



ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Người trình bày: Phạm Tiến Đạt
Giảng viên Học viện Ngân hàng
Email: phamtiendat.hvnh@gmail.com
ĐT: 0906.145.004

1

Nội dung buổi học

- Một số vấn đề chung của ba PP
- Ví dụ thực tế theo số liệu của Bản cáo bạch Công ty Thủy điện Thác Mơ cho ba phương pháp.
- Trao đổi thảo luận về giá cổ phiếu trên thị trường cũng như kinh nghiệm của các nhà phân tích đầu tư chứng khoán

2

Mục tiêu của buổi học

- Có được các kiến thức cơ bản về định giá cổ phiếu
- Sử dụng được các tài liệu do DN cung cấp trên thị trường phục vụ ĐGCP.
- Tìm được khoảng giá trị hợp lý CP hợp lý sau khi áp dụng PP ĐGCP
- Hạn chế thấp nhất những rủi ro trong quá trình đưa ra giá mua giá bán CP

3

Thời gian làm việc

- PP giá trị sổ sách - 40 phút
- PP dòng tiền chiết khấu – 50 phút
- PP P/E – 40 phút
- Trao đổi, thảo luận – thời gian còn lại

4

Một số vấn đề liên quan đến ĐGCP

- Định giá cổ phiếu là gì ?
- Tại sao phải định giá CP?
- Những khó khăn khi định giá CP?

5

Định giá cổ phiếu

- Công việc ước tính
- Không bao giờ định giá bằng phương pháp duy nhất
- Giá trị cổ phiếu được ước tính chỉ có giá trị thời điểm cụ thể

6

- Không định giá được cổ phiếu là đầu tư cho rủi ro và thất bại



7

Những khó khăn khi định giá CP

- Khó khăn trong việc thực hiện các pp ĐG
- Khó khăn do những yếu tố bất ngờ
- Do sự nhạy cảm của CP với các thông tin

8

PHƯƠNG PHÁP GIÁ TRỊ SỔ SÁCH

- Một số vấn đề chung
 - Phương pháp giá trị sổ sách là gì?
 - Cách xác định giá trị cổ phiếu theo phương pháp?
 - Tại sao lại sử dụng phương pháp này để định giá cổ phiếu
- Ví dụ thực tế

9

- Phương pháp giá trị sổ sách là:
“Phương pháp ước tính giá trị cổ phiếu dựa trên giá trị thực tế của doanh nghiệp hiện đang sử dụng vào sản xuất kinh doanh trừ đi tổng nợ phải trả của doanh nghiệp”

10

Công thức xác định :

- Giá trị sổ sách cho một cổ phiếu thường:

Giá trị thực tế của DN – Tổng nợ

= -----

Tổng số CP được phép phát hành

Giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại DN

= -----

Tổng số CP được phép phát hành

11

- Tại sao sử dụng phương pháp:

- Dễ tính toán
- Dễ lấy thông tin
- Dùng để kiểm tra cách tính toán của các phương pháp khác

12

Ví dụ thực tế:

- Theo Bản cáo bạch của Công ty Thủy điện Thác Mơ có các số liệu sau:
 - Phát hành số cổ phiếu chào bán đầu giá là: **70.000.000** cổ phiếu.
 - Tại thời điểm cổ phần hóa giá trị phần vốn thực tế của Nhà nước tại Công ty Thủy điện Thác Mơ là : **1.432.742.646.692 đ.**
- Hãy xác định giá trị sổ sách 1 cổ phiếu thường của công ty để phục vụ cho phiên đấu giá vào ngày **29/03/2007.**

13

PHƯƠNG PHÁP DÒNG TIỀN CHIẾT KHẤU

- Một số vấn đề chung
 - Một số kiến thức về giá trị thời gian của đồng tiền, lãi suất chiết khấu.
 - Phương pháp dòng tiền chiết khấu là gì?
 - Cách xác định giá trị cổ phiếu theo phương pháp?
 - Tại sao lại sử dụng phương pháp này để định giá cổ phiếu
- Ví dụ thực tế

14

- **Giá trị tương lai của một đồng tiền (Future Value –FV):**

Nếu bạn gửi ngân hàng 100 (đơn vị tiền) với lãi suất 10%/năm thì năm sau (năm thứ 1) bạn sẽ có:

$$110 = 100 + 100 \times 10\% = 100(1 + 10\%)$$

Tiếp tục gửi số tiền 110 ở ngân hàng, một năm sau (năm thứ 2) bạn sẽ nhận được:

$$121 = 110 + 110 \times 10\% = 110(1 + 10\%)$$

Thay $110 = 100(1 + 10\%)$ ta có thể viết

$$121 = 100(1 + 10\%)(1 + 10\%) = 100(1 + 10\%)^2$$

Khái quát, ta có công thức chung như sau:

$$\mathbf{FV = PV(1+r)^n} \quad \mathbf{(1)}$$

15

- **Giá trị hiện tại của một đồng tiền (Present Value –PV):**

Nếu bạn ra ngân hàng hỏi tôi muốn có 121 đồng sau 2 năm, thì với mức lãi suất ngân hàng là 10%/năm thì bây giờ tôi phải gửi bao nhiêu đồng

Từ công thức (1) ta thấy:

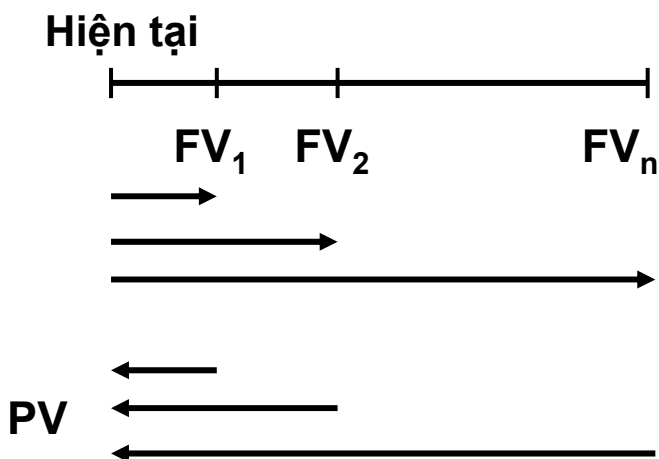
$$121 = PV(1 + 10\%)^2 \rightarrow PV = \frac{121}{(1 + 10\%)^2} = 100$$

Khái quát, ta có công thức chung như sau:

$$\mathbf{PV = \frac{FV}{(1+r)^n}} \quad \mathbf{(2)}$$

16

Phân biệt FV & PV



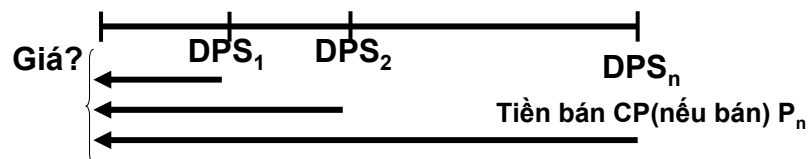
17

PHƯƠNG PHÁP DÒNG TIỀN CHIẾT KHẤU

- Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức
- Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần
 - Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần đối với vốn chủ sở hữu (FCFE)
 - Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần đối với doanh nghiệp (FCFF)

18

- Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức là:
“Phương pháp ước tính giá trị cổ phiếu, dựa trên độ lớn của các dòng cổ tức, được hiện tại hóa về một thời điểm xác định, mà doanh nghiệp mang lại cho các nhà đầu tư, trong tương lai””



19

- **Công thức chung:**

$$P_0 = \frac{DPS_1}{(1+r)^1} + \frac{DPS_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{DPS_n}{(1+r)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{DPS_t}{(1+r)^t}$$

- Trong đó:

P_0 : Giá trị của một cổ phiếu thường

DPS_t : Cổ tức dự kiến trên một CP năm thứ t

r : lãi suất chiết khấu

n : số năm đầu tư vào cổ phiếu

20

- **Trường hợp 1:** Cổ tức không thay đổi qua các năm : $DPS_1 = DPS_2 = \dots = DPS_n = DPS$

DPS

$$P_0 = \frac{\text{DPS}}{r}$$

Áp dụng: Các doanh nghiệp mà lợi nhuận tạo ra hàng năm đều chi cổ tức hết cho cổ đông.

- **Trường hợp 2:** Cổ tức tăng trưởng ổn định hàng năm, tỷ lệ tăng là g:

$$P_0 = \frac{DPS_0(1+g)}{r-g} = \frac{DPS_1}{r-g} \quad (g < r)$$

Áp dụng: Các DN có tỷ lệ tăng trưởng thấp hơn tỷ lệ tăng trưởng danh nghĩa của nền kinh tế .²¹

- **Trường hợp 3:** Cổ tức tăng trưởng hàng năm không ổn định, đến năm thứ n nhà đầu tư bán cổ phiếu thu tiền.

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{DPS_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n} ; \text{ với } P_n = \frac{DPS_{n+1}}{(r_{n+1} - g_{n+1})}$$

Áp dụng: Các DN có một số năm tăng trưởng cao, một số năm tăng trưởng thấp hoặc không tăng trưởng sau đó thường tăng trưởng ổn định.

- **Tại sao sử dụng phương pháp:**

- Cung cấp một cách giải thích rõ ràng nhất: Vì sao giá trị cổ phiếu doanh nghiệp này lại có giá trị cao hơn cổ phiếu doanh nghiệp kia?
- Mô hình duy nhất tiếp cận trực tiếp các khoản thu nhập dưới hình thức lợi tức cổ phần để xác định giá trị chứng khoán
- Giá trị cổ phiếu được xác định phù hợp với nhà đầu tư cổ phiếu không phải để giành quyền kiểm soát doanh nghiệp đó
- Phương pháp được áp dụng ở các nước có thị trường chứng khoán phát triển. Giá trị cổ phiếu tính theo phương pháp này đã có được các yếu tố rủi ro, tăng trưởng và các yếu tố vô hình khác của doanh nghiệp

23

Ví dụ trường hợp 1 và 2

- Một công ty sản xuất hàng tiêu dùng có hoạt động kinh doanh ổn định, với các chỉ tiêu tài chính như sau:
 - Cổ tức trên mỗi cổ phiếu là \$12
 - Lãi suất chiết khấu công ty dự kiến 10%/năm
- **Yêu cầu:** Hãy xác định giá trị cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu dòng cổ tức trên nếu:
 - Công ty dự kiến thực hiện chính sách chi trả cố định
 - Công ty dự kiến cổ tức sẽ tăng trưởng đều đặn qua các năm là 4%/ năm

24

Giải:

Cổ tức trên cổ phiếu (DPS_0) = 12\$

Lãi suất chiết khấu (r) = 10%

- Trường hợp chi trả cổ tức cố định hàng năm:

$$P_0 = DPS/r = 12\$/10\% = 120\$\text{}$$

- Trường hợp cổ tức sẽ tăng trưởng đều đặn qua các năm là 4%/ năm:

$$P_0 = DPS_1/(r-g) \\ = 12\$(1+4\%)/(10\% - 4\%) = 208\$\text{}$$

25

Ví dụ thực tế:

- Theo Báo cáo bạch Công ty TĐTMM có các số liệu sau:
 - Trong 4 năm 2007, 2008, 2009, 2010 cổ tức trả cổ đông dự kiến đều ở mức là 35.000.000.000đ;
 - Trong 3 năm tiếp theo từ năm 2011 đến 2013 dự kiến tỷ lệ chi trả cổ tức tăng ở mức 8% năm và sau đó tăng với tỷ lệ 5% ở những năm tiếp theo. Vốn điều lệ của Công ty vẫn giữ ở mức 700.000.000.000 tỷ đồng
 - Lãi suất chiết khấu trong 4 năm 2007, 2008, 2009, 2010 lần lượt là 5%, 5%, 5%, 6% . Ba năm tiếp theo 2011, 2012, 2013 ở mức 9%/năm và trong các năm tiếp theo vẫn là 9%/năm.
- Hãy xác định giá trị 1 cổ phiếu thường theo pp dòng tiền chiết khấu của công ty để phục vụ cho phiên đấu giá vào ngày **29/03/2007**.

26

Giải:

- $DPS_{2007}=35.000.000.000$; $DPS_{2008}=35.000.000.000$;
 $DPS_{2009}=35.000.000.000$; $DPS_{2010} = 35.000.000.000$
- $DPS_{2011} = DPS_{2010} + DPS_{2010} \times 8\%$
 $=35.000.000.000+35.000.000.000 \times 8\% = 37.800.000.000$
- $DPS_{2012} = DPS_{2011} + DPS_{2011} \times 8\%$
 $=37.800.000.000+37.800.000.000 \times 8\%= 40.824.000.000$
- $DPS_{2013} = DPS_{2012} + DPS_{2012} \times 8\%$
 $=40.824.000.000+40.824.000.000 \times 8\% = 44.089.920.000$
- $DPS_{2014} = DPS_{2013} + DPS_{2013} \times 5\%$
 $=44.089.920.000+44.089.920.000 \times 5\%= 46.294.416.000$

Số tiền thu do bán cổ phiếu là:

$$P_{2012} = \frac{DPS_{2013}}{i_{2013}-g_{2013}} = \frac{46.294.416.000}{9\%-5\%} = 1.157.360.400.000đ$$

27

Tổng giá trị CP thường của Công ty theo pp CKDCT:

$$\begin{aligned}
 P_0 &= \frac{35}{(1+5\%)^1} + \frac{35}{(1+5\%)^2} + \frac{35}{(1+5\%)^3} + \frac{35}{(1+6\%)^4} \\
 &\quad + \frac{37,8}{(1+9\%)^5} + \frac{40,824}{(1+9\%)^6} + \frac{44,089}{(1+9\%)^7} + \frac{1.157,36}{(1+9\%)^7} \\
 &= 33,333 + 31,746 + 30,234 + 27,723 \\
 &\quad + 24,567 + 24,342 + 24,119 + 633,116 \\
 &= 829,180 \text{ tỷ đồng}
 \end{aligned}$$

Giá trị 1 CP thường của C.ty= $P_0/\text{Tổng số lượng CP chào bán} = 829,180 \text{ tỷ đồng}/14.000.000\text{CP} = 59.227,20đ/\text{CP}$

28

PHƯƠNG PHÁP P/E

- Một số vấn đề chung
 - Phương pháp P/E là gì?
 - Cách xác định giá trị cổ phiếu theo phương pháp ?
 - Tại sao lại sử dụng phương pháp này để định giá cổ phiếu?
- Ví dụ thực tế

29

- Phương pháp P/E là :
***“Phương pháp dựa trên P/E của các doanh nghiệp “tương đương” hoặc “có thể so sánh” để tìm ra giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp đang cần định giá”*”**

30

- Công thức xác định :

$$\text{Giá trị cổ phiếu}_{\text{DN đang cần định giá}} = \text{EPS}_{\text{DN đang cần định giá}} \times \text{P/E}$$

P/E có thể tính theo hai cách sau:

- Dùng P/E của bình quân toàn ngành công ty đang hoạt động hoặc lựa chọn một công ty có cổ phiếu giao dịch rộng rãi có cùng tỷ lệ lợi nhuận, độ rủi ro và mức tăng trưởng tương tự như cổ phiếu đang cần định giá
- Dùng P/E của chính công ty đó, thường P/E nhiều năm trong quá khứ

31

- **Tại sao sử dụng phương pháp:**

- Cho kết quả nhanh chóng để ra quyết định kịp thời, tốn ít thời gian công sức hơn phương pháp CKDT và giá trị sổ sách
 - Dễ dàng bán
 - Dễ dàng bảo vệ giá trị cần được mua bán
 - Tuân theo tín hiệu thị trường
- **Vì vậy, nếu thị trường chứng khoán hoạt động ổn định, sẽ trở thành một phương pháp đánh giá rất thông dụng**

32

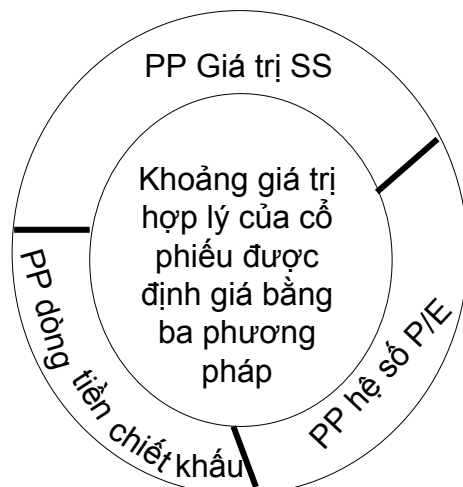
Ví dụ thực tế:

- Theo Bản cáo bạch của Công ty Thủy điện Thác Mơ có các số liệu sau:
 - Tổng số cổ phiếu sẽ chào bán đấu giá lần này là 14.000.000 CP
 - Lợi nhuận của công ty bình quân trong bốn năm năm 2007, 2008, 2009, 2010 ước đạt 38.714.500.000 đồng.
 - Hệ số P/E bình quân của các công ty có cùng ngành nghề sản xuất điện là 24,56
- Hãy xác định giá trị 1 cổ phiếu thường của công ty theo pp hệ số P/E để phục vụ cho phiên đấu giá vào ngày **29/03/2007**.

33

TỔNG KẾT LẠI CHUYÊN ĐỀ

- ✓ Giá trị SS: Tổng TS đánh giá lại, tổng nợ phải trả
- ✓ Dòng tiền chiết khấu: Dòng cổ tức trả hàng năm, tỷ lệ tăng trưởng, lãi suất chiết khấu theo từng giai đoạn
- ✓ P/E: Tính được hệ số P/E bình quân của ngành, hoặc giá trị P/E quá khứ trong nhiều năm của DN



34

Tham khảo PP chiết khấu dòng tiền
thuần đối với vốn chủ sở hữu (FCFE)

$$FCFE = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{thuế}} + \text{Khấu hao} - \text{Chi ĐTTSDH}$$

- Tăng (giảm) Các khoản Các khoản
 (+) TSNH không phải là tiền - trả nợ gốc + nợ mới phát sinh

35

□ Phương pháp FCFE

- **Trường hợp 1:** FCFE tăng trưởng ổn định hàng năm, tỷ lệ tăng là g :

$$P_0 = \frac{FCFE_1}{i - g} \quad (g < i)$$

- **Trường hợp 3:** FCFE tăng trưởng hàng năm không ổn định, đến năm thứ n nhà đầu tư bán CP thu tiền.

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+i)^t} + \frac{P_n}{(1+i)^n}; \text{ với } P_n = \frac{FCFE_{n+1}}{(i - g_n)}$$

36

Ví dụ minh họa

- FCFE đối với một cổ phiếu của Công ty X dự kiến trong năm thứ 1 là 1,3 nghìn đồng, tốc độ tăng trưởng năm thứ 2 và thứ 3 là $g_1 = 5\%$, năm thứ 4 và năm thứ 5 là $g_2 = 3\%$, năm thứ 6 trở đi ổn định là $g_3 = 2\%$, chi phí vốn là 10%? Hãy xác định giá trị CP theo pp FCFE

Giải

$$FCFE_1 = 1,3 \text{ ng đ;}$$

$$FCFE_2 = 1,3 \text{ ng đ} \times (1+5\%) = 1,365 \text{ ng đ}$$

$$FCFE_3 = 1,365 \text{ ng đ} \times (1+5\%) = 1,433 \text{ ng đ}$$

$$FCFE_4 = 1,433 \text{ ng đ} \times (1+3\%) = 1,476 \text{ ng đ}$$

$$FCFE_5 = 1,476 \text{ ng đ} \times (1+3\%) = 1,520 \text{ ng đ}$$

$$FCFE_6 = 1,520 \text{ ng đ} \times (1+2\%) = 1,551 \text{ ng đ}$$

$$P_5 = \frac{1,55}{10\% - 2\%} = 19,387 \text{ tỷ đ}$$

$$P_0 = \frac{FCFE_1}{1+10\%} + \frac{FCFE_2}{(1+10\%)^2} + \frac{FCFE_3}{(1+10\%)^3} + \frac{FCFE_4}{(1+10\%)^4} + \frac{FCFE_5 + V_5}{(1+10\%)^5}$$

$$= 1,182 \text{ ng đ} + 1,128 \text{ ng đ} + 1,076 \text{ ng đ} + 1,008 \text{ ng đ} + 12,976 \text{ ng đ}$$

$$= 17,37 \text{ ng đ}$$

37

Tham khảo PP chiết khấu dòng tiền thuần đối với doanh nghiệp (FCFF)

Cách 1:

$$FCFF = FCFE + \text{Lãi vay } (1-t\%) + \text{Các khoản trả nợ gốc} \\ - \text{Các khoản nợ mới phát sinh}$$

Cách 2:

$$FCFF = \begin{array}{l} \text{Lợi} \\ \text{nhuận sau} \\ \text{thuế} \\ - \text{Chi ĐTTSDH} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Lãi vay} \\ (1-t\%) \\ - \text{Tăng (giảm)} \\ (+) \text{TSNH không phải} \\ \text{là tiền} \end{array} + \text{Khấu hao}$$

38

□ Phương pháp FCFF

- **Trường hợp 1:** FCFF tăng trưởng ổn định hàng năm, tỷ lệ tăng là g:

$$P_0 = \frac{FCFF_1}{WACC - g} \quad (WACC > g)$$

- **Trường hợp 2:** FCFF tăng trưởng hàng năm không ổn định, đến năm thứ n nhà đầu tư bán CP thu tiền.

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{P_n}{(1+WACC)^n} ; \text{ với } P_n = \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g_n)}$$

39

Ví dụ minh họa

- FCFF năm thứ 1 của công ty X là 1,76 ng đồng, tỷ lệ tăng trưởng FCFF năm thứ 2 và thứ 3 là g1= 5%, năm thứ 4 và thứ 5 là g2= 3% và từ năm thứ 6 tăng trưởng ổn định là g3= 2%/năm, WACC là 13,8% ? Hãy xác định giá trị CP theo pp FCFF

Giải

$$FCFF_1 = 1,76 \text{ ng đ}$$

$$FCFF_2 = 1,76 * (1+5\%) = 1,848 \text{ ng đ}$$

$$FCFF_3 = 1,848 * (1+5\%) = 1,904 \text{ ng đ}$$

$$FCFF_4 = 1,904 * (1+3\%) = 1,9986 \text{ ng đ}$$

$$FCFF_5 = 1,9986 * (1+3\%) = 2,0585 \text{ ng đ}$$

$$FCFF_6 = 2,0585 * (1+2\%) = 2,0996 \text{ ng đ}$$

$$V_5 = \frac{2,0996}{13,8\% - 2\%} = 17,79 \text{ ngđ}$$

$$= \frac{1,76}{1,138} + \frac{1,848}{(1,138)^2} + \frac{1,904}{(1,138)^3} + \frac{1,9986}{1,138^4} + \frac{2,0585+17,79}{(1,138)^5} = 15,586 \text{ ngđ}$$