

## ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Bài này vận dụng các khái niệm và mô hình DCF để định giá các loại cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thường. Qua bài này học viên không chỉ được làm quen với mô hình định giá cổ phiếu mà còn biết cách sử dụng mô hình này trong một số tình huống định giá và phân tích tài chính khác. Tuy nhiên, trước khi bắt đầu định giá chúng ta cần phân biệt một số cặp khái niệm sau đây về giá trị.

### 1. Các cặp khái niệm về giá trị

#### 1.1 Giá trị thanh lý và giá trị hoạt động

Cặp khái niệm này dùng để chỉ giá trị của doanh nghiệp dưới hai góc độ khác nhau. *Giá trị thanh lý* (liquidation value) là giá trị hay số tiền thu được khi bán doanh nghiệp hay tài sản không còn tiếp tục hoạt động nữa. *Giá trị hoạt động* (going-concern value) là giá trị hay số tiền thu được khi bán doanh nghiệp vẫn còn tiếp tục hoạt động. Hai loại giá trị này ít khi nào bằng nhau, thậm chí giá trị thanh lý đôi khi còn cao hơn cả giá trị hoạt động.

#### 1.2 Giá trị sổ sách và giá trị thị trường

Khi nói giá trị sổ sách (book value), người ta có thể đề cập đến giá trị sổ sách của một tài sản hoặc giá trị sổ sách của một doanh nghiệp. Giá trị sổ sách của tài sản tức là giá trị kế toán của tài sản đó, nó bằng chi phí mua sắm tài sản trừ đi phần khấu hao tích lũy của tài sản đó. Giá trị sổ sách của doanh nghiệp hay công ty tức là giá trị toàn bộ tài sản của doanh nghiệp trừ đi giá trị các khoản nợ phải trả và giá trị cổ phiếu ưu đãi được liệt kê trên bảng cân đối tài sản của doanh nghiệp. Giá trị thị trường (market value) là giá của tài sản hoặc doanh nghiệp được giao dịch trên thị trường. Nhìn chung, giá trị thị trường của doanh nghiệp thường cao hơn giá trị thanh lý và giá trị hoạt động của nó.

#### 1.3 Giá trị thị trường và giá trị lý thuyết

Cặp giá trị này thường dùng để chỉ giá trị của chứng khoán, tức là giá trị của các loại tài sản tài chính. Giá trị thị trường (market value) của một chứng khoán tức là giá trị của chứng khoán đó khi nó được giao dịch mua bán trên thị trường. Giá trị lý thuyết (intrinsic value) của một chứng khoán là giá trị mà chứng khoán đó nên có dựa trên những yếu tố liên quan khi định giá chứng khoán đó. Nói khác đi, giá trị lý thuyết của một chứng khoán tức là giá trị kinh tế của nó và trong điều kiện thị trường hiệu quả thì giá cả thị trường của chứng khoán sẽ phản ánh gần đúng giá trị lý thuyết của nó.

### 2. Định giá cổ phiếu ưu đãi

Cổ phiếu ưu đãi là loại cổ phiếu mà công ty phát hành cam kết trả tỷ lệ cổ tức cố định hàng năm và không có tuyên bố ngày đáo hạn. Rõ ràng loại cổ phiếu này có những tính chất giống

như trái phiếu vĩnh cửu. Do đó, mô hình định giá trái phiếu vĩnh cửu có thể áp dụng để định giá cổ phiếu ưu đãi. Giá cổ phiếu ưu đãi được xác định theo công thức sau:

$V = D_p/k_p$ , trong đó  $D_p$  là cổ tức hàng năm của cổ phiếu ưu đãi và  $k_p$  là tỷ suất chiết khấu thích hợp. Giả sử REE phát hành cổ phiếu ưu đãi mệnh giá 100\$ trả cổ tức 9% và nhà đầu tư đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận 14% khi mua cổ phiếu này, giá cổ phiếu này sẽ là:

$$V = \$9/0,14 = 64,29\$$$

### 3. Định giá cổ phiếu thường

#### 3.1 Ý tưởng chung

Cổ phiếu thường là chứng nhận đầu tư vào công ty cổ phần. Người mua cổ phiếu thường được chia lợi nhuận hàng năm từ kết quả hoạt động của công ty và được sở hữu một phần giá trị công ty tương ứng với giá trị cổ phiếu họ đang nắm giữ.

Khi định giá trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi chúng ta thấy rằng giá trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi chính là hiện giá của dòng tiền tệ thu nhập tạo ra cho nhà đầu tư. Tương tự, giá cổ phiếu thường cũng được xem như là hiện giá dòng tiền tệ thu nhập tạo ra cho nhà đầu tư từ cổ phiếu thường. Do đó, mô hình định giá cổ phiếu thường nói chung có dạng như sau:

$$V = \frac{D_1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k_e)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_e)^t}$$

Trong đó  $D_t$  là cổ tức được chia ở thời kỳ  $t$  và  $k_e$  là tỷ suất lợi nhuận đòi hỏi của nhà đầu tư. Tuy nhiên mô hình này chỉ phù hợp với tình huống nhà đầu tư mua cổ phiếu và giữ mãi mãi để hưởng cổ tức. Nếu nhà đầu tư mua cổ phiếu và chỉ giữ nó 2 năm sau đó bán lại với giá là  $P_2$ , thì giá cổ phiếu sẽ là:

$$V = \frac{D_1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \frac{P_2}{(1+k_e)^2}$$

#### 3.2 Mô hình chiết khấu cổ tức

Mô hình chiết khấu cổ tức được thiết kế để tính giá trị lý thuyết (intrinsic value) của cổ phiếu thường. Mô hình này được Merrill Lynch, CS First Boston và một số ngân hàng đầu tư khác sử dụng với giả định: (1) biết được động thái tăng trưởng của cổ tức, và (2) biết trước tỷ suất chiết khấu (sẽ xem xét ở các bài sau). Liên quan đến động thái tăng trưởng cổ tức, chúng ta xem xét các trường hợp sau:

### Trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức không đổi

Trong trường hợp này mô hình định giá cổ phiếu như sau:

$$V = \frac{D_0(1+g)}{(1+k_e)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty} \quad (4.1)$$

trong đó  $D_0$  là cổ tức hiện tại của cổ phiếu và  $g$  là tốc độ tăng trưởng cổ tức. Cổ tức kỳ vọng ở cuối kỳ  $n$  bằng cổ tức hiện tại nhân với thừa số  $(1+g)^n$ . Giả sử rằng  $k_e > g$ , chúng ta nhân 2 vế của (4.1) với  $(1+k_e)/(1+g)$ , sau đó trừ vế với vế cho (4.1) chúng ta được:

$$\frac{V(1+k_e)}{(1+g)} - V = D_0 - \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty} \quad (4.2). \text{ Bởi vì chúng ta giả định } k_e > g \text{ nên:}$$

$\frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty}$  tiến đến zero. Kết quả là:

$$V \left[ \frac{(1+k_e)}{(1+g)} - 1 \right] = D_0 \text{ hay } V \left[ \frac{(1+k_e) - (1+g)}{(1+g)} \right] = D_0$$

$V(k_e - g) = D_0(1+g) = D_1$ . Từ đây suy ra:  $V = D_1 / (k_e - g)$  (4.3). Công thức (4.3) còn được gọi là Mô hình định giá cổ tức của Gordon bởi vì nó do Myron J. Gordon phát triển từ công trình nghiên cứu của người đi trước là John Williams.

Từ (4.3) chúng ta có thể sắp xếp lại để có được công thức tính lợi suất đòi hỏi của nhà đầu tư:

$$k_e = (D_1/V) + g \quad (4.4)$$

Để minh họa công thức (4.3) chúng ta lấy ví dụ cổ tức kỳ vọng của cổ phiếu công ty LKN ở thời kỳ  $t = 1$  là 4\$. Cổ tức này được kỳ vọng tăng 6% trong tương lai. Hỏi giá cổ phiếu là bao nhiêu nếu nhà đầu tư đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận là 14%?

$$V = D_1 / (k_e - g) = 4 / (0,14 - 0,06) = 50\$.$$

### Trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức bằng không

Đây chỉ là một trường hợp đặc biệt của mô hình tốc độ tăng trưởng cổ tức không đổi khi  $g = 0$ . Khi đó công thức (4.3) có thể viết thành  $V = D_1/k_e$  (4.5). Mặc dù ít khi có cổ phiếu nào có tốc độ tăng trưởng bằng 0 mãi nhưng với những cổ phiếu nào có cổ tức ổn định và duy trì

trong một thời gian dài thì (4.5) có thể áp dụng để xác định gần đúng giá cổ phiếu. Cổ phiếu ưu đãi có thể xem như là loại cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng cổ tức bằng không.

### Trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức thay đổi

Khi tốc độ tăng trưởng cổ tức  $g$  thay đổi qua từng giai đoạn thì công thức (4.3) không còn phù hợp, nó cần được bổ sung. Ví dụ một cổ phiếu có tốc độ tăng cổ tức  $g = 10\%$  trong 5 năm đầu, sau đó chỉ tăng  $6\%$ , công thức (4.3) có thể được viết lại thành:

$$V = \sum_{t=1}^5 \frac{D_0(1+0,1)^t}{(1+k_e)^t} + \sum_{t=6}^{\infty} \frac{D_5(1+0,06)^{t-5}}{(1+k_e)^t} \quad (4.6)$$

Nếu tách riêng giai đoạn cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng  $g = 6\%$ , chúng ta thấy nó tương đương và phù hợp với mô hình định giá cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng không đổi với  $g = 6\%$ ,  $D_0$  chính là cổ tức ở năm thứ 5 và  $D_1$  chính là cổ tức ở năm thứ 6. Do đó, có thể áp dụng (4.3) cho giai đoạn này như sau:

$$\sum_{t=6}^{\infty} \frac{D_5(1+0,10)^{t-5}}{(1+k_e)^t} = PV \left[ \frac{D_6}{k_e - g} \right] = \left[ \frac{1}{(1+k_e)^5} \right] \left[ \frac{D_6}{(k_e - 0,06)} \right] \quad (4.7)$$

Để minh họa cho việc áp dụng công thức (4.6) và (4.7), giả sử một cổ phiếu trả cổ tức hiện tại  $D_0 = 2\$$ , tốc độ tăng trưởng cổ tức trong 5 năm tới là  $10\%$  và  $6\%$  cho những năm tiếp theo đó, ngoài ra nhà đầu tư đòi hỏi lợi suất đầu tư là  $14\%$ . Áp dụng công thức (4.6) và (4.7), giá cổ phiếu này được xác định như sau:

$$V = \sum_{t=1}^5 \frac{D_0(1+0,1)^t}{(1+k_e)^t} + \sum_{t=6}^{\infty} \frac{D_5(1+0,06)^{t-5}}{(1+k_e)^t} = \sum_{t=1}^5 \frac{2(1+0,1)^t}{(1+k_e)^t} + \left[ \frac{1}{(1+k_e)^5} \right] \left[ \frac{3,41}{(0,14 - 0,06)} \right]$$

$$V = \sum_{t=1}^5 \frac{2(1+0,1)^t}{(1+0,14)^t} + \left[ \frac{1}{(1+0,14)^5} \right] \left[ \frac{3,41}{(0,14 - 0,06)} \right] = 8,99 + 22,13 = 31,12\$$$

### Hạn chế của mô hình chiết khấu cổ tức

Mô hình chiết khấu cổ tức có thể áp dụng để định giá cổ phiếu trong các trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức bằng 0, hoặc bằng  $g$  không đổi và ngay cả trong trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức thay đổi qua từng thời kỳ (tuy có phức tạp nhưng vẫn có thể tính được) nhưng mô hình này không áp dụng được trong trường hợp công ty giữ lại toàn bộ lợi nhuận cho tái đầu tư và không trong trả cổ tức cho cổ đông.

### 3.3 Phương pháp định giá cổ phiếu theo tỷ số PE (Price-Earnings ratio)

Phương pháp này đưa ra cách tính giá cổ phiếu rất đơn giản bằng cách lấy lợi nhuận kỳ vọng trên mỗi cổ phiếu nhân với tỷ số PE bình quân của ngành. Ví dụ một công ty kỳ vọng sẽ kiếm được lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu là 3\$ trong năm tới và tỷ số PE bình quân của ngành là 15 thì giá cổ phiếu sẽ là:

$$V = (\text{Lợi nhuận kỳ vọng trên cổ phiếu}) \times (\text{Tỷ số PE bình quân ngành}) \\ = 3\$ \times 15 = 45\$$$

Phương pháp này đơn giản, dễ áp dụng nhưng có nhiều hạn chế. Thứ nhất việc định giá cổ phiếu thường không chính xác do phải phụ thuộc vào việc ước lượng lợi nhuận kỳ vọng trên cổ phiếu. Thứ hai, làm thế nào để chọn được tỷ số PE phù hợp và liệu nhà đầu tư có tin tưởng vào tỷ số PE bình quân của ngành hay không, nếu có thì vẫn còn sai số giữa tỷ số PE của ngành và PE của công ty.

## 4. Lợi suất cổ phiếu

### 4.1 Cổ phiếu ưu đãi

Nếu thay giá thị trường hiện tại ( $P_0$ ) cho giá trị lý thuyết ( $V$ ) trong công thức tính giá trị lý thuyết của cổ phiếu ưu đãi chúng ta có được:

$$P_0 = D_p/k_p \quad (4.8)$$

Trong đó  $D_p$  là cổ tức của cổ phiếu ưu đãi và  $k_p$  là lợi suất đòi hỏi khi đầu tư cổ phiếu ưu đãi. Từ công thức (4.8) cho phép chúng ta giải tìm lợi suất cổ phiếu ưu đãi là:

$$k_p = D_p/P_0 \quad (4.9)$$

Ví dụ giá thị trường hiện tại của cổ phiếu ưu đãi có mệnh giá là 100\$ trả cổ tức 10% là 91,25\$. Lợi suất đầu tư cổ phiếu này là:  $k_p = (100 \times 10\%)/91,25 = 10,96\%$ .

### 4.2 Cổ phiếu thường

Tương tự như trong trường hợp cổ phiếu ưu đãi, chúng ta cũng thay thế giá trị lý thuyết ( $V$ ) trong công thức (4.3) bằng giá trị thị trường hiện tại ( $P_0$ ) chúng ta sẽ có được:

$$P_0 = D_1/(k_e - g) \quad (4.10)$$

Từ công thức (4.10) có thể giải để tìm lợi suất đầu tư cổ phiếu thường ( $k_e$ ):

$$k_e = D_1/(P_0 + g) \quad (4.11)$$

Việc ứng dụng mô hình chiết khấu cổ tức như vừa trình bày trên đây để xác định lợi suất của cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thông thường có ý nghĩa rất lớn. Nó cho phép chúng ta xác định được chi phí sử dụng hai loại nguồn vốn này từ việc phát hành cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thông thường. Dựa vào chi phí sử dụng của từng bộ phận vốn này, chúng ta có thể xác định chi phí sử dụng vốn trung bình (WACC) để làm cơ sở cho việc hoạch định đầu tư vốn. Chúng ta sẽ trở lại xem xét chi tiết hơn vấn đề này trong bài 7.