**VẬN DỤNG KẾT HỢP CÁC PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU ĐỂ XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ THỰC CỦA CỔ PHIẾU**

***Nguyễn Thị Thu Hằng***

Với sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam như hiện nay, các nhà đầu tư tài chính có thể xem đây là kênh đầu tư hấp dẫn. Một trong những căn cứ để đưa ra quyết định đầu tư có hiệu quả trên thị trường này chính là việc xác định giá trị thực của cổ phiếu một cách chính xác để so sánh với giá thị trường của cổ phiếu. Để biết được giá trị thực của cổ phiếu, nhà đầu tư phải sử dụng các phương pháp để định giá cổ phiếu. Tuy nhiên, việc sử dụng các phương pháp định giá cổ phiếu có chính xác hay không là tùy thuộc vào cách thức vận dụng các phương pháp định giá cổ phiếu của nhà đầu tư. Bài viết này sẽ trình bày cách vận dụng kết hợp hai phương pháp định giá cổ phiếu để xác định giá trị thực của cổ phiếu.

**1. Giới thiệu khái quát về hai phương pháp định giá cổ phiếu**

***- Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức (DDM- Dividend Discount Model)***

Phương pháp này được xây dựng dựa trên các giả định sau: nhà đầu tư đã biết tỷ suất chiết khấu ($k\_{e}$) và tốc độ tăng trưởng cổ tức hàng năm $(g)$.

*+ Trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức không đổi (Mô hình Gordon), giá trị thực cổ phiếu (*$V$*) được xác định bằng công thức sau:*

$$V= \frac{D\_{1}}{(k\_{e}-g)} $$

$$ D\_{1}=D\_{o}+(D\_{o} × g)=D\_{o}(1+g)$$

Trong đó:$ D\_{1}$ : Cổ tức chi trả năm 1

$D\_{o } $: Cổ tức đã trả năm trước (dữ liệu đã biết)

*+ Trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức bằng 0, giá trị thực cổ phiếu (*$V$*) được xác định bằng công thức sau:*

$$V= \frac{D\_{1}}{k\_{e}} $$

*+ Trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức thay đổi, giả định một cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng*$ (g\_{1})$ *trong n năm đầu và sau đó tăng trưởng với tốc độ*$ (g\_{2})$ *mãi mãi, giá trị thực cổ phiếu (*$V$*) được xác định bằng công thức sau:*

$$V=\sum\_{t=1}^{n}\frac{D\_{o}(1+g\_{1})^{t}}{(1+k\_{e})^{t}} +\left[\frac{1}{(1+k\_{e})^{t}}\right]\left[\frac{D\_{n+1}}{k\_{e}-g\_{2}}\right]$$

Trong đó: $D\_{0} $ : Cổ tức chi trả năm 0;

$D\_{n+1}$ : Cổ tức chi trả năm (n+1);

***- Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do (FCF - Free Cash Flow)***

Phương pháp này được thực hiện như sau:

+ Chia thời gian hoạt động của công ty làm hai thời kỳ: Thời kỳ có lợi thế cạnh tranh và thời kỳ còn lại. Thời kỳ có lợi thế cạnh tranh là thời kỳ đầu khi công ty mới đi vào hoạt động, chưa có nhiều đối thủ cạnh tranh, thời kỳ này thường có tốc độ tăng trưởng cao.

+ Ước lượng FCF cho thời kỳ có lợi thế cạnh tranh

+ Giả định FCF cho những năm kế tiếp có tốc độ tăng trưởng không đổi và ước lượng FCF cho thời kỳ này.

+ Xác định giá cổ phiếu dựa vào FCF bằng cách sử dụng các công thức tính toán sau:

* Tính hiện giá của FCF trong thời kỳ có lợi thế cạnh tranh khoảng t năm.

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | $PV(FCF\_{t})$= | $$FCF\_{1}$$ | + | $$FCF\_{2}$$ | + | … | + | $$FCF\_{t}$$ |
| $$\left(1+k\_{e}\right)^{1}$$ | $$\left(1+k\_{e}\right)^{2}$$ | $$\left(1+k\_{e}\right)^{t}$$ |

Tính giá trị phần còn lại sau thời kỳ có lợi thế cạnh tranh.

Giả định FCF có tốc độ tăng trưởng không đổi (g), áp dụng mô hình Gordon ta có giá trị còn lại cho thời kỳ còn lại cuối năm t$ (RV\_{t})$ như sau:

$$RV\_{t}= \frac{FCF\_{t+1}}{k\_{e}-g} $$

* Tính hiện giá của giá trị phần còn lại cuối năm t bằng công thức sau:

$$PV(RV\_{t})= \frac{RV\_{t}}{\left(1+k\_{e}\right)^{t}}= \frac{FCF\_{t+1}}{\left(1+k\_{e}\right)^{t}(k\_{e}-g)} $$

* Tính giá trị công ty ($V\_{CT}$) bằng công thức sau:

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  |  | $$V\_{CT}=PV(FCF\_{t})+ PV(RV\_{t})$$ |  |

* Tính giá trị vốn chủ sở hữu (E) bằng công thức sau:

$$E=V\_{CT}-D$$

 Trong đó: $D$ là giá trị thị trường của nợ

* Tính giá trị thực cổ phiếu ($V$) bằng công thức sau:

$$V= \frac{E}{n}$$

Trong đó: $n$ là số lượng cổ phiếu đang lưu hành

**2. Vận dụng hai phương pháp định giá cổ phiếu để xác định giá cổ phiếu của công ty cổ phần cao su Đà Nẵng (DRC)**

***- Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức (DDM- Dividend Discount Model)***

Năm 2013, công ty cổ phần cao su Đà Nẵng chi trả cổ tức là 40% (trong đó 20% bằng tiền mặt và 20% bằng cổ phiếu). Với Mệnh giá cổ phiếu DRC là 10.000 đồng, giá thị trường cổ phiếu DRC tại thời điểm chia cổ tức là 33.600 đồng, ta có tổng giá trị cổ tức trên mỗi cổ phiếu quy thành tiền là:

$D\_{2013}=\left(20\%×10.000\right)+\left(20\%×33.600\right)= 8.720 (đồng)$

*+ Trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức không đổi (Mô hình Gordon).*

Với tỷ suất chiết khấu ($k\_{e}$) là 20% và tốc độ tăng trưởng cổ tức hàng năm $\left(g\right)$ là 7%, vậy giá trị thực cổ phiếu DRC là:

$$V=\frac{8.720×\left(1+7\%\right)}{20\%-7\%}=71.772 (đồng)$$

 *+ Trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức bằng 0.*

Với tỷ suất chiết khấu ($k\_{e}$) là 20% , tốc độ tăng trưởng cổ tức hàng năm $\left(g\right)$ là 0%, vậy giá trị thực cổ phiếu DRC là:

$$V=\frac{8.720×\left(1+0\%\right)}{20\%}=43.600 (đồng) $$

*+ Trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức thay đổi*

Với tỷ suất chiết khấu ($k\_{e}$) là 20%, giả định cổ phiếu DRC có tốc độ tăng trưởng$ (g\_{1})$ trong 5 năm đầu là 7% và các năm tiếp theo tăng trưởng với tốc độ$ (g\_{2})$ là 6%, giá trị thực cổ phiếu DRC là:

$$V=\frac{8.720\*(1+7\%)}{(1+20\%)}+\frac{8.720\*(1+7\%)^{2}}{(1+20\%)^{2}}+\frac{8.720\*(1+7\%)^{3}}{(1+20\%)^{3}}+\frac{8.720\*(1+7\%)^{4}}{(1+20\%)^{4}}+\frac{8.720\*(1+7\%)^{5}}{(1+20\%)^{5}}+\frac{8.720\*(1+6\%)}{\left(1+20\%\right)^{5}(20\%-6\%)}=58.385 (đồng) $$

***- Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do (FCF - Free Cash Flow)***

Dữ liệu thu thập và ước tính của Công ty Cao su Đà Nẵng như sau:

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Năm** | **2013** | **2014** | **2015** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** |
| **Doanh thu** | 2,803,901 (trđ) |   |   |   |   |   |   |
| **Doanh thu dự báo tăng trưởng** |   | 20% | 20% | 18% | 18% | 18% | 18% |
| **Lãi gộp kỳ vọng** | 20% |   |   |   |   |   |   |
| **Thuế thu nhập** | 22% |   |   |   |   |   |   |
| **Giá trị tài sản ước chiếm trên doanh thu** | 85% |   |   |   |   |   |   |
| **Nợ hiện có** | 1,807,989 (trđ) |   |   |   |   |   |   |
| **Số cổ phần đang lưu hành** | 83.073.849 cp |   |   |   |   |   |   |

Dựa vào dữ liệu trên, vận dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do ta có kết quả như sau:

 ĐVT: Triệu đồng

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **TT** | **Chỉ tiêu** | **2013** | **2014** | **2015** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** |
| 1 | Doanh thu | 2.803.901 | 3.364.681 | 4.037.617 | 4.764.389 | 5.621.979 | 6.633.935 | 7.828.043 |
| 2 | Thu nhập hoạt động |   | 672.936 | 807.523 | 857.590 | 1.124.396 | 1.326.787 | 1.565.609 |
| 3 | Thuế |   | 148.046 | 177.655 | 188.670 | 247.367 | 291.893 | 344.434 |
| 4 | Thu nhập sau thuế |   | 524.890 | 629.868 | 668.920 | 877.029 | 1.034.894 | 1.221.175 |
| 5 | Chi đầu tư tài sản ròng(gia tăng ts) |   | 476.663 | 571.996 | 617.755 | 728.951 | 860.163 | 1.014.992 |
| 6 | Dòng tiền tự do FCF |   | 48.227 | 57.873 | 51.165 | 148.077 | 174.731 | 206.183 |
| 7 | Hiện giá FCF 5 năm đầu | 251.619 |   |   |   |   |   |   |
| 8 | Giá trị của FCF sau 5 năm |   |   |   |   |   | 10.309.134 |   |
| 9 | Hiện giá FCF sau 5 năm  | 4.143.010 |   |   |   |   |   |   |
| 10 | Giá trị của Công ty | 4.394.629 |   |   |   |   |   |   |
| 11 | Giá trị nợ | 1.807.989 |   |   |   |   |   |   |
| 12 | Giá trị vốn chủ sở hữu | 2.586.640 |   |   |   |   |   |   |
| 13 | Số cổ phiếu  | 83.073.849 (cổ phiếu) |   |   |   |   |   |   |
| 14 | Giá trị thực cổ phiếu | **31.137** |   |   |   |   |   |   |

Kết quả cho thấy giá trị thực của cổ phiếu DRC là 31.137 đồng

**3. Kết luận**

Với việc định giá cổ phiếu DRC bằng hai phương pháp trên cho thấy kết quả giữa hai phương pháp có sự chênh lệch. Trên thực tế, việc sử dụng riêng lẽ từng phương pháp đôi khi không phù hợp cho việc định giá một cổ phiếu. Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức có thể ứng dụng một trong ba trường hợp nhưng trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức thay đổi là đúng với thực tế nhất.

Nhà đầu tư nên kết hợp phương pháp chiết khấu dòng cổ tức trong trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức thay đổi và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do để định giá cổ phiếu một cách phù hợp. Khi tính toán ra kết quả của hai phương pháp này, nhà đầu tư lấy bình quân kết quả từ hai phương pháp để cho ra kết quả giá trị thực cổ phiếu rồi so sánh với giá thị trường của cổ phiếu đó.

 Từ lập luận trên, giá trị thực cổ phiếu của DRC được xác định là :(58.385 + 31.137) : 2 = 44.761 đồng. Giá trị thực cổ phiếu DRC được xác định dao động ở mức 44.000 đồng đến 45.000 đồng, nhà đầu tư so sánh với giá thị trường của cổ phiếu DRC để có thể ra quyết định mua hay bán cổ phiếu DRC.

**Tài liệu tham khảo**

[1] Tài chính doanh nghiệp căn bản (2009), Ts Nguyễn Minh Kiều, NXB Thống kê.

[2] Nghiêp vụ kinh doanh và đầu tư chứng khoán (2009), Ts Nguyễn Minh Kiều, NXB Thống kê.

[3] Đầu tư tài chính (2010), Ts Võ Thúy Anh (chủ biên), NXB Tài chính.

[4] Tài chính doanh nghiệp căn bản (2012), người dịch Lê Đạt Chí, Nguyễn Anh Tú, Pamela Peterson Drake, Frank J. Fabozzi, NXB Kinh tế TP.Hồ Chí Minh.

[5] [www.drc.com.vn](http://www.drc.com.vn)