



CHƯƠNG 4: CỔ PHIẾU VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU



Nội dung nghiên cứu

- 1. Khái niệm cổ phiếu
- 2. Phân loại cổ phiếu
- 3. Định giá cổ phiếu
 - DDM
 - P/E
 - P/B
- 4. Lý thuyết về thị trường hiệu quả (EMH-Efficient Market Hypothesis)



Khái niệm cổ phiếu

- Vốn điều lệ của doanh nghiệp được chia thành cổ phần (stake)
- Giấy chứng nhận quyền sở hữu cổ phần gọi là cổ phiếu (stock)
- Doanh nghiệp phát hành cổ phiếu để huy động vốn trên thị trường sơ cấp (primary market)
- Nhà đầu tư mua đi bán lại cổ phiếu trên thị trường thứ cấp (secondary market) gồm có thị trường OTC và thị trường niêm yết



Định nghĩa cổ phiếu

Định nghĩa (UBCKNN)

Cổ phiếu là một loại chứng khoán được phát hành dưới dạng chứng chỉ hay bút toán ghi sổ xác định rõ ***quyền sở hữu và lợi ích hợp pháp*** của người sở hữu cổ phiếu đối với ***tài sản hoặc vốn của công ty cổ phần***.



Đặc điểm của cổ phiếu

- Cổ đông là chủ sở hữu, không phải là chủ nợ
- Thu nhập từ cổ phiếu không cố định do cổ tức và giá cổ phiếu biến động mạnh
- Cổ phiếu không có thời hạn
- Cổ đông được chia tài sản cuối cùng khi công ty phá sản hoặc giải thể



Phân loại cổ phiếu

- Căn cứ vào việc lưu hành trên thị trường
 - ✓ Cổ phiếu hiện hành (Outstanding)
 - ✓ Cổ phiếu ngân quỹ (Treasury)
- Căn cứ vào việc phát hành vốn điều lệ
 - ✓ Cổ phiếu sơ cấp (Primary)
 - ✓ Cổ phiếu thứ cấp (Secondary)
- Căn cứ vào quyền của cổ đông
 - ✓ Cổ phiếu phổ thông (Common)
 - ✓ Cổ phiếu ưu đãi (Preferred)



Cổ phiếu phổ thông và cổ phiếu ưu đãi

COMMON STOCK

- Phát hành rộng rãi ra công chúng
- Cổ tức: không ghi
- Lãi ăn, lỗ chịu
- Nhận lãi sau
- Hoàn vốn sau (nếu có)
- Có quyền biểu quyết
- Chuyển nhượng thông thường

PREFERRED STOCK

- Có lựa chọn
- Ghi cổ tức-cổ định
- Hưởng lãi (có thể tích lũy)
- Nhận lãi trước
- Hoàn vốn trước (nếu có)
- Các nước: không, VN: có
- Không, hoặc hạn chế



Phân loại cổ phiếu ưu đãi

• **Cổ phiếu ưu đãi cộng dồn-cumulative preferred:** Khi công ty không thanh toán được hoặc chỉ thanh toán một phần cổ tức, thì số chưa thanh toán đó được tích lũy hay cộng dồn.

• **Cổ phiếu ưu đãi không cộng dồn-non cumulative preferred:** Khi công ty gặp khó khăn không trả được cổ tức trong năm tài chính, thì cổ đông ưu đãi đó cũng mất quyền nhận số cổ tức trong năm đó.

• **Cổ phiếu ưu đãi tham dự-Participating:** cổ đông nắm giữ ngoài việc hưởng cổ tức ưu đãi theo quy định còn được hưởng thêm phần lợi tức phụ trội theo quy định khi công ty kinh doanh có lợi nhuận cao.

• **Cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi (convertible):** Có thể chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông trong những điều kiện nhất định



Các quyền của cổ phiếu phổ thông

- Quyền bỏ phiếu
- Quyền hưởng cổ tức
- Quyền mua cổ phiếu mới trước thị trường
- Quyền tiếp cận thông tin



Phân tích cổ phiếu

Phương pháp top-down (đi từ trên xuống)

Phương pháp định giá top down bao gồm ba bước bắt đầu bằng việc dự báo xu hướng của nền kinh tế chung. Sau đó, dựa trên dự báo này để dự báo tương lai của từng ngành. Tiếp theo, trong từng ngành, lựa chọn các công ty có khả năng đạt kết quả kinh doanh tốt nhất. Phương pháp này gồm 3 bước cụ thể:

Phân tích nền kinh tế → Phân tích ngành → Phân tích cổ phiếu



Phân Tích Cổ Phiếu

Bước 1: Dự báo ảnh hưởng của vĩ mô.

- Tác động của chính sách tài khóa : Thuế và chi tiêu chính phủ
- Chính sách tiền tệ được ngân hàng trung ương sử dụng để tác động đến tăng trưởng kinh tế : Tăng/giảm cung tiền, chính sách tỉ giá, chính sách lãi suất, nghiệp vụ thị trường mở
- Hoạt động xuất nhập khẩu
- Hoạt động đầu tư nước ngoài
- Tình hình kinh tế thế giới



Phân Tích Cổ Phiếu

Bước 2: Xác định ảnh hưởng của ngành.

- Xác định ngành nào có thể được lợi hay bị ảnh hưởng từ nền kinh tế vĩ mô đã được dự báo ở bước 1.
- Xem xét xem các ngành này phản ứng với các thay đổi về kinh tế như thế nào. Ví dụ, một số ngành vận động theo chu kỳ kinh tế, một vài ngành khác vận động ngược với chu kỳ kinh tế và một số ngành lại vận động không có chu kỳ.
- Xem xét các thay đổi kinh tế toàn cầu: triển vọng của một ngành trong bối cảnh môi trường kinh doanh toàn cầu sẽ quyết định các công ty cá thể trong ngành sẽ hoạt động như thế nào.



Phân Tích Cổ Phiếu

Bước 3: Phân tích công ty.

- So sánh công ty trong từng ngành đã chọn lọc, sử dụng chỉ số tài chính và phân tích dòng tiền để lựa chọn cổ phiếu. Để mua cổ phiếu, chúng ta xác định công ty có khả năng tăng trưởng tốt nhất. Để bán không, chúng ta chọn công ty có cổ phiếu tồi nhất. Việc này đòi hỏi cả việc phân tích kết quả hoạt động trong quá khứ và dự báo triển vọng trong tương lai của công ty.



Phân Tích Cổ Phiếu

Phân tích từ dưới lên (Bottom-up)

Cách xây dựng danh mục dựa vào việc phân tích các cổ phiếu riêng lẻ (đi thẳng vào bước 3, phân tích công ty) do đó dễ bỏ qua tác động của ngành và của nền kinh tế vĩ mô



Định giá cổ phiếu

Giá trị cổ phiếu

Phương pháp xác định giá cổ phiếu

- Định giá dựa trên giá trị hiện tại của dòng tiền
- Phương pháp định giá tương đồng



Khái Niệm Giá Trị

1, Mệnh giá

- Là giá trị ghi trên giấy chứng nhận cổ phiếu
- Chỉ có giá trị danh nghĩa
- Thông thường, mệnh giá cổ phiếu được tính:

$$\text{Mệnh giá cổ phiếu mới phát hành} = \frac{\text{Vốn điều lệ của công ty cổ phần}}{\text{Tổng số cổ phiếu đăng ký phát hành}}$$

Tại Việt Nam: Mệnh giá được quy định là 10,000 VND.



Khái niệm giá trị

2, Giá trị sổ sách (BV)

- Giá trị sổ sách của một doanh nghiệp là giá trị tổng tài sản trừ giá trị các khoản nợ và giá trị phần cổ phiếu ưu đãi trên bảng cân đối kế toán
- Giá trị sổ sách trên cổ phiếu bằng giá trị sổ sách chia cho số lượng cổ phiếu đang lưu hành
- Phản ánh tình trạng vốn cổ phần của công ty tại một thời điểm nhất định



Giá trị sổ sách

Năm 2006, công ty cổ phần ABC thành lập với vốn điều lệ là 30 tỷ đồng, số cổ phiếu đăng ký phát hành là 3 triệu CP. Năm 2007, công ty quyết định tăng vốn bằng cách phát hành thêm 1 triệu CP. Tại thời điểm này, giá bán mỗi CP trên thị trường là 25.000đ. Biết rằng quỹ tích lũy dùng cho đầu tư còn lại tính đến cuối năm 2007 là 10 tỷ đồng. Tính giá trị sổ sách của CP



Giá trị sổ sách

•31/12/2007:

+Vốn cổ phần theo mệnh giá:

$4.000.000 \times 10.000\text{đ/cổ phiếu} = 40 \text{ tỷ đồng}$

+Vốn thặng dư:

$(25.000 - 10.000) \times 1.000.000 = 15 \text{ tỷ đồng}$

+Quỹ tích lũy: 10 tỷ đồng

=> Tổng số vốn cổ phần: 65 tỷ đồng

Giá trị sổ sách của cổ phiếu:

$65 \text{ tỷ đồng} / 4 \text{ triệu CP} = 16.250 \text{ đồng}$



Khái niệm giá trị

3, Giá trị thị trường (market value)

Là giá của tài sản hoặc doanh nghiệp được giao dịch trên thị trường

•Tuỳ theo quan hệ cung cầu mà giá trị thị trường có thể thấp hơn hoặc cao hơn, hoặc bằng giá trị thực của nó tại thời điểm mua bán.

•Giá trị thị trường của cổ phiếu thường phải lớn hơn giá trị kế toán. Nếu không, việc kết hợp các tài sản để sản xuất kinh doanh chỉ là vô nghĩa vì nó không làm tăng giá trị của tài sản



Khái niệm giá trị

4, Giá trị lý thuyết (intrinsic value) của một chứng khoán là giá trị của chứng khoán đó nên có dựa trên những yếu tố liên quan khi định giá chứng khoán đó.



Các phương pháp định giá

Có 3 phương pháp xác định giá cổ phiếu

1. Mô hình chiết khấu dòng cổ tức (DDM-Dividend discount model)
2. Phương pháp chiết khấu dòng tiền (Discounted Cashflow model)
3. Phương pháp chỉ số (P/E ratio, P/B)



Mô hình chiết khấu cổ tức (DDM)

Mô hình chiết khấu cổ tức

- Dòng tiền từ một cổ phiếu bao gồm: cổ tức và giá khi bán cổ phiếu.
- P_0 : Giá cổ phiếu tại thời điểm hiện tại
- P_1 : Giá dự kiến của cổ phiếu vào năm tới
- D_1 : Cổ tức trả kiến vào năm tới

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{1 + r} \quad P_1 = \frac{D_2 + P_2}{(1 + r)} \quad (2)$$

$$P_0 = \frac{D_1 + \frac{D_2 + P_2}{(1 + r)}}{(1 + r)} = \frac{D_1}{1 + r} + \frac{D_2 + P_2}{(1 + r)^2} \quad (3)$$



Mô hình chiết khấu cổ tức (tiếp)

Nếu thời gian đầu tư lên đến năm n thì:

$$P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

$$n = \infty$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$



Mô hình chiết khấu cổ tức (tiếp)

Ví dụ 1: Một công ty có tốc độ tăng trưởng cổ tức đều hàng năm là 10%. Cổ tức năm thứ nhất là 5 USD/cp và giá năm thứ nhất là 110. Giá cổ phiếu tăng hàng năm là 10% và lợi suất yêu cầu là 15%. Tính giá cổ phiếu

| Thời gian | Giá trị tương lai | | Giá trị hiện tại | | Tổng cộng |
|-----------|----------------------|-------------------|------------------|---------------|-----------|
| | Cổ tức/cổ phiếu (Dt) | Giá cổ phiếu (Pt) | Cổ tức cộng dồn | Giá tương lai | |
| 0 | 0.00 | 100 | | | 100 |
| 1 | 5.00 | 110 | 4.35 | 95.65 | 100 |
| 2 | 5.50 | 121 | 8.51 | 91.49 | 100 |
| 3 | 6.05 | 133.1 | 12.48 | 87.52 | 100 |
| 4 | 6.66 | 146.41 | 16.29 | 83.71 | 100 |
| 5 | 7.32 | 161.051 | 19.93 | 80.07 | 100 |
| 6 | 8.05 | 177.1561 | 23.41 | 76.59 | 100 |
| 7 | 8.86 | 194.87171 | 26.74 | 73.26 | 100 |
| 8 | 9.74 | 214.358881 | 29.93 | 70.07 | 100 |
| 9 | 10.72 | 235.7947691 | 32.97 | 67.03 | 100 |
| 10 | 11.79 | 259.374246 | 35.89 | 64.11 | 100 |
| 100 | 62,639.15 | 1,378,061.23 | 98.83 | 1.17 | 100 |



Mô hình chiết khấu cổ tức (tiếp)

Trường hợp cổ tức không tăng trưởng (cổ phiếu ưu đãi)

- Cổ phiếu ưu đãi là loại cổ phiếu chỉ trả duy nhất một tỷ lệ cổ tức hàng năm $D_1=D_2=D_3=D$

- Đây là một niên kim (dòng tiền đều kéo dài vĩnh viễn)

$$P_0 = \frac{D}{1+r} + \frac{D}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D}{(1+r)^n} \quad P_0 = \frac{D}{r}$$



Mô hình chiết khấu cổ tức (tiếp)

Ví dụ 2: Công ty Paradise có chính sách trả cổ tức 10 USD/Cp hàng năm. Nếu chính sách cổ tức này được kéo dài vĩnh viễn và lợi suất kỳ vọng của nhà đầu tư là 20% thì giá cổ phiếu của công ty là bao nhiêu?



Mô hình chiết khấu cổ tức (tiếp)

Trường hợp cổ tức tăng trưởng ổn định hàng năm-Mô hình Gordon

- g: tốc độ tăng trưởng cổ tức hàng năm ($g < r$)
- D_0 : là cổ tức trả năm 0

$$\begin{aligned} D_1 &= D_0(1+g) & D_2 &= D_1(1+g) = D_0(1+g)^2 & D_t &= D_0(1+g)^t \\ P_0 &= \frac{D_0(1+g)}{1+r} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^n}{(1+r)^n} & P_0 &= \frac{D_0(1+g)}{r-g} = \frac{D_1}{r-g} \\ P_t &= \frac{D_{t+1}}{r-g} \end{aligned}$$



Mô hình chiết khấu cổ tức (tiếp)

Ví dụ 3: Công ty Growth có chính sách trả cổ tức cho năm tới là 4 USD/CP. Lợi suất kỳ vọng của nhà đầu tư đối với những công ty như Growth là 16%. Cổ tức của công ty tăng trưởng 6% hàng năm. Tính giá của cổ phiếu công ty Growth ngày hôm nay và giá của cổ phiếu Growth vào năm thứ 4.

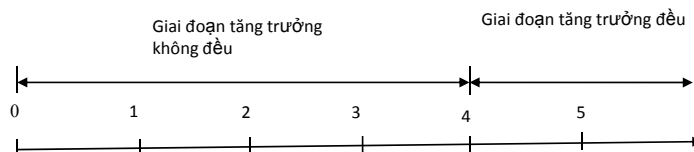


Mô hình chiết khấu cổ tức (tiếp)

Trường hợp tăng trưởng có giai đoạn không ổn định tạm thời

Ví dụ 4: Giả sử một công ty hiện nay không trả cổ tức. Bạn dự đoán rằng trong 4 năm nữa, công ty sẽ trả cổ tức lần đầu tiên và cổ tức là 0.5 USD trên một cổ phiếu. Bạn dự đoán rằng sau đó tốc độ tăng trưởng của công ty ổn định ở mức 10%. Định giá cổ phiếu này biết rằng lợi suất yêu cầu cho công ty như vậy khoảng 20%.

$$P_4 = \frac{D_5}{r-g} = \frac{0.5 \cdot (1+10\%)}{20\% - 10\%} = 5.5 \quad P_0 = \frac{P_4}{(1+r)^4} + \frac{D_4}{(1+r)^4} = \frac{5.5}{(1+20\%)^4} + \frac{0.5}{(1+20\%)^4} = 2.89$$





Mô hình chiết khấu cổ tức (tiếp)

Ví dụ 5: Tập đoàn Chain reaction có tốc độ tăng trưởng 30%/năm. Do công ty đang trong giai đoạn tăng trưởng nhanh nên bạn tin tưởng rằng công ty sẽ duy trì được tốc độ tăng trưởng này trong vòng 3 năm nữa. Sau đó tốc độ tăng trưởng của công ty sẽ giảm còn 10%/năm và kéo dài vĩnh viễn. Tổng số tiền trả cổ tức đã trả là 5 triệu USD. Tính giá của cổ phiếu Chain reaction, biết rằng lợi suất yêu cầu của nhà đầu tư đối với công ty là 20%.



Lợi suất yêu cầu

$$r = \frac{D_1 + P_1 - P_0}{P_0}$$

r gồm 2 phần: Lợi suất thu được từ cổ tức- Dividend yield (D_1/P_0) và lợi suất thu được từ chênh lệch giá- capital gain yield ($(P_1 - P_0)/P_0$).

Trong trường hợp tăng trưởng đều:

$$r = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Vậy nếu biết tốc độ tăng trưởng cổ tức, giá cổ phiếu và cổ tức năm đầu thì có thể tính được lãi suất yêu cầu r



Lợi suất yêu cầu

Mô hình CAPM

Theo mô hình CAPM, lợi suất yêu cầu đối với việc đầu tư vào một cổ phiếu sẽ bao gồm 2 phần:

- Lợi suất phi rủi ro
- Lợi suất bù rủi ro
 - $E(R_i) = RFR + \text{Lợi suất bù rủi ro}$
- Trong đó, lợi suất bù rủi ro của cổ phiếu lại được tính theo lợi suất bù rủi ro của thị trường:
- Lợi suất bù rủi ro của cổ phiếu = mức độ rủi ro của cổ phiếu so với thị trường x phần bù rủi ro của thị trường
- Lợi suất bù rủi ro của cổ phiếu = $|\beta_i|(E(R_m) - RFR)$



Lợi suất yêu cầu

→ Công thức xác định lợi suất yêu cầu:

$$E(R_i) = RFR + |\beta_i| [E(R_m) - RFR]$$

Trong đó:

- $E(R_i)$ là lợi suất yêu cầu đối với cổ phiếu i
- RFR là lợi suất phi rủi ro
- $|\beta_i|[E(R_m) - RFR]$ là lợi suất bù rủi ro của cổ phiếu i
- $[E(R_m) - RFR]$ là lợi suất bù rủi ro của thị trường
- $E(R_m)$ là lợi suất yêu cầu/kỳ vọng của thị trường



Lợi suất yêu cầu

Mô hình CAPM mở rộng đối với các nước đang phát triển

$$E(R_i) = RFR + |\beta_i| [E(R_m) - RFR + CRP]$$

Trong đó:

CRP: là phần bù rủi ro quốc gia (country risk premium)

$$CRP = \Delta \text{lãi suất TP chính phủ} * \frac{\text{Độ lệch chuẩn năm của chỉ số CP của nước đang PT}}{\text{Độ lệch chuẩn năm của TPCP bằng ngoại tệ của nước đang PT}}$$

Chênh lệch lãi suất trái phiếu chính phủ = phần chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu chính phủ tại nước đang phát triển và trái phiếu kho bạc Mỹ có cùng thời gian đáo hạn.

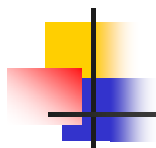


Lợi suất yêu cầu

Ví dụ 6: Robert Rodriguez, một chuyên viên phân tích tập đoàn Omni Corporation đang ước tính phần bù rủi ro quốc gia để tính toán lợi suất yêu cầu khi đầu tư vào Venezuela. Rodriguez đã có những thông tin sau:

- Lãi suất trái phiếu chính phủ thời hạn 10 năm yết giá bằng đồng USD của Venezuela là 8,6%.
- Lãi suất trái phiếu kho bạc thời hạn 10 năm của Mỹ là 4,8%
- Độ lệch chuẩn hàng năm của chỉ số thị trường chứng khoán Venezuelan là 32%
- Độ lệch chuẩn hàng năm của trái phiếu chính phủ Venezuela, thời hạn 10 năm, yết giá bằng đồng USD là 22%
- Beta của dự án là 1,25
- Lợi suất dự kiến của thị trường là 10,4%
- Lãi suất phi rủi ro là 4,2%

Hãy tính phần bù rủi ro quốc gia và lợi suất yêu cầu khi đầu tư vào Venezuela của Omi?



Lợi suất yêu cầu

Trả lời:

Phản bù rủi ro:

$$CRP = (0,086 - 0,048) \left[\frac{0,32}{0,22} \right] = 0,038 \left[\frac{0,32}{0,22} \right] = 0,0553 = 5,53 \%$$

Chi phí vốn cổ phần:

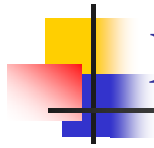
$$\begin{aligned} E(R) &= R_{RFR} + \beta (E(R_{MKT}) - R_{RFR} + CRP) \\ &= 0,042 + 1,25 (0,104 - 0,042 + 0,0553) \\ &= 0,042 + 1,25 (0,1173) \\ &= 0,1886 = 18,86 \% \end{aligned}$$



Xác định tốc độ tăng trưởng g

$$g = ROE * b$$

- b: tỷ lệ lợi nhuận giữ lại
- ROE: tỷ lệ thu nhập trên vốn chủ sở hữu
- Giả định các khoản tái đầu tư đều có lợi suất bằng ROE
- Tốc độ tăng trưởng g được gọi là tốc độ tăng trưởng bền vững hay nội tại, là tỷ lệ tăng trưởng bền vững khi công ty không sử dụng các nguồn vốn bên ngoài (chỉ dựa vào lợi nhuận để lại để tăng trưởng).



Xác định tốc độ tăng trưởng g

Nếu các yếu tố khác không thay đổi thì

- Nếu lợi nhuận biên ròng tăng, ROE sẽ tăng
- Nếu ROE tăng, $g = \text{ROE} \times b$ sẽ tăng
- Nếu g tăng, chênh lệch giữa k và g giảm
- Nếu $k - g$ giảm, giá cổ phiếu tăng



Nhận xét

- Mô hình tăng trưởng cổ tức không định giá được các công ty không trả cổ tức thường xuyên
- Đối với mô hình Gordon: giả định quan trọng nhất là tốc độ tăng trưởng cổ tức luôn không đổi và nhỏ hơn lãi suất chiết khấu ($g < r$)

Định giá cổ phiếu theo tỷ số PE (price earning ratio)

- PE = P/EPS
- Theo DDM

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{D_1 / E_1}{r - g}$$

D_1/E_1 : Là tỷ lệ trả cổ tức (dividend payout ratio)

P/E phụ thuộc vào 3 yếu tố:

- Tỷ lệ trả cổ tức (tác động 2 chiều đến P/E)
- Lãi suất yêu cầu (Ngược chiều)
- Tỷ lệ tăng trưởng cổ tức (cùng chiều)

Định giá theo phương pháp PE

- PE có thể là **PE hiện tại (PE trailing)** tức là giá hiện tại chia cho EPS gần nhất. Tuy nhiên nhà đầu tư thường quan tâm đến **PE forward** hay là **PE trong tương lai** là giá hiện tại/ EPS ước tính trong tương lai
- Nếu một cổ phiếu được giao dịch với mức PE cao thì có thể có hai ý nghĩa là nhà đầu tư kỳ vọng vào cổ phiếu đó có mức tăng trưởng cao. Tuy nhiên trong trường hợp khác PE có thể cao nếu EPS thấp.
- Định giá PE thông thường là người ta dự đoán EPS của một công ty trong năm tiếp theo và lấy EPS nhân với PE trung bình ngành sẽ ra được giá cổ phiếu đó



Định giá theo phương pháp PE

Ước tính EPS. Để ước tính được EPS, chuyên viên phân tích cần dự báo được doanh thu và lợi nhuận biên của công ty.

- Dự báo doanh thu thường dựa trên các nhân tố ảnh hưởng đến doanh thu như xu hướng kinh tế chung hay các nhân tố đặc thù của công ty và của ngành.
- Tỷ suất lợi nhuận biên có thể ước tính bằng cách phân tích chiến lược cạnh tranh, xu hướng hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh và mối quan hệ với ngành của công ty.
- EPS được tính bằng thu nhập (doanh thu dự báo x lợi nhuận biên dự kiến) chia cho số lượng cổ phiếu đang lưu hành.



Định giá theo phương pháp PE

Ước tính P/E. Hệ số P/E của một công ty được ước tính bằng 2 phương pháp:

- Phân tích vĩ mô P/E. Phương pháp này ước tính P/E của công ty bằng việc so sánh P/E của công ty với P/E của ngành và P/E của thị trường
- Phân tích vi mô P/E. Tính toán hệ số P/E
 - ✓ Ước tính tỷ lệ trả cổ tức dự kiến của công ty, D_1/E_1 bằng việc phân tích tương đồng lịch sử trả cổ tức, mục tiêu của công ty và ngành
 - ✓ Ước tính lợi suất yêu cầu trên vốn chủ của công ty; $R = RFR + \beta(R_{mkt} - R_f)$
 - ✓ Ước tính tỷ lệ tăng trưởng dự kiến $g = b \times ROE$. ROE có thể được tính thông qua phương trình Dupon (ROE = lợi nhuận biên x vòng quay tổng tài sản x đòn bẩy tài chính)
 - ✓ Tính hệ số P/E dự kiến; $(P/E)_1 = (D_1/E_1)/(k-g)$

Định giá cổ phiếu theo phương pháp PE



Ví dụ 8: Cổ phiếu Apton Corp hiện đang giao Dịch với giá 32 USD/cổ phiếu và dự kiến trả cổ tức 0,96 USD trong những năm tới. Một chuyên viên phân tích dự kiến thu nhập trên cổ phiếu vào năm tới là 3 USD và P/E cuối năm đó là 12x. Một nhà đầu tư có lợi suất yêu cầu là 14,5% có nên mua cổ phiếu Apton dựa trên phân tích này không?

Định giá cổ phiếu theo phương pháp PE



Trả lời:

Dựa trên thu nhập ước tính trên cổ phiếu (E_1) là 3 USD và P/E ước tính 12x, giá cuối năm là $3 \times 12 = 36$ và tổng lợi tức là:

$$\frac{36 - 32 + 0,96}{32} = 15,5\%$$

Nhà đầu tư nên mua cổ phiếu vì lợi suất ước tính 15,5% lớn hơn lợi suất yêu cầu 14.5%

Định giá cổ phiếu theo phương pháp PE

| Mã | Giá | Market Cap | Chỉ tiêu tài chính hiện tại | | | | | | | | | | Kết quả 2009 | | | | LNST dự kiến | EPS dự kiến | PE | |
|-----|------|------------|-----------------------------|--------------|------|-----|-----|----------|------|------|---------------|---------|--------------|---------|--------------|-----------------------|----------------------|-------------|------------------|------------------|
| | | | Share | trailing EPS | PB | ROA | ROE | Leverage | beta | D/P | KL trung bình | LNST Q1 | LNST Q2 | LNST Q3 | LNST 9 tháng | LNST Analyst forecast | EPS Analyst forecast | PE hiện tại | PE forecast 2009 | PE forecast 2010 |
| VNS | 37 | 740.00 | 20,000,000 | 4,182 | 1.07 | 9% | 14% | 1.67 | 0.82 | 5.4% | 56,380 | 17.11 | 30.25 | 24.13 | 71.49 | 105 | 5,250 | 8.85 | 7.0 | 2.96 |
| VC3 | 57.7 | 480.00 | 8,000,000 | 4,746 | 2.59 | 4% | 21% | 5.52 | 1.08 | 3.1% | 37,300 | 7.51 | 7.29 | 8.51 | 23.32 | 56 | 7,000 | 12.16 | 8.2 | 3.23 |
| VST | 16.6 | 664.00 | 40,000,000 | 5.91 | 1.42 | 1% | 5% | 5.88 | 1.02 | 0.0% | 198,396 | (53.48) | (0.09) | 39.25 | (24.31) | 105 | 2,625 | 28.11 | 6.3 | 3.73 |
| SDU | 67.9 | 595.00 | 10,000,000 | 1,589 | 4.46 | 8% | 12% | 1.38 | 1.19 | 3.5% | 66,810 | | | 15.69 | 55.69 | 5,560 | 36.01 | 10.4 | 3.08 | |
| HSG | 37.7 | 2,150.35 | 57,038,500 | 3,357 | 2.78 | 10% | 24% | 2.40 | 1.15 | 0.0% | 273,013 | 15.82 | 109.78 | 182.13 | 307.73 | 485 | 8,503 | 11.23 | 4.4 | 4.00 |
| HOM | 12.1 | 928.00 | 72,000,000 | 1,079 | 1.14 | 6% | 17% | 2.74 | 1.05 | 0.3% | 109,900 | 30.30 | 50.16 | 35.27 | 115.02 | 152.9 | 2,124 | 6.44 | 5.7 | 5.05 |
| NTP | 89.3 | 2,069.39 | 21,668,998 | 12,692 | 3.81 | 39% | 59% | 1.38 | 1.18 | 3.4% | 94,820 | 54.40 | 106.80 | 103.43 | 264.64 | 367.6 | 16,964 | 7.04 | 5.3 | 5.44 |
| DBC | 29.4 | 799.03 | 25,446,660 | 2,597 | 2.20 | 8% | 20% | 2.93 | 1.16 | 5.1% | 131,570 | 9.61 | 30.95 | 14.62 | 55.18 | 81 | 3,183 | 11.32 | 9.2 | 5.84 |
| HVG | 49.7 | 2,982.00 | 59,999,993 | 4,401 | 1.77 | 7% | 15% | 2.16 | 0.77 | 6.0% | 103,406 | 88.02 | 88.02 | 88.02 | 264.06 | 360 | 6,000 | 11.29 | 8.3 | 5.99 |
| TTP | 41.3 | 619.50 | 14,999,998 | 5,733 | 1.46 | 17% | 20% | 1.21 | 0.97 | 4.8% | 35,060 | 17.41 | 22.89 | 21.81 | 62.12 | 83.1 | 5,540 | 7.20 | 7.5 | 6.00 |
| HRC | 32.1 | 554.08 | 17,260,976 | 3,422 | 1.58 | 15% | 18% | 1.22 | 1.24 | 6.2% | 32,399 | 14.26 | 8.19 | 23.99 | 46.44 | 78 | 4,519 | 9.36 | 7.1 | 6.02 |
| ABT | 49 | 555.86 | 11,339,997 | 5,384 | 1.31 | 14% | 16% | 1.20 | 0.90 | 6.1% | 56,812 | 9.08 | 15.37 | 29.62 | 54.08 | 84 | 7,407 | 9.10 | 6.6 | 6.10 |
| PVC | 20.5 | 349.78 | 15,071,736 | 4,824 | 1.40 | 20% | 32% | 1.67 | 1.39 | 7.3% | 104,030 | 16.51 | 9.25 | 14.40 | 40.17 | 60 | 3,757 | 4.16 | 5.5 | 6.13 |
| HDC | 50 | 540.00 | 10,800,000 | 4,693 | 3.12 | 8% | 34% | 3.91 | 1.01 | 4.0% | 35,546 | 7.98 | 18.44 | 18.96 | 45.38 | 45 | 4,167 | 10.85 | 12.0 | 6.26 |
| HPG | 51.5 | 10,112.75 | 196,363,998 | 4,135 | 2.09 | 12% | 18% | 1.72 | 1.13 | 5.8% | 648,364 | 300.83 | 385.64 | 358.14 | 1,044.61 | 1294 | 6,590 | 12.45 | 7.8 | 6.32 |
| BBC | 24.9 | 383.98 | 15,420,782 | 3,251 | 0.77 | 8% | 10% | 1.28 | 1.07 | 4.8% | 86,078 | 10.42 | 10.36 | 13.37 | 34.15 | 51 | 3,307 | 7.66 | 7.5 | 6.34 |
| CII | 52.5 | 2,627.84 | 50,054,000 | 4,907 | 2.35 | 8% | 28% | 3.63 | 1.11 | 3.8% | 677,920 | 48.52 | 65.69 | 97.64 | 211.85 | 303 | 6,653 | 10.70 | 8.7 | 6.36 |
| NBP | 21.4 | 293.33 | 12,085,500 | 4,002 | 1.66 | 21% | 30% | 1.45 | 1.26 | 4.7% | 53,780 | 19.47 | 20.48 | (0.79) | 39.15 | 53 | 4,120 | 5.35 | 5.2 | 6.43 |
| NSC | 39.2 | 314.16 | 8,014,161 | 4,205 | 1.90 | 17% | 22% | 1.20 | 0.75 | 0.0% | 37,839 | 7.68 | 13.00 | 6.10 | 26.78 | 40 | 4,991 | 9.32 | 7.9 | 6.54 |
| DPM | 31.7 | 12,046.00 | 380,000,000 | 2,192 | 2.36 | 14% | 17% | 1.20 | 1.10 | 4.1% | 520,124 | 336.01 | 419.50 | 164.08 | 919.59 | 1289.3 | 3,340 | 14.46 | 9.5 | 6.74 |
| TDH | 54 | 2,045.25 | 37,875,000 | 8,544 | 1.72 | 20% | 31% | 1.49 | 1.13 | 5.6% | 236,932 | 50.58 | 50.80 | 118.25 | 219.62 | 294 | 7,762 | 6.32 | 7.0 | 6.77 |
| BMP | 106 | 1,774.60 | 16,741,516 | 13,031 | 2.93 | 34% | 39% | 1.12 | 1.02 | 1.9% | 72,226 | 40.91 | 68.84 | 74.83 | 204.58 | 278.9 | 16,659 | 8.13 | 6.4 | 6.64 |
| STB | 24.2 | 16,214.85 | 670,035,300 | 2,155 | 1.74 | 2% | 23% | 10.51 | 1.09 | 0.0% | 3,502,258 | 297.40 | 482.08 | 409.06 | 1,188.54 | 1526.1 | 2,278 | 11.23 | 10.6 | 6.89 |
| PVD | 66.5 | 8,920.43 | 157,883,789 | 5,932 | 2.76 | 9% | 39% | 3.94 | 0.89 | 0.0% | 296,905 | 267.69 | 271.46 | 202.29 | 761.46 | 1050.8 | 6,719 | 9.53 | 8.4 | 6.92 |
| NTL | 117 | 1,918.80 | 16,400,000 | 16,514 | 5.54 | 24% | 90% | 3.68 | 1.04 | 2.1% | 182,023 | 5.28 | 88.37 | 86.94 | 180.59 | 299.35 | 18,253 | 7.09 | 6.4 | 7.40 |
| HAG | 83 | 17,039.32 | 270,485,458 | 3,327 | 3.50 | 10% | 23% | 2.25 | 0.98 | 0.0% | 794,227 | 299.20 | 297.53 | 320.47 | 857.20 | 1297.5 | 4,797 | 18.93 | 13.1 | 7.57 |
| TRC | 48.7 | 1,461.00 | 30,000,000 | 4,887 | 2.58 | 23% | 29% | 1.16 | 1.03 | 3.1% | 86,480 | 28.34 | 18.80 | 44.57 | 91.72 | 166.9 | 5,563 | 9.97 | 8.8 | 7.82 |
| PAC | 74 | 1,526.25 | 20,625,000 | 7,769 | 3.64 | 30% | 46% | 1.46 | 0.79 | 2.0% | 34,815 | 32.12 | 56.48 | 55.22 | 143.82 | 210 | 10,182 | 9.53 | 7.3 | 7.93 |
| DPR | 46.5 | 1,860.00 | 40,000,000 | 3,837 | 2.37 | 15% | 23% | 1.47 | 0.99 | 3.2% | 63,123 | 27.67 | 19.32 | 65.53 | 112.52 | 219.3 | 5,483 | 12.12 | 8.5 | 8.00 |
| FPT | 67 | 9,634.82 | 143,803,327 | 7,677 | 2.60 | 17% | 41% | 2.50 | 1.01 | 0.0% | 248,492 | 219.52 | 231.86 | 322.16 | 773.54 | 1036.2 | 7,206 | 8.73 | 9.3 | 8.09 |



Nhận xét

Ưu điểm

- Sức mạnh thu nhập, được đo bằng thu nhập trên cổ phiếu (EPS) là yếu tố cơ bản quyết định giá trị đầu tư
- P/E rất phổ biến trong cộng đồng đầu tư: Các nghiên cứu thực tế cho thấy sự khác biệt về P/E có mối liên quan mật thiết đến lợi suất trung bình dài hạn của cổ phiếu



Nhận Xét

Nhược điểm

- Thu nhập có thể bị âm và hệ số P/E không có ý nghĩa
- Sự biến động và không ổn định của thu nhập làm cho khó lý giải các chỉ số P/E
- Việc cố ý tác động đến thu nhập báo cáo trong khuôn khổ chuẩn mực kế toán có thể dẫn đến sự thiếu tương đồng các hệ số P/E của các công ty.



Định giá cổ phiếu theo phương pháp PB

$P/B = \text{giá thị trường của vốn chủ sở hữu} / \text{giá trị sổ sách của VCSH}$
 $= \text{giá trị thị trường trên cổ phiếu} / \text{giá trị sổ sách trên cổ phiếu}.$

- Trong đó:

Giá trị sổ sách của VCSH = VCSH của cổ đông phổ thông = (tổng tài sản - tổng nợ) - cổ phiếu ưu đãi.

- Giá trị sổ sách thường được điều chỉnh, ví dụ chỉ tính giá trị sổ sách của TSHH = VCSH - TSVH

- Điều chỉnh để đảm bảo tương đồng giữa FIFO, LIFO, các chuẩn mực kế toán GAAP, IFRS, VAS...



Định giá cổ phiếu theo phương pháp PB

Dựa vào thông tin trong bảng sau hãy tính hệ số P/B cho công ty Alpha Corp và Beta Corp.

| Công ty | Giá trị sổ sách năm 20X6 (triệu USD) | Doanh thu 20X6 (triệu USD) | Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (Triệu CP) | Giá (08/20X6) |
|------------|--------------------------------------|----------------------------|--|---------------|
| Alpha Corp | 28.039 | 18.878 | 7.001 | 17.83 USD |
| Beta Corp | 6.320 | 9.475 | 5.233 | 12.15 USD |



Định giá cổ phiếu theo phương pháp PB

Trả lời:

•Alpha Corp:

Giá trị sổ sách trên cổ phiếu=Giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu/số lượng cổ phiếu đang lưu hành=28.039/7.001=4.00 USD.

P/B=giá thị trường của cổ phiếu/giá trị sổ sách trên cổ phiếu=17,83/4,00=4,46

•Beta Corp:

Giá trị sổ sách trên cổ phiếu=giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu/số lượng cổ phiếu đang lưu hành=6.320/5.233=1,21 USD

P/B=giá thị trường của cổ phiếu/giá trị sổ sách trên cổ phiếu=12.15/1.21=10,04



Nhận xét

Ưu điểm của hệ số P/B

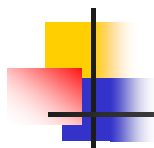
- Giá trị sổ sách là số tích lũy và thường có giá trị dương ngay cả khi công ty bị lỗ và có EPS âm. Do đó P/B có thể được dùng khi P/E không thể
- Giá trị sổ sách ổn định hơn EPS do đó P/B có thể có ích hơn P/E trong trường hợp EPS đặc biệt cao, thấp hoặc biến động
- Giá trị sổ sách là thước đo đúng giá trị tài sản thuần đối với các công ty chủ yếu nắm giữ tài sản thanh khoản như các công ty tài chính, đầu tư, bảo hiểm và ngân hàng.
- P/B rất hữu ích khi định giá công ty sắp phá sản
- Các nghiên cứu thực tế cho thấy P/B có thể giải thích sự khác biệt trong các mức lợi suất trung bình dài hạn.



Nhận xét

Nhược điểm của hệ số P/B

- Hệ số P/B không tính đến giá trị của các tài sản vô hình như lao động
- Hệ số P/B có thể dẫn đến hiểu sai khi có các khác biệt lớn trong các phương pháp sản xuất của các công ty đang xem xét đánh giá
- Các cách hoạch toán khác nhau có thể không làm nổi bật việc đầu tư thật sự của công ty do đó làm giảm tính tương đồng khi so sánh hệ số P/B của các công ty ở các quốc gia khác nhau ví dụ, trong trường hợp chi phí R&D.
- Lạm phát và các thay đổi về mặt công nghệ cũng có thể làm cho giá thị trường và giá trị sổ sách khác biệt nhau rất lớn, do đó giá trị sổ sách không đánh giá chính xác giá trị của đầu tư của cổ đông. Việc này làm cho việc so sánh P/B giữa các công ty trở nên khó khăn.



Độc hiểu thống kê P/B và P/E

[PE: leading..\Tham khảo và số liệu\chi tiêu tại
chinh.xls](#)

[PE trailing..\Tham khảo và số liệu\PE,PB, LN 5Q
@ 24082010 \(short\).xls](#)



Lý Thuyết Thị trường hiệu quả

Định nghĩa: Thị trường hiệu quả là thị trường mà vào mọi thời điểm giá chứng khoán trên thị trường đều phản ánh tất cả các thông tin sẵn có về doanh nghiệp phát hành cũng như ảnh hưởng của các sự kiện tới kết quả tài chính tương lai của doanh nghiệp đó.



Điều kiện để có thị trường hiệu quả

1. Tính hợp lý của nhà đầu tư:

- Hành động của nhà đầu tư gắn liền với thông tin mà họ nhận được. Ví dụ, nếu họ dự đoán giá cổ phiếu tăng họ phải mua hoặc giữ cổ phiếu

2. Thông tin lưu thông tự do và nhà đầu tư phản ánh tức thì

- Thông tin được truyền tải tới tất cả các thành phần tham gia thị trường
- Các thành phần tham gia thị trường có khả năng xử lý thông tin theo thời gian thực

3. Không có chi phí cho thông tin

4. Không có chi phí giao dịch và thuế

5. Tính thanh khoản cao và không có chi phối thị trường

- > Trong thị trường hiệu quả giá chứng khoán rất gần với giá trị thực của nó



Các dạng của thị trường hiệu quả

Dạng yếu: Giá hiện tại của cổ phiếu đã phản ánh đầy đủ các thông tin hiện có của chứng khoán. Do đó không thể sử dụng giá quá khứ và khối lượng quá khứ để dự báo giá chứng khoán trong tương lai. Vì vậy, nhà đầu tư không thể dùng phân tích kỹ thuật để thu lợi nhuận vượt trội

Dạng trung bình: Giá chứng khoán hiện tại phản ánh đầy đủ các thông tin đại chúng do đó nhà đầu tư không thể thu được lợi nhuận vượt trội bằng phân tích cơ bản

Dạng mạnh: Giá chứng khoán phản ánh đầy đủ các thông tin đại chúng lẫn thông tin nội gián do đó không có nhà đầu tư nào có ưu thế trong việc tiếp cận thông tin và thu lợi nhuận vượt trội.



Nhận xét

- Các kết quả nghiên cứu định lượng ủng hộ quan điểm thị trường hiệu quả yếu và thị trường hiệu quả trung bình
- Giả thuyết thị trường hiệu quả mạnh không được các nhà đầu tư chuyên nghiệp ủng hộ
- Sử dụng thông tin nội gián để qua mặt các nhà đầu tư khác xuất hiện trên rất nhiều thị trường chứng khoán, kể cả các quốc gia phát triển.