

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
**ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG**

**ĐINH THỊ HIỀN LINH**

**PHÂN TÍCH GIÁ TRỊ NỘI TẠI CỔ PHIẾU  
NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TẠI HOSE**

**Chuyên ngành : Tài chính Ngân hàng**

**Mã ngành : 60.34.20**

**TÓM TẮT LUẬN VĂN THẠC SĨ QUẢN TRỊ KINH DOANH**

**Đà Nẵng, Năm 2012**

Công trình được hoàn thành tại  
**ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG**

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

Phản biện 1: **TS. TRẦN ĐÌNH KHÔI NGUYỄN**

Phản biện 2: **TS. VÕ VĂN LÂM**

Luận văn được bảo vệ tại Hội đồng chấm Luận văn tốt nghiệp  
Thạc sĩ Quản trị kinh doanh họp tại Đại học Đà Nẵng vào ngày  
27 tháng 5 năm 2012

*\* 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

Thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam đang trở thành một kênh đầu tư hấp dẫn đối với nhà đầu tư trong nước lẫn các nhà đầu tư nước ngoài. Trong đó nhóm cổ phiếu ngành tài chính, đặc biệt cổ phiếu ngành bất động sản (BDS) thu hút sự quan tâm của khá nhiều nhà đầu tư. Tuy nhiên giá cổ phiếu trên TTCK Việt Nam lại biến động rất khó lường và phức tạp, gây khó khăn cho nhà đầu tư trong việc lựa chọn cổ phiếu phù hợp. Bên cạnh đó các nhà đầu tư cũng chưa có sự am hiểu đầy đủ về giá trị của cổ phiếu. Chính vì vậy, việc nghiên cứu các lý thuyết định giá và ứng dụng vào thực tiễn TTCK Việt Nam là hết sức cần thiết nhằm giúp cho các nhà đầu tư chứng khoán có được quan điểm đầu tư hợp lý, đưa TTCK Việt Nam phát triển đi lên đúng với vai trò của nó trong nền kinh tế.

**Tình hình nghiên cứu:** Hiện nay công tác định giá cổ phiếu ở Việt Nam 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. Các báo cáo phân tích và định giá trên đều dựa vào phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp định giá so sánh. Tuy nhiên các phân tích này mới chỉ đưa ra mức giá 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.

### 2. Mục đích nghiên cứu

- Hệ thống hóa các vấn đề lý luận về định giá cổ phiếu như phương pháp chiết khấu dòng tiền, phương pháp định giá so sánh.

- Vận dụng các phương pháp định giá để xác định giá trị nội tại cho các cổ phiếu ngành bất động sản đang niêm yết tại Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM (HOSE).

- Phân tích giá trị nội tại của các cổ phiếu đã ước lượng được từ các mô hình định giá.

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

### 3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu là giá trị nội tại của các cổ phiếu ngành bất động 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 bất động sản trên HOSE trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2011.

### 4. Phương pháp nghiên cứu

Đề tài sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp định giá so sánh dựa vào hệ số P/E để xác định giá trị nội tại của các cổ phiếu, kết hợp với phương pháp so sánh, phân tích để phân tích giá trị nội tại của các cổ phiếu ngành bất động sản trên HOSE.

### 5. Ý nghĩa thực tiễn và khoa học của đề tài

Một là hệ thống hóa các nghiên cứu lý luận cơ bản về định giá cổ phiếu.

Hai là các hàm ý rút ra từ kết quả nghiên cứu là cơ sở quan trọng cho các nhà đầu tư chứng khoán theo trường phái giá trị.

### 6. Cấu trúc của luận văn

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

Chương 1: Lý luận chung về định giá cổ phiếu ngành bất động sản.

Chương 2: Phân tích cổ phiếu ngành bất động sản niêm yết tại HOSE.

Chương 3: Phân tích giá trị nội tại cổ phiếu ngành bất động sản niêm yết tại HOSE.

## CHƯƠNG 1

### LÝ LUẬN CHUNG VỀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

#### 1.1 TỔNG QUAN VỀ CỔ PHIẾU

##### 1.1.1 Khái niệm cổ phiếu

Theo Luật Chứng khoán số 70/2006/QH - 11 ngày 29 tháng 6 năm 2009 của Quốc hội nước Cộng hòa XHCN Việt Nam quy định: “*Cổ phiếu là loại chứng khoán xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với một phần vốn cổ phần của tổ chức phát hành*”.

##### 1.1.2 Phân loại cổ phiếu

**1.1.2.1 Cổ phiếu thường:** là loại cổ phiếu phổ biến được phát hành nhằm xác nhận đầy đủ các quyền và lợi ích hợp pháp của cổ đông tại công ty cổ phần.

**1.1.2.2 Cổ phiếu ưu đãi:** là một loại chứng khoán lai tạp giữa cổ phiếu thường và trái phiếu. Đó là một giấy chứng nhận cổ đông được ưu tiên hơn so với cổ đông thường về mặt tài chính nhưng bị hạn chế về quyền hạn đối với công ty góp vốn.

##### 1.1.3 Đặc điểm của cổ phiếu

- Cổ phiếu là chứng nhận góp vốn do đó không có kỳ hạn và không hoàn vốn.

- Cổ tức của cổ phiếu thường tùy thuộc vào kết quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, do đó không cố định.

- Khi công ty bị phá sản, cổ đông thường là người cuối cùng được hưởng giá trị còn lại của tài sản thanh lý.

- Giá cổ phiếu biến động rất nhanh nhạy đặc biệt là trên thị trường thứ cấp do nhiều nhân tố nhưng nhân tố cơ bản nhất là hiệu quả kinh doanh và giá trị thị trường của công ty.

##### 1.1.4 Các loại giá cổ phiếu

- Mệnh giá
- Thụ giá (giá trị sổ sách)
- Giá trị nội tại
- Thị giá

##### 1.1.5 Lợi tức và rủi ro của cổ phiếu

- Lợi tức của cổ phiếu: Có 2 nguồn là cổ tức và lợi tức chênh lệch giá cổ phiếu.

- Rủi ro của cổ phiếu: gồm có rủi ro hệ thống và rủi ro phi hệ thống.

## 1.2 PHÂN TÍCH CỔ PHIẾU

### 1.2.1 Các phương pháp phân tích cổ phiếu

- **Phương pháp phân tích top – down:** Là quy trình phân tích lựa chọn cổ phiếu theo trình tự: phân tích kinh tế vĩ mô; phân tích ngành và cuối cùng là phân tích công ty.

- **Phương pháp phân tích bottom – up:** Là quy trình phân tích lựa chọn cổ phiếu theo trình tự phân tích công ty trước, sau đó đến phân tích ngành và phân tích vĩ mô.

### 1.2.2 Phương pháp phân tích top – down

#### 1.2.2.1 Phân tích môi trường vĩ mô

Phân tích vĩ mô liên quan đến việc đánh giá tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô (ví dụ như tăng trưởng kinh tế, lạm phát, lãi suất, thâm hụt ngân sách...) và các nhân tố phi kinh tế (như các sự

kiện chính trị, đình công...) đến hoạt động của các ngành, các công ty trong nền kinh tế đó.

### 1.2.2.2 Phân tích ngành

Phân tích ngành liên quan đến việc đánh giá ảnh hưởng của các nhân tố kinh tế và các nhân tố phi kinh tế đến hoạt động của các công ty trong những ngành cụ thể.

### 1.2.2.3 Phân tích công ty

Phân tích công ty bao gồm: phân tích báo cáo tài chính, phân tích rủi ro và phân tích tiềm năng tăng trưởng của công ty.

## 1.3 CÁC PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

### 1.3.1 Ước lượng tỷ suất lợi tức yêu cầu (k) và tỷ lệ tăng trưởng cổ tức (g)

#### 1.3.1.1 Ước lượng tỷ suất lợi tức yêu cầu (k)

Có hai cách để ước lượng tỷ suất lợi tức kỳ vọng:

Cách 1:

Tỷ suất lợi tức kỳ vọng = Lãi suất phi rủi ro + phần bù rủi ro

Cách 2: dựa vào mô hình CAPM:  $R_i = R_f + \beta^*(R_m - R_f)$

#### 1.3.1.2 Ước lượng tỷ lệ tăng trưởng (g)

Tỷ lệ tăng trưởng trung bình được tính toán như sau:

$$hg = \sqrt[n]{\frac{D_n}{D_0}} - 1$$

Trong đó:

- hg: Tỷ lệ tăng trưởng trung bình trong khoảng thời gian vừa qua (tăng trưởng thực).

-  $D_0, D_n$ : Cổ tức nhận được tương ứng với năm 0 và năm thứ n.

Hoặc tỷ lệ tăng trưởng được xác định như sau:

$$g = ROE * b$$

Trong đó: b là tỷ lệ lợi nhuận giữ lại

### 1.3.2 Phương pháp định giá cổ phiếu bằng kỹ thuật chiết khấu dòng tiền

Theo kỹ thuật này giá trị cổ phiếu được xác định trên cơ sở chiết khấu các dòng tiền tương lai mà nhà đầu tư kỳ vọng nhận được từ cổ phiếu đó về thời điểm hiện tại. Giá trị này được gọi là giá trị nội tại của cổ phiếu đó.

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} \quad (1.1)$$

Trong đó:

- $V_0$ : Giá trị nội tại của chứng khoán ở thời điểm hiện tại
- n: thời gian nắm giữ chứng khoán
- $CF_t$ : Dòng tiền nhận được từ chứng khoán trong khoảng thời gian thứ t.
- k: Tỷ suất chiết khấu (bằng với tỷ suất lợi tức mà nhà đầu tư yêu cầu đối với chứng khoán, tỷ suất này được xác định dựa vào rủi ro của các dòng tiền trong tương lai).

Các dòng tiền kỳ vọng từ các chứng khoán có thể tồn tại dưới các hình thức như cổ tức, tiền lãi, chênh lệch giá chứng khoán (giữa giá bán ra sau một thời gian nắm giữ với giá mua ban đầu).

Với dòng tiền là cổ tức nhận được từ việc nắm giữ cổ phiếu, giá cổ phiếu được xác định theo mô hình chiết khấu cổ tức (The Dividend Discount Model – DDM) như sau:

$$\begin{aligned} V_0 &= \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_{\infty}}{(1+k)^{\infty}} \\ &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} \quad (1.2) \end{aligned}$$

Trong đó:

- $V_0$ : Giá trị nội tại của cổ phiếu ở thời điểm hiện tại.
- $D_t$ : Cổ tức nhận được trong khoảng thời gian thứ t.
- k: Tỷ suất lợi tức yêu cầu của nhà đầu tư đối với cổ phiếu.

### 1.3.3 Phương pháp định giá cổ phiếu bằng kỹ thuật định giá so sánh

Trái với kỹ thuật chiết khấu các dòng tiền, theo kỹ thuật định giá so sánh, giá trị cổ phiếu được xác định trên cơ sở so sánh các tỷ số của cổ phiếu với các giá trị chuẩn nào đó (có thể chuẩn thị trường, chuẩn ngành, hoặc so sánh theo thời gian của chính bản thân cổ phiếu đó). Ở đây xem xét hệ số P/E (giá/lợi nhuận – còn được gọi là mô hình số nhân lợi nhuận).

$$\text{Với } P/E = P/EPS \quad (1.5)$$

$$\text{Khi đó: } V_0 = EPS_{\text{kỳ vọng}} \times P/E_{\text{chuẩn}} \quad (1.6)$$

Giá trị cổ phiếu được tính theo (1.6) là giá cổ phiếu tính theo mức giá chuẩn của thị trường (hay ngành, hay nhóm ngành).

## 1.4 ĐẶC ĐIỂM CỦA NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

**1.4.1 Khái niệm “bất động sản”:** BĐS là các tài sản bao gồm: Đất đai; Nhà, công trình xây dựng gắn liền với đất đai, kể cả các tài sản gắn liền với nhà, công trình xây dựng đó; Các tài sản khác gắn liền với đất đai; Các tài sản khác do pháp luật quy định.

**1.4.2 Đặc điểm của bất động sản:** Bất động sản có các tính chất: Tính cá biệt và khan hiếm, tính bền lâu, tính chịu sự ảnh hưởng lẫn nhau và các tính chất khác.

### 1.4.3 Đặc điểm của ngành bất động sản

- Đặc điểm về sản phẩm
- Đặc điểm về vốn

- Tác động của chính sách pháp luật
- Ảnh hưởng của chu kỳ kinh tế

## 1.5 QUY TRÌNH NGHIÊN CỨU

Bước 1: Phân tích cổ phiếu ngành BĐS

Bước 2: Xác định tỷ suất lợi tức kỳ vọng và tỷ lệ tăng trưởng cổ tức của các cổ phiếu.

Bước 3: Xác định giá trị nội tại của các cổ phiếu.

Bước 4: Phân tích kết quả nghiên cứu và khuyến cáo đối với nhà đầu tư.

## KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Trong chương, ngoài một số khái niệm chung về cổ phiếu, đề tài đã tổng hợp các lý luận cơ bản liên quan đến phân tích và định giá cổ phiếu như quy trình phân tích top – down, mô hình chiết khấu cổ tức và phương pháp định giá so sánh dựa vào tỷ số P/E.

Có thể thấy cổ phiếu đang là một trong những tài sản đầu tư quan trọng và phổ biến trong danh mục đầu tư của các nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam. Tuy nhiên, giá thị trường của các cổ phiếu hiện nay đang được định giá khá sai lệch so với giá trị thực của chúng. Vì vậy, những vấn đề lý luận được trình bày trong chương 1 chính là những cơ sở quan trọng để giúp các nhà đầu tư xác định được giá trị nội tại hợp lý của các cổ phiếu, làm căn cứ cho quyết định đầu tư.

## CHƯƠNG 2

### PHÂN TÍCH CỔ PHIẾU NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TẠI HOSE

#### 2.1 TÌNH HÌNH KINH TẾ VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

##### 2.1.1 Phân tích tình hình kinh tế vĩ mô Việt Nam

###### 2.1.1.1 Tăng trưởng kinh tế

Kinh tế có sự phục hồi, tốc độ tăng trưởng bình quân 2006 – 2010 đạt 7%/năm và thu nhập quốc dân bình quân đầu người năm 2010 ước đạt 1.160 USD.

###### 2.1.1.2 Đầu tư

Ước tính tổng đầu tư toàn xã hội năm 2010 đạt 830 nghìn tỷ đồng, tăng 11,7% so với năm 2009 và bằng 41% GDP.

###### 2.1.1.3 Lạm phát và giá cả

Lạm phát năm 2010 diễn biến phức tạp, tăng cao vào cuối năm đã gây ảnh hưởng tiêu cực đến ngành BĐS.

###### 2.1.1.4 Tỷ giá hối đoái

Diễn biến tỷ giá trong năm 2010 là khá phức tạp, khoảng cách giữa tỷ giá chính thức và tỷ giá trên thị trường tự do luôn ở mức cao.

###### 2.1.1.5 Lãi suất

Lãi suất cơ bản được NHNN duy trì trong năm 2010 trong khoảng 8 – 10%.

Như vậy, có thể thấy rằng năm 2010 nền kinh tế thế giới cũng như trong nước gặp nhiều khó khăn đã tạo ra nhiều thách thức đối với thị trường BĐS Việt Nam. Tuy nhiên, với những giải pháp hữu hiệu về ổn định kinh tế vĩ mô của Chính phủ đã giúp cho nền kinh tế nước ta đạt được nhiều kết quả khả quan. Đây chính là nền tảng cho hoạt

động kinh doanh của các doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp kinh doanh BĐS nói riêng, cũng như sự phát triển của thị trường chứng khoán trong nước.

##### 2.1.2 Phân tích thị trường chứng khoán Việt Nam

Năm 2010, TTCK Việt Nam có sự suy giảm. Chỉ số Vn – Index đạt đỉnh vào ngày 07/01 với 543.46, sau đó sụt giảm mạnh và phục hồi đi ngang vào cuối năm. Kết thúc năm 2010, chỉ số VN-Index và HNX-Index giảm lần lượt 2.0% và 32.1% so với cuối năm 2009. Tuy nhiên, mức sụt giảm của nhiều cổ phiếu ở mức cao gấp nhiều lần so với hai chỉ số, từ 50 – 60%.

#### 2.2 PHÂN TÍCH NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN VIỆT NAM

##### 2.2.1 Đặc điểm thị trường bất động sản Việt Nam

Thị trường BĐS Việt Nam đang ở giai đoạn giao thoa giữa giai đoạn tập trung hóa và tiền tệ hóa, với sự phát triển bùng nổ của các doanh nghiệp BĐS.

##### 2.2.2 Thực trạng ngành bất động sản Việt Nam

Năm 2010, thị trường BĐS ở 2 trung tâm kinh tế lớn là Hà Nội và TP HCM liên tiếp có những biến động tăng - giảm bất thường. Trong khi tại Hà Nội, thị trường BĐS tiếp tục tăng giá và diễn biến phức tạp, TP Hồ Chí Minh lại chứng kiến sự sụt giảm mạnh về giao dịch và chững lại của giá nhà đất.

##### 2.2.3 Thực trạng biến động giá cổ phiếu bất động sản trên HOSE

Nhìn chung, cổ phiếu bất động sản biến động cùng chiều với VN – Index, song nếu như so sánh với chỉ số chung, nhóm cổ phiếu này sụt giảm mạnh hơn – giảm khoảng 19%. Điều đáng nói là biến động giá các cổ phiếu bất động sản có sự phân hóa lớn. Những Bluechips đầu ngành như VIC, HAG đã góp phần nâng đỡ chỉ số chung của

nhóm bất động sản. Trong khi VIC tăng trên 73%, HAG giảm nhẹ 6% thì có nhiều cổ phiếu giảm tới 30%, 50% trong năm 2010.

#### **2.2.4 Triển vọng của ngành bất động sản Việt Nam**

Hiện nay thị trường bất động sản đang gặp phải rất nhiều khó khăn, trong đó huy động vốn là khó khăn nhất. Tuy nhiên, nhu cầu về nhà ở tại Việt Nam là rất lớn, tiền trong dân cũng không phải là nhỏ. Do đó yếu tố đầu ra của thị trường là còn tiềm năng rất lớn. Xét về dài hạn, thị trường bất động sản sẽ còn phát triển mạnh.

### **2.3 PHÂN TÍCH MỘT SỐ CÔNG TY BẤT ĐỘNG SẢN TẠI HOSE**

#### **2.3.1 Phân tích tình hình tài chính**

Hầu hết đây là những công ty có tiềm lực tài chính vững mạnh, với tổng tài sản trên 1.000 tỷ đồng và đều có sự tăng trưởng so với năm 2009. Đặc biệt có các công ty như HAG, VIC, SJS đều có mức tăng trưởng của tổng tài sản trên 150%. Kết quả kinh doanh năm 2010 của các công ty trên cũng khá khả quan, thể hiện qua doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế. Trong số 10 công ty được nghiên cứu có 5 công ty có doanh thu thuần trên 1000 tỷ và 3 công ty có lợi nhuận sau thuế trên 1000 tỷ. Ngoại trừ SJS có sự sụt giảm cả doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế so với năm 2009; TDH giảm lợi nhuận sau thuế; CII và NTL giảm về doanh thu, các công ty còn lại đều có sự tăng trưởng so với năm trước, đặc biệt có 4 công ty (VIC, HAG, KBC, ITA) đều có tốc độ tăng lợi nhuận sau thuế cao hơn tốc độ tăng tổng tài sản.

#### **2.3.2 Phân tích rủi ro**

- Đối với rủi ro kinh doanh, công ty có mức rủi ro kinh doanh cao nhất là VIC (89%), tiếp theo là HAG (60%) và KBC (59%).

- Đối với rủi ro tài chính, nếu xem xét tỷ số nợ/tổng tài sản (DA) thì ta thấy có 4 công ty có tỷ số nợ dưới 50% (HAG, ITA, TDH, LCG).

- Nếu xem xét tỷ số nợ dài hạn/vốn chủ sở hữu (LDE) thì VIC là công ty có mức rủi ro cao nhất (166%), tiếp theo là CII (109%).

- Đối với khả năng thanh toán lãi vay thì hầu hết các công ty đều có tỷ số này ở mức khá cao, nghĩa là rủi ro về khả năng thanh toán các khoản lãi vay là rất thấp.

### **KẾT LUẬN CHƯƠNG 2**

Trong chương này, đề tài tập trung phân tích những biến động của nền kinh tế Việt Nam, TTCK Việt Nam cũng như phân tích thực trạng, những thách thức và triển vọng của ngành BĐS Việt Nam. Qua đó có thể thấy ngành BĐS Việt Nam đang phải gánh chịu những rủi ro rất lớn từ phía các chính sách kinh tế vĩ mô, đồng thời việc đầu tư vào cổ phiếu của ngành BĐS cũng sẽ đưa lại cho nhà đầu tư nhiều rủi ro hơn so với các nhóm cổ phiếu của các ngành khác. Chính vì vậy, để có được quyết định phù hợp khi đầu tư vào các cổ phiếu BĐS, chúng ta cần ước lượng được tỷ suất lợi tức kỳ vọng và tốc độ tăng trưởng cổ tức phù hợp cho các cổ phiếu, từ đó có thể xác định được giá trị nội tại của các cổ phiếu, làm cơ sở cho quyết định đầu tư.

**CHƯƠNG 3**  
**PHÂN TÍCH GIÁ TRỊ NỘI TẠI CỔ PHIẾU**  
**NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TẠI HOSE**

**3.1 ƯỚC LƯỢNG TỶ SUẤT LỢI TỨC KỲ VỌNG VÀ TỶ LỆ TĂNG TRƯỞNG CỔ TỨC CỦA CỔ PHIẾU NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TẠI HOSE**

**3.1.1 Ước lượng tỷ suất lợi tức kỳ vọng của cổ phiếu**

**3.1.1.1 Giới thiệu mô hình áp dụng và phương pháp thu thập số liệu**

Để ước lượng tỷ suất lợi tức kỳ vọng cho các cổ phiếu bất động sản niêm yết trên HOSE theo mô hình CAPM, tác giả đã sử dụng phương pháp thống kê. Phương pháp này được sử dụng để thống kê các số liệu về giá cổ phiếu, chỉ số VN-Index, suất sinh lợi của trái phiếu chính phủ trong một giai đoạn lịch sử. Đồng thời, để ước lượng hệ số beta của các công ty, tác giả cũng sử dụng phương pháp hồi quy đơn biến trong định lượng để ước lượng phương trình hồi quy nhằm xác định hệ số beta.

Phương trình của mô hình CAPM:

$$k = E(R_i) = R_f + \beta_i * [E(R_m) - R_f] \quad (3.1)$$

Trong đó:

$R_f$ : Tỷ suất lợi tức phi rủi ro, sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm bình quân năm 2011

$R_m$ : Tỷ suất lợi tức của danh mục thị trường, sử dụng tỷ suất lợi tức hàng ngày của chỉ số VN Index.

$\beta_i$ : Hệ số beta của cổ phiếu i, được ước lượng bằng cách hồi quy tỷ suất lợi tức cổ phiếu (biến phụ thuộc) theo tỷ suất lợi tức thị trường (biến độc lập).

**3.1.1.2 Thống kê mô tả dữ liệu và kết quả ước lượng**

Luận văn sử dụng chỉ số VN – Index làm danh mục thị trường, với thời gian từ ngày 01/01/2009 đến ngày 31/10/2011. Sử dụng mô hình CAPM ta ước lượng được TSLT kỳ vọng của các cổ phiếu như sau:

**Bảng 3.3: Kết quả ước lượng TSLT kỳ vọng của các cổ phiếu**

STT	Mã CK	Bêta	Tỷ suất lợi tức kỳ vọng
1	<b>CII</b>	1.065988	15.25%
2	<b>HAG</b>	1.025154	15.15%
3	<b>HDC</b>	0.996126	15.07%
4	<b>ITA</b>	1.312698	15.89%
5	<b>KBC</b>	0.738953	14.41%
6	<b>LCG</b>	1.152066	15.48%
7	<b>NTL</b>	1.112506	15.37%
8	<b>SJS</b>	1.194658	15.59%
9	<b>TDH</b>	1.216367	15.64%
10	<b>VIC</b>	0.519140	13.84%
	<b>Trung bình</b>		15.17%

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

**3.1.2 Ước lượng tỷ lệ tăng trưởng cổ tức**

Để ước lượng tỷ lệ tăng trưởng cổ tức của các công ty BĐS, ta sử dụng công thức:

$$g = ROE * b \quad (3.3)$$

Trong đó:

$g$  là tỷ lệ tăng trưởng cổ tức của các cổ phiếu

$ROE$  là tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu

$b$  là tỷ lệ lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư



Ta có:  $b = 1 - \text{tỷ lệ chi trả cổ tức} = 1 - (D/EPs)$

Qua tài liệu về chính sách cổ tức của các công ty, sử dụng mức cổ tức được chia năm 2010, với EPS được tính theo 4 quý (từ quý IV/2010 đến quý III/2011), ta ước lượng được tỷ lệ tăng trưởng cổ tức của các công ty BĐS theo công thức (3.3) như sau:

**Bảng 3.6: Kết quả ước lượng TLTT cổ tức của các công ty**

TT	Mã CK	ROE	Mức cổ tức	EPS	Tỷ lệ cổ tức	b	g
1	<b>CII</b>	0,27	2.500	2.277	109,79%	-9,7%	-2,6%
2	<b>HAG</b>	0,24	2.000	3.141	63,67%	36,3%	8,7%
3	<b>HDC</b>	0,22	2.000	3.533	56,61%	43,3%	9,5%
4	<b>ITA</b>	0,12	5.000	1.257	397,77%	-297,7%	-35,7%
5	<b>KBC</b>	0,25	1.000	1.258	79,49%	20,5%	5,13%
6	<b>LCG</b>	0,19	2.000	3.469	57,65%	42,3%	8,0%
7	<b>NTL</b>	0,42	10.000	5.055	197,82%	-97,82%	-41,0%
8	<b>SJS</b>	0,22	1.000	2.392	41,81%	58,19%	12,80%
9	<b>TDH</b>	0,18	2.000	2.393	83,58%	16,42%	2,96%
10	<b>VIC</b>	0,36	5.880	7.088	82,96%	17,04%	6,14%

*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 BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TẠI HOSE

#### 3.2.1 Xác định giá trị nội tại của cổ phiếu theo mô hình chiết khấu cổ tức

Áp dụng công thức xác định giá trị nội tại của cổ phiếu theo mô hình chiết khấu cổ tức trong trường hợp cổ tức tăng trưởng với tỷ lệ không đổi:

$$V_0 = \frac{D_1}{k-g} = \frac{D_0(1+g)}{k-g}$$

Ta xác định được giá trị nội tại của các cổ phiếu như sau:

**Bảng 3.7: Kết quả định giá các cổ phiếu BĐS theo mô hình DDM**

TT	Mã CK	TSLT kỳ vọng	Cổ tức (đồng)	Tỷ lệ tăng trưởng cổ tức	Cổ tức dự kiến (đồng)	Giá trị nội tại (đồng)
1	<b>CII</b>	15,25%	2.500	- 2,64%	2.434	<b>13.598</b>
2	<b>HAG</b>	15,15%	2.000	8,75%	2.175	<b>34.004</b>
3	<b>HDC</b>	15,07%	2.000	9,55%	2.191	<b>39.633</b>
4	<b>ITA</b>	15,30%	5.000	- 35,73%	3.213	<b>6.297</b>
5	<b>KBC</b>	15,10%	1.000	5,13%	1.051	<b>10.541</b>
6	<b>LCG</b>	15,17%	2.000	8,05%	2.161	<b>30.332</b>
7	<b>NTL</b>	15,37%	10.000	- 41,09%	5.891	<b>10.434</b>
8	<b>SJS</b>	15,00%	1.000	12,80%	1.128	<b>51.336</b>
9	<b>TDH</b>	15,00%	2.000	2,96%	2.059	<b>17.097</b>
10	<b>VIC</b>	15,20%	5.880	6,14%	6.241	<b>68.848</b>

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

#### 3.2.2 Xác định giá trị nội tại của cổ phiếu bằng phương pháp so sánh sử dụng hệ số P/E

Hệ số P/E chuẩn được sử dụng là P/E trung bình của ngành BĐS được tính dựa vào hệ số P/E của các công ty BĐS đang niêm yết trên HOSE theo phương pháp bình quân gia quyền với quyền số là tỷ trọng vốn hóa của các công ty đó.

**Bảng 3.8: Kết quả định giá các cổ phiếu theo phương pháp so sánh**

TT	MÃ CK	EPS <sub>0</sub> (đồng)	Tỷ lệ tăng trưởng	EPS <sub>1</sub> (đồng)	Giá cổ phiếu (đồng)
1	CII	2.277	-2,64%	2.217	<b>22.456</b>
2	HAG	3.141	8,75%	3.416	<b>34.603</b>
3	HDC	3.533	9,55%	3.870	<b>39.206</b>
4	ITA	1.257	-35,73%	808	<b>8.183</b>
5	KBC	1.258	5,13%	1.323	<b>13.397</b>
6	LCG	3.469	8,05%	3.748	<b>37.968</b>
7	NTL	5.055	-41,09%	2.978	<b>30.168</b>
8	SJS	2.392	12,80%	2.698	<b>27.333</b>
9	TDH	2.393	2,96%	2.464	<b>24.958</b>
10	VIC	7.088	6,14%	7.523	<b>76.207</b>

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

### 3.3 PHÂN TÍCH GIÁ TRỊ NỘI TẠI CỦA CỔ PHIẾU NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TẠI HOSE

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

Thông thường, các nhà đầu tư sẽ so sánh giá thị trường và giá nội tại của cổ phiếu để ra quyết định đầu tư trên cơ sở:

Nếu giá nội tại > giá thị trường  $\Rightarrow$  nên mua hoặc nắm giữ cổ phiếu

Nếu giá nội tại < giá thị trường  $\Rightarrow$  không nên mua hoặc bán cổ phiếu

Bảng 3.10 và 3.11 dưới đây cho thấy sự chênh lệch giữa giá trị nội tại và giá thị trường của cổ phiếu.

**Bảng 3.10: So sánh giá nội tại (theo phương pháp DDM) và giá thị trường các cổ phiếu**

*Đơn vị tính: Đồng*

TT	Mã CK	Giá trị nội tại	Giá thị trường <sup>(*)</sup>	Chênh lệch
1	CII	13.598	23.900	<b>- 10.302</b>
2	HAG	34.004	22.200	11.804
3	HDC	39.633	16.700	22.933
4	ITA	6.297	7.600	<b>- 1.303</b>
5	KBC	10.541	10.800	<b>- 259</b>
6	LCG	30.332	10.700	19.632
7	NTL	10.434	15.200	<b>- 4.766</b>
8	SJS	51.336	20.200	31.136
9	TDH	17.097	13.900	3.197
10	VIC	68.848	86.000	<b>- 17.152</b>

*Nguồn: [www.hsx.com](http://www.hsx.com) và tính toán của tác giả*

#### Nhận xét:

So sánh giá thị trường của cổ phiếu với giá trị nội tại xác định theo phương pháp DDM ta thấy có thể chia các cổ phiếu được xem xét thành hai nhóm:

- Nhóm cổ phiếu có giá nội tại thấp hơn giá thị trường gồm: CII, ITA, KBC, NTL, VIC.

- Nhóm cổ phiếu có giá nội tại cao hơn giá thị trường gồm: HAG, HDC, LCG, SJS, TDH.

**Bảng 3.11: So sánh giá nội tại (theo phương pháp P/E) và giá thị trường các cổ phiếu**

*Đơn vị tính: Đồng*

TT	Mã CK	Giá trị nội tại (1)	Giá thị trường <sup>(*)</sup> (2)	Chênh lệch (1-2)
1	<b>CII</b>	22.456	23.900	- 1.444
2	<b>HAG</b>	34.603	22.200	12.403
3	<b>HDC</b>	39.206	16.700	22.506
4	<b>ITA</b>	8.183	7.600	583
5	<b>KBC</b>	13.397	10.800	2.597
6	<b>LCG</b>	37.968	10.700	27.268
7	<b>NTL</b>	30.168	15.200	14.968
8	<b>SJS</b>	27.333	20.200	7.133
9	<b>TDH</b>	24.958	13.900	11.058
10	<b>VIC</b>	76.207	86.000	- 9.793

*Nguồn: [www.hsx.com](http://www.hsx.com) và tính toán của tác giả*

So sánh giá trị nội tại của các cổ phiếu được xác định dựa vào hệ số P/E, ta thấy hầu hết các cổ phiếu đều có giá nội tại cao hơn giá thị trường, chỉ có 2 cổ phiếu có giá nội tại thấp hơn giá thị trường là cổ phiếu CII và VIC.

### 3.3.2 So sánh giá trị nội tại với giá trị sổ sách của cổ phiếu (Book Value – BV)

Sau khi xác định được giá trị nội tại của các cổ phiếu bất động sản đang niêm yết trên HOSE, chúng ta so sánh nó với giá trị sổ sách để thấy được mối quan hệ giữa giá nội tại và giá sổ sách của các cổ phiếu.

**Bảng 3.12: So sánh giá nội tại và giá sổ sách các cổ phiếu**

*Đơn vị tính: đồng*

TT	MÃ CK	Giá nội tại (DDM)	Giá nội tại (P/E)	Giá sổ sách <sup>(*)</sup>	Chênh lệch so với p.p DDM	Chênh lệch so với p.p P/E
1	<b>CII</b>	13.598	22.456	16.100	-2.502	6.356
2	<b>HAG</b>	34.004	34.603	19.500	14.504	15.103
3	<b>HDC</b>	39.633	39.206	22.700	16.933	16.506
4	<b>ITA</b>	6.297	8.183	17.100	-10.803	-8.917
5	<b>KBC</b>	10.541	13.397	15.100	- 4.559	- 1.703
6	<b>LCG</b>	30.332	37.968	22.000	8.332	15.968
7	<b>NTL</b>	10.434	30.168	15.600	-5.166	14.568
8	<b>SJS</b>	51.336	27.333	19.500	31.836	7.833
9	<b>TDH</b>	17.097	24.958	34.600	- 17.503	-9.642
10	<b>VIC</b>	68.848	76.207	16.000	52.848	60.207

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả; (\*): [www.cophieu68.com](http://www.cophieu68.com), tính theo số liệu trên BCTC quý IV năm 2010 của các công ty*

Qua kết quả so sánh ở bảng 3.11 ta thấy có sự khác biệt khá rõ rệt giữa giá nội tại và giá sổ sách của cổ phiếu, đồng thời sự chênh lệch giữa hai loại giá của các cổ phiếu cũng không giống nhau. Cổ phiếu có mức chênh lệch cao nhất là TDH (17.503 đồng) và thấp nhất là cổ phiếu KBC (1.703 đồng).

### 3.4 CÁC HÀM Ý RÚT RA TỪ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐỐI VỚI NHÀ ĐẦU TƯ

Từ những phân tích về cổ phiếu ngành BĐS và kết quả định giá cổ phiếu ở trên, các nhà đầu tư khi đầu tư vào cổ phiếu ngành BĐS cần lưu ý những vấn đề sau:

Thứ nhất, ngành BĐS là một ngành kinh doanh hàng hóa đặc biệt, chịu nhiều rủi ro từ sự biến động của nền kinh tế như sự tăng trưởng kinh tế, lạm phát, lãi suất, tỷ giá hối đoái...; đồng thời những điều chỉnh trong chính sách luật pháp đối với ngành này cũng sẽ làm cho ngành BĐS chứa đựng nhiều rủi ro. Chính vì vậy, các nhà đầu tư khi lựa chọn nhóm cổ phiếu này cần có sự theo dõi, phân tích kỹ những biến động của nền kinh tế, kết quả hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành để lường trước được những rủi ro.

Thứ hai, nếu đầu tư ngắn hạn để tìm kiếm lợi nhuận, nhà đầu tư nên căn cứ vào giá cổ phiếu xác định theo giá bình quân chung của thị trường (định giá theo phương pháp so sánh), cụ thể những cổ phiếu có giá thấp hơn giá thị trường thì nên mua vào, ngược lại những cổ phiếu có giá cao hơn giá thị trường thì nên bán ra để thu lợi nhuận. Cụ thể từ kết quả nghiên cứu ở trên, nhà đầu tư nên mua vào các cổ phiếu HAG, HDC, ITA, KBC, LCG, NTL, SJS, TDH. Đối với các cổ phiếu CII và VIC, nhà đầu tư nên bán ra để thu lợi nhuận vì các cổ phiếu này đang được thị trường định giá cao.

Thứ ba, nếu đầu tư dài hạn, nhà đầu tư nên đầu tư theo trường phái “giá trị”, nghĩa là phải căn cứ vào giá trị thực của cổ phiếu, bởi vì giá thị trường của cổ phiếu có thể biến động cao hơn hoặc thấp hơn giá trị nội tại của cổ phiếu, nhưng đều xoay quanh giá trị nội tại của cổ phiếu. Những cổ phiếu hiện tại đang được thị trường định giá thấp có thể sẽ mang lại cho nhà đầu tư những mức sinh lợi cao khi

mà giá thị trường tiến sát đến giá trị thực của cổ phiếu. Với những cổ phiếu được nghiên cứu trong đề tài, nhà đầu tư dài hạn có thể lựa chọn nắm giữ trong danh mục của mình các cổ phiếu HAG, HDC, KBC, LCG, SJS, TDH.

### KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Trong chương này luận văn đã áp dụng mô hình chiết khấu cổ tức DDM và phương pháp định giá so sánh dựa vào hệ số P/E để xác định giá trị nội tại của các cổ phiếu BĐS đang niêm yết trên HOSE. Qua kết quả định giá và so sánh giá trị nội tại của cổ phiếu đã xác định được với giá thị trường và giá sổ sách của các cổ phiếu, ta thấy có sự chênh lệch đáng kể giữa giá nội tại với giá thị trường và giá sổ sách. Điều này cho thấy giá của các cổ phiếu trên TTCK Việt Nam vẫn chưa phản ánh đúng giá trị thực của các cổ phiếu.

Tuy nhiên dựa vào kết quả nghiên cứu ở trên, luận văn cũng đã đưa ra những khuyến nghị hợp lý đối với nhà đầu tư để giúp họ có thể lựa chọn được những cổ phiếu phù hợp để đưa vào danh mục đầu tư.

## 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 các cổ phiếu BĐS đang niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM. Các phương pháp ước lượng được sử dụng đều tuân thủ chặt chẽ các kiến thức phương pháp luận cũng như độ chính xác về dữ liệu được sử dụng trong mô hình. Từ đó luận văn đã đưa ra những phân tích, khuyến nghị hợp lý để giúp cho các nhà đầu tư chứng khoán có thêm thông tin, phục vụ cho quyết định đầu tư.

Tuy nhiên, có thể thấy rằng, định giá cổ phiếu là một “nghệ thuật” hơn là một “khoa học”. Mỗi một phương pháp định giá sẽ cho ta một kết quả khác nhau, ngay cả khi đối với một phương pháp, các nhà phân tích khác nhau sẽ xác định được mức giá cũng không giống nhau. Ngay khi đã xác định được giá nội tại của cổ phiếu, nhà đầu tư cũng chưa thể chắc chắn được kết quả đầu tư của mình. Chính vì vậy, những 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 được trình bày trong luận văn cũng chỉ mang tính chất tham khảo, với mong muốn góp phần nâng cao hiệu quả của công tác định giá cổ phiếu cũng như hoạt động đầu tư trên TTCK.