



PHÂN TÍCH TĂNG TRƯỞNG

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU KHOA HỌC
VÀ ĐÀO TẠO CHỨNG KHOÁN

TĂNG TRƯỞNG

- Tăng trưởng là kết quả của sự khai thác và tận dụng các cơ hội nảy sinh trong thực tế sản xuất kinh doanh
- Là yếu tố không thể thiếu trong quá trình dự báo tài chính
- Tăng trưởng không đồng nghĩa với việc tạo ra giá trị cho cổ đông, song nó có thể là phương tiện để công ty đạt được mục tiêu này

CHỈ TIÊU ĐÁNH GIÁ TĂNG TRƯỞNG

- Doanh thu
- Lợi nhuận
- Thị phần
- Quy mô (vốn, tài sản)
- Giá trị thị trường
- Số lượng nhân viên

YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG KHẢ NĂNG TĂNG TRƯỞNG (1)

- Yếu tố khách quan:
 - Môi trường kinh tế
 - Ngành kinh doanh mang tính chu kỳ
 - Ngành kinh doanh mang tính phản chu kỳ
 - Môi trường ngành
 - Chu kỳ sống của ngành
 - Mức độ cạnh tranh trong ngành

YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG KHẢ NĂNG TĂNG TRƯỞNG (2)

- Yếu tố chủ quan:
 - Tuổi thọ doanh nghiệp
 - Quy mô doanh nghiệp
 - Nguồn lực tài chính
 - Mức độ đa dạng hóa hoạt động
 - Chất lượng nguồn nhân lực (đội ngũ quản lý và nhân viên)
 - Mức độ đầu tư và ứng dụng công nghệ

TĂNG TRƯỞNG VÀ CHU KỲ SỐNG CỦA NGÀNH

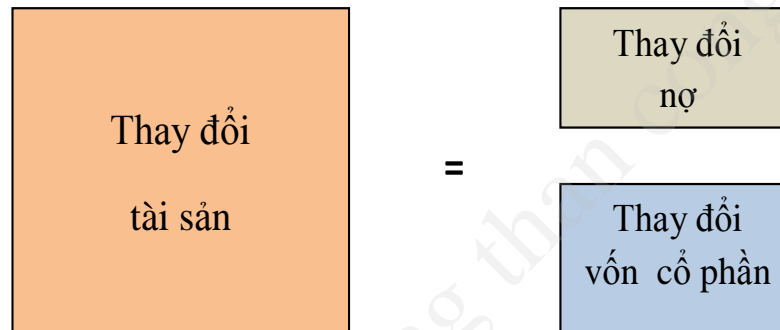
- **Khởi đầu:** chi phí đầu tư lớn, phạm vi thị trường hạn hẹp -> tăng trưởng doanh thu rất thấp, tỷ suất sinh lời nhỏ hoặc có thể âm
- **Tăng tốc:** cầu thị trường tăng mạnh, đối thủ cạnh tranh chưa nhiều -> tăng trưởng doanh thu cao, tỷ suất lợi nhuận rất lớn
- **Chín muồi:** nhiều đối thủ cạnh tranh, lượng cung tăng và giá bán giảm -> tăng trưởng doanh thu chậm lại, giảm xuống bằng mức tăng của ngành
- **Bão hòa:** tăng trưởng doanh thu giảm xuống bằng mức tăng trưởng của nền kinh tế
- **Thoái trào:** xuất hiện nhiều sản phẩm thay thế -> tăng trưởng doanh thu rất thấp, doanh nghiệp có thể thua lỗ

CÁC CHIẾN LƯỢC TĂNG TRƯỞNG

- Tăng trưởng từ bên trong
 - Tạo sự khác biệt cho sản phẩm hiện tại (chất lượng, dịch vụ, kiểu dáng...)
 - Đa dạng hóa: phát triển các dòng sản phẩm mới (-> tạo nguồn thu mới)
 - Cắt giảm chi phí -> nâng cao tỷ suất lợi nhuận và thu nhập ròng
- Tăng trưởng từ bên ngoài: thâm tóm và sáp nhập với các công ty khác
 - Sáp nhập theo chiều ngang
 - Sáp nhập theo chiều dọc
 - Sáp nhập đa ngành
 - Liên kết chiến lược

TĂNG TRƯỞNG VÀ NGUỒN TÀI TRỢ

- Tăng trưởng đòi hỏi đầu tư tăng tài sản



- Nguồn tài trợ cho tăng trưởng
 - Nguồn lực bên trong
 - Nguồn lực bên ngoài

TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG (1)

- Kinh tế học: tăng trưởng bền vững là sự tăng trưởng trong điều kiện các nguồn lực là có hạn và sự suy giảm nguồn lực phải diễn ra với tốc độ chậm để đảm bảo duy trì sự tăng trưởng dài hạn
- Tài chính:
 - tăng trưởng bền vững là sự tăng trưởng doanh thu (cao nhất) ước tính đạt được với giả định công ty không thay đổi cơ cấu vốn
 - tăng trưởng bền vững cho biết mức tăng trưởng tối đa một công ty có thể đạt được khi không dựa vào việc huy động thêm vốn cổ phần

TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG (2)

- Thường được sử dụng trong:
 - Dự báo tình hình/kết quả hoạt động kinh doanh trong tương lai của doanh nghiệp
 - Định giá doanh nghiệp
- Tỷ lệ tăng trưởng bền vững không phải là tỷ lệ tăng trưởng tối ưu (tỷ lệ tăng trưởng giúp tối đa hóa giá trị công ty)
- Tỷ lệ tăng trưởng bền vững không nhất thiết là tỷ lệ tăng trưởng cao
- Cần thận trọng khi sử dụng các số liệu tăng trưởng trong quá khứ vào việc dự đoán tốc độ tăng trưởng trong tương lai

PHƯƠNG TRÌNH TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG (1)

○ Giả định:

- Công ty duy trì một cơ cấu vốn mục tiêu (nợ/vốn cổ phần) ổn định
- Công ty không thay đổi chính sách chi trả cổ tức hiện thời
- Ban quản lý không muốn hoặc không thể phát hành thêm cổ phiếu
- Tài sản đòi hỏi phải được đầu tư mở rộng theo tốc độ tăng doanh thu

PHƯƠNG TRÌNH TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG (2)

$$g = \text{ROE} \times (1 - d)$$

g: tỷ lệ tăng trưởng bền vững

ROE: Tỷ suất sinh lời trên vốn cổ phần

d: tỷ lệ chi trả cổ tức

PHƯƠNG TRÌNH TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG (3)

○ Áp dụng phân tích Du Pont:

$$g = \frac{\text{Tỷ suất lợi nhuận ròng}}{\text{ròng}} \times \frac{\text{Hiệu suất sử dụng tài sản}}{\text{tài sản}} \times \frac{\text{Số nhân vốn cổ phần}}{\text{vốn cổ phần}} \times (1 - \text{Tỷ lệ trả cổ tức})$$

=> tăng trưởng bền vững phản ánh sức mạnh nội tại của doanh nghiệp và đưa ra những gợi ý về chính sách để điều chỉnh tốc độ tăng trưởng

ĐIỀU CHỈNH TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG (1)

- Trường hợp 1: Tăng trưởng bền vững < tăng trưởng thực tế (tăng trưởng quá nhanh)
- Nguy cơ: công ty có thể cạn kiệt nguồn tài chính phục vụ cho tăng trưởng
- Giải pháp:
 - Tình trạng tạm thời: vay nợ để hỗ trợ
 - Tình trạng lâu dài: lựa chọn chiến lược thích hợp

ĐIỀU CHỈNH TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG (2)

○ Giải pháp lâu dài:

- Phát hành thêm cổ phiếu (-> chi phí cao, hiệu ứng pha loãng)
- Tăng tỷ lệ nợ vay (-> tăng rủi ro rơi vào khủng hoảng tài chính)
- Giảm tỷ lệ trả cổ tức (-> ảnh hưởng đến nhà đầu tư)
- Cắt giảm những bộ phận có tỷ suất sinh lời thấp
- Sử dụng ngoại lực (thuê ngoài)
- Tăng giá bán sản phẩm
- Sáp nhập với các công ty có nguồn tiền dồi dào và mức độ đòn bẩy thấp

ĐIỀU CHỈNH TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG (3)

- Trường hợp 2: Tăng trưởng bền vững > tốc độ tăng trưởng thực tế (tăng trưởng quá chậm)
- Nguy cơ: dễ trở thành đối tượng thu tóm cho những đối thủ nhận biết được tiềm lực thực sự của công ty
- Giải pháp:
 - Khó khăn mang tính tạm thời: tích lũy nguồn lực, chuẩn bị cho sự tăng trưởng trong tương lai
 - Khó khăn mang tính lâu dài

ĐIỀU CHỈNH TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG (4)

- Giải pháp lâu dài: thúc đẩy tăng trưởng
 - Tháo gỡ các rào cản bên trong đối với tăng trưởng -> tái cơ cấu về mặt tổ chức
 - Tăng tỷ lệ chi trả cổ tức (-> hiệu ứng tín hiệu đến nhà đầu tư, khó khăn cho chính sách cổ tức trong tương lai)
 - Mua lại cổ phiếu
 - Mua lại các công ty khác (có tiềm năng hoặc tốc độ tăng trưởng tốt)

VÍ DỤ:

Chỉ tiêu	2006	2007	2008
Tỷ suất lợi nhuận (%)	1,77	1,65	1,16
Vòng quay tài sản (x)	2,51	2,35	2,38
Số nhân vốn cổ phần (x)	2,36	2,72	2,72
Tỷ lệ thu nhập giữ lại (%)	91	90	81
Tăng trưởng thực tế (%)	10,04	14,54	7,28
Tăng trưởng bền vững (%)	9,54	9,49	6,08

=> Công ty tăng trưởng quá nhanh (tăng trưởng thực tế cao hơn mức tăng trưởng bền vững)

TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG VÀ CÁC CHÍNH SÁCH

- Tỷ lệ tăng trưởng bền vững cao hơn khi:
 - Khả năng sinh lời cao hơn
 - Sử dụng tài sản hiệu quả hơn
 - Sử dụng đòn bẩy tài chính lớn hơn
 - Chi trả cổ tức ở mức thấp hơn
- Chú ý mối quan hệ giữa chiến lược kinh doanh và chiến lược tài chính:
 - Tăng đòn bẩy tài chính thúc đẩy công ty tăng trưởng nhanh hơn và có ROE cao hơn
 - Tăng đòn bẩy tài chính làm tăng chi phí gắn liền với rủi ro khủng hoảng tài chính và làm mất tính linh hoạt của chính sách tài chính

TĂNG TRƯỞNG VÀ DỰ BÁO

- Có thể sử dụng tỷ lệ tăng trưởng quá khứ làm chỉ báo cho tỷ lệ tăng trưởng trong tương lai nhưng cần có điều chỉnh thích hợp
 - Ví dụ: Công ty ABC đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 5 năm trước là 10%
- > Có thể sử dụng mức tăng bình quân trong quá khứ này làm xuất phát điểm cho mức tăng trưởng dự báo nhưng cần có điều chỉnh theo từng tình huống cụ thể nếu cần

TĂNG TRƯỞNG VÀ DỰ BÁO

- Trường hợp 1: Sự tăng trưởng đạt được trong 5 năm qua chủ yếu nhờ chiến lược mua lại công ty. Ban quản lý cho biết sẽ không có kế hoạch mua lại trong tương lai do không nhận thấy cơ hội rõ rệt nào -> điều chỉnh giảm mức dự báo
- Trường hợp 2: Mức tăng trưởng trong quá khứ chủ yếu đạt được nhờ chiến lược đẩy mạnh tiêu thụ của khách hàng hiện tại. Trong 5 năm tới, doanh nghiệp có kế hoạch mở rộng mạng lưới cửa hàng trên toàn quốc bên cạnh việc tiếp tục củng cố thị trường hiện tại -> điều chỉnh tăng mức dự báo