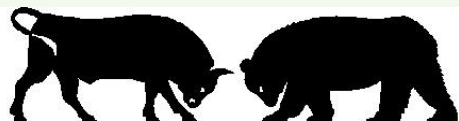


# Chương 9

## PHÂN TÍCH VÀ ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU



# Những nội dung chính

- Một số khái niệm liên quan tới cổ phiếu
- Phương pháp định giá dựa vào Bảng CĐKT
- Mô hình chiết khấu dòng cổ tức
- Hệ số Giá – Thu nhập (P/E)
- Kết hợp phân tích P/E và cổ tức



# Cổ phiếu phổ thông

- Cổ phiếu thượng hạng (blue-chips)
- Cổ phiếu thu nhập
- Cổ phiếu tăng trưởng
- Cổ phiếu chu kỳ
- Cổ phiếu phòng vệ
- Các loại giá trị
  - Mệnh giá
  - Giá trị ghi sổ
  - Giá trị thị trường
  - Giá trị đầu tư



# Định giá theo giá trị sổ sách

- Giá trị sổ sách (book value):
  - Giá trị ròng của một công ty, thể hiện trên bảng CĐKT (giá trị sổ sách trên cổ phần); là kết quả của quy tắc kế toán nhằm phân bổ chi phí mua sắm tài sản trên một số năm xác định.
  - Có phải là mức sàn của giá thị trường của cổ phiếu không?



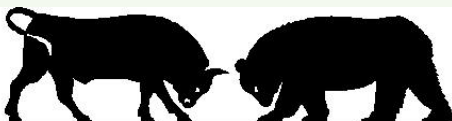
# Giá trị thanh lý

- Là khối lượng ròng giá trị có thể thực hiện được bằng cách bán hết tài sản của một doanh nghiệp và trả hết nợ.
  - Giá trị thanh lý trên cổ phần: có thể coi là mức sàn của giá cổ phiếu.
  - Nếu giá thị trường xuống thấp hơn giá trị thanh lý, cổ phiếu sẽ trở nên hấp dẫn, thành mục tiêu thu tóm.



# Chi phí thay thế - Tobin's q

- Chi phí thay thế: Là khoản chi phí để thay thế tài sản của một công ty, trừ đi các món nợ của công ty đó.
- Tobin's q: là hệ số giá trị thị trường của công ty so với chi phí thay thế.
  - Trong dài hạn, hệ số này tiến tới 1; trong khoảng thời gian thật dài nó lại khác xa 1



# Giá trị nội tại và giá thị trường

- Để xác định giá trị của một công ty, mô hình thông dụng nhất xuất phát từ việc quan sát lợi nhuận trên khoản đầu tư cổ phiếu:
  - Cổ tức (tiền)
  - Lợi vốn (hoặc lỗ vốn)
- Ví dụ: cổ phiếu ABC có  $P_0 = 48\%/cph$ ,  $D_1 = 4\$$ ;  $P_1 = 52\$$ .
  - Có nên đầu tư vào cổ phiếu này không?



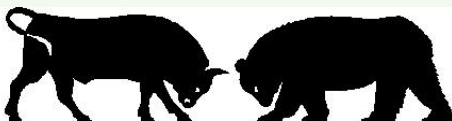
## 1. So sánh $E(r)$ và lợi suất đòi hỏi.

- $E(r)$  = tỷ suất cổ tức kỳ vọng + tỷ suất lợi vốn kỳ vọng):

$$E(r) = \frac{E(D_1) + [E(P_1) - P_0]}{P_0} = \frac{4 + (52 - 48)}{48} = 16,7 \%$$

- Lợi suất đòi hỏi :

$$k = r_f + \beta [E(r_M) - r_f] = 6\% + 1,2 \times 5\% = 12 \%$$





## 2. So sánh giá trị nội tại với giá thị trường

- Giá trị nội tại là giá trị hiện tại của các khoản thanh toán bằng tiền cho nhà đầu tư, chiết khấu theo  $k$ .
- Với các giả định trên:

$$V_0 = \frac{E(D_1) + E(P_1)}{1 + k} = \frac{4 + 52}{1,12} = 50 \$ > 48 \$$$



# Định giá theo DDM

- Dạng tổng quát

$$P_0 = \frac{D_1}{(1 + k_e)^1} + \frac{D_2}{(1 + k_e)^2} + \frac{D_3}{(1 + k_e)^3} + \dots + \frac{D_\infty}{(1 + k_e)^\infty}$$

- Cổ tức tăng trưởng đều (g không đổi,  $k > g$ )

$$P_0 = \frac{D_0 (1 + g)^1}{(1 + k_e)^1} + \frac{D_0 (1 + g)^2}{(1 + k_e)^2} + \frac{D_0 (1 + g)^3}{(1 + k_e)^3} + \dots + \frac{D_0 (1 + g)^\infty}{(1 + k_e)^\infty}$$

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



- Những hàm ý của mô hình cổ tức tăng trưởng đều
  - Giá trị của một cổ phiếu sẽ lớn hơn nếu:
    - Cổ tức dự tính trên cổ phần lớn hơn
    - Tỷ lệ vốn hóa thị trường (lợi suất đòi hỏi) ,k, thấp hơn
    - Tỷ lệ tăng trưởng dự tính của cổ tức cao hơn.
  - Giá cổ phiếu được kỳ vọng tăng với cùng tỷ lệ tăng của cổ tức, g.

$$\begin{aligned}
 P_1 &= \frac{D_2}{k - g} = \frac{D_1(1 + g)}{k - g} = \frac{D_1}{k - g}(1 + g) \\
 &= P_0(1 + g)
 \end{aligned}$$



# Ví dụ

- HFI vừa trả cổ tức 3\$/cph. Cổ tức dự tính tăng 8%/năm vĩnh viễn. Beta = 1,0;  $r_f = 6\%$ ;  $E(r_M) - r_f = 8\%$ . Giá trị nội tại?

$$D_1 = 3\$ \times 1,08 = 3,24\$$$

$$k = 6\% + 1,0 \times 8\% = 14\%.$$

$$V_0 = \frac{D_1}{k - g} = \frac{3,24 \$}{0,14 - 0,08} = 54 \$$$

Nếu cổ phiếu được coi là rủi ro hơn, beta = 1,25, thì giá trị của nó phải thấp hơn.



# DDM –

## mô hình tăng trưởng nhiều giai đoạn

- Giả sử cổ tức của công ty Titanic tăng trưởng 20%/năm trong ba năm tới, từ đó về sau tăng 12%/năm vĩnh viễn. Tỷ lệ chiết khấu là 15%, cổ tức gần đây nhất là 3\$/cổ phần.  $V_0$ ?

$$V_0 = \frac{D_0 (1 + g_1)}{k - g_1} \left[ 1 - \left( \frac{1 + g_1}{1 + k} \right)^T \right] + \left( \frac{1 + g_1}{1 + k} \right)^T \times \frac{D_0 (1 + g_2)}{1 - g_2}$$



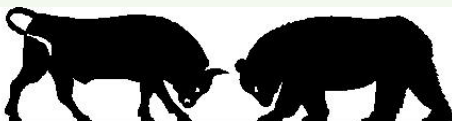
# Giá cổ phiếu và cơ hội đầu tư

- Ví dụ: Công ty A (100 triệu \$ VCSH) dự tính năm tới  $E = 5\$/\text{cổ phần}$ . Nếu  $p = 1$ , và  $k = 12,5\%$ ,  $\rightarrow P = D_1/k = E_1/k = 5/0,125 = 40\%$
- Giả sử công ty xúc tiến một dự án có  $\text{ROE} = 15\% > k$ ,  $b = 60\%$ ; vốn tăng  $9\%$ .

$$g = \text{ROE} \times b = 15\% \times 0,6 = 9\%$$

$$P = D_1/(k - g) = 2\$/ (0,125 - 0,09) = 57,14\%$$

- $\rightarrow$  tái đầu tư làm giảm cổ tức, nhưng sau đó tạo ra tăng trưởng ( $g$ )
- $\rightarrow$  làm tăng giá cổ phiếu.



- $57,14\$ - 40\$ = 17,14\$ = PVGO$

PVGO: Giá trị hiện tại của cơ hội tăng trưởng

**Giá = Giá trị không tăng trưởng trên cổ phần + PVGO**

$$P_0 = \frac{E_1}{k} + PVGO$$

- Nếu dự án tái đầu tư có  $ROE = 12,5\% = k$ ,  
 $g = ROE \times b = 0,125 \times 0,6 = 7,5\%$   
 $P = 2/(0,125 - 0,075) = 40\$$ ; (PVGO = 0)  
 Với  $ROE < k$ ;  $P < 40\$$  (PVGO < 0)



# Tăng trưởng và cơ hội tăng trưởng

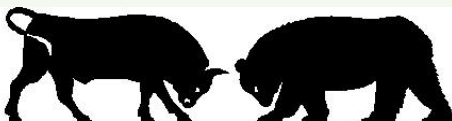
- Giá trị công ty chỉ tăng lên khi  $PVGO > 0$ .
- $NPV > 0$  và  $NPV < 0$  đều có thể tạo ra tăng trưởng cổ tức và thu nhập (g).
- Nếu  $NPV < 0$  mà vẫn tái đầu tư  $\rightarrow$  cổ tức và thu nhập tăng, nhưng giảm giá trị cổ phiếu.
- Tăng trưởng không nhất thiết là cơ hội tăng trưởng.





# Kết luận

- Tăng trưởng tự nó không phải là điều mà nhà đầu tư mong muốn.
- Tăng trưởng chỉ làm tăng giá trị của công ty khi nó đạt được nhờ đầu tư vào các dự án có cơ hội lợi nhuận hấp dẫn ( $ROE > k$ ).
- Nếu  $ROE < k$ : có thể có g, nhưng không làm tăng giá cổ phiếu ( $PVGO < 0$ ).



# Chu kỳ sống và mô hình tăng trưởng nhiều giai đoạn

- Định dạng về phân phối cổ tức của công ty thay đổi theo mỗi giai đoạn của chu kỳ sống, (các cơ hội tăng trưởng sẵn có).
- Sử dụng phiên bản 2 giai đoạn của DDM:
  - Giai đoạn tăng trưởng cổ tức cao: dự báo và tính PV của các khoản cổ tức.
  - Giai đoạn ổn định cổ tức, áp dụng mô hình cổ tức tăng trưởng đều.



# Sử dụng DDM khi nào thì hợp lý?

- Giả định công ty trả hết thu nhập làm cổ tức
- Nếu công ty không trả hết thu nhập, mô hình sẽ đánh giá thấp giá trị cổ phiếu.
- Áp dụng:
  - Công ty đã trưởng thành, cổ tức chiếm phần lớn thu nhập hoặc cổ tức dễ dự báo.
  - Những công ty có quy định đặc biệt, hoặc khó ước tính dòng tiền từ các báo cáo tài chính (ngân hàng).



# Ước tính tỷ lệ tăng trưởng g

- Hai cách ước tính
  - số bình quân trong quá khứ và
  - tỷ lệ tăng trưởng bền vững (tương lai)
- Lấy trung bình của hai giá trị này

$$g = \sqrt[n]{\frac{D_n}{D_0}} - 1$$

$$g = ROE \times b$$

(ROE = tỷ suất lợi nhuận ròng x vòng quay tổng tài sản x đòn bẩy tài chính.)



- Điều chỉnh g bình quân trong quá khứ theo
  - chương trình của chính phủ,
  - chuyển dịch nhân khẩu
  - thay đổi trong hỗn hợp sản phẩm.
- Điều chỉnh g bền vững:
  - So sánh g và các thành phần của ROE với các đối thủ cạnh tranh, với ngành và với thị trường → dự báo về khả năng tăng hay giảm của g trong tương lai.



- Các yếu tố tác động tới g bền vững
  - Tuổi trong chu kỳ sống của ngành
  - Thay đổi trong cơ cấu của công ty
  - Các xu hướng kinh tế.
- Để ước tính g, cần tham chiếu kế hoạch
  - Mở rộng công ty
  - Đa dạng hóa sang các lĩnh vực mới
  - Thay đổi chính sách cổ tức



# Ước tính lợi suất đòi hỏi: k

- $k = r_f + E(I) + RP$

RP phụ thuộc vào:

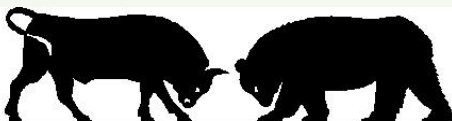
- Các chỉ số rủi ro của công ty, so sánh với các đối thủ cạnh tranh, với ngành hoặc với quá khứ.
  - Beta: hồi quy các mức lợi suất thị trường trên lợi suất của cổ phiếu, tính hệ số góc.
  - Điều chỉnh ước tính beta căn cứ vào những đặc trưng rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính.
- Kết hợp những ước tính về  $r_f$ , beta, mức bù rủi ro của thị trường:

$$k = E(r) = r_f + \beta (R_M - r_f)$$



# Ước tính $k$ , các phương pháp khác

- Xuất phát từ một mức lãi suất trái phiếu công ty có xếp hạng cao.
- Căn cứ vào mức độ rủi ro kinh doanh của ngành và của công ty, ấn định một mức bù rủi ro kinh doanh.
- Căn cứ vào hệ số beta, ấn định một mức bù rủi ro thị trường.
- Cộng 3 bộ phận này lại để có mức lợi suất đòi hỏi.





# Mô hình dòng tiền tự do (FCF)

## *Đặt vấn đề*

- Có những công ty không trả cổ tức, và có thu nhập âm ( $< 0$ ), song lại có dòng tiền dương.
- Lý do: Khấu hao làm giảm thu nhập, nhưng lại làm tăng dòng tiền, do việc làm tăng chi phí và giảm thuế.
- Mô hình FCF: định giá một công ty khi tính tới khấu hao.



# Dòng tiền tự do (FCF)

- Dòng tiền tự do: *thu nhập* báo cáo được chuyển đổi thành *dòng tiền*, bằng cách điều chỉnh những khoản mục tác động tới thu nhập và dòng tiền một cách khác nhau.
- $FCF = \text{Thu nhập ròng} + \text{Khấu hao} - \text{Chi tiêu vốn}$



# Ví dụ

- Hai công ty, A và B, có doanh thu và chi phí tiền mặt (loại trừ khấu hao) giống nhau, không thay đổi, trong ba năm, do đó dòng tiền hàng năm như nhau:

$$\begin{aligned}\text{Dòng tiền} &= \text{Doanh thu} - \text{Chi phí dùng tiền mặt} \\ &= 5000\$ - 3000\$ = 2000\$\end{aligned}$$

- Cả hai công ty đều có tổng khấu hao 3000\$ rải trong ba năm, nhưng lựa chọn phương pháp khấu hao khác nhau.



	<b>A</b>	<b>B</b>
Năm 1	1000\$	1500\$
Năm 2	1000\$	1000\$
Năm 3	1000\$	500\$
Tổng	3000\$	3000

	<b>A</b>		<b>B</b>	
	Dòng tiền	Thu nhập ròng	Dòng tiền	Thu nhập ròng
Năm 1	2000\$	1000\$	2000\$	500\$
Năm 2	2000\$	1000\$	2000\$	1000\$
Năm 3	2000\$	1000\$	2000\$	1500\$
Tổng	6000\$	3000\$	6000	3000



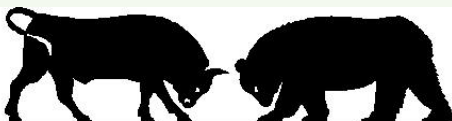
- Nhận xét:

- Trong năm đầu, thu nhập ròng của B thấp hơn của A, nhưng trong năm cuối lại cao hơn.
- Điều này chỉ là kết quả của phương pháp khấu hao, mà không liên quan gì tới khả năng thu lợi nhuận.
- Có thể dẫn tới kết luận sai: B là một công ty đang tăng trưởng.



# So sánh FCF và DDM (g không đổi)

- DDM giả định dòng tiền liên quan là cổ tức trả cho nhà đầu tư vốn chủ sở hữu; FCF lại có thể được sử dụng để trả cho cả chủ nợ lẫn chủ sở hữu.
- DDM để định giá vốn chủ sở hữu, tính  $k_e$  sử dụng beta của vốn chủ sở hữu.
- FCF định giá toàn bộ công ty, trừ đi giá trị của nợ.



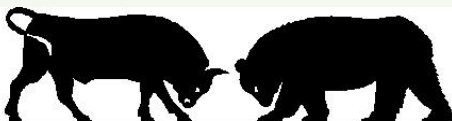
# Định giá - sử dụng P/E

- Định giá
  - Lựa chọn một P/E được coi là hợp lý: mức trung bình ngành; mức trung bình 5 năm của công ty...
  - Tính EPS hiện tại và ước tính tỷ lệ tăng của EPS.
  - $P = P/E \text{ hợp lý} \times EPS \text{ hiện tại} (1 + g)$
- Yếu tố tác động tới P/E
  - Trạng thái tổng thể của thị trường: P/E bình quân của thị trường
  - Tính đặc thù của ngành
  - Đặc điểm riêng của công ty



# P/E bình quân của thị trường

- Là P/E bình quân của các cổ phiếu trên thị trường – là chỉ báo về trạng thái chung của thị trường.
- Nếu các yếu tố khác không thay đổi, P/E càng cao chứng tỏ thị trường càng lạc quan.
  - TT Mỹ : Năm 1974,  $P/E = 7,3$ ; 1999:  $P/E = 33,4$





# P/E tương đối

- P/E tương đối: P/E của cổ phiếu so với P/E của thị trường.
- P/E tương đối cao:
  - Giá cổ phiếu sẽ tăng trong tương lai
  - Tính biến động giá cũng tăng
- Tham chiếu P/E bình quân của ngành để biết mức P/E hợp lý của công ty.



# P/E của các cổ phiếu riêng lẻ

- Chịu tác động của :
  - Đặc thù của ngành
  - Triển vọng tăng trưởng của công ty.
  - Rủi ro gắn với tăng trưởng
  - Hệ số nợ/VCSH
  - Chất lượng quản trị
  - Chất lượng của thu nhập
  - Chính sách cổ tức



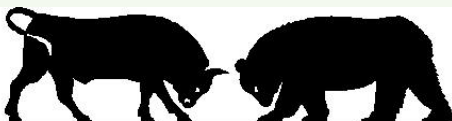
# P/E và cơ hội tăng trưởng

$$P_0 = \frac{E_1}{k} + PVGO \rightarrow \frac{P_0}{E_1} = \frac{1}{k} \left( 1 + \frac{PVGO}{E/k} \right)$$

- Khi  $PVGO = 0$ ,  $P_0 = E_1/k$ ,  $P/E = 1/k$ . Nhưng khi  $PVGO$  đóng góp lớn vào  $P$ , thì  $P/E$  có thể tăng mạnh.

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g} = \frac{E_1(1 - b)}{k - ROE \times b} \rightarrow \frac{P_0}{E_1} = \frac{1 - b}{k - ROE \times b}$$

- P/E tăng cùng với ROE
- P/E tăng nếu  $b$  cao hơn kết hợp với  $ROE > k$



→ P/E là hàm số của


1. Tỷ lệ tăng trưởng của thu nhập (+)
2. Trạng thái chung của thị trường (+)
3. Mức nợ trong cơ cấu vốn của công ty (-)
4. Tỷ lệ lạm phát hiện thời và dự tính (?)
5. Tỷ lệ chi trả cổ tức (?)





Lạm phát  
tăng

Lãi suất trái phiếu tăng  
→  $k_s$  tăng → giá cổ phiếu  
giảm → P/E giảm



Lạm phát  
giảm

Lãi suất giảm → Giá cổ  
phiếu tăng → P/E tăng



- P/E và tỷ lệ chi trả cổ tức
  - P/E cao thường được dự đoán cho những công ty có tỷ lệ chi trả cổ tức (p) cao
  - Trên thực tế, P/E cao thường là của những công ty có p thấp.
  - Lý do: tăng trưởng thu nhập thường có giá trị hơn cổ tức.



# Ước tính EPS

- Sử dụng báo cáo thu nhập
  - Dự báo doanh thu S, căn cứ
    - Mức doanh thu hiện tại
    - Tỷ lệ tăng trong quá khứ, điều chỉnh theo những điều kiện của nền kinh tế, ngành và công ty
  - Tỷ suất lợi nhuận ròng (NPM = lợi nhuận ròng/doanh thu):
    - Dựa vào số liệu quá khứ, tính tỷ lệ bình quân, điều chỉnh cho các năm.
  - $\rightarrow E = S \times NPM$
  - Ước tính số lượng cổ phần ròng lưu hành



## *Ước tính EPS*

$$\text{EPS}_t = \frac{\text{Thu nhập ròng sau thuế của năm } t}{\text{Số lượng cổ phần phổ thông}}$$





# Quy trình tổng quát

- Mức S hiện thời và tỷ lệ tăng hàng năm của S  
→

Doanh thu ròng

NPM (tỷ suất lợi nhuận ròng)

= Thu nhập ròng sau thuế (E)

Số cổ phần phổ thông đang lưu hành

= **EPS**

x Hệ số chi trả (p) = Cổ tức/cph (D)

**$P = EPS \times P/E$**



# Kết hợp thu nhập và cổ tức

- Bản chất của phương pháp: Giá trị của cổ phiếu phổ thông = PV của một dòng cổ tức + PV giá thị trường của cổ phiếu tại thời điểm kết thúc dòng cổ tức đó.
- Ví dụ: tính giá trị của cổ phiếu Johnson & Johnson's vào 2002, giả định:
  - Hệ số trả cổ tức dao động 34-37% từ 1992-2001; bình quân 35,74%/năm. Nhu cầu giữ lại thu nhập không có thay đổi gì đặc biệt → lấy mức 36% trong năm năm tới.



- Beta = 0,85, tín phiếu Kho bạc 1 năm có  $r_f = 3,62\%$ . Chọn mức bù rủi ro vốn CSH  $(K_M - R_f) = 7,5\% \rightarrow k_e = 10\%$ .
- Bài toán có hai phần:
  - Dự tính EPS trong 5 năm tới  $\rightarrow$  cổ tức  $\rightarrow$  PV (D)
  - Ước tính P/E tại năm 2006, nhân với EPS  $\rightarrow P_{2006}$Tính PV của mức giá này.
- Tính tổng hai kết quả: giá trị nội tại của cổ phiếu.



# Mô hình kết hợp thu nhập và cổ tức

## PHẦN A: GIÁ TRỊ HIỆN TẠI CỦA CỔ TỨC TRONG NĂM NĂM

Năm	Ước tính EPS (g = 13,61%)	Ước tính hệ số chi trả	Ước tính DPS	Thừa số PV, với ke = 10%	PV của dòng tiền
2002	2,20\$	36%	0,79	0,909	0,72\$
2003	2,50	36%	0,9	0,826	0,74
2004	3,23	36%	1,02	0,751	0,77
2005	3,67	36%	1,16	0,683	0,79
2006		36%	1,32	0,621	0,82
PV của cổ tức					<b>3,84\$</b>

## PHẦN B: GIÁ TRỊ HIỆN TẠI CỦA GIÁ CỔ PHIẾU NĂM 2006

	EPS	P/E	P2006	Thừa số PV	PV
2006	3,67\$	22,56	82,8	0,621	<b>51,42\$</b>
A + B = Giá trị hiện tại của cổ phiếu, đầu năm 2002 =					<b>55,26\$</b>
6/24/2020					44