

Phân tích cơ bản

Trình bày: Ths. Đặng Tài An Trang

Nội dung

- ☐ Khái niệm phân tích cơ bản.
- ☐ Cách tiếp cận trong phân tích cơ bản.
- ☐ Phân tích vĩ mô.
- ☐ Phân tích ngành.
- ☐ Phân tích công ty.
- ☐ Các phương pháp định giá cổ phiếu

Phân tích cơ bản.

- Phân tích cơ bản là phương pháp phân tích đánh giá giá trị của cổ phiếu và tiềm năng tăng trưởng thông qua xem xét các yếu tố có ảnh hưởng tới cổ phiếu như chính trị, kinh tế, tài chính và các yếu tố định tính, định lượng khác.
- Các yếu tố tác động:
 - Kinh tế
 - Tình hình tài chính.
 - Các điều kiện của ngành.
 - Các yếu tố định lượng và định tính.
- Yếu tố định lượng
 - Phân tích các chỉ số quan trọng.
 - Cung cấp cơ sở dữ liệu vững chắc cho phân tích.
- Yếu tố định tính
 - Phân tích các dữ liệu không lượng hoá được.
 - Patent, quản trị công ty, tài năng...
 - Khó đo lường bằng số.

-
- Tại sao lại phân tích cơ bản?
 - Tìm ra các công ty tốt, có triển vọng.
 - Phân tích các yếu tố ảnh hưởng tới giá trị công ty.
 - Tìm ra giá trị có thể so sánh với giá thị trường hiện tại.
 - Nếu đánh giá thấp → nên mua; nếu đánh giá cao, nên bán.
 - Người thành công nổi tiếng sử dụng phương pháp này: Warren Buffett.

Các loại giá trị

- Chúng ta quan tâm tới 4 loại giá trị sau:
 - Giá trị sổ sách (Book Value) – Giá trị tính trên vốn chủ sở hữu trong Bảng cân đối kế toán (Tổng tài sản trừ tổng nợ)
 - Giá trị sổ sách hữu hình (Tangible Book Value) – Giá trị sổ sách trừ đi các tài sản vô hình như goodwill, patents...
 - Giá trị thị trường (Market Value) – Giá trị của tài sản được xác định dựa trên thị trường cạnh tranh.
 - Giá trị nội tại (Intrinsic Value) – Giá trị hiện tại của các khoản tiền kỳ vọng trong tương lai được chiết khấu theo lãi suất yêu cầu của người ra quyết định.

Quy trình phân tích

- Phân tích môi trường vĩ mô:
 - Kinh tế, chính trị thế giới.
 - Môi trường chính trị - xã hội trong nước
 - Môi trường chính sách và pháp luật trong nước.
 - Hệ thống pháp lý của TTCK được xây dựng như thế nào? Có bảo đảm quyền lợi của NĐT không?
 - Khuyến khích và hạn chế trong hệ thống pháp luật.
 - Sự ổn định của hệ thống pháp luật.
 - Môi trường kinh tế vĩ mô trong nước:
 - GDP, tỷ lệ thất nghiệp, lạm phát, lãi suất, thâm hụt ngân sách, tỷ giá hối đoái, chính sách vĩ mô của Chính phủ.

-
- Chu kỳ kinh doanh.
 - Đỉnh?
 - Đáy?
 - Quan hệ ngành với chu kỳ kinh doanh
 - Theo chu kỳ?
 - Phòng vệ (Defensive)

PHÂN TÍCH THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM

- Thị trường mới nổi: Thành công của cải cách và mở cửa
 - Tốc độ tăng trưởng kinh tế cao, trên 7% - 8%
 - Đạt trên 3% danh mục đầu tư thị trường Châu Á
 - Đầu tư trực tiếp nước ngoài tiếp tục tăng mạnh
 - Chính sách cải cách có tác dụng.
- Tiêu dùng tăng trưởng mạnh, khoảng 20%/năm. Đứng thứ 3 thế giới về tốc độ tăng tiêu dùng.
- Cải cách hiệu quả hệ thống tài chính, hệ thống doanh nghiệp
- Đầu tư mạnh cơ sở hạ tầng

(tiếp)

- Phát triển quỹ đầu tư, kể cả các quỹ đầu tư nước ngoài
- Thị trường phát triển,
 - Đa dạng hoá các loại chứng khoán, chất lượng cải thiện
 - Chỉ số P/E khá cao.
 - Doanh thu và lợi nhuận tăng cao.
- Thị trường bất động sản đóng băng, giá quá cao
- Thị trường tiền tệ được điều tiết tốt.
- Lành mạnh hoá và phát triển hệ thống ngân hàng.

THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM: THÁCH THỨC

- Giá trị giao dịch thấp, tính thanh khoản chưa cao.
- Thị trường chủ yếu là các nhà đầu tư nhỏ
- Vấn đề yếu kém trong quản trị công ty, thiếu minh bạch
- Nhiều nội dung cải cách còn thực hiện nửa vời.
- Tham nhũng, trốn thuế, gian lận thương mại
- Hệ thống luật chưa đồng bộ, chưa phù hợp với thông lệ quốc tế
- Tính cạnh tranh của nền kinh tế thấp.
- Hiệu quả chưa cao.
- Nhu cầu đầu tư lớn, áp lực về vốn cao, bội chi ngân sách lớn
- Thị trường bất động sản giá cao.

THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM: CƠ HỘI

- Nhu cầu đầu tư lớn.
- Thị trường trái phiếu sẽ phát triển mạnh.
- Cải cách hệ thống tài chính, tính thanh khoản tăng, dịch vụ tăng.
- Cải cách doanh nghiệp:
 - Cổ phần hoá các NHTMNN, các tổng công ty lớn.
 - Hoàn thiện quản trị điều hành, tăng độ minh bạch.
- Bùng nổ tiêu dùng, tăng đầu tư cơ sở hạ tầng
- Cơ hội từ hội nhập quốc tế
- Hệ thống luật dần được hoàn thiện.

Phân tích ngành

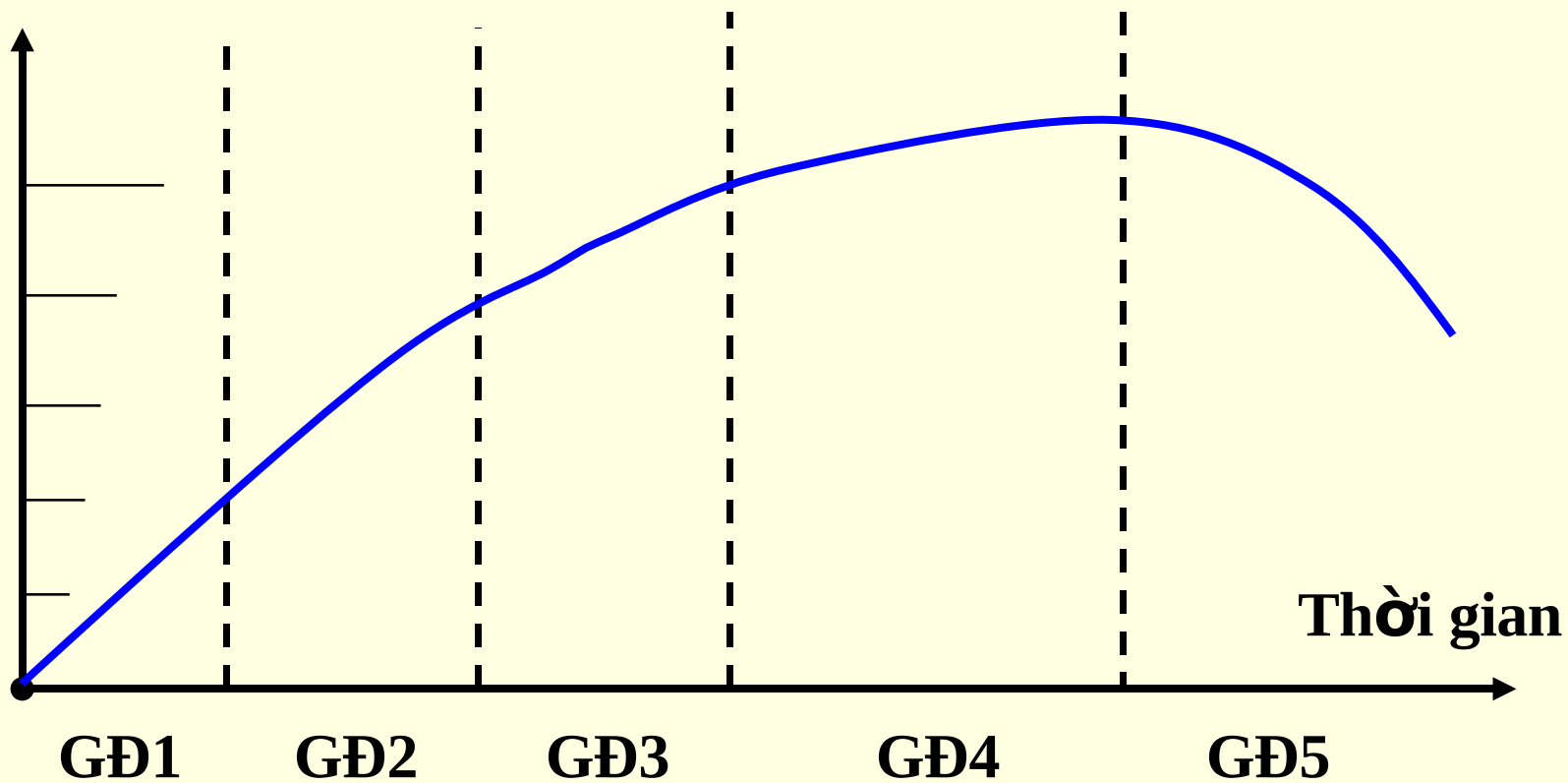
■ Tại sao phải phân tích ngành?

- Tốc độ tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận của ngành.
- Chu kỳ sống của ngành (để tham gia và rút khỏi ngành đúng lúc).
- Rủi ro mỗi ngành khác nhau (để xác định tỷ suất lợi nhuận tương xứng)
- Yếu tố cạnh tranh trong ngành
- Xác định danh mục đầu tư
- Yếu tố chính sách: khuyến khích hoặc không, chính sách xuất nhập khẩu, thuế...

■ Mục tiêu

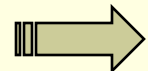
- Lựa chọn ngành?
- Xác định thu nhập ngành
- Đánh giá rủi ro ngành

Doanh thu

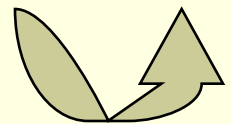


Yếu tố cạnh tranh đối với ngành

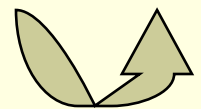
- Mức độ cạnh tranh giữa các công ty hiện tại.
- Đối thủ tiềm năng tham gia vào ngành
- Sức mạnh mặc cả của người mua.
- Sức mạnh mặc cả của người cung cấp
- Các sản phẩm thay thế.



-
- Tốc độ tăng trưởng của ngành: giai đoạn đầu/cuối?
 - Mức độ tập trung và sức mạnh tương đối giữa các đối thủ cạnh tranh.
 - Mức độ khác biệt về sản phẩm.
 - Kinh tế theo quy mô.
 - Hàng rào gia nhập ngành.



-
- Tính hiệu quả nhờ quy mô.
 - Lợi thế của người đi đầu, ví dụ Microsoft.
 - Khả năng tiếp cận các kênh phân phối.
 - Hàng rào pháp lý: bản quyền, bằng sáng chế....



- Mức độ nhạy cảm của giá:
 - Giá nhạy cảm khi sản phẩm không khác biệt.
 - Chi phí thay đổi tìm sản phẩm thấp.
 - Tầm quan trọng của sản phẩm trong cơ cấu chi phí của người mua.
- Sức mạnh mặc cả tương đối:
 - Phụ thuộc chi phí phát sinh khi chấm dứt quan hệ.
 - Tương quan giữa số người mua và người bán.
 - Sản phẩm thay thế.



- Danh mục đầu tư cần điều chỉnh bằng cách chọn các công ty hoạt động tốt trong giai đoạn chu kỳ kinh doanh.
 - Đỉnh (Peaks) – ngành khai thác tài nguyên, năng lượng.
 - Suy thoái (Contraction) – các ngành có tính phòng vệ như dược, thực phẩm.
 - Đáy (Trough) – hàng tư bản (capital goods).
 - Mở rộng (Expansion) – các ngành có tính biến động theo chu kỳ như hàng tiêu dùng lâu bền.

Phân tích công ty

- **Mục đích:**
 - Đánh giá và lựa chọn công ty tốt.
 - Phân tích và tìm ra công ty có tiềm năng.
- **Cổ phiếu tăng trưởng:**
 - Công ty có những cơ hội đầu tư với doanh thu cao và lợi nhuận tăng trưởng khá mạnh.
 - Cổ phiếu tăng trưởng là cổ phiếu cho lợi tức cao hơn những cổ phiếu khác với cùng mức độ rủi ro..
- **Cổ phiếu trung tính:**
 - Không chịu tác động nhiều bởi chu kỳ kinh tế. Ví dụ: thực phẩm bán lẻ, rượu, bia, thuốc lá, điện, nước, điện thoại...
- **Cổ phiếu theo chu kỳ:** chịu ảnh hưởng của chu kỳ kinh tế. Ví dụ: sắt, thép, hoá chất công nghiệp, ô tô...
- **Cổ phiếu đầu cơ:** có thể mang lại thu nhập trong thời gian ngắn nhưng rủi ro rất cao.
- **Cổ phiếu thu nhập:** thường ưu tiên cho chi trả cổ tức hơn là giữ lại LN để tái đầu tư.

Một số chỉ số tài chính cơ bản

- Phân tích báo cáo tài chính nhằm mục đích đánh giá:
 - Tính thanh khoản (khả năng trả nợ ngắn hạn)
 - Khả năng thanh toán (trả nợ dài hạn)
 - Khả năng sinh lời.
 - Hiệu quả hoạt động.
- Báo cáo tài chính bao gồm:
 - Bảng cân đối kế toán.
 - Báo cáo kết quả HĐSXKD.
 - Báo cáo lưu chuyển tiền tệ.
 - Thuyết minh báo cáo tài chính (kiểm toán)
 - Ngoài ra, báo cáo mô tả triển vọng.

- Cần lưu ý các điểm:
 - Mức độ trung thực và chính xác trong các nhận xét?
 - Họ có nói nhiều về tình hình tài chính những năm qua?
 - Mức độ rõ ràng trong những lời nhận xét? (nói lớn thì nên đặt vấn đề)
 - Họ có đề cập tới các rủi ro sẽ gặp phải?
- Bảng cân đối kế toán:
 - Trình bày tình hình tài chính công ty tại một thời điểm
 - $\text{Tổng tài sản} = \text{Tổng nợ} + \text{Vốn CSH.}$
 - Tài sản bao gồm: TSLĐ + TSCĐ và TS khác.
 - Tổng nợ bao gồm: Nợ ngắn hạn và dài hạn.

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Tài sản	1/1/N	31/12/N	Nguồn vốn	1/1/N	31/12/N
I. TS ngắn hạn	320	410	I. Nợ ngắn hạn	270	110
1. Tiền	100	120	1. Vay ngân hàng	200	0
2. CK dễ bán	100	130	2. Phải trả	70	110
3. Phải thu	50	70	II. Nợ dài hạn	200	200
4. Dự trữ	70	90	III. Vốn chủ sở hữu	1350	2100
II. TS dài hạn	1500	2000	1. Vốn góp	1000	1500
1. TSCĐ	1000	1300	2. Thặng dư vốn	200	300
2. ĐT dài hạn	500	700	3. Lợi nhuận tích lũy	150	300
Tổng tài sản	1820	2410	Tổng nguồn vốn	1820	2410

Báo cáo KQ HĐSXKD

- Cho biết trong một khoảng thời gian, công ty thu bao nhiêu? Chi bao nhiêu? Và chênh lệch giữa 2 khoản (lãi/lỗ)?

Doanh thu
Giá vốn hàng bán
Chi phí hoạt động
Lãi suất
Lãi trước thuế
Lãi sau thuế
Lãi trên mỗi CP (EPS)

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Chỉ tiêu	Năm N-1	Năm N
1. Doanh thu	750	850
2. Giá vốn hàng bán	350	400
3. Lãi gộp = 1 - 2	400	450
4. Chi phí bán hàng & Quản lý	150	170
5. EBIT = 3 - 4	250	280
6. Chi phí lãi vay	50	30
7. Lợi nhuận trước thuế = 5 - 6	200	250
8. Lợi nhuận sau thuế = 7(1 - TS)	144	180

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

- Cho biết các luồng tiền vào/ra thực tế của công ty trong khoảng thời gian. Xác định mức tồn quỹ tại từng thời điểm
- $\text{Mức tồn quỹ cuối kỳ} = \text{Tồn quỹ đầu kỳ} + \text{Chênh lệch}$
- $\text{Chênh lệch} = \text{Thu trong kỳ} - \text{Chi trong kỳ}$
- Các nội dung bao gồm:
 - Tiền từ hoạt động thông thường.
 - Tiền từ hoạt động đầu tư (mua bán tài sản...)
 - Tiền từ hoạt động tài chính (phát hành CP...)
 - Tăng/giảm thuần.

-
- Thuyết minh báo cáo (của kiểm toán):
 - Đề cập tới trách nhiệm của kiểm toán viên và các giám đốc nói chung. Liệt kê các phần được kiểm toán.
 - Liệt kê phương pháp kế toán được áp dụng và các lĩnh vực của công ty được đánh giá.
 - Ý kiến của kiểm toán về tài chính công ty (chỉ là ý kiến)

Một số chỉ số tài chính cơ bản

- Khả năng thanh toán.

$$\text{Hỗ sè khả năng thanh toán hiện thời} = \frac{\text{Tài sản lưu động}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

$$\text{Hỗ sè thanh toán nhanh} = \frac{\text{Tài sản lưu động} - \text{Hàng tồn kho}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

- Đánh giá hiệu quả hoạt động:

$$\text{Hỗ sè quay vòng cùc khoán phí thu} = \frac{\text{Doanh thu hịng n'ăm}}{\text{Cùc khoán phí thu}}$$

$$\text{Vòng quay hịng tồn kho} = \frac{\text{Giữ vèn hịng bựn}}{\text{Hịng tồn kho}}$$

$$\text{Vòng quay tăng tài sản} = \frac{\text{Doanh sè hịng bựn}}{\text{Tăng tài sản}}$$

$$V \text{ Bng quay tuisin cè ®nh} = \frac{\text{Doanh sè hng b}_n}{T \text{uisin cè ®nh}}$$

$$H \ddot{O} \text{ sè vng quay vèn chñ sè h÷u} = \frac{\text{Doanh sè hng b}_n}{V \text{èn chñ sè h÷u}}$$

$$H \ddot{O} \text{ sè vng quay vèn chñ sè h÷u} = \frac{\text{Doanh sè hng b}_n}{V \text{èn chñ sè h÷u}}$$

$$= \frac{\text{Doanh sè hng b}_n}{T \text{æng tuisin}} \times \frac{T \text{æng tuisin}}{V \text{èn chñ sè h÷u}}$$

$$= V \text{ Bng quay tæng tuisin} \times H \ddot{O} \text{ sè ®ßn bÿy tũchính}$$

■ Các hệ số đòn bẩy tài chính

$$H \ddot{O} \text{ sè nĩ trên tæng tuisin} = \frac{T \text{æng nĩ}}{T \text{æng tuisin}}$$

$$H \ddot{O} \text{ sè nĩ trên vèn cæ phçn} = \frac{T \text{æng nĩ}}{V \text{èn cæ phçn}}$$

■ Vốn lưu động ròng = Tài sản ngắn hạn - Nợ ngắn hạn

■ Các hệ số khả năng sinh lời.

$$\text{Hệ số lợi nhuận ròng} = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Tổng doanh thu}}$$

$$\text{Hệ số lợi nhuận ròng trên tổng tài sản} = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Tổng tài sản}}$$

$$\text{Hệ số lợi nhuận ròng trên vốn cổ phần (ROE)} = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Vốn cổ phần}}$$

■ Các hệ số thu nhập và cổ phiếu

$$\text{Hệ số thu nhập trên vốn cổ phần (EPS)} = \frac{\text{Thu nhập ròng}}{\text{Số cổ phiếu thông thường lưu hành}}$$

$$\text{Tỷ lệ chi trả cổ tức (payout ratio)} = \frac{\text{Cổ tức trên mỗi cổ phiếu}}{\text{Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS)}}$$

$$\blacksquare \text{ ROE} = \frac{\text{NI}}{\text{S}} \times \frac{\text{S}}{\text{A}} \times \frac{\text{A}}{\text{E}}$$

- NI – Lợi nhuận sau thuế
- S – Doanh thu
- A - Tổng tài sản
- E - Vốn chủ sở hữu
- NI/S - Tỷ suất lợi nhuận/doanh thu
- S/A – Hệ số vòng quay tổng tài sản
- A/E – Hệ số tổng tài sản trên vốn CSH (đòn bẩy tài chính).

PHÂN TÍCH CỔ PHIẾU VINAMILK

- Vinamilk là công ty lớn, sản phẩm khá đa dạng
- 8 Công ty thành viên, mạng lưới phân phối rộng khắp toàn quốc
- Năm 2005 công ty có 220 nhà phân phối, 90.000 đại lý
- 90% tiêu dùng nội địa, gồm: Hộ gia đình, nhà hàng, các đơn vị
- Các đối thủ cạnh tranh chính: Dutch Lady, Nestle' Vietnam, Nutifood, Hanoi milk, F&N Company
- Phương thức cạnh tranh: Trực tiếp: giá thấp, quảng cáo, sản phẩm mới và mạng lưới phân phối → Yêu cầu về vốn lớn, chi phí quảng cáo lớn, đa dạng hoá sản phẩm và kênh phân phối.

PHÂN TÍCH NGÀNH SỮA

- Sản lượng sữa hiện tại 547, 3 triệu lít/năm; 7,9 lít/người-năm
- Sản phẩm ngành đã được chấp nhận
- Thiếu khoảng 120 triệu lít/năm
- Theo tiêu chuẩn WHO: 200 lít/người-năm
- Kinh tế tăng trưởng tốt, thu nhập và tiêu dùng tăng
- Thị trường phát triển với tốc độ 20 – 25%/năm
- Số lượng doanh nghiệp ngành sữa sẽ tăng, đặc biệt sau hội nhập
- Ngành đang ở giai đoạn 2, tăng trưởng với tốc độ cao, 6%/năm

YẾU TỐ CẠNH TRANH

- Thị trường nhà cung cấp: Phụ thuộc nhập khẩu
 - Thị trường nội địa: 15 – 20%; Chiến lược: 40%
 - Nhập khẩu: 80 -85%
- Thị trường sản phẩm: Triển vọng tăng khối lượng và giá
 - Mức tiêu dùng sẽ tăng theo thu nhập và điều kiện sống
 - Dân số tăng
- Hàng thay thế: Không có
- Đối thủ tiềm tàng:
 - Từ các doanh nghiệp mới trong nước và nhập khẩu
 - Rào cản: Vốn đầu tư; kênh phân phối; đổi mới sản phẩm; quảng cáo; lợi thế nhờ quy mô; chính sách bảo hộ
- Kết luận:
 - Sản lượng sẽ tăng khoảng 20% trong 10 năm tới
 - Tiêu dùng sữa sẽ khoản 35 lít/người-năm

PHÂN TÍCH CÔNG TY

Tài sản	2005	2004	2003	2002
TS ngắn hạn	2,406,477,000,000	1,865,188,777,944	2,005,723,330,450	1,793,337,675,676
TS dài hạn	1,491,459,000,000	785,201,894,504	530,164,965,484	310,333,037,491
Tổng TS	3,897,936,000,000	2,650,390,672,448	2,535,888,295,934	2,103,670,713,167
Nguồn vốn				
Nợ	1,651,018,000,000	733,081,541,662	992,322,221,710	605,097,266,019
Nợ ngắn hạn	1,581,146,000,000	609,694,767,301	878,563,582,386	559,907,618,220
Nợ dài hạn	69,872,000,000	123,386,774,361	113,758,639,323	45,189,647,799
Vốn chủ sở hữu	2,246,918,000,000	1,917,309,130,786	1,543,566,074,224	1,498,573,447,148
Tổng nguồn	3,897,936,000,000	2,650,390,672,448	2,535,888,295,934	2,103,670,713,167

Tài sản	2005	2004	2003	2002
TS ngắn hạn	61.74%	70.37%	79.09%	85.25%
TS dài hạn	38.26%	29.63%	20.91%	14.75%
Tổng TS	100%	100%	100%	100%
Nguồn vốn	2005	2004	2003	2002
Nợ	42.36%	27.66%	39.13%	28.76%
Nợ ngắn hạn	40.56%	23.00%	34.65%	26.62%
Nợ dài hạn	1.79%	4.66%	4.49%	2.15%
Vốn chủ sở hữu	57.64%	72.34%	60.87%	71.24%
Tổng nguồn	100%	100%	100%	100%

Năm	2005	2004	2003	2002
Doanh thu	5,638,700,000,000	4,240,806,736,910	3,343,789,627,238	4,731,647,875,312
Thu nhập tài chính	55,300,000,000	60,551,043,355	142,687,160,682	60,628,312,023
Giá vốn	4,379,790,000,000	3,171,281,735,180	2,341,747,275,353	3,389,228,749,839
Chi phí bán hàng	654,100,000,000	443,214,732,969	367,522,951,590	581,521,979,653
Chi phí quản lý	80,430,000,000	89,236,822,535	90,894,130,303	134,561,032,887
Chi phí khác	2,320,000,000	769,225,010	12,256,004,681	129,538,841
CF t.lý TSCĐ	1,800,000,000	272,880,067	2,001,032,042	125,888,768
Chi phí khác	520,000,000	496,344,943	10,254,972,639	3,650,073
Lợi nhuận tr.thuế	602,400,000,000	557,231,013,066	726,464,892,837	653,053,229,784
LN sau thuế	605,200,000,000	526,612,677,259	493,996,127,129	444,188,196,253

Năm	2005	2004	2003
Doanh thu	100%	100%	100%
Giá vốn	77.67%	74.78%	70.03%
Chi phí bán hàng	11.60%	10.45%	10.99%
Chi phí quản lý	1.43%	2.10%	2.72%
Lợi nhuận T. thuế	10.68%	13.14%	21.73%
Lợi nhuận sau thuế	10.73%	12.42%	14.77%

Năm	2005	2004	2003
Khả năng thanh toán hiện hành	1.46	2.54	2.02
Khả năng thanh toán nhanh	0.76	0.95	1.04
Vòng quay khoản phải thu	12.16	16.30	9.32
Vòng quay hàng tồn kho	4.48	3.44	3.43
Kỳ thu tiền bình quân	47.79	15.18	36.76

Năm	2005	2004	2003
Tỷ lệ nợ dài hạn/vốn dài hạn	0.03	0.06	0.07
Tổng nợ/tổng vốn dài hạn	0.42	0.28	0.39
Vốn lưu động ròng	755,459	1,132,107	1,013,401

Năm	2005	2004	2003
ROA	18.70%	20.54%	21.82%
ROE	29.07%	30.43%	32.48%
Tỷ suất lợi nhuận doanh thu	10.73%	12.42%	14.77%
Vòng quay tổng tài sản	1.72	1.64	1.44
Đòn bẩy tài chính	1.57	1.50	1.53

PHÂN TÍCH KHẢ NĂNG TĂNG TRƯỞNG

- Khả năng tăng trưởng phụ thuộc ROE và lợi nhuận giữ lại
- Do yếu tố cạnh tranh, mở rộng đầu tư, lợi nhuận biên giảm
- Hiệu quả sử dụng tài sản tăng, đòn bẩy hoạt động cao
- Đòn bẩy tài chính khá Ổn định, rủi ro tài chính thấp
- Rủi ro tỷ giá cao do nhập khẩu nguyên liệu, tiêu thụ nội địa
- Khả năng đa dạng hoá đầu tư cao
- Khả năng thanh toán tốt
- Vinamilk đạt tốc độ tăng trưởng Ổn định 17 – 20%

Các mô hình định giá

- Các mô hình cơ bản
 - Mô hình chiết khấu cổ tức (Dividend Discount Models).
 - Mô hình thu nhập (Earnings model)
 - Mô hình chiết khấu dòng tiền.
 - Tỷ lệ PE

Giá trị nội tại và giá trị thị trường

- Giá trị nội tại (Intrinsic Value)
 - Giá trị do đánh giá chủ quan
 - Sử dụng các mô hình khác nhau để định giá.
- Giá trị thị trường (Market Price)
 - Loại giá trị được thống nhất chung giữa những người tham gia.
- Tín hiệu giao dịch
 - $IV > MP$: Mua
 - $IV < MP$: Bán hoặc bán khống.
 - $IV = MP$: Giữ.

Mô hình chiết khấu luồng cổ tức

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

V_0 = Giá trị của cổ phiếu

D_t = Cổ tức

k = lãi suất yêu cầu

Mô hình tăng trưởng đều đặn (Gordon Model)

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g}$$

g = tốc độ tăng trưởng đều đặn

Ví dụ

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g}$$

$$E_1 = \$5.00$$

$$b = 40\% \quad k = 15\%$$

$$(1-b) = 60\% \quad D_1 = \$3.00 \quad g = 8\%$$

$$V_0 = 3.00 / (.15 - .08) = \$42.86$$

Ước lượng các yếu tố đầu vào cho mô hình

- Mô hình DDM đòi hỏi phải ước lượng tốc độ tăng trưởng cổ tức và tỷ suất lợi nhuận yêu cầu.
- Tốc độ tăng trưởng cổ tức có thể ước lượng theo 3 cách:
 - Sử dụng tốc độ tăng trưởng quá khứ và giả định nó được duy trì tiếp tục.
 - Sử dụng: $g = ROE \times b$
 - Tự xây dựng phương pháp dự báo thích hợp.
- Tỷ suất lợi nhuận yêu cầu được ước lượng thông qua mô hình CAPM: $k_i = k_{rf} + \beta_i(k_m - k_{rf})$.

Mô hình DDM mở rộng

- Có thể sử dụng mô hình DDM vào bất cứ thời điểm nào.
- Ví dụ khi muốn tính giá CP có thể bán sau 2 năm.
- Mô hình tổng quát hoá DDM:

$$V_N = \frac{D_N(1+g)}{k_{CS} - g} = \frac{D_{N+1}}{k_{CS} - g}$$

- Để tính giá cổ phiếu vào năm thứ 2, chúng ta chỉ cần sử dụng cổ tức của năm thứ 3 (D_3).

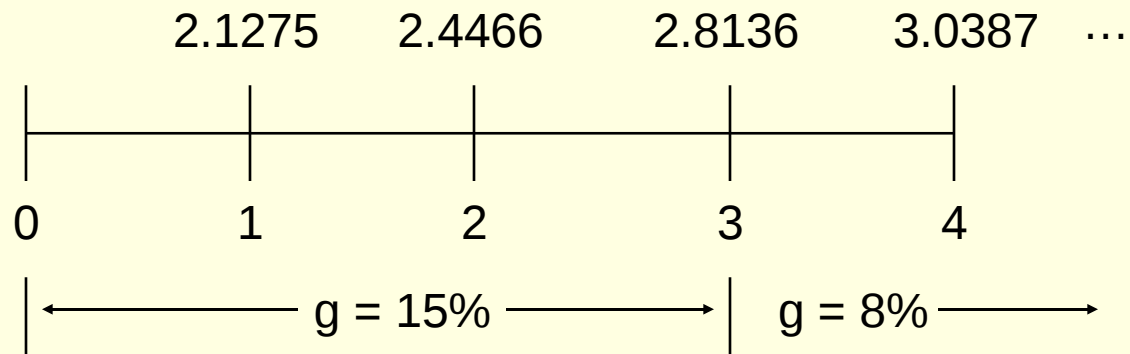
The DDM Example (cont.)

- Ví dụ CP X có cổ tức năm thứ hai 2.16\$; tốc độ tăng trưởng 8%, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu 15%, vậy giá trong 2 năm sau bằng bao nhiêu?

$$V_2 = \frac{2.16(1+.08)}{.15- .08} = \frac{2.33}{0.15- .08} = 33.33$$

Nếu tốc độ tăng trưởng cổ tức thay đổi?

- Ví dụ: giả sử cổ tức tăng trưởng ở mức 15% trong vòng 3 năm tới trước khi ổn định ở mức 8%. Giá trị cổ phiếu đó bây giờ sẽ bằng bao nhiêu? ($D_0 = 1.85$)



(tiếp)

- Chúng ta có thể tính giá trị CP vào cuối năm thứ ba bằng cách sử dụng D_4 :

$$V_3 = \frac{3.0387}{.15 - .08} = 43.41$$

- Bây giờ, tìm giá trị hiện tại của mức giá bán tương lai và giá trị hiện tại của D_1 , D_2 , và D_3 :

$$V_0 = \frac{2.1275}{1.15} + \frac{2.4466}{1.15^2} + \frac{2.8136 + 43.41}{1.15^3} = 34.09$$

Mô hình định giá 2 giai đoạn DDM

- Ví dụ trên đã chỉ ra cách tính giá trị cổ phiếu với 2 tốc độ tăng trưởng khác nhau. Các công ty có kỳ vọng tốc độ tăng trưởng rất cao, sau đó tốc độ thấp hơn sẽ áp dụng theo mô hình sau:

$$V_{CS} = \frac{D_0(1+g_1)}{k_{CS} - g_1} \left[1 - \left(\frac{1+g_1}{1+k_{CS}} \right)^n \right] + \frac{\frac{D_0(1+g_1)^n(1+g_2)}{k_{CS} - g_2}}{(1+k_{CS})^n}$$

(tiếp)

- Mô hình này cũng không quá phức tạp như chúng ta thấy:
 - Giá trị thứ nhất đó là giá trị hiện tại của cổ tức trong N năm đầu tiên.
 - Giá trị thứ hai là giá trị hiện tại của giá trị tương lai của cổ phiếu.

$$V_{CS} = \frac{D_0(1+g_1)}{k_{CS}-g_1} \left[1 - \left(\frac{1+g_1}{1+k_{CS}} \right)^n \right] + \frac{D_0(1+g_1)^n(1+g_2)}{(1+k_{CS})^n}$$

Mô hình H

- Tốc độ tăng trưởng giảm tuyến tính trong 2H năm, từ g_a đến g_n .

$$P_0 = \frac{DPS_0 * (1+g_n)}{(k_e - g_n)} + \frac{DPS_0 * H * (g_a - g_n)}{(k_e - g_n)}$$

- Giả sử Công ty A chi trả cổ tức trên mỗi cổ phiếu 0.72\$ từ EPS 1.25\$ năm 2000. EPS đã tăng 12% trong 5 năm qua nhưng sau đó kỳ vọng sẽ giảm tuyến tính trong 10 năm tiếp đó xuống 5%, trong khi tỷ lệ chi trả cổ tức không đổi. Beta cho CP này là 0.8, lãi suất phi rủi ro 5.1% và mức bù rủi ro thị trường là 4%. Định giá CP trên.

Mô hình định giá trong giai đoạn nắm giữ nhất định

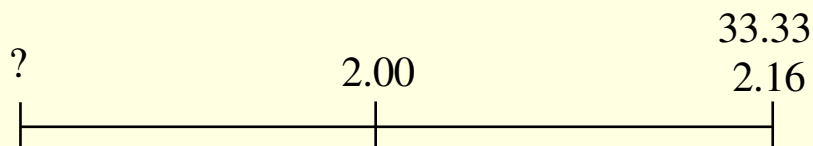
$$V_0 = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} \dots + \frac{D_N + P_N}{(1+k)^N}$$

P_N = Giá bán kỳ vọng ở thời điểm N

N = Số năm kỳ vọng nắm giữ

Ví dụ

- Giả sử bạn đang xem xét mua cổ phiếu sẽ trả cổ tức \$2 (D_1) trong năm tới, và \$2.16 (D_2) năm tiếp theo. Sau năm thứ 2, bạn định bán cổ phiếu với giá \$33.33. Vậy giá trị nội tại của cổ phiếu này là bao nhiêu nếu tỷ suất lợi nhuận yêu cầu của bạn là 15%?



$$V_{CS} = \frac{2.00}{(1+.15)^1} + \frac{2.16 + 33.33}{(1+.15)^2} = 28.57$$

Mô hình thu nhập/lợi nhuận

- Lợi nhuận hiện tại (Current earnings) được giả định không tăng trưởng và chi trả cổ tức 100%.
- Nếu lợi nhuận hiện tại được duy trì với chi trả cổ tức 100%, chúng ta có:

$$V_{CE} = \frac{EPS_1}{k}$$

Định giá theo hệ số PE

- P/E là hàm của 2 yếu tố
 - Tỷ suất lợi nhuận yêu cầu (k)
 - Tốc độ tăng trưởng cổ tức kỳ vọng
- Sử dụng cho
 - Định giá tương đối
 - Sử dụng rộng rãi trong ngành.

P/E: Không tăng trưởng

$$P_0 = \frac{E_1}{k}$$

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{1}{k}$$

- E_1 - lợi nhuận kỳ vọng trong năm tới.
 - E_1 bằng D_1 trong điều kiện không tăng trưởng
- k - tỷ suất lợi nhuận yêu cầu.

P/E với tốc độ tăng trưởng đều đặn

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g} = \frac{E_1(1 - b)}{k - (b \times ROE)}$$

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{1 - b}{k - (b \times ROE)}$$

b = Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại

ROE = Lợi nhuận sau thuế trên VCSH.

Ví dụ trong trường hợp không tăng trưởng

$$E_0 = \$2.50 \quad g = 0 \quad k = 12.5\%$$

$$P_0 = D/k = \$2.50/.125 = \$20.00$$

$$PE = 1/k = 1/.125 = 8$$

Ví dụ

$$b = 60\% \quad \text{ROE} = 15\% \quad (1-b) = 40\%$$

$$E_1 = \$2.50 (1 + (.6)(.15)) = \$2.73$$

$$D_1 = \$2.73 (1-.6) = \$1.09$$

$$k = 12.5\% \quad g = 9\%$$

$$P_0 = 1.09/ (.125-.09) = \$31.14$$

$$\text{PE} = 31.14/2.73 = 11.4$$

$$\text{PE} = (1 - .60) / (.125 - .09) = 11.4$$

Hạn chế khi sử dụng PE

- Sử dụng lợi nhuận theo sổ sách kế toán
 - Các chi phí mang tính lịch sử
 - Có thể không phản ánh các khoản lợi nhuận mang tính kinh tế.
- Lợi nhuận báo cáo dao động theo chu kỳ kinh doanh.

Mô hình FCFE (Free cash flow to equity)

- Luồng tiền mà công ty có thể có để chi trả cổ tức nhưng khác với cổ tức thực tế vì luồng tiền này không được chi trả cổ tức trong thực tế.
- Luồng tiền còn lại sau khi chi trả lãi và gốc, chi phí cho vốn đầu tư để duy trì tài sản hiện tại và hình thành các tài sản mới.

- $FCFE = \text{Thu nhập ròng (Net Income)} + \text{Khấu hao (Depreciation)} - \text{Chi phí vốn (Capital Spending)} - \text{Chênh lệch vốn lưu động } (\Delta \text{Working Capital}) - \text{Số tiền hoàn trả nợ gốc (Principal Repayments)} + \text{Số tiền vay mới (New Debt Issues)}$

Nếu chi phí vốn ròng và thay đổi vốn lưu động được tài trợ bởi tỷ trọng vốn chủ sở hữu và đi vay cố định thì công thức có thể rút gọn. Giả sử chi phí vốn ròng và thay đổi vốn lưu động được tài trợ bởi nợ vay với tỷ lệ δ , ta có:

$$FCFE = \text{Net Income} - (1 - \delta)(\text{Capital Expenditure} - \text{Depreciation}) - (1 - \delta) \Delta \text{Working Capital}$$

Ví dụ: Ước lượng FCFE cho Home Depot 1989 – 1998.

<i>Year</i>	<i>Net Income</i>	<i>Depreciation</i>	<i>Capital Spending</i>	<i>Change in Non-cash Working Capital</i>	<i>Net Debt Issued</i>	<i>FCFE</i>
1	\$111.95	\$21.12	\$190.24	\$6.20	\$181.88	\$118.51
2	\$163.43	\$34.36	\$398.11	\$10.41	\$228.43	\$17.70
3	\$249.15	\$52.28	\$431.66	\$47.14	-\$1.94	(\$179.31)
4	\$362.86	\$69.54	\$432.51	\$93.08	\$802.87	\$709.68
5	\$457.40	\$89.84	\$864.16	\$153.19	-\$2.01	(\$472.12)
6	\$604.50	\$129.61	\$1,100.65	\$205.29	\$97.83	(\$474.00)
7	\$731.52	\$181.21	\$1,278.10	\$247.38	\$497.18	(\$115.57)
8	\$937.74	\$232.34	\$1,194.42	\$124.25	\$470.24	\$321.65
9	\$1,160.00	\$283.00	\$1,481.00	\$391.00	-\$25.00	(\$454.00)
10	\$1,615.00	\$373.00	\$2,059.00	\$131.00	\$238.00	\$36.00
Average	\$639.36	\$146.63	\$942.99	\$140.89	\$248.75	(\$49.15)

Ước lượng tăng trưởng trong FCFE

- Tốc độ tăng trưởng kỳ vọng = Tỷ lệ LN giữ lại x ROE
- Trong mô hình FCFE, tỷ lệ LN giữ lại được thay bằng tỷ lệ tái đầu tư (TLTĐT):
- $TLTĐT = (CP \text{ vốn ròng} + \text{Thay đổi VLĐ} - \text{phát hành nợ vay ròng}) / \text{Thu nhập ròng}$
- $ROE \text{ phi tiền mặt} = (\text{Thu nhập ròng} - \text{Thu nhập sau thuế từ tiền và CK}) / (\text{VCSH} - \text{Tiền và CK})$.
- $\text{Tốc độ tăng trưởng} = TLTĐT \times ROE \text{ phi tiền mặt}$

- Mô hình FCFE có tốc độ tăng trưởng cố định

$$P_0 = \frac{FCFE_1}{k_e - g_n}$$

- Mô hình FCFE 2 giai đoạn:

$$\text{Value} = \sum \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_n}{(1+k_e)^n}$$

- Trong đó $P_n = \frac{FCFE_{n+1}}{r - g_n}$

- Mô hình 3 giai đoạn:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{FCFE_t}{(1+k_{e,t})^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{FCFE_t}{(1+k_{e,t})^t} + \frac{P_{n2}}{(1+k_{e,n2})^{n2}}$$

- P_{n2}

$$= \frac{FCFE_{n2+1}}{r - g_n}$$

Điểm mạnh và điểm yếu của phân tích cơ bản

■ Điểm mạnh:

- Tốt cho đầu tư dài hạn thông qua phân tích nền kinh tế.
- Lựa chọn công ty tốt.
- Hiểu được các yếu tố chính tác động tới giá trị công ty/ngành.

■ Điểm yếu:

- Mất nhiều thời gian.
- Tính chủ quan (các giả định về tăng trưởng...)
- Các thông tin phân tích không đầy đủ và không chính xác (các báo cáo tài chính).