

CỔ PHIẾU VÀ ĐỊNH GIÁ

1. Đặc điểm cổ phiếu thường
2. Xác định giá trị cổ phiếu
3. Cổ phiếu ưu đãi

WALL ST

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

- Mua bán doanh nghiệp
- Thẩm định giá
- Đầu tư chứng khoán
- Đánh giá chiến lược, chính sách đầu tư mới
- Tiêu chí để quản trị doanh nghiệp



CỔ phiếu thường


- Thể hiện quyền chủ sở hữu.
- Quyền chủ sở hữu là kiểm soát
- Các cổ đông bầu thành viên HĐQT.
- HĐQT thuê ban giám đốc.
- Mục tiêu giám đốc quản trị: tối đa hoá giá trị cổ phiếu.

Cổ phiếu của các thành viên sáng lập

Cần phân biệt:

- 1.** Cổ phần sáng lập với quyền biểu quyết nhưng có các ràng buộc về cổ tức và quyền được mua bán giao dịch trên thị trường
- 2.** Cổ phiếu được hưởng cổ tức nhưng hạn chế quyền biểu quyết

Các phương pháp định giá cổ phiếu

- 
- 1.** P/pháp so sánh giá thị trường: Sử dụng các hệ số so sánh với các cty khác (P/E, P/B...)
 - 2.** P/pháp chiết khấu dòng tiền cổ tức - Mô hình cổ tức tăng trưởng (Dividend growth model-DGM)
 - 3.** P/pháp chiết khấu dòng tiền công ty- Chiết khấu Dòng Tiền Tự do (Free cash flow-FCF)

WALL ST

BUSINESS JOURNAL

1. Sử dụng các chỉ số so sánh công ty để ước lượng giá cổ phiếu

- Các chỉ số so sánh dùng định giá :
 - P/E
 - P/CF hay P/EBITDA
 - P/Sales
 - P/Customer
- Ví dụ: dựa trên công ty so sánh → ước lượng P/E phù hợp. → Nhân chỉ số này với thu nhập dự tính để ước lượng giá cổ phiếu.

2. Mô hình cổ tức tăng trưởng

Giá trị cổ phiếu = giá trị hiện tại của cổ tức

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{(1+k_s)^1} + \frac{D_2}{(1+k_s)^2} + \frac{D_3}{(1+k_s)^3} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k_s)^\infty}$$

Cổ phiếu tăng trưởng là gì?

Cổ phiếu có cổ tức được dự tính sẽ tăng mãi mãi với tỷ lệ không đổi (đều) là g .

Với cổ phiếu tăng trưởng đều,

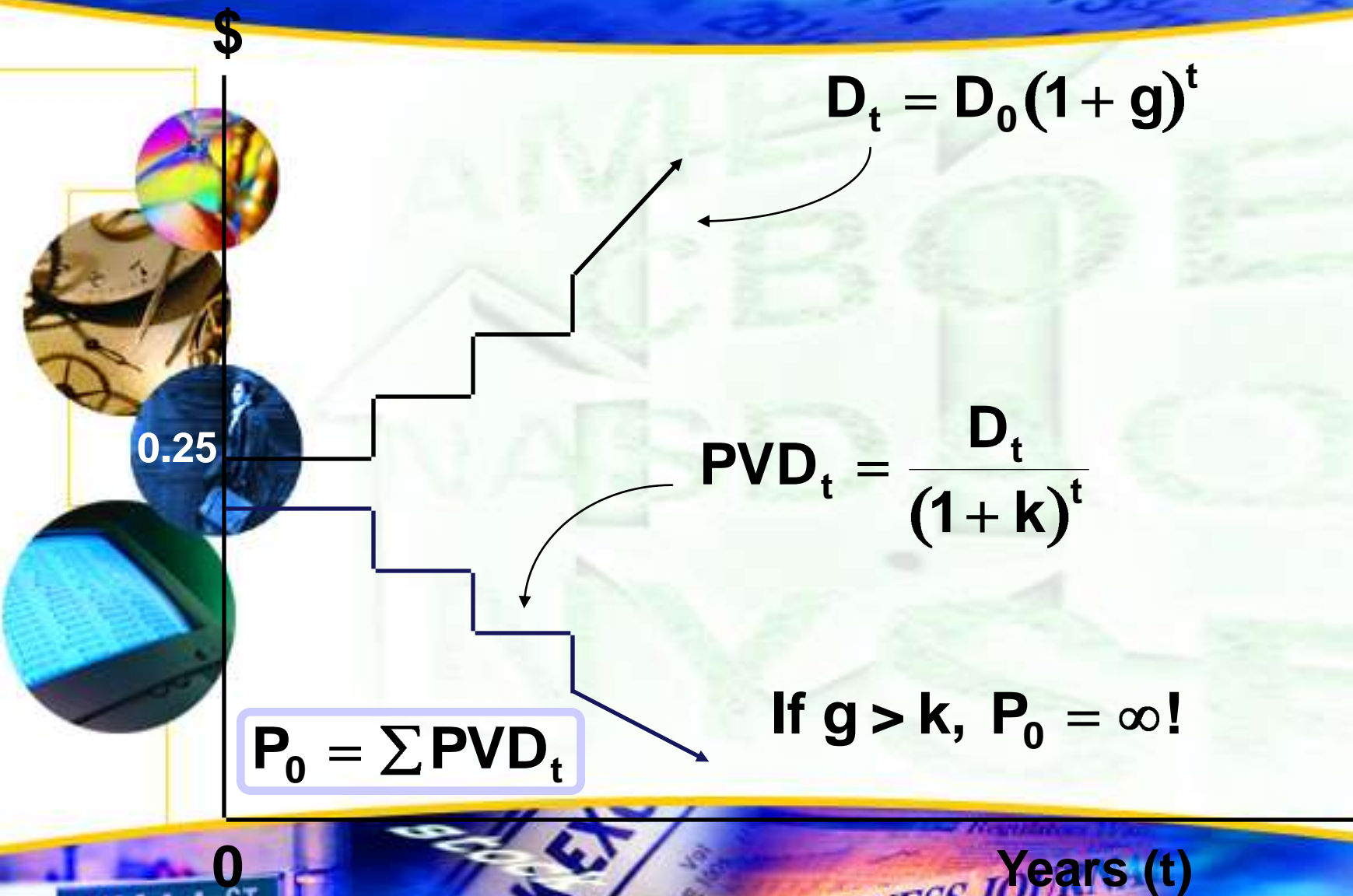
$$D_1 = D_0 (1 + g)$$

$$D_2 = D_0 (1 + g)^2$$

$$D_t = D_0 (1 + g)^t$$

Nếu g là không đổi thì:

$$\hat{P}_0 = \frac{D_0(1+g)}{k_s - g} = \frac{D_1}{k_s - g}$$



Điều gì xảy ra nếu $g > k_s$?

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{k_s - g} \text{ requires } k_s > g.$$

- Nếu $k_s < g$, ta có giá cổ phiếu là âm?.
- Chỉ sử dụng được mô hình nếu:
 - $g < k_s$
 - g dự tính sẽ không đổi mãi mãi. Bởi vì g phải là tỷ lệ tăng trưởng trong dài hạn do vậy g không thể lớn hơn k_s .

Yếu tố tạo nên nội giá công ty



Giả sử công ty XYZ, tạo ra lợi nhuận cho một cổ phần là EPS₀ đồng

- ❖ TH1: Công ty không có cơ hội đầu tư sinh lời mới, do đó công ty không giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư, công ty chia hết lợi nhuận cho cổ đông dưới dạng cổ tức. Vì công ty không đầu tư thêm nên lợi nhuận không tăng, do đó cổ tức cũng không tăng

Yếu tố tạo nên nội giá công ty



TH2: Công ty có nhiều cơ hội đầu tư mới, các đầu tư này cần vốn để tài trợ. Công ty giữ lại $b\%$ lợi nhuận và dùng lợi nhuận này để đầu tư mới và mang lại tỷ suất sinh lời ROE

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

= tỷ lệ lợi nhuận giữ lại * tỷ suất sinh lời trên vốn từ đầu tư mới



Yếu tố tạo nên nội giá công ty



Xem xét trường hợp công ty XYZ có $EPS = 5000đ/cp$

- Công ty chia cổ tức 60% lợi nhuận và giữ lại 40% lợi nhuận. Các cổ động kỳ vọng tỷ suất sinh lời từ các đầu tư mới là $ROE = 20\%$. Cổ tức kỳ vọng năm tới là 3000đồng/cp, cổ tức này được dự đoán tăng trưởng ổn định ở mức 8%/năm. Tỷ suất sinh lời yêu cầu của nhà đầu tư là 12%. $P = ???$
- Nếu công ty không có cơ hội đầu tư sinh lời mới, $P = ???$
- Nếu công ty giữ lại 40% lợi nhuận để đầu tư vào các cơ hội mới, nhưng tỷ suất sinh lời đạt được từ các đầu tư mới này được dự đoán là 12%



Yếu tố tạo nên nội giá công ty



PVGO là giá trị tăng thêm có được do nhà đầu tư kỳ vọng rằng công ty có thể tái đầu tư lợi nhuận và mang lại tỷ suất sinh lời cao hơn mức yêu cầu.

Yếu tố làm cho giá cổ phiếu lớn hơn giá trị các tài sản hiện tại của công ty không phải là sự tăng lên của lợi nhuận, hay cổ tức mà chính là do công ty có các cơ hội làm tăng giá trị cổ phiếu bằng cách tái đầu tư lợi nhuận.

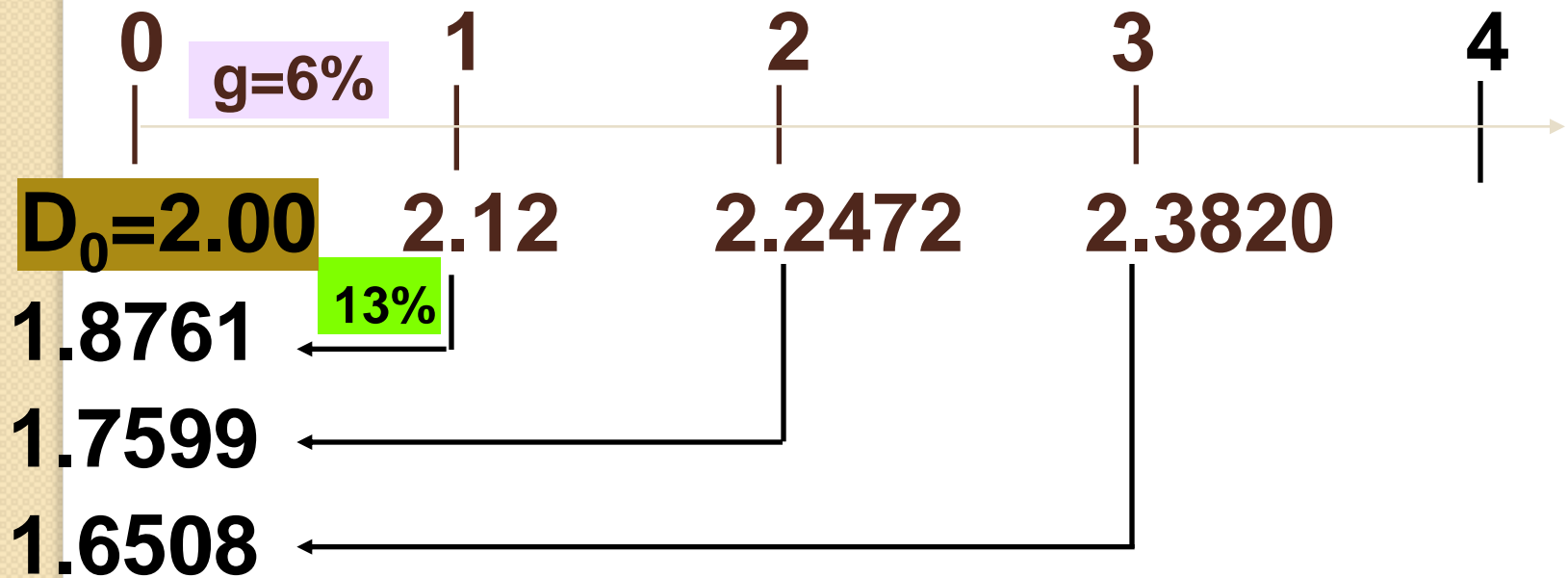
Giá trị doanh nghiệp = giá trị các tài sản hiện tại + PVGO

Giả sử $\beta = 1.2$, $k_{RF} = 7\%$, $k_M = 12\%$.
Suất sinh lời đòi hỏi của công ty?

Dùng SML tính k_s :

$$\begin{aligned}k_s &= k_{RF} + (k_M - k_{RF})\beta_{\text{Firm}} \\ &= 7\% + (12\% - 7\%) (1.2) \\ &= 13\%.\end{aligned}$$

D_0 là \$2.00 và g không đổi = 6%. Tính
 cổ tức dự tính trong 3 năm tới và PV
 $k_s = 13\%$.



Giá trị thị trường cổ phiếu?

$D_0 = 2.00, k_s = 13\%, g = 6\%$.

Mô hình tăng trưởng cổ tức đều:

$$\hat{P}_0 = \frac{D_0(1+g)}{k_s - g} = \frac{D_1}{k_s - g}$$
$$= \frac{\$2.12}{0.13 - 0.06} = \frac{\$2.12}{0.07} = \$30.29.$$

Giá cổ phiếu sau 1 năm nữa \hat{P}_1 ?

- D_1 sẽ được chi trả, do vậy cổ tức dự tính là $D_2, D_3, D_4 \dots$

$$\begin{aligned}\hat{P}_1 &= \frac{D_2}{k_s - g} \\ &= \frac{\$2.2472}{0.07} = \$32.10.\end{aligned}$$

Tính lợi suất cổ tức dự kiến và lợi vốn trong năm đầu tiên

$$\text{Lợi suất cổ tức} = \frac{D_1}{P_0} = \frac{\$2.12}{\$30.29} = 7.0\%.$$

$$\begin{aligned} \text{Lợi vốn} &= \frac{\hat{P}_1 - P_0}{P_0} = \frac{\$32.10 - \$30.29}{\$30.29} \\ &= 6.0\%. \end{aligned}$$

Tính tổng suất sinh lời của năm 1:

- Tổng Suất sinh lợi = lợi suất cổ tức + lợi vốn.
- Tổng Suất sinh lợi = 7% + 6% = 13%.
- Tổng Suất sinh lợi = 13% = k_s .
- Đối với cổ phiếu tăng trưởng cổ tức đều:
Lợi vốn = 6% = g .

Sắp xếp lại mô hình theo dạng suất sinh lời:

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{k_s - g} \Rightarrow \hat{k}_s = \frac{D_1}{P_0} + g.$$

$$\begin{aligned}\hat{k}_s &= \$2.12/\$30.29 + 0.06 \\ &= 0.07 + 0.06 = \mathbf{13\%}.\end{aligned}$$

tính P_0 nếu $g = 0$?

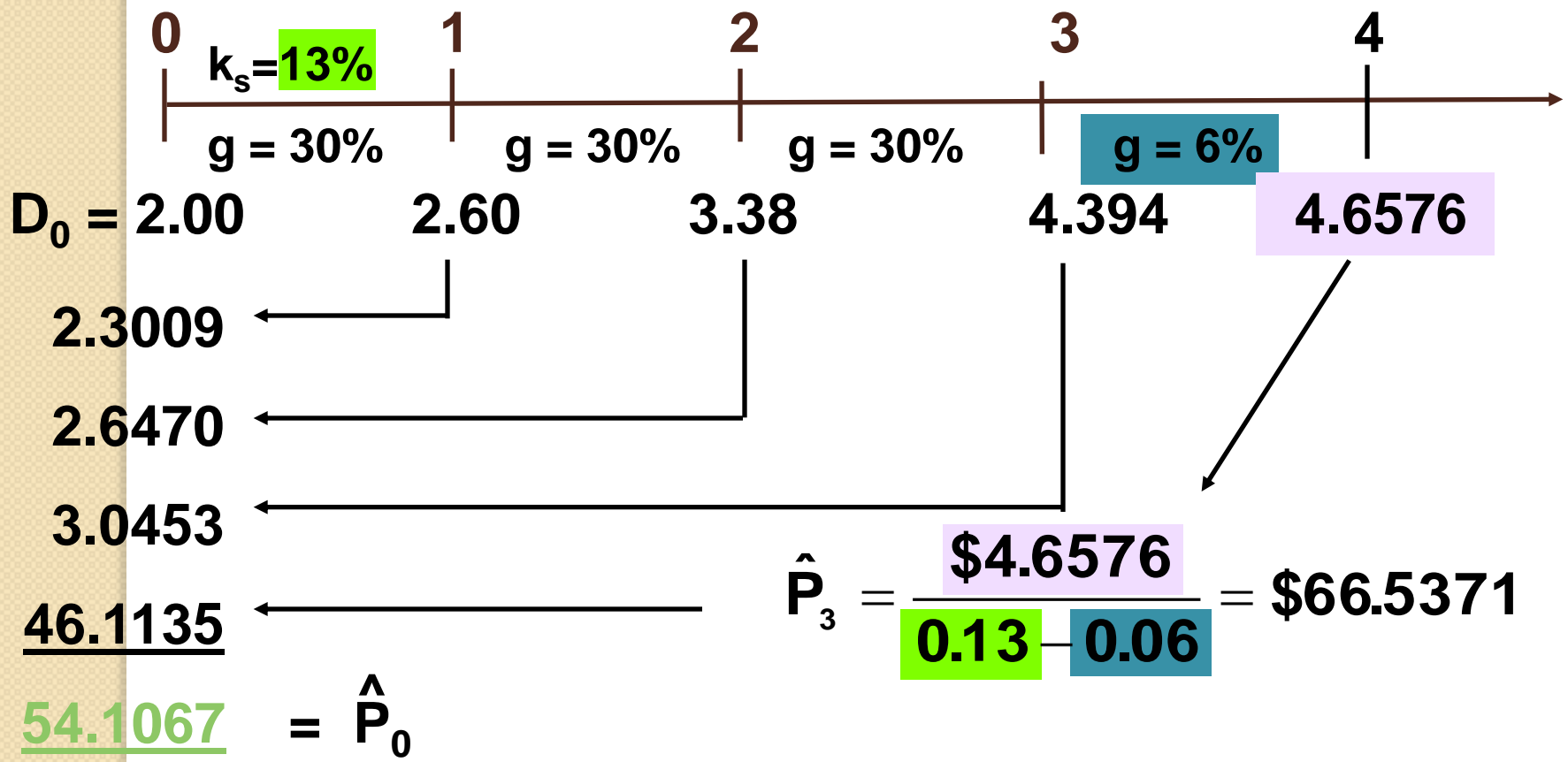
Dòng tiền cổ tức là đều đến vô tận.



$$\hat{P}_0 = \frac{\text{PMT}}{k} = \frac{\$2.00}{0.13} = \$15.38.$$

Nếu cty có giai đoạn tăng
trưởng nhanh
30% trong 3 năm, sau đó tăng
trưởng đều dài hạn $\hat{g} = 6\%$,
 $k = 13\%$. P_0 ?

Tăng trưởng nhanh sau đó tăng trưởng đều:



Lợi suất cổ tức dự kiến và lợi vốn tại $t = 0$? $t = 4$?

$t = 0$:

$$\text{Lợi suất cổ tức} = \frac{D_1}{P_0} = \frac{\$2.60}{\$54.11} = 4.8\%.$$

$$\text{Lợi vốn} = 13.0\% - 4.8\% = 8.2\%.$$

(More...)

- Trong giai đoạn tăng trưởng không đều, lợi suất cổ tức và lợi vốn thay đổi.
- Nếu tỷ lệ tăng trưởng hiện tại $>g$, tỷ lệ lợi vốn hiện tại $>g$.
- Sau khi $t = 3$, $g = \text{constant} = 6\%$, nên khi $t = 4$ tỷ suất lợi vốn $= 6\%$.
- Vì $k_s = 13\%$, lợi suất cổ tức năm 4 $= 13\% - 6\% = 7\%$.

Giá cổ phiếu đặt cơ sở trên tăng trưởng ngắn hạn hay dài hạn?

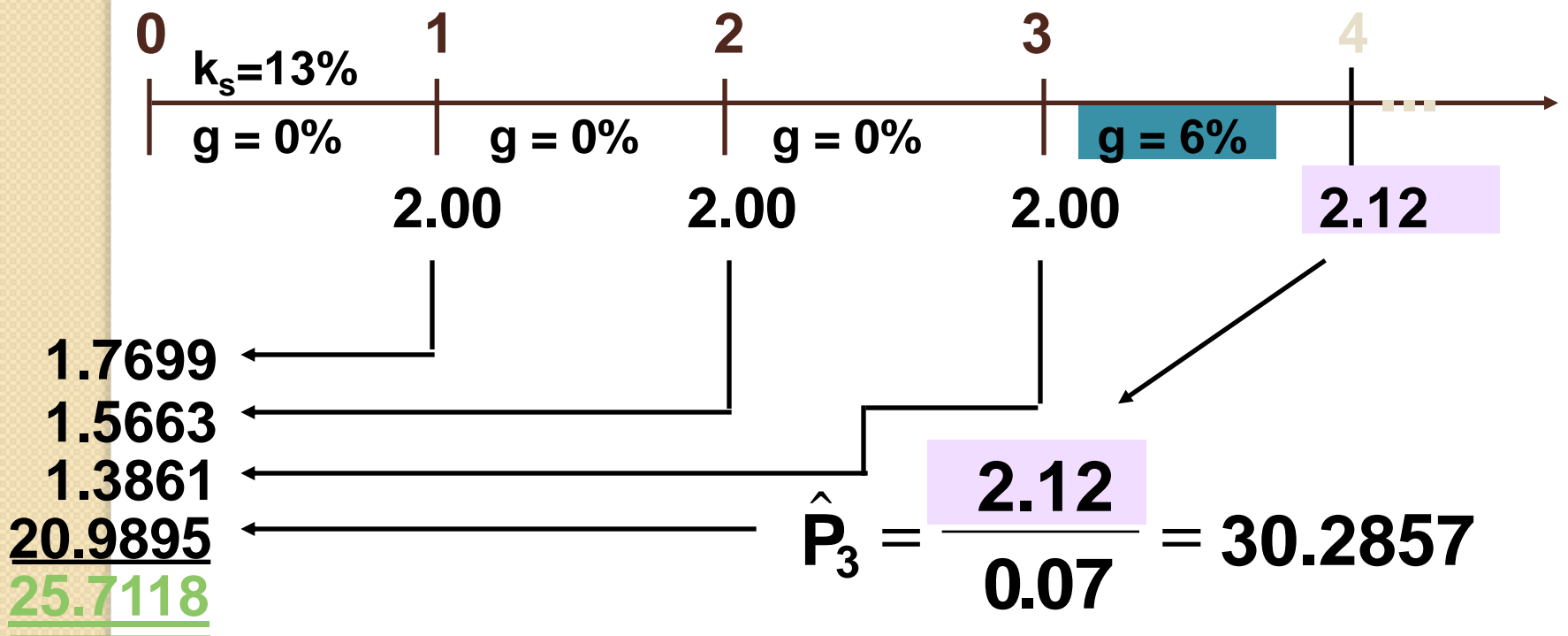
- Giá hiện hành cổ phiếu là **\$54.11**.
- Giá trị hiện tại PV của cổ tức từ sau năm 3 là **\$46.11** (P_3 chiết khấu ngược về $t = 0$).
- Tỷ lệ phần trăm giá cổ phiếu theo cổ tức “dài hạn” là:

$$\frac{\$46.11}{\$54.11} = 85.2\%.$$

Nếu giá trị cổ phiếu phần lớn dựa trên dòng tiền trong dài hạn, tại sao quản trị lại chú trọng đến thu nhập hằng quý?

- Đôi khi thu nhập hằng quý lại là dấu hiệu cho sự biến động tương lai của dòng tiền cty. Điều này có thể tác động lên giá cổ phiếu.
- Các nhà quản lý được nhận thưởng liên quan đến kết quả hoạt động kd hằng quý

Giả sử $g = 0$ cho $t = 1$ đến 3, sau đó g là không đổi và $= 6\%$. $P_0 = ?$



Lợi suất cổ tức và lợi tức vốn tại năm $t = 0$ và $t = 3$?

$$t = 0: \frac{D_1}{P_0} = \frac{2.00}{\$25.72} = 7.8\%.$$

$$CGY = 13.0\% - 7.8\% = 5.2\%.$$

t = 3: ta có tỷ lệ tăng trưởng không đổi là $g =$ lợi tức vốn = 6% và lợi suất cổ tức = 7%.

Nếu $g = -6\%$, có ai mua cổ phiếu không? Nếu có, giá cp là?

Công ty vẫn có thu nhập và chia cổ tức do vậy $\hat{P}_0 > 0$:

$$\begin{aligned}\hat{P}_0 &= \frac{D_0(1+g)}{k_s - g} = \frac{D_1}{k_s - g} \\ &= \frac{\$2.00(0.94)}{0.13 - (-0.06)} = \frac{\$1.88}{0.19} = \$9.89.\end{aligned}$$

Lợi suất cổ tức và lợi tức vốn hằng năm là bao nhiêu?

Lợi tức vốn = $g = -6.0\%$.

Lợi suất cổ tức = $13.0\% - (-6.0\%)$
= 19.0% .

Cân bằng thị trường

Tại điểm cân bằng, giá cổ phiếu ổn định.

Không có xu hướng mua hay bán chung trên thị trường.

Giá dự tính, \hat{P} , phải bằng giá thực tế, P .

Nói cách khác, giá trị cơ bản cũng giống như giá của cổ phiếu.

(More...)

Tại cân bằng, **suất sinh lời dự tính** phải bằng **suất sinh lợi đòi hỏi**:

$$\hat{k}_s = D_1/P_0 + g = k_s = k_{RF} + (k_M - k_{RF})b.$$

Thiết lập điểm cân bằng thị trường

Nếu $k_s \frac{\hat{D}_1}{P_0} + g > k_s$, thì P_0 là “quá thấp”

Nếu giá thấp hơn giá trị cơ bản, thì cổ phiếu là cơ hội mua bán thương lượng

Lệnh đặt mua sẽ vượt quá lệnh bán, giá sẽ đẩy lên, nên D_1/P_0 giảm cho đến khi

$$D_1/P_0 + g = k_s \hat{=} k_s.$$

Tại sao giá cổ phiếu thay đổi?

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{k_i - g}$$

- $k_i = k_{RF} + (k_M - k_{RF})b_i$ có thể thay đổi.
 - lạm phát dự tính
 - E ngại rủi ro
 - rủi ro công ty
- g có thể thay đổi

Cổ phiếu Ưu đãi - Preferred Stock

- Chứng khoán lai giữa cổ và trái phiếu.
- Giống trái phiếu ở chỗ nhận được cổ tức cố định và được chi trả trước cổ phiếu thường.
- không giống TP, cổ tức cổ phiếu ưu đãi có thể không phải chi trả mà không sợ công ty bị công bố phá sản.

Suất sinh lợi dự tính của cổ phiếu ưu đãi với $V_{ps} = \$50$ và cổ tức hằng năm là \$5?

$$V_{ps} = \$50 = \frac{\$5}{\hat{k}_{ps}}$$

$$\hat{k}_{ps} = \frac{\$5}{\$50} = 0.10 = 10.0\%$$