

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG

NGUYỄN THỊ HẠNH

**VẬN DỤNG MÔ HÌNH CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN
ĐỂ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU CỦA NGÀNH THỦY SẢN
NIÊM YẾT TRÊN SÀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN
THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

Chuyên ngành : Tài chính - Ngân hàng

Mã số : 60.34.20

TÓM TẮT
LUẬN VĂN THẠC SĨ QUẢN TRỊ KINH DOANH

Đà Nẵng- Năm 2013

Công trình được hoàn thành tại
ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG

Người hướng dẫn khoa học: **PGS.TS VÕ THỊ THÚY ANH**

Phản biện 1: PGS. TS TRẦN ĐÌNH KHÔI NGUYỄN

Phản biện 2: TS. NGUYỄN PHÚ THÁI

Luận văn đã được bảo vệ trước Hội đồng chấm luận văn thạc sĩ
Quản trị kinh doanh hợp tại Đại học Đà Nẵng vào ngày 24
tháng 3 năm 2013

Có thể tìm hiểu luận văn tại:

- Trung tâm Thông tin-Học liệu, Đại học Đà Nẵng
- Thư viện trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài

Khi đưa ra quyết định có nên mua vào hay bán ra một loại chứng khoán nào đó hay không, nhà đầu tư nên quan tâm giá cả của chứng khoán đó trên thị trường hiện nay như thế nào, cao hơn hay thấp hơn giá trị thực (giá trị nội tại) của nó. Vì vậy, vấn đề quan trọng ở đây là nhà đầu tư phải biết được giá trị thực của chứng khoán mà mình đang quyết định bán ra hay mua vào.

Đối với đề tài định giá chứng khoán thì đây không phải là vấn đề mới. Từ trước đến nay đã có rất nhiều tác giả vận dụng nhiều mô hình khác nhau để định giá chứng khoán (cổ phiếu) của một số công ty. Trong khuôn khổ của đề tài này, tôi vận dụng mô hình chiết khấu dòng tiền vào định giá cổ phiếu các công ty ngành Thủy sản được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Đề tài này nhằm mục đích cung cấp thêm kiến thức và thông tin cho các nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư của mình.

2. Mục tiêu nghiên cứu

- Hệ thống hóa cơ sở lý luận về định giá cổ phiếu bằng mô hình chiết khấu dòng tiền.

- Vận dụng mô hình chiết khấu dòng tiền để định giá cổ phiếu của các công ty ngành thủy sản niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.

- Đề xuất khuyến nghị đối với nhà đầu tư khi đầu tư vào cổ phiếu ngành thủy sản.

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

- Đối tượng nghiên cứu là giá trị nội tại của các cổ phiếu ngành thủy sản đang niêm yết tại HOSE. Danh mục thị trường được sử dụng là chỉ số Vn-Index.

- Phạm vi nghiên cứu là giá trị nội tại của cổ phiếu thủy sản niêm yết trên HOSE trong giai đoạn từ 1/1/2009 đến 30/6/2012.

4. Phương pháp nghiên cứu

- Mô hình nghiên cứu: Đề tài vận dụng mô hình chiết khấu dòng tiền để xác định giá trị nội tại của các cổ phiếu ngành thủy sản niêm yết trên HOSE.

- Tiến trình nghiên cứu:

+ Thu thập dữ liệu về giá đóng cửa của các cổ phiếu cần định giá, tình hình tài chính của các công ty thủy sản niêm yết tại HOSE.

+ Xác định tỷ suất lợi tức kỳ vọng và tỷ lệ tăng trưởng kỳ vọng.

+ Ước lượng dòng tiền của các công ty cần định giá.

+ Xác định giá trị nội tại của cổ phiếu các công ty thủy sản.

+ Phân tích giá trị nội tại và đưa ra khuyến cáo đối với nhà đầu tư.

5. Bố cục đề tài

Ngoài phần mở đầu và kết luận, luận văn gồm có 3 chương:

Chương 1: Cơ sở lý luận cơ bản về định giá cổ phiếu bằng mô hình chiết khấu dòng tiền.

Chương 2: Phân tích tình hình biến động giá cổ phiếu ngành thủy sản niêm yết tại HOSE.

Chương 3: Kết quả định giá cổ phiếu ngành thủy sản niêm yết trên sàn giao dịch HOSE và khuyến cáo đối với nhà đầu tư.

6. Tổng quan tài liệu

Hiện nay ở Việt Nam phần lớn công tác định giá cổ phiếu chủ yếu được thực hiện bởi các công ty chứng khoán dưới dạng các báo cáo phân tích nhằm cung cấp thêm thông tin cho nhà đầu tư. Tuy nhiên, các phân tích này mới chỉ đưa ra mức khuyến cáo cho nhà đầu tư chứ chưa có sự phân tích để thấy được ý nghĩa của giá trị nội tại các cổ phiếu

Đề tài *Xây dựng mô hình định giá cổ phiếu ở Việt Nam* do PGS. TS Nguyễn Đình Thọ chủ nhiệm, cấp quản lý là Bộ giáo dục và Đào tạo có thời gian nghiên cứu và hoàn thành từ 2008-2010.

Ở đây đề tài mới chỉ dừng lại ở hoàn thiện mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) để phù hợp trong công tác định giá cổ phiếu ở Việt Nam chứ chưa đi vào định giá một cổ phiếu cụ thể. Vì vậy, đề tài mang tính lý luận cung cấp các kiến thức cần thiết để tiến hành xác định giá trị nội tại của cổ phiếu, nhà đầu tư chưa thể sử dụng kết quả từ đề tài này để ra quyết định đầu tư.

Đề tài luận văn *Xác định giá trị nội tại của cổ phiếu ngành Bất động sản niêm yết tại HOSE* của tác giả Đinh Thị Hiền Linh, thời gian nghiên cứu và hoàn thành từ 2010-2011.

Đề tài mang tính thực tiễn cao, các nhà đầu tư vào cổ phiếu bất động sản có thể tham khảo kết quả này để đưa ra quyết định đầu tư của mình.

Kế thừa và phát huy những kết quả mà các nghiên cứu trước thực hiện được, trong đề tài của mình tôi đã vận dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để định giá cổ phiếu ngành thủy sản niêm yết trên sàn HOSE. Các nhà đầu tư vào cổ phiếu ngành thủy sản có thể tham khảo kết quả và sự phân tích của đề tài để đưa ra quyết định đầu tư của mình.

CHƯƠNG 1

CƠ SỞ LÝ LUẬN CƠ BẢN VỀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU BẰNG MÔ HÌNH CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

1.1. KHÁI QUÁT VỀ CỔ PHIẾU

1.1.1. Khái niệm cổ phiếu

Cổ phiếu được hình thành từ doanh nghiệp cổ phần, là một loại chứng khoán chứng nhận quyền sở hữu và lợi ích hợp pháp của chủ thể cầm giữ đối với lợi nhuận ròng và tài sản của doanh nghiệp

cổ phần. Người nắm giữ cổ phiếu trở thành cổ đông của doanh nghiệp cổ phần.

1.1.2. Phân loại cổ phiếu

Cổ phiếu gồm có ba loại chính là cổ phiếu phổ thông, cổ phiếu ưu đãi, cổ phiếu có thể chuyển đổi.

Trong phạm vi của luận văn này, cổ phiếu xem xét là cổ phiếu phổ thông.

1.2. PHÂN TÍCH CỔ PHIẾU

1.2.1. Các phương pháp phân tích cổ phiếu

Có hai phương pháp phân tích cổ phiếu phổ biến hiện nay:

- Phương pháp phân tích top – down
- Phương pháp phân tích bottom – up

Trong luận văn này, tác giả tiến hành phân tích cổ phiếu ngành thủy sản theo phương pháp top – down.

1.2.2. Phương pháp phân tích top-down

Cả ba bước trong quá trình phân tích top - down đều để nhằm ước lượng một tỷ suất lợi tức yêu cầu thích hợp đối với chứng khoán và tỷ lệ tăng trưởng của các biến số được sử dụng trong quá trình định giá như cổ tức, thu nhập, dòng tiền,... Vì vậy, khi tiến hành phân tích nhà đầu tư cần tập trung vào một số vấn đề sau:

- a. Phân tích môi trường vĩ mô
- b. Phân tích ngành
- c. Phân tích công ty

1.3. ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

1.3.1. Khái niệm

Định giá cổ phiếu là xác định giá trị cổ phiếu tại một thời điểm nhất định.

1.3.2. Sự cần thiết công tác định giá cổ phiếu

Định giá tài sản (cổ phiếu) là công việc đóng vai trò hết sức quan trọng đối với việc quản lý và đầu tư vào tài sản (cổ phiếu) đó. Tất cả các chủ thể có liên quan đến việc quản lý hay đầu tư vào một doanh nghiệp đều cần phải định giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Các chủ thể đó bao gồm: Chủ thể phát hành (doanh nghiệp), nhà đầu tư, các cơ quan quản lý.

1.3.3. Các mô hình định giá cổ phiếu

Hiện nay có hai mô hình định giá cổ phiếu là kỹ thuật chiết khấu các dòng tiền và kỹ thuật định giá so sánh.

a. Định giá cổ phiếu bằng mô hình chiết khấu dòng tiền

Mô hình chiết khấu dòng tiền có nguyên lý cơ bản là giá trị hiện tại của một cổ phiếu phải bằng với những gì nhận được từ cổ phiếu đó trong tương lai.

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} \quad (1.3)$$

Những mô hình chi tiết của mô hình chiết khấu dòng tiền được trình bày ở phần sau.

b. Định giá cổ phiếu bằng mô hình định giá so sánh

- Phương pháp sử dụng hệ số P/E

Hệ số giá cổ phiếu trên thu nhập của một cổ phiếu được ký hiệu là P/E

$$P/E = \frac{\text{Thị giá mỗi cổ phiếu (P)}}{\text{Thu nhập của một cổ phiếu (EPS)}}$$

Giá hiện tại của cổ phiếu = Thu nhập kỳ vọng của cổ phiếu x Hệ số giá/ thu nhập

Hay: $V_0 = \text{EPS}_{\text{kỳ vọng}} \times P/E_{\text{chuẩn}}$

- Phương pháp sử dụng hệ số P/B

Hệ số giá trên giá trị sổ sách ký hiệu là P/B

$$P/B = \frac{\text{Thị giá mỗi cổ phiếu}}{\text{Giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu}}$$

Mà:

$$\frac{\text{Giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu}}{\text{Giá cổ phiếu đang lưu hành}} = \frac{\text{Giá trị sổ sách}}{\text{Giá cổ phiếu đang lưu hành}}$$

$$\text{Giá mỗi cổ phiếu} = \text{Giá trị sổ sách (kỳ vọng) 1 cổ phiếu} \times \text{Hệ số P/B}$$

- Phương pháp sử dụng hệ số P/S

Hệ số giá trên doanh thu ký hiệu là P/S

$$P/S = \frac{\text{Giá hiện hành của cổ phiếu (P – Price)}}{\text{Doanh thu trên mỗi cổ phiếu (S – Sales)}}$$

$$\text{Giá trị hiện tại của cổ phiếu} = \text{Doanh thu kỳ vọng trên mỗi cổ phiếu} \times \text{Hệ số P/S}$$

1.4. ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU BẰNG MÔ HÌNH CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

1.4.1. Mô hình chiết khấu cổ tức (DDM)

Giả sử một cổ phiếu được nắm giữ đến năm thứ n, cổ tức chi trả từ năm 1 đến năm n lần lượt là $D_1, D_2, D_3, \dots, D_n$. Biết giá bán cổ phiếu vào năm thứ n là P_n và tỷ lệ lợi tức yêu cầu (lợi suất dự kiến) của nhà đầu tư là k, ta có công thức định giá cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu luồng cổ tức như sau:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{P_n}{(1+k)^n} \quad (1.4)$$

Nếu cổ phiếu được người đầu tư nắm giữ vô hạn, có nghĩa là n sẽ tiến tới ∞ (thông thường, quãng đời của cổ phiếu là vô hạn, nó không có thời gian đáo hạn). Khi đó, giá trị hiện tại của vốn gốc $P_n/(1+k)^n$ sẽ tiến tới 0 và công thức trên sẽ trở thành:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} \quad (1.5)$$

Để áp dụng biểu thức (1.4) và (1.5), nhà đầu tư cần phải phân tích triển vọng tương lai của công ty phát hành cổ phiếu và ước lượng cổ tức có thể nhận được mỗi năm từ cổ phiếu (cả về quy mô và thời điểm nhận cổ tức, từ năm thứ nhất đến vô hạn). Để ước lượng cổ tức, thông thường các nhà phân tích đưa ra ba trường hợp giả định sau đây:

- **Trường hợp 1:** *Cổ tức không tăng trưởng ($g = 0$):*

Khi đó: $D_1 = D_2 = D_3 = \dots = D$

Khi đó biểu thức (1.5) trở thành:

$$P_0 = \frac{D}{k} \quad (1.6)$$

- **Trường hợp 2:** *Cổ tức tăng trưởng hàng năm theo một tỷ lệ g không đổi*

Khi đó biểu thức (1.5) trở thành:

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g} = \frac{D_0(1 + g)}{k - g} \quad (1.7)$$

Biểu thức (1.7) này chỉ đúng khi tốc độ tăng trưởng g nhỏ hơn tỷ suất thu nhập dự tính k . Trên thực tế giả định rằng $g < k$ là hoàn toàn hợp lý. Vì theo thời gian sự tăng trưởng của doanh nghiệp sẽ bị thu hẹp so với sự tăng trưởng của nền kinh tế.

- **Trường hợp 3:** *Cổ tức tăng trưởng không đồng nhất (cổ tức tăng trưởng theo những tỷ lệ khác nhau qua các giai đoạn):*

Giả thiết hợp lý sẽ là công ty có nhiều giai đoạn tăng trưởng khác nhau. Một vài năm có tỷ lệ tăng trưởng cổ tức cao, một vài năm có tỷ lệ tăng trưởng cổ tức giảm dần, và sau đó tỷ lệ tăng trưởng cổ tức sẽ ổn định. Mô hình chiết khấu cổ tức trong tình huống này sẽ được áp dụng tương ứng cho mỗi giai đoạn tăng trưởng. Trong giai đoạn tăng

trường chưa ổn định, chúng ta ước lượng cổ tức cho mỗi năm riêng lẻ và sau đó chiết khấu về thời điểm hiện tại. Chỉ đến khi tỷ lệ tăng trưởng đã ổn định ở một tỷ lệ nhỏ hơn tỷ suất lợi tức yêu cầu ($k < g$), chúng ta sẽ áp dụng biểu thức (1.7) để xác định giá trị cổ phiếu.

1.4.2. Mô hình chiết khấu dòng tiền hoạt động (OCF)

Giá trị tổng số cổ phiếu = Giá trị tổng số vốn sử dụng – Giá trị nợ

Giá trị của tổng số vốn sử dụng được đo bằng giá trị hiện tại của tất cả dòng tiền hoạt động mà công ty ước tính sẽ thu được trong tương lai theo một mức lãi suất chiết khấu thích hợp.

Dòng tiền hoạt động là dòng tiền mang lại do hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp thuộc về cổ đông và chủ nợ.

Dòng tiền hoạt động = EBIT(1-thuế) + Khấu hao – Chi phí đầu tư TSCĐ – Chênh lệch vốn lưu động – Chênh lệch tài sản khác

Dòng tiền hoạt động sẽ được quy về hiện tại với mức tỷ suất lợi tức kỳ vọng k

$$PV_0 = \frac{OFCE_1}{(1+k)} + \frac{OFCE_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{OFCE_n}{(1+k)^n}$$

Giá trị mỗi cổ phiếu = Giá trị tổng số cổ phiếu/Số lượng cổ phiếu đang lưu hành

1.4.3. Mô hình chiết khấu dòng tiền thuần đối với chủ sở hữu (FCFE)

FCFE = Lợi nhuận sau thuế + Khấu hao – Chi phí đầu tư TSCĐ – Chênh lệch vốn lưu động – Thanh toán nợ gốc + Phát hành nợ mới.

Dòng tiền thuần đối với vốn chủ sở hữu được quy về hiện tại với mức tỷ suất lợi tức kỳ vọng k .

$$PV_0 = \frac{FCFE_1}{(1+k)} + \frac{FCFE_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{FCFE_n}{(1+k)^n}$$

Giá trị mỗi cổ phiếu = Giá trị tổng số cổ phiếu/Số lượng cổ

phiếu đang lưu hành

Trong phạm vi của đề tài này, tác giả đi xác định giá trị nội tại của các cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu cổ tức.

1.4.4. Những vấn đề cần lưu ý khi định giá cổ phiếu bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền

Qua công thức xác định giá trị nội tại bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, ta thấy có các yếu tố quan trọng cần lưu ý, đó là tỷ suất lợi tức kỳ vọng (k) và dòng tiền:

Thứ nhất, tính tỷ suất lợi tức kỳ vọng (k).

Thứ hai, là dòng tiền. Dòng tiền trong trường hợp định giá theo mô hình chiết khấu cổ tức chính là dòng cổ tức.

CHƯƠNG 2

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU NGÀNH THỦY SẢN NIÊM YẾT TẠI HOSE

2.1. TÌNH HÌNH NỀN KINH TẾ THẾ GIỚI VÀ KINH TẾ VIỆT NAM

2.1.1. Kinh tế thế giới

Những vấn đề nổi bật của kinh tế thế giới trong thời gian qua, đó là:

Nền kinh tế thế giới từ năm 2009 đến nay tăng trưởng khá chậm. Mức tăng trưởng này đã tăng lên và đạt 5% vào năm 2010. Tuy nhiên, nó đã giảm vào năm 2011 và đến năm 2012 Liên hiệp quốc dự báo mức tăng trưởng vào khoảng 2,2%.

Lạm phát toàn cầu giai đoạn từ năm 2009 đến 2011 có xu hướng tăng. Năm 2012, lạm phát thế giới đạt vào khoảng 2-3%.

Khủng hoảng ở châu Âu khiến cho các nước ở khu vực này thất chặt chi tiêu, giảm nguồn cầu nhập khẩu từ châu Á.

Diễn biến tình hình kinh tế thế giới sẽ tác động đến sự tăng trưởng của hầu hết các ngành. Tuy nhiên, đối với thủy sản – đây là ngành cung cấp thực phẩm cho nhân loại nên nhu cầu tiêu dùng mặt hàng này sẽ chịu tác động ít hơn bởi sự khó khăn của nền kinh tế. Theo như dự báo thì lượng thủy sản sẽ không đủ đáp ứng được nhu cầu của người tiêu dùng. Lượng thủy sản thiếu hụt vào khoảng 11 triệu tấn năm 2015. Theo đó, giá thủy sản cũng được dự báo sẽ tăng 3,2% vào năm 2015.

2.1.2. Kinh tế Việt Nam

Trong năm 2009, tốc độ tăng trưởng kinh tế của Việt Nam tăng dần qua mỗi quý và cả năm đạt 5,32%. Việt Nam đã từng bước vượt qua được giai đoạn khó khăn. Mức tăng trưởng tiếp tục tăng vào năm 2010 và bắt đầu hạ ở năm 2011. Nửa đầu năm 2012 mức tăng GDP chỉ đạt 4,38%, một mức tăng khá thấp so với các năm trước đó. Tuy nhiên, mức tăng trưởng kinh tế cả năm 2012 đạt vào khoản 5,2%.

Vào năm 2009, chỉ số giá tiêu dùng ở mức 6,88%. Chỉ số này tiếp tục tăng mạnh vào năm 2010 và 2011. Dự báo cả năm 2012 mức lạm phát vào khoảng 7,5%. Đây là mức giảm thấp nhất kể từ năm 2010 và là một tín hiệu khá lạc quan cho việc sản xuất và tiêu thụ hàng hóa.

Lãi suất cho vay hạ nhưng cho vay ra đang ở mức âm, nghĩa là vốn vào ngân hàng dồi dào, nhưng bị “ngheñ” cửa ra nên không được khai thông. Các doanh nghiệp vẫn rất khó tiếp cận với nguồn vốn vay lãi suất thấp này.

Những gì đang diễn ra tác động làm cho nền kinh tế Việt Nam khó có thể đạt mức tăng trưởng cao. Vì vậy, các ngành, các lĩnh

vực sản xuất và tiêu thụ trong nước sẽ gặp một vài khó khăn nhất định, trong đó có ngành thủy sản.

2.1.3. Diễn biến thị trường chứng khoán Việt Nam

Năm 2009 được đánh giá là năm tăng trưởng bất ngờ và ấn tượng của thị trường chứng khoán với chỉ số VN-Index đạt mức 494,77 điểm (tăng 58% so với năm 2008), mức tăng trưởng của HNX-Index đạt 60,9%.

Bước vào năm 2012, sau hàng loạt các quy định được cơ quan quản lý nhà nước đưa ra nhằm khôi phục lại nền kinh tế trong năm 2011 thì nó đã phần nào phát huy được tác dụng.

Cũng theo các chuyên gia, năm 2012 nhóm xuất nhập khẩu và nhóm hàng tiêu dùng thiết yếu, khoáng sản vẫn có những lợi thế là nhóm cổ phiếu phòng thủ khi kinh tế khó khăn. Còn đối với nhóm cổ phiếu xây dựng và bất động sản khả năng khó có đột biến nhưng có lợi thế giá thấp và thích hợp đầu tư dài hạn.

2.2. PHÂN TÍCH NGÀNH THỦY SẢN VIỆT NAM

Năm 2012, giá trị XK thủy sản chính ngạch của Việt Nam 5,87 tỷ USD, tăng 6,3% so với năm 2011.

Loại thủy sản xuất khẩu chủ yếu của Việt Nam là tôm (chủ yếu là tôm sú) và cá tra. Tuy nhiên, so với năm 2011 thì giá trị tôm sú xuất khẩu ra thị trường các nước đã có giảm sút.

Tình hình sản xuất và xuất khẩu thủy sản trong nửa đầu năm 2012 có những vấn đề nổi cộm cần tập trung giải quyết:

- + Thiếu nguyên liệu,
- + Thiếu vốn,
- + Các chính sách bất cập, làm tăng chi phí và giảm cạnh tranh cho thủy sản xuất khẩu

- + Thị trường Châu Âu bị thu hẹp do khủng hoảng tài chính.
- + Giá tôm trên thị trường thế giới giảm.

2.3. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CỦA CÁC CÔNG TY THỦY SẢN NIÊM YẾT TẠI HOSE

Theo như phân tích ở trên, thì với tình hình diễn biến nền kinh tế và thị trường chứng khoán như hiện nay thì những nhóm hàng tiêu dùng thiết yếu là lựa chọn sáng suốt trong đầu tư.

Số lượng công ty thủy sản niêm yết tại HOSE là 19, nhưng do phạm vi nghiên cứu của đề tài là giá trị nội tại của cổ phiếu thủy sản từ 1/1/2009 đến 30/6/2012 nên chỉ có 9 công ty đáp ứng được yêu cầu trên. Vì vậy ở đây, đề tài cũng chỉ tập trung phân tích 9 công ty sẽ định giá.

2.3.1. Phân tích tình hình tài chính

Để xem xét tình hình tài chính của công ty thủy sản niêm yết trên sàn HOSE, ta tiến hành phân tích một số chỉ tiêu tài chính đặc trưng của các công ty trong ngành ở bảng 2.3 (*ở trang sau*).

Nhìn vào bảng 2.3 ta thấy hầu hết các công ty đều có quy mô tổng tài sản năm 2011 tăng so với năm 2010 mức tăng cao nhất là 62% của MPC, chỉ có ABT giảm tổng tài sản năm 2011 giảm 21% so với năm 2010, do trong năm 2011 ABT đã giảm khoản đầu tư dài hạn, so với năm 2010, năm 2011 giảm 64.413 triệu VND, tương ứng 60,12%. Nhìn vào quy mô vốn CSH ta thấy ở các công ty ngành thủy sản có đặc thù chung là tỷ trọng vốn CSH trong tổng nguồn vốn khá thấp, và trong năm 2011 quy mô vốn CSH ở các công ty có tăng so với năm 2010 nhưng mức tăng không đáng kể (có 2 công ty là ABT, ICF có quy mô vốn CSH giảm nhưng mức giảm không lớn).

Bảng 2.3: Một số chỉ tiêu tài chính của các công ty thủy sản

STT	MÃ CK	TỔNG TÀI SẢN		VỐN CHỦ SỞ HỮU		DOANH THU THUẦN		LỢI NHUẬN SAU THUẾ	
		Năm 2011	So với năm 2010	Năm 2011	So với năm 2010	Năm 2011	So với năm 2010	Năm 2011	So với năm 2010
1	ABT	478.109	79%	392.309	88%	662.822	97%	99.783	106%
2	ACL	793.378	109%	298.085	131%	1.288.041	119%	112.953	190%
3	AGF	1.716.936	127%	647.972	104%	2.660.249	157%	61.909	147%
4	ANV	2.153.527	111%	1.446.837	101%	1.755.220	123%	46.348	70,8%
5	FMC	778.049	155%	171.751	103%	1.918.220	130%	27.587	103%
6	ICF	397.902	105%	170.841	95%	341.010	111%	11.166	55%
7	MPC	6.325.466	162%	1.538.891	115%	7.038.526	138%	283.698	90%
8	TS4	707.228	129%	242.748	100%	649.071	171%	25.237	95%
9	VHC	2.407.620	132%	1.243.041	133%	4.163.978	138%	412.974	181%

(Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo thường niên của các công ty Thủy sản và tính toán của tác giả)

2.3.2. Phân tích rủi ro

Để đánh giá rủi ro của các công ty thủy sản, ta có thể xem xét hệ số rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính của các công ty. Như đã trình bày ở chương 1, rủi ro kinh doanh được ước lượng từ lợi nhuận trong quá khứ (5 năm: 2007-2011) của các công ty, còn rủi ro tài chính được đánh giá thông qua các tỷ số như: tỷ số nợ/tổng tài sản; tỷ số nợ dài hạn/vốn chủ sở hữu; tỷ số khả năng thanh toán lãi vay.

2.3.3. Tình hình biến động giá cổ phiếu và triển vọng ngành thủy sản

Tại thời điểm năm 2009, hầu hết các mã cổ phiếu đều mới niêm yết nên số lượng giao dịch và giá cả chưa có nhiều khởi sắc.

Bước sang năm 2010, giá giao dịch của hầu hết các cổ phiếu đều tăng lên và khối lượng giao dịch cũng tăng đáng kể. Bước sang năm 2011, giá cổ phiếu và khối lượng giao dịch ngành thủy sản bắt đầu giảm. Đây cũng là xu hướng chung của cổ phiếu các ngành khác. Đầu năm 2012, giá cổ phiếu của ngành thủy sản đã bắt đầu tăng nhẹ trở lại như giá cổ phiếu ABT, AGF, VHC...

2.4. ĐÁNH GIÁ CHUNG VỀ MỨC ĐỘ RỦI RO CỦA CÁC CỔ PHIẾU NGÀNH THỦY SẢN NIÊM YẾT TẠI HOSE

Qua phân tích trên, có thể kết luận rằng cả 9 công ty trên đều có rủi ro khá cao. Dựa vào các rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính vừa phân tích trên đây kết hợp với mức rủi ro tỷ suất lợi tức của các cổ phiếu, ta có bảng thứ tự rủi ro các cổ phiếu được sắp xếp từ cao đến thấp như bảng 2.7 (ở trang sau). Ở đây việc sắp xếp thứ tự rủi ro của các cổ phiếu được tác giả dựa vào sự tương quan giữa các rủi ro với nhau.

Bảng 2.7 Thứ tự rủi ro các cổ phiếu được sắp xếp theo mức rủi ro từ cao đến thấp

STT	MÃ CK	Tỷ số rủi ro kinh doanh	Tỷ số Nợ/Tổng TS	Tỷ số Nợ/DH/Vốn CSH	Tỷ số KNNT lãi vay	Độ lệch chuẩn của TSLT
1	ANV	132%	30%	1,46%	196%	3,12%
2	ICF	52%	57%	1,15%	196%	9,38%
3	MPC	92%	74%	74%	199%	2,76%
4	TS4	65%	66%	23%	203%	3,42%
5	ACL	57%	62%	2,4%	370%	3,27%
6	VHC	81%	46%	5%	782%	2,93%
7	FMC	30%	78%	0,3%	179%	2,82%
8	AGF	50%	62%	3%	203%	2,71%
9	ABT	67%	18%	0,02%	1.632%	2,66%

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

CHƯƠNG 3**KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU NGÀNH THỦY SẢN
VÀ KHUYẾN CÁO ĐỐI VỚI NHÀ ĐẦU TƯ****3.1. ƯỚC LƯỢNG TỶ SUẤT LỢI TỨC KỲ VỌNG VÀ TỶ LỆ
TĂNG TRƯỞNG CỔ TỨC CỦA CỔ PHIẾU NGÀNH THỦY
SẢN NIÊM YẾT TẠI HOSE****3.1.1. Thống kê mô tả dữ liệu và kết quả ước lượng tỷ suất lợi
tức kỳ vọng**

Sử dụng phương pháp mô men tổng quát (GMM – Generalized Method of Moments) để ước lượng hệ số beta của các cổ phiếu. Dựa vào ước lượng hồi quy và thực hiện các kiểm định cần thiết, ta thu được kết quả hệ số beta của các cổ phiếu thể hiện ở bảng 3.1

Bảng 3.1: Kết quả ước lượng hệ số beta của các cổ phiếu thủy sản

STT	Cổ phiếu	Hệ số β	Độ lệch chuẩn	Giá trị thống kê T	Prob
1	ABT	0.192418	0.087957	2.18626	0.0287
2	ACL	0.239510	0.143057	1.674231	0.0941
3	AGF	0.222899	0.129976	1.714931	0.0864
4	ANV	0.265978	0.165094	1.611077	0.1072
5	FMC	0.241697	0.102323	2.362101	0.0182
6	ICF	0.208954	0.155470	1.344018	0.1790
7	MPC	0.203666	0.134444	1.514878	0.1298
8	TS4	0.285498	0.168681	1.692528	0.0906
9	VHC	0.088571	0.081320	1.089173	0.2761

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)

Từ bảng 2.6 ở chương 2, ta có tỷ suất lợi tức bình quân của danh mục thị trường là 0,344%/ngày, tương đương 12,38%/năm.

Lãi suất phi rủi ro được xác định là lãi suất của trái phiếu chính phủ ngắn hạn. Tuy nhiên, do kỳ hạn của trái phiếu chính phủ giai đoạn nửa đầu năm 2012 thấp nhất là 1 năm nên ở đây tác giả lấy lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 1 năm là lãi suất phi rủi ro. Lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 1 năm bình quân nửa đầu năm 2012 là $R_f = 10,85\%/năm$.

Thay các chỉ số trên vào công thức (1.9), ta thu được kết quả ước lượng tỷ suất lợi tức kỳ vọng của các cổ phiếu thể hiện qua bảng 3.2.

Bảng 3.2: Kết quả ước lượng tỷ suất lợi tức kỳ vọng của các cổ phiếu

STT	Mã CK	Hệ số beta	TSLT kỳ vọng
1	ABT	0.192418	11,14%
2	ACL	0.239510	11,21%
3	AGF	0.222899	11,18%
4	ANV	0.265978	11,25%
5	FMC	0.241697	11,21%
6	ICF	0.208954	11,16%
7	MPC	0.203666	11,15%
8	TS4	0.285498	11,28%
9	VHC	0.088571	10,98%
TRUNG BÌNH			11,17%

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

Để có thể ước lượng tốt nhất về tỷ suất lợi tức yêu cầu của các cổ phiếu nhằm có thể xác định hợp lý giá trị nội tại của chúng, ta tiến hành xem xét tỷ suất lợi tức kỳ vọng vừa tính được với rủi ro của các cổ phiếu đã phân tích ở chương 2.

Bảng 3.4: Điều chỉnh tỷ suất lợi tức kỳ vọng của các cổ phiếu

STT	MÃ CK	TSLT kỳ vọng	Điều chỉnh	TSLT sau điều chỉnh
1	ANV	11,38%	Tăng	14,38%
2	ICF	11,27%	Tăng	13,97%
3	MPC	11,26%	Tăng	13,76%
4	TS4	11,42%	Tăng	13,42%
5	ACL	11,33%	Tăng	13,03%
6	VHC	11,02%	Tăng	12,62%
7	FMC	11,33%	Tăng	12,33%
8	AGF	11,31%	Tăng	12,31%
9	ABT	11,23%	Tăng	12,28%
Trung bình		11,28%		

*(Nguồn: Tính toán của tác giả)***3.1.2. Ước lượng tỷ lệ tăng trưởng cổ tức***Bảng 3.5: Ước lượng tỷ lệ tăng trưởng cổ tức các công ty*

TT	MÃ CK	ROE	Mức cổ tức (đồng)	EPS	Tỷ lệ cổ tức	b	g
1	ABT	24%	6.500	8.327	78,06%	21,94%	5,27%
2	ACL	38%	4.500	6.223	72,31%	27,69%	10,52%
3	AGF	10%	2.000	4.271	46,83%	53,17%	5,32%
4	ANV	3%	900	1.232	73,05%	26,95%	0,81%
5	FMC	17%	2.500	998	250,5%	-150,5%	-25,59%
6	ICF	2%	500	804	62,20%	37,8%	0,76%
7	MPC	20%	1.400	3.454	40,53%	59,47%	11,89%
8	TS4	10%	2.000	3.425	58,39%	41,61%	4,16%
9	VHC	38%	2.500	7.195	34,75%	65,25%	24,80%

(Nguồn: Nghị quyết ĐHCĐ các công ty và tính toán của tác giả)

3.2. XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ NỘI TẠI CỦA CÁC CỔ PHIẾU NGÀNH THỦY SẢN NIÊN YẾT TẠI HOSE THEO MÔ HÌNH CHIẾT KHẤU CỔ TỨC

Khi áp dụng mô hình chiết khấu cổ tức (DDM) để xác định giá trị nội tại các cổ phiếu, chúng ta phải chấp nhận 2 giả thiết sau:

- Cổ tức của các cổ phiếu tăng trưởng với tỷ lệ g không đổi.
- Nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu vĩnh viễn.

Vì vậy những giả thiết này có giá trị trong thực tế. Kết quả định giá cổ phiếu thể hiện ở bảng 3.6:

Bảng 3.6: Kết quả định giá các cổ phiếu ngành thủy sản theo mô hình chiết khấu cổ tức

STT	MÃ CK	TSLT Kỳ vọng	CỔ TỨC hiện tại (D_0) (đồng)	G	GIÁ TRỊ NỘI TẠI (đồng)
1	ABT	12.28%	6.500	5,27%	53.188
2	AGF	12.31%	2.000	10,52%	16.326
3	ANV	14.38%	900	5,32%	6.263
4	FMC	12.33%	2.500	0,81%	19.813
5	ICF	13.97%	500	-25,59%	3.581
6	MPC	13.76%	1.400	0,76%	10.275
7	TS4	13.42%	2.000	11,89%	14.956
8	VHC	12.62%	2.500	4,16%	20.257
9	ACL	13.03%	4.500	24,80%	34.853

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

3.3. PHÂN TÍCH GIÁ TRỊ NỘI TẠI CỦA CỔ PHIẾU NGÀNH THỦY SẢN NIÊM YẾT TẠI HOSE

3.3.1 So sánh giá trị nội tại và giá thị trường của cổ phiếu

Giá trị nội tại của cổ phiếu là giá trị bên trong của cổ phiếu, nó phụ thuộc chặt chẽ vào tình hình và kết quả hoạt động kinh doanh của công ty phát hành. Còn giá thị trường của cổ phiếu là giá giao dịch của cổ phiếu trên thị trường. Thông thường các nhà đầu tư sẽ so sánh giá trị thị trường và giá trị nội tại của cổ phiếu để ra quyết định đầu tư trên cơ sở:

- Nếu giá trị nội tại > giá thị trường: nên mua hoặc nắm giữ cổ phiếu.

- Nếu giá trị nội tại < giá thị trường: không nên mua hoặc bán cổ phiếu.

Bảng 3.7: So sánh giá nội tại và giá thị trường các cổ phiếu

TT	Mã CK	Giá trị nội tại	Giá thị trường	Chênh lệch
1	ABT	53.188	39.000	14.188
2	AGF	16.326	32.500	-16.174
3	ANV	6.263	8.400	-2.137
4	FMC	19.813	15.200	4.613
5	ICF	3.581	5.200	-1.619
6	MPC	10.275	28.500	-18.225
7	TS4	14.956	11.000	3.956
8	VHC	20.257	41.900	-21.643
9	ACL	34.853	16.100	18.753

(Nguồn: Tổng hợp của tác giả)

Nhìn vào kết quả của bảng 3.7 ta thấy:

- Nhóm cổ phiếu định giá cao hơn giá thị trường là: ABT, FMC, TS4 và ACL.

- Nhóm cổ phiếu định giá thấp hơn giá trị thị trường là: AGF, ANV, ICF, MPC, VHC.

3.3.2. So sánh giá trị nội tại với giá sổ sách của cổ phiếu

Sau khi xác định được giá trị nội tại của các cổ phiếu, chúng ta so sánh nó với giá trị sổ sách tính tại thời điểm quý 2/2012, thể hiện ở bảng 3.8:

Bảng 3.8: So sánh giá trị nội tại và giá sổ sách của các cổ phiếu

TT	Mã CK	Giá trị nội tại	Giá sổ sách	Chênh lệch
1	ABT	53.188	37.100	16.088
2	AGF	16.326	51.200	-34.874
3	ANV	6.263	21.500	-15.237
4	FMC	19.813	18.700	1.113
5	ICF	3.581	13.300	-9.719
6	MPC	10.275	22.400	-12.125
7	TS4	14.956	20.900	-5.935
8	VHC	20.257	28.100	-7.843
9	ACL	34.835	15.000	19.835

(Nguồn: Tổng hợp của tác giả)

Nhìn vào kết quả bảng 3.8, ta thấy:

- Nhóm cổ phiếu định giá cao hơn giá sổ sách là: ABT, FMC và ACL.

- Nhóm cổ phiếu định giá thấp hơn giá sổ sách là: AGF, ANV, ICF, MPC, TS4, VHC.

3.4. KHUYẾN CÁO ĐỐI VỚI NHÀ ĐẦU TƯ

3.4.1 Từ kết quả định giá

- *Rủi ro ngành*: ngành thủy sản có mức rủi ro khá cao, được thể hiện:

Rủi ro kinh doanh của các công ty trong ngành đều ở mức cao, đa phần đều từ mức 50% trở lên, điều này cho thấy lợi nhuận của các công ty này không ổn định qua các năm.

Rủi ro tài chính của các công ty cũng khá cao thể hiện ở tỷ số nợ/tổng tài sản khá cao, ở hầu hết những công ty này tổng nợ chiếm trên 50% trong tổng tài sản. Bên cạnh đó, tỷ số khả năng thanh toán lãi vay của các công ty lại thấp.

- *Tỷ lệ tăng trưởng cổ tức:*

Các công ty có tỷ lệ tăng trưởng cổ tức không đồng đều.

- *Giá trị nội tại cổ phiếu:*

So với giá trị thị trường, thì:

Nhóm cổ phiếu được định giá cao hơn giá thị trường, có 4 cổ phiếu là: ABT, FMC, TS4 và ACL.

Nhóm cổ phiếu được định giá thấp hơn giá thị trường, có 5 cổ phiếu: AGF, ANV, ICF, MPC, VHC.

So với giá trị sổ sách, thì:

Nhóm cổ phiếu định giá cao hơn giá sổ sách, có 3 cổ phiếu là: ABT, FMC và ACL.

Nhóm cổ phiếu định giá thấp hơn giá sổ sách, có 6 cổ phiếu là: AGF, ANV, ICF, MPC, VHC, TS4.

Từ những nhận định trên về thị trường ngành thủy sản, tác giả đưa ra một số khuyến cáo đối với nhà đầu tư như sau:

- ***Đối với nhà đầu tư ngắn hạn:*** Đối với cổ phiếu: ABT, FMC, TS4 và ACL nhà đầu tư nên mua (đối với những nhà đầu tư chưa nắm giữ cổ phiếu của các công ty này), hoặc tiếp tục nắm giữ (đối với những nhà đầu tư đang nắm giữ cổ phiếu của các công ty này). Ngược lại, đối

với những nhà đầu tư đang nắm giữ cổ phiếu AGF, ANV, ICF, MPC, VHC thì nên bán ra để kiếm lời hoặc hạn chế lỗ. Và ở thời điểm hiện tại nhà đầu tư không nên mua vào 5 cổ phiếu này.

- **Đối với nhà đầu tư dài hạn:** Những người đầu tư dài hạn ngoài việc quan tâm đến giá trị thực của cổ phiếu còn phải xem xét những yếu tố bên ngoài có thể tác động tới khả năng phát triển của từng công ty nói riêng và triển vọng ngành thủy sản nói chung trong tương lai để có hướng đầu tư chính xác. Trong tình hình này thì nhà đầu tư dài hạn cũng nên mua vào và tiếp tục nắm giữ các cổ phiếu ABT, FMC, TS4 và ACL.

3.4.2 Vận dụng mô hình

Để việc vận dụng mô hình chiết khấu dòng tiền đem lại kết quả đáng tin cậy nhất, nhà đầu tư cần lưu ý các vấn đề sau:

- Trong mô hình này, cổ tức được giả định là tăng trưởng với tỷ lệ g không đổi.
- Tỷ suất lợi tức kỳ vọng k được xác định dựa vào mô hình định giá tài sản vốn CAPM.
- Những kết quả định giá chỉ mang tính chất tham khảo.

KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ

1. Kết luận

Sau khi vận dụng các phương pháp phân tích và định giá cổ phiếu, luận văn đã xác định được giá trị nội tại của cổ phiếu thủy sản đang niêm yết tại sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Từ đó, luận văn đã xác định được giá trị nội tại, phân tích so

sánh với giá trị thị trường và giá sổ sách của các cổ phiếu này để đưa ra những lời khuyên hữu ích đối với nhà đầu tư.

Tuy nhiên, công tác định giá ngoài việc tuân thủ theo quy định ra thì còn là cả một nghệ thuật. Vì vậy, kiến thức về phân tích và định giá chứng khoán cũng chỉ góp một phần vào sự thành công của nhà đầu tư. Những thông tin và kết quả trình bày trong luận văn chỉ mang tính chất tham khảo.

2. Kiến nghị

- Đối với chính phủ:

Ngân hàng nhà nước tạo điều kiện để các doanh nghiệp thủy sản dễ dàng tiếp cận với nguồn vốn vay lãi suất hợp lý.

Nhà nước cần phải đề ra những quy định về tiêu chuẩn chất lượng thủy sản.

Chính phủ cần đầu tư nghiêm túc và hỗ trợ cộng đồng doanh nghiệp đẩy mạnh hoạt động quảng bá thủy sản Việt Nam ra nước ngoài. Các cơ quan nhà nước có liên quan nên giảm tối đa các thủ tục hành chính gây chi phí lớn cho sản xuất và xuất khẩu thủy sản.

- Đối với doanh nghiệp thủy sản:

Các doanh nghiệp trong thời gian tới phải chủ động được nguồn nguyên liệu. Ngoài nguồn nguyên liệu thủy sản có được do đánh bắt thì các doanh nghiệp chú trọng đầu tư vào thủy sản nuôi trồng. Bên cạnh đó, trong quá trình nuôi trồng chế biến thủy sản phải đảm bảo vệ sinh an toàn thực phẩm, nâng cao chất lượng thủy sản của Việt Nam với các nhà nhập khẩu (đặc biệt là các nhà nhập khẩu khó tính).

3. Hạn chế của nghiên cứu

Việc thực hiện đề tài này có một số hạn chế sau đây:

- Việc xác định dòng cổ tức có ảnh hưởng rất lớn đến kết quả định giá. Nhưng dòng cổ tức được ước lượng dựa vào những thông tin trong quá khứ như: báo cáo tài chính, báo cáo thường niên, nghị quyết đại hội cổ đông.... Nên dòng cổ tức được dự báo có thể chưa chính xác hoàn toàn. Điều này làm cho kết quả định giá có sự sai lệch so với thực tế.

- Tỷ suất lợi tức kỳ vọng của các cổ phiếu được ước lượng dựa vào thông tin quá khứ, sau đó được tác giả điều chỉnh lại theo mối tương quan với rủi ro của các cổ phiếu. Tuy nhiên, sự điều chỉnh này cũng mang tính chất chủ quan. Mặc dù có căn cứ để điều chỉnh (rủi ro của các cổ phiếu) nhưng căn cứ đó không cho ra kết quả cụ thể. Vì vậy, tỷ suất lợi tức kỳ vọng của các cổ phiếu được ước lượng chưa hoàn toàn khách quan.