

Chương III

Cổ phiếu và định giá cổ phiếu

Chương III: Cổ phiếu và định giá cổ phiếu

Nội dung chính

- Cổ phiếu là gì?
- Phương pháp lựa chọn cổ phiếu
- Phân tích cổ phiếu
- Định giá cổ phiếu

Cổ Phiếu Là Gì?

Khái niệm:

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

Cổ Phiếu Là Gì?

Đặc điểm (cổ phiếu phổ thông)

- Do công ty cổ phần phát hành
- Không có thời hạn (có thời hạn không xác định)
- Quyền lợi gắn liền với việc sở hữu cổ phiếu:
 - Các cổ đông là chủ sở hữu của công ty, chia sẻ mọi thành quả cũng như tổn thất của công ty
 - Trong trường hợp công ty phải thanh lý, phá sản, cổ đông chỉ nhận được những gì còn lại sau khi công ty đã trang trải xong các khoản nghĩa vụ khác
 - Quyền hưởng cổ tức
 - Quyền mua cổ phiếu mới
 - Quyền bỏ phiếu
 - Một số quyền khác

Cổ Phiếu Là Gì?

Cổ phiếu Ưu đãi

- Cổ phiếu ưu đãi lâu đời và phổ biến nhất là cổ phiếu ưu đãi cổ tức:
 - mức chi trả cổ tức ấn định trước
 - hưởng lợi trước cổ đông phổ thông
 - có thể kèm thêm những điều khoản để tăng thêm tính hấp dẫn
- Một số loại cổ phiếu ưu đãi khác

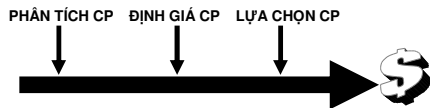
Phương pháp lựa chọn cổ phiếu

```
graph LR; A[PHÂN TÍCH CP] --> B[ĐỊNH GIÁ CP]; B --> C[LỰA CHỌN CP]; C --> D[ ]; D --> E[$]
```

The diagram illustrates a three-step process for stock selection:

- PHÂN TÍCH CP (Analyze Stock)
- ĐỊNH GIÁ CP (Value Stock)
- LỰA CHỌN CP (Select Stock)

The process flows from left to right, culminating in a large arrow pointing towards a dollar sign (\$).



Phân tích cổ phiếu

Định nghĩa

Là việc phân tích tất cả những thông tin liên quan đến doanh nghiệp phát hành để từ đó có cơ sở cho việc định giá và lựa chọn cổ phiếu

Những thông tin liên quan đến doanh nghiệp:

- Thông tin Vĩ mô của nền kinh tế
- Thông tin Ngành
- Thông tin của bản thân doanh nghiệp

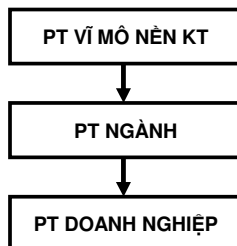
Phân tích cổ phiếu

Phương pháp phân tích

- **Top-Down:** quá trình phân tích đi từ phân tích vĩ mô nền kinh tế, tới phân tích ngành, rồi đến phân tích các yếu tố nội tại của doanh nghiệp.
- **Bottom-Up:** quá trình phân tích đi từ việc phân tích những yếu tố nội tại của doanh nghiệp rồi mở rộng ra phân tích những yếu tố ngành và vĩ mô liên quan đến doanh nghiệp

Phân tích cổ phiếu

Phương pháp phân tích Top-Down:



Phân tích cổ phiếu

Phân tích vĩ mô nền kinh tế:

- Phân tích vĩ mô nền kinh tế là gì?
- Một số thông tin cần phân tích
 - Các chính sách kinh tế vĩ mô của chính phủ (CSTK, CSTT)
 - Các biến số kinh tế vĩ mô:
 - Tốc độ tăng trưởng GDP trong ngắn và dài hạn
 - Lạm phát
 - Lãi suất
 - Những thông số về cán cân Xuất nhập khẩu, thị trường nhà đất, thị trường chứng khoán, thị trường lao động...
 - Những thay đổi trong Xã hội, Nhân khẩu học,...

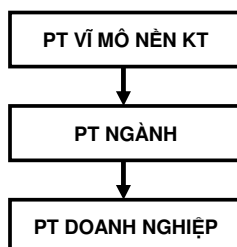
Phân tích cổ phiếu

Phân tích vĩ mô nền kinh tế:

- 2 dạng thay đổi của nền kinh tế
 - thay đổi mang tính chu kỳ
 - thay đổi mang tính cấu trúc
- Lựa chọn ngành

Phân tích cổ phiếu

Phương pháp phân tích Top-Down:



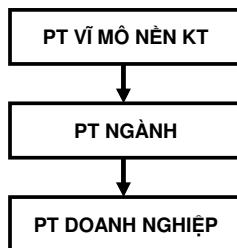
Phân tích cổ phiếu

Phân tích ngành:

- Phân tích ngành là gì?
- Các yếu tố cần phân tích:
 - môi trường cạnh tranh của ngành
 - vòng đời của ngành
 - chính sách của nhà nước
 - thị trường trong và ngoài nước
 - những thay đổi của xã hội, nhân khẩu học, ...

Phân tích cổ phiếu

Phương pháp phân tích Top-Down:



Phân tích cổ phiếu

Phân tích doanh nghiệp:

- Phân tích doanh nghiệp là gì?
- Phân tích doanh nghiệp làm gì?
- Các yếu tố cần phân tích:
 - kết quả hoạt động
 - tình hình tài chính
 - công tác quản trị
 - ban lãnh đạo, công tác nhân sự
 - truyền thống, danh tiếng, thương hiệu
 - văn hóa doanh nghiệp
 - ...

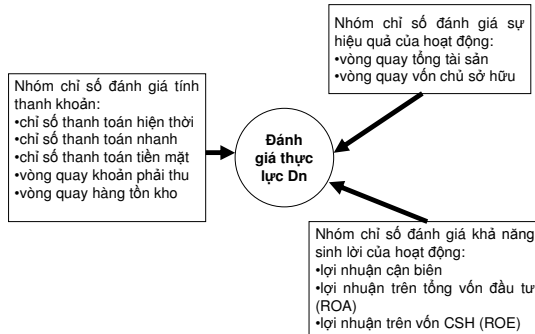
Phân tích cổ phiếu

Phân tích doanh nghiệp

• Phân tích báo cáo tài chính

- ý nghĩa
- mục đích
- các báo cáo tài chính:
 - Bản cân đối tài sản (Balance statement)
 - Báo cáo kết quả kinh doanh (Income statement)
 - Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Statement of cash flow)

Phân tích báo cáo tài chính



Phân tích cổ phiếu

Phân tích doanh nghiệp

• Xác định tiềm năng tăng trưởng của Doanh nghiệp

- ý nghĩa
- xác định tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp

$$g = RR \times ROE$$

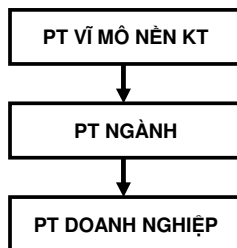
Phân tích cổ phiếu

Phân tích doanh nghiệp:

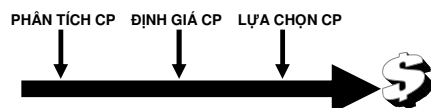
- Phân tích doanh nghiệp là gì?
- Phân tích doanh nghiệp làm gì?
- Các yếu tố cần phân tích:
 - kết quả hoạt động
 - tình hình tài chính
 - công tác quản trị
 - ban lãnh đạo, công tác nhân sự
 - truyền thống, danh tiếng, thương hiệu
 - văn hóa doanh nghiệp
 - ...

Phân tích cổ phiếu

Phương pháp phân tích Top-Down:



Phương pháp lựa chọn cổ phiếu



Định giá cổ phiếu

- **Định nghĩa**

Là việc xác định **Giá Trị Thực** của cổ phiếu

- **Quyết định đầu tư dựa trên Giá trị thực**
- **Phân biệt doanh nghiệp với cổ phiếu**

Định giá cổ phiếu

Phân biệt doanh nghiệp với cổ phiếu

- Công ty tăng trưởng và cổ phiếu tăng trưởng
- Công ty thận trọng và cổ phiếu thận trọng
- Công ty chu kỳ và cổ phiếu chu kỳ
- Công ty đầu cơ và cổ phiếu đầu cơ

Định giá cổ phiếu

Phân biệt doanh nghiệp với cổ phiếu

- Công ty tăng trưởng và cổ phiếu tăng trưởng
 - Cty tăng trưởng: là công ty có mức tăng trưởng doanh thu và LN trên mức trung bình (cách ĐN truyền thống). Theo các nhà lý thuyết tài chính, công ty tăng trưởng là công ty có khả năng quản lý và cơ hội để tiến hành đầu tư đạt được lợi suất cao hơn chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp
 - CP tăng trưởng: là CP có lợi suất cao hơn các CP khác trên thị trường có tính rủi ro tương tự. CP đạt được mức lợi suất ưu việt này bởi vì trong những thời điểm nhất định, tt đã định giá nó thấp hơn so với các CP khác có cùng tính rủi ro. CP tăng trưởng tất nhiên ko nhất thiết là CP của một cty tăng trưởng.

Định giá cổ phiếu

Phân biệt doanh nghiệp với cổ phiếu

- Công ty thận trọng và cổ phiếu thận trọng
 - Cty thận trọng là cty có nguồn thu nhập trong tương lai ổn định, không chịu ảnh hưởng nhiều trước biến động xấu của nền kinh tế. Tuy nhiên trong đk nền kinh tế thuận lợi, LN cty đạt được cũng ko cao như các công ty khác.
 - Cổ phiếu thận trọng là cổ phiếu có lợi suất đầu tư không bị giảm bằng mức sụt giá của toàn tt nói chung. Đây là cp có hệ số Beta thấp. Tuy nhiên khi thị trường tăng thì những cp này có mức tăng cũng nhỏ hơn thị trường

Định giá cổ phiếu

Phân biệt doanh nghiệp với cổ phiếu

- Công ty chu kỳ và cổ phiếu chu kỳ
 - Cty chu kỳ là công ty mà dth và ln bị tác động mạnh bởi những thay đổi trong chu kỳ thực của nền kinh tế. Các cty này hoạt động rất tốt trong nền kinh tế tăng trưởng và hoạt động rất kém trong nền kinh tế suy thoái.
 - Cp chu kỳ là cp có sự thay đổi của lợi suất lớn hơn thị trường nói chung, có nghĩa là nếu thị trường tăng thì cp này tăng mạnh hơn tt, nếu tt giảm thì nó xuống mạnh hơn tt. Đây là những cp có hệ số Beta cao.

Định giá cổ phiếu

Phân biệt doanh nghiệp với cổ phiếu

- Công ty đầu cơ và cổ phiếu đầu cơ
 - Cty đầu cơ là công ty có độ rủi ro cao và hứa hẹn cho LN cũng rất cao.
 - CP đầu cơ là nhiều khả năng sẽ mang lại lợi suất âm hoặc nhỏ. Đây là những CP bị thổi phồng về giá trị và nhiều khả năng là sẽ bị điều chỉnh về GT thực.

Định giá cổ phiếu

- Định nghĩa

Là việc xác định **Giá Trị Thực** của cổ phiếu

- Quyết định đầu tư dựa trên Giá trị thực
- Phân biệt doanh nghiệp với cổ phiếu
- Phương pháp định giá cổ phiếu

Định giá cổ phiếu

Phương pháp định giá cổ phiếu

- Giá trị của một tài sản tài chính
- Bài toán xác định giá trị cổ phiếu
 - xác định thu nhập tương lai
 - xác định tỷ lệ chiết khấu
- Phương pháp định giá cổ phiếu
 - phương pháp chiết khấu dòng tiền
 - phương pháp định giá tương đối

Các kỹ thuật chiết khấu dòng tiền

- Nguyên lý chung

$$V_j = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

Trong đó:

V_j : giá trị của cổ phiếu j

n : số năm NĐT nắm giữ cổ phiếu j

t : năm thứ t

CF_t : dòng tiền (thu nhập) tại năm thứ t

k : tỷ lệ chiết khấu (lợi suất yêu cầu)

- Mô hình chiết khấu cổ tức (Dividend Discount Model – DDM)

Các kỹ thuật chiết khấu dòng tiền

Mô hình chiết khấu cổ tức

- Bản chất của mô hình
- Công thức

Mô hình DDM

Công thức tổng quát

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

Nhưng

$$P_n = V_{j,n} = \frac{D_{n+1}}{1+k} + \frac{D_{n+2}}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_{n+m}}{(1+k)^m} + \frac{P_{n+m}}{(1+k)^m}$$
$$\Rightarrow V_j = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n} + \frac{D_{n+1}}{(1+k)^{n+1}} + \dots + \frac{D_{n+m}}{(1+k)^{n+m}} + \frac{P_{n+m}}{(1+k)^{n+m}}$$

Tương tự: $P_{n+m} = V_{j(n+m)} = \dots$

Mô hình DDM

$$\Rightarrow V_j = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n} + \dots$$

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

Các kỹ thuật chiết khấu dòng tiền

Mô hình chiết khấu cổ tức

- Bản chất của mô hình
- Công thức
- Giả thiết 1: giả sử công ty trả cổ tức đều hàng năm D

Mô hình DDM-Cổ tức đều

$$\Rightarrow V_j = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D}{(1+k)^t} = \boxed{\frac{D}{k}}$$

Các kỹ thuật chiết khấu dòng tiền

Ví dụ 1:

Chứng chỉ quỹ PRUBF1 trả cổ tức năm nay là 1500VNĐ/ccq. Nhà đầu tư dự đoán cổ tức trong tương lai sẽ không đổi. Lợi suất yêu cầu đối với việc đầu tư vào PRUBF1 là 16%. Tính giá trị của chứng chỉ quỹ.

Bài giải:

Các kỹ thuật chiết khấu dòng tiền

Mô hình chiết khấu cổ tức

- Bản chất của mô hình
- Công thức
- Giả thiết 1: giả sử công ty trả cổ tức đều hàng năm D
- Giả thiết 2: giả sử cổ tức công ty trả tăng đều hàng năm với tốc độ tăng trưởng g

Mô hình DDM-Cổ tức tăng trưởng đều

Gọi cổ tức năm nay công ty đã trả là D_0

$$V_j = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+k)^t} = \frac{D_0(1+g)}{k-g} = \boxed{\frac{D_1}{k-g}}$$

(gt : $k > g$)

Các kỹ thuật chiết khấu dòng tiền

Ví dụ 2:

Cổ phiếu BBC trả cổ tức các năm như sau:

2004	2005	2006	2007	2008
1100	1200	1700	1400	1000

Tính giá trị của cổ phiếu BBC theo mô hình DDM-cổ tức tăng trưởng đều. Cho $k=10\%$

Các kỹ thuật chiết khấu dòng tiền

Mô hình chiết khấu cổ tức

- Bản chất của mô hình
- Công thức
- Giả thiết 1: giả sử công ty trả cổ tức đều hàng năm D
- Giả thiết 2: giả sử cổ tức công ty trả tăng đều hàng năm với tốc độ tăng trưởng g
- Giả thiết 3: tăng trưởng 2 giai đoạn:
 - GD đầu: siêu tăng trưởng: $g > k$
 - GD sau: tăng trưởng đều $g < k$ (đến ∞)

Mô hình DDM-tăng trưởng nhiều giai đoạn

Giả sử công ty trải qua giai đoạn siêu tăng trưởng là n năm

$$\begin{aligned}\Rightarrow V_j &= \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n} + \frac{D_n(1+g)}{(1+k)^{n+1}} + \dots \\ &= \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n} + \frac{1}{(1+k)^n} \left[\frac{D_n(1+g)}{1+k} + \dots \right] \\ &= \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n} + \frac{1}{(1+k)^n} \times \frac{D_n(1+g)}{k-g}\end{aligned}$$

Các kỹ thuật chiết khấu dòng tiền

Ví dụ 3:

Nhà đầu tư dự đoán cổ tức của DBC trong tương lai như sau:

Năm	D
2008	1500
2009-2011	G=12%
2012-2015	G= 20%
2016 →	G=8%

Tính giá trị của cổ phiếu DBC vào đầu 2009. Cho $k=15\%$

Các kỹ thuật chiết khấu dòng tiền

- Nguyên lý chung

$$V_j = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

Trong đó:

V_j : giá trị của cổ phiếu j

n : số năm NĐT nắm giữ cổ phiếu j

t : năm thứ t

CF_t : dòng tiền (thu nhập) tại năm thứ t

k : tỷ lệ chiết khấu (lợi suất yêu cầu)

- Mô hình chiết khấu cổ tức (Dividend Discount Model – DDM)
- Giới thiệu mô hình chiết khấu dòng tiền hoạt động và dòng tiền tự do

Định giá cổ phiếu

Phương pháp định giá cổ phiếu

- Giá trị của một tài sản tài chính
- Bài toán xác định giá trị cổ phiếu
 - xác định thu nhập tương lai
 - xác định tỷ lệ chiết khấu
- Phương pháp định giá cổ phiếu
 - phương pháp chiết khấu dòng tiền
 - phương pháp định giá tương đối

Các kỹ thuật định giá tương đối

- Nguyên lý: định giá cổ phiếu bằng cách so sánh nó với những cổ phiếu tương tự
- Nhà phân tích so sánh những gì?
 - P/E, P/CF, P/B, P/S
- Mô hình số nhân thu nhập P/E

Các kỹ thuật định giá tương đối

Mô hình số nhân thu nhập

- B1: xác định chỉ số P/E cho cổ phiếu cần định giá
- B2: xác định EPS của cổ phiếu
- B3: tính giá trị cổ phiếu

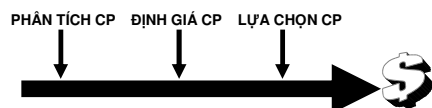
$$P = E \times \frac{P}{E}$$

Mô hình số nhân thu nhập

- Người ta còn có thể xác định giá của cổ phiếu theo một phương pháp khác:

$$P = \frac{D_1}{k - g} \rightarrow \frac{P}{E_1} = \frac{D_1/E_1}{k - g}$$
$$\rightarrow P = E_1 \times \frac{P}{E_1} = E_1 \times \frac{D_1/E_1}{k - g}$$

Phương pháp lựa chọn cổ phiếu



Q&A
