

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

**NGƯỜI TRÌNH BÀY
VÕ VĂN HẢO**

1. Một số khái niệm

- o **Mệnh giá (Face Value) :**
- o **Giá trị sổ sách (Book Value):** của doanh nghiệp hay cổ phiếu tức là giá trị toàn bộ tài sản của doanh nghiệp trừ đi giá trị các khoản nợ phải trả và giá trị cổ phiếu ưu đãi được liệt kê trên bảng cân đối tài sản của doanh nghiệp.
- o **Giá trị thị trường (Market Value)** là giá cả của cổ phiếu và doanh nghiệp được giao dịch trên thị trường . Nó được xác định thông qua tương quan cung cầu trên thị trường
- o **Giá trị thanh lý (Liquidation value)** là giá trị hay số tiền thu được khi bán doanh nghiệp hay tài sản không còn tiếp tục hoạt động nữa

1. Một số khái niệm

- o **Giá trị hoạt động (going-concern value)** là giá trị hay số tiền thu được khi bán doanh nghiệp vẫn còn tiếp tục hoạt động.
- o **Giá trị nội tại (intrinsic value)** hay còn gọi là giá trị lý thuyết của một chứng khoán là giá trị vốn có thuộc về bản chất của chứng khoán đó. Được quyết định bởi các yếu tố nội tại bên trong của doanh nghiệp phát hành cũng các yếu tố bên ngoài thuộc môi trường kinh tế tài chính mà doanh nghiệp hoạt động và chứng khoán được giao dịch .
- o Trong điều kiện thị trường hiệu quả thì giá cả thị trường của cổ phiếu sẽ có khuynh hướng tiệm cận với phản ánh gần đúng giá trị lý thuyết của nó.

2. Mục đích của việc định giá

Mục tiêu của việc định giá doanh nghiệp là xác định giá trị nội tại hay giá trị lý thuyết hợp lý của doanh nghiệp để phục vụ cho các công việc sau :

- o Mua bán.
- o Chia tách , sáp nhập doanh nghiệp
- o Cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước.
- o Phát hành chứng khoán lần đầu.
- o Đưa ra các quyết định đầu tư mua bán cổ phiếu.

3. Quy trình định giá cổ phiếu

- **Bước 1** : Phân tích tình hình chung của toàn bộ nền kinh tế.
- **Bước 2** : Phân tích triển vọng và xu thế phát triển của ngành. Những cơ hội và rủi ro của ngành.
- **Bước 3** : Phân tích tình hình cụ thể của doanh nghiệp như : tài chính, công nghệ, thị trường, khả năng kinh doanh, tài chính, nhân sự.... của doanh nghiệp

Kết quả phân tích của cả 3 bước này giúp cho ta có được ước lượng về dòng tiền tương lai cũng như độ rủi ro của dòng tiền mà doanh nghiệp tạo ra để sử dụng như các nhập liệu cần thiết trong các mô hình định giá được trình bày sau đây.

b1. Sản phẩm của công ty

- o Loại sản phẩm**
- o Nhu cầu của khách hàng đối với sản phẩm**
- o Độ co giãn cầu sản phẩm**
- o Sản phẩm thay thế: sự khác biệt về chất lượng, giá?**
- o Thương hiệu của sản phẩm**
- o Bản quyền của sản phẩm.**

b2. Công nghệ sản xuất và tiêu thụ sản phẩm của cty

- o Quy trình sản xuất
- o Quy mô sản xuất
- o Cấu trúc chi phí
- o Mạng lưới các nhà cung cấp
- o Quy trình Marketing
- o Các kênh phân phối



* Hệ thống vô chai NGK có gas 36.000 chai/giờ

* Hệ thống sản xuất CO₂ 5.000 kg/giờ

b3. Những yếu tố khác liên quan đến công ty

- o Sự thay đổi của công nghệ**
- o Chương trình nghiên cứu và phát triển**
- o Mạng lưới thông tin**
- o Khả năng phát triển sản phẩm**
- o Khả năng phát triển công nghệ sản xuất**
- o Tài năng quản lý**

b4. Cạnh tranh trong lĩnh vực kinh doanh

- o Lĩnh vực kinh doanh, số lượng doanh nghiệp và quy mô của chúng**
- o Rào cản xâm nhập ngành và sản phẩm thay thế**
- o Vị trí của công ty trong ngành**
- o Cạnh tranh của các nhà cung cấp**
- o Khả năng sản xuất**
- o Mối quan hệ và sự liên kết với các doanh nghiệp khác**

1. Phương pháp chiết khấu cổ tức

$$P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{P_T}{(1 + k_e)^T}$$

a. Trường hợp nắm giữ cổ phiếu trong một số năm

D_t : Cổ tức năm t

P_T : Giá bán cổ phiếu vào thời điểm cuối năm T .

VD : Cổ phiếu A có cổ tức năm 1 là : 1.100 VND . Cổ tức năm 2 là : 1.200 VND. Cổ tức năm 3 là : 1350 VND.

Giá bán cổ phiếu dự tính vào cuối năm 3 là : 34.000 VND.

Suất chiết khấu : 10%

b. Trường hợp nắm giữ cổ phiếu vô thời hạn – Mô hình tăng trưởng Gordon Hay mô hình vốn hoá cổ tức (Dividend Capitalization Model)

Mô hình này giả định nhà đầu tư sẽ nắm giữ cổ phiếu trong thời gian rất dài. Theo lý thuyết là vô hạn.

Dòng cổ tức tăng trưởng đều qua các năm và có tốc độ tăng trưởng là g (với $g < k_e$)

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty} = \frac{D_1}{k_e - g}$$

Ví dụ : D_0 cổ tức được chia vào năm 0 là : 2 USD. Tốc độ tăng trưởng dự kiến là : 5%. Tỷ suất lợi nhuận yêu cầu đối với CP này là $k_e = 9\%$.

Xác định tốc độ tăng trưởng và suất chiết khấu :

- **Tốc độ tăng trưởng (g) :**

- Tốc độ tăng trưởng (g) được tính từ các dữ liệu quá khứ bằng các phương pháp thống kê.
- Tốc độ tăng trưởng g được xác định từ các yếu tố cơ bản của DN.

$g = \text{Tỉ lệ lợi nhuận giữ lại (Retention Ratio) } * \text{ Tỉ suất LN trên vốn cổ phần (ROE)}$

Mô hình DDM

- **Suất chiết khấu (Tỷ suất lợi nhuận yêu cầu)**
 - Tỷ suất LN yêu cầu tính theo mô hình CAPM :

$$\bar{R}_j = R_f + (\bar{R}_m - R_f)\beta_j$$

R_j : Là tỷ suất LN yêu cầu (hay chi phí vốn cổ phần)

R_f : Lãi suất không rủi ro.

R_m : Tỷ suất lợi nhuận của thị trường.

β_j : Hệ số beta của chứng khoán.

- **Tỷ suất lợi nhuận yêu cầu tính theo các yếu tố thành phần**

TS LN yêu cầu = Lãi suất an toàn thực + tỷ lệ lạm phát dự kiến + mức bù rủi ro kinh doanh + mức bù rủi ro tài chính + mức bù rủi ro thị trường + mức bù rủi ro thanh khoản.

2. Phương pháp chiết khấu dòng tiền

$$V_{op} = \frac{FCF_1}{(1+r_c)^1} + \frac{FCF_2}{(1+r_c)^2} + \dots + \frac{FCF_\infty}{(1+r_c)^\infty}$$
$$= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+r_c)^t}$$

V_{op} = Giá trị hiện tại của dòng ngân lưu kỳ vọng
 FCF : ngân lưu qua các năm.
 rc : suất chiết khấu.

Xác định tử số:

- Ngân lưu ròng của vốn chủ sở hữu:

Thu nhập sau thuế

+ Khoản chi nhưng không chi tiền (khấu hao, khoản thuế trả chậm);

- Chi tiêu vốn (thay đổi ròng trong tài sản cố định và các tài sản hiện hành khác);

_ Thay đổi của vốn lưu động ;

+ Thay đổi ròng trong khoản nợ dài hạn ;

= Ngân lưu ròng của chủ sở hữu.

Ngân lưu toàn bộ vốn đầu tư

Thu nhập sau thuế

+ Khoản chi nhưng không chi tiền.

- Chi tiêu vốn

- Thay đổi của vốn lưu động

+ Chi phí lãi vay phần ròng nhờ tác dụng của thuế (chi phí lãi vay x [1 – thuế suất])

+ Cổ tức ưu đãi nếu có.

= Ngân lưu ròng của toàn bộ vốn đầu tư.

Ứng dụng vào phương pháp CAPM

Để tính chi phí của cổ phiếu thường khi sử dụng phương pháp định giá tài sản vốn chúng ta tiến hành theo các bước sau :

- **Bước 1.** Ước tính lãi suất không có rủi ro r_{RF} , thường dựa vào lãi suất của trái phiếu dài hạn của kho bạc nhà nước.
- **Bước 2.** Ước tính hệ số beta tương quan của cổ phiếu, β_A , và sử dụng nó như là một chỉ số rủi ro của cổ phiếu A.
- **Bước 3.** Ước tính tỉ suất lợi nhuận kỳ vọng hiện tại của thị trường hoặc trung bình của cổ phiếu r_M .
- **Bước 4.** Thay thế các giá trị trên vào công thức của mô hình CAPM để tính tỉ suất lợi nhuận mong muốn của cổ phiếu
- $$r_s = r_{RF} + (r_M - r_{RF}) \beta_A$$

3. Chỉ số P/E

- Chỉ số P/E chỉ ra mối quan hệ giữa giá cổ phiếu và thu nhập trên một cổ phiếu
- Thu nhập chính là vấn đề chính trong việc định giá cổ phiếu
- P/E nên được đặt trong ngữ cảnh mới có ý nghĩa
- Sự tăng trưởng của giá trên thu nhập nên bằng phần trăm sự tăng trưởng của thu nhập trên một cổ phiếu

Ví dụ:

- Bạn rất thích ăn bánh hamburger và muốn đầu tư vào lĩnh vực thức ăn nhanh. Giả sử có hai công ty sau:

A: Price 40, EPS = 1.0, P/E=40

B: Price 20, EPS = 1.0, P/E = 20

Tính toán sự tăng trưởng

Công thức đơn giản:

$$\text{EPS}\% = (\text{EPS next year} - \text{EPS current year}) / \text{EPS current year} \times 100$$

Ví dụ:

$$\text{EPS 2005} = 0.6$$

$$\text{EPS 2006(F)} = 0.9$$

$$\text{EPS 2007(F)} = 1.35$$

Giải thích

- Giả sử $P = 12$
- $P/E = 20$
- $EPS\% = 50$
- Lấy P/E chia cho $EPS\% = 40\%$

Nếu:

0.5 hoặc nhỏ hơn: Mua

0.5 – 0.9 : Xem xét để mua

0.9 – 1.00: Xem xét nắm giữ

1.00 – 1.4: Xem xét để bán

1.4 – 1.8: Xem xét bán không

Lớn hơn 1.8 Bán không

<i>KẾ HOẠCH CỔ TỨC</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>
Lợi nhuận sau thuế	13,276,384,613	14,604,023,074	16,064,425,382
Cổ tức	16%	16%	16%
Số lượng cổ phiếu	2,550,000	2,550,000	2,550,000
Số tiền chi trả cổ tức	4,080,000,000	4,080,000,000	4,080,000,000
Lợi nhuận còn lại	9,196,384,613	10,524,023,074	11,984,425,382
Tỉ lệ chi trả cổ tức	30.7%	27.9%	25.4%

Ngân lưu Vốn chủ sở hữu	2005	2006	2007
Lợi nhuận sau thuế	13,276,384,613	14,604,023,074	16,064,425,382
Khấu hao	2,244,637,439	2,356,869,310	2,474,712,776
Chi phí mua sắm TSCĐ	4,500,000,000	4,500,000,000	4,500,000,000
Thay đổi vốn lưu động	2,293,097,224	3,280,176,844	8,486,072,153
Thay đổi nợ dài hạn	0	0	0
Ngân lưu Vốn chủ sở hữu	8,727,924,828	9,180,715,541	5,553,066,004

Ngân lưu toàn bộ vốn đầu tư	2005	2006	2007
Lợi nhuận sau thuế	13,276,384,613	14,604,023,074	16,064,425,382
Khấu hao	2,244,637,439	2,356,869,310	2,474,712,776
Chi phí mua sắm TSCĐ	4,500,000,000	4,500,000,000	4,500,000,000
Thay đổi vốn lưu động	2,293,097,224	3,280,176,844	8,486,072,153
Chi phí lãi vay	3,356,483,256	2,603,630,506	2,479,991,971
Ngân lưu toàn bộ vốn đầu tư	12,084,408,084	11,784,346,047	8,033,057,976

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Tài sản	2001	2002	2003	2004
A. Tài sản lưu động	46,537,296,468	65,334,854,830	69,391,050,595	81,001,238,356
1. Tiền	9,530,791,095	8,762,199,824	3,625,982,983	6,529,033,827
2. Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
3. Các khoản phải thu	24,283,474,804	42,759,422,482	44,076,833,561	44,790,353,794
4. Hàng tồn kho	12,360,936,257	13,539,759,548	21,298,728,813	29,239,319,901
5. Tài sản lưu động khác	362,094,312	273,472,976	389,505,238	442,530,834
B. Tài sản cố định	13,088,508,554	28,000,878,277	47,348,494,910	44,042,631,943
1. Tài sản cố định	11,314,068,554	11,966,063,667	13,672,760,924	11,069,811,861
2. Đầu tư tài chính dài hạn	1,774,440,000	15,793,717,000	32,569,936,000	24,962,517,349
3. Chi phí xây dựng CBDD			947,739,000	5,616,050,993
4. Trả trước dài hạn		241,097,610	158,058,986	2,394,251,740
Tổng cộng tài sản	59,625,805,022	93,335,733,107	116,739,545,505	125,043,870,299
Nguồn vốn				
A. Nợ phải trả	27,686,999,397	59,128,345,691	73,097,044,354	65,625,254,757
I. Nợ ngắn hạn	27,686,999,397	59,038,345,691	73,077,044,354	65,625,254,757
1. Vay ngắn hạn	6,901,758,600	26,479,862,962	46,136,016,440	36,907,946,053
2. Phải trả cho người bán	8,183,901,820	6,317,187,362	14,428,906,506	17,869,034,586
3. Khác	12,601,338,977	26,241,295,367	12,512,121,408	10,848,274,118
II. Nợ dài hạn				
III. Nợ khác		90,000,000	20,000,000	
B. Nguồn VCSH	31,938,805,625	34,207,387,416	43,642,501,151	59,418,615,542
1. Nguồn vốn kinh doanh	17,051,299,781	17,687,393,119	26,187,393,119	26,179,295,047
2. Lợi nhuận chưa phân phối	3,689,626,785	10,843,981,478	15,237,955,866	26,091,675,215
3. Các quỹ	11,197,879,059	5,676,012,819	2,217,152,166	7,147,645,280
Tổng cộng nguồn vốn	59,625,805,022	93,335,733,107	116,739,545,505	125,043,870,299

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

NĂM	2001	2002	2003	2004
Doanh thu thuần	235,359,479,133	241,504,649,530	312,925,256,682	375,932,251,255
Giá vốn hàng bán	210,473,538,630	213,847,209,383	283,406,417,622	340,126,667,856
Lợi nhuận gộp	24,885,940,503	27,657,440,147	29,518,839,060	35,805,583,399
Chi phí bán hàng	6,281,648,424	6,708,669,066	7,738,146,351	9,991,901,441
Chi phí quản lý doanh nghiệp	6,045,136,021	7,574,715,679	7,965,067,970	9,050,570,073
Lợi nhuận thuần từ hoạt động SXKD	12,559,156,058	13,374,055,402	13,815,624,739	16,763,111,885
Thuế	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	12,559,156,058	13,374,055,402	13,815,624,739	16,763,111,885