

# Chương III: Phân tích và định giá cổ phiếu

cuu duong than cong . com

# Giới thiệu

- Trong bảng tổng kết tài sản của DN có 2 phần:
  - Tài sản
  - Nguồn vốn
    - + Nợ
    - + Vốn chủ sở hữu
- Để huy động vốn, DN có 2 cách: (1) là đi vay nợ, (2) dùng chính vốn mình sở hữu
- (1)  $\Leftrightarrow$  DN phát hành khế ước vay nợ, thông thường bằng cách phát hành trái phiếu
- (2)  $\Leftrightarrow$  DN phát hành cổ phiếu

# I. Khái niệm và phân loại cổ phiếu

- Định nghĩa

*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*

# Phân loại

+ Cổ phiếu phổ thông (common stock): hưởng tất cả các quyền liên quan đến cổ phần

- Quyền hưởng cổ tức
- Quyền mua cổ phiếu mới
- Quyền bỏ phiếu

Trong bất kỳ trường hợp nào, nếu 1 trong 3 hoặc cả 3 quyền trên có sự thay đổi thì cổ phiếu trở thành cổ phiếu ưu đãi. Quyền hay thay đổi nhất là quyền hưởng cổ tức, và quyền bỏ phiếu

+ Cổ phiếu ưu đãi (preferred stock): đặt ra một ưu đãi nhất định, đồng thời cũng có nghĩa vụ đi kèm làm giảm tính hấp dẫn của cổ phiếu ưu đãi.

- Cổ phiếu ưu đãi nằm giữa 2 loại cổ phiếu và trái phiếu.
- Đối với cổ phiếu ưu đãi, thông thường người ta quy định mức lợi suất cao hơn mức lãi suất đi vay vốn. Nhưng thiết thời cho nhà đầu tư là ở chỗ cổ đông không được tham gia vào quyết định hoạt động của DN.
- Tuy nhiên quy định về quyền lợi dành cho cổ đông ưu đãi cũng tùy thuộc từng quốc gia và từng DN. VD ở Brazil, việc một cổ đông chỉ có 10% vốn nhưng chiếm tới 90% quyền biểu quyết là rất phổ biến.

# So sánh giữa 2 loại cp

Tiêu chí so sánh	Cổ phiếu phổ thông	Cổ phiếu ưu đãi
Phát hành	Rộng rãi ra công chúng	Có lựa chọn (thông thường là cho cổ đông sáng lập)
Cổ suất	được chia sẻ lợi nhuận và phải chia sẻ cả lỗ	ghi cổ suất ở mức cố định, thường cao hơn mức lãi suất trái phiếu
Nguyên tắc	Lời ăn lỗ chịu	Có thể được tích lũy (không có lãi thì không có cổ tức, nhưng năm sau có lãi thì sẽ trả tích lũy)
Trình tự nhận lãi cổ phiếu	thường thực hiện sau	thường được nhận trước
Khi DN phá sản	hoàn vốn sau	hoàn vốn trước
Biểu quyết	có quyền biểu quyết	có thể có hoặc không (tùy từng nước, từng DN)
Chuyển nhượng	Tự do chuyển nhượng	Thường không được, hoặc chỉ được chuyển nhượng hạn chế trong số cổ đông sáng lập

# II. Phân tích cổ phiếu

## 1. Phân tích cơ bản

- Dựa vào các nguyên lý cơ bản như kinh tế học, hoạt động lưu thông tiền tệ học, đầu tư học...để tiến hành phân tích đối với việc quyết định giá trị và giá cả của CK, đánh giá giá trị đầu tư của CK, phán đoán giá hợp lý của CK, đưa ra ý kiến đầu tư tương ứng với nó.
- Tiến hành phân tích đầu tư nhằm trả lời các câu hỏi trước khi ra quyết định:
  - Khi nào là cơ hội thuận lợi để đầu tư?
  - Khi nào cần phải rút ra khỏi thị trường?
  - Đầu tư vào loại chứng khoán nào để phù hợp với mục tiêu đề ra?
  - Giá cả ntn?

Quy trình phân tích cổ phiếu có thể tiếp cận theo 3 pp:

- Phương pháp phân tích từ trên xuống (top-down): ptích vĩ mô nền ktế => ptích ngành=> ptích công ty.
- PP ptích từ dưới lên (bottom-up): ptích chứng khoán riêng lẻ => ptích ngành =>ptích thị trường
- PP kết hợp cả 2 pp trên



- Phân tích vĩ mô nền kinh tế:
  - tăng trưởng ktế,
  - biến động chu kỳ của nền kinh tế,
  - những biến động trong lưu thông tiền tệ (lạm phát, thắt chặt tiền tệ...),
  - chính sách vĩ mô
    - (chính sách tiền tệ: tỉ lệ dự trữ bắt buộc, lãi suất tái ck, nghiệp vụ tt mở, khống chế tín dụng, chính sách thắt chặt, nới rộng tiền tệ;
    - chính sách tài chính: thuế, thu chi ngân sách, phát hành quốc trái...)

- Phân tích ngành:
  - Lịch sử ngành trên TG và ở VN
  - Tính mùa vụ của ngành
  - Các yếu tố tác động tới cạnh tranh của ngành:
    - Tác động của người mua tới các DN trong ngành
    - Tác động của người bán tới các DN trong ngành
    - Ảnh hưởng của SP thay thế
    - Ảnh hưởng của các SP mang tính hỗ trợ
    - Nguy cơ từ đối thủ mới gia nhập
    - Các yếu tố cạnh tranh trong nội bộ ngành
  - Cấu trúc ngành (cạnh tranh tự do, cạnh tranh độc quyền, độc quyền nhóm, độc quyền)
  - Tốc độ tăng trưởng và vòng đời sản phẩm của ngành

- Phân tích công ty:
  - Phân tích cơ bản về công ty:
  - Phân tích tài chính của công ty:

## – Phân tích cơ bản về công ty:

- Triển vọng phát triển
  - Chiến lược kinh doanh của công ty
  - Phương hướng tập trung vốn
  - Thay đổi và đưa ra sp mới
- Năng lực cạnh tranh
  - Địa vị cạnh tranh
  - Tỷ lệ sản phẩm của công ty chiếm lĩnh trên tt
  - Năng lực cạnh tranh của sp
- Năng lực quản lý kinh doanh của công ty

– Phân tích tài chính của công ty:

- Phân tích bảng biểu báo cáo tài chính chủ yếu (bảng CĐKT, BCKQKD, Bảng LCTT)
- Phân tích tỉ lệ tài chính từng năm
  - Hệ số khả năng thanh toán (hệ số thanh toán ngắn hạn, hệ số thanh toán nhanh)
    - »  $\text{hệ số thanh toán ngắn hạn} = \frac{\text{tổng TS lưu động}}{\text{tổng nợ ngắn hạn}}$
    - »  $\text{hệ số thanh toán nhanh} = \frac{\text{TS lưu động} - \text{hàng tồn kho}}{\text{tổng nợ ngắn hạn}}$
  - Hệ số khả năng sinh lời
    - »  $\text{Hệ số tổng lợi nhuận} = \frac{\text{Doanh số} - \text{Giá thành}}{\text{Doanh số bán}}$
    - »  $\text{Hệ số lợi nhuận ròng} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Doanh thu thuần}}$
    - »  $\text{Hệ số lợi nhuận hoạt động} = \frac{\text{thu nhập trước thuế và lãi (EBIT)}}{\text{Doanh thu}}$
    - »  $\text{Tỉ suất lợi nhuận trên tổng tài sản ROA} = \frac{\text{lợi nhuận sau thuế}}{\text{tổng tài sản}}$
    - »  $\text{Tỉ suất lợi nhuận trên vốn tự có ROE} = \frac{\text{lợi nhuận sau thuế}}{\text{VCSH}}$
  - Hệ số cơ cấu tài chính
    - »  $\text{Hệ số nợ} = \frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Tổng TS}}$
    - »  $\text{Hệ số cơ cấu nguồn vốn} = \frac{\text{VCSH}}{\text{Tổng số vốn}}$
  - Các chỉ số về hiệu quả kinh doanh
    - »  $\text{Tỉ lệ quay vòng hàng tồn kho} = \frac{\text{DT bán hàng}}{\text{bình quân hàng tồn kho}}$
    - »  $\text{Tỉ lệ quay vòng tổng tài sản} = \frac{\text{DT bán hàng}}{\text{bình quân tổng TS}}$
    - »  $\text{Tỉ lệ quay vòng vốn cố định} = \frac{\text{DT bán hàng}}{\text{bình quân vốn cố định}}$
  - Các chỉ số về cổ phiếu
    - » Cổ tức
    - » EPS
    - » P/E
    - » D/E
    - » D/P
    - » Giá trị sổ sách của cổ phiếu phổ thông (BV)

# II. Phân tích cổ phiếu

## 2. Phân tích kỹ thuật

- SV tự tìm hiểu

cuu duong than cong . com

cuu duong than cong . com

# III. Định giá cổ phiếu

cuu duong than cong . com

# 1. Cơ sở pháp lý cho việc định giá cổ phiếu ở VN

- Thực tế tại VN ko có văn bản pháp quy nào trực tiếp đề cập đến việc định giá cổ phiếu.
- Nhưng có thể căn cứ vào các văn bản luật về vấn đề cổ phiếu hóa doanh nghiệp nhà nước (trong đó đề cập đến phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp) làm cơ sở pháp lý cho việc định giá cổ phiếu ở VN
- Năm 1992 bắt đầu chương trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước. Từ đó công tác định giá doanh nghiệp được quan tâm nhiều hơn.



# Các văn bản pháp luật quy định việc chuyển đổi các doanh nghiệp nhà nước sang công ty cổ phần

- 1996-1998: NĐ 28/1996/NĐ-CP ngày 07/05/1996 về việc chuyển một số DN thành CTCP, thông tư 50/1996/TT-BTC của BTC ngày 30/8/1996 hướng dẫn thực hiện nghị định 28.
- 1998-2002: NĐ 44/1998/NĐ-CP thay thế NĐ 28 ngày 29/6/98, thông tư 104/1998/TT-BTC hướng dẫn NĐ 44.
- 2002-2004: NĐ 64/2002/NĐ-CP thay thế NĐ 44 ngày 19/6/2002, thông tư 79/2003/TT-BTC hướng dẫn NĐ 44.
- 2004-6/2007: NĐ 187/2004/NĐ-CP thay thế NĐ 64 ngày 16/11/2004, thông tư 126/2004/TT-BTC ngày 24/12/2004 và sau đó là thông tư 126/2004/TT-BTC hướng dẫn NĐ 187.
- 6/2007-nay: NĐ 109/2007/NĐ-CP ngày 29/6/2007, thông tư 146/2007/TT-BTC hướng dẫn NĐ 109.

# a. Những quy định trong công tác định giá

- Từ trước 2002: giai đoạn đầu qtr cổ phần hóa. ĐGCP do cơ quan quản lý doanh nghiệp thực hiện thông qua hội đồng xác định gtrị dn (gồm đại diện cơ quan tài chính, cơ quan qly ngành, đại diện doanh nghiệp và chuyên gia tài chính). Bất cập: thiếu tính khách quan, thiếu tính thị trường, ko có các nhân viên chuyên trách về vấn đề định giá doanh nghiệp, định giá cổ phiếu.
- 2002-2004: có sự tham gia của các định chế tài chính trung gian khi ND 64/2002/ND-CP cho phép duy trì đồng thời 2 phương pháp định giá (thông qua HĐ định giá + định giá thông qua các định chế trung gian như các công ty kiểm toán hay công ty chuyên trách về định giá)
- ND 187 năm 2004: xóa bỏ pp định giá thông qua HĐ. Quy định
  - “các DN có tổng giá trị TS kế toán >30 tỉ VNĐ phải thực hiện xác định thông qua các tổ chức cơ quan chức năng định giá như công ty kiểm toán, công ty chứng khoán, tổ chức thẩm định giá và ngân hàng đầu tư trong và ngoài nước có chức năng thẩm định giá.
  - DN có tổng giá trị TS kế toán <30 tỉ VNĐ không nhất thiết phải thuê tổ chức để xác định giá trị DN.
- ND 109 / 2007 không có gì thay đổi căn bản về vấn đề này

## b. Những quy định về phương pháp định giá

- Trước 2002: pp giá trị tài sản. Do mỗi DN có đặc điểm khác nhau, hoạt động trong nhiều lĩnh vực khác nhau, và do pp này còn nhiều hạn chế, nên 1 pp này ko mang lại kquả chính xác.
- NĐ 64 kết hợp 2 pp:
  - PP tài sản ròng: xđ giá trị DN dựa trên xđ giá trị TS mà DN đang sở hữu và sử dụng.
  - PP chiết khấu luồng tiền: xđ giá trị DN dựa vào khả năng sinh lợi của DN trong tương lai.

PP CKLT mới chỉ áp dụng hạn chế cho các DN hđ trong một số lĩnh vực thương mại có sử tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn CSH bình quân 5 năm liên kế tính từ thời điểm cần định giá.
- NĐ 187 ngoài việc quy định cụ thể 2 pp như trên còn cho phép DN áp dụng những pp khác sau khi thỏa thuận với BTC
- NĐ 109 không có thay đổi gì căn bản về vấn đề này. Cụ thể 2 pp định giá được đề cập trong NĐ 109/2007/NĐ-CP là:
  - Phương pháp tài sản
  - Phương pháp chiết khấu dòng tiền

## b. Những quy định về phương pháp định giá (tiếp)

### b1. Pp tài sản:

- Giá trị thực tế vốn nhà nước tại DN CPH là giá trị thực tế của DN sau khi trừ đi các khoản nợ phải trả, số dư quỹ khen thưởng, quỹ phúc lợi và số dư nguồn kinh phí sự nghiệp (nếu có)
- Giá trị DN = tổng nguồn vốn – nợ phải trả - các quỹ - kinh phí  
= vốn CSH – các quỹ - kinh phí

Căn cứ để xđ giá trị thực tế của DN:

- Số liệu theo sổ kế toán của DN tại thời điểm xđ giá trị DN
- Tài liệu kiểm kê, phân loại và đánh giá chất lượng TS của DN tại thời điểm xđ giá trị DN
- Giá trị thị trường của TS tại thời điểm tổ chức định giá
- Giá trị quyền sd đất được giao, được thuê, và giá trị lợi thế KD của DN.

- **Đv TS là hiện vật:**
  - chỉ đánh giá lại những TS mà công ty cổ phần tiếp tục sd.
  - Giá trị thực tế của TS = nguyên giá tính theo thị trường x chất lượng còn lại của TS tại thời điểm định giá
  - TSCĐ đã khấu hao thu hồi đủ vốn, công cụ LĐ, dụng cụ quản lý đã phân bổ hết giá trị vào chi phí KD nhưng CTCP tiếp tục sd phải đánh giá lại để tính vào gtrị DN.
- **TS bằng tiền:**
  - Tiền mặt: xđ theo biên bản kiểm quỹ
  - Tiền gửi xđ theo sổ dư đã đối chiếu xác nhận với ngân hàng
  - Các giấy tờ có giá thì xđ theo giá giao dịch trên thị trường. Nếu không có giao dịch thì xđ theo mệnh giá của giấy tờ
- Các khoản nợ phải thu: xđ theo sổ dư thực tế trên sổ kế toán sau khi xử lý.
- Các khoản chi phí dở dang: đầu tư XD cơ bản, SXKD, sự nghiệp xđ theo thực tế phát sinh hạch toán trên sổ kế toán.
- Giá trị TS ký cược, ký quỹ ngắn hạn và dài hạn: xđ theo sổ dư thực tế trên sổ kế toán đã được đối chiếu xác nhận.
- Giá trị TS vô hình (nếu có): xđ theo giá trị còn lại đang hạch toán trên sổ kế toán
- **Giá trị quyền sử dụng đất:**
  - Nếu DN được giao đất: tính theo giá đất đã đc UBND tỉnh thành phố trực thuộc TW (nơi DN có diện tích đất được giao) quy định và công bố.
  - Nếu DN chọn hình thức thuê đất:
    - Nếu trả tiền thuê đất hàng năm thì ko tính tiền thuê đất vào giá trị DN
    - Nếu trả tiền thuê đất một lần cho toàn bộ thời gian thuê đất thì tính tiền thuê đất vào giá trị DN theo sát giá với giá thị trường tại thời điểm định giá được UBND các tỉnh TP trực thuộc TW Quy định và công bố
- **Giá trị lợi thế kinh doanh:** gồm giá trị lợi thế về vị trí địa lý, giá trị thương hiệu, tiềm năng phát triển. Do cơ quan có thẩm quyền quyết định, nhưng không thấp hơn giá trị lợi thế KD được xđ theo hướng dẫn của BTC.

## b. Những quy định về phương pháp định giá (tiếp)

b2. Pp chiết khấu dòng tiền:

Theo điều 33 ND 109/2007-CP:

Giá trị thực tế DN CPH theo pp CKDT dựa trên khả năng sinh lời của DN trong tương lai.

Căn cứ xđ giá trị DN theo pp này gồm:

- Báo cáo tài chính của DN trong 5 năm liên kế, trước thời điểm xđ giá trị DN
- Phương án hoạt động SX, KD của DN trong 3-5 năm sau khi chuyển thành CTCP
- Lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm ở thời điểm gần nhất, trước thời điểm tổ chức thực hiện xđ giá trị DN và hệ số chiết khấu dòng tiền của DN được định giá.

Sau khi tính được giá trị của DN theo từng pp, giá cổ phiếu sẽ được tính theo công thức:

$P_o = \text{giá trị tài sản ròng của DN} / \text{số cổ phiếu đang lưu hành}$



## 2. Các phương pháp định giá cp

- Trên thực tế có rất nhiều phương pháp định giá cổ phiếu, nhưng về cơ bản có 4 pp định giá cổ phiếu sau:
  - Pp CK cổ tức (dùng mô hình DDM)
  - Pp CK luồng tiền (dùng mô hình DCF)
  - Pp định giá cổ phiếu theo hệ số giá/thu nhập P/E
  - Pp định giá cổ phiếu dựa trên giá trị tài sản ròng

# a. Pp chiết khấu cổ tức (discounted dividend model – DDM)

Giá cổ phiếu được xđ bằng giá trị hiện tại của toàn bộ các luồng thu nhập trong tương lai.

Giả sử có một cổ phiếu được nắm giữ tới năm thứ  $n$ , cổ tức chi trả từ năm thứ nhất đến năm thứ  $n$  lần lượt là :  $D_1, D_2, \dots, D_n$ . Biết giá cổ phiếu năm thứ  $n$  là  $P_n$  và lợi suất yêu cầu của nhà đầu tư là  $r$  không đổi:

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

Nếu cổ phiếu được NĐT nắm vô hạn,  $n$  tiến tới vô cùng, giá trị hiện tại của  $P_n/(1+r)^n$  tiến tới 0, công thức trên trở thành:

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

# a. Pp chiết khấu cổ tức (discounted dividend model – DDM)

## a1. Trường hợp công ty ko tăng trưởng

Cổ tức chi trả hàng năm là cố định,  $D_0 = D_1 = \dots = D_n$ .

$$P_o = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} = \frac{D}{r} \left( 1 - \frac{1}{(1+r)^n} \right) = \frac{D}{r}$$

## a2. Trường hợp công ty tăng trưởng đều đặn:

Cổ tức tăng trưởng hàng năm theo một tỉ lệ  $g$  cố định

$$D_1 = D_0(1+g), D_2 = D_1(1+g) = D_0(1+g)^2, D_t = D_0(1+g)^t$$

Với giả định  $r > g > 0$ , giá cổ phiếu được tính như sau:

$$P_o = \sum_{t=1}^n \frac{D_0(1+g)^t}{(1+r)^t} = \frac{D_0(1+g)}{r-g} = \frac{D_1}{r-g}$$

### a3. Trường hợp công ty tăng trưởng trong nhiều giai đoạn:

Cổ tức tăng trưởng không đều trong một số năm trước khi đạt đến giai đoạn ổn định

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

# Ví dụ

- Ngân hàng A sau khi CPH vào đầu năm 2007, trả cổ tức 3000đ/cổ phiếu vào cuối năm. Mức tăng trưởng trong 3 năm tiếp theo là 50%, những năm sau có mức tăng trưởng cổ tức là 10%. Lãi suất chiết khấu với cổ tức này là 20%. Xác định giá cổ phiếu A khi CPH.

## a. Pp chiết khấu cổ tức (discounted dividend model – DDM) (tiếp)

Từ 3 trường hợp trên, ta thấy các thông số cần thiết trong phương pháp CKCT là:

- Cổ tức trong tương lai ( $D$ ):
- Tốc độ tăng trưởng cổ tức ( $g$ ):
- Mức lợi suất dự tính ( $r$ ):

# a. Pp chiết khấu cổ tức (discounted dividend model – DDM) (tiếp)

-Cổ tức trong tương lai (D):

Dựa trên số liệu về cổ tức trong quá khứ, chính sách phân chia cổ tức trong tương lai, ước tính thu nhập năm sau để từ đó ước tính giá trị cổ tức có thể nhận được trong năm đầu tiên  $D_1$ .

$D = \text{tỉ lệ chia cổ tức} \times \text{EPS}$

$\text{EPS} = (\text{lợi nhuận ròng} - \text{cổ tức ưu đãi}) / \text{số lượng cổ phiếu đã phát hành}$

- Tốc độ tăng trưởng cổ tức (g): được xác định dựa trên tỉ lệ tăng trưởng lợi nhuận và tỷ lệ lợi nhuận dùng để chi trả cổ tức.

- $g = ROE \times b$
- b: tỉ lệ lợi nhuận được để lại tái đầu tư  $= 1 - D/EPS = 1 - \text{tỉ lệ chi trả cổ tức}$
- ROE: thu nhập ròng / vốn CSH = thu nhập trên 1 cổ phiếu (EPS)/giá trị sổ sách của 1 cổ phiếu.



- Mức lợi suất dự tính ( $r$ ): tùy thuộc vào cơ cấu vốn của công ty phát hành mà áp dụng công thức khác nhau. Cách phổ biến nhất là CAPM (không có vốn nợ)

$$E[r_i] = r_f + \beta_i (E[r_m] - r_f)$$

Tuy nhiên, công ty phát hành cổ phiếu lần đầu thì chưa có căn cứ để mức độ rủi ro của công ty nên chưa thể áp dụng công thức này để tính  $r$ , mà phải căn cứ vào tỷ suất thu nhập dự tính của các cổ phiếu có cùng mức rủi ro (theo mô hình CAPM thì điều kiện phải cân bằng hiệu quả, các chứng khoán có cùng độ rủi ro thì phải có cùng tỷ suất thu nhập dự tính)

## b. Phương pháp chiết khấu luồng tiền DCF

- Nguyên tắc cơ bản: ước tính giá trị tất cả các luồng thu nhập tự do mà tổ chức phát hành sẽ thu được trong tương lai và quy chúng về giá trị hiện tại bằng cách chiết khấu các luồng thu nhập này theo một mức lãi suất chiết khấu thích hợp
- Luồng tiền ko được giữ lại để tái đầu tư gọi là luồng tiền tự do sử dụng  
$$\text{Luồng tiền tự do} = \text{Doanh thu} - \text{chi phí} - \text{đầu tư}$$

## b. Phương pháp chiết khấu luồng tiền DCF

### b1. xác định giá trị luồng tiền

- Dòng tiền tự do đối với DN (FCFF): dòng tiền còn lại sau khi trừ đi CF hoạt động và thuế

$FCFF = EBIT(1-t) + \text{khấu hao} - \text{chi tiêu vốn} - \text{thay đổi vốn lưu động}$

- Dòng tiền tự do đối với vốn CSH (FCFE): dòng tiền còn lại sau khi trừ đi CF hoạt động, thanh toán lãi vay, thanh toán nợ và tất cả các khoản chi tiêu vốn khác

$FCFE = \text{thu nhập thuần} + \text{khấu hao} - \text{chi tiêu vốn} - \text{thay đổi vốn lưu động} + \text{thanh toán cho các chủ nợ} + \text{phát hành nợ mới}$

$\text{Thu nhập thuần} = (EBIT - \text{trả lãi nợ vay})(1-t)$

## b2. Chi phí vốn bình quân gia quyền WACC

Nguồn vốn của DN bao gồm vốn CSH và vốn vay. Mỗi loại có CF sử dụng vốn khác nhau, CF vốn vay thấp hơn do chịu rủi ro ít hơn.

Công thức tính WACC:

$$WACC = \frac{E}{V} r_e + \frac{D}{V} r_d (1 - T_c)$$

D: giá trị vốn vay

$r_d$ : chi phí vốn vay (lãi suất yêu cầu đối với vốn vay): chính bằng lãi suất trả cho người cho vay sau khi đã trừ đi thuế thu nhập lãi vay

E: giá trị vốn CSH

$r_e$ : chi phí vốn CSH (lãi suất yêu cầu đối với vốn CSH): tính bằng CAPM

$T_c$ : thuế suất thuế thu nhập DN

b3. xác định giá trị cổ phiếu theo mô hình DCF:

Sau khi đã xác định được luồng tiền tự do sử dụng và mức lãi suất chiết khấu, ta tính giá trị cổ phiếu theo mô hình DCF như sau:

- Xđ giá trị cổ phiếu theo FCFF:

$$PV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Giá trị PV nói trên là gồm cả phần dành cho chủ nợ và cổ đông ưu đãi, nên giá cổ phiếu được tính như sau:

$$P_0 = \frac{PV - \text{debt} - \text{giatricoph} \text{ ieuuudai}}{\text{Socophieut} \text{ huongdangl} \text{ uuhanh}}$$

- Xđ giá trị cổ phiếu theo FCFE:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1 + r_e)^t}$$

$r_e$  là mức lợi suất yêu cầu đối với vốn CSH và được tính theo mô hình CAPM

Chú ý khi dùng pp này: phải lập được bảng kế hoạch sản xuất kinh doanh của công ty ít nhất trong thời hạn 5 năm để ước tính các khoản doanh thu, CF và FCF.

Việc dự đoán các yếu tố trên ko những phụ thuộc vào đặc điểm của công ty, mà còn phụ thuộc vào tình hình của ngành SXKD, môi trường KD, khuôn khổ pháp lý, chế độ kế toán.

Chỉ có chính công ty mới đủ thông tin để lập kế hoạch SXKD => khó khăn cho NĐT cá nhân

# Ví dụ về pp DCF

- Một DN có hệ số rủi ro  $\beta = 1,2$ , vay vốn ngân hàng với lãi suất 8,5% chiếm 30% tổng nguồn vốn DN. Lãi suất tín phiếu kho bạc là 4%, tỉ suất lợi nhuận bình quân thị trường là 14%. Thuế TNDN 28%
- Dòng tiền tự do dự tính trong 3 năm đầu là 300, 400, 500
- Các năm tiếp theo tăng 10% mỗi năm.
- Biết công ty có 1000 cổ phiếu đang lưu hành
- Xác định giá trị của công ty đó

# Khả năng áp dụng DDM và CFDM

- Về cơ bản 2 pp này tương đối giống nhau
- PP CKCT đơn giản và dễ tính hơn, nhưng chỉ nên áp dụng với DN có tốc độ tăng trưởng tương đối đều đặn. Nếu DN mới thành lập và có những năm lợi nhuận âm thì pp này thiếu chính xác, ko phản ánh được tác động của hữ kinh doanh tới giá cổ phiếu.
- Trong những TH đó nên sd pp CK luồng tiền tự do
  - $\text{Luồng tiền tự do} = \text{Doanh thu} - \text{CF} - \text{đầu tư}$
- Luồng tiền tự do cũng có thể mang dấu âm => phản ánh chính xác hơn giá trị nội tại của cổ phiếu.



- Ưu điểm của nhóm pp CK cổ tức hay luồng tiền:
  - Giá cổ phiếu tính theo pp này thường là mức giá cao nhất mà NĐT có thể trả với mục đích nắm quyền kiểm soát
  - Pp này là cơ sở rõ ràng để lý giải về sự khác biệt giữa giá trị nội tại của các cổ phiếu khác nhau, do pp CK luồng cổ tức hay luồng tiền đánh giá khả năng hoạt động hiệu quả của từng DN. Chỉ những DN hoạt động hiệu quả mới đem lại luồng cổ tức hay luồng tiền lớn, từ đó mới thấy được sự khác nhau giữa giá trị cổ phiếu các DN khác nhau đó.
    - (VD NH Đông Á và NH Techcombank có mức vốn điều lệ tương đương nhau là 1500 tỉ, nếu chỉ nhìn vào đó mà xđ giá cổ phiếu thì không thể thấy được sự khác nhau)

- Hạn chế khi sd pp CK cổ tức hay luồng tiền:
  - Pp này phải tính đến nhiều yếu tố tác động tới giá cổ phiếu như môi trường vĩ mô, vi mô (nhà cung cấp, khách hàng, đối thủ cạnh tranh...) và các yếu tố nội tại của DN như trình độ quản lý, chính sách chia cổ tức.. Việc ước lượng luồng cổ tức hay luồng tiền rất phức tạp, đòi hỏi người xác định gtrị cổ phiếu phải có năng lực chuyên môn, am hiểu về lĩnh vực tài chính và thẩm định dự án.
  - Việc thông tin bị hạn chế, thiếu minh bạch khiến việc ước lượng giá trị luồng tiền trở nên khó khăn.
  - Định giá cổ phiếu bằng CFDM đòi hỏi phải lập được bảng kế hoạch kinh doanh ít nhất trong thời gian 5 năm để ước tính các khoản doanh thu, chi phí và luồng tiền tự do sd. Chỉ có chính DN mới đủ thông tin để làm việc này. Hơn nữa nhiều DN hiện chưa có thói quen xây dựng kế hoạch KD trong dài hạn

## c. Phương pháp định giá theo hệ số giá trên thu nhập (P/E)

- Là pp mang nặng tính kinh nghiệm

$P/E = \text{thị giá cổ phiếu} / \text{thu nhập trên mỗi cổ phiếu}$

Như vậy  $P_0 = P/E * E_1$

Trong đó  $E_1$  là thu nhập dự tính trên mỗi cổ phiếu năm sau đó

Áp dụng:

Cách 1: xác định P/E bằng với P/E bình quân toàn ngành hoặc một DN tương đương với DN cần định giá (phải là DN có cổ phiếu đang được giao dịch rộng rãi có cùng tỷ suất LN, độ rủi ro, mức tăng trưởng)

Khi đó giá cổ phiếu của công ty cần định giá = thu nhập của công ty cần định giá x P/E bình quân của toàn ngành hoặc P/E của công ty được lựa chọn.

Cách 2: xác định hệ số P/E nội tại của chính công ty cần định giá cổ phiếu.

Trường hợp cổ phiếu không tăng trưởng:

- $g = 0$

(khi nào  $g = 0$ ?)

+Nếu 1 nhà máy SX trong điều kiện bình thường, nếu công ty không tăng vốn, nhà máy đó không có khả năng mở rộng SX)

+Lợi nhuận thu được sau khi chia cho số cổ phiếu của DN cho ta EPS (thu nhập trên 1 cổ phiếu). Nếu DN phát hết Lợi nhuận dưới dạng cổ tức, thì DN cũng không có khả năng mở rộng SX.

Như vậy giá của cổ phiếu không tăng trưởng này là giá trị hiện tại của các luồng cổ tức cố định vĩnh viễn trong tương lai, chính là cổ tức  $Div_1$ . Do đó ta có công thức tính giá trị hiện tại của viên kim:

$$P_0 = Div_1 / r = EPS / r = E / r$$

$$\Leftrightarrow r = E / P_0 \Leftrightarrow P / E = 1 / r$$

Trường hợp cổ phiếu tăng trưởng đều đặn: giá cổ phiếu sẽ được tính theo công thức:

$$P_0 = \frac{D_1}{r - g} = \frac{D_0 (1 + g)}{r - g}$$

$$P_0 / E_0 = \frac{D_0 (1 + g)}{E_0 (r - g)}$$

$$P/E = \text{tỉ lệ chi trả cổ tức} * (1+g)/(r-g)$$

# Ví dụ

- Công ty X thuộc ngành công nghiệp, có xu hướng phát triển mạnh trong những năm gần đây với hệ số P/E có tốc độ tăng nhanh hơn tốc độ tăng P/E của toàn ngành.
- P/E toàn ngành công nghiệp hiện nay là 11.5.
- Tỷ lệ chi trả cổ tức năm nay của công ty là 30%.
- $EPS = 2\$$
- $ROE = 16\%$ .
- Tỷ lệ lợi suất yêu cầu của nhà đầu tư  $r = 14\%$
- Xác định giá trị cổ phiếu của công ty?

- Ý nghĩa của chỉ số P/E là: để mua được một đồng lợi nhuận các bạn phải bỏ ra chi phí là bao nhiêu?
- Trên thị trường thông thường  $r = 8-10\%$ , tương đương với  $P/E = 10-12.5$

# Ưu điểm của pp P/E

- Nhanh nhất, đơn giản nhất, dễ nắm bắt cơ hội, có qđ kịp thời trong giao dịch chứng khoán.
- Trong đk TT VN còn thiếu minh bạch thì áp dụng pp này tỏ ra có tác dụng hơn các pp khác, cho phép NĐT xđ cổ phiếu đắt hay rẻ so với giá trị thực của nó, và so sánh với giá trị cổ phiếu các DN khác
- Pp này dựa vào tiêu chí thị trường. TTCK hoạt động càng hiệu quả thì pp này càng có ích vì khi đó thông tin trên tt phản ánh chính xác giá trị thực của cp, ko có thông tin nội gián, ko có đầu cơ

# Nhược điểm của pp P/E

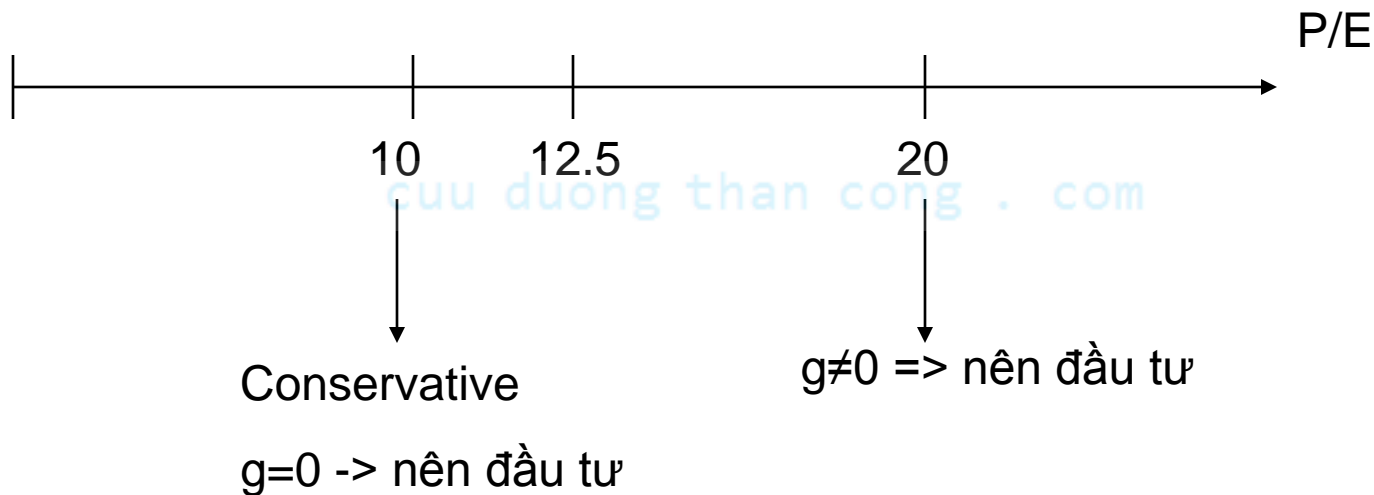
- Nếu phải lựa chọn 2 cổ phiếu có P/E bằng nhau thì pp này ko phát huy tác dụng. Khi đó nhất thiết phải so sánh tốc độ tăng trưởng của 2 cổ phiếu đó. [cuu duong than cong . com](http://cuuduongthancong.com)
- PP này mang nặng tính kinh nghiệm, ko đưa ra cơ sở cho các NĐT đánh giá phân tích khả năng tăng trưởng và rủi ro tác động tới giá trị cổ phiếu. Chỉ có thị trường hoạt động thật sự hiệu quả không có các yếu tố đầu cơ thì pp này mới đáng tin cậy



## c2. Định giá cổ phiếu tăng trưởng bằng Chỉ số PEG

- g tính bằng phần trăm
- Công thức tính  $PEG = (P/E)/g$
- Nếu  $PEG < 1$  (thường là bằng 0.8 hoặc 0.6) thì có thể đầu tư vào cổ phiếu tăng trưởng.
- Như vậy nếu  $g = 20\%$ , thì ta nên đầu tư khi  $P/E < 20$
- Hầu hết các DN niêm yết trên sàn có mức tăng trưởng  $>$  mức tăng trưởng trung bình của ngành, từ 14-18%.

- Tổng kết lại P/E và PEG ta có:



- Tóm lại bất kể là cổ phiếu tăng trưởng hay không tăng trưởng, P/E = 10-12.5 là nên đt

# Nhà đầu tư nên làm gì khi có sự khác biệt về giá giữa các cổ phiếu tương đương?

- Ở VN thì rất đơn giản: đối với cổ phiếu TMS và HTV thì chúng ta có thể bán cổ phiếu TMS và mua cổ phiếu HTV
- Ở nước ngoài:  
Giả sử TMS có EPS = 3000, HTV cũng có EPS = 3000.  
Giá của TMS = 60,000, HTV = 30,000  
Giả sử số cổ phiếu của TMS = 15, HTV = 10 cổ phiếu  
=> 2 DN sẽ có xu hướng sáp nhập. TMS sẽ bán 5 cổ phiếu TMS, thu được 300 K, dùng số tiền này để mua 10 cổ phiếu HTV.  
Như vậy thu nhập của TMS sẽ là 30 K (TMS) + 30K (HTV) = 60 K  
Giá trị của TMS là 600K + 300K = 900K  
Vậy P/E của TMS sẽ là 900K/60K = 15  
=> Trước khi sáp nhập TMS có P/E = 20, sau khi sáp nhập kéo P/E xuống = 15

## d. Pp định giá dựa trên giá trị tài sản ròng

- Quan điểm của pp này: một công ty có giá trị ko kém hơn tổng các giá trị của từng loại tài sản riêng của nó trừ đi các khoản nợ của nó, và giá trị này ko nhất thiết phải có những tác động trực tiếp lên giá trị thực của công ty.
- Tuy nhiên: theo quan điểm của các cổ đông, giá trị của công ty xuất phát từ khả năng công ty đó trong việc kiếm lợi nhuận và trả cổ tức chứ ko đơn thuần là phép cộng của các tài sản.
- Do đó, pp này chủ yếu được sử dụng để kiểm tra các phương pháp khác. Nếu có sự khác biệt đáng kể giữa kết quả của pp này và kết quả của pp dựa trên lợi nhuận thì phải điều tra lý do và đối chiếu so sánh các yếu tố gây ra.

#### d. Pp định giá dựa trên giá trị tài sản ròng

- Để tính giá trị tài sản ròng thì cần phải tính phần giá trị tài sản thuần, thuộc chủ sở hữu của doanh nghiệp. Công thức:

$$V_O = V_A - V_D$$

$V_O$ : giá trị TS ròng thuộc về CSH DN

$V_A$ : tổng giá trị TS mà DN đang sử dụng vào SXKD

$V_D$ : giá trị các khoản nợ của DN.

## d. Pp định giá dựa trên giá trị tài sản ròng

- Có 2 cách tính giá trị TS ròng  $V_o$ :
- Cách 1: căn cứ vào giá trị thị trường:

Giá trị TS ròng là giá bán của tất cả các bộ phận cấu thành nên TS của DN trên thị trường (bao gồm cả đất đai, TS cố định, hàng hóa...) vào thời điểm định giá DN sau khi đã trừ đi các khoản nợ của DN.

- Cách 2: Căn cứ vào giá trị sổ sách

Lấy tổng giá trị TS phản ánh ở phần TS – các khoản nợ bên phần nguồn vốn của bảng cân đối kế toán.

Cách 2 đơn giản, nhưng giá trị DN xđ theo pp này chỉ là những thông tin, số liệu mang tính lịch sử, có tính chất tham khảo trong quá trình vận dụng các pp khác để tính giá trị DN chính xác hơn.

# Ưu điểm của pp xd NAV

- Giúp nhà đầu tư xd rõ ràng về mọi khoản thu nhập của mình khi đầu tư. Giá trị thực tế trong thời điểm hiện tại của một cổ phiếu là bao nhiêu? Đây chính là giá trị tối thiểu mà CSH DN sẽ có được trong trường hợp rủi ro DN bị thanh lý hay phá sản
- Pp này có thể dùng để kiểm tra chéo các pp khác. Nếu có sự khác biệt đáng kể giữa kết quả định giá theo pp dựa trên giá trị TS ròng và kết quả định giá dựa trên lợi nhuận, thì sẽ cung cấp cho NĐT cơ sở để kiểm tra đối chiếu các yếu tố gây ra sự khác biệt, giúp việc đầu tư an toàn hiệu quả hơn.

# Nhược điểm của pp NAV

- Giá trị của DN phải xuất phát từ khả năng tạo ra lợi nhuận và chi trả cổ tức cho NĐT chứ ko phải phép cộng đơn thuần các TS hiện có. Nó phải được đo bằng hiệu quả sử dụng và khai thác TS để tạo ra các lợi ích kinh tế tương lai cho cổ đông
- PP NAV ko đưa ra thông tin cần thiết về triển vọng tăng trưởng. Khi sd pp này người ta sẽ ko thể hiểu tại sao dù các công ty có giá trị TS ròng tương đương nhau, nhưng giá trị cổ phiếu của chúng lại khác nhau
- Do đó thực tế đối với nhiều NĐT, pp này ko có giá trị cao và ít được quan tâm.



# Bài tập 2

## Ta có số liệu về 2 cổ phiếu sau:

	P/E	Số cổ phiếu	Giá cổ phiếu	Lợi nhuận	EPS	Vốn hóa = giá cổ phiếu x số cổ phiếu
HTV	20	10000	20000	10000000	1000	200000000
TMS	40	10000	40000	10000000	1000	400000000

1. Giả sử TMS thu mua HTV (phát hành thêm cổ phiếu TMS cho HTV, thu lại cổ phiếu HTV và hủy đi) với mức giá trả cho HTV cao hơn 10% so với giá trên thị trường. Hãy xác định số cổ phiếu TMS có sau khi thu mua
2. Thu nhập tổng cộng của 2 công ty sau khi thu mua là bao nhiêu?
3. Nếu thị trường vẫn tiếp tục xác định giá TMS với  $P/E = 40$ , giá trị vốn hóa thị trường của TMS sẽ là bao nhiêu?
4. Tính EPS mới?
5. Xác định giá cổ phiếu mới?
6. Giá TMS tăng bao nhiêu?
7. Giả sử thị trường định giá lại và xác định  $P/E$  của TMS = 30, xác định giá của TMS