

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG

PHẠM THÀNH TUẤN

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU NGÀNH DƯỢC PHẨM
NIÊM YẾT TẠI SỞ 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 2014

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. NGUYỄN HÒA NHÂN**

Phản biện 2: **PGS.TS. TRẦN ĐÌNH THAO**

Luận văn được bảo vệ trước Hội đồng chấm Luận văn tốt nghiệp thạc sĩ
Quản trị kinh doanh hợp tại Đại học Đà Nẵng vào ngày 02 tháng 03 năm
2014

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 Việt Nam sau 12 năm đã trở thành kênh huy động vốn quan trọng của nền kinh tế, thúc đẩy việc tích lũy và tập trung nguồn vốn để đáp ứng nhu cầu đầu tư mở rộng sản xuất, đầu tư hoàn thiện cơ sở vật chất và góp phần đưa nền kinh tế Việt Nam ngày càng phát triển ổn định hơn.

Khi tham gia vào thị trường mua bán và nắm giữ chứng khoán, các nhà đầu tư luôn kì vọng sẽ thu được lợi nhuận cao, nhưng các chứng khoán trên thị trường luôn tiềm ẩn nhiều rủi ro. Vì vậy, để giảm thiểu rủi ro và gia tăng lợi nhuận, mỗi nhà đầu tư cần phải biết nắm bắt thông tin, kiến thức, vốn và khả năng chấp nhận rủi ro trong đầu tư. Tuy nhiên, một thực tế chung của các nhà đầu tư ở Việt Nam khi tham gia vào thị trường chứng khoán là sự thiếu kiến thức về thị trường chứng khoán, sự thiếu hiểu biết về đầu tư chứng khoán. Vì vậy, họ có xu hướng nghe ngóng thông tin để đầu tư, trong khi thông tin thì đủ loại, từ nhiều nguồn cung cấp khác nhau, chẳng mấy ai có khả năng để kiểm định những thông tin này. Bên cạnh đó, tâm lý đám đông và tâm lý bầy đàn của các nhà đầu tư Việt Nam rất mạnh, kết quả là nhiều nhà đầu tư từ bỏ cả kỳ vọng cá nhân, để theo đuổi mức kỳ vọng của đám đông trên thị trường. Đây là một sự đầu tư liều lĩnh, nhiều rủi ro nên việc mua vào hay bán ra chứng khoán theo kiểu này là quá sai lầm, tự tìm đến thất bại. Qua đây cho ta thấy để trở thành nhà đầu tư chuyên nghiệp, thực hiện giao dịch mua bán chứng khoán trên thị trường theo đúng bản chất thì cần phải tìm hiểu, phân tích tình hình kinh doanh, tình hình tài chính và sự biến động giá cả của chứng khoán là rất quan trọng. Khi đưa ra quyết định có nên mua vào hay bán ra một loại chứng khoán nào đó, nhà đầu tư nên thực hiện việc so sánh giá cả của chứng khoán đó trên thị trường hiện nay cao hay thấp hơn so với giá trị thực (giá trị nội tại) của nó.

Trong khuôn khổ của đề tài này, tôi vận dụng kỹ thuật chiết khấu dòng tiền và kỹ thuật định giá so sánh để định giá cổ phiếu các công ty

ngành dược phẩm 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.
- Vận dụng kỹ thuật chiết khấu dòng tiền, kỹ thuật định giá so sánh để định giá cổ phiếu của các công ty ngành dược phẩm niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.

- Đề xuất những kiến nghị đối với nhà đầu tư khi đầu tư vào các cổ phiếu ngành dược phẩm, khi sử dụng hai kỹ thuật này (kỹ thuật chiết khấu dòng tiền, kỹ thuật định giá so sánh) để định giá cổ phiếu.

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

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

- Phạm vi nghiên cứu:

- + Nội dung: Nghiên cứu giá trị cổ phiếu ngành dược phẩm thông qua 2 kỹ thuật định giá (kỹ thuật chiết khấu dòng tiền và kỹ thuật định giá so sánh)

- + Không gian: Nghiên cứu giá trị nội tại của cổ phiếu ngành dược phẩm niêm yết trên HOSE.

- + Thời gian: Giai đoạn từ 1/1/2010 đến 30/6/2013.

4. Phương pháp nghiên cứu

- Mô hình nghiên cứu: Đề tài vận dụng kỹ thuật chiết khấu dòng tiền, kỹ thuật định giá so sánh để xác định giá trị nội tại của các cổ phiếu ngành dược phẩm niêm yết trên HOSE.

- Tiến trình nghiên cứu:

- + Thu thập dữ liệu về giá đóng cửa điều chỉnh của các cổ phiếu cần định giá, tình hình tài chính của các công ty dược phẩm niêm yết tại HOSE.

- + Ước lượng tỷ suất lợi tức kỳ vọng và tỷ lệ tăng trưởng kỳ vọng.

- + Xác định giá trị nội tại của cổ phiếu các công ty dược phẩm.
- + 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 4 chương:

Chương 1: Cơ sở lý luận cơ bản về định giá cổ phiếu

Chương 2: Thiết kế nghiên cứu định giá cổ phiếu ngành dược phẩm

Chương 3: Phân tích tình hình biến động giá cổ phiếu ngành dược phẩm niêm yết tại HOSE

Chương 4: Kết quả định giá cổ phiếu ngành dược phẩm và khuyến cáo đối với nhà đầu tư.

Trên cơ sở kết quả ở chương 3, chương 4 tiến hành ước lượng tỷ suất lợi tức kỳ vọng, tỷ lệ tăng trưởng cổ tức và xác định giá trị nội tại của cổ phiếu các công ty ngành dược phẩm niêm yết tại HOSE. Từ đó, tác giả tiến hành phân tích, đánh giá kết quả thu được và đưa ra khuyến cáo đối với nhà đầu tư.

6. Tổng quan tài liệu

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 kỹ thuật chiết khấu dòng tiền và kỹ thuật định giá so sánh để định giá cổ phiếu ngành dược phẩm niêm yết trên sàn HOSE. Trong luận văn này, tác giả đã sử dụng những kết quả nghiên cứu định giá cổ phiếu bằng kỹ thuật chiết khấu dòng tiền của đề tài *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* của tác giả Nguyễn Thị Hạnh.

CHƯƠNG 1

CƠ SỞ LÝ LUẬN CƠ BẢN VỀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

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.

Cổ phiếu phổ thông là một loại chứng khoán do một chủ thể phát hành để huy động vốn dưới dạng vốn góp. Lợi ích mà cổ phiếu phổ thông mang lại cho cổ đông là khoản chia lãi hàng năm trích ra từ lãi ròng của doanh nghiệp. Chủ thể giữ cổ phiếu phổ thông đứng cuối cùng trong quá trình phân chia lợi ích hàng năm hoặc hoàn trả vốn khi doanh nghiệp giải thể.

Cổ phiếu ưu đãi có đặc điểm cơ bản giống cổ phiếu phổ thông, đó là quyền được chia lãi ròng mà doanh nghiệp tạo ra và quyền sở hữu một phần tài sản của doanh nghiệp theo tỷ lệ vốn góp. Sự ưu đãi được thể hiện bởi khoản lãi nhận được sẽ được tính theo lãi suất cố định trên mệnh giá giống như trái phiếu khi doanh nghiệp có lãi và chủ thể sở hữu cổ phiếu ưu đãi được chia trước chủ thể sở hữu cổ phiếu phổ thông cả khoản lãi hàng năm cũng như khoản vốn theo tỷ lệ góp vốn khi doanh nghiệp phá sản.

1.2. PHÂN TÍCH CỔ PHIẾU

1.2.1. Các phương pháp phân tích cổ phiếu

Mức độ rủi ro của cổ phiếu sẽ ảnh hưởng đến tỷ suất lợi tức yêu cầu của nhà đầu tư khi họ tiến hành định giá cổ phiếu. Vì vậy, quá trình phân tích cổ phiếu để ước lượng tỷ suất lợi tức và tỷ lệ tăng trưởng là bước không thể thiếu đối với nhà đầu tư.

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

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

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,...

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. Trong nền kinh tế thị trường, định giá cổ phiếu cũng như định giá tài sản nói chung đáp ứng yêu cầu tính toán, xác định sự thay đổi về mặt giá trị của tài sản tại một thời điểm nhất định. Vì vậy, khi nói đến định giá cổ phiếu, người ta thường hiểu là việc xác định giá trị nội tại của cổ phiếu đó.

1.3.2. Sự cần thiết công tác định giá cổ phiếu

1.3.3. Các kỹ thuật định giá cổ phiếu

Hiện nay có hai kỹ thuật 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 kỹ thuật chiết khấu dòng tiền

b. Định giá cổ phiếu bằng kỹ thuật định giá so sánh

Trong phạm vi của đề tài này, tác giả đi xác định giá trị nội tại của các cổ phiếu theo kỹ thuật định giá so sánh sử dụng hệ số P/E.

1.4. PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU THEO KỸ THUẬT CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

1.4.1. Kỹ thuật chiết khấu dòng tiền cổ tức (DDM)

1.4.2. Những ưu và nhược điểm khi sử dụng kỹ thuật định giá cổ phiếu bằng kỹ thuật chiết khấu dòng tiền

1.5. PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU BẰNG KỸ THUẬT ĐỊNH GIÁ SO SÁNH

1.5.1. Kỹ thuật định giá so sánh sử dụng hệ số P/E

Trái với kỹ thuật chiết khấu dòng tiền, 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 gọi là mô hình số nhân lợi nhuận).

Để định giá cổ phiếu, trước hết nhà đầu tư cần phải xác định một hệ số P/E_{chuẩn} (có thể là P/E trung bình ngành, của thị trường hoặc của cổ phiếu tiêu biểu nào đó với các đặc điểm tương tự); kế tiếp là xác định EPS_{kỳ vọng} là thu nhập kỳ vọng của 1 cổ phiếu năm đến.

$$\text{Giá hiện tại của cổ phiếu} = \frac{\text{Thu nhập kỳ vọng của cổ phiếu}}{\text{Hệ số giá Thu nhập}} \quad (1.8)$$

$$\text{Hay:} \quad V_0 = \text{EPS}_{\text{kỳ vọng}} \times \text{P/E}_{\text{chuẩn}} \quad (1.8)$$

1.5.2. Những ưu và nhược điểm của kỹ thuật định giá cổ phiếu bằng phương pháp P/E.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

CHƯƠNG 2

THIẾT KẾ NGHIÊN CỨU ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU NGÀNH DƯỢC PHẨM

2.1. TIẾN TRÌNH NGHIÊN CỨU

Tiến trình nghiên cứu định giá cổ phiếu ngành dược phẩm trong luận văn này được tiến hành thực hiện theo 6 bước cơ bản sau:

Bước 1: Xác định mẫu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu là những công ty thuộc ngành dược phẩm, niêm yết trên sàn Hose.

Bước 2: Thu thập và xử lý số liệu

+ Thu thập: Tập trung thu thập những dữ liệu, số liệu của các công ty được chọn làm mẫu nghiên cứu: giá cổ phiếu đóng cửa điều chỉnh; các báo cáo tài chính: Báo cáo kết quả kinh doanh, Bảng cân đối kế toán, Báo cáo lưu chuyển tiền tệ; báo cáo thường niên; Nghị quyết đại hội cổ đông của công ty; Chỉ số VN – index;... trong khoảng thời gian từ ngày 01/01/2010 – 30/6/2013.

+ Xử lý số liệu: Các số liệu thu thập được xử lý bằng phần mềm Excel, Eviews 5.0.

Bước 3: Xác định các yếu tố đầu vào trong định giá cổ phiếu bằng kỹ thuật chiết khấu dòng tiền.

Khi áp dụng kỹ thuật chiết khấu dòng tiền 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

Bước 4: Xác định các yếu tố đầu vào trong định giá cổ phiếu bằng kỹ thuật định giá so sánh.

Việc áp dụng kỹ thuật định giá so sánh sử dụng hệ số P/E để xác định giá trị nội tại các cổ phiếu, chúng ta cần phải xác định $EPS_{\text{kỳ vọng}}$ (thu nhập kỳ vọng của 1 cổ phiếu trong năm đến) và hệ số $P/E_{\text{chuẩn}}$ (có thể là P/E của thị trường, ngành hay nhóm ngành).

Bước 5: Phân tích kết quả nghiên cứu

Trong phân tích kết quả nghiên cứu tập trung phân tích 2 nội dung chính sau:

- So sánh giá trị nội tại của 2 kỹ thuật định giá với giá trị thị trường của các cổ phiếu (giá thị trường được lấy theo số liệu bình quân 4 quý năm 2013 của các mã cổ phiếu).

+ 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.

- So sánh giá trị nội tại của 2 kỹ thuật định giá với giá trị sổ sách của các cổ phiếu (giá sổ sách được lấy theo số liệu bình quân 4 quý năm 2013 của các công ty).

Bước 6: Hàm ý chính sách

+ Đưa ra những khuyến cáo đối với nhà đầu tư khi tham gia đầu tư vào các chứng khoán ngành dược phẩm.

+ Kiến nghị đối với cơ quan quản lý nhà nước trong việc quản lý thị trường chứng khoán, các chính sách hỗ trợ phát triển ngành dược phẩm. Đồng thời, kiến nghị đối với các doanh nghiệp dược phẩm trong việc đầu tư, mở rộng sản xuất và đổi mới công nghệ nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh và vị thế trên thị trường trong và ngoài nước.

2.2. MẪU NGHIÊN CỨU

2.2.1. Cách nhận diện mẫu nghiên cứu

a. Khái niệm ngành dược phẩm

Theo Tổ chức Y tế thế giới WHO dược phẩm được hiểu chung như sau: Dược phẩm hay còn gọi là thuốc bao gồm hai thành phần cơ bản là thuốc Tân dược phẩm và thuốc Y học cổ truyền. Thuốc phải đảm bảo độ an toàn, hiệu quả và có chất lượng tốt được quy định thời hạn sử dụng và sử dụng theo liều lượng hợp lý.

Tại Việt Nam thì dược phẩm được hiểu như sau:

+ Dược là thuốc và hoạt động liên quan đến thuốc

+ Thuốc là chất hoặc hỗn hợp các chất sử dụng cho người nhằm mục đích phòng bệnh, chữa bệnh, chuẩn đoán bệnh hoặc điều chỉnh các

chức năng sinh lý cơ thể bao gồm thuốc thành phần, nguyên liệu làm thuốc, vắc xin, sinh phẩm y tế, trừ thực phẩm chức năng.

b. Cách nhận diện công ty tham gia ngành dược phẩm

Việc nhận diện những công ty tham gia ngành dược phẩm Việt Nam, dựa vào các yếu tố chính:

- + Là những doanh nghiệp sản xuất, bán buôn các loại dược phẩm;
- + Doanh nghiệp xuất khẩu, nhập khẩu dược phẩm;
- + Doanh nghiệp làm dịch vụ bảo quản dược phẩm;
- + Doanh nghiệp làm dịch vụ kiểm nghiệm dược phẩm.

c. Những thuận lợi, khó khăn trong định giá cổ phiếu ngành dược phẩm

2.2.2. Các tiêu chí lựa chọn mẫu

Các công ty được lựa chọn để định giá trong phạm vi của luận văn này là những công ty thuộc ngành Dược phẩm, tiêu chí để lựa chọn như sau:

- Công ty được thành lập và hoạt động từ đầu năm 2007 đến nay;
- Các công ty này được niêm yết cổ phiếu trên sàn HOSE từ 1/1/2010 trở về trước và hoạt động cho đến thời điểm hiện tại;
- Lĩnh vực hoạt động của công ty phải có các một trong các nội dung: sản xuất dược phẩm, mua bán dược phẩm, kinh doanh xuất nhập khẩu dược phẩm.

2.3. XÁC ĐỊNH CÁC YẾU TỐ ĐẦU VÀO TRONG ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU BẰNG KỸ THUẬT CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

2.3.1. Kỹ thuật chiết khấu dòng tiền

Trong giới hạn của luận văn này, tác giả sử dụng kỹ thuật chiết khấu dòng tiền cổ tức để định giá tài sản (cổ phiếu).

Việc áp dụng kỹ thuật 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:* Các công ty được tiến hành định giá trên cơ sở xác định là những công ty có thời gian niêm yết trên 2 năm, hoạt động ổn định nên tăng trưởng cổ tức

qua các năm khá ổn định. Nếu xem xét từng giai đoạn thì tỷ lệ tăng trưởng cổ phiếu công ty không thể ổn định mà luôn thay đổi. Tuy nhiên, nếu xem xét trong thời gian dài thì tỷ lệ tăng trưởng này sẽ ít có biến động lớn, hơn nữa những công ty được xem xét là những công ty được thành lập khá lâu (ít nhất cũng hoạt động gần 10 năm) nên hoạt động của các công ty này đã dần đi vào ổn định. Vì vậy tỷ lệ tăng trưởng của những công ty được xem như không đổi, nên giả thuyết này có thể chấp nhận được trong thực tế.

- *Nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu vĩnh viễn*: Khi nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu vĩnh viễn thì dòng tiền từ hoạt động đầu tư cổ phiếu chỉ là cổ tức. Giả định này không làm cho kết quả định giá bị sai lệch do nếu nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu trong ngắn hạn thì giá bán lại cổ phiếu được xác định dựa vào dòng cổ tức trong tương lai, do đó, dòng tiền từ cổ phiếu vẫn chỉ là cổ tức.

2.3.2. Ước lượng dòng tiền

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

$$hg = \sqrt[n]{\frac{D_n}{D_0}} - 1 \quad (2.1)$$

Trong đó :

- hg : Tỷ lệ tăng trưởng trung bình trong khoảng thời gian ở quá khứ (tăng trưởng thực).

- D_0, D_n : Cổ tức nhận được tương ứng trong với năm 0 và năm thứ n , sử dụng giá trị cổ tức của các cổ phiếu trong 5 năm (từ năm 2008 – 2012).

Trong luận văn này, tác giả dựa vào tỷ lệ tăng trưởng trung bình (biểu thức 2.1) để tính tốc độ tăng trưởng cổ tức của các cổ phiếu.

2.3.3. Ước lượng tỷ suất chiết khấu

Thông thường sử dụng 2 cách sau để ước lượng suất chiết khấu (k):

+ Cách 1: Dựa vào lãi suất phi rủi ro (R_f) và phần bù rủi ro, khi đó :

$$\text{Tỷ suất chiết khấu (k)} = \text{Lãi suất phi rủi ro (R}_f\text{)} + \text{Phần bù rủi ro} \quad (2.2)$$

Ở công thức (2.2) có 2 yếu tố cần phải xác định là lãi suất phi rủi ro (R_f) và phần bù rủi ro.

+ Cách 2: Dựa vào mô hình định giá tài sản vốn (CAPM)

$$k = E(R_i) = R_f + \beta_i * [E(R_m) - R_f] \quad (2.3)$$

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 2013.

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

β_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).

Lãi suất phi rủi ro (R_f): để hạn chế sự tác động của yếu tố lạm phát, đề tài sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm bình quân của năm gần nhất để làm lãi suất phi rủi ro.

Tỷ suất lợi tức của danh mục thị trường (R_m): Danh mục thị trường phải là danh mục chứa tất cả các tài sản tài chính trong nền kinh tế. Tuy nhiên, trong thực tiễn không thể nào thiết lập được một danh mục thị trường như thế. Do vậy, ta chọn một chỉ số chứng khoán có tính đại diện cho cả thị trường để làm danh mục thị trường và tỷ lệ thay đổi chỉ số chứng khoán làm thước đo tỷ suất sinh lợi của danh mục thị trường. Hiện nay, tại Việt Nam có hai chỉ số chứng khoán là chỉ số VN-Index và HNX-Index, tuy nhiên phạm vi nghiên cứu của đề tài chỉ áp dụng đối với các cổ phiếu ngành dược phẩm niêm yết trên Sở GDCK TPHCM (HOSE), do đó đề tài lựa chọn chỉ số VN-Index làm danh mục thị trường, với thời gian từ ngày 01/01/2010 – 30/6/2013. Tỷ suất lợi tức của danh mục thị trường được tính bằng logarit tự nhiên của chỉ số VN-Index của ngày hôm nay chia cho chỉ số VN-Index của ngày giao dịch liền kề trước đó.

Hệ số beta (β_1): Để xác định được hệ số beta, trước hết tác giả phải xác định được tỷ suất lợi tức của các cổ phiếu và tỷ suất lợi tức của danh mục thị trường. Tỷ suất lợi tức của các cổ phiếu được tính dựa trên giá đóng cửa điều chỉnh hàng ngày của các cổ phiếu, tương tự như tính tỷ suất lợi tức của danh mục thị trường.

Trong luận văn này, tác giả dựa vào mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) để ước lượng tỷ suất lợi tức kỳ vọng của các cổ phiếu.

2.3.4. Những lưu ý khi định giá cổ phiếu bằng kỹ thuật chiết khấu dòng tiền cổ tức.

Việc định giá cổ phiếu bằng kỹ thuật chiết khấu dòng tiền cổ tức (DDM) để xác định giá trị nội tại các cổ phiếu, chúng ta phải chấp nhận 2 giả thiết: (1) *Cổ tức của các cổ phiếu tăng trưởng với tỷ lệ g không đổi* và (2) *Nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu vĩnh viễn*. Điều này, làm cho việc định giá cổ phiếu phụ thuộc quá lớn vào tỷ lệ chiết khấu và cách xác định dòng tiền kỳ vọng từ chứng khoán nên vấn đề đặt ra là phải chọn tỷ lệ chiết khấu và xác định dòng tiền kỳ vọng của mỗi cổ phiếu sao cho phù hợp nhất.

2.4. XÁC ĐỊNH CÁC YẾU TỐ ĐẦU VÀO TRONG ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU BẰNG KỸ THUẬT ĐỊNH GIÁ SO SÁNH

2.4.1. Định giá cổ phiếu bằng phương pháp P/E

Việc định giá cổ phiếu bằng kỹ thuật định giá so sánh sử dụng phương pháp P/E như đã trình bày ở chương 1 (công thức 1.8) cần phải xác định $EPS_{\text{kỳ vọng}}$ và hệ số $P/E_{\text{chuẩn}}$.

- $P/E_{\text{chuẩn}}$ có thể là P/E của thị trường, ngành hay nhóm ngành. $P/E_{\text{chuẩn}}$ (P/E trung bình ngành): Trong phạm vi luận văn này, hệ số P/E trung bình của ngành được phỏng dựa vào hệ số P/E của các công ty được phỏng đang niêm yết trên thị trường chứng khoán theo phương pháp bình quân gia quyền với quyền số là tỷ trọng vốn hóa của các công ty đó.

- **EPS** $_{\text{kỳ vọng}}$ là thu nhập kỳ vọng của 1 cổ phiếu năm đến.

$EPS_{\text{kỳ vọng}}$ của các cổ phiếu trong phạm vi luận văn này, được tính toán trên cơ sở EPS của 4 quý năm 2012 và tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận kỳ vọng được giả định bằng với tỷ lệ tăng trưởng cổ tức bình quân.

2.4.2. Những lưu ý định giá bằng kỹ thuật định giá so sánh theo phương pháp P/E.

Việc định giá cổ phiếu bằng kỹ thuật định giá so sánh theo phương pháp P/E để xác định giá trị nội tại các cổ phiếu, chúng ta cần phải xác định $EPS_{\text{kỳ vọng}}$ và hệ số $P/E_{\text{chuẩn}}$. Tuy nhiên, việc xác định 2 chỉ số này như đã trình bày ở chương 1 và phân tích ở trên có những hạn chế nhất định: Để chọn $P/E_{\text{chuẩn}}$ phù hợp là rất khó, vì vẫn luôn có sự sai số giữa P/E ngành và P/E của công ty; còn $EPS_{\text{kỳ vọng}}$ các doanh nghiệp có thể lợi dụng các kỹ thuật tính toán để đưa ra con số EPS hấp dẫn nên các nhà đầu tư cũng cần hiểu rõ cách tính của từng doanh nghiệp để đảm bảo “chất lượng” của tỉ lệ này. Vì vậy, khi xem xét cổ phiếu có ý định đầu tư đắt hay rẻ không chỉ đơn thuần dựa vào hệ số P/E mà cần phải kết hợp nhiều yếu tố và phương pháp khác để có kết quả chính xác hơn. Tuy nhiên, trong một chừng mực nhất định, vẫn có thể sử dụng hệ số P/E như một phương pháp tham khảo để đưa ra các quyết định đầu tư hợp lý.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

CHƯƠNG 3

PHÂN TÍCH CỔ PHIẾU NGÀNH DUỢC PHẨM NIÊM YẾT TẠI HOSE

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

3.1.1. Kinh tế thế giới

Theo đó, IMF đã điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng của các nước và các khu vực. Cụ thể, tăng trưởng kinh tế toàn cầu được điều chỉnh xuống còn 3,3% và 3,6% trong năm 2012 và 2013.

Theo Liên hợp quốc (UN) dự báo kinh tế toàn cầu sẽ tăng trưởng 2,2% trong năm 2012, thấp hơn so với mức dự báo 2,5% hồi tháng 6/2012, và tiếp tục tăng trưởng "dưới tiềm năng" với mức tăng 2,4% năm 2013 và 3,2% năm 2014.

3.1.2. Kinh tế Việt Nam

Trong năm 2013, các chỉ tiêu chủ yếu của Việt Nam gồm: GDP tăng khoảng 5,5%, CPI khoảng 8%, bội chi ngân sách nhà nước không quá 4,8% GDP, tỷ lệ nhập siêu khoảng 8%, kim ngạch xuất khẩu tăng 10%, tỷ lệ thất nghiệp khu vực thành thị dưới 4%, tạo việc làm cho khoảng 1,6 triệu lao động...

* Về chính sách tài khóa; Chỉ số CPI; và Xuất khẩu:

3.1.3. Diễn biến thị trường chứng khoán Việt Nam

Thị trường chứng khoán Việt Nam trong 6 tháng đầu năm 2013 nhìn chung diễn biến khá tích cực. Cả hai chỉ số giá tổng hợp VN-Index và HNX-Index đều đi lên mạnh mẽ. Tính thanh khoản của thị trường được cải thiện đáng kể. Khối lượng giao dịch và giá trị giao dịch trên cả hai sàn đều tăng mạnh. Tính chung vốn hóa hai sàn tại thời điểm 30/6/2013 đạt hơn 900.166 tỷ đồng, tương đương 42,86 tỷ USD, tăng 6,8 tỷ USD so với đầu năm. Vn-Index chốt phiên giao dịch cuối tháng 6/2013 đạt 481,12 điểm, giảm 7,19% so với tháng trước, giảm 2,02% so với cuối quý 1 nhưng so với cuối năm 2012 vẫn tăng 16,29%.

3.2. PHÂN TÍCH NGÀNH DUỢC PHẨM VIỆT NAM

Theo báo cáo về thị trường dược phẩm 2013 của Công ty Nghiên cứu thị trường Business Monitor International Ltd (Anh), dự báo năm 2013 sẽ tăng lên 1,7 tỷ USD, đạt mức tăng trưởng khoảng 25%/năm, nằm trong nhóm thị trường có mức tăng trưởng cao nhất trên thế giới về chi tiêu cho dược phẩm và các dịch vụ y tế. Dự báo thị trường dược phẩm Việt Nam sẽ đạt 5 tỷ USD vào năm 2015, tốc độ tăng trưởng bình quân ngành hàng năm là 14,5%/năm.

3.3. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CỦA CÁC CÔNG TY DƯỢC PHẨM NIÊM YẾT TẠI HOSE

3.3.1. Phân tích tình hình tài chính

Như vậy, mặc dù nền kinh tế trong nước còn gặp nhiều khó khăn, các ngành sản xuất chưa có dấu hiệu phục hồi nhưng các công ty ngành dược vẫn có sự tăng trưởng tài sản và vốn chủ sở hữu khá cao (DHG tăng 19,17% tổng tài sản, 22,16% vốn chủ sở hữu; TRA tăng 12,70% vốn chủ sở hữu;...). Đồng thời, hoạt động sản xuất trong những năm qua của các công ty dược này khá hiệu quả, cả 6/6 công ty đều có sự tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận (lợi nhuận DCL tăng 62,22%; TRA 31,19%; DHG 16,94%;...)

Như vậy, về hiệu quả hoạt động tuy thấp hơn so với mức bình quân chung của ngành nhưng các công ty này nhìn chung có hiệu quả sản xuất kinh doanh khá tốt, hầu hết chỉ số ROA, ROE đều đạt mức tăng bình quân trong giai đoạn 2008 – 2012 trên 10%/năm. Chỉ có riêng Công ty dược Cửu Long (DCL) có mức tăng trưởng thấp dưới 10% (ROA đạt 3,8%, ROE đạt 7,6%).

3.3.2. Phân tích rủi ro

Để đánh giá rủi ro của các công ty dược phẩm, 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: 2008 - 2012) 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.

3.3.3. Tình hình biến động cổ phiếu và triển vọng ngành dược

3.4. ĐÁNH GIÁ CHUNG VỀ MỨC ĐỘ RỦI RO CỦA CÁC CỔ PHIẾU NGÀNH DƯỢC PHẨM NIÊM YẾT TẠI HOSE

Bảng 3.7. Thứ tự 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 KNTT lãi vay	Độ lệch chuẩn của TSLT
1	DCL	1370,33%	60,70%	0,254%	572,17%	2,90%
2	DMC	134,72%	28,83%	0,002%	4.372,92%	2,37%
3	DHG	296,63%	31,14%	0,080%	19.538,60%	1,68%
4	IMP	100,90%	18,44%	0,001%	31.144,40%	2,16%
5	TRA	45,69%	39,65%	0,002%	3.028,14%	2,28%
6	OPC	19,16%	25,98%	0,023%	1.022,46%	2,70%

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

Nhìn vào bảng 3.7 ta thấy, cổ phiếu có mức rủi ro cao nhất trong 6 cổ phiếu được xem xét là DCL, bởi cổ phiếu này có lợi nhuận biên động lãi lỗ mạnh trong những năm qua, mức rủi ro kinh doanh lên đến 1370,33%. Khả năng thanh toán lãi vay của DCL ở mức khá cao, rủi ro tỷ suất lợi tức 2,90% khá cao so với các cổ phiếu còn lại. Tiếp đến là DMC với rủi ro kinh doanh là 134,72%, tỷ suất lợi tức ở mức tương đối cao 2,37%, và hệ số Nợ/Tổng tài sản là 28,83%. DHG với rủi ro kinh doanh là 296,63%, rủi ro tỷ suất lợi tức ở mức tương đối thấp 1,68% và hệ số Nợ/Tổng tài sản đều là 28,83%. IMP xếp vị trí thứ 4 trong tổng 6 cổ phiếu với mức rủi ro kinh doanh là 100,90 %, rủi ro tỷ suất lợi tức là 2,16% và với mức Nợ/Tổng tài sản khá thấp là 18,44%. Các cổ phiếu có rủi ro thấp hơn lần lượt là: TRA và OPC. Với những cổ phiếu có mức rủi ro cao nhà đầu tư sẽ yêu cầu một tỷ suất lợi tức cao tương ứng và ngược lại, nên việc đánh giá rủi ro của các cổ phiếu sẽ ảnh hưởng đến việc xác định tỷ suất lợi tức kỳ vọng và giá trị nội tại của các cổ phiếu.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

CHƯƠNG 4

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU NGÀNH DƯỢC PHẨM VÀ KHUYẾN CÁO ĐỐI VỚI NHÀ ĐẦU TƯ

4.1. ƯỚC LƯỢNG TỶ SUẤT LỢI TỨC KỶ VỌNG VÀ TỶ LỆ TĂNG TRƯỞNG CỔ TỨC CỦA CỔ PHIẾU NGÀNH DƯỢC PHẨM NIÊM YẾT TẠI HOSE

4.1.1. Kết quả ước lượng tỷ suất lợi tức kỳ vọng

Thay các chỉ số trên vào công thức (2.2), ta thu được kết quả ước lượng tỷ suất lợi tức kỳ vọng của các cổ phiếu thể hiện qua bảng 4.2 sau:

Bảng 4.2. Kết quả ước lượng tỷ suất lợi tức kỳ vọng các cổ phiếu dược phẩm

Stt	Mã CK	Hệ số Beta	Tỷ suất lợi tức kỳ vọng (%)
1	DHG	0,43288	8,946%
2	TRA	0,30651	8,816%
3	OPC	0,37903	8,890%
4	IMP	0,31909	8,829%
5	DMC	0,58567	9,103%
6	DCL	0,62572	9,144%
Trung bình			8,955%

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 3. Ta xem xét trong bảng 4.3

Tỷ suất sinh lợi (mức sinh lời) phản ánh khả năng đem lại lợi nhuận cho nhà đầu tư chứng khoán trong một khoảng thời gian nhất định từ số vốn gốc mà họ bỏ ra ban đầu. Còn rủi ro trong đầu tư chứng khoán là khả năng xảy ra nhiều kết quả ngoài dự kiến. Hay nói cách khác, mức sinh lời thực tế nhận được trong tương lai có thể khác với dự tính ban đầu. Do vậy, thông thường đối với các cổ phiếu có rủi ro cao thì nhà đầu tư sẽ yêu cầu tỷ suất lợi tức cao và ngược lại. Tuy nhiên khi nhìn vào

bảng 4.3, ta thấy có một số công ty có hệ số rủi ro khá cao nhưng tỷ suất lợi tức lại thấp như: DCL, DMC, DHG. Vì tỷ suất lợi tức kỳ vọng khi ước lượng bằng mô hình CAPM dựa vào dữ liệu quá khứ, trong khi tỷ suất lợi tức kỳ vọng lại dự đoán cho tương lai. Do đó, tỷ suất lợi tức đã ước lượng được thông qua mô hình CAPM cần phải có một số điều chỉnh cho phù hợp với rủi ro của các cổ phiếu. Ở đây, tác giả tiến hành điều chỉnh tỷ suất lợi tức kỳ vọng của các cổ phiếu căn cứ vào rủi ro và diễn biến lãi suất thực trên thị trường, cụ thể trong bảng 4.4.

Bảng 4.4: Điều chỉnh tỷ suất lợi tức kỳ vọng của các cổ phiếu

Stt	Mã CK	Tỷ suất lợi tức kỳ vọng (%)	Điều chỉnh	Tỷ suất lợi tức kỳ vọng sau điều chỉnh (%)
1	DCL	9,144%	tăng	12,004%
2	DMC	9,103%	tăng	11,723%
3	DHG	8,946%	tăng	11,326%
4	IMP	8,829%	tăng	11,079%
5	TRA	8,816%	tăng	10,863%
6	OPC	8,890%	tăng	10,617%

Nguồn: Tính toán của tác giả

4.1.2. Ước lượng tỷ lệ tăng trưởng cổ tức

Dựa vào công thức xác định tỷ lệ tăng trưởng cổ tức (2.1) ở chương 2 để tiến hành xác định tỷ lệ tăng trưởng cổ tức của các công ty, được thể hiện cụ thể trong bảng sau:

Bảng 4.5. Kết quả ước lượng tỷ lệ tăng trưởng cổ tức của các công ty

Năm	DHG	TRA	OPC	IMP	DMC	DCL
2008	2.500	1.500	2.000	2.000	2.000	2.000
2009	3.000	3.600	2.500	2.000	2.000	2.500
2010	4.000	2.000	2.500	2.200	2.200	2.000
2011	2.000	2.000	2.000	2.200	2.200	-
2012	3.000	2.000	2.200	2.200	2.200	1.900
Hg	4,660%	7,460%	2,410%	2,410%	2,410%	-1,270%

Nguồn: www.cophieu68.com và tính toán của tác giả

4.2. KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU NGÀNH DƯỢC PHẨM

4.2.1. Giá trị nội tại của cổ phiếu ngành dược phẩm niêm yết tại Hose theo kỹ thuật chiết khấu cổ tức (DDM)

Áp dụng công thức (1.6) để xác định giá trị nội tại các cổ phiếu, kết quả định giá cổ phiếu thể hiện ở bảng 4.6 sau:

Bảng 4.6. Kết quả định giá các cổ phiếu ngành dược theo kỹ thuật chiết khấu dòng tiền cổ tức

Stt	Mã CK	TSLT kỳ vọng sau điều chỉnh (%)	Cổ tức hiện tại (đồng)	Tỷ lệ tăng trưởng cổ tức (%)	Giá trị nội tại (đồng)
1	DCL	12,004%	1.900	-1.27%	14.126
2	DMC	11,723%	2.200	2.41%	24.195
3	DHG	11,326%	3.000	4.66%	47.129
4	IMP	11,079%	2.200	2.41%	25.995
5	TRA	10,863%	2.000	7.46%	63.104
6	OPC	10,617%	2.200	2.41%	27.456

Nguồn: Tính toán của tác giả

Dựa vào kết quả định giá ở bảng 4.6, giá trị nội tại các cổ phiếu được chia như sau:

- Nhóm cổ phiếu có giá trị nội tại từ 10.000 đồng – 20.000 đồng có 1 cổ phiếu: DCL (14.126 đồng);
- Nhóm cổ phiếu có giá trị nội tại từ 20.000 - 30.000 đồng có 3 cổ phiếu: DMC (24.195 đồng), IMP (25.995 đồng) và OPC (27.456 đồng);
- Nhóm cổ phiếu có giá trị nội tại trên 30.000 đồng có 2 cổ phiếu: DHG (47.129 đồng) và TRA (63.104 đồng).

4.2.2. Giá trị nội tại của cổ phiếu ngành dược phẩm niêm yết tại Hose theo kỹ thuật định giá so sánh sử dụng hệ số P/E

Áp dụng công thức (1.8) để xác định giá trị nội tại các cổ phiếu, ta có kết quả định giá cổ phiếu thể hiện ở bảng 4.7 sau:

Bảng 4.7. Kết quả định giá các cổ phiếu ngành dược theo kỹ thuật định giá so sánh sử dụng hệ số P/E

Stt	Mã CK	EPS ₀	Tỷ lệ tăng trưởng cổ tức (đồng)	EPS ₁	Giá trị nội tại (đồng)
1	DCL	1.932	-1,27%	1.907	13.924
2	DMC	5.067	2,41%	5.189	37.881
3	DHG	8.935	4,66%	9.352	68.267
4	IMP	4.565	2,41%	4.675	34.128
5	TRA	9.431	7,46%	10.134	73.980
6	OPC	4.463	2,41%	4.571	33.366

Nguồn: www.cophieu68.com và tính toán của tác giả

- Nhóm cổ phiếu có giá trị nội tại từ 10.000 đồng – 20.000 đồng có 1 cổ phiếu: DCL (13.924 đồng);

- Nhóm cổ phiếu có giá trị nội tại trên 30.000 đồng có 5 cổ phiếu: DMC (37.881 đồng), IMP (34.128 đồng) và OPC (33.366 đồng), DHG (68.267 đồng) và TRA (73.980 đồng).

4.3. PHÂN TÍCH GIÁ TRỊ NỘI TẠI CỦA CỔ PHIẾU NGÀNH DƯỢC PHẨM NIÊM YẾT TẠI HOSE

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

Bảng 4.8 và 4.9 dưới đây cho thấy sự chênh lệch giữa giá trị nội tại và giá trị thị trường của cổ phiếu.

Bảng 4.8. So sánh giá nội tại (kỹ thuật DDM) với giá thị trường các cổ phiếu

Stt	Mã CP	Giá trị nội tại (1)	Giá trị thị trường* (2)	Chênh lệch (2)-(1)
1	DCL	14.126	26.450	12.324
2	DMC	24.195	43.118	18.923
3	DHG	47.129	109.856	62.727
4	IMP	25.995	35.913	9.918
5	TRA	63.104	78.700	15.596
6	OPC	27.456	64.946	37.490

Nguồn: Tính toán của tác giả; () www.cophieu68.com, tính theo số liệu bình quân 4 quý năm 2013 của các công ty*

So sánh giá thị trường của cổ phiếu (giá bình quân 4 quý năm 2013) với giá trị nội tại xác định theo kỹ thuật DDM ở bảng trên, ta nhận thấy giá thị trường đều cao hơn giá nội tại. Điều này cho thấy rằng, thị trường đang định giá cao cổ phiếu ngành dược.

Bảng 4.9. So sánh giá nội tại (phương pháp P/E) với giá thị trường

Stt	Mã CP	Giá nội tại (1)	Giá trị thị trường* (2)	Chênh lệch (2)-(1)
1	DCL	13.924	26.450	12.526
2	DMC	37.881	43.118	5.237
3	DHG	68.267	109.856	41.589
4	IMP	34.128	35.913	1.785
5	TRA	73.980	78.700	4.720
6	OPC	33.366	64.946	31.580

Nguồn: Tính toán của tác giả; () www.cophieu68.com, tính theo số liệu bình quân 4 quý năm 2013 của các công ty*

So sánh giá trị nội tại của cổ phiếu được xác định dựa vào hệ số P/E với giá thị trường của cổ phiếu (giá bình quân 4 quý năm 2013), ta thấy hầu hết các cổ phiếu đều có giá nội tại thấp hơn giá thị trường. Điều này một lần nữa khẳng định ngành dược phẩm hiện là một trong những ngành đang được thị trường đánh giá cao, có thể giải được vì trong những năm qua ngành dược luôn có tốc độ tăng trưởng ấn tượng bình quân hàng năm 17 – 25%/năm, hầu hết các công ty trong ngành đều làm ăn có lãi, bất chấp khủng hoảng kinh tế. Hơn nữa, so với thế giới, thị trường dược Việt Nam mới chỉ ở giai đoạn bắt đầu, tiềm năng tăng trưởng còn lớn nên các cổ phiếu ngành dược được kỳ vọng cao, thu hút được nhiều nhà đầu tư.

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

Giá trị sổ sách của cổ phiếu là giá cổ phiếu phản ánh trên sổ sách kế toán của công ty ở một thời điểm nhất định. Giá sổ sách được xác định như sau:

$$\text{Giá trị sổ sách của cổ phiếu} = \frac{\text{Vốn chủ sở hữu}}{\text{Tổng số cổ phiếu đang lưu hành}}$$

Chúng ta so sánh nó với giá trị sổ sách tính bình quân tại thời điểm 4 quý năm 2013, thể hiện ở bảng 4.10 sau:

Bảng 4.10: So sánh giá trị nội tại và giá sổ sách của các cổ phiếu

Stt	Mã CP	Giá nội tại (DDM) (1)	Giá trị nội tại (P/E) (2)	Giá sổ sách* (3)	Chênh lệch so với kỹ thuật DDM (1)-(3)	Chênh lệch so với kỹ thuật P/E (2)-(3)
1	DCL	14.126	13.924	26.450	-12.324	-12.526
2	DMC	24.195	37.881	33.500	-9.305	4.381
3	DHG	47.129	68.267	26.975	20.154	41.292
4	IMP	25.995	34.128	44.150	-18.155	-10.022
5	TRA	63.104	73.980	42.900	20.204	31.080
6	OPC	27.456	33.366	28.300	-844	5.066

Nguồn: Tính toán của tác giả; () www.cophieu68.com, tính theo số liệu trên BCTC bình quân 4 quý năm 2013 của các công ty*

Nhìn vào kết quả bảng 4.10, 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 cổ phiếu cũng không giống nhau. Xét Chênh lệch so với kỹ thuật P/E, ta nhận thấy có 2/6 cổ phiếu được ghi nhận cao hơn so với giá trị thực tế là DCL, IMP.

Xét Chênh lệch so với kỹ thuật DDM, ta nhận thấy có 4/6 cổ phiếu được ghi nhận cao hơn so với giá trị thực tế DCL, DMC, IMP và OPC. Cổ phiếu có mức chênh lệch cao nhất so với giá sổ sách là IMP (18.115 đồng), và thấp nhất là cổ phiếu OPC (844 đồng).

4.4. KHUYẾN CÁO ĐỐI VỚI NHÀ ĐẦU TƯ

4.4.1. Từ kết quả định giá

Ta có thể nhận định về ngành dược và các công ty thuộc ngành dược ở các khía cạnh sau:

- *Rủi ro ngành*: mức độ rủi ro ngành dược, được thể hiện:

Rủi ro kinh doanh của các công ty trong ngành đều ở mức cao, đa phần đều từ mức 100% trở lên (trừ TRA, OPC), điều này cho thấy lợi nhuận của các công ty biến động không đồng đều qua các năm.

Rủi ro tài chính của các công ty cũng khá thấp thể hiện ở tỷ số nợ/tổng tài sản ở hầu hết các công ty đều dưới 50% trong tổng tài sản (riêng DCL là 60,70%). Hầu hết, các công ty được không huy động các nguồn tài trợ bên ngoài, chủ yếu dựa vào nguồn vốn nội sinh (lợi nhuận để lại) nên hệ số nợ duy trì ở mức thấp.

Như vậy, trong bối cảnh kinh tế khó khăn như hiện nay thì ngành được cũng bị biến động về lợi nhuận kinh doanh cao như các ngành khác. Tuy nhiên, bù lại các công ty được có rủi ro tài chính khá thấp (chủ yếu dựa vào nguồn vốn nội sinh để phát triển sản xuất) nên các cổ phiếu của ngành này tương đối an toàn trước những biến động chung của thị trường, thích hợp với đầu tư trung và dài hạn.

4.4.2. Vận dụng mô hình

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

- Trong kỹ thuật này, cổ tức được giả định là tăng trưởng với tỷ lệ g không đổi. Vì vậy, để giả định này phù hợp với thực tiễn thì nhà đầu tư cần phải quan tâm tới lịch sử hình thành và quá trình phát triển của công ty. Nhà định giá cần phải dự đoán được doanh nghiệp đang ở trong giai đoạn nào của quá trình phát triển. Đối với doanh nghiệp đang trong giai đoạn ổn định thì giả thiết này sẽ đúng đắn hơn.

- Tỷ suất lợi tức kỳ vọng k được xác định dựa vào mô hình định giá tài sản vốn CAPM, tuy nhiên việc xác định k dựa vào dữ liệu quá khứ nên chưa phản ánh được thực tại tình hình hoạt động của các doanh nghiệp được định giá. Vì vậy, nhà đầu tư cần phải điều chỉnh mức tỷ suất lợi tức kỳ vọng k căn cứ vào mối tương quan với rủi ro của các doanh nghiệp này.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 4

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 được phẩm đang niêm yết tại sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Các phương pháp ước lượng được sử dụng đều tuân thủ chặt chẽ các kiến thức về phương pháp luận cũng như độ chính xác về những dữ liệu được sử dụng để đưa vào mô hình. 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, giúp cho họ có thêm thông tin, có những quyết định đúng đắn trong hoạt động đầu tư chứng khoán.

Tuy nhiên, công tác định giá ngoài việc tuân thủ theo quy định ra thì còn là cả một nghệ thuật. Mỗi phương pháp định giá lại cho ra 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 khác nhau. Và mỗi phương pháp được sử dụng lại phải chấp nhận một vài giả thiết nhất định. Trong thực tế, nếu như giả thiết đưa ra bị vi phạm thì kết quả định giá sẽ không còn ý nghĩa. 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, với mong muốn góp phần nâng cao hiệu quả của công tác định giá cổ phiếu cũng như hoạt động đầu tư trên TTCK.

2. Kiến nghị

- Đối với các cơ quan quản lý của nhà nước
- Đối với doanh nghiệp được phẩm

3. Hạn chế của nghiên cứu.