

Định giá cổ phiếu: vận dụng linh hoạt mô hình chiết khấu cổ tức vào thực tiễn thị trường chứng khoán Việt Nam

NGUYỄN VIỆT DŨNG

Định giá là khâu trọng yếu trong phân tích cơ bản để đi đến quyết định đầu tư đúng đắn. Để xác định giá trị nội tại của cổ phiếu, người ta sử dụng nhiều phương pháp khác nhau. Phương pháp cổ điển và cơ bản nhất phải kể tới là mô hình chiết khấu cổ tức. Ngoài ra, người ta cũng thường sử dụng các mô hình chiết khấu dòng tiền khác như mô hình dòng tiền tự do (*Free cashflow model*) hay trong những năm gần đây, ở những nước có thị trường chứng khoán phát triển, mô hình lợi nhuận thặng dư (*Residual income model*) rất được ưa chuộng trong thực tiễn cũng như trong nghiên cứu khoa học¹.

Ở Việt Nam, các phương pháp nói trên chưa thực sự được sử dụng rộng rãi phục vụ cho việc ra quyết định đầu tư do nhiều nguyên nhân. Trước hết, đa phần các nhà đầu tư cá nhân chưa được trang bị kiến thức đầy đủ về phân tích cơ bản. Nếu có (đối với các nhà đầu tư có tổ chức và một bộ phận nhỏ nhà đầu tư cá nhân), chủ yếu căn cứ vào các tỷ số đơn giản để đánh giá tương quan giá thị trường/giá trị cổ phiếu như P/E, P/B, PEG. Thực trạng này có thể được cải thiện bằng việc đào tạo, phổ biến kiến thức về định giá và vấn đề chỉ là thời gian. Tuy nhiên, nguyên nhân cơ bản ở đây là khi vận dụng mô hình vào thực tiễn, vấn đề lớn nhất thường gặp phải là việc xác định các thông số đầu vào. Trong điều kiện thị trường chứng khoán Việt Nam còn nhỏ về quy mô, công bố thông tin tài chính của các công ty niêm yết còn nhiều hạn chế, khó khăn này càng nhân lên gấp bội, làm cho việc áp dụng các mô hình định giá gặp nhiều khó khăn.

Góp phần khắc phục những khó khăn đó, mục đích của bài viết này là vận dụng linh

hoạt mô hình chiết khấu cổ tức vào thực tiễn thị trường chứng khoán Việt Nam, nhằm giúp các nhà đầu tư có một công cụ định giá cổ phiếu hữu hiệu và chính xác làm cơ sở cho quyết định đầu tư. Mô hình này được lựa chọn để phân tích, bởi nó dễ vận dụng hơn so với các mô hình khác trong trường hợp của Việt Nam hiện nay. Thật vậy, hầu hết các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam đều trả cổ tức đều đặn, tạo cơ sở thực tiễn cho việc áp dụng. Hơn nữa, ước tính các thông số đầu vào liên quan đến cổ tức cũng đơn giản hơn nhiều so với dự báo dòng tiền tự do và lợi nhuận thặng dư trong điều kiện công bố thông tin hiện nay ở nước ta.

1. Mô hình chiết khấu cổ tức

Theo mô hình này, giá trị của một cổ phiếu bằng tổng giá trị hiện tại của các dòng cổ tức mà cổ phiếu có thể mang lại cho người đầu tư trong tương lai.

$$\hat{P}_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+r)^i}$$

Trong đó:

$\hat{P}_0$ là giá trị nội tại của cổ phiếu;

D_i là cổ tức trên một cổ phiếu mà người đầu tư kỳ vọng sẽ nhận được vào năm thứ i ;

r là lợi suất yêu cầu đối với cổ phiếu cần định giá.

Nguyễn Việt Dũng, TS. Đại học Ngoại thương.

1. Xem Lee C. (1999), "Accounting-based valuation: impact on business practices and research", *Accounting Horizons*, 13(4), p. 413-425 và Lee C., Myers J. và Swaminathan B. (1999), "What is the intrinsic value of the Dow?", *Journal of Finance*, 54(5), pp. 1693-1741.

Bản thân mô hình tổng quát này không hữu ích cho việc định giá cổ phiếu trong thực tiễn, vì nó đòi hỏi dự báo các dòng cổ tức rất xa trong tương lai. Chính vì vậy, các giả thiết khác nhau đã được sử dụng để đơn giản hóa việc áp dụng. Trường hợp đơn giản nhất là dòng cổ tức được giả thiết không thay đổi trong tương lai, khi đó:

$$\hat{P}_0 = \frac{D}{r}$$

Để giảm tính phi thực tế của trường hợp nói trên, nhằm tính đến khả năng tăng trưởng của cổ tức, người ta giả thiết rằng dòng cổ tức hàng năm tăng ổn định vĩnh viễn với tốc độ g (mô hình Gordon):

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{r - g} \quad (r > g)$$

Đây là trường hợp được sử dụng rất rộng rãi. Tuy nhiên, khả năng phản ánh thực tiễn của nó vẫn còn rất hạn chế. Khó có thể tìm ra công ty nào trả cổ tức với một tốc độ tăng trưởng ổn định vĩnh viễn như vậy. Do đó, việc ước lượng tốc độ tăng trưởng g thường khó chuẩn xác, dẫn đến sai số lớn khi xác định giá trị nội tại của cổ phiếu, vì giá trị này rất nhạy cảm đối với g . Các mô hình nhiều giai đoạn cho phép khắc phục được phần nào nhược điểm này: tăng trưởng cổ tức của công ty được chia làm nhiều thời kỳ. Thời kỳ đầu thường tăng trưởng nhanh, sau đó chậm dần và cuối cùng duy trì ở một mức ổn định. Số giai đoạn càng tăng thì mô hình càng phản ánh sát thực tế, nhưng càng khó vận dụng vì số lượng biến cần ước tính sẽ càng lớn. Chính vì vậy, mô hình chiết khấu cổ tức hai giai đoạn được sử dụng phổ biến nhất. Theo mô hình này, trong n năm đầu, cổ tức sẽ tăng trưởng nhanh với tốc độ g và từ năm $n + 1$ trở đi sẽ duy trì ổn định vĩnh viễn ở một tốc độ tăng trưởng thấp hơn hoặc thậm chí không tăng trưởng. Giả thiết này đảm bảo phản ánh hai giai đoạn chủ yếu trong vòng đời của một công ty niêm yết (đặc biệt là những công ty niêm yết chưa lâu như trong trường hợp của thị trường chứng khoán Việt Nam): giai đoạn đầu tăng trưởng

nhanh, sau đó chững lại và ổn định. Với một vài biến đổi đơn giản, mô hình có dạng như sau²:

$$\hat{P}_0 = D_1 \left[\frac{1 - \left(\frac{1+g}{1+r} \right)^n}{r - g} + \frac{(1+g)^{n-1}}{r(1+r)^n} \right]$$

Trong đó:

D_1 là cổ tức kỳ vọng của năm tới;

n là số năm tăng trưởng ổn định;

g là tốc độ tăng trưởng ổn định trong n năm đầu;

r là lợi suất yêu cầu đối với cổ phiếu cần định giá.

Đây cũng chính là mô hình mà bài viết sẽ ứng dụng để phân tích tương quan giá cả/giá trị của cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

2. Ứng dụng vào cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Để xác định giá trị nội tại của cổ phiếu theo mô hình hai giai đoạn nói trên, cần ước tính 4 biến số: D_1 , n , g và r . D_1 và g có thể ước tính dựa vào thông tin từ báo cáo tài chính của công ty niêm yết (xem chi tiết dưới đây). Để ước tính n , cần nắm rõ kế hoạch, chiến lược cũng như tiềm năng của công ty trong tương lai. Điều này không phải lúc nào cũng dễ dàng đối với người đầu tư bên ngoài doanh nghiệp. Riêng đối với r , trên các thị trường phát triển, người ta thường sử dụng các mô hình định giá tài sản vốn để xác định, trong đó phải kể đến CAPM là mô hình cơ bản và cổ điển nhất. Tuy nhiên, những mô hình này chỉ đúng khi thị trường thỏa mãn một số giả thiết về tính hiệu quả và thanh khoản cao, cũng như khả năng đa dạng hóa của nhà đầu tư. Đây là những điều kiện mà thị trường chứng khoán Việt Nam chưa đáp ứng được. Việc áp dụng một cách máy móc đối với trường hợp của Việt Nam sẽ dẫn đến kết quả với sai số cao.

² Ở đây, để đơn giản hóa, tốc độ tăng trưởng kể từ năm $n + 1$ được giả thiết bằng 0.

Như vậy, việc người đầu tư cố gắng xác định một giá trị nội tại cho cổ phiếu trong trường hợp của Việt Nam càng khó chính xác³ vì một số biến số khó xác định (n và r), do đó không hữu ích bằng ước tính khoảng giá trị mà nó có thể rơi vào (tương đương với phân tích độ nhạy khi các biến số khó xác định thay đổi). Cách tiếp cận này rất phù hợp với việc phát hiện ra những cổ phiếu mà giá thị trường của chúng vượt xa giá trị nội tại.

2.1. Xác định D_1 và g

Để xác định D_1 , có thể dựa vào dự báo cổ tức của công ty cho năm tới hoặc áp dụng tốc độ tăng trưởng g vào cổ tức hiện tại. Trong thực tiễn, người ta thường sử dụng 3 cách sau để ước tính g dựa trên thông tin quá khứ:

- *Dựa vào tốc độ tăng trưởng cổ tức trong quá khứ*: đây là cách trực tiếp nhất. Tuy nhiên, cổ tức quá khứ thường phản ánh không chính xác kỳ vọng tăng trưởng trong tương lai. Quan sát số liệu về cổ tức của các công ty niêm yết trên Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh cho thấy, đa phần các công ty có dòng cổ tức quá khứ biến động không nhiều, thậm chí là ổn định hoặc tăng trưởng âm. Ví dụ, từ năm 2001 đến nay, cổ tức trên một cổ phiếu hàng năm của SAM luôn là 1600đ, tức là tăng trưởng quá khứ bằng 0. Trong khi đó, SAM được coi là một trong số những cổ phiếu tăng trưởng tiêu biểu. Có thể kể ra các cổ phiếu khác có tốc độ tăng trưởng cổ tức quá khứ bằng 0 hoặc âm như PMS, BBC, MCV, TRI, KHA...

- *Dựa vào tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trong quá khứ*: với giả thiết tỷ lệ chia cổ tức từ lợi nhuận ổn định, tốc độ tăng trưởng cổ tức đúng bằng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận. Tuy nhiên, bản thân tỷ lệ chia cổ tức cũng là một yếu tố tác động đến tốc độ tăng trưởng tương lai. Nếu lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư (một nguồn gốc của tăng trưởng) là không đáng kể so với cổ tức chi trả, sẽ không dễ để duy trì tăng trưởng trong tương lai. Chính vì vậy, cần

tính đến tỷ lệ lợi nhuận giữ lại tái đầu tư để ước tính g .

- *Dựa vào tỷ lệ lợi nhuận tái đầu tư và tỷ suất sinh lời tương lai*: ở đây, tăng trưởng được tạo ra bởi việc tái đầu tư một phần lợi nhuận để mở rộng sản xuất kinh doanh. Phần lợi nhuận tái đầu tư này (với tỷ lệ b) có tỷ suất sinh lời (ROE) càng cao thì lợi nhuận gia tăng sẽ càng lớn. Như vậy tăng trưởng tương lai sẽ phụ thuộc vào b và ROE , cụ thể là $g = b \times ROE$. Đây là giải pháp ước tính g có ưu thế nhất vì nó phản ánh được nguồn gốc của tăng trưởng⁴.

2.2. Ứng dụng

Để minh họa, phương pháp được áp dụng để phân tích tương quan giá trị/giá cả của cổ phiếu Công ty cổ phần bánh kẹo Biên Hòa (BBC) vào thời điểm cuối tháng 1 năm 2007 (khi báo cáo tài chính 2006 mới được công bố). Để ước tính b và ROE , có thể dựa vào thông tin tài chính trong quá khứ của doanh nghiệp. Thông tin của năm gần nhất (trong trường hợp này là niên độ 2006) hay được sử dụng để đại diện cho kỳ vọng tương lai. Tuy nhiên, việc dựa vào số liệu của một năm duy nhất có thể dẫn đến những sai lệch, ví dụ trong trường hợp năm đó là một năm bất thường đối với công ty. Dựa trên nguyên tắc xác suất, người ta thường lấy giá trị trung bình của một số năm trong quá khứ để ước tính kỳ vọng tương lai. Số liệu tài chính để xác định b , ROE và g được thể hiện trong bảng 1.

3. Vào mỗi thời điểm nhất định, mỗi cổ phiếu có một giá trị nội tại duy nhất (nhiều ý kiến sai lầm cho rằng cổ phiếu có thể có nhiều giá trị thực, tùy vào quan điểm của từng người. Tuy nhiên, có nhiều giá trị thực cũng đồng nghĩa với việc không có giá trị thực nào cả). Mỗi thành viên tham gia thị trường, bằng thông tin và kỹ thuật định giá của mình của mình, cố gắng ước tính giá trị nội tại duy nhất đó. Tuy nhiên, để có kết quả chính xác phải hội đủ hai điều kiện. Thứ nhất, thông tin phải đầy đủ và chính xác (complete information). Thứ hai, kỹ thuật định giá phải là hoàn hảo. Hai điều kiện này rất khó đạt được trong thực tế.

4. Xem Bodie Z., Kane A. và Markus A. (2003), Investments, McGraw-Hill để biết chi tiết.

BẢNG 1:

Năm	2004	2005	2006	Trung bình
ROE (%)	11,39	13,42	11,40	12,07
Lợi nhuận thuần trên CP (đ)	1642	2194	2713	
Cổ tức (đ)	1200	1200	1200	
Tỷ lệ lợi nhuận tái đầu tư b (%)	26,92	45,31	55,77	42,66
Tốc độ tăng trưởng cổ tức g (%)				5,15
D_1 (đ)				1262

Nguồn: SSI, VCBS và báo cáo tài chính 2006 của BBC

$$b (\%) = (1 - \text{Cổ tức} / \text{Lợi nhuận thuần}) \times 100$$

$$g (\%) = (\text{ROE trung bình} \times b \text{ trung bình}) / 100; D_1 = \text{Cổ tức 2006} \times (100 + g) / 100$$

Với D_1 và g đã được ước tính, cần phân tích biến động của $\hat{P}_0$ khi hai biến số khó xác định là r và n thay đổi để có thể đưa ra kết luận về tương quan giá cả/giá trị của cổ phiếu. Đối với r , vì lợi suất yêu cầu của cổ phiếu không thể nhỏ hơn lãi suất phi rủi ro, có thể thấy trên thị trường chứng khoán Việt Nam, r không thể nhỏ hơn 8% (nếu lấy lãi suất trái phiếu chính phủ làm căn cứ). Vì $\hat{P}_0$ sẽ giảm khi r tăng nên với mỗi n , giá trị

nội tại của cổ phiếu không thể vượt qua giới hạn giá trị ở mức $r = 8\%$. Đối với cổ phiếu BBC, dù cho n nhận những giá rất lớn nhưng giới hạn giá trị nội tại tại $r = 8\%$ vẫn chưa đạt tới giá cổ phiếu tại thời điểm cuối tháng 1-2007. Ví dụ khi $n = 100$ thì $\hat{P}_0$ tại $r = 8\%$ là 42.300đ. Nếu cho n tiến về vô cùng thì giới hạn này cũng chỉ lên tới 44300đ, trong khi đó giá cổ phiếu ngày 31 tháng 1 là 51.500đ.

BẢNG 2:

n	20	50	100	∞	Giá cổ phiếu
$\hat{P}_0$ tại $r = 8\%$	27.600 đ	36.800 đ	42.300 đ	44.300 đ	51.500 đ

Như vậy, giá cổ phiếu BBC vào thời điểm này vượt quá giá trị nội tại của nó, giá trị "ảo" chiếm tối thiểu 14 %⁵. Từ kết quả phân tích tương quan giá cả/giá trị này, người đầu tư sẽ có quyết định đầu tư đúng đắn.

Tuy nhiên, không phải trường hợp nào cũng

đưa đến kết quả trực tiếp, rõ ràng như vậy. Đôi khi, cần có một chút nhận định chủ quan, ví dụ, trường hợp của Công ty cổ phần Cấp và vật liệu viễn thông (SAM). Số liệu tài chính để xác định b , ROE và g của SAM được thể hiện trong bảng 3.

BẢNG 3:

Năm	2004	2005	2006	Trung bình
ROE (%)	28,42	18,67	29,30	25,46
Lợi nhuận thuần trên CP (đ)	4061	5593	5531	
Cổ tức (đ)	1600	1600	1600	
Tỷ lệ lợi nhuận tái đầu tư b (%)	60,60	71,39	71,07	67,69
Tốc độ tăng trưởng cổ tức g (%)				17,24
D_1 (đ)				1876

Nguồn: SSI, VCBS và báo cáo tài chính 2006 của SAM

$$b (\%) = (1 - \text{Cổ tức} / \text{Lợi nhuận thuần}) \times 100$$

$$g (\%) = (\text{ROE trung bình} \times b \text{ trung bình}) / 100; D_1 = \text{Cổ tức 2006} \times (100 + g) / 100$$

$$5. \frac{51500 - 44300}{51500} (\%)$$

Giá cổ phiếu SAM ngày 31-1 là 224.000 đ. Nhìn bảng 4, có thể thấy đây là giá trị tối đa của cổ phiếu này khi n xấp xỉ 21 năm. Nói cách khác, người mua cổ phiếu SAM ngày 31-01-2007 với giá 224.000 kỳ vọng công ty

tăng trưởng mỗi năm 17,24 % trong vòng tối thiểu 21 năm tới để đạt giá trị đó. Nhận định chủ quan ở đây là kỳ vọng này quá lạc quan, đồng nghĩa với việc giá cổ phiếu đã có dấu hiệu vượt quá giá trị thực.

BẢNG 4:

n	5	10	20	20,83	Giá cổ phiếu
$\hat{P}_0$ tại $r = 8\%$	45.794 đ	79.560 đ	207.795 đ	224.000 đ	224.000 đ

Phân tích trường hợp của SAM còn cho thấy một điểm đáng lưu ý khác liên quan đến ưu thế khi sử dụng mô hình chiết khấu cổ tức hai giai đoạn. Trong thực tiễn, người ta rất hay sử dụng mô hình cổ tức tăng trưởng ổn định vĩnh viễn⁶ để định giá cổ phiếu hoặc ước tính một biến số nào đó liên quan đến kỳ vọng của thị trường. Nếu áp dụng vào SAM, có thể nhận thấy là lợi suất yêu cầu đối với SAM phải lớn hơn g là 17,24 % để có kết quả giá trị cổ phiếu không âm⁷. Nhưng không có gì ràng buộc lợi suất yêu cầu thực sự của SAM phải thỏa mãn điều kiện này cả, nó hoàn toàn có thể nhỏ hơn 17,24%. Chìa khóa của vấn đề nằm ở chỗ 17,24% tăng trưởng ước tính được từ thông

tin tài chính những năm gần nhất chỉ là tốc độ tăng trưởng dài hạn chứ không phải vĩnh viễn, bởi vì doanh nghiệp khó mà duy trì được mức sinh lời hiện tại (cụ thể là ROE) mãi mãi theo thời gian. Khi sử dụng mô hình hai giai đoạn, vấn đề này sẽ được khắc phục, vì nó có ý nghĩa cả khi r nhỏ hơn tốc độ tăng trưởng dài hạn. Ví dụ, với lợi suất yêu cầu 12%, cổ phiếu SAM sẽ có giá trị 224.000 đ khi công ty tăng trưởng 17,24% trong vòng gần 36 năm tới.

Với cách tiếp cận này, những cổ phiếu niêm yết trên Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh có giá vượt quá giá trị giới hạn tối đa vào thời điểm đầu tháng 3-2007 được trình bày trong bảng 5.

BẢNG 5:

Mã CK	Lợi nhuận thuần trên CP (đ)	ROE (%)	Cổ tức trên CP (đ)	b (%)	g (%)	D_1 (đ)	Giá trị giới hạn tối đa (đ)	Giá CP (đ)
CII	1590	12,80	1200	24,53	3,14	1238	25500	86000
FPC	2697	11,10	2000	25,84	2,87	2057	40100	74500
HAX	1220	8,40	1000	18,03	1,51	1015	15700	46600
HBC	1597	12,90	850	46,78	6,03	901	45900	98000
KHP	1252	11,10	840	32,91	3,65	871	20100	45300
MCV	1182	10,40	600	49,24	5,12	631	22000	53000
PAC	1915	15,90	1500	21,67	3,45	1552	34100	52000
PNC	1674	8,40	1200	28,32	2,38	1229	21900	36700
SAV	3280	9,20	1600	51,22	4,71	1675	51000	71000
TRI	1910	14,10	1500	21,47	3,03	1545	31100	49900
VID	2090	10,00	1600	23,44	2,34	1638	29000	55500
VIS	1751	13,00	1200	31,47	4,09	1249	32000	53000
VPK	1531	10,10	1100	28,15	2,84	1131	22000	30400
VTC	1929	12,60	1350	30,02	3,78	1401	33300	63000

(Ước tính dựa trên thông tin báo cáo tài chính 2006)

6. $\hat{P}_0 = \frac{D_1}{r - g} \quad (r > g).$

7. Với mức giá 224.000 đ và tăng trưởng 17,24 %, lợi suất yêu cầu tương ứng là 18,08 %.

Cách tiếp cận này cũng có thể được sử dụng để xác định những cổ phiếu mà giá ít có khả năng vượt giá trị nhất. Đó là những cổ phiếu có thời gian tăng trưởng tối thiểu

ngắn nhất để giá trị đạt đến giá cổ phiếu. Ví dụ vào thời điểm đầu tháng 3-2007, khi thị trường đang "nóng", những cổ phiếu dưới đây có giá phải chăng nhất.

BẢNG 6:

Mã CK	Lợi nhuận thuần trên CP (đ)	ROE (%)	Cổ tức trên CP (đ)	b (%)	g (%)	D_1 (đ)	Giá CP (đ)	n (năm)
TNA	4644	28,7	2000	56,93	16,34	2327	47200	3,8
TCT	6412	29,6	2000	68,81	20,37	2407	88000	7,2
BMC	14370	41,8	3000	79,12	33,07	3992	283000	7,3
DNP	6272	25,8	2700	56,95	14,69	3097	89000	7,8
RHC	4382	25,1	2200	49,79	12,50	2475	63000	7,8
VGP	4092	29,5	1290	68,48	20,20	1551	60500	7,8
NAV	7430	48,8	1200	83,85	40,92	1691	205000	7,9
ABT	7968	34,8	2000	74,90	26,07	2521	150000	8,3
GMC	4271	25,7	1800	57,86	14,87	2068	68000	9,2
SAF	3341	23,7	1500	55,10	13,06	1696	50000	9,3
RAL	5781	33,4	1600	72,32	24,16	1986	127000	9,5
FMC	5263	27,8	2500	52,50	14,59	2865	96000	9,6
HAS	7308	26	1500	79,47	20,66	1810	99000	10,2
DCT	2952	18,2	1600	45,80	8,34	1733	39000	10,3
TMC	3844	24,7	1500	60,98	15,06	1726	68000	11,1
NKD	7395	30,6	1800	75,66	23,15	2217	175000	11,5
DXP	3276	21	1400	57,26	12,03	1568	52500	12,2
TTC	1902	16,2	1200	36,91	5,98	1272	26600	13,7
SFC	4639	20,9	1520	67,23	14,05	1734	79000	14

(Ước tính dựa trên thông tin báo cáo tài chính 2006)

Ví dụ, Công ty cổ phần Nhựa xây dựng Đồng Nai (DNP) có tốc độ tăng trưởng dài hạn ước tính là gần 15%. Thời gian tối thiểu (n) để giá trị đạt tới giá cổ phiếu (89.000 đ) với tốc độ tăng trưởng này là gần 8 năm, đây không phải là viễn cảnh phi thực tiễn. Rõ ràng những cổ phiếu nào có n càng nhỏ thì khả năng giá vượt giá trị càng ít.

Tóm lại, trong khi việc áp dụng một cách máy móc các mô hình định giá để xác định giá trị nội tại của cổ phiếu thường khó chuẩn xác do điều kiện công bố thông tin và mức độ phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam còn thấp, cách tiếp cận này giúp cho các nhà đầu tư có thể đưa ra nhận định chính xác hơn về tương quan giá cả/giá trị của cổ phiếu để có được quyết định đầu tư đúng đắn. Ngoài ra, nó khắc phục được một số nhược điểm có thể dẫn đến kết quả sai lệch khi áp dụng mô hình chiết khấu cổ tức với những giả thiết quá đơn giản như cổ tức ổn định hoặc tăng trưởng ổn định vĩnh viễn để ước tính các biến số liên quan đến kỳ

vọng của thị trường⁸. Trong điều kiện thị trường "nóng", cách tiếp cận này cho phép dễ dàng nhận diện các cổ phiếu mà giá lên quá cao so với giá trị thực và ngược lại khi thị trường "đóng băng"/.

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Bodie Z., Kane A. và Markus A. (2003), *Investments*, McGraw-Hill.
2. Damodaran A. (2002), *Investment Valuation*, Wiley.
3. Lee C. (1999), "Accounting-based valuation: impact on business practices and research", *Accounting Horizons*, 13(4), pp. 413-425.
4. Lee C., Myers J. và Swaminathan B. (1999), "What is the intrinsic value of the Dow?", *Journal of Finance*, 54(5), pp. 1693-1741.
5. Penman S. và Sougiannis T. (1998), "A comparison of dividend, cash flows and earnings approaches to equity valuation", *Contemporary Accounting Research*, 15(3), pp. 343-383.

8. Thể hiện rõ nhất khi dùng mô hình cổ tức tăng trưởng ổn định vĩnh viễn để ước tính lợi suất yêu cầu (r) từ giá cổ phiếu ($r = \frac{D_1}{P_0} + g$).

Cách tiếp cận này cũng có thể được sử dụng để xác định những cổ phiếu mà giá ít có khả năng vượt giá trị nhất. Đó là những cổ phiếu có thời gian tăng trưởng tối thiểu

ngắn nhất để giá trị đạt đến giá cổ phiếu. Ví dụ vào thời điểm đầu tháng 3-2007, khi thị trường đang "nóng", những cổ phiếu dưới đây có giá phải chăng nhất.

BẢNG 6:

Mã CK	Lợi nhuận thuần trên CP (đ)	ROE (%)	Cổ tức trên CP (đ)	b (%)	g (%)	D ₁ (đ)	Giá CP (đ)	n (năm)
TNA	4644	28,7	2000	56,93	16,34	2327	47200	3,8
TCT	6412	29,6	2000	68,81	20,37	2407	88000	7,2
BMC	14370	41,8	3000	79,12	33,07	3992	283000	7,3
DNP	6272	25,8	2700	56,95	14,69	3097	89000	7,8
RHC	4382	25,1	2200	49,79	12,50	2475	63000	7,8
VGP	4092	29,5	1290	68,48	20,20	1551	60500	7,8
NAV	7430	48,8	1200	83,85	40,92	1691	205000	7,9
ABT	7968	34,8	2000	74,90	26,07	2521	150000	8,3
GMC	4271	25,7	1800	57,86	14,87	2068	68000	9,2
SAF	3341	23,7	1500	55,10	13,06	1696	50000	9,3
RAL	5781	33,4	1600	72,32	24,16	1986	127000	9,5
FMC	5263	27,8	2500	52,50	14,59	2865	96000	9,6
HAS	7308	26	1500	79,47	20,66	1810	99000	10,2
DCT	2952	18,2	1600	45,80	8,34	1733	39000	10,3
TMC	3844	24,7	1500	60,98	15,06	1726	68000	11,1
NKD	7395	30,6	1800	75,66	23,15	2217	175000	11,5
DXP	3276	21	1400	57,26	12,03	1568	52500	12,2
TTC	1902	16,2	1200	36,91	5,98	1272	26600	13,7
SFC	4639	20,9	1520	67,23	14,05	1734	79000	14

(Ước tính dựa trên thông tin báo cáo tài chính 2006)

Ví dụ, Công ty cổ phần Nhựa xây dựng Đồng Nai (DNP) có tốc độ tăng trưởng dài hạn ước tính là gần 15%. Thời gian tối thiểu (*n*) để giá trị đạt tới giá cổ phiếu (89.000 đ) với tốc độ tăng trưởng này là gần 8 năm, đây không phải là viễn cảnh phi thực tiễn. Rõ ràng những cổ phiếu nào có *n* càng nhỏ thì khả năng giá vượt giá trị càng ít.

Tóm lại, trong khi việc áp dụng một cách máy móc các mô hình định giá để xác định giá trị nội tại của cổ phiếu thường khó chuẩn xác do điều kiện công bố thông tin và mức độ phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam còn thấp, cách tiếp cận này giúp cho các nhà đầu tư có thể đưa ra nhận định chính xác hơn về tương quan giá cả/giá trị của cổ phiếu để có được quyết định đầu tư đúng đắn. Ngoài ra, nó khắc phục được một số nhược điểm có thể dẫn đến kết quả sai lệch khi áp dụng mô hình chiết khấu cổ tức với những giả thiết quá đơn giản như cổ tức ổn định hoặc tăng trưởng ổn định vĩnh viễn để ước tính các biến số liên quan đến kỳ

vọng của thị trường⁸. Trong điều kiện thị trường "nóng", cách tiếp cận này cho phép dễ dàng nhận diện các cổ phiếu mà giá lên quá cao so với giá trị thực và ngược lại khi thị trường "đóng băng" /.

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Bodie Z., Kane A. và Markus A. (2003), *Investments*, McGraw-Hill.
2. Damodaran A. (2002), *Investment Valuation*, Wiley.
3. Lee C. (1999), "Accounting-based valuation: impact on business practices and research", *Accounting Horizons*, 13(4), pp. 413-425.
4. Lee C., Myers J. và Swaminathan B. (1999), "What is the intrinsic value of the Dow?", *Journal of Finance*, 54(5), pp. 1693-1741.
5. Penman S. và Sougiannis T. (1998), "A comparison of dividend, cash flows and earnings approaches to equity valuation", *Contemporary Accounting Research*, 15(3), pp. 343-383.

8. Thể hiện rõ nhất khi dùng mô hình cổ tức tăng trưởng ổn định vĩnh viễn để ước tính lợi suất yêu cầu (*r*) từ giá cổ phiếu ($r = \frac{D_1}{P_0} + g$).