15. FCFF (Free Cash Flow to the Firm, dòng tiền tự do cho toàn bộ bên cấp vốn) là 105,6 + 30 − 45 − 15 = 75,6 tỷ.

Nếu khách trả chậm khiến vốn lưu động cần tăng lên bằng 18% doanh thu, mức cuối kỳ lên 198 và phần tăng là 48. FCFF giảm còn 42,6 tỷ dù lợi nhuận hoạt động giữ nguyên. Khi làm ba kịch bản, hãy cho các biến có liên hệ thay đổi cùng nhau. Một kịch bản bán chậm có thể đi cùng tồn kho cao và chiết khấu giá bán.

Ước lượng chi phí vốn

CAPM (Capital Asset Pricing Model, mô hình định giá tài sản vốn) ước lượng lợi suất yêu cầu của cổ đông bằng lãi suất phi rủi ro cộng beta nhân phần bù rủi ro thị trường [S20]. Với lãi suất phi rủi ro 4%, beta 1,2 và phần bù 6%, chi phí vốn chủ ước tính là 11,2%. Đây là một đầu vào mô hình. Quy mô beta phụ thuộc dữ liệu và thời kỳ đo. Nếu định giá bằng dòng tiền danh nghĩa bằng đồng Việt Nam, các đầu vào cũng cần nhất quán về đồng tiền và kỳ hạn.

Giả sử tỷ trọng thị trường vốn chủ 70%, tỷ trọng nợ 30%, chi phí nợ trước thuế 8% và thuế suất 20%. Nếu doanh nghiệp sử dụng được lá chắn thuế, WACC (Weighted Average Cost of Capital, chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền) là 70% × 11,2% + 30% × 8% × (1 − 20%) = 9,76%. Lãi suất của khoản vay cũ có thể khác chi phí vay mới mà thị trường yêu cầu. Hãy xác định mục đích của số đang dùng.

Ví dụ định giá nhiều giai đoạn

Giả sử FCFF cuối các năm 1, 2, 3 lần lượt là 80, 88 và 96,8 tỷ. Sau năm 3, dòng tiền tăng ổn định 4% mỗi năm. Chiết khấu bằng WACC 10%. Giá trị cuối năm 3 bằng 96,8 × 1,04/(10% − 4%) = 1.677,87 tỷ. Đây là giá trị ở cuối năm 3, do đó đem về hiện tại bằng cách chia cho $1{,}10^3$, còn 1.260,61 tỷ.

Giá trị hiện tại của từng FCFF ba năm đều khoảng 72,73 tỷ. Cộng cả ba khoản và giá trị cuối kỳ đã chiết khấu cho giá trị hoạt động khoảng 1.478,79 tỷ. Với tiền dư 80 tỷ, nợ 300 tỷ và 50 triệu cổ phiếu, giá trị vốn chủ 1.258,79 tỷ tương đương 25.176 đồng/cổ phiếu. Chỉ lấy số cổ phiếu ở bước chuyển từ vốn chủ sang giá trị trên một cổ phiếu.

Khoảng 85,25% giá trị hoạt động trong ví dụ đến từ phần sau năm 3. Hãy kiểm tra giả định tăng trưởng dài hạn, lợi nhuận và tái đầu tư cần để đạt tăng trưởng. Một bảng nhạy cảm có thể đặt WACC ở hàng và tốc độ tăng trưởng ở cột. Giữ cố định dòng tiền dự báo rồi thay hai giả định để thấy khoảng giá trị. Mỗi ô có tốc độ tăng dài hạn lớn hơn hoặc bằng WACC phải được loại khỏi mô hình tăng trưởng vĩnh viễn.

So sánh doanh nghiệp bằng giá trị hoạt động

EV, Enterprise Value, trong ví dụ đơn giản bằng vốn hóa cộng nợ chịu lãi trừ tiền dư. Với vốn hóa 1.200 tỷ, nợ 400 tỷ và tiền dư 100 tỷ, EV là 1.500 tỷ. Nếu EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, lợi nhuận trước lãi vay, thuế và khấu hao) là 200 tỷ, hệ số EV/EBITDA là 7,5 lần.

Khi so sánh, giữ nhất quán phạm vi EBITDA và EV, cách xử lý thuê tài sản, lợi ích cổ đông không kiểm soát và các khoản phi hoạt động. Hai doanh nghiệp có EBITDA giống nhau nhưng chi đầu tư duy trì khác nhau có thể tạo dòng tiền rất khác. Hệ số so sánh phù hợp để đặt câu hỏi về khác biệt, sau đó quay lại kiểm tra dòng tiền, tăng trưởng và rủi ro.

Đánh giá dự án tạo tăng trưởng

NPV (Net Present Value, giá trị hiện tại ròng) bằng tổng các dòng tiền chiết khấu trừ vốn bỏ ban đầu. Một dự án tốn 100 tỷ và thu 60 tỷ cuối mỗi năm trong hai năm, chiết khấu 10%, có NPV khoảng 4,13 tỷ. IRR (Internal Rate of Return, tỷ suất hoàn vốn nội bộ) là mức chiết khấu khiến NPV bằng 0 [S21]. Dự án có nhiều lần đổi dấu dòng tiền có thể cho nhiều nghiệm hoặc không có nghiệm phù hợp. Khi hai dự án có quy mô khác nhau, cần xem giá trị tuyệt đối tạo ra và các giới hạn nguồn vốn.

Bài tập cuối chương

Làm cả nhóm bài trước khi xem phần đáp án ngay bên dưới.

Bài 9.1 Tình huống tổng hợp

FCFF năm 1 là 80, năm 2 là 88, sau đó tăng đều 4%. WACC 10%, nợ 280, tiền dư 80, 50 triệu cổ phiếu, giá 23.000. Tính giá trị trên một cổ phiếu và biên an toàn.

Bài 9.2 Định giá theo bội số giá trị hoạt động

Ba doanh nghiệp so sánh giao dịch ở EV/EBITDA 6, 8 và 10 lần. Doanh nghiệp mục tiêu EBITDA 150 tỷ, nợ 300, tiền dư 50, 40 triệu cổ phiếu. Dùng trung vị định giá. Lập dải theo hệ số thấp nhất và cao nhất. Nếu Capex duy trì của mục tiêu cao hơn nhóm, nên kiểm tra gì?

Bài 9.3 Cổ tức tăng hai giai đoạn

Cổ tức vừa trả 2.000 đồng. Tăng 10% trong hai năm, từ năm ba tăng đều 4%. Lợi suất yêu cầu 12%. Tính cổ tức năm 1–3, giá trị cuối năm 2 và giá trị hôm nay.

Bài 9.4 Tính chi phí vốn và định giá

Lãi suất phi rủi ro 4%, beta 1,25, phần bù thị trường 6%. Tỷ trọng vốn chủ 75%, nợ 25%, lãi nợ 8%, thuế 20% và dùng được lá chắn thuế. Dòng tiền tự do cho toàn bộ bên cấp vốn năm tới 100 tỷ, tăng đều 3%. Tính chi phí vốn chủ theo mô hình CAPM, chi phí vốn bình quân và giá trị hoạt động. Thử beta 1,50.

Bài 9.5 Dòng tiền tự do và năm mở nhà máy

EBIT 180 tỷ, thuế 20%, khấu hao 45. Capex duy trì 40, Capex mở rộng 90 và vốn lưu động tăng 25. Năm kế tiếp dự báo EBIT 210, khấu hao 50, tổng Capex 50, vốn lưu động tăng 15. Tính FCFF hai năm. Giải thích mức tăng và việc dùng năm đầu làm nền dài hạn.

Bài 9.6 Dự án thay máy và giá trị hiện tại ròng

Một máy mới tốn 120 tỷ ngay hôm nay, tiết kiệm tiền sau thuế 36 tỷ mỗi năm trong bốn năm, bán lại thu ròng 20 tỷ ở cuối năm bốn. Chiết khấu 10%. Tính giá trị hiện tại ròng. Tìm mức tiết kiệm đều tối thiểu để hòa vốn, giữ giá bán lại.

Bài 9.7 Hồ sơ cuối kỳ từ lợi nhuận đến giá trị

Doanh thu 1.500 tỷ, EBIT 210, lãi 40, thuế 20%, 50 triệu cổ phiếu, giá 26.000 đồng. Khấu hao 50, Capex 65, NWC tăng 60. Sang năm doanh thu tăng 10%, biên EBIT giữ nguyên, khấu hao 55, Capex 70, NWC tăng 30. Tiền dư 80, nợ 400. Giả định FCFF sau năm tới tăng đều 3%, WACC 11%. Tính EPS và P/E hiện tại. Tính FCFF hiện tại và dự phóng. Định giá theo dòng tiền và thử tăng NWC năm tới thêm 20 tỷ chỉ trong một năm.

Lời giải bài tập cuối chương

Lời giải bài 9.1

Giá trị cuối năm 2 bằng $88 \times 1{,}04/(0{,}10 - 0{,}04) \approx 1.525{,}33$ tỷ. EV = $80/1{,}10 + (88 + 1.525{,}33)/1{,}10^2 \approx 1.406{,}06$ tỷ. Vốn chủ 1.206,06 tỷ, mỗi cổ phiếu khoảng 24.121 đồng. Biên an toàn khoảng 4,65% theo giá trị mô hình.

Lời giải bài 9.2

Trung vị 8 lần. EV 1.200 tỷ, vốn chủ 950 tỷ, giá trị 23.750 đồng. Dải EV 900–1.500, vốn chủ 650–1.250 và giá trị 16.250–31.250 đồng. Kiểm tra tiền còn lại sau đầu tư duy trì. EBITDA tương đương có thể đi cùng dòng tiền khác nhau.

Lời giải bài 9.3

D1 = 2.200, D2 = 2.420, D3 = 2.516,8 đồng. Giá trị cuối năm 2 = D3/(12% − 4%) = 31.460. Giá trị hiện tại = $2.200/1{,}12 + (2.420 + 31.460)/1{,}12^2 \approx 28.973$ đồng. Dùng cổ tức năm 3 cho phần dòng tiền bắt đầu sau năm 2.

Lời giải bài 9.4

Chi phí vốn chủ = 4% + 1,25 × 6% = 11,5%. WACC = 75% × 11,5% + 25% × 8% × 80% = 10,225%. EV = 100/(10,225% − 3%) ≈ 1.384,08 tỷ. Beta 1,50 cho chi phí vốn chủ 13%, WACC 11,35% và EV ≈ 1.197,60 tỷ. Đây là độ nhạy khi giữ nguyên dòng tiền.

Lời giải bài 9.5

Năm mở nhà máy, FCFF = 180 × 80% + 45 − 130 − 25 = 34 tỷ. Năm sau là 210 × 80% + 50 − 50 − 15 = 153 tỷ. Chênh 119 gồm EBIT sau thuế tăng 24, khấu hao tăng 5, Capex giảm 80, vốn lưu động sử dụng ít hơn 10. Kiểm tra mức đầu tư dài hạn cần để duy trì công suất.

Lời giải bài 9.6

Hệ số hiện tại của niên kim bốn năm tại 10% ≈ 3,16987. Giá trị bán lại hiện tại 20/1,10^4 ≈ 13,66. NPV = 36 × 3,16987 + 13,66 − 120 ≈ 7,78 tỷ. Mức tiết kiệm hòa vốn ≈ (120 − 13,66)/3,16987 = 33,55 tỷ/năm. Kiểm tra chi phí bảo dưỡng và công suất sử dụng.

Lời giải bài 9.7

EPS = (210 − 40) × 80%/50 triệu = 2.720 đồng, P/E ≈ 9,56. FCFF hiện tại 210 × 80% + 50 − 65 − 60 = 93 tỷ. EBIT mới 231, FCFF mới 139,8. EV = 139,8/(11% − 3%) = 1.747,5 tỷ. Vốn chủ 1.427,5 tỷ, giá 28.550 đồng. Nếu chỉ mất thêm 20 tỷ ở cuối năm một, EV giảm 20/1,11 ≈ 18,02 tỷ, giá trị còn khoảng 28.190 đồng. Khoản một lần cần tách khỏi dòng tiền duy trì.

10 Rủi ro và quy trình phân tích hoàn chỉnh

Đầu tư và đầu cơ

Đầu tư là phân bổ nguồn lực hôm nay để kỳ vọng lợi ích tương lai trong điều kiện bất định. Phân tích đầu tư xem dòng tiền, mức giá trả, thời gian nắm giữ và khả năng chịu lỗ. Đầu cơ thường tập trung hơn vào khả năng giá thay đổi; ranh giới còn phụ thuộc luận điểm và quy trình, không chỉ số ngày nắm giữ.

Rủi ro không chỉ là giá dao động. Nó còn gồm mất vốn do doanh nghiệp yếu, phải bán khi cần tiền, mua quá đắt, thông tin sai hoặc không bán được. Khả năng chịu rủi ro tài chính khác với cảm giác thích rủi ro: một khoản tiền cần sớm có thời hạn khác khoản tiền dài hạn.

Thực hành ngay 10.1

Đề bài. Một người mua vì tin giá sẽ tăng ngày mai; người khác dự báo dòng tiền ba năm. Nguồn lợi nhuận kỳ vọng của mỗi người là gì?

Lời giải. Người đầu dựa vào biến động giá ngắn hạn. Người sau xem khả năng tạo tiền và mức giá trả. Cả hai cần điều kiện kiểm chứng.

Lợi suất danh mục và đa dạng hóa

$$R_p = \sum_i w_i R_i \qquad \sum_i w_i = 1$$

R_p là lợi suất danh mục trong kỳ; w_i là tỷ trọng vốn đầu kỳ của tài sản i; R_i là lợi suất tài sản đó trong cùng kỳ. Công thức phù hợp khi không có dòng vốn ngoài giữa kỳ và cách tính nhất quán. Danh mục 60% A tăng 10%, 40% B giảm 5% có lợi suất 4%.

Đa dạng hóa phân bổ đầu tư để giảm phụ thuộc vào một tài sản hay nguồn rủi ro; không bảo đảm không bị lỗ [S16]. Sở hữu nhiều cổ phiếu cùng nhạy với bất động sản, tín dụng và lãi suất có thể vẫn là danh mục tập trung. Cần xem mức độ cùng biến động, không chỉ đếm số mã.

Beta là thước đo độ nhạy thống kê của lợi suất tài sản với thị trường trong mô hình tuyến tính, không phải mức lỗ tối đa. Một cổ phiếu beta thấp vẫn có thể mất giá mạnh do sự kiện riêng. Dữ liệu quá khứ và cách chọn giai đoạn ảnh hưởng kết quả ước tính.

Thực hành ngay 10.2

Đề bài. Danh mục 70% A tăng 8%, 30% B giảm 4%. Tính lợi suất một kỳ.

Lời giải. 0,7 × 8% + 0,3 × (−4%) = 4,4% nếu không nạp rút và dùng tỷ trọng đầu kỳ.

Lợi suất thực và ảnh hưởng đòn bẩy

$$r_{real} = \frac{1 + r_{nominal}}{1 + \pi} - 1$$

r_real là lợi suất theo sức mua; r_nominal là lợi suất danh nghĩa; π là lạm phát cùng kỳ. Lợi suất danh nghĩa 10% với lạm phát 4% cho lợi suất thực ≈ 5,77%, gần nhưng không bằng đúng 6%.

Ví dụ dùng 100 triệu vốn tự có và vay 100 triệu để mua tài sản 200 triệu. Giá giảm 10% làm tài sản còn 180 triệu; trừ nợ gốc 100 triệu, vốn tự có còn 80 triệu, giảm 20% trước lãi và phí. Đòn bẩy khuếch đại lãi lẫn lỗ, và có thể khiến nhà đầu tư buộc bán trước khi luận điểm dài hạn được kiểm chứng.

Thực hành ngay 10.3

Đề bài. Lãi danh nghĩa 9%, lạm phát 5% cùng kỳ. Tính lợi suất thực.

Lời giải. 1,09/1,05 − 1 ≈ 3,81%. Đây là thay đổi sức mua theo thước đo giá giả định.

Quy trình phân tích một cổ phiếu

1. **Xác định nhiệm vụ:** đầu tư cho mục tiêu nào, thời hạn nào và cần đánh giá điều gì.
2. **Hiểu hoạt động:** sản phẩm, khách hàng, lợi thế cạnh tranh, cách thu tiền và nhu cầu vốn.
3. **Đặt bối cảnh:** tăng trưởng, lãi suất, tỷ giá, chính sách và biến số ngành quan trọng.
4. **Đọc số liệu:** ít nhất vài năm và các kỳ gần nhất; đối chiếu lợi nhuận, tài sản, nợ và tiền.

5. **Chuẩn hóa:** tách khoản bất thường, điều chỉnh số cổ phiếu và chọn chỉ tiêu cùng kỳ.
6. **Dự báo:** lập giả định về lượng bán, giá, biên lợi nhuận, chi phí vốn và đầu tư.
7. **Định giá:** dùng phương pháp phù hợp, xây kịch bản xấu, cơ sở, tốt và kiểm tra độ nhạy.
8. **Viết điều kiện sai:** nêu chỉ báo hoặc sự kiện khiến phải sửa nhận định; theo dõi lại khi có dữ liệu mới.

Thực hành ngay 10.4

Đề bài. Luận điểm dự báo tăng biên EBIT do công suất mới. Chọn hai chỉ tiêu kiểm chứng.

Lời giải. Theo dõi tỷ lệ sử dụng công suất và biên EBIT theo quý. Đối chiếu giá bán và chi phí nếu công suất tăng nhưng biên không cải thiện.

Phiếu phân tích để tự thực hành

Doanh nghiệp và kỳ dữ liệu: .....

Doanh nghiệp kiếm tiền bằng cách nào: .....

Hai yếu tố quyết định doanh thu và biên lợi nhuận: .....

Ba số liệu tài chính quan trọng cùng nguồn: .....

Lợi nhuận có chuyển thành tiền và nợ có trả được không: .....

Phương pháp định giá cùng giả định chính: .....

Khoảng giá trị theo ba kịch bản: .....

Rủi ro lớn nhất và dữ kiện phản bác luận điểm: .....

Thông tin cần kiểm tra thêm trước khi kết luận: .....

Một kết luận tốt có thể là "chưa đủ căn cứ". Mục tiêu của phân tích là làm rõ quyết định và điểm chưa chắc chắn, không phải tìm lý do để luôn đưa ra lệnh mua hoặc bán.

Thực hành ngay 10.5

Đề bài. Viết một điều kiện khiến luận điểm thu tiền cải thiện phải sửa.

Lời giải. Ví dụ nếu số ngày phải thu vượt 60 ngày hai quý liên tiếp và tuổi nợ quá hạn tăng, hạ dự báo CFO và đánh giá lại.

Đo mức sụt giảm và mức phụ thuộc giữa tài sản

Drawdown là mức giảm từ một đỉnh đã đạt trước đó. Với giá trị tài khoản 100, 120, 90, 110, mức giảm sâu nhất trong đoạn là 90/120 − 1 = −25%. Từ đáy 90, cần tăng 33,33% để trở lại 120. Khi tài khoản có nạp rút tiền, hãy đo trên chuỗi giá trị đã điều chỉnh dòng tiền để khoản nạp không bị đọc thành hiệu suất đầu tư.

Hai cổ phiếu thuộc hai ngành có thể cùng nhạy với một nguyên nhân như lãi suất hoặc tỷ giá. Hệ số tương quan mô tả mức cùng biến động qua dữ liệu, nằm từ −1 đến +1 khi xác định được. Tương quan có thể thay đổi giữa các giai đoạn. Vì vậy nên làm thêm bài kiểm tra kịch bản theo nguồn rủi ro.

Ví dụ danh mục 50% sản xuất xuất khẩu, 30% bán lẻ và 20% tiền mặt. Trong cú sốc giả định, hai nhóm cổ phiếu lần lượt giảm 24% và 15%, tiền mặt giữ nguyên. Tác động lên tổng danh mục là −16,5%. Ghi rõ tỷ trọng đầu kỳ, giả định có hay không tái cân bằng và khoảng thời gian chịu cú sốc.

Tách biến động giá khỏi sức khỏe tài chính

Giả sử tài sản trị giá 200 triệu, tài trợ bằng 100 triệu vốn tự có và 100 triệu nợ. Nếu tài sản giảm 20%, giá trị còn 160 triệu và vốn chủ còn 60 triệu trước lãi phí, giảm 40%. Nếu lãi vay trong kỳ là 8 triệu và được trừ vào tài khoản, vốn chủ còn 52 triệu. Nợ tồn tại ngay cả khi dự báo đầu tư sai. Khi dùng tài khoản ký quỹ, phải đọc điều khoản bổ sung tài sản bảo đảm và xử lý vị thế của bên cho vay [S22].

Khi nghiên cứu doanh nghiệp, đặt lịch trả gốc và lãi cạnh dòng tiền khả dụng theo từng kỳ. Một công ty có tài sản lớn vẫn có thể thiếu tiền nếu tài sản khó bán và nợ đến hạn sớm. Dùng kịch bản chậm thu tiền, giảm doanh thu và tăng lãi suất để xem tháng hoặc quý nào bắt đầu thiếu tiền.

Viết luận điểm có thể kiểm chứng

Một luận điểm nên nêu nguồn lợi nhuận, điều đang được thị giá phản ánh theo mô hình, biến số dễ sai và dữ liệu sẽ kiểm tra tiếp. Ví dụ doanh nghiệp dự kiến tăng biên EBIT nhờ nhà máy mới. Đặt các mốc công suất, biên EBIT và thời gian thu tiền. Nếu công suất tăng nhưng biên không cải thiện, tìm dữ liệu về giá bán, chi phí nguyên liệu và năng suất trước khi giữ dự báo cũ.

Hãy lưu lại kỳ báo cáo, ngày công bố và phiên bản mô hình để kiểm tra sai số sau này. Khi nghiên cứu dữ liệu lịch sử, chỉ dùng thông tin có thể biết tại thời điểm giả định. Dùng báo cáo công bố sau ngày định giá để dự đoán quá khứ tạo sai lệch nhìn trước.

Bài tập cuối chương

Làm cả nhóm bài trước khi xem phần đáp án ngay bên dưới.

Bài 10.1 Tình huống tổng hợp

Danh mục 500 triệu gồm 50% cổ phiếu A, 30% B và 20% tiền. A giảm 25%, B giảm 10%, tiền giữ nguyên. Tính lỗ và tỷ trọng A tối đa nếu giới hạn lỗ 12% trong kịch bản, giữ nguyên B.

Bài 10.2 Chọn tỷ trọng theo tổn thất giả định

Danh mục 500 triệu gồm 40% A, 30% B, 30% tiền mặt. Khi nhu cầu giảm, A giảm 35%, B giảm 15%, tiền mặt giữ nguyên. Tính tổn thất. Nếu mục tiêu giới hạn lỗ 12% trong kịch bản và giữ B ở 30%, cần chuyển bao nhiêu tiền từ A sang tiền mặt?

Lời giải bài tập cuối chương

Lời giải bài 10.1

Lỗ 0,50 × 25% + 0,30 × 10% = 15,5%, bằng 77,5 triệu. B đã đóng góp 3 điểm phần trăm. A chỉ được đóng góp 9 điểm, nên tỷ trọng tối đa 36%. Chuyển 14% danh mục, bằng 70 triệu, từ A sang tiền trong mô hình.

Lời giải bài 10.2

Lỗ 0,4 × 35% + 0,3 × 15% = 18,5%, bằng 92,5 triệu. B đóng góp 4,5 điểm phần trăm. A chỉ được đóng góp 7,5 điểm, tỷ trọng tối đa 7,5%/35% = 21,43%. Chuyển khoảng (40% − 21,43%) × 500 = 92,86 triệu khỏi A trong mô hình.

11 Bài tập tự luyện

Trắc nghiệm khái niệm

Chọn một đáp án đúng nhất cho mỗi câu. Làm trước khi xem phần đáp án.

Câu 1. Giao dịch nào trực tiếp thuộc I trong GDP theo mô hình chi tiêu? A. Mua cổ phiếu trên sàn. B. Doanh nghiệp mua máy mới. C. Trợ cấp tiền mặt. D. Chuyển tiền giữa hai tài khoản.

Câu 2. GDP danh nghĩa 1.320, GDP thực 1.200. Chỉ số giảm phát bằng: A. 10. B. 100. C. 110. D. 120.

Câu 3. Khác biệt quan trọng giữa GDP và GNI liên quan đến: A. Quốc tịch trên giấy tờ. B. Giá cổ phiếu. C. Chỉ số CPI. D. Lãnh thổ sản xuất và thu nhập của đơn vị cư trú.

Câu 4. Hoạt động phi chính thức: A. Có thể thuộc phạm vi GDP và được ước tính. B. Luôn không tính vào GDP. C. Chỉ tính khi niêm yết cổ phiếu. D. Bằng toàn bộ nền kinh tế ngầm.

Câu 5. Theo quy ước $(Y - Y^*)/Y^*$, output gap âm nghĩa là: A. GDP danh nghĩa âm. B. Sản lượng dưới tiềm năng. C. Kinh tế chắc chắn giảm phát. D. Nợ công bằng 0.

Câu 6. Lãi suất giảm hỗ trợ giá cổ phiếu rõ nhất khi: A. Mọi doanh nghiệp đều lỗ. B. Số cổ phiếu tăng vô hạn. C. Dòng tiền kỳ vọng và rủi ro khác giữ nguyên. D. EPS bị bỏ qua.

Câu 7. Bộ ba bất khả thi gồm: A. Tăng trưởng, xuất khẩu, việc làm. B. Thuế, chi tiêu, tiết kiệm. C. Cổ phiếu, trái phiếu, tiền mặt. D. Tỷ giá cố định, tự do vốn, tiền tệ độc lập.

Câu 8. VND giảm giá có lợi chắc chắn cho mọi doanh nghiệp xuất khẩu không? A. Không, cần xét thu chi và nợ ngoại tệ. B. Có, luôn tăng lợi nhuận. C. Có, nếu doanh thu lớn. D. Chỉ cần xét giá cổ phiếu.

Câu 9. Doanh nghiệp trực tiếp nhận tiền khi: A. Hai nhà đầu tư chuyển nhượng cổ phiếu cũ. B. Thị giá tăng 10%. C. Doanh nghiệp phát hành cổ phiếu mới để huy động vốn. D. Nhà đầu tư bán cổ phiếu cho quỹ khác.

Câu 10. Trái phiếu coupon cố định 6%, lợi suất yêu cầu 8%, định giá tại ngày coupon, điều kiện thông thường. Giá: A. Bằng mệnh giá. B. Dưới mệnh giá. C. Trên mệnh giá. D. Không liên quan lợi suất.

Câu 11. HPR 8% trong ba tháng nghĩa là: A. Chắc chắn 32% cả năm. B. Coupon 8%/năm. C. Lãi tiền mặt 8 đồng. D. Lợi suất của kỳ ba tháng là 8%.

Câu 12. Chỉ số giá tăng 10% và nhà đầu tư có cổ tức không được phản ánh trong chỉ số đó. Tổng lợi suất: A. Có thể khác mức tăng chỉ số giá. B. Luôn 10%. C. Luôn 0%. D. Không cần quy định tái đầu tư.

Câu 13. EPS tăng 10%, P/E giảm 20%. Giá theo mô hình EPS × P/E thay đổi: A. Tăng 10%. B. Giảm 10%. C. Giảm 12%. D. Giảm 20%.

Câu 14. Đại lượng nào cộng chính xác khi phân rã tăng trưởng của một tích qua logarit? A. Tăng trưởng thông thường mọi mức. B. Tăng trưởng logarit cùng kỳ. C. Cổ tức tiền mặt. D. Tổng số cổ phiếu.

Câu 15. Chi phí nguyên liệu tăng làm cung giảm, các yếu tố khác không đổi. Đây là: A. Di chuyển trên đường cầu do giá tự đổi. B. Cầu tăng. C. Cung không đổi. D. Dịch chuyển đường cung.

Câu 16. Trị tuyệt đối độ co giãn cầu theo giá lớn hơn 1. Giảm giá trên đoạn đang xét có thể: A. Tăng doanh thu. B. Luôn tăng lợi nhuận. C. Luôn giảm lượng bán. D. Không đổi doanh thu trong mọi trường hợp.

Câu 17. Tại hòa vốn hoạt động theo mô hình $Q(P - v) - FC$: A. CFO bằng 0. B. Nợ bằng 0. C. EBIT bằng 0. D. Cổ tức bằng 0.

Câu 18. DOL cao trong vùng EBIT dương thường cho biết: A. Lợi nhuận không đổi theo doanh thu. B. EBIT nhạy với lượng bán, nếu giá và chi phí giữ nguyên. C. Doanh nghiệp không có FC. D. Không có rủi ro.

Câu 19. EPS cơ bản nên dùng mẫu số nào khi cổ phiếu lưu hành thay đổi trong năm? A. Số được phép phát hành. B. Luôn số cuối kỳ. C. Số cổ phiếu nhà đầu tư nắm. D. Số lưu hành bình quân gia quyền.

Câu 20. Lợi nhuận tăng nhưng CFO giảm: A. Cần kiểm tra vốn lưu động và chất lượng lợi nhuận. B. Chắc chắn gian lận. C. Chắc chắn không có vấn đề. D. Có nghĩa EPS bằng 0.

Câu 21. P/E thấp có thể vì: A. Doanh nghiệp luôn tốt. B. Cổ phiếu chắc chắn sẽ tăng. C. Lợi nhuận ở đỉnh chu kỳ hoặc rủi ro cao. D. Không có nợ vay.

Câu 22. Mô hình Gordon tăng trưởng đều đòi hỏi: A. g lớn hơn k_e. B. k_e lớn hơn g. C. k_e bằng g. D. D_1 luôn bằng 0.

Câu 23. Cổ tức cổ phiếu 30% phân bổ đồng đều, không thay đổi khác, làm tỷ lệ sở hữu của cổ đông: A. Tăng 30%. B. Giảm 30%. C. Tăng 1,3 điểm phần trăm. D. Không đổi.

Câu 24. Đa dạng hóa tốt hơn khi tài sản: A. Không cùng phụ thuộc hoàn toàn vào một nguồn rủi ro. B. Có mã khác nhau nhưng rủi ro giống hệt. C. Chắc chắn tăng giá cùng lúc. D. Đều vay margin tối đa.

Bài tập tính toán

Bài 1 GDP theo chi tiêu. Đơn vị tỷ đồng. C = 900; I = 250; G = 300; X = 180; M = 230. Chính phủ còn trợ cấp tiền mặt 50, không nằm trong G đã cho. Tính GDP và giải thích có cộng 50 không.

Bài 2 GDP thực và mức giá. Năm trước GDP thực 1.000, chỉ số giảm phát 110. Năm nay GDP danh nghĩa 1.320, GDP thực 1.100. Tính tăng trưởng thực, chỉ số giảm phát hiện tại và lạm phát theo chỉ số giảm phát giữa hai năm.

Bài 3 Ngân sách và sản lượng. Trong mô hình T, G, TR, INT: T = 800; G = 700; TR = 90; INT = 40. GDP thực tế Y = 950, GDP tiềm năng Y* = 1.000. Tính cán cân và output gap theo quy ước chuẩn của tài liệu.

Bài 4 Trái phiếu coupon. F = 100; coupon năm 7%; trả mỗi năm; còn 4 năm; y = 9%/năm. Tính giá ngay sau ngày trả coupon và giải thích quan hệ với mệnh giá.

Bài 5 Trái phiếu không coupon. Trái phiếu trả 100 sau 3 năm, không có dòng tiền trước đó. Tính giá khi y = 8%/năm. Nếu mua đúng giá này, giữ đủ 3 năm và nhận đủ gốc, CAGR của khoản đầu tư là bao nhiêu?

Bài 6 HPR và lạm phát. Mua cổ phiếu 40.000 đồng, cuối một năm giá 43.000, nhận cổ tức tiền mặt 1.000. Không tái đầu tư cổ tức; lạm phát năm 4%. Tính HPR danh nghĩa và lợi suất thực theo quy ước coi thu nhập kỳ là một tổng cuối kỳ.

Bài 7 Phân rã tăng trưởng. GDP danh nghĩa tăng 8%; E/GDP giảm tương đối 2%; V/E tăng 5%. Tính mức tăng V chính xác và so với cách cộng gần đúng. Nếu tài khoản không nạp rút tăng từ 100 lên 160 sau 4 năm, tính CAGR.

Bài 8 Cung cầu và doanh thu. Q_d = 140 − 2P, Q_s = 20 + P. Tính giá, lượng cân bằng và tổng doanh thu. Sau đó chi phí làm cung đổi thành Q_s = 5 + P, cầu giữ nguyên; tính cân bằng mới.

Bài 9 Hòa vốn. FC = 900 triệu đồng; P = 120.000 đồng/sản phẩm; v = 75.000 đồng; Q thực tế = 30.000 sản phẩm. Tính Q hòa vốn, doanh thu hòa vốn, EBIT, DOL và EBIT nếu lượng bán tăng 10%, giữ các điều kiện khác không đổi.

Bài 10 Báo cáo tài chính. Doanh thu 2.000 tỷ; giá vốn 1.400; EBIT 300; lãi vay 60; không khoản khác; thuế suất 20%; toàn bộ lợi nhuận thuộc cổ đông phổ thông. Tài sản bình quân 1.600; vốn chủ bình quân 800; cổ phiếu bình quân 80 triệu. Tính biên gộp, biên ròng, ROE, ROA, khả năng trả lãi và EPS.

Bài 11 Định giá. Dùng EPS từ Bài 10, P/E mục tiêu 12 lần, thị giá 24.000 đồng. Tính giá trị, mức tăng giá tiềm năng và biên an toàn. Tính thêm giá trị Gordon cho một cổ phiếu khác có D_0 = 1.500 đồng, g = 4%, k_e = 10%.

Bài 12 Danh mục và cổ phiếu lưu hành. Danh mục 70% cổ phiếu A có HPR 12%, 30% B có HPR −8%; không nạp rút vốn. Tính HPR danh mục. Một doanh nghiệp theo dữ kiện bài toán có 6 triệu cổ phiếu đã phát hành, trong đó 1 triệu là cổ phiếu quỹ; tính số đang lưu hành. Cổ đông giữ 1% trước cổ tức cổ phiếu 20% phân bổ đồng đều thì giữ tỷ lệ bao nhiêu sau đó?

12 Hai tình huống phân tích tổng hợp

Tình huống A Doanh nghiệp xuất khẩu An Phú

An Phú là doanh nghiệp giả định, không phải mã cổ phiếu cụ thể. Năm 0, công ty bán 2 triệu sản phẩm giá 500.000 đồng; biến phí 350.000 đồng/sản phẩm; FC 180 tỷ đồng, đã bao gồm khấu hao. Nợ vay 400 tỷ, lãi suất 10%; thuế suất giả định 20%; không có thu nhập hoặc chi phí khác. Có 40 triệu cổ phiếu bình quân và cuối kỳ, toàn bộ lợi nhuận thuộc cổ đông phổ thông. Giá thị trường 24.000 đồng.

Kịch bản năm 1: lượng bán tăng 10%; giá giữ nguyên; biến phí đơn vị tăng 4%; FC tăng lên 190 tỷ; dư nợ không đổi, lãi suất còn 9%. CFO năm 0 là 20 tỷ; phải thu cuối năm tăng từ 100 lên 180 tỷ trong khi doanh thu tăng từ 900 lên 1.000 tỷ so với năm trước.

Yêu cầu A1. Tính doanh thu, số dư đảm phí, EBIT, lợi nhuận sau thuế, EPS và P/E năm 0.

Yêu cầu A2. Dự báo các chỉ tiêu trên cho năm 1. Lãi suất giảm có đủ để bảo đảm EPS tăng không?

Yêu cầu A3. Dùng P/E mục tiêu cơ sở 12 lần để tính giá trị năm 1. Lập thêm kịch bản xấu với EPS 800 đồng, P/E 10 lần và kịch bản tốt với EPS 1.800 đồng, P/E 14 lần. So với thị giá và nêu hạn chế của kết quả.

Yêu cầu A4. Giải thích vì sao cần kiểm tra phải thu và CFO. Nêu ba thông tin cần lấy thêm trước khi kết luận về doanh nghiệp.

Tình huống B Lãi suất giảm và trái phiếu doanh nghiệp

Trái phiếu giả định F = 100, coupon cố định 8% trả hằng năm, còn 3 năm. Định giá ngay sau ngày coupon; tổ chức phát hành cam kết trả đủ gốc cuối năm 3. Lợi suất yêu cầu ban đầu là 10%.

Kịch bản 1: lãi suất tham chiếu giảm và rủi ro tín dụng không đổi, lợi suất yêu cầu giảm còn 8%. Kịch bản 2: lãi suất tham chiếu giảm nhưng rủi ro tín dụng tăng, tổng lợi suất yêu cầu lên 12%. Để riêng việc so sánh tác động lợi suất, vẫn chiết khấu cùng dòng tiền cam kết trong cả hai kịch bản.

Yêu cầu B1. Tính giá ban đầu và giá ở hai kịch bản.

Yêu cầu B2. Giải thích vì sao lãi suất điều hành giảm không đủ để kết luận mọi trái phiếu doanh nghiệp tăng giá.

Yêu cầu B3. Nếu nhà đầu tư cần tiền trước đáo hạn, cần xem thêm rủi ro nào ngoài tín dụng? Nếu có khả năng vỡ nợ đáng kể, vì sao chỉ chiết khấu dòng tiền cam kết chưa mô tả đủ giá trị kỳ vọng?

13 Đáp án và lời giải

Đáp án trắc nghiệm có giải thích

Câu	Đáp án	Giải thích ngắn
1	B	Máy mới là đầu tư tài sản; mua cổ phiếu là giao dịch tài chính.
2	C	1.320/1.200 × 100 = 110.
3	D	Cần phân biệt lãnh thổ với thu nhập của đơn vị cư trú.
4	A	Khó quan sát không có nghĩa bị loại khỏi ranh giới sản xuất.
5	B	Y thấp hơn Y*; chưa đủ kết luận chắc chắn giảm phát.
6	C	Khi dòng tiền giữ nguyên, chiết khấu thấp hơn làm PV cao hơn.
7	D	Không đạt hoàn toàn đồng thời cả ba mục tiêu.
8	A	Phải tính cả nguyên liệu, nợ và phòng ngừa tỷ giá.
9	C	Phát hành mới để huy động vốn tạo dòng tiền vào doanh nghiệp.
10	B	Coupon thấp hơn lợi suất yêu cầu nên giá dưới mệnh giá.
11	D	HPR thuộc kỳ nắm giữ; quy đổi năm không phải dự báo.
12	A	Tổng lợi suất còn xét cổ tức và cách xử lý thu nhập đó.
13	C	1,10 × 0,80 − 1 = −12%.
14	B	Logarit biến tích thành tổng chính xác.
15	D	Chi phí là yếu tố dịch chuyển đường cung.
16	A	Lượng tăng tương đối mạnh hơn giá giảm trên đoạn co giãn.
17	C	EBIT = 0; chưa bảo đảm trả lãi hoặc dòng tiền bằng 0.
18	B	FC làm lợi nhuận nhạy với thay đổi lượng bán.
19	D	Phải phản ánh thời gian số cổ phiếu tham gia tạo lợi nhuận.

Câu	Đáp án	Giải thích ngắn
20	A	Chênh lệch cần được giải thích, không kết luận gian lận ngay.
21	C	Lợi nhuận cao bất thường có thể khiến P/E trông rẻ.
22	B	k_e > g để mô hình tăng trưởng đều có giá trị hữu hạn phù hợp.
23	D	Tử và mẫu cùng tăng theo một tỷ lệ.
24	A	Phân tán nguồn rủi ro hữu ích hơn chỉ tăng số mã.

Lời giải bài tính

Bài 1

GDP = 900 + 250 + 300 + 180 − 230 = **1.400 tỷ đồng**. Khoản trợ cấp tiền mặt 50 là chuyển giao, không cộng thêm vào G. Nếu người nhận dùng tiền mua hàng thì hoạt động tiêu dùng được ghi nhận ở C phù hợp, tránh đếm trùng khoản chi đã có trong C.

Bài 2

Tăng trưởng thực = 1.100/1.000 − 1 = **10%**. Chỉ số giảm phát hiện tại = 1.320/1.100 × 100 = **120**. Lạm phát theo giảm phát GDP = 120/110 − 1 ≈ **9,09%**. Mức giá cao hơn năm gốc 20%, nhưng tăng giữa hai năm là 9,09%.

Bài 3

B = 800 − 700 − 90 − 40 = **−30**, tức thâm hụt 30 đơn vị tiền của đề. Output gap = (950 − 1.000)/1.000 × 100 = **−5%**. Nền kinh tế ở dưới tiềm năng theo ước tính; kết luận chính sách vẫn cần xem lạm phát và các ràng buộc khác.

Bài 4

Coupon mỗi năm = 7. Giá = $7/1{,}09 + 7/1{,}09^2 + 7/1{,}09^3 + 107/1{,}09^4 \approx$ **93,52**. Giá thấp hơn mệnh giá vì coupon 7% thấp hơn lợi suất yêu cầu 9%. Kiểm tra này giúp phát hiện lỗi quên dòng tiền gốc ở năm cuối.

Bài 5

$P = 100/1{,}08^3 \approx$ **79,38**. Với giả định nhận đủ gốc: CAGR = (100/79,3832)^(1/3) − 1 = **8%/năm**. Không có coupon trung gian nên bài này không có giả định tái đầu tư coupon.

Bài 6

HPR = (43.000 − 40.000 + 1.000)/40.000 = **10%**. Lợi suất thực = 1,10/1,04 − 1 ≈ **5,77%**. Tăng giá riêng là 7,5%; lợi suất cổ tức là 2,5%; tổng hai phần cho HPR một kỳ trong quy ước bài toán.

Bài 7

Mức tăng V = 1,08 × 0,98 × 1,05 − 1 = **11,132%**. Cộng gần đúng 8% − 2% + 5% = 11%, chênh 0,132 điểm phần trăm. CAGR tài khoản = 1,6^(1/4) − 1 ≈ **12,47%/năm**. Không lấy tổng tăng 60% chia 4 để gọi là CAGR.

Bài 8

Ban đầu: 140 − 2P = 20 + P, suy ra **P = 40, Q = 60**, doanh thu = **2.400** đơn vị tiền. Sau dịch chuyển cung: 140 − 2P = 5 + P, suy ra **P = 45, Q = 50**, doanh thu = 2.250. Giá tăng nhưng tổng doanh thu giảm; lợi nhuận còn bị ảnh hưởng bởi chi phí tăng.

Bài 9

Số dư đảm phí đơn vị = 120.000 − 75.000 = 45.000 đồng. Q hòa vốn = 900.000.000/45.000 = **20.000 sản phẩm**. Doanh thu hòa vốn = **2,4 tỷ đồng**. Tại Q = 30.000, số dư đảm phí tổng = 1,35 tỷ; EBIT = **450 triệu**; DOL = 1.350/450 = **3**.

Lượng tăng 10% lên 33.000 sản phẩm: EBIT mới = 33.000 × 45.000 − 900.000.000 = **585 triệu**. EBIT tăng 30%, bằng DOL ban đầu 3 nhân mức tăng doanh thu 10% trong mô hình tuyến tính giữ nguyên giá, v và FC.

Bài 10

Lợi nhuận gộp = 600 tỷ, biên gộp = **30%**. Lợi nhuận trước thuế = 300 − 60 = 240; sau thuế = 240 × 80% = **192 tỷ**. Biên ròng = **9,6%**; ROE = 192/800 = **24%**; ROA = 192/1.600 = **12%**; trả lãi = 300/60 = **5 lần**. EPS = 192 tỷ/80 triệu = **2.400 đồng/cổ phiếu**.

Bài 11

Giá trị theo P/E = 2.400 × 12 = **28.800 đồng**. Mức tăng tiềm năng = (28.800 − 24.000)/24.000 = **20%**. Biên an toàn = (28.800 − 24.000)/28.800 ≈ **16,67%**. Với cổ phiếu thứ hai, D_1 = 1.500 × 1,04 = 1.560; Gordon = 1.560/(0,10 − 0,04) = **26.000 đồng**.

Bài 12

HPR danh mục = 0,70 × 12% + 0,30 × (−8%) = **6%**. Cổ phiếu lưu hành theo dữ kiện = 6 − 1 = **5 triệu**; số được phép phát hành không dùng làm mẫu số EPS. Cổ tức cổ phiếu đồng đều làm số cổ phiếu của cổ đông và tổng lưu hành cùng nhân 1,2, nên tỷ lệ sở hữu vẫn **1%**. Đây là bài số học theo dữ kiện, không khẳng định cơ chế cổ phiếu quỹ áp dụng trong mọi chế độ pháp lý.

Lời giải tình huống A

A1 Kết quả năm 0

Doanh thu = 2 triệu × 500.000 = **1.000 tỷ**. Tổng biến phí = 700 tỷ, số dư đảm phí = **300 tỷ**. EBIT = 300 − 180 = **120 tỷ**; lãi vay = 400 × 10% = 40 tỷ; lợi nhuận trước thuế = 80 tỷ; sau thuế = **64 tỷ**. EPS = 64 tỷ/40 triệu = **1.600 đồng**. P/E theo kết quả năm 0 = 24.000/1.600 = **15 lần**.

A2 Dự báo năm 1

Lượng mới 2,2 triệu; biến phí đơn vị 350.000 × 1,04 = **364.000 đồng**; số dư đảm phí đơn vị 136.000 đồng. Doanh thu = **1.100 tỷ**; tổng biến phí = **800,8 tỷ**; số dư đảm phí = **299,2 tỷ**; EBIT = 299,2 − 190 = **109,2 tỷ**.

Lãi vay = 400 × 9% = **36 tỷ**; lợi nhuận trước thuế = 73,2; sau thuế = **58,56 tỷ**; EPS = **1.464 đồng**, giảm **8,5%**. Doanh thu tăng 10% và lãi vay giảm 4 tỷ vẫn không đủ bù biến phí và FC tăng. P/E dự phóng tại thị giá 24.000 ≈ **16,39 lần**.

A3 Khoảng giá trị

Kịch bản	EPS	P/E mục tiêu	Giá trị	So với giá 24.000
Xấu	800	10	8.000 đồng	−66,67%
Cơ sở	1.464	12	17.568 đồng	−26,80%
Tốt	1.800	14	25.200 đồng	+5,00%

Trong bộ giả định này, thị giá cao hơn giá trị cơ sở và chỉ thấp hơn ít so với kịch bản tốt. Chưa có xác suất cho các kịch bản, chưa kiểm tra P/E mục tiêu và chưa đánh giá nợ đến hạn; vì vậy không biến bảng này thành một dự báo chắc chắn. Cần kiểm tra doanh nghiệp có lợi thế giúp tăng giá bán hoặc giảm biến phí hay không.

A4 Chất lượng lợi nhuận

CFO/lợi nhuận sau thuế năm 0 = 20/64 = **31,25%**. Phải thu tăng **80%**, nhanh hơn doanh thu tăng **11,11%**. Đây là dấu hiệu cần tìm hiểu: thu tiền chậm, thay đổi điều khoản, mùa vụ hay khả năng ghi nhận doanh thu có vấn đề; một năm chưa đủ để kết luận nguyên nhân.

Ba nhóm thông tin cần lấy thêm: tuổi nợ và thu tiền sau ngày khóa sổ; hợp đồng bán hàng cùng mức tập trung khách hàng; lịch trả nợ, tài sản bảo đảm và dòng tiền dự báo. Có thể bổ sung đơn hàng, chính sách tín dụng bán hàng và giao dịch bên liên quan. Lợi nhuận kế toán phải được đặt cạnh khả năng thu tiền và nghĩa vụ tiền mặt.

Lời giải tình huống B

Giá ban đầu tại y = 10% là **95,03**. Khi y giảm còn 8%, giá bằng **100** do coupon bằng lợi suất yêu cầu. Khi y tăng lên 12%, giá = $8/1{,}12 + 8/1{,}12^2 + 108/1{,}12^3 \approx$ **90,39**. Cùng một trái phiếu có thể đi theo hai hướng khi nguyên nhân thay đổi lợi suất khác nhau.

Lợi suất yêu cầu chứa cả yếu tố lãi suất tham chiếu và phần bù rủi ro. Lãi suất tham chiếu giảm 1 điểm phần trăm nhưng phần bù tín dụng tăng 3 điểm phần trăm có thể làm tổng lợi suất tăng 2 điểm phần trăm. Quan hệ giá và lợi suất ngược chiều vẫn đúng trong mô hình dòng tiền cố định.

Nhà đầu tư cần tiền trước đáo hạn còn chịu rủi ro giá và thanh khoản: có thể phải bán dưới giá mô hình. Nếu xác suất vỡ nợ đáng kể, dòng tiền nhận được có thể khác dòng tiền cam kết; cần đánh giá xác suất, thời điểm và mức thu hồi, bảo đảm không đếm cùng một rủi ro hai lần giữa dòng tiền và tỷ suất chiết khấu.

Đề tự kiểm tra 90 phút và cách chấm

Dùng câu trắc nghiệm 1–10, mỗi câu 2 điểm, tổng 20 điểm. Làm Bài 4, 7, 9 và 10, mỗi bài 10 điểm, tổng 40 điểm. Làm Tình huống A, mỗi yêu cầu A1–A4 là 10 điểm, tổng 40 điểm. Tổng điểm 100; chỉ xem đáp án sau khi hoàn thành.

Với bài tính 10 điểm: chọn đúng mô hình và điều kiện 2 điểm; thay số và đơn vị 2; kết quả 4; diễn giải 2. Với A4: nhận ra chênh lệch tiền và lợi nhuận 3 điểm; dùng số liệu minh họa 3; đề xuất thông tin kiểm tra phù hợp 4. Có thể chấp nhận sai số làm tròn nhỏ nếu phương pháp đúng.

Từ 80 điểm và giải thích được lỗi sai: chuyển sang phân tích báo cáo thật. Từ 60–79: làm lại chủ đề yếu. Dưới 60: ôn lại các chương tương ứng trước khi học mô hình phức tạp. Đây là thang tự đánh giá của tài liệu, không phải chuẩn của kỳ thi cụ thể.

14 Bảng tra công thức và lỗi thường gặp

Bảng tra nhanh

Các ký hiệu đã được giải thích trong chương tương ứng. Bảng này dùng để nhớ vị trí và điều kiện áp dụng, không thay thế phần giải thích.

Nội dung	Công thức dạng đọc nhanh	Điều kiện cần nhớ
GDP chi tiêu	C + I + G + X − M	Không cộng chuyển giao tiền mặt vào G
Giảm phát GDP	GDP danh nghĩa / GDP thực × 100	Chỉ số, không tự bằng lạm phát năm
Tăng trưởng	Giá trị cuối / giá trị đầu − 1	Hai kỳ có cùng cách đo
Giá trị hiện tại	Dòng tiền / (1 + lãi suất)^số kỳ	Lãi suất và kỳ thống nhất
Coupon tiền	Mệnh giá × coupon rate	Nếu nhiều kỳ phải phân bổ
HPR	(Giá cuối − giá đầu + thu nhập) / giá đầu	Là lợi suất kỳ nắm giữ
CAGR	(Giá trị cuối / đầu)^(1/số năm) − 1	Không nạp rút hoặc đã xử lý dòng tiền
Hòa vốn	FC / (P − v)	Giá lớn hơn biến phí đơn vị
DOL	Tổng số dư đảm phí / EBIT	Xét mô hình và vùng lợi nhuận phù hợp
EPS	Lãi thuộc cổ đông phổ thông / số bình quân	Tử và mẫu cùng phạm vi
ROE	Lãi sau thuế / vốn chủ bình quân	Kiểm tra đòn bẩy và vốn chủ âm
P/E	Giá / EPS	Kiểm tra chu kỳ, bất thường và kỳ EPS
P/B	Giá / BVPS	Kiểm tra chất lượng tài sản
Gordon	D_1 / (k_e − g)	k_e > g, cổ tức tăng ổn định
FCFF	EBIT(1 − T) + DA − Capex − tăng NWC	Dòng tiền cho nợ và vốn chủ
Lợi suất thực	(1 + lợi suất danh nghĩa)/(1 + lạm phát) − 1	Cùng kỳ đo

Những lỗi nên tránh khi làm bài

1. Nhớ GDP theo quốc tịch thay vì phạm vi lãnh thổ, và GNI theo cư trú.
2. Gọi mọi hoạt động khó thống kê là không thuộc GDP.
3. Đồng nhất tổng chi ngân sách với G trong GDP.
4. Nhầm chỉ số giảm phát 120 với lạm phát năm 20%.
5. Đảo dấu output gap mà không ghi công thức.
6. Suy ra giá cổ phiếu chắc chắn tăng từ việc lãi suất giảm.
7. Dùng lợi suất năm với dòng tiền sáu tháng mà không quy đổi.
8. Bỏ gốc trái phiếu ở kỳ cuối hoặc cộng coupon hai lần.
9. Gọi HPR là lợi suất năm khi chưa xác định kỳ.
10. Dùng GDP và chỉ số điểm trong một đẳng thức không nhất quán đơn vị.
11. Cộng các tỷ lệ tăng thông thường như một đẳng thức chính xác.
12. Nhầm tổng lợi nhuận tăng với EPS tăng khi phát hành thêm.
13. Đánh giá cổ phiếu rẻ chỉ vì P/E hoặc thị giá tuyệt đối thấp.
14. Dùng EBITDA thay tiền tự do mà bỏ qua nhu cầu tái đầu tư.
15. Xem cổ tức cổ phiếu là tiền lãi tự sinh ra cho cổ đông.
16. Dùng một kịch bản giá trị duy nhất và bỏ qua giả định khiến nó sai.

15 Bài tập thực hành theo chuyên đề

Đọc đề và tự trình bày theo bốn bước. Ghi đơn vị, chọn công thức, thay số và giải thích ý nghĩa kết quả. Các khoản tiền và doanh nghiệp trong bài là giả định.

Bài 13 Tăng trưởng và sức mua

Một tài khoản đầu năm có 120 triệu đồng. Không nạp rút, tài khoản tăng 15% trong năm đầu rồi giảm 8% năm sau. Chỉ số giá lần lượt tăng 4% và 5%.

Yêu cầu. Tính giá trị cuối mỗi năm. Tính lợi suất hai năm và lợi suất thực hai năm. Tính mức tăng cần từ cuối năm hai để trở về đỉnh cuối năm một.

Bài 14 Lãi kép và giá trị hiện tại

Bạn cần 150 triệu sau ba năm. Suất sinh lời giả định hiệu dụng năm là 8%. Một phương án khác báo lãi suất danh nghĩa năm 8% ghép theo quý.

Yêu cầu. Tính số tiền hiện tại theo phương án đầu. Tính lãi suất hiệu dụng phương án hai và số tiền hiện tại tương ứng. Giải thích điều kiện so sánh.

Bài 15 GDP và hiệu ứng nền

Một nền kinh tế chỉ làm ra hai sản phẩm. Năm 0 sản lượng A là 100, B là 50, giá lần lượt 2 và 4. Năm 1 sản lượng A là 110, B là 45, giá 2,2 và 5.

Yêu cầu. Tính GDP danh nghĩa hai năm, GDP thực năm 1 theo giá năm 0, tăng trưởng thực và chỉ số giảm phát. Phân tích vì sao kết quả danh nghĩa và thực khác nhau.

Bài 16 Lãi vay thả nổi

Doanh nghiệp vay 600 tỷ. 40% dư nợ lãi cố định và phần còn lại tái định giá từ đầu quý III. Lãi suất phần thả nổi giảm 1,5 điểm phần trăm. EBIT giảm 12 tỷ cả năm.

Yêu cầu. Tính lãi vay tiết kiệm năm nay và mức thay đổi lợi nhuận trước thuế. Tính lợi ích cả năm sau nếu dư nợ và chênh lệch lãi giữ nguyên.

Bài 17 Tỷ giá và phòng ngừa

Công ty bán hàng thu 8 triệu USD và phải trả nhập khẩu 5 triệu USD trong kỳ. Tỷ giá tăng từ 24.500 lên 25.200 đồng/USD. Công ty đã khóa tỷ giá 24.700 cho 2 triệu USD trong phần thu ròng.

Yêu cầu. Tính quy đổi phần thu ròng khi không phòng ngừa theo tỷ giá đầu và cuối. Tính phần thực thu theo giả định phòng ngừa. Tách ảnh hưởng riêng của dư nợ gốc 4 triệu USD.

Bài 18 Kỳ vọng lợi nhuận và hệ số định giá

EPS kỳ trước là 2.000 đồng. Mức tham chiếu trước công bố dùng EPS dự phóng 2.800 và P/E 15. Sau công bố EPS dùng trong mô hình còn 2.500 và P/E còn 13.

Yêu cầu. Tính tăng trưởng EPS so kỳ trước và tỷ lệ sai lệch so dự phóng. Tính thay đổi mức giá mô hình. Tách hệ số thay đổi EPS và P/E.

Bài 19 Giá trái phiếu và thời hạn

Hai trái phiếu cùng mệnh giá 100, coupon 8 mỗi năm. Trái phiếu A còn một năm, B còn ba năm. Định giá ngay sau ngày coupon. Lợi suất yêu cầu tăng từ 8% lên 10%.

Yêu cầu. Tính giá trước và sau cho hai trái phiếu. Tính tỷ lệ giảm. Giải thích vai trò kỳ hạn với dòng tiền cam kết giống về coupon.

Bài 20 Lợi suất thực nhận sau phí

Mua 1.000 cổ phiếu giá 40.000 đồng, phí mua 0,2% giá trị. Cuối một năm bán giá 43.000 đồng, phí bán 0,2%. Nhận cổ tức tiền 1.000 đồng/cổ phiếu. Bỏ qua thuế.

Yêu cầu. Tính số tiền chi, số tiền thu sau phí và lợi suất nắm giữ. So với trường hợp chưa có phí. Tính lợi suất thực khi lạm phát 4%.

Bài 21 Phát hành và vốn hóa

Công ty có 50 triệu cổ phiếu giá 20.000 đồng. Phát hành thêm 10 triệu cổ phiếu với giá 18.000 đồng. Sau phát hành, giả định thị giá quan sát là 19.000 đồng.

Yêu cầu. Tính vốn hóa trước sau, tiền phát hành gộp và biến động giá của một cổ phiếu cũ chưa xét quyền. Phân biệt ba kết quả.

Bài 22 Chi phí và công suất

Nhà máy bán 35.000 sản phẩm, giá 100.000 đồng, biến phí 60.000 đồng, chi phí cố định 1 tỷ. Vượt 40.000 sản phẩm cần thêm 300 triệu chi phí cố định. Có phương án bán 43.000 sản phẩm với giá và biến phí giữ nguyên.

Yêu cầu. Tính EBIT hiện tại, điểm hòa vốn hiện tại, EBIT khi mở rộng và lượng cần bán để đạt EBIT cũ với nền chi phí mới.

Bài 23 Chu kỳ tiền và dòng tiền

Doanh thu bán chịu 1.825 tỷ, giá vốn và mua chịu đều 1.095 tỷ. Phải thu bình quân 175 tỷ, tồn kho 180 tỷ, phải trả 120 tỷ. Dùng năm 365 ngày.

Yêu cầu. Tính DSO, DIO, DPO và CCC. Nếu DSO tăng thêm 12 ngày còn doanh thu giữ nguyên, ước lượng vốn tài trợ thêm và giải thích tác động CFO.

Bài 24 Lợi nhuận chuẩn hóa

Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông phổ thông là 220 tỷ, gồm 75 tỷ lãi bán tài sản trước thuế. Thuế suất áp dụng 20%. Có 80 triệu cổ phiếu bình quân và thị giá 32.000 đồng.

Yêu cầu. Tính EPS báo cáo, EPS chuẩn hóa và hai hệ số P/E. Nếu năm sau lợi nhuận báo cáo 180 tỷ và không có khoản tương tự, diễn giải tăng trưởng.

Bài 25 Dự báo dòng tiền tự do

Doanh thu kỳ trước 1.200 tỷ, NWC hoạt động 180. Năm tới doanh thu 1.380, biên EBIT 13%, thuế 20%, khấu hao 45 và Capex 65. NWC cuối năm bằng 17% doanh thu.

Yêu cầu. Tính EBIT, NOPAT, thay đổi NWC và FCFF. Thử NWC thấp hơn ở mức 15% doanh thu. Nêu dữ liệu cần có để bảo vệ giả định.

Bài 26 Chiết khấu và biên an toàn

FCFF năm tới 100 tỷ, tăng ổn định 3%/năm. WACC 11%. Tiền dư 120 tỷ, nợ 370 tỷ, số cổ phiếu 50 triệu. Giá thị trường 17.000 đồng.

Yêu cầu. Tính EV, giá trị vốn chủ, giá trị một cổ phiếu và biên an toàn. Giữ FCFF năm đầu cố định rồi thử WACC 12%.

Bài 27 Dòng tiền vào tài khoản

Đầu năm một bỏ 100 triệu. Trước khi nạp cuối năm, tài khoản còn 90 triệu. Nạp thêm 60, cuối năm hai thu hồi 180. Không có dòng tiền khác.

Yêu cầu. Tính lợi suất từng năm, TWR gộp và bình quân năm. Tìm phương trình MWR và xác định dấu của nghiệm phù hợp.

Bài 28 Dự án đầu tư và chi phí cơ hội

Một dự án đầu tư 150 tỷ ngay hôm nay, tạo dòng tiền 65 tỷ cuối mỗi năm trong ba năm, cộng bán tài sản 15 tỷ ở năm ba. Chi phí vốn 12%.

Yêu cầu. Tính NPV. Tìm giá trị hiện tại tối đa có thể bỏ ra để hòa vốn kinh tế. Nếu dùng mặt bằng có thể cho thuê, nêu cách đưa chi phí cơ hội vào.

Bài 29 Danh mục và giới hạn rủi ro

Danh mục đầu kỳ 400 triệu gồm 45% A, 35% B, 20% tiền mặt. Trong kịch bản xấu A giảm 30%, B giảm 20%, tiền mặt không đổi.

Yêu cầu. Tính lỗ danh mục và giá trị cuối. Nếu giữ B ở 35% và chỉ thay tỷ trọng A bằng tiền mặt, tính tỷ trọng A tối đa theo giới hạn lỗ 15% trong kịch bản.

Bài 30 Thanh khoản và lịch nợ

Tiền sử dụng được đầu kỳ 60 tỷ. Dòng tiền kinh doanh trước lãi quý tới 50 trong kịch bản cơ sở và 25 trong kịch bản xấu. Chi đầu tư cần thiết 20, lãi phải trả 15 và gốc đến hạn 90. Doanh nghiệp cần giữ tiền tối thiểu 10.

Yêu cầu. Lập bảng tiền cuối kỳ hai kịch bản. Tính khoản bổ sung cần có để đạt mức tiền tối thiểu. Nêu bằng chứng dùng để đánh giá nguồn bổ sung.

16 Lời giải bài tập thực hành

So sánh cách làm của bạn với lời giải. Với bài tính, hãy kiểm tra mẫu số, đơn vị, thời điểm của dòng tiền và dấu cộng trừ trước khi đối chiếu con số cuối.

Bài 13 Tăng trưởng và sức mua

Cách tính. Cuối năm đầu là 138 triệu đồng. Cuối năm hai là 138 × 0,92 = 126,96 triệu. Tăng danh nghĩa 5,8%; mức giá chung tăng 1,04 × 1,05 − 1 = 9,2%. Lợi suất thực là 1,058/1,092 − 1 ≈ −3,11%. Để từ 126,96 về 138 cần tăng 1/0,92 − 1 ≈ 8,70%.

Diễn giải. Tài khoản tăng về số đồng nhưng mua được ít hơn theo rổ giá giả định. Mức tăng để phục hồi dùng mẫu số nhỏ hơn đỉnh cũ.

Bài 14 Lãi kép và giá trị hiện tại

Cách tính. Phương án đầu cần $150/1{,}08^{3} \approx 119{,}07$ triệu. Phương án hai ghép 12 quý ở 2% mỗi quý. Lãi suất hiệu dụng năm là $1{,}02^{4} - 1 \approx 8{,}24\%$; số tiền hiện tại là $150/1{,}02^{12} \approx 118{,}27$ triệu.

Diễn giải. Cả hai phương án phải cùng mức rủi ro, phí và khả năng tái đầu tư nếu dùng kết quả để so sánh. Các tỷ lệ được đưa ra làm dữ kiện bài tập.

Bài 15 GDP và hiệu ứng nền

Cách tính. GDP năm 0 là 400. GDP danh nghĩa năm 1 = 110 × 2,2 + 45 × 5 = 467, tăng 16,75%. GDP thực năm 1 = 110 × 2 + 45 × 4 = 400, tăng 0%. Chỉ số giảm phát = 467/400 × 100 = 116,75.

Diễn giải. Lượng A tăng tạo thêm 20 theo giá gốc, lượng B giảm làm mất 20. Sản lượng quy đổi không tăng dù doanh thu danh nghĩa toàn nền kinh tế tăng.

Bài 16 Lãi vay thả nổi

Cách tính. Phần tái định giá là 360 tỷ. Năm nay hưởng 360 × 1,5% × 0,5 = 2,7 tỷ. Lợi nhuận trước thuế giảm 12 − 2,7 = 9,3 tỷ. Năm sau tiết kiệm 5,4 tỷ nếu đủ điều kiện.

Diễn giải. Lãi suất giảm chỉ có tác động lên phần nợ và thời gian thực sự được điều chỉnh. Suy giảm kinh doanh có thể lớn hơn lợi ích tài trợ.

Bài 17 Tỷ giá và phòng ngừa

Cách tính. Thu ròng 3 triệu USD. Không phòng ngừa cho 73,5 tỷ theo tỷ giá đầu và 75,6 tỷ theo tỷ giá cuối. Phòng ngừa cho 2 × 24.700 + 1 × 25.200 quy đổi theo triệu USD, bằng 74,6 tỷ. Dư nợ quy đổi tăng riêng 4 triệu × 700 = 2,8 tỷ.

Diễn giải. Tỷ giá khóa làm kết quả gần mức dự kiến hơn nhưng đánh đổi lợi ích khi tỷ giá cuối thuận lợi. Quy đổi dư nợ cần tách khỏi tiền thực chi nếu chưa trả gốc.

Bài 18 Kỳ vọng lợi nhuận và hệ số định giá

Cách tính. EPS tăng 25% so kỳ trước nhưng thấp hơn dự phóng khoảng 10,71%. Giá mô hình từ 42.000 về 32.500 đồng, giảm khoảng 22,62%. Hệ số giá bằng (2.500/2.800) × (13/15) ≈ 0,77381.

Diễn giải. Cần nêu mẫu số khi nói tốt hoặc xấu. Giá mô hình giảm vì cả lợi nhuận dự kiến và mức sẵn sàng trả trên một đồng lợi nhuận thay đổi.

Bài 19 Giá trái phiếu và thời hạn

Cách tính. Cả hai ban đầu bằng 100. A còn 108 cuối một năm nên giá mới 108/1,10 ≈ 98,18. B chiết khấu 8, 8 và 108 theo ba năm, được khoảng 95,03. Mức giảm tương ứng 1,82% và 4,97%.

Diễn giải. Kỳ hạn dài hơn làm nhiều dòng tiền nằm xa thời điểm định giá. Với điều kiện đề bài, tác động của lãi suất lên B mạnh hơn.

Bài 20 Lợi suất thực nhận sau phí

Cách tính. Chi 40,08 triệu. Thu bán 42,914 triệu cộng cổ tức 1 triệu, tổng 43,914 triệu. HPR = 43,914/40,08 − 1 ≈ 9,57%. Trước phí là 10%. Lợi suất thực khoảng 1,09566/1,04 − 1 ≈ 5,35%.

Diễn giải. Phí mua làm tăng vốn ban đầu còn phí bán giảm tiền thu. Dùng số tiền thực chi và thu giúp tránh bỏ một phía.

Bài 21 Phát hành và vốn hóa

Cách tính. Vốn hóa từ 1.000 lên 1.140 tỷ, tăng 14%. Tiền phát hành gộp 180 tỷ. Giá một cổ phiếu cũ giảm 5% trước khi xét giá trị quyền và cổ tức.

Diễn giải. Vốn hóa, vốn huy động và lợi suất cổ đông có đối tượng đo khác nhau. Khi tính lợi ích cổ đông có quyền mua, cần đọc điều khoản và dòng tiền của họ.

Bài 22 Chi phí và công suất

Cách tính. Số dư đảm phí 40.000 đồng. EBIT hiện tại 1,4 − 1 = 0,4 tỷ. Hòa vốn 25.000 sản phẩm trong vùng chi phí cũ. EBIT khi mở rộng 1,72 − 1,3 = 0,42 tỷ. Đạt EBIT cũ cần 1,7 tỷ/40.000 = 42.500 sản phẩm.

Diễn giải. Điểm hòa vốn và lợi nhuận mục tiêu là hai câu hỏi khác nhau. Sản lượng tăng 8.000 nhưng lợi nhuận chỉ thêm 20 triệu do chi phí tăng theo nấc.

Bài 23 Chu kỳ tiền và dòng tiền

Cách tính. Doanh thu mỗi ngày 5 tỷ, giá vốn mỗi ngày 3 tỷ. DSO 35, DIO 60, DPO 40, CCC 55 ngày. DSO tăng 12 ngày gắn với khoảng 60 tỷ phải thu thêm nếu các giả định giữ nguyên. Trong mô hình đơn giản CFO thấp hơn tương ứng tại kỳ phát sinh khoản tăng.

Diễn giải. Chỉ tiêu bình quân giúp sàng lọc. Đọc thêm phân bố tuổi nợ, khách hàng lớn và mức thu sau ngày khóa sổ.

Bài 24 Lợi nhuận chuẩn hóa

Cách tính. Khoản lãi sau thuế 60 tỷ. Lợi nhuận chuẩn hóa 160 tỷ. EPS báo cáo 2.750, EPS chuẩn hóa 2.000 đồng. P/E lần lượt khoảng 11,64 và 16 lần. Năm sau giảm 18,18% so số báo cáo nhưng tăng 12,5% so nền chuẩn hóa, giả sử các khoản khác đủ khả năng so sánh.

Diễn giải. Đọc cả hai nền lợi nhuận và mô tả rõ khoản điều chỉnh. Hệ số thấp có thể xuất hiện do thu nhập bất thường.

Bài 25 Dự báo dòng tiền tự do

Cách tính. EBIT 179,4. NOPAT 143,52. NWC cuối 234,6, tăng 54,6. FCFF = 143,52 + 45 − 65 − 54,6 = 68,92 tỷ. Với NWC 15%, cuối kỳ 207, tăng 27, FCFF 96,52 tỷ.

Diễn giải. Giả định thu tiền và tồn kho có ảnh hưởng trực tiếp đến định giá. Kiểm tra lịch thu tiền, vòng quay hàng và điều khoản mua chịu.

Bài 26 Chiết khấu và biên an toàn

Cách tính. EV = 100/(0,11 − 0,03) = 1.250 tỷ. Vốn chủ 1.000 tỷ, giá trị 20.000 đồng. Biên an toàn theo giá trị ước tính = (20.000 − 17.000)/20.000 = 15%. WACC 12% cho EV khoảng 1.111,11 tỷ và 17.222 đồng/cổ phiếu.

Diễn giải. Chỉ 1 điểm phần trăm WACC đã làm thay đổi đáng kể giá trị. Hãy ghi mức tăng dài hạn và tính nhất quán của dòng tiền với rủi ro.

Bài 27 Dòng tiền vào tài khoản

Cách tính. Năm một −10%, năm hai 180/150 − 1 = 20%. TWR = 0,9 × 1,2 − 1 = 8%, bình quân khoảng 3,92%/năm. Phương trình là $-100 - 60/(1+r) + 180/(1+r)^2 = 0$. Nghiệm dương khoảng 7,48%/năm vì nhiều vốn được đầu tư trong năm có lợi suất cao.

Diễn giải. Tách tiền nạp khỏi giá trị do đầu tư tạo ra. MWR nhạy với việc vốn đi vào trước năm tốt hoặc xấu.

Bài 28 Dự án đầu tư và chi phí cơ hội

Cách tính. Dòng tiền là 65, 65 và 80. Giá trị hiện tại bằng $65/1{,}12 + 65/1{,}12^2 + 80/1{,}12^3 \approx 166{,}80$ tỷ. NPV khoảng 16,80 tỷ. Mức chi ban đầu hòa vốn bằng giá trị hiện tại. Tiền thuê ròng bị bỏ lỡ là một dòng tiền cơ hội, cần trừ ở từng kỳ nếu chưa tính.

Diễn giải. Xem đầy đủ dòng tiền tăng thêm, kể cả giá trị thu hồi và cơ hội dùng tài sản cho mục đích khác.

Bài 29 Danh mục và giới hạn rủi ro

Cách tính. Lỗ bằng 45% × 30% + 35% × 20% = 20,5%, tương ứng 82 triệu. Giá trị cuối 318 triệu. B đóng góp 7 điểm phần trăm tổn thất; A được đóng góp tối đa 8 điểm. Tỷ trọng A tối đa là 8%/30% ≈ 26,67%.

Diễn giải. Giới hạn chỉ đúng với kịch bản xác định. Tổn thất ngoài kịch bản có thể lớn hơn khi các giả định không giữ được.

Bài 30 Thanh khoản và lịch nợ

Cách tính. Cơ sở: 60 + 50 − 20 − 15 − 90 = −15 tỷ. Kịch bản xấu còn −40 tỷ. Để có 10 tỷ cuối kỳ, cần thêm 25 hoặc 50 tỷ. Đối chiếu hạn mức đã cam kết, điều kiện rút vốn, lịch thu khách và tài sản có thể bán.

Diễn giải. Khoản lãi và lịch gốc cần đọc cùng thời điểm thu tiền. Nếu tiền thu đến sau ngày đáo hạn, số cuối quý còn có thể che một thiếu hụt trong quý.

17 Hồ sơ phân tích doanh nghiệp tổng hợp

Tình huống C Nhà sản xuất Minh Hà

Dùng số liệu giả định theo tỷ đồng, trừ số lượng cổ phiếu. Doanh nghiệp không có cổ đông không kiểm soát. Mọi khoản nợ trong bảng nợ vay đều chịu lãi.

Khoản mục	Năm 1	Năm 2
Doanh thu	1.000	1.250
Giá vốn	720	925
Chi phí hoạt động gồm khấu hao	160	190
Lãi vay	20	35
Lãi bán tài sản trước thuế	0	40
Khấu hao trong chi phí hoạt động	25	35
Phải thu cuối năm	130	210
Tồn kho cuối năm	150	200
Phải trả nhà cung cấp cuối năm	100	120
Vốn chủ cuối năm	400	490
Nợ vay cuối năm	250	400

Thuế 20% cho mọi khoản lợi nhuận. Năm 2 có 50 triệu cổ phiếu bình quân và cuối kỳ, thị giá 24.000 đồng. Để tính dòng tiền kinh doanh, giả định lãi vay và thuế được trả trong kỳ, lãi bán tài sản thuộc dòng tiền đầu tư, và không có điều chỉnh nào ngoài khấu hao, lãi bán tài sản và ba khoản vốn lưu động trong bảng. Capex năm 2 là 65 tỷ.

C1. Tính tăng trưởng doanh thu, biên gộp, EBIT hoạt động, lợi nhuận sau thuế báo cáo và chuẩn hóa của cả hai năm. Tính ROE báo cáo năm 2 dùng vốn chủ bình quân.

C2. Tính dòng tiền kinh doanh năm 2 và giải thích vì sao nó khác lợi nhuận sau thuế. Tính FCFF năm 2 theo cách dùng lợi nhuận hoạt động sau thuế.

C3. Năm 3 giả định doanh thu 1.400, biên EBIT 11%, khấu hao 40, Capex 60, tỷ lệ vốn lưu động hoạt động cuối kỳ trên doanh thu 22%. Tính FCFF năm 3. Thử lại khi tỷ lệ vốn lưu động là 25%.

C4. Dùng EPS chuẩn hóa năm 2 và hệ số 10–14 lần để lập khoảng giá trị tham chiếu. So với thị giá và ghi ba câu hỏi cần kiểm tra.

Lời giải tình huống C

Doanh thu tăng 25%. Biên gộp giảm từ 280/1.000 = 28% về 325/1.250 = 26%. EBIT hoạt động là 120 và 135, tăng 12,5%. Lợi nhuận sau thuế năm 1 bằng (120 − 20) × 80% = 80. Năm 2 số báo cáo là (135 − 35 + 40) × 80% = 112 và chuẩn hóa còn 80. Vốn chủ bình quân là 445, ROE báo cáo khoảng 25,17%. Lợi nhuận chuẩn hóa đi ngang vì lợi ích từ EBIT tăng 15 tỷ bị triệt bởi lãi vay tăng 15 tỷ.

Vốn lưu động hoạt động tăng từ 130 + 150 − 100 = 180 lên 210 + 200 − 120 = 290. Phần tăng 110 là tiền bị giữ thêm trong hoạt động. Dòng tiền kinh doanh bằng 112 + 35 − 40 − 110 = −3 tỷ theo giả định phân loại của đề. FCFF bằng 135 × 80% + 35 − 65 − 110 = −32 tỷ. Dòng tiền âm chủ yếu phản ánh phần vốn phải bỏ thêm vào hoạt động và tài sản. Muốn biết có lặp lại không, đọc tuổi nợ và tiến độ bán tồn kho.

Năm 3 EBIT là 154, NOPAT là 123,2. Tại mức 22%, vốn lưu động cuối kỳ là 308, tăng 18 và FCFF bằng 85,2 tỷ. Tại mức 25%, vốn lưu động là 350, tăng 60, FCFF chỉ còn 43,2 tỷ. Chênh 42 tỷ hoàn toàn do một giả định vốn lưu động. Nếu định giá dựa trên năm 3, cần đánh giá xác suất thu tiền cải thiện và tồn kho quay nhanh hơn.

EPS chuẩn hóa = 80 tỷ/50 triệu = 1.600 đồng. Khoảng giả định là 16.000–22.400 đồng, thị giá 24.000 cao hơn mức cao của khoảng. Giá hiện tại tương ứng 15 lần EPS chuẩn hóa. Cần kiểm tra khả năng cải thiện biên gộp, nguồn trả nợ và căn cứ chọn nhóm so sánh. Khoảng này chỉ dùng lợi nhuận đã chuẩn hóa của một năm và một dải hệ số giả định.

Tình huống D Tự dựng mô hình định giá ba năm

Dữ liệu giả định của doanh nghiệp dịch vụ. Năm 0 có doanh thu 1.000 tỷ và NWC hoạt động 140 tỷ. Dự báo doanh thu năm 1–3 lần lượt 1.120, 1.232 và 1.330 tỷ. Biên EBIT lần lượt 12%, 13% và 14%. Thuế 20%. Khấu hao từng năm 30, 32, 35 và Capex 50, 52, 55 tỷ. NWC cuối mỗi năm bằng 14% doanh thu cùng kỳ.

Giả định WACC 11%, tăng trưởng dài hạn 3% và FCFF năm 4 bằng FCFF năm 3 nhân 1,03. Tại ngày định giá tiền dư 90 tỷ, nợ 310 tỷ, 60 triệu cổ phiếu. Không có điều chỉnh khác.

D1. Lập một bảng có các cột năm 1–3 và các hàng doanh thu, EBIT, NOPAT, vốn lưu động, thay đổi vốn lưu động, Capex, khấu hao và FCFF.

D2. Chiết khấu từng năm và giá trị cuối năm 3. Tính EV, vốn chủ và giá trị một cổ phiếu.

D3. Giữ nguyên FCFF và tăng WACC lên 12%. Nêu biến số cần điều tra nếu giá trị thay đổi mạnh. Tính lại vốn lưu động năm 3 nếu tỷ lệ tăng từ 14% lên 17% và giải thích vì sao không mặc định dùng FCFF năm đó làm nền vĩnh viễn.

Lời giải tình huống D

Dòng tính tỷ đồng	Năm 1	Năm 2	Năm 3
Doanh thu	1.120	1.232	1.330
EBIT	134,4	160,16	186,2
NOPAT	107,52	128,128	148,96
NWC cuối kỳ	156,8	172,48	186,2
Tăng NWC	16,8	15,68	13,72
Khấu hao	30	32	35
Capex	50	52	55
FCFF	70,72	92,448	115,24

Ở WACC 11%, tổng giá trị hiện tại của FCFF ba năm là 223,01 tỷ. Giá trị cuối năm 3 là 1.483,71 tỷ, chiết khấu thêm ba năm trước khi cộng vào EV. EV bằng 1.307,89 tỷ, vốn chủ 1.087,89 tỷ và mỗi cổ phiếu khoảng 18.131,44 đồng. Khi WACC lên 12%, EV còn 1.157,60 tỷ và giá trị mỗi cổ phiếu còn 15.626,74 đồng. Hãy kiểm tra phần bù rủi ro, cơ cấu vốn, tăng trưởng dài hạn và khả năng duy trì biên lợi nhuận.

Nếu tỷ lệ NWC năm 3 lên 17% thì NWC 226,1, phần tăng so với năm 2 là 53,62 và FCFF năm 3 còn 75,34. Đây có thể là năm chuyển tiếp vì cần bỏ thêm một lần để nâng vốn lưu động lên mức mới. Năm 4 cần tái lập mức vốn lưu động theo doanh thu và chính sách thu chi kỳ vọng. Nhân ngay 75,34 với 1,03 sẽ biến một khoản hút tiền chuyển tiếp thành cấu trúc dòng tiền vĩnh viễn.

Bài dự án tự phân tích một doanh nghiệp

Chọn một doanh nghiệp phi tài chính có báo cáo năm và số liệu nhiều kỳ. Ghi rõ ngày định giá giả định. Tập hợp báo cáo hợp nhất, thuyết minh, công bố số cổ phiếu, thị giá cùng ngày và thông tin về ngành. Với mỗi số nhập, ghi nơi tìm thấy và đơn vị. Khi dùng hình thức quy đổi tỷ đồng, giữ đơn vị đó trong tất cả các bảng cho đến bước chia số cổ phiếu.

Sản phẩm cần hoàn thành

1. Một đoạn mô tả khách hàng, sản phẩm, cơ chế tạo tiền và hai biến ảnh hưởng lớn nhất đến doanh thu.
2. Một bảng ba năm gồm doanh thu, biên EBIT, lợi nhuận thuộc cổ đông, CFO, Capex, nợ, tiền và số cổ phiếu. Chỉ ra ít nhất một thay đổi có thể giải thích bằng thuyết minh.

3. Một cầu nối từ lợi nhuận báo cáo sang lợi nhuận chuẩn hóa. Với mỗi khoản điều chỉnh, nêu căn cứ, thuế và phạm vi cổ đông.
4. Một dự báo ba năm phục vụ định giá. Dùng ít nhất hai kịch bản, ghi tác động của giá bán, lượng bán, biên lợi nhuận và vốn lưu động.
5. Một khoảng giá trị theo hai phương pháp phù hợp cùng nhận xét về điểm khác biệt. Ghi rõ yếu tố nào có thể làm ước tính sai.
6. Một lịch theo dõi sau công bố kết quả. Chọn ba giả định có thể kiểm chứng bằng báo cáo sau.

Tự chấm bài dự án

Hạng mục	Điểm	Tiêu chí đạt
Nguồn và nhất quán đơn vị	15	Từng số có nguồn, ngày và phạm vi
Hiểu doanh nghiệp	15	Giải thích dòng doanh thu, chi phí và lợi thế
Đọc báo cáo và chất lượng lợi nhuận	25	Có cầu nối lợi nhuận và dòng tiền
Dự báo và định giá	30	Có giả định, tính đúng và kiểm tra độ nhạy
Kịch bản và kiểm chứng	15	Có điều kiện sửa luận điểm và dữ liệu theo dõi

Một bài tốt giúp người đọc lần từ giá trị cuối về từng số đầu vào. Nếu chưa đủ dữ liệu, hãy ghi số liệu nào còn thiếu và tác động có thể có. Khi đối chiếu một phương pháp khác, giải thích sự khác biệt qua giả định tăng trưởng, rủi ro, dòng tiền hoặc cơ cấu vốn.

Lịch thực hành sau lộ trình cơ bản

Buổi 15–16 làm Bài 13–17 và tập viết câu diễn giải bằng đúng mẫu số. Buổi 17–18 làm Bài 18–22, sau đó dựng lại bài trái phiếu và hòa vốn bằng bảng tính. Buổi 19–20 làm Bài 23–27 và tự đánh dấu lỗi về vốn lưu động, EPS, chi phí vốn và dòng tiền nạp rút. Buổi 21 làm Bài 28–30 và kiểm tra lịch tiền. Buổi 22–23 làm hai hồ sơ C và D trong hai buổi riêng. Buổi 24 hoàn thiện bài dự án và dành một lượt đọc lại toàn bộ giả định.

18 Phiếu thực hành và tự kiểm tra

Phiếu 1 Đọc một bản tin tăng trưởng

Tăng trưởng thực năm trước là −5%, năm nay là 7%. Mức giá sản lượng năm nay tăng 4%. Doanh nghiệp phục vụ thị trường nội địa báo doanh thu tăng 9%, giá bình quân tăng 6%.

Nhiệm vụ. Đặt sản lượng hai năm trước bằng 100, tính mức hiện nay. Tính tăng trưởng danh nghĩa năm nay. Ước tính lượng bán của doanh nghiệp. Viết một đoạn giải thích dữ liệu nào còn thiếu để nhận định thị phần.

Bảng làm bài

Mục	Phần tự điền
Dữ kiện và đơn vị	
Công thức và điều kiện	
Phép tính thứ nhất	
Phép tính thứ hai	
Kết luận và dữ liệu còn thiếu	

Kiểm tra trước khi xem lời giải

Ghi mẫu số cho mỗi tỷ lệ. Kiểm tra kỳ đo, cách quy đổi tiền và dấu của phép tính. Viết kết luận bằng một câu chỉ rõ điều gì thay đổi và điều kiện để kết quả còn đúng.

Phiếu 2 So sánh hai báo cáo có mùa vụ

Doanh thu quý IV năm trước 400 tỷ và quý I năm nay 300 tỷ, trong khi quý I năm trước 240 tỷ. Biên gộp ba quý lần lượt 25%, 23% và 28%.

Nhiệm vụ. Tính tăng trưởng quý I theo hai mẫu số. Tính lợi nhuận gộp từng quý. Viết nhận xét cùng kỳ và đặt một câu hỏi về cơ cấu sản phẩm.

Bảng làm bài

Mục	Phần tự điền
Dữ kiện và đơn vị	
Công thức và điều kiện	
Phép tính thứ nhất	
Phép tính thứ hai	
Kết luận và dữ liệu còn thiếu	

Kiểm tra trước khi xem lời giải

Ghi mẫu số cho mỗi tỷ lệ. Kiểm tra kỳ đo, cách quy đổi tiền và dấu của phép tính. Viết kết luận bằng một câu chỉ rõ điều gì thay đổi và điều kiện để kết quả còn đúng.

Phiếu 3 Ước tính giá trái phiếu bằng hai cách

Trái phiếu không coupon còn bốn năm, mệnh giá 100, lợi suất hiệu dụng năm 8%. Lợi suất tăng lên 9%.

Nhiệm vụ. Tính giá trước sau bằng công thức chiết khấu. Dùng thời lượng điều chỉnh để ước lượng phần trăm thay đổi. Ghi chênh lệch và giải thích nguồn chênh lệch.

Bảng làm bài

Mục	Phần tự điền
Dữ kiện và đơn vị	
Công thức và điều kiện	
Phép tính thứ nhất	
Phép tính thứ hai	
Kết luận và dữ liệu còn thiếu	

Kiểm tra trước khi xem lời giải

Ghi mẫu số cho mỗi tỷ lệ. Kiểm tra kỳ đo, cách quy đổi tiền và dấu của phép tính. Viết kết luận bằng một câu chỉ rõ điều gì thay đổi và điều kiện để kết quả còn đúng.

Phiếu 4 Mô hình công suất và khuyến mại

Một cơ sở dịch vụ có 9.000 giờ công suất một tháng, bán 6.000 giờ giá 14.000 đồng, biến phí 4.000 đồng/giờ và chi phí cố định 48 triệu. Đề xuất hạ giá xuống 12.500 đồng, lượng dự kiến lên 7.200 giờ.

Nhiệm vụ. Tính tỷ lệ sử dụng và EBIT hai phương án. Tìm lượng bán tối thiểu để giữ EBIT cũ. Nêu một rủi ro do giả định kéo khách.

Bảng làm bài

Mục	Phần tự điền
Dữ kiện và đơn vị	
Công thức và điều kiện	
Phép tính thứ nhất	
Phép tính thứ hai	
Kết luận và dữ liệu còn thiếu	

Kiểm tra trước khi xem lời giải

Ghi mẫu số cho mỗi tỷ lệ. Kiểm tra kỳ đo, cách quy đổi tiền và dấu của phép tính. Viết kết luận bằng một câu chỉ rõ điều gì thay đổi và điều kiện để kết quả còn đúng.

Phiếu 5 Cầu nối giá trị vốn chủ

Hai công ty cùng EBITDA 200 tỷ và có mức EV/EBITDA tham chiếu 8 lần. A nợ 500 tỷ, tiền dư 100, 50 triệu cổ phiếu. B nợ 300, tiền dư 120, 60 triệu cổ phiếu.

Nhiệm vụ. Tính giá trị hoạt động, vốn chủ và giá trị mỗi cổ phiếu. Thử giả định một nửa tiền của A cần cho hoạt động nên chỉ 50 tỷ được xem là dư. Giải thích vì sao hai giá mỗi cổ phiếu không trực tiếp xếp hạng độ rẻ.

Bảng làm bài

Mục	Phần tự điền
Dữ kiện và đơn vị	
Công thức và điều kiện	
Phép tính thứ nhất	
Phép tính thứ hai	
Kết luận và dữ liệu còn thiếu	

Kiểm tra trước khi xem lời giải

Ghi mẫu số cho mỗi tỷ lệ. Kiểm tra kỳ đo, cách quy đổi tiền và dấu của phép tính. Viết kết luận bằng một câu chỉ rõ điều gì thay đổi và điều kiện để kết quả còn đúng.

Phiếu 6 Định giá ngược kỳ vọng thị trường

Giá cổ phiếu 30.000 đồng, 40 triệu cổ phiếu, nợ 400 tỷ, tiền dư 100. Giả định FCFF năm tới 120 tỷ, WACC 11% và tăng trưởng vĩnh viễn ngay sau năm một.

Nhiệm vụ. Tính EV thị trường theo mô hình đơn giản. Tìm tốc độ tăng dài hạn ngụ ý. Thử tính nếu FCFF năm tới chỉ 90 tỷ. Giải thích công dụng của phép định giá ngược.

Bảng làm bài

Mục	Phần tự điền
Dữ kiện và đơn vị	
Công thức và điều kiện	
Phép tính thứ nhất	
Phép tính thứ hai	
Kết luận và dữ liệu còn thiếu	

Kiểm tra trước khi xem lời giải

Ghi mẫu số cho mỗi tỷ lệ. Kiểm tra kỳ đo, cách quy đổi tiền và dấu của phép tính. Viết kết luận bằng một câu chỉ rõ điều gì thay đổi và điều kiện để kết quả còn đúng.

Phiếu 7 Kiểm tra tài sản và nghĩa vụ ngắn hạn

Tài sản ngắn hạn 420 tỷ gồm tiền 50, phải thu 170, tồn kho 200. Nợ ngắn hạn 300 tỷ. Đến hạn ba tháng có 100 tỷ gốc và 12 tỷ lãi. Dự kiến thu 60 tỷ, chi vận hành 45 tỷ, chưa trả gốc và lãi.

Nhiệm vụ. Tính hệ số thanh toán hiện hành và hệ số nhanh quy ước bằng tiền cộng phải thu chia nợ ngắn hạn. Lập số dư tiền ba tháng. Thử phương án thu chậm 20 tỷ.

Bảng làm bài

Mục	Phần tự điền
Dữ kiện và đơn vị	
Công thức và điều kiện	
Phép tính thứ nhất	
Phép tính thứ hai	
Kết luận và dữ liệu còn thiếu	

Kiểm tra trước khi xem lời giải

Ghi mẫu số cho mỗi tỷ lệ. Kiểm tra kỳ đo, cách quy đổi tiền và dấu của phép tính. Viết kết luận bằng một câu chỉ rõ điều gì thay đổi và điều kiện để kết quả còn đúng.

Phiếu 8 Tách kết quả phân tích khỏi giá ngắn hạn

Một cổ phiếu giảm giá từ 25.000 xuống 20.000. Lợi nhuận chuẩn hóa trên cổ phiếu tăng từ 2.000 lên 2.200 và nhận 600 đồng cổ tức. Phí bỏ qua. Luận điểm ban đầu dựa trên biên gộp trên 25%, nhưng báo cáo mới ghi 22%.

Nhiệm vụ. Tính HPR, P/E đầu cuối và thay đổi của từng động lực giá. Viết ba câu nhận xét tách kết quả sở hữu, tình trạng luận điểm và dữ liệu cần kiểm tra.

Bảng làm bài

Mục	Phần tự điền
Dữ kiện và đơn vị	
Công thức và điều kiện	
Phép tính thứ nhất	
Phép tính thứ hai	
Kết luận và dữ liệu còn thiếu	

Kiểm tra trước khi xem lời giải

Ghi mẫu số cho mỗi tỷ lệ. Kiểm tra kỳ đo, cách quy đổi tiền và dấu của phép tính. Viết kết luận bằng một câu chỉ rõ điều gì thay đổi và điều kiện để kết quả còn đúng.

Đáp án các phiếu thực hành

Phiếu 1 Đọc một bản tin tăng trưởng

Sản lượng bằng 100 × 0,95 × 1,07 = 101,65. Tăng danh nghĩa khoảng 1,07 × 1,04 − 1 = 11,28%. Lượng bán tăng 1,09/1,06 − 1 ≈ 2,83% nếu cơ cấu không đổi. Cần quy mô và lượng bán của đúng thị trường mà công ty phục vụ.

Phiếu 2 So sánh hai báo cáo có mùa vụ

Quý I giảm 25% liên quý và tăng 25% cùng kỳ. Lợi nhuận gộp theo thứ tự dữ liệu là 100, 69 và 67,2 tỷ. Cùng kỳ doanh thu tăng 25% nhưng lợi nhuận gộp chỉ tăng khoảng 2,68%. Cần kiểm tra nhóm sản phẩm nào tạo doanh thu mới và biên của nhóm đó.

Phiếu 3 Ước tính giá trái phiếu bằng hai cách

Giá trước $100/1{,}08^4 \approx 73{,}50$ và giá sau $100/1{,}09^4 \approx 70{,}84$. Giá giảm khoảng 3,62%. D_mod = 4/1,08 ≈ 3,7037, dự đoán giảm khoảng 3,70%. Chênh lệch do đường giá theo lợi suất có độ cong.

Phiếu 4 Mô hình công suất và khuyến mại

Ban đầu dùng 66,67% công suất và có EBIT 12 triệu. Phương án dùng 80%, EBIT 13,2 triệu. Để giữ 12 triệu cần ít nhất 60.000.000/8.500 ≈ 7.059 giờ nếu làm tròn giờ. Cần kiểm tra khách hiện hữu có chuyển sang mức giá thấp và lượng tăng có duy trì không.

Phiếu 5 Cầu nối giá trị vốn chủ

EV mỗi bên 1.600 tỷ. A vốn chủ 1.200 tỷ, giá trị 24.000 đồng. B vốn chủ 1.420 tỷ, giá trị khoảng 23.667 đồng. Nếu tiền dư A còn 50, giá trị giảm về 23.000 đồng. Cần so với thị giá và xem số cổ phiếu, nợ, hiệu quả chi đầu tư.

Phiếu 6 Định giá ngược kỳ vọng thị trường

Vốn hóa 1.200 tỷ, EV = 1.500 tỷ. Từ EV = FCFF năm tới/(WACC − g), suy ra g = 11% − 120/1.500 = 3%. Với FCFF 90 tỷ, g = 5%. Đây là cách kiểm tra mức giả định cần có để giải thích giá dưới một mô hình cụ thể.

Phiếu 7 Kiểm tra tài sản và nghĩa vụ ngắn hạn

Hệ số hiện hành 1,40 lần và hệ số nhanh khoảng 0,73 lần. Số dư dự kiến là 50 + 60 − 45 − 100 − 12 = −47 tỷ. Nếu thu chậm 20 tỷ, thiếu 67 tỷ. Tỷ lệ tại ngày báo cáo và lịch tiền trả lời hai câu hỏi khác nhau.

Phiếu 8 Tách kết quả phân tích khỏi giá ngắn hạn

HPR = (20.000 − 25.000 + 600)/25.000 = −17,6%. P/E đầu 12,5 lần, cuối khoảng 9,09 lần. EPS tăng 10%, P/E giảm khoảng 27,27%, giá giảm 20%. Biên gộp 22% vi phạm giả định ban đầu. Kiểm tra giá đầu vào, cơ cấu sản phẩm và khả năng chuyển giá trước khi giữ luận điểm.

19 Tài liệu tham khảo và nguồn kiểm tra

Tài liệu đầu vào: **Pasted text.txt**, ghi chú học tập do người học cung cấp. Các ví dụ số và bài tập thực hành được xây dựng riêng cho tài liệu này. Nguồn dưới đây hỗ trợ kiểm tra các định nghĩa, mốc lịch sử và giới hạn mô hình; các suy luận ứng dụng được trình bày theo giả định ngay trong từng bài.

Ngày đối chiếu nguồn trực tuyến: 23/11/2026. Nguồn quốc tế về tài chính dùng cho nguyên lý chung; không dùng thay văn bản pháp luật hoặc quy định giao dịch của Việt Nam.

[S1] BEA. Why do gross domestic product and gross domestic income differ. Cơ sở đối chiếu các cách đo sản lượng và sai lệch thống kê.

https://www.bea.gov/help/faq/484

[S2] ILO và OECD. Measuring the non observed economy A handbook. Phạm vi và cách ước tính hoạt động chưa được quan sát.

https://www.ilo.org/publications/measuring-non-observed-economy-handbook

[S3] BEA. Gross national income. Định nghĩa theo đơn vị cư trú và thu nhập từ nước ngoài.

https://www.bea.gov/help/glossary/gross-national-income-gni

[S4] IMF. The Output Gap Veering from Potential. Quy ước dấu, GDP tiềm năng và giới hạn ước tính.

https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/22_output-gap.htm

[S5] IMF. Agent Provocateur, phần giải thích impossible trinity, 2015.

https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2015/06/people.htm

[S6] WTO. Principles of the trading system. MFN, đối xử quốc gia và ngoại lệ.

https://www.wto.org/English/thewto_e/whatis_e/tif_e/fact2_e.htm

[S7] WTO. Viet Nam and the WTO. Mốc gia nhập.

https://www.wto.org/english/theWTO_e/countries_e/vietnam_e.htm

[S8] Bộ Công Thương qua VNTR. Bảng tổng hợp các FTA của Việt Nam tính đến tháng 01/2022. Dùng kiểm tra ngày hiệu lực CPTPP, EVFTA, RCEP; không dùng làm tổng số FTA hiện hành.

https://vntr.moit.gov.vn/vi/news/bang-tong-hop-cac-fta-cua-viet-nam-tinh-den-thang-012022?page=3

[S9] Cổng thông tin Bảo hiểm xã hội Việt Nam. 80 năm Hành trình Độc lập Tự do Hạnh phúc. Mốc phiên giao dịch đầu tiên 28/07/2000.

https://baohiemxahoi.gov.vn/tintuc/Pages/tin-tuc-su-kien.aspx?CateID=0&ItemID=25353

[S10] HNX. Lịch sử phát triển. Các mốc HASTC, thị trường cổ phiếu và UPCoM.

https://www.webmail.hnx.vn/vi-vn/gioi-thieu-hnx-lspt.html

[S11] HNX. Sôi động phiên khai trương thị trường chứng khoán phái sinh, 10/08/2017.

https://hnx.vn/vi-vn/chi-tiet-tin-60000979-0.html

[S12] SEC qua Investor.gov. What Are Corporate Bonds. Thuật ngữ, quan hệ giá và lợi suất, các nhóm rủi ro.

https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins/what-are

[S13] SEC. Beginners Guide to Financial Statement. Chức năng báo cáo tài chính và một số tỷ số cơ bản.

https://www.sec.gov/investor/pubs/begfinstmtguide.htm

[S14] OpenStax thuộc Rice University. Principles of Finance 2e, mục 11.2 Dividend Discount Models. Mô hình cổ tức và điều kiện tăng trưởng.

https://openstax.org/books/principles-finance-2e/pages/11-2-dividend-discount-models-ddms

[S15] OpenStax thuộc Rice University. Principles of Finance 2e, mục 11.3 Discounted Cash Flow Model. Nguyên lý quy đổi dòng tiền về giá trị hiện tại.

https://openstax.org/books/principles-finance-2e/pages/11-3-discounted-cash-flow-dcf-model

[S16] SEC qua Investor.gov. Diversify Your Investments. Nguyên tắc phân tán rủi ro và giới hạn của đa dạng hóa.

https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/save-and-invest/diversify-your-investments

[S17] CFA Institute. Rates and Returns. So sánh lợi suất theo thời gian và theo dòng tiền.

https://www.cfainstitute.org/insights/professional-learning/refresher-readings/2026/rates-and-returns

[S18] Investor.gov. How Fees and Expenses Affect Your Investment Portfolio.

https://www.investor.gov/sites/default/files/ib_fees_expenses.pdf

[S19] OpenStax. Principles of Finance 2e, mục 19.1. Vốn lưu động và chu kỳ tiền.

https://openstax.org/books/principles-finance-2e/pages/19-1-what-is-working-capital

[S20] OpenStax. Principles of Finance 2e, mục 15.3. Mô hình CAPM.

https://openstax.org/books/principles-finance-2e/pages/15-3-the-capital-asset-pricing-model-capm

[S21] OpenStax. Principles of Finance 2e, mục 16.2 và 16.3. NPV và IRR.

https://openstax.org/books/principles-finance-2e/pages/16-2-net-present-value-npv-method

https://openstax.org/books/principles-finance-2e/pages/16-3-internal-rate-of-return-irr-method

[S22] Investor.gov. Understanding Margin Accounts.

https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-29