

CHƯƠNG 8

PHÂN TÍCH CƠ BẢN CỔ PHIẾU

Định giá cổ phiếu cũng dựa trên những nguyên tắc cơ bản của việc định giá tài sản nói chung, bao gồm việc định giá doanh nghiệp phát hành ra chính cổ phiếu đó. Các phương pháp định giá cổ phiếu có thể được xếp thành 3 nhóm chính sau đây:

- Nhóm phương pháp chiết khấu luồng cổ tức hoặc luồng tiền;
- Nhóm phương pháp dựa trên giá trị tài sản;
- Nhóm phương pháp dựa vào hệ số.

Ngoài ra còn có phương pháp kết hợp hoặc so sánh căn cứ vào các phương pháp cơ bản nói trên.

8.1. ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU LUỒNG CỔ TỨC

Giả sử một cổ phiếu được nắm giữ đến năm thứ n , cổ tức chi trả từ năm 1 đến năm n lần lượt là $DIV_1, DIV_2, DIV_3, \dots, DIV_n$. Biết giá bán cổ phiếu vào năm thứ n là P_n và tỷ lệ lợi tức yêu cầu (lợi suất dự kiến) của nhà đầu tư là r không đổi, ta có công thức định giá cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu luồng cổ tức như sau:

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

Trong đó: DIV_t : Mức chia cổ tức năm t

r : Tỷ lệ lợi tức yêu cầu (hay còn gọi là lãi suất chiết khấu hoặc chi phí vốn cổ phần)

Như vậy, theo phương pháp này, giá cổ phiếu chính là giá trị quy về hiện tại của toàn bộ các luồng thu nhập trong tương lai.

Nếu cổ phiếu được người đầu tư nắm giữ vô hạn, có nghĩa là n sẽ tiến tới ∞ (thông thường, quãng đời của cổ phiếu là vô hạn vì nó không có thời

gian đáo hạn). Khi đó, giá trị hiện tại của vốn gốc $P_n/(1+r)^n$ sẽ tiến tới 0 và công thức trên sẽ trở thành:

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

Xét các trường hợp đặc biệt:

- Trường hợp 1: Cổ tức của công ty không đổi

Khi đó: $DIV_1 = DIV_2 = DIV_3 = \dots = DIV_n = DIV$

Vì vậy:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1+r)^t} = \frac{DIV}{r} \left(1 - \frac{1}{(1+r)^n} \right) = \frac{DIV}{r}$$

(Do $n \rightarrow \infty$)

- Trường hợp 2: Cổ tức tăng trưởng hàng năm theo một tỷ lệ g không đổi

Điều này có nghĩa là công ty phát hành trả cổ tức hàng năm theo một tỷ lệ tăng trưởng g cố định, $DIV_2 = DIV_1(1+g)$, $DIV_3 = DIV_1(1+g)^2$,...hay $DIV_t = DIV_1(1+g)^{t-1}$.

Với giả định $n \rightarrow \infty$, trong khi $r > g > 0$, giá cổ phiếu sẽ là:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r - g}$$

Cần lưu ý rằng công thức này chỉ đúng khi tốc độ tăng trưởng g nhỏ hơn tỷ suất thu nhập dự tính (r). Trên thực tế người ta giả định rằng $g < r$ vì điều này hoàn toàn hợp lý.

- Trường hợp 3: Cổ tức của công ty tăng trưởng không đồng nhất

Đây là trường hợp thực tế nhất vì tỷ lệ tăng trưởng cổ tức của công ty không thể chỉ là một chỉ tiêu cố định trong một thời gian dài, thông thường xảy ra trường hợp mức tăng trưởng cổ tức không đều trong một số năm, trước khi có thể đạt đến giai đoạn ổn định.

Để xác định giá của cổ phiếu, trước hết ta phải chia quá trình phát triển của công ty thành các giai đoạn phát triển khác nhau, chủ yếu là 2 giai đoạn. Giai đoạn thứ nhất là giai đoạn tăng trưởng không ổn định, trong giai đoạn này nhà đầu tư cần căn cứ vào ước tính về thu nhập và chính sách cổ tức của công ty để xác định cổ tức hàng năm. Giai đoạn thứ hai là giai đoạn phát triển lâu dài và giả định đó là giai đoạn có mức tăng trưởng không đổi. sau đó áp dụng các công thức của trường hợp 1 và 2 ta sẽ tính được giá của cổ phiếu.

Ví dụ: Giả sử một cổ phiếu xyz, từ năm thứ 1 đến năm n mức tăng trưởng cổ tức là không có định với các giá trị ước đoán lần lượt là: $DIV_1, DIV_2, \dots, DIV_n$. Từ năm n+1 trở đi mức tăng trưởng cổ tức là g cố định.

Khi đó, giá của cổ phiếu sẽ là:

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

Để có thể dự tính một cách chính xác các thông số để đưa vào công thức tính toán trong định giá cổ phiếu, nhà đầu tư phải tiến hành phân tích chính xác tình hình tài chính của tổ chức phát hành để có thể dự báo triển vọng phát triển của doanh nghiệp. Nguyên tắc chung được áp dụng như sau:

a. Tính DIV_1 : Việc ước tính cổ tức năm đầu (DIV_1) được 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 của công ty để từ đó ước tính ra giá trị cổ tức có thể nhận được trong năm đầu tiên (DIV_1)

$$\text{Cổ tức} = DIV = \text{Tỷ lệ chia cổ tức} \times \text{EPS}.$$

Trong đó, thu nhập trên mỗi cổ phiếu (Earning Per Share - EPS) được tính bằng cách lấy lợi nhuận ròng trừ đi cổ tức ưu đãi và chia cho số lượng cổ phiếu đã phát hành.

b. Tính g: Việc ước tính tỷ lệ tăng trưởng cổ tức của công ty phải dựa trên đánh giá tiềm năng phát triển của công ty trong dài hạn chứ không chỉ đơn thuần trong một số năm tới, vì tốc độ tăng trưởng được giả định là mức tăng trưởng đều đặn của công ty trong suốt quãng đời hoạt động. Do vậy, các số liệu để tính toán g phải là mức dự đoán bình quân trong dài hạn.

Tỷ lệ tăng trưởng cổ tức được xác định dựa trên tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận và tỷ lệ lợi nhuận dùng để chi trả cổ tức. Trong thực tế, tốc độ tăng trưởng cổ tức được giả định là bằng với tốc độ tăng trưởng thu nhập và được tính theo công thức như sau:

$$g = \text{ROE} \cdot b$$

Trong đó:

b là % lợi nhuận được để lại tái đầu tư ($= 1 - \text{Tỷ lệ chia cổ tức} = 1 - \text{DIV}_1/\text{EPS}_1$)

$\text{ROE} = \text{Thu nhập ròng}/\text{Vốn cổ đông} = \text{Thu nhập trên một cổ phiếu (EPS)}/\text{Giá trị sổ sách của 1 cổ phiếu}$.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Vốn cổ phần}} = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Tổng doanh thu}} \times \frac{\text{Tổng doanh thu}}{\text{Tổng tài sản}} \times \frac{\text{Tổng tài sản}}{\text{Vốn cổ phần}}$$

c. *Tính r* : Ước tính tỷ suất lợi nhuận đầu tư - hay còn gọi tỷ lệ chiết khấu cần dựa trên mức độ rủi ro của công ty phát hành. Rõ ràng là nếu công ty có độ rủi ro càng cao thì nhà đầu tư sẽ đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận cao để bù đắp rủi ro. Để xác định r người ta có thể dùng một số công thức khác nhau tùy thuộc vào cơ cấu vốn của công ty phát hành. Tuy nhiên, công thức phổ biến nhất là áp dụng theo mô hình CAPM.

$$R = r_f \times \beta(r_m - r_f)$$

Trong đó:

r_f : là lãi suất tín phiếu phi rủi ro

r_m : là lợi suất danh mục thị trường

β : là mức độ rủi ro của công ty.

Theo lý thuyết, công ty tính r như trên chỉ áp dụng trong trường hợp công ty chỉ phát hành cổ phiếu. Nếu công ty phát hành cả cổ phiếu lẫn trái phiếu thì r cần được xác định theo phương pháp chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC) như sau:

$$r_a = r_e \times \frac{E}{D + E} + r_d \times \frac{D}{D + E} (1 - t)$$

Trong đó:

r_a : là lợi suất thu nhập ước tính trên tài sản của công ty = Thu nhập hoạt động ước tính / Giá thị trường của tất cả các loại chứng khoán của công ty.

r_e hay r ở công thức trên đây là lãi suất gọi vốn cổ phần hay còn gọi là tỷ suất vốn hoá thị trường (lợi suất yêu cầu của người đầu tư khi mua cổ phiếu) và r_d là lãi suất vay nợ.

E và D là khối lượng vốn cổ phần và vốn vay tương ứng

t là thuế suất

Do đó, từ công thức trên có thể suy ra công thức tính lợi suất yêu cầu (lãi suất chiết khấu) đối với cổ phiếu như sau:

$$r_e = r_a (D/E) [r_a - r_d(1-t)]$$

Công thức trên cho thấy: khi công ty chỉ phát hành cổ phiếu thì $r_a = r_e$. Khi công ty vay thêm vốn thì rủi ro cho cổ đông tăng thêm và nếu vay vốn càng nhiều (tỷ lệ D/E càng lớn) thì độ rủi ro cho cổ đông càng lớn, vì vậy cổ đông yêu cầu lợi suất đầu tư (r_e) phải càng cao.

Tuy nhiên, cần lưu ý là đối với trường hợp công ty phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng, thì chưa thể áp dụng các công thức trên để ước tính r vì chưa có căn cứ về mức độ rủi ro của công ty. Vì thế, trong trường hợp này để có thể xác định được tỷ suất thu nhập dự tính này, người đầu tư cần phải căn cứ vào tỷ suất thu nhập dự tính của các cổ phiếu có cùng mức rủi ro với cổ phiếu cần định giá. Trong một số trường hợp, để thuận tiện trong cách tính toán người ta có thể lấy khung lãi suất chung hiện hành trên thị trường để xác định tỷ suất thu nhập r .

8.2. ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU THEO LUỒNG TIỀN (DCF)

Phương pháp định giá theo DCF dựa trên nguyên tắc cơ bản nhất là 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.

Xét trên phạm vi toàn công ty, luồng tiền không được giữ lại để đầu tư gọi là luồng tiền tự do sử dụng:

$$\text{Luồng tiền tự do sử dụng} = \text{Doanh thu} - \text{Chi phí} - \text{Đầu tư}$$

Tổ chức phát hành có thể sử dụng nguồn thu nhập của mình theo nhiều cách khác nhau, tùy thuộc vào chiến lược và đặc điểm của từng công ty. Một là, có thể dùng toàn bộ số tiền đó để chia cổ tức. Hai là, giữ lại một phần để đầu tư, phần còn lại để chia cổ tức hoặc có thể nguồn thu nhập đó được đưa toàn bộ vào đầu tư, đồng thời còn phải vay thêm vốn để đầu tư. Số tiền thu nhập còn lại sau khi giữ lại một phần để tái đầu tư vào kinh doanh chính là để trả cổ tức. Do đó, cổ tức chính là luồng tiền tự do tính trên một cổ phiếu. Trường hợp một năm nào đó chưa có thu nhập hoặc có thu nhập nhưng ít hơn lượng tiền đưa vào đầu tư thì luồng tiền tự do năm đó bằng âm, và do đó công thức tính giá cổ phiếu được viết lại như sau;

$$PV(D_t) = \sum \frac{\text{Luồng tiền tự do trên một cổ phiếu}}{(1+r)^t}$$

Do nhà đầu tư không thể xác định một cách cụ thể và chính xác giá trị của từng luồng thu nhập cho đến vô hạn, vì vậy, để đơn giản cần phải ước tính các khoản doanh thu, chi phí và luồng tiền tự do sử dụng của doanh nghiệp dựa vào kế hoạch sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp trong một số năm cụ thể (thường là 5 năm). Việc dự đoán các yếu tố trên không những chỉ phụ thuộc vào đặc điểm của công ty, mà còn phụ thuộc vào tình hình của ngành sản xuất kinh doanh, môi trường kinh doanh, khuôn khổ pháp lý và cần lưu ý đến chế độ kế toán.

Trong trường hợp công ty có vốn nợ thì phải lấy giá trị luồng thu nhập của công ty trừ đi giá trị luồng thu nhập vốn nợ rồi mới chia cho số lượng cổ phiếu để tính giá trị mỗi cổ phiếu.

8.3. PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ THEO HỆ SỐ GIÁ TRÊN THU NHẬP (P/E)

Hệ số giá trên thu nhập được tính bằng cách chia giá cổ phiếu cho thu nhập (ký hiệu là P/E). Đối với một thị trường chứng khoán phát triển thì hệ số P/E rất có ích cho việc định giá cổ phiếu. Hệ số này cho nhà đầu tư biết họ phải trả giá bao nhiêu cho mỗi đồng thu nhập của một cổ phiếu và bằng cách nghịch đảo của tỷ số P/E, nhà đầu tư có thể xác định được tỷ suất tương đối trên khoản đầu tư của họ.

Giá cổ phiếu sẽ bằng hệ số P/E hợp lý nhân với thu nhập của cổ phiếu. Theo phương pháp định giá này, về mặt lý thuyết chúng ta có thể áp dụng một trong các cách sau đây:

a. Lấy chỉ số P/E bình quân toàn ngành mà công ty đó tham gia hoặc lựa chọn một công ty có cổ phiếu được giao dịch rộng rãi có cùng tỷ lệ lợi nhuận, độ rủi ro và mức tăng trưởng tương tự như cổ phiếu mà nhà đầu tư cần định giá. Khi đó, giá của cổ phiếu bằng thu nhập của công ty cần định giá nhân với hệ số P/E bình quân của ngành hoặc hệ số P/E của công ty được lựa chọn.

b. Xác định hệ số P/E nội tại của chính công ty đó. Giá cổ phiếu được xác định bằng cách nhân hệ số P/E thông thường với thu nhập của công ty (EPS).

Đối với công ty có tốc độ tăng trưởng đều đặn, hệ số P/E "hợp lý" được tính toán dựa trên công thức tương tự như công thức tính giá cổ phiếu nêu trên:

$$\text{Ta có } P_0 = \text{DIV}_1 / (r-g)$$

$$\text{Hay } P_0 = \text{DIV}_0 (1+g) / (r-g)$$

$$\text{Từ đó } P_0/E_0 = (\text{DIV}_0/E_0)(1+g)/(r-g) = \text{Tỷ lệ chia cổ tức năm đó} \times (1+g)/(r-g)$$

$$\text{Hay } P/E = (1-b) \times (1+g) / (r-g) \text{ (Trong đó } b \text{ là tỷ lệ chia cổ tức cố định)}$$

Tuy vậy, thực tế khi tiến hành đánh giá cổ phiếu thì việc lựa chọn hệ số P/E cụ thể không đơn giản như hai phương pháp trên mà còn phải căn cứ vào xu hướng phát triển của toàn ngành và của từng công ty cụ thể. Do vậy, nhà đầu tư có thể kết hợp cả hai cách trên đây để xác định giá trị cổ phiếu công ty.

Điểm hạn chế của việc sử dụng hệ số P/E là nó được tính dựa vào lợi nhuận của năm trước do đó để khắc phục người ta sử dụng hệ số P/E tương lai. Tuy nhiên, việc dự đoán lợi nhuận của năm tới sẽ không hoàn toàn chính xác, vì vậy, hệ số này chỉ được dùng để đo mức giá tương đối của cổ phiếu.

8.4. ĐỊNH GIÁ DỰA TRÊN CÁC HỆ SỐ TÀI CHÍNH

Như trong phần phân tích báo cáo tài chính, các báo cáo tài chính của một công ty có thể được coi là công cụ phân tích hữu hiệu.

Mục đích cuối cùng của việc phân tích các báo cáo tài chính là nhằm xác định giá trị của các chứng khoán của công ty (trong đó gồm cổ phiếu và trái phiếu). Công việc đầu tiên là phải xác định được giá trị các khoản thu nhập của công ty. Việc tiếp theo là xác định các khoản thu nhập đó sẽ được phân bổ như thế nào cho những người nắm giữ cổ phiếu cũng như trái phiếu của công ty, với những mức độ xác suất nhất định.

Phương pháp định giá cổ phiếu thông qua phân tích báo cáo tài chính có thể giúp ta hiểu được tình hình hiện tại của công ty, dự đoán xu hướng phát triển và tìm ra những nhân tố gây ảnh hưởng. Phương pháp phân tích này giúp cho nhà đầu tư có thể nhận biết chính xác hơn những công ty có khả năng bị phá sản, mức độ rủi ro của công ty và mức độ nhạy cảm của công ty đối với các nhân tố chính trên thị trường.

8.5. PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ DỰA TRÊN TÀI SẢN RÒNG VÀ CÁC PHƯƠNG PHÁP KẾT HỢP

a. Định giá theo giá trị tài sản ròng.

Để định giá theo trị tài sản ròng, trước hết nhà đầu tư phải tính giá trị tài sản có thực theo giá thị trường, sau đó trừ đi tổng số nợ của công ty, phần còn lại chính là giá trị tài sản ròng hay giá trị vốn chủ sở hữu.

Phương pháp định giá tài sản ròng chủ yếu được sử dụng để kiểm tra chéo các phương pháp khác, nếu như có một sự khác biệt đáng kể giữa kết quả định giá cổ phiếu theo giá trị tài sản ròng của một công ty và kết quả định giá theo phương pháp dựa trên lợi nhuận thì lý do của sự khác biệt đó phải được kiểm tra và đối chiếu để tìm ra nguyên nhân gây ra sự khác nhau đó. Phương pháp định giá cổ phiếu theo giá trị tài sản ròng có thể coi như một phương pháp định giá cơ bản trong một số tình huống đặc biệt.

Giá trị tài sản ròng có thể xác định theo 2 cách

Cách 1: Căn cứ vào giá thị trường.

Căn cứ vào thị trường, giá trị tài sản ròng chính là giá bán tất cả các bộ phận cấu thành tài sản của doanh nghiệp trên thị trường (bao gồm đất đai, tài sản cố định, hàng hoá...) vào thời điểm định giá doanh nghiệp, tất nhiên là sau khi đã trừ đi các khoản nợ của doanh nghiệp. Giá thị trường chỉ xác định cho từng tài sản riêng biệt và công thức dùng để xác định giá trị tài sản ròng theo phương pháp như sau:

$$NAV = \sum_{i=1}^n P_i$$

Trong đó NAV là tổng giá trị tài sản ròng của doanh nghiệp tính theo giá thị trường ở thời điểm định giá P_i là giá thị trường hiện hành của tài sản i , n là tổng số các loại tài sản.

Cách 2: Căn cứ vào giá trị sổ sách

Giá trị tài sản ròng = Tổng giá trị tài sản có - Các khoản nợ.

b. Phương pháp xác định giá cổ phiếu kết hợp .

Phương pháp 1:

$$\text{Giá cổ phiếu} = \frac{\text{Giá trị tài sản ròng} + \text{Giá trị lợi thế}}{\text{Tổng số cổ phiếu định phát hành}}$$

Trong đó: Giá trị lợi thế là các yếu tố phi vật chất được cấu thành từ tài sản vô hình của doanh nghiệp và mang lại lợi nhuận cho các doanh nghiệp. Giá trị lợi thế của doanh nghiệp có thể là do: uy tín của doanh nghiệp; vị trí địa lý thuận lợi trong sản xuất và tiêu thụ; lợi thế công nghệ; vị thế độc quyền; các đặc quyền

Giá trị lợi thế doanh nghiệp được tính căn cứ vào tỷ suất lợi nhuận siêu ngạch bình quân của n năm kề liền với thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp theo công thức :

$$\text{Tỷ suất lợi nhuận bình quân giá cổ phiếu} = \frac{\text{Tổng số lợi nhuận thực hiện của n năm liên kế}}{\text{Tổng vốn kinh doanh của}}$$

Và khi đó, Tỷ suất lợi nhuận siêu ngạch = Tỷ suất lợi nhuận bình quân n năm của doanh nghiệp - Tỷ suất lợi nhuận bình quân chung n năm của doanh nghiệp cùng ngành nghề .

Giá trị lợi thế = Vốn sản xuất kinh doanh của công ty theo sổ kế toán bình quân của n năm liên kế x tỷ suất lợi nhuận siêu ngạch.

Phương pháp 2

$$\text{Giá cổ phiếu (P}_{02}) = \frac{\text{Giá trị tài sản ròng} + \text{Giá trị khả năng sinh lời}}{2 \times \text{Tổng số cổ phần định phát hành}}$$

Trong đó :

+ Giá trị tài sản ròng xác định như phần trên

$$+ \text{Giá trị khả năng sinh lời} = \frac{\text{Lợi nhuận ròng hàng năm dự tính thu được của công ty}}{\text{Hệ số sinh lời}}$$

Phương pháp này thực chất là sự kết hợp giữa hai phương pháp đánh giá dựa trên giá trị tài sản ròng và dựa trên thu nhập.

Hệ số sinh lời là tỷ lệ quy đổi các khoản lợi nhuận trong tương lai về giá trị hiện tại ,hay còn gọi là lãi suất chiết khấu,được xác định như trong mô hình chiết khấu luồng tiền (DCF).

Phương pháp 3

$$\text{Giá cổ phiếu } (P_0) = \frac{P_{02} + \text{Giá trị tương đối}}{2}$$

Trong đó : P_{02} là giá trị cổ phiếu theo phương pháp 2

Thực chất phương pháp 3 là sự kết hợp giữa phương pháp 2 với phương pháp định giá theo giá trị tương đối, giá trị tương đối được tính trên cơ sở so sánh với các công ty cùng lĩnh vực kinh doanh dựa trên các thông số tài chính cơ bản: Giá cổ phiếu bình quân của nhóm công ty khác cùng quy mô và lĩnh vực hoạt động (P_1); Lợi nhuận ròng của tổ chức phát hành (LN_1); Giá trị tài sản ròng của công ty phát hành (NAV_0) và tài sản ròng bình quân của công ty được so sánh (NAV_1). Khi đó, giá trị tương đối (GTTĐ) được xác định như sau:

$$\text{GTTĐ} = \frac{P_1 \times (LN_0/LN_1 + NAV_0/NAV_1)}{2}$$

Kết luận: các phương pháp định giá cổ phiếu đều dựa trên một nguyên tắc chung là ước đoán giá trị cổ phiếu dựa trên các thông số đầu vào ước đoán. Do đó, có thể nhiều người cùng sử dụng một phương pháp nhưng kết quả lại khác nhau. Vì vậy, giá trị nội tại - giá trị thực của cổ phiếu xác định được chỉ mang tính chất tương đối và dùng để tham khảo. Tuy vậy, phân tích cơ sở có tính quyết định đối với sự hình thành giá cổ phiếu. Do đó, phân tích cơ bản luôn là phương pháp không thể thiếu trong quá trình đầu tư và có tác động rất lớn tới các quyết định đầu tư.