

LỰA CHỌN PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỔ PHẦN - LỰA CHỌN VÀO NHẬT NAM

Cùng với quá trình cổ phần hóa, gia nhập tổ chức thương mại thế giới, sự phát triển vượt bậc của thị trường cổ phiếu tác động tích cực đến sự phát triển nhanh và bền vững của kinh tế Việt Nam. Thị trường cổ phiếu đã tạo ra kênh huy động vốn, tạo tính thanh khoản cho cổ phiếu, thúc đẩy quá trình phát hành cổ phiếu ra công chúng và gia tăng lợi nhuận của nhà đầu tư. Đến nay đã có gần 200 công ty niêm yết tại TTGDCK TPHCM và Hà Nội với giá trị vốn hóa khoảng trên 23% GDP.

Bên cạnh mặt tích cực, thị trường cổ phiếu ở Việt Nam cũng chứa đựng những nguy cơ ảnh hưởng đến nền kinh tế và các nhà đầu tư. Giá cổ phiếu lên quá cao (hiện tượng bong bóng cổ phiếu) tất yếu sẽ dẫn tới tình trạng tụt giá cổ phiếu kéo theo sự suy giảm nền kinh tế vì có nhiều nhà đầu tư thua lỗ, và kéo theo tác động dây chuyền đến nền kinh tế. Người đi vay dùng cổ phiếu lúc giá còn cao để thế chấp, khi giá cổ phiếu xuống thấp so với số dư nợ cho vay, công ty đi vay mất khả năng chi trả, ngân hàng ngập chìm trong các khoản nợ xấu.

Nhằm góp phần giảm các nguy cơ trên, bài viết này sẽ đưa ra phương pháp định giá cổ phiếu nhằm gợi mở hướng cho nhà đầu tư cổ phiếu đánh giá cổ phiếu một cách khoa học hơn, giảm bớt sự kinh doanh theo “cảm tính” và “phong trào”.

1. Phương pháp tài sản thuần (giá trị sổ sách):

Giá trị sổ sách của cổ phiếu được xác định bằng tổng giá trị tài sản (sau khi trừ tất cả các khoản nợ) tính trên tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành.

Phương pháp này có ưu điểm khi xác định giá trị công ty có tỉ suất lợi nhuận thấp (hoặc lỗ) và hầu như không tăng trưởng và cho ra kết quả thống nhất khi dựa trên cùng chuẩn mực kế toán. Hạn chế của phương pháp này là việc bỏ qua khả năng tăng trưởng tương lai của doanh nghiệp và việc xác định giá trị vô hình như thương hiệu, sở hữu trí tuệ... sẽ phụ thuộc chủ quan vào người định giá. Ví thể, tại TTGDCK TPHCM ngày 28/2/07 có giá vài cổ phiếu như BBT, CYC, LAF, TTC, VPK, VTA gấp 1-2 lần tài sản thuần. Giá cổ phiếu mức thông thường gấp 4-6 lần tài

sản thuần. Giá cổ phiếu hàng đầu thậm chí gấp 15-40 lần tài sản thuần như FPT, SJS, BMP, BMC, KDC, NKD, SAM, REE, GMD, VNM.

2. Phương pháp chiết khấu dòng tiền:

a. Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức:

Giá trị nội tại của cổ phiếu được xác định trên cơ sở chiết khấu dòng cổ tức trong tương lai trong suốt thời gian tồn tại của công ty đến khi bán đi theo công thức sau:

$$P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

D: cổ tức sẽ nhận trong tương lai.

r: tỉ suất chiết khấu hay tỉ suất sinh lợi mong đợi của nhà đầu tư.

Nếu công ty không tăng trưởng: giá nội tại của cổ phiếu: $P = D/r$. (2)

Nếu công ty có tốc độ tăng trưởng đều (g), giá trị nội tại của cổ phiếu: $P = D_1/(r-g)$. (3)

b. Phương pháp chiết khấu dòng tiền cho vốn chủ (FCFE).

* Tổng Công Ty Thương Mại Sài Gòn - SATRA

Đông tiền tự do dành cho vốn chủ sở hữu (FCFE) là dòng tiền cho cổ đông thường sau khi trả cho các nhà cung cấp vốn và sau khi cung cấp vốn cho sự phát triển bình thường của công ty.

$FCFE =$ Lợi nhuận sau thuế - chi phí khấu hao - Các khoản đầu tư dài hạn - Tăng vốn hoạt động - Trả nợ gốc - Nợ dài hạn mới phát hành. (4)

Dòng tiền sẽ được chiết khấu với tỉ suất lợi nhuận mong đợi của cổ đông (r).

Giá trị nội tại của cổ phiếu:

$$P = \frac{FCFE_1}{1+r} + \frac{FCFE_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \frac{FCFE_{t+1}}{(1+r)^{t+1}} \dots$$
 (5)

Tương tự như trên nếu công ty không tăng trưởng giá cổ phiếu $P = FCFF_1 / (1+r) + FCFF_2 / (1+r)^2 + \dots$ (6)

Công ty tăng trưởng với tốc độ g thì giá nội tại của cổ phiếu $P = FCFF_1 / (r-g) + FCFF_2 / (r-g)^2 + \dots$ (7)

c Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do cho hoạt động Free Cash Flow to the Firm (FCFF):

FCFF là dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của công ty cho tất cả người cung cấp vốn của công ty (vốn chủ sở hữu và vốn vay).

$FCFF =$ Lợi nhuận trước thuế và lệ vay - Thuế TNDN + Chi phí khấu hao - Chi trả đầu tư dài hạn - Tăng trong vốn hoạt động - tăng trong các tài sản khác (8)

Giá trị nội tại cổ phiếu:

$$P = \frac{FCFF_1}{1+r} + \frac{FCFF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} + \frac{FCFF_{t+1}}{(1+r)^{t+1}} \dots$$
 (9)

Tỉ suất chiết khấu (r) là chi phí sử dụng vốn bình quân WACC.

$WACC =$ tỉ trọng nợ trong tổng tài sản x chi phí sử dụng nợ + tỉ trọng vốn trong tổng tài sản x chi phí sử dụng vốn (10)

Chi phí sử dụng nợ = lãi vay x (1-Thuế suất Thuế TNDN) (11)

Đây chính là lí do giải thích tại sao SJS, SFI, REE, FPT tăng mức cao kì lục gấp 20-50 lần tài sản thuần do nhà đầu tư kì vọng công ty liên tục đạt được mức lợi nhuận tương đương vốn điều lệ trong các năm tiếp theo.

3. Các bộ số dùng để xác định nhu cầu giá cổ phiếu:

a. Hệ số P/E (giá thị trường/lợi nhuận mỗi cổ phần):

$EPS =$ lợi nhuận sau thuế / số cổ phần thường đang lưu hành. (12)

Giá cổ phiếu là giá trị vốn hóa đóng lợi nhuận sau thuế khi công ty không tăng trưởng cộng với hiện giá thuần của cơ hội tăng trưởng (PVGO):

$$P_t = EPS_t \cdot k + PVGO. \quad (13)$$

$$EPSP_t = \pi(1 - PVGOP_t). \quad (14)$$

Khi công ty có cơ hội tăng trưởng PVGO cao, P/E cao. Lưu ý rằng P/E công bố trên báo là tỉ số giữa giá hiện tại và lợi nhuận gần nhất trong khi để tính giá trị cổ phần các nhà đầu tư lại quan tâm đến đến lợi nhuận trong tương lai trong chỉ số P/E.

Cổ phiếu tăng trưởng khi PVGO chiếm tỉ trọng cao trong cơ cấu giá và cổ phiếu thu nhập khi PVGO chiếm tỉ trọng thấp. Khi đầu tư vào cổ phiếu tăng trưởng, các nhà đầu tư mong kiếm lợi từ sự gia tăng giá cổ phiếu trong khi đầu tư vào cổ phiếu thu nhập, các nhà đầu tư mong đợi từ cổ tức.

Đây là chỉ tiêu rất nhanh chóng và đơn giản để đánh giá cổ phiếu. Thường thì P/E cao mà tỉ suất lợi nhuận trên vốn chủ cao, doanh thu và EPS tăng cao là tốt do nhà đầu tư nghĩ rằng công ty có khả năng tăng trưởng cao (PVGO lớn), lợi nhuận tương đối ít biến thiên, tương ứng với tỉ suất huy động vốn thấp (r nhỏ). Vì lí do này mà GMD tăng giá cổ phiếu từ khoảng trên 60 lên trên 100, hệ số P/E tăng gấp 2-3 lần khi thông tin về dự án đầu tư mở rộng các cảng của GMD được công bố.

Giá cổ phiếu được ước tính bằng việc nhân lợi nhuận mỗi cổ phiếu đang xem xét với P/E trung bình của cùng ngành hoặc P/E của công ty có cùng mức lợi nhuận, rủi ro và khả năng phát triển.

Hạn chế: Khi lợi nhuận gần bằng không hoặc lỗ, P/E rất cao. Lúc này, định giá cổ phiếu bằng hệ số P/E không phù hợp mà nên định giá theo giá sổ sách. Nếu thị trường định giá quá cao cổ phiếu một ngành nào đó thì kết quả tính toán có thể quá cao. EPS điều chỉnh được TTGDCK TPHCM sử dụng hiện nay đã

phân ánh tách, góp cổ phiếu, trả cổ tức bằng cổ phiếu, thưởng cổ phiếu và phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu. Tuy nhiên, EPS không phản ánh đầy đủ hiệu quả sử dụng vốn bằng tỉ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu ROE vì công ty không ngừng gia tăng vốn bằng cách giữ lại lợi nhuận các năm trước.

b. Hệ số cổ tức/giá:

Khi công ty chia hết lợi nhuận cho cổ đông và công ty không tăng trưởng thì hệ số này chính là tỉ suất sinh lợi của cổ đông. Đối với cổ phiếu ít biến động về giá, mức cổ tức cao thường được các nhà đầu tư ngân hàng ưa chuộng do doanh nghiệp có lợi nhuận cao thì mới có cổ tức cao. Về nguyên tắc, công ty không được lấy vốn cổ đông hoặc vay nợ để trả cổ tức.

Đối với những công ty mới thành lập, đang đầu tư nghiên cứu phát triển sản phẩm mới, đang mở rộng thị trường thường không có lợi nhuận hoặc có lợi nhuận nhưng chia cổ tức rất thấp để tái đầu tư mở rộng, giảm chi phí huy động vốn, và làm giảm áp lực trả nợ. Lúc này, hệ số cổ tức/giá kém phần ý nghĩa. Các nhà đầu tư, thường là các nhà đầu tư dài hạn hoặc các nhà đầu tư mạo hiểm, sẵn sàng hi sinh cổ tức trước mắt (thậm chí lợi nhuận trước mắt đối với dự án đầu tư mạo hiểm) nhằm đạt được giá trị cao hơn trong tương lai.

4. Vận dụng vào thực tiễn Việt Nam:

a) Nhận định về giá nội tại của cổ phiếu và giá hàng ngày trên thị trường:

Mỗi nhà đầu tư sẽ ước tính giá cổ phiếu tùy theo quan điểm và nhận định của họ (điều này làm giá cổ phiếu dao động như điện tâm đồ) nhưng về lâu dài giá cả sẽ phản ánh giá trị nội tại của cổ phiếu. Đây chính là thử thách cũng như cơ hội kiếm lời đối với các nhà đầu tư mà Ben Graham đã chỉ ra: "Trong ngắn hạn, thị trường là một cơ chế bầu phiếu nhưng trong dài hạn nó chính là cơ chế đánh giá".

Rủi ro khi kinh doanh cổ phiếu còn xuất phát từ sự cám dỗ bởi lợi nhuận trước mắt, nỗi lo bị thua lỗ và xu hướng bầy đàn trên thị trường chứng khoán. Nếu như việc phân tích chứng khoán đòi hỏi kĩ năng về phân tích tài chính thì việc thành công trên thị trường đòi hỏi bản lĩnh của nhà đầu tư: có dao động trước xu hướng bầy đàn và biến động bất thường của thị trường. Không đủ sáng suốt, nhà đầu tư sẽ rơi vào thế bất lợi (mua đắt, bán rẻ) khi chạy theo xu hướng bầy đàn. Nhưng mặt khác, khi quá máy móc áp dụng các công thức mà không chú ý đến các yếu tố định tính khác và đặc điểm đặc thù của công ty thì lại dễ bỏ qua các cơ hội đầu tư.

Vì thế, thị trường đôi khi xuất hiện cổ phiếu tốt định giá thấp so với tình hình hoạt động của công ty vì các nhà đầu tư bị quan, mất niềm tin vào sự đúng đắn của giá cổ phiếu trên thị trường, coi nhẹ các cơ hội phát triển của công ty và vì thế khởi đầu thời kì thị trường cổ phiếu rơi loạn. Ngược lại, đôi khi công ty có tình hình tài chính yếu kém lại có giá cổ

phiếu cao khi các nhà đầu tư quá lạc quan về tương lai hoặc do đầu tư theo tin đồn.

Các nhà đầu tư đều mong muốn nhận được tỉ suất lợi nhuận vượt trội nhưng việc cạnh tranh của các nhà đầu tư lại góp phần dẫn đến thị trường hiệu quả và làm cho giá cổ phiếu trở nên phù hợp hơn. Cổ phiếu tụt dốc có thể là thảm họa cho các nhà đầu tư bầy đàn hoảng loạn bán giá thấp so với giá mua vào nhưng đây cũng là thời điểm vàng cho các nhà đầu tư mua vào với giá thấp và vô hình chung hành động này dẫn dắt thị trường trở lại thế cân bằng.

b) Nhận định về việc chọn phương pháp định giá cổ phiếu:

Các nhà đầu tư sẽ chọn phương pháp định giá tùy đặc điểm của công ty và khả năng và thời gian phân tích cổ phiếu.

Khi không dự đoán được mức phát triển tương lai hoặc công ty đang thua lỗ thì dùng phương pháp tài sản thuần là phù hợp.

Trường hợp ước tính nhanh giá cổ phiếu thì dùng chỉ số P/E và cổ tức/ giá là phù hợp. Chỉ số này rất có ích đối với các nhà đầu tư nhỏ, hoạt động đầu tư cổ phiếu chỉ là hoạt động phụ bên cạnh nghề nghiệp chính, không có thời gian và tư liệu để phân tích chi tiết.

Trong các trường hợp khác, phương pháp chiết khấu dòng tiền là phương pháp ước tính hợp lý nhất cho nhà đầu tư dài hạn. Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức có tức có hạn chế là

không xem xét đến lợi nhuận của công ty. Phương pháp chiết khấu dòng tiền cho hoạt động (NPV) quan tâm đến công ty với tư cách là tổng thể (cả chủ nợ và chủ sở hữu) mà không chú trọng đến lợi ích cổ đông. Phương pháp chiết khấu dòng tiền cho vốn chủ. Định giá có phiếu hợp lý nhất trong các phương pháp tính chiết khấu dòng tiền do đã tính đến việc lên công ty có lãi hay phá sản để định giá chỉ tiêu cho hoạt động đầu tư và vốn hoạt động mà mặt của thuế và việc gia tăng dòng tiền nhờ khấu hao.

Người ra nhà đầu tư còn kết hợp việc xem xét các yếu tố rủi ro khác như danh mục lợi nhuận, ý suất lợi nhuận trên vốn chủ, thị trường tiền mặt, các đối tác chiến lược, và nhà đầu tư chiến lược của công ty. Vì thế NPV định giá liên tục giúp nhiều lần khi thông tin về đối tác Texas Instruments và Intel Capital được công bố.

Quan trọng hơn thị trường chứng khoán của nước thì có hai dòng tiền đầu tư thành công nhất nếu phân loại theo cách tiếp cận về giá trị cổ phiếu.

- Các nhà đầu tư đầu hạn trong thành với lý thuyết định giá theo dòng tiền - còn gọi là phân tích cơ bản - mà điển hình là Warren Buffett với quỹ Berkshire Hathaway liên tục vượt mức sinh lợi vượt trội lâu dài cả khi thị trường xuống dốc. Chủ khóa thành công của Buffett dựa trên triết lý đầu tư dài hạn căn cứ trên giá trị nội tại của cổ phiếu của người thầy và là đồng sự Benjamin

Graham: giá cổ phiếu cao phản ánh thành tựu kinh doanh xuất sắc của công ty. Nói theo phạm trù kinh tế chính trị của Mác thì những nhà đầu tư này cho rằng quy luật giá trị chi phối và quyết định giá cả.

- Các nhà đầu cơ ngắn hạn nghiêng về phân tích kỹ thuật (thông qua biểu đồ giá và khối lượng giao dịch hàng ngày) - không nằm trong phạm vi bài viết này - mà điển hình là Nicolas Darvas với tác phẩm "Làm thế nào tôi kiếm được 2 triệu USD trên thị trường cổ phiếu" và "Wall Street: The cooler Las Vegas". Tuy nhiên, những nhà đầu cơ ngắn hạn này chỉ đạt thành công lớn tại thời điểm thị trường tăng đột biến (Darvas giàu nhanh trong 18 tháng từ 1957-1958). Nói theo phạm trù kinh tế chính trị của Mác thì chính sự vận dụng quy luật cung cầu chính là cách kiếm tiền của họ.

Tuy vậy, rủi ro khi đánh giá giá trị nội tại của cổ phiếu và thực hiện quyết định về đầu tư có khi nặng xảy ra do:

- Dự đoán không hợp lý cổ tức: nhận được trong tương lai vì nhà đầu tư chỉ có các mức cổ tức, thu nhập và tốc độ tăng trưởng của thời kỳ đã qua.

- Ước tính khác nhau về tỉ suất sinh lợi mong đợi. Tỉ suất sinh lợi mong đợi được tính bằng cách dùng mô hình CAPM (thông qua dùng lãi suất trái phiếu chính phủ và hệ số beta để tính phần bù rủi ro); tỉ suất sinh lợi trung bình trên thị trường cổ phiếu (r_m) bằng

cách tính tốc độ tăng trưởng của chỉ số VNIindex cộng với cổ tức trung bình được chia.

Mặt khác, việc dự đoán mức sinh lợi có thể sai lầm do sự tiến bộ của công nghệ, thay đổi thói quen và nhu cầu của người tiêu dùng và thay đổi cách thức điều hành và quản trị công ty.

- Khả năng cưỡng lại khuynh hướng đầu tư theo "phong trào", "tin đồn", năng lực kìm chế lòng lam và không chế nỗi sợ hãi, tư duy độc lập, sáng tạo dựa trên các phân tích khoa học và hợp lý.

Tóm lại, việc đầu tư cổ phiếu mang lại cơ hội và cả thách thức đối với nhà đầu tư khi tìm kiếm lợi nhuận. Ngoài việc nắm vững kiến thức để dự đoán giá cổ phiếu, các nhà đầu tư cần phải có tư duy độc lập sáng tạo, rút kinh nghiệm sau mỗi lần thành công và thất bại để có quyết định sáng suốt và hành động hợp lý. Tùy theo thời gian và thông tin sẵn có mà chọn một trong các phương pháp hoặc tính toán theo tất cả các phương pháp để ra quyết định. Nếu ra quyết định tức thời dùng P/E, cổ tức/giá nhưng lại mức chính xác sẽ không cao. Các phương pháp tính chiết khấu dòng tiền hợp lý hơn nhưng đòi hỏi nỗ lực và công sức nhiều hơn. Ngoài ra, các yếu tố định tính khác cần được xem xét như năng lực và sự trung thực của bộ máy quản lý, triển vọng kinh doanh lâu dài, nhà đầu tư chiến lược và phân tích cung cầu cổ phiếu (qua phân tích kỹ thuật).