

# **HỆ THỐNG TIÊU CHUẨN THẨM ĐỊNH GIÁ VIỆT NAM**

## **TIÊU CHUẨN THẨM ĐỊNH GIÁ VIỆT NAM SỐ 10**

### **Cách tiếp cận từ thu nhập**

(Ký hiệu: TĐGVN 10)

*(Ban hành kèm theo Thông tư số 126/2015/TT-BTC*

*ngày 20/8/2015 của Bộ Tài chính)*

## **I. QUY ĐỊNH CHUNG**

1. Phạm vi điều chỉnh: Tiêu chuẩn này quy định và hướng dẫn thực hiện cách tiếp cận từ thu nhập trong quá trình thẩm định giá đối với tất cả các loại tài sản. Trường hợp có Tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam áp dụng riêng cho một nhóm tài sản cụ thể thì áp dụng theo Tiêu chuẩn thẩm định giá riêng đó.

2. Đối tượng áp dụng: Thẩm định viên về giá hành nghề (sau đây gọi chung là thẩm định viên), doanh nghiệp thẩm định giá, các tổ chức và cá nhân khác thực hiện hoạt động thẩm định giá theo quy định của Luật Giá và các quy định khác của pháp luật có liên quan.

3. Khách hàng thẩm định giá và bên thứ ba sử dụng kết quả thẩm định giá (nếu có) theo hợp đồng thẩm định giá đã ký kết phải có những hiểu biết cần thiết về các quy định trong tiêu chuẩn này để hợp tác với doanh nghiệp thẩm định giá trong quá trình thẩm định giá.

### **4. Giải thích từ ngữ**

*Cách tiếp cận từ thu nhập* là cách thức xác định giá trị của tài sản thông qua việc quy đổi dòng tiền trong tương lai có được từ tài sản về giá trị hiện tại.

*Phương pháp vốn hóa trực tiếp* là phương pháp thẩm định giá xác định giá trị của tài sản thẩm định giá dựa trên cơ sở quy đổi dòng thu nhập thuần ổn định hàng năm dự kiến có được từ tài sản về giá trị hiện tại thông qua việc sử dụng tỷ suất vốn hóa phù hợp. Phương pháp vốn hóa trực tiếp thuộc cách tiếp cận từ thu nhập.

*Phương pháp dòng tiền chiết khấu* là phương pháp thẩm định giá xác định giá trị của tài sản thẩm định giá dựa trên cơ sở quy đổi các dòng tiền trong tương lai dự kiến có được từ tài sản về giá trị hiện tại thông qua việc sử dụng tỷ suất chiết khấu phù hợp. Phương pháp dòng tiền chiết khấu thuộc cách tiếp cận từ thu nhập.

*Tỷ suất vốn hóa* là tỷ suất phản ánh mối quan hệ giữa thu nhập hoạt động thuần dự kiến có được trong một năm và giá trị của tài sản.

*Tỷ suất chiết khấu* là tỷ suất được sử dụng để chuyển đổi dòng thu nhập trong tương lai về giá trị hiện tại. Tỷ suất chiết khấu không chỉ phản ánh giá trị thời gian của tiền mà còn phản ánh rủi ro trong việc tạo ra thu nhập từ tài sản thẩm định giá.

*Giá trị tài sản cuối kỳ dự báo* là giá trị dự kiến của tài sản tại thời điểm kết thúc giai đoạn dự báo dòng tiền chiết khấu (vào thời điểm cuối kỳ phân tích dòng tiền chiết khấu). Nếu tài sản được bán thanh lý vào cuối kỳ dự báo, thì giá trị thanh lý là giá trị của tài sản tại thời điểm cuối kỳ dự báo.

## II. NỘI DUNG TIÊU CHUẨN

1. Cách tiếp cận từ thu nhập có thể được sử dụng để xác định giá trị tài sản thẩm định giá theo cơ sở giá trị thị trường hoặc phi thị trường.

Để xác định giá trị thị trường, việc áp dụng cách tiếp cận thu nhập cần phản ánh được đặc điểm của đa số đối tượng tham gia thị trường tài sản thẩm định giá. Cụ thể: thu nhập thuần, chi phí hoạt động, tỷ suất vốn hóa, tỷ suất chiết khấu và các dữ liệu đầu vào khác cần được đánh giá trên cơ sở khảo sát thị trường trong quá khứ của tài sản thẩm định, dự đoán tương lai, xem xét tình hình cung – cầu, triển vọng phát triển của thị trường ngành, lĩnh vực và các yếu tố khác ảnh hưởng đến việc dự báo. Thẩm định viên cũng cần xác định mục đích sử dụng tài sản để đáp ứng nguyên tắc sử dụng tốt nhất và hiệu quả nhất.

Để xác định giá trị phi thị trường, việc áp dụng cách tiếp cận thu nhập cần phản ánh được các đặc điểm đặc thù của đối tượng sử dụng đặc biệt hoặc tính năng sử dụng đặc biệt của tài sản thẩm định. Ví dụ: Thẩm định viên có thể áp dụng tỷ suất vốn hóa hoặc tỷ suất chiết khấu mà chỉ riêng tài sản thẩm định có được do những đặc điểm khác biệt của tài sản hoặc tiêu chí đầu tư đặc biệt của nhà đầu tư.

2. Cách tiếp cận thu nhập dựa trên nguyên tắc tài sản có giá trị vì tạo ra thu nhập cho người chủ sở hữu. Giữa giá trị tài sản và thu nhập mang lại từ việc sử dụng tài sản có mối quan hệ trực tiếp, vì vậy nếu những yếu tố khác không đổi, thu nhập mang lại từ tài sản cho người sở hữu càng lớn thì giá trị của tài sản càng cao. Cách tiếp cận thu nhập được áp dụng đối với các tài sản tạo ra thu nhập cho người sở hữu, có thể dự báo được thu nhập từ tài sản trong tương lai và tính được tỷ suất vốn hóa hoặc tỷ suất chiết khấu phù hợp.

Cách tiếp cận thu nhập gồm hai phương pháp chính: Phương pháp vốn hóa trực tiếp và Phương pháp dòng tiền chiết khấu. Trong đó:

- Phương pháp vốn hóa trực tiếp được áp dụng trong trường hợp thu nhập từ tài sản là tương đối ổn định (không đổi hoặc thay đổi theo một tỷ lệ nhất định) trong suốt thời gian sử dụng hữu ích còn lại (được tính bằng tuổi đời kinh tế còn lại) của tài sản hoặc vĩnh viễn.

- Phương pháp dòng tiền chiết khấu được áp dụng trong trường hợp thu nhập từ tài sản biến đổi qua các giai đoạn khác nhau (không ổn định), ví dụ như trường hợp một doanh nghiệp vừa bắt đầu hoạt động hoặc một công trình mới bắt đầu xây dựng.

### 3. Phương pháp vốn hóa trực tiếp

a) Công thức :

$$V = \frac{I}{R}$$

Trong đó: V: Giá trị tài sản thẩm định giá

I : Thu nhập hoạt động thuần

R : Tỷ suất vốn hoá

b) Các bước tiến hành:

Bước 1: Ước tính thu nhập hoạt động thuần do tài sản mang lại

Bước 2: Xác định tỷ suất vốn hoá

Bước 3: Áp dụng công thức vốn hoá trực tiếp.

### 4. Xác định thu nhập hoạt động thuần từ tài sản (I):

Công thức xác định thu nhập hoạt động thuần:

Thu nhập hoạt động thuần	=	Tổng thu nhập tiềm năng	-	Thất thu do không sử dụng hết 100% công suất và do rủi ro thanh toán	-	Chi phí hoạt động
--------------------------	---	-------------------------	---	--	---	-------------------

Thẩm định viên xác định tổng thu nhập tiềm năng, thất thu, chi phí hoạt động thông qua các thông tin điều tra khảo sát trên thị trường của các tài sản tương tự, có tham khảo thu nhập và chi phí hoạt động trong quá khứ của tài sản thẩm định giá, xem xét tình hình cung – cầu, triển vọng phát triển của thị trường ngành, lĩnh vực và các yếu tố khác ảnh hưởng đến việc dự báo tổng thu nhập tiềm năng, thất thu, chi phí hoạt động dự kiến của tài sản thẩm định giá.

- Tổng thu nhập tiềm năng

Tổng thu nhập tiềm năng là tổng số các khoản thu nhập ổn định, hàng năm có được từ việc khai thác hết công suất tài sản. Ví dụ: Đối với một tòa nhà văn phòng cho thuê, các khoản thu nhập tiềm năng có thể có được từ việc cho thuê văn phòng, kho bãi, trông giữ xe và các khoản thu nhập tiềm năng khác. Đối với một thiết bị cụ thể, các khoản thu nhập tiềm năng có thể có được từ việc cho nhà đầu tư khác thuê, bán các sản phẩm được tạo ra từ thiết bị đó hoặc các khoản thu nhập tiềm năng khác.

- Thất thu không sử dụng hết 100% công suất và do rủi ro thanh toán:

$$\frac{\text{Tổng thất thu không sử dụng hết 100\% công suất và do rủi ro thanh toán}}{\text{Tổng thu nhập tiềm năng}} = \text{Tỷ lệ thất thu}$$

Tỷ lệ thất thu được ước tính từ việc thu thập và phân tích thông tin của các tài sản tương tự trên thị trường.

- Chi phí hoạt động: là những chi phí hàng năm cần thiết cho việc duy trì dòng thu nhập từ tài sản, bao gồm các chi phí phải trả dù có nhận được hay không nhận được thu nhập từ tài sản, chi phí phải trả tùy thuộc mức độ thu nhập nhận được và một số chi phí khác. Chi phí hoạt động không bao gồm khoản hoàn trả tiền vay (vốn và lãi), khấu hao, thuế thu nhập doanh nghiệp (nếu có).

Đối với bất động sản, các khoản chi phí hoạt động có thể bao gồm chi phí về thuế sử dụng đất phi nông nghiệp; chi phí về bảo hiểm nhà cửa; chi phí quản lý; chi phí điện, nước, gas, dọn vệ sinh; chi phí duy tu; chi phí trông coi; khoản phí bảo dưỡng định kỳ; chi phí hoạt động khác. Trong đó khoản phí bảo dưỡng định kỳ là khoản chi phí bình quân hàng năm (định kỳ) cho việc sửa chữa, thay thế các bộ phận cấu thành trong toàn bộ tuổi đời của tài sản. Ví dụ: mái nhà của một ngôi nhà cần được thay thế sau 20 năm sử dụng thì khoản phí thay thế định kỳ là 1/20 chi phí thay mái nhà, trong đó chi phí thay mái nhà được ước tính tại thời điểm sau 20 năm và chiết khấu về hiện tại.

Đối với máy, thiết bị, các khoản chi phí hoạt động bao gồm chi phí bán hàng, chi phí quản lý chung, chi phí tiền thuê, chi phí bảo hiểm, chi phí hoạt động khác.

Ví dụ về cách xác định thu nhập hoạt động thuần tại Phụ lục số 01 ban hành kèm theo Tiêu chuẩn này.

## 5. Xác định tỷ suất vốn hoá (R)

Tỷ suất vốn hóa được xác định thông qua 03 phương pháp: Phương pháp so sánh, Phương pháp phân tích vốn vay – vốn đầu tư và Phương pháp phân tích khả năng thanh toán nợ.

### 5.1. Phương pháp so sánh

a) Phương pháp so sánh xác định tỷ suất vốn hóa áp dụng cho tài sản cần thẩm định giá bằng cách so sánh, rút ra từ những tỷ suất vốn hóa của các tài sản tương tự trên thị trường.

Để áp dụng phương pháp này, thẩm định viên cần phải điều tra, khảo sát thông tin của ít nhất 03 tài sản so sánh trên thị trường, bao gồm các thông tin về giá giao dịch, mục đích sử dụng, điều khoản tài chính, điều kiện thị trường tại thời điểm bán,

đặc điểm của người mua, thu nhập hoạt động, chi phí hoạt động, tỷ lệ thất thu do không sử dụng hết 100% công suất, rủi ro thanh toán và các yếu tố liên quan khác. Trong trường hợp các tài sản so sánh có các yếu tố khác biệt với tài sản thẩm định giá thì cần tiến hành điều chỉnh các yếu tố khác biệt này.

Cách tính thu nhập hoạt động thuần, chi phí hoạt động áp dụng với các tài sản so sánh phải thống nhất với cách tính áp dụng với tài sản thẩm định. Giá giao dịch của tài sản so sánh phải phản ánh được điều kiện thị trường hiện tại cũng như điều kiện thị trường tương lai tương tự như của tài sản thẩm định giá.

b) Phương pháp so sánh xác định tỷ suất vốn hóa theo 02 cách:

- Cách 1: Xác định tỷ suất vốn hóa trên cơ sở thu nhập hoạt động thuần và giá giao dịch của các tài sản so sánh.

$$\text{Tỷ suất vốn hóa (R)} = \frac{\text{Thu nhập hoạt động thuần}}{\text{Giá bán}}$$

- Cách 2: Xác định tỷ suất vốn hóa trên cơ sở thu nhập hiệu quả của các tài sản so sánh và giá giao dịch của các tài sản so sánh.

$$\text{Tỷ suất vốn hóa (R)} = \frac{1 - \text{Tỷ lệ chi phí hoạt động}}{\text{Số nhân thu nhập hiệu quả}}$$

Trong đó:

$$\text{Tỷ lệ chi phí hoạt động} = \frac{\text{Chi phí hoạt động}}{\text{Tổng thu nhập hiệu quả}}$$

$$\text{Số nhân thu nhập hiệu quả} = \frac{\text{Giá bán của tài sản so sánh}}{\text{Tổng thu nhập hiệu quả của tài sản so sánh}}$$

$$\text{Tổng thu nhập hiệu quả} = \text{Tổng thu nhập tiềm năng} - \text{Thất thu do không sử dụng hết 100\% công suất và do rủi ro thanh toán}$$

Tỷ lệ chi phí hoạt động có thể xác định được thông qua khảo sát điều tra các tài sản tương tự trên thị trường. Thẩm định viên có thể xác định tỷ lệ chi phí hoạt động và số nhân thu nhập hiệu quả thông qua điều tra ít nhất 03 tài sản tương tự trên thị trường để tổng hợp, rút ra tỷ suất vốn hóa áp dụng cho tài sản thẩm định giá.

Phương pháp so sánh theo Cách 2 thường được áp dụng trong trường hợp không thu thập được các dữ liệu yêu cầu như cách tính trên, thẩm định viên có thể xác định tỷ suất vốn hóa dựa trên mối quan hệ tỷ lệ giữa tỷ lệ chi phí hoạt động và số nhân thu nhập.

## 5.2. Phương pháp phân tích vốn vay – vốn sở hữu

Phương pháp phân tích vốn vay – vốn sở hữu xác định tỷ suất vốn hóa căn cứ vào bình quân gia quyền của hệ số vốn hóa tiền vay  $R_m$  và Tỷ suất vốn hóa vốn sở hữu  $R_e$ , trong đó quyền số là tỷ trọng vốn huy động từ các nguồn khác nhau đầu tư vào tài sản.

Phương pháp này áp dụng đối với các tài sản được đầu tư bởi nguồn vốn sở hữu và nguồn vốn vay, thẩm định viên phải thu thập được những thông tin liên quan đến 02 nguồn này bao gồm: tỷ lệ vốn sở hữu, tỷ lệ vốn vay, kỳ hạn thanh toán, số kỳ thanh toán, lãi vay, sự kỳ vọng của nhà đầu tư từ khoản đầu tư, khả năng thu hồi vốn đầu tư và các yếu tố khác liên quan.

$$R = M \times R_m + (1-M) \times R_e$$

R : tỷ suất vốn hóa

M: tỷ lệ % vốn vay trên tổng vốn đầu tư

(1-M): tỷ lệ % vốn sở hữu trên tổng vốn đầu tư

$R_m$ : hệ số vốn hóa tiền vay

$R_e$ : tỷ suất vốn hóa vốn sở hữu

Trong đó:

- Hệ số vốn hóa tiền vay  $R_m$  là tỷ lệ khoản thanh toán nợ hàng năm (bao gồm cả vốn và lãi) trên vốn vay gốc. Hệ số vốn hóa tiền vay được tính bằng cách nhân khoản thanh toán mỗi kỳ (bao gồm cả gốc và lãi) với số kỳ phải thanh toán trong năm và chia cho số tổng số tiền vay gốc.

Ví dụ về cách xác định hệ số vốn hóa tiền vay  $R_m$  tại Phụ lục số 01 ban hành kèm theo Tiêu chuẩn này.

- Tỷ suất vốn hóa vốn sở hữu  $R_e$  là tỷ suất dùng để vốn hóa thu nhập từ vốn sở hữu. Tỷ suất vốn hóa vốn sở hữu  $R_e$  được tính bằng cách chia lợi nhuận vốn chủ sở hữu hàng năm chia cho tổng số vốn sở hữu. Cách xác định tỷ suất vốn hóa vốn sở hữu thường được xác định thông qua khảo sát trên thị trường, phân tích thông tin của các tài sản so sánh.

## 5.3. Phương pháp phân tích khả năng thanh toán nợ

Phương pháp phân tích khả năng thanh toán nợ xác định tỷ suất vốn hóa căn cứ vào tỷ lệ % vốn vay trên tổng vốn đầu tư M, hệ số vốn hóa tiền vay  $R_m$  và tỷ lệ khả năng hoàn trả nợ DCR.

Phương pháp này áp dụng đối với các tài sản được đầu tư bởi nguồn vốn sở hữu và nguồn vốn vay, thẩm định viên phải thu thập được các thông tin liên quan đến khả năng thanh toán của nhà đầu tư, điều kiện/điều khoản cho vay, tỷ lệ cho

vay, kỳ hạn thanh toán, số kỳ thanh toán, lãi vay, thu nhập hoạt động thuần và các yếu tố khác liên quan.

$$\text{Tỷ suất vốn hóa (R)} = M \times R_m \times \text{DCR}$$

Trong đó:

$$\text{DCR} = \frac{\text{Thu nhập hoạt động thuần}}{\text{Khoản thanh toán nợ hàng năm}}$$

$$\text{Khoản thanh toán nợ hàng năm} = \text{Khoản thanh toán mỗi kỳ} \times \text{Số kỳ phải thanh toán trong năm}$$

Khoản thanh toán mỗi kỳ bao gồm cả phần gốc và lãi phải trả mỗi kỳ.

Ví dụ về cách xác định tỷ suất vốn hóa xem Phụ lục số 01 ban hành kèm theo Tiêu chuẩn này.

## 6. Phương pháp dòng tiền chiết khấu (DCF)

### a) Công thức:

- Trường hợp dòng tiền không đều:

$$V = CF_0 + \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{V_n}{(1+r)^n}$$

- Trường hợp dòng tiền đều:

$$V = CF_0 + CF \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t} + \frac{V_n}{(1+r)^n}$$

Trong đó:

V : Giá trị thị trường của tài sản

$CF_t$  : Dòng tiền năm thứ t

CF : Dòng tiền phát sinh đều đặn hàng năm

$CF_0$ : Dòng tiền phát sinh tại thời điểm bắt đầu giai đoạn dự báo dòng tiền. (Tại thời điểm này có thể chưa phát sinh thu nhập từ tài sản nhưng có thể đã phát sinh chi phí đầu tư ban đầu)

$V_n$ : Giá trị tài sản cuối kỳ dự báo

n : Giai đoạn dự báo dòng tiền trong tương lai

r : Tỷ suất chiết khấu

t : Năm dự báo

### b) Các bước tiến hành:

Bước 1: Xác định giai đoạn dự báo dòng tiền trong tương lai.

Bước 2: Ước tính dòng tiền thuần trên cơ sở ước tính thu nhập từ tài sản và ước tính chi phí liên quan đến việc khai thác, vận hành tài sản.

Bước 3: Ước tính giá trị tài sản cuối kỳ dự báo.

Bước 4: Ước tính tỷ suất chiết khấu thích hợp.

Bước 5: Xác định giá trị tài sản bằng công thức nêu trên.

c) Xác định giai đoạn dự báo dòng tiền trong tương lai (n):

Giai đoạn dự báo dòng tiền trong tương lai được xác định trên cơ sở cân nhắc các yếu tố sau:

- Trong trường hợp dòng tiền biến động không ổn định, giai đoạn dự báo dòng tiền trong tương lai không nên quá dài để có thể ước tính tương đối chính xác các biến động của dòng tiền trong tương lai.

- Giai đoạn dự báo dòng tiền trong tương lai cần đủ dài để doanh nghiệp hoặc tài sản cần thẩm định giá đạt đến mức thu nhập tương đối ổn định.

- Tuổi đời kinh tế của tài sản thẩm định giá.

- Giai đoạn dự định nắm giữ tài sản thẩm định giá.

Việc xác định giai đoạn dự báo dòng tiền trong tương lai cần căn cứ vào mục đích thẩm định giá, đặc trưng của tài sản thẩm định giá, các thông tin thu thập được và cơ sở giá trị của tài sản thẩm định giá. Ví dụ: Trường hợp mục đích thẩm định giá là để xác định giá trị đầu tư của tài sản thì giai đoạn dự định nắm giữ tài sản là căn cứ được ưu tiên khi xác định giai đoạn dự báo dòng tiền trong tương lai. Trường hợp tuổi đời kinh tế còn lại của tài sản thẩm định giá là tương đối ngắn thì giai đoạn dự báo dòng tiền có thể là toàn bộ tuổi đời kinh tế còn lại của tài sản thẩm định giá.

d) Ước tính thu nhập từ tài sản:

Thu nhập từ tài sản là các khoản tiền mà nhà đầu tư nhận được từ việc đầu tư vào tài sản. Việc ước tính thu nhập được dựa trên cơ sở: Đặc điểm kinh tế - kỹ thuật của tài sản thẩm định; thu nhập trong quá khứ của tài sản thẩm định và/hoặc thu nhập của tài sản tương tự; thị trường ngành, lĩnh vực và các yếu tố khác ảnh hưởng đến việc dự báo tổng thu nhập.

đ) Ước tính chi phí liên quan đến việc khai thác tài sản:

Chi phí liên quan đến việc khai thác tài sản bao gồm các loại chi phí cần thiết cho việc duy trì thu nhập từ việc khai thác tài sản. Việc ước tính chi phí được dựa trên cơ sở: Đặc điểm kinh tế - kỹ thuật của tài sản thẩm định; chi phí trong quá khứ của tài sản thẩm định và/hoặc chi phí của tài sản tương tự; thị trường ngành, lĩnh vực và các yếu tố khác ảnh hưởng đến việc dự báo chi phí.



Thông tin thu thập được để xác định dòng tiền có thể là thu nhập hoạt động thuần, tổng thu nhập tiềm năng, tổng thu nhập hiệu quả, tùy thuộc vào thông tin, dữ liệu thu thập được.

Trong trường hợp tài sản thẩm định giá được sử dụng bởi doanh nghiệp thì dòng tiền thuần là dòng tiền trước khi khấu trừ thuế thu nhập doanh nghiệp. Trong trường hợp thẩm định giá trị doanh nghiệp thì giá trị doanh nghiệp được xác định trên cơ sở dòng thu nhập sau thuế.

e) Ước tính giá trị cuối kỳ dự báo ( $V_n$ ):

Trong trường hợp tài sản thẩm định giá được tiếp tục sử dụng hoặc doanh nghiệp được kỳ vọng sẽ tiếp tục hoạt động sau khi kết thúc giai đoạn dự báo (hay kỳ dự báo), thẩm định viên cần xác định phần giá trị tại thời điểm này của tài sản hoặc doanh nghiệp. Giá trị cuối kỳ dự báo có thể coi là giá trị thị trường của tài sản hoặc doanh nghiệp cuối kỳ dự báo. Trong trường hợp giá trị đầu tư, giá trị cuối kỳ dự báo cần phản ánh giá trị còn lại đối với nhà đầu tư cụ thể tiếp tục nắm giữ tài sản sau giai đoạn dự báo.

Giá trị tài sản cuối kỳ dự báo có thể là giá trị thanh lý tài sản tại thời điểm cuối kỳ dự báo; trong trường hợp tài sản được tiếp tục sử dụng trong các năm tiếp theo của năm cuối kỳ dự báo thì giá trị tài sản cuối kỳ dự báo được xác định bằng cách sử dụng tỷ suất vốn hóa thích hợp để vốn hóa số tiền dự kiến có được từ việc tiếp tục sử dụng này. Tỷ suất vốn hóa này được căn cứ trên tỷ suất chiết khấu của tài sản tại thời điểm cuối kỳ dự báo, đặc điểm của tài sản và dự báo triển vọng của thị trường tại thời điểm đó.

Tuy nhiên, đối với một số tài sản cụ thể có thể có trường hợp giá trị tài sản cuối kỳ dự báo có ít hoặc không có mối liên hệ với dòng tiền trước thời điểm cuối kỳ dự báo, ví dụ một giếng dầu sau khi hết giai đoạn khai thác có thể không còn hoặc có rất ít giá trị sử dụng.

Trong thẩm định giá doanh nghiệp, việc ước tính giá trị tài sản cuối kỳ dự báo được xác định dựa vào mô hình tăng trưởng của doanh nghiệp. Trong trường hợp doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng đều đặn là  $g$  trong các năm tiếp theo của kỳ dự báo, tỷ suất chiết khấu trong giai đoạn cuối của kỳ dự báo là  $r$ , công thức tính giá trị cuối kỳ dự báo là:

$$V_n = \frac{CF_n \times (1 + g)}{r - g}$$

Trong đó:  $CF_n$ : Dòng tiền năm thứ  $n$

$V_n$ : Giá trị tài sản cuối kỳ dự báo

$n$ : Thời gian đầu tư dự kiến

$r$  : Tỷ suất chiết khấu

$g$  : Tốc độ tăng trưởng đều đặn sau kỳ dự báo.

Ví dụ về cách tính giá trị cuối kỳ dự báo hướng dẫn Phụ lục số 02 ban hành kèm theo Tiêu chuẩn này.

g) Ước tính tỷ suất chiết khấu ( $r$ ):

Tỷ suất chiết khấu cần phản ánh được giá trị biến đổi theo thời gian của tiền tệ và các rủi ro liên quan đến dòng thu nhập dự kiến có được trong tương lai từ việc sử dụng tài sản thẩm định giá.

Việc xác định tỷ suất chiết khấu phụ thuộc vào cơ sở giá trị, loại tài sản thẩm định giá và các dòng tiền được xem xét. Trong trường hợp ước tính giá trị thị trường, tỷ suất chiết khấu cần phản ánh rủi ro đối với đa số đối tượng tham gia thị trường. Trong trường hợp ước tính giá trị đầu tư, tỷ suất chiết khấu cần phản ánh tỷ lệ lợi nhuận kỳ vọng của nhà đầu tư cụ thể và rủi ro của khoản đầu tư này.

Tỷ suất chiết khấu được ước lượng thông qua các thông tin từ thị trường của các tài sản tương tự, có thể là tỷ suất sinh lời trung bình của các loại tài sản đó trên thị trường theo phương pháp thống kê.

Trong trường hợp tài sản thẩm định giá đang được vận hành và khai thác bởi một doanh nghiệp thì có thể cân nhắc sử dụng chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền (WACC) của doanh nghiệp để làm tỷ suất chiết khấu.

Công thức tính WACC:

$$WACC = \frac{E}{E+D} \times R_e + \frac{D}{E+D} \times R_d \times (1 - T_c)$$

Trong đó:

WACC: Chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền

E: Vốn sở hữu

D: Vốn vay

$R_e$ : Chi phí vốn sở hữu

$R_d$ : Chi phí vốn vay

$T_c$ : Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

Ngoài ra, đối với thẩm định giá doanh nghiệp, thẩm định viên có thể xác định tỷ suất chiết khấu dựa trên công thức sau:

Tỷ suất chiết khấu = Tỷ suất lợi nhuận không rủi ro + Tỷ lệ rủi ro (nếu có)

Trong đó:

- Tỷ suất lợi nhuận không rủi ro được xác định trên cơ sở lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm (hoặc trái phiếu chính phủ kỳ hạn dài nhất tại thời điểm thẩm định giá).

- Tỷ lệ rủi ro được xác định trên cơ sở đánh giá tỷ lệ rủi ro của thị trường giao dịch của nhóm, loại doanh nghiệp cần thẩm định giá và tỷ lệ rủi ro đối với doanh nghiệp cần thẩm định giá.

Ví dụ về phương pháp vốn hóa trực tiếp và phương pháp dòng tiền chiết khấu xem phụ lục số 02 kèm theo tiêu chuẩn này./.

**KT. BỘ TRƯỞNG  
THỦ TRƯỞNG**



**Trần Văn Hiếu**

## Phụ lục số 01

### VÍ DỤ VỀ XÁC ĐỊNH TỶ SUẤT CHIẾT KHẤU VÀ TỶ SUẤT VỐN HÓA

(Ban hành kèm theo Tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam số 10)

Các ví dụ đã được giản lược và chỉ mang tính chất minh họa.

#### 1. Xác định thu nhập ròng từ cho thuê tài sản

Một chung cư gồm có :

- 20 căn hộ, mỗi căn hộ có 01 phòng ngủ, được cho thuê với giá 8.000.000 đồng/tháng/căn hộ;

- 20 căn hộ, mỗi căn hộ có 02 phòng ngủ, được cho thuê với giá 12.000.000 đồng/tháng/căn hộ.

- Tổng thu nhập tiềm năng từ chung cư đó là:

Căn hộ một phòng ngủ =  $20 \times 8.000.000 \times 12$  tháng = 1.920.000.000 (đồng)

Căn hộ hai phòng ngủ =  $20 \times 12.000.000 \times 12$  tháng = 2.880.000.000 (đồng)

Tổng thu nhập tiềm năng từ cho thuê = 4.800.000.000 (đồng)

- Xác định tỷ lệ tổn thất do phòng trống và khách thuê nợ khó đòi:

Qua điều tra thị trường lân cận có 03 chung cư tương tự có các tỷ lệ phòng có khách thuê và trống như sau:

Chung cư	Số căn hộ	Số căn hộ có khách thuê	Số căn hộ bỏ trống	Tỷ lệ trống (%)
A	32	29	3	9,4
B	35	31	3	8,6
C	22	20	2	9,1

Như vậy tỷ lệ phòng trống phổ biến là 9,0%

Qua điều tra thị trường tỷ lệ tổn thất do khách thuê nợ khó đòi là 1,0% của tổng thu nhập tiềm năng.

Do đó tổng thu nhập hiệu quả từ chung cư cần định giá là:

$4.800.000.000 - (4.800.000.000 \times 10\%) = 4.320.000.000$  (đồng)

- Xác định chi phí vận hành: Qua điều tra thị trường lân cận có 03 chung cư tương tự có chi phí duy tu vận hành như sau:

Chung cư	Tổng thu nhập hiệu quả	Chi phí	Tỷ lệ chi phí/Tổng thu nhập hiệu quả (%)
A	3.190.000.000	1.116.500.000	35,0
B	4.120.000.000	1.425.520.000	34,6
C	3.360.000.000	1.209.600.000	36,0
Chi phí vận hành của chung cư cần định giá		$4.320.000.000 \times (0,35+0,346+0,36)/3 = 1.520.640.000$ (đồng)	

Thu nhập ròng từ hoạt động cho thuê chung cư là:

$$4.320.000.000 - 1.520.640.000 = 2.799.360.000 \text{ (đồng)}$$

## 2. Xác định tỷ suất vốn hóa

### 2.1. Phương pháp so sánh

#### a) Ví dụ 1:

Giả sử có 03 tài sản tương đồng nhau và tương đồng với tài sản thẩm định, có cùng cách tính thu nhập hoạt động thuần, các điều khoản tài chính và điều khoản thị trường không ảnh hưởng đến giá cả của các tài sản so sánh. Dữ liệu thu thập cho mỗi tài sản cụ thể như sau:

	A	B	C
Giá bán (triệu đồng)	38.000	40.000	42.000
Thu nhập hoạt động thuần (NOI)	7.000	7.500	7.800
Tỷ suất vốn hóa (Thu nhập thuần/Giá bán)	0,1842	0,1875	0,1857

Với các điều kiện ở giả thiết, tỷ suất vốn hóa áp dụng cho tài sản thẩm định là:  
 $(0,1842 + 0,1875 + 0,1857) : 3 = 0,1858$

#### b) Ví dụ 2:

Giả sử có 03 tài sản tương đồng nhau và tương đồng với tài sản thẩm định, có cùng cách tính tổng thu nhập hiệu quả, chi phí hoạt động, các điều khoản tài chính và điều khoản thị trường không ảnh hưởng đến giá cả của các tài sản so sánh. Dữ liệu thu thập cho mỗi tài sản cụ thể như sau:

	A	B	C
Giá bán (triệu đồng)	38.000	40.000	42.000
Tổng thu nhập hiệu quả (triệu đồng)	15.000	17.000	18.000
Số nhân thu nhập hiệu quả	2,5333	2,3529	2,3333

(Giá bán/Tổng thu nhập hiệu quả)			
Tỷ lệ chi phí hoạt động (Chi phí hoạt động/Tổng thu nhập hiệu quả)	0,5333	0,5882	0,6111
Tỷ suất vốn hóa ((1-Tỷ lệ chi phí hoạt động)/Số nhân thu nhập hiệu quả)	0,1842	0,175	0,1667

Với các điều kiện ở giả thiết, mức độ tin cậy của thông tin là đồng đều giữa các tài sản so sánh, tỷ suất vốn hóa áp dụng cho tài sản thẩm định là:

$$(0,1842 + 0,175 + 0,1667) : 3 = 0,1753$$

## 2.2. Phương pháp đầu tư

Trong phương pháp này, tỷ suất vốn hóa bằng bình quân gia quyền của các lãi suất từ các nguồn huy động vốn khác nhau đầu tư vào tài sản.

### a) Ví dụ 1:

Giả sử cần đầu tư vào một tài sản một khoản đầu tư trị giá 100 tỷ đồng. Trong đó 66% tổng vốn đầu tư là từ vốn vay ngân hàng với hệ số vốn hóa tiền vay 13%/năm; 34% tổng vốn đầu tư là từ vốn do nhà đầu tư bỏ ra với tỷ suất vốn hóa vốn sở hữu là 8%/năm. Tính tỷ suất vốn hóa?

#### Lời giải:

- Tỷ lệ % vốn vay trên tổng vốn đầu tư:  $M = 66\%$
- Tỷ lệ % vốn sở hữu trên tổng vốn đầu tư:  $(1 - M) = 34\%$
- Tỷ suất vốn hóa:

$$R = M \times R_m + (1-M) \times R_c = 66\% \times 13\% + 34\% \times 8\% = 11,3\%$$

### b) Ví dụ 2:

Giả sử cần đầu tư vào một tài sản số vốn đầu tư là 1.000 tỷ đồng. Trong đó 66% tổng số vốn đầu tư là phần vốn được vay từ ngân hàng theo hình thức trả góp đều hàng tháng, lãi tính trên dư nợ giảm dần hàng tháng với lãi suất 13,5%/năm, thời gian thanh toán 25 năm; 34% tổng số vốn đầu tư là từ vốn do nhà đầu tư bỏ ra với tỷ suất vốn hóa vốn sở hữu là 8%/năm (rút ra từ thị trường, phân tích các tài sản so sánh). Tính tỷ suất vốn hóa?

#### Lời giải:

##### (1) Xác định hệ số vốn hóa tiền vay

- Số kỳ phải thanh toán trong 25 năm là:  $n = 25 \times 12 = 300$
- Lãi suất mỗi kỳ là:  $i = 13,5\% : 12 = 0,01125 = 1,125\%$
- Khoản thanh toán mỗi kỳ là:

$$PV \times \frac{i \times (1+i)^n}{(1+i)^n - 1} = 660 \times \frac{0,01125(1+0,01125)^{300}}{(1+0,01125)^{300} - 1} = 660 \times 0,11656 = 7,693 \text{ (tỷ đồng)}$$

(Trong trường hợp này PV là khoản vay)

- Khoản thanh toán nợ hàng năm là:  $7,693 \times 12 = 92,316$  (tỷ đồng)

- Hệ số vốn hóa tiền vay là:  $(92,316 / 660) \times 100\% = 13,99\%$

(2) Xác định tỷ suất vốn hóa

- Tỷ lệ % vốn vay trên tổng vốn đầu tư: 66%

- Tỷ lệ % vốn sở hữu trên tổng vốn đầu tư: 34%

- Tỷ suất vốn hóa:

$$66\% \times 13,99\% + 34\% \times 8\% = 11,95\%$$

### 2.3. Phương pháp phân tích khả năng thanh toán nợ

Xác định tỷ suất vốn hóa của tài sản nhằm định biết rằng tài sản có thu nhập hoạt động thuần hàng năm dự kiến là 100 tỷ đồng, ngân hàng cho vay 75% trên tổng giá trị tài sản theo hình thức trả góp đều hàng tháng, lãi tính trên dư nợ giảm dần hàng tháng với lãi suất vay hàng năm là 9%, thời hạn vay là 20 năm. Ngân hàng ước tính Tỷ lệ khả năng hoàn trả nợ vay (DCR) của nhà đầu tư là 1,2.

Lời giải:

(1) Xác định hệ số vốn hóa tiền vay:

- Số kỳ phải thanh toán trong 20 năm là:  $20 \times 12 = 240$

- Lãi suất mỗi kỳ là:  $i = 9\% : 12 = 0,0075$

- Khoản thanh toán mỗi kỳ là:

$$PV \times \frac{0,0075(1+0,0075)^{240}}{(1+0,0075)^{240} - 1} = PV \times 0,008997$$

(Trong trường hợp này PV là khoản vay)

- Khoản thanh toán nợ hàng năm là:

$$PV \times 0,008997 \times 12 = PV \times 0,107964$$

- Hệ số vốn hóa tiền vay:

$$R_m = (PV \times 0,107964) : PV = 0,107964$$

(2) Xác định tỷ suất vốn hóa

$$R = 0,75 \times 0,107964 \times 1,2 = 0,09717$$

**Phụ lục số 02**  
**VÍ DỤ VỀ ÁP DỤNG CÁCH TIẾP CẬN TỪ THU NHẬP**  
(Ban hành kèm theo Tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam số 10)

Các ví dụ đã được giản lược và chỉ mang tính chất minh họa.

**1. Phương pháp vốn hóa trực tiếp**

Ví dụ: Cần thẩm định giá trị thị trường một căn nhà ở mặt tiền đường phố X. Hiện chủ sở hữu đang cho thuê toàn bộ căn nhà, doanh thu 360.000.000đồng/năm, chi phí tu bổ, sửa chữa hằng năm 10.000.000 đồng, thuế 90.000.000 đồng, tỷ suất vốn hóa qua điều tra thị trường cho thấy tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng đối với hoạt động cho thuê nhà phố biển trên thị trường là 12% năm.

Thu nhập ròng hằng năm từ việc cho thuê căn nhà là:

$$360.000.000 - 10.000.000 - 90.000.000 = 260.000.000 \text{ (đồng)}$$

$$\text{Giá trị thị trường của căn nhà: } \frac{260.000.000}{12\%} = 2.166.666.667 \text{ (đồng)}$$

Làm tròn thành: 2.166.700.000 đồng.

**2. Phương pháp dòng tiền chiết khấu (DCF)**

**a) Ví dụ 1:**

Xác định giá trị cuối kỳ dự báo của tài sản biết rằng: Sau thời gian 15 năm (thời điểm kết thúc kỳ dự báo) tài sản có khả năng tiếp tục tạo ra 80 tỷ đồng hàng năm. Tỷ suất vốn hóa của giai đoạn đó được ước tính là 15%. Tỷ suất chiết khấu là 10%.

Lời giải:

Giá trị cuối kỳ dự báo của tài sản (giá trị sau năm thứ 15) quy về thời điểm hiện tại là:

$$\frac{80}{15\%} \times \frac{1}{(1+10\%)^{15}} = 127,676 \text{ (tỷ đồng)}$$

Làm tròn thành: 127,7 tỷ đồng (Một trăm hai mươi bảy phẩy bảy tỷ đồng).

**b) Ví dụ 2:**

Xác định giá trị cuối kỳ dự báo của một hợp đồng cho thuê tài sản biết rằng:

Thời hạn cho thuê: 5 năm;

Thu nhập hàng năm là 100.000.000 đồng;

Sau thời hạn cho thuê, các năm tiếp theo thu nhập cho thuê tăng đều 10%/năm;

Tỷ suất vốn hóa là 15% /năm.

Lời giải:

- Thu nhập của hợp đồng cho thuê tài sản tại năm thứ 6 là:



$$100.000.000 \times (1 + 10\%) = 110.000.000 \text{ đồng}$$

- Giá trị tài sản cuối kỳ dự báo của hợp đồng (giá trị sau năm thứ 5) là:

$$110.000.000 \times \frac{1}{15\% - 10\%} = 2.200.000.000 \text{ đồng (Hai tỷ hai trăm triệu đồng)}$$

c) Ví dụ 3:

Cần thẩm định giá chứng khoán X có mức trả cổ tức của năm sau là 400.000 đồng, của năm tiếp theo là 500.000 đồng. Sau khi nhận cổ tức của năm tiếp theo đó, chứng khoán có thể bán lại với giá 100.000.000 đồng. Tỷ suất chiết khấu là 15%.

Lời giải:

- Giá trị tài sản cuối kỳ dự báo hay giá trị thanh lý của chứng khoán là 100.000.000 đồng

- Giá trị hiện tại của chứng khoán X là:

$$V = 400.000 \times \frac{1}{(1+0,15)^1} + 500.000 \times \frac{1}{(1+0,15)^2} + 100.000.000 \times \frac{1}{(1+0,15)^2}$$

$$= 76.340.264 \text{ (đồng)}$$

Làm tròn thành: 76.000.000 đồng (Bảy mươi sáu triệu đồng)

d) Ví dụ 4:

Cần thẩm định giá một cửa hàng thương mại có diện tích sàn xây dựng 2.000m<sup>2</sup>, diện tích cho thuê 80% diện tích sàn xây dựng. Giá cho thuê 1.100.000 đồng/m<sup>2</sup>/tháng (bao gồm thuế giá trị gia tăng). Chi phí khấu hao, tu sửa, bảo dưỡng 3 tỷ đồng/năm, chi phí quản lý điều hành 1 tỷ đồng, thuế giá trị gia tăng 10%. Thời hạn cho thuê 4 năm nữa hết hạn cho thuê, giá thuê mới dự kiến sẽ tăng 15%, chi phí khấu hao tu sửa bảo dưỡng tăng 5%, chi phí quản lý điều hành tăng 10% và sau đó ổn định. Tỷ suất chiết khấu và tỷ suất vốn hoá là 12%. Tiền thu về được tính vào cuối mỗi năm.

Lời giải:

(1) Tính thu nhập thuần hiện nay:

Thu nhập tiềm năng hiện nay: 1.100.000 đồng/m<sup>2</sup>/tháng × 2.000m<sup>2</sup> × 80% × 12 tháng = 21.120.000.000 đồng

$$\text{Thuế GTGT: } \frac{21.120.000.000 \times 10\%}{1 + 10\%} = 1.920.000.000 \text{ (đồng)}$$

Thu nhập hoạt động thuần hằng năm: 21.120.000.000 – 3.000.000.000 – 1.000.000.000 – 1.920.000.000 = 15.200.000.000 (đồng)

(2) Tính thu nhập thuần vào thời kỳ sau khi kết thúc hợp đồng cho thuê hiện nay

Thu nhập tiềm năng: 21.120.000.000 × (1 + 15%) = 24.288.000.000 (đồng)

Chi phí hoạt động:

$$(3.000.000.000 \times 1,05) + (1.000.000.000 \times 1,1) = 4.250.000.000 \text{ (đồng)}$$

$$\text{Thuế GTGT: } \frac{24.288.000.000 \times 10\%}{1 + 10\%} = 2.208.000.000 (\text{đồng})$$

Thu nhập thuần:

$$24.288.000.000 - 4.250.000.000 - 2.208.000.000 = 17.830.000.000 (\text{đồng})$$

(3) Giá trị của cửa hàng thương mại ước tính vào năm kết thúc hợp đồng cho thuê hiện nay (cuối năm thứ tư) – Giá trị tài sản cuối kỳ dự báo:

$$\frac{17.830.000.000}{12\%} = 148.583.333.333 (\text{đồng})$$

(4) Giá trị cửa hàng thương mại

$$\begin{aligned} V &= 15.200.000.000 \times \sum_{t=1}^4 \frac{1}{(1+0,12)^t} + \frac{148.583.333.333}{(1+0,12)^4} \\ &= 15.200.000.000 \times (3,037) + 94.427.394.460 \\ &= 46.162.400.000 + 94.427.394.460 \\ &= 140.058.979.450 \end{aligned}$$

Làm tròn thành: 140.060.000.000 (Một trăm bốn mươi tỷ không trăm sáu mươi triệu đồng chẵn)./.