

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

**LÊ THỊ TÔ NY**

**ỨNG DỤNG MÔ HÌNH CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN ĐỂ  
ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU CỦA CÁC CÔNG TY THUỘC  
NHÓM NGÀNH THỰC PHẨM ĐƯỢC 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 2015**

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

**Người hướng dẫn khoa học: PGS. TS. Nguyễn Công Phương**

Phản biện 1: TS. Đặng Tùng Lâm

Phản biện 2: TS. Nguyễn Văn Hùng

Luận văn đã được bảo vệ trước Hội đồng chấm Luận văn tốt nghiệp Thạc sĩ Quản trị kinh doanh chuyên ngành Tài chính – Ngân hàng họp tại Đại học Đà Nẵng vào ngày 17 tháng 10 năm 2015.

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 hay nên bán cổ phiếu của mình đang nắm giữ hay không, nhà đầu tư nên quan tâm giá cả của chứng khoán đó trên thị trường như thế nào, cao hơn hay thấp hơn giá trị nội tại của nó. Như vậy điều quan trọng ở đây là nhà đầu tư phải biết giá trị thực của chứng khoán mà mình nên quyết định bán ra hay mua vào. Việc định giá chứng khoán trước đây đã có nhiều tác giả dùng nhiều mô hình khác nhau để định giá chứng khoán (cổ phiếu) của một số công ty.

Nhận thấy được sự cần thiết của việc định giá cổ phiếu trong đầu tư nên tác giả đã chọn đề tài “ Vận dụng mô hình chiết khấu dòng tiền để định giá cổ phiếu của các công ty thuộc nhóm ngành thực phẩm được niêm yết tại sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh” làm đề tài tốt nghiệp của mình, nhằm mục đích thực nghiệm định giá để cung cấp thêm thông tin về giá cổ phiếu cho các nhà đầu tư trong quyết định đầu tư của mình.

### 2. Mục tiêu nghiên cứu

- Hệ thống cơ sở lý thuyết 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 thuộc ngành thực phẩm được niêm yết tại sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.

- Gợi ý đối với các nhà đầu tư khi đầu tư vào cổ phiếu ngành thực phẩm

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

- Đối tượng nghiên cứu là xác định giá trị nội tại của cổ phiếu

ngành thực phẩm đang niêm yết tại sàn HOSE.

- Phạm vi nghiên cứu là cổ phiếu của 6 công ty thuộc nhóm ngành thực phẩm được niêm yết tại sở giao dịch HOSE, trong giai đoạn từ 03/01/2008 đến hết ngày 31/12/2014.

#### **4. Phương pháp nghiên cứu**

Đề tài đã vận dụng phương pháp Top-down để phân tích ngành thực phẩm và các công ty ngành thực phẩm.

Đề tài sử dụng mô hình pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp định giá so sánh để xác định giá trị nội tại của các cổ phiếu của các công ty ngành thực phẩm trên sàn HOSE.

#### **5. Bộ cục đề tài**

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

Chương 1: trình bày các nội dung lý thuyết liên quan đến định giá cổ phiếu.

Chương 2: phân tích đặc định tài chính của các công ty ngành thực phẩm, trình bày phương pháp nghiên cứu gồm thu thập dữ liệu nghiên cứu, mô hình nghiên cứu lựa chọn nhằm định giá cổ phiếu các công ty ngành thực phẩm niêm yết tại Sở giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.

Chương 3: trình bày kết quả nghiên cứu và những gợi ý liên quan đến đầu tư cổ phiếu ngành Thực phẩm.

#### **6. Tổng quan tài liệu nghiên cứu**

## CHƯƠNG 1

### CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU BẰNG MÔ HÌNH CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

#### 1.1. TỔNG QUAN VỀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

##### 1.1.1. Khái niệm về định giá cổ phiếu

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

##### 1.1.2. Tầm quan trọng của định giá cổ phiếu

Định giá cổ phiếu là công việc đóng vai trò hết sức quan trọng đối với việc quản lý và đầu tư vào cổ phiếu đó.

Định giá cổ phiếu giúp nhà đầu tư biết được giá trị thực của cổ phiếu, tìm ra được cơ hội đầu tư sau đó đưa ra quyết định đầu tư phù hợp.

##### 1.1.3. Quy trình phân tích

Luận văn này sử dụng phương pháp Top-Down (Võ Thị Thúy Anh, 2012) để phân tích.

Quy trình phân tích được trình bày sau đây:

- Phân tích tình hình chung và tình hình tài chính của ngành
- Phân tích doanh nghiệp:

##### 1.1.4. Các phương pháp định giá cổ phiếu:

Theo phương pháp này, giá trị của cổ phiếu được xác định dựa theo các phương pháp định giá sau:

##### ❖ Phương pháp chiết khấu dòng tiền gồm

- Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức (DDM)
- Phương pháp chiết khấu dòng tiền hoạt động (FFCF)
- Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của chủ sở hữu (FCFE)

##### ❖ Phương pháp định giá so sánh.

Phương pháp so sánh gồm có:

- Phương pháp Tỷ số giá / thu nhập (P/E).
- Phương pháp tỷ số giá / dòng tiền (P/CF).
- Phương pháp tỷ số giá/ giá trị sổ sách (P/BV).
- Phương pháp tỷ số giá/ doanh thu ( P/S).

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

Theo tác giả Võ Thị Thúy Anh(2012, tr.289), định giá cổ phiếu bằng mô hình chiết khấu dòng tiền, có ba kỹ thuật để định giá đó là:

### 1.2.1. Định giá cổ phiếu dựa vào mô hình chiết khấu dòng cổ tức (DDM)

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Dt}{(1+k)^t} + \frac{P_n}{(1+k)^n} \quad (1.2)$$

Nếu nhà đầu tư mua cổ phiếu và nắm giữ mãi mãi thì thu nhập của nhà đầu tư có được từ cổ phiếu chính là cổ tức được chia hàng năm. Mô hình chiết khấu dòng tiền lúc này trở thành:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Dt}{(1+k)^t} \quad (1.3)$$

### 1.2.2. Định giá cổ phiếu dựa vào mô hình chiết khấu dòng tiền tự do của chủ sở hữu (FCFE)

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+k)^t}$$

### 1.2.3. Định giá cổ phiếu bằng mô hình chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)

*Dòng tiền tự do (FCFF) = Lợi nhuận trước lãi vay và thuế \* (1-thuế suất) + chi phí khấu hao – chi phí đầu tư tài sản cố định + vốn lưu động ròng.*

### 1.3. LỰA CHỌN MÔ HÌNH DDM ĐỂ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Mô hình chiết khấu dòng cổ tức (DDM) được sử dụng trong luận văn để định giá cổ phiếu

❖ *Định giá cổ phiếu ưu đãi*

Cổ phiếu ưu đãi là loại cổ phiếu mà công ty phát hành cam kết trả tỷ lệ cổ tức cố định hàng năm và không tuyên bố ngày đáo hạn. Loại cổ phiếu này giống như trái phiếu vĩnh viễn

$$P = D_p / K_p$$

❖ *Định giá cổ phiếu thường*

Nếu cổ phiếu được nắm giữ mãi mãi, mô hình chiết khấu dòng tiền trở thành mô hình chiết khấu cổ tức. Nếu nhà đầu tư mua cổ phiếu và nắm giữ mãi mãi thì thu nhập của nhà đầu tư có được từ cổ phiếu chính là cổ tức được chia hàng năm. Mô hình chiết khấu dòng tiền trở thành:

$$P_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1+k)^n} \quad (1.4)$$

Để ước lượng cổ tức, thông thường các nhà phân tích đưa ra ba trường hợp giả định sau đây:

- *Trường hợp 1: Tốc độ tăng trưởng cổ tức không đổi*

Gọi  $g$  là tốc độ tăng trưởng cổ tức hàng năm được giả định không đổi và  $g < k$

Khi đó công thức (1.4) trở thành:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g} = \frac{D_1}{k-g} \quad (1.5)$$

- *Trường hợp 2: Cổ tức không tăng trưởng ( $g = 0$ )*

Lúc này cổ tức hàng năm  $D_1 = D_2 = D_3 = \dots = D$

Công thức (1.4) trở thành:

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

- Trường hợp 3: Tốc độ tăng trưởng cổ tức thay đổi

Công thức tính giá cổ phiếu trong trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức thay đổi

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_0(1+g_1)^t}{(1+k)^t} + \frac{D_{n+1}}{k-g_2} \quad (1.7)$$

Trong nghiên cứu này lựa chọn trường hợp 1, mô hình chiết khấu dòng cổ tức với tốc độ tăng trưởng không đổi.

## KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Chương 1 trình bày một số vấn đề lý thuyết liên quan đến việc định giá cổ phiếu. Nhìn chung các lý thuyết này đều dựa trên cơ sở kế thừa các nghiên cứu nghiêm túc trước đây. Ngoài ra, nội dung của chương một còn tổng quan về các nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến mô hình trong thời gian gần đây tại Việt Nam.

Có thể kết luận rằng, áp dụng mô hình chiết khấu dòng tiền định giá cổ phiếu ở Việt Nam không còn mới. Do đó việc tổng hợp các nội dung lý thuyết về định giá cổ bằng mô hình chiết khấu dòng tiền là một trong những đóng góp của đề tài về mặt lý thuyết.



## CHƯƠNG 2

### PHÂN TÍCH NGÀNH THỰC PHẨM VÀ QUY TRÌNH NGHIÊN CỨU

#### 2.1. PHÂN TÍCH NGÀNH THỰC PHẨM VÀ DIỄN BIẾN GIÁ CỐ PHIẾU NGÀNH THỰC PHẨM

##### 2.1.1. Tình hình kinh doanh ngành thực phẩm

Ngành thực phẩm - đồ uống được nhận định sẽ tăng trưởng cao trong năm 2014 do người tiêu dùng tăng chi tiêu, tuy nhiên, sức ép cạnh tranh đang gia tăng. Sau khi Việt Nam gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) đã mở ra nhiều cơ hội cho ngành thực phẩm. Tuy nhiên, cùng với những lợi thế và thành quả đạt được, ngành công nghiệp thực phẩm Việt Nam vẫn phải đối mặt với nhiều thách thức.

##### *a. Thuận lợi*

- Hệ thống bán lẻ phát triển mạnh, thói quen và chỉ số tiêu dùng của người dân Việt Nam ngày càng cao cho thấy một thị trường hứa hẹn cho ngành bán lẻ nói chung và ngành thực phẩm đồ uống nói riêng.

- Lĩnh vực bán lẻ thực phẩm và nước giải khát tại Việt Nam đang rất phân tán, với sự hiện diện của chỉ một vài doanh nghiệp lớn.

- Bộ Công Thương đã xếp ngành công nghiệp thực phẩm vào nhóm ngành đang có lợi thế cạnh tranh và có định hướng, chiến lược phát triển trên cơ sở sử dụng công nghệ tiên tiến, hiện đại.

##### *b. Khó khăn*

Mặc dù có tốc độ phát triển rất nhanh nhưng nhiều chuyên gia cho rằng ngành công nghiệp chế biến thực phẩm Việt Nam vẫn chưa xây dựng được nhiều thương hiệu lớn trên tầm quốc tế.

Bên cạnh đó, do đặc thù ngành công nghiệp thực phẩm có số

lượng doanh nghiệp tham gia khá đông so với các ngành kinh tế khác, nên dễ giảm thiểu các hành vi cạnh tranh không lành mạnh diễn ra. Nhiều chuyên gia cũng chỉ ra những yếu kém của ngành chế biến thực phẩm trong nước hiện nay như khả năng liên kết từ khâu sản xuất, thu gom đến phát triển vùng nguyên liệu và chế biến còn lỏng lẻo. Một số công nghệ sản xuất vẫn còn lạc hậu trong khi việc kiểm soát an toàn thực phẩm còn bất cập... đã làm ảnh hưởng đến chất lượng của sản phẩm.

### ***c. Giải pháp để phát triển***

- Nhà nước cần tiếp tục ban hành những chính sách khuyến khích phát triển phù hợp; trong đó tập trung chủ yếu vào việc hỗ trợ cho các doanh nghiệp quảng bá, đăng ký nhãn hiệu sản phẩm ...

- Tuy nhiên trong bối cảnh thế giới có nhiều biến động như hiện nay, các rào cản kỹ thuật, những đòi hỏi về chất lượng, an toàn vệ sinh thực phẩm của các nước ngày càng cao và khắt khe, thị trường trong nước ngày càng xuất hiện nhiều hàng hóa nhập khẩu từ nước ngoài. Vì vậy cần phải có sự chung sức đồng lòng của các cơ quan quản lý, doanh nghiệp và người tiêu dùng mới có thể hiện thực hóa được những mục tiêu, định hướng phát triển của ngành công nghiệp thực phẩm Việt Nam.

### ***d. Triển vọng ngành thực phẩm***

Đánh giá về cơ hội phát triển của ngành công nghiệp chế biến, đại diện Bộ Công Thương cho rằng, với dân số cả nước gần 90 triệu người, tốc độ tăng GDP đạt khá, Việt Nam có rất nhiều cơ hội để phát triển thị trường nội địa khi nhu cầu của người dân đối với những thực phẩm sạch, thực phẩm qua chế biến ngày càng lớn và đa dạng

Theo dự báo của Bộ Công Thương, sức tiêu thụ thực phẩm của Việt Nam đến năm 2016 sẽ tiếp tục tăng 5,1%/năm, ước tính đạt

khoảng 29,5 tỉ đô la Mỹ. Trong khi đó, mức tiêu thụ bình quân theo đầu người tăng 4,3%/năm tính đến năm 2016, vào khoảng 5,8 triệu đồng/năm (tương đương 316 đô la Mỹ/năm). Trong đó, ngành công nghiệp thực phẩm đóng hộp của Việt Nam sẽ tăng 4,3% về lượng và 10,4% về giá trị doanh số bán hàng.

Triển vọng đối với ngành đồ uống của Việt Nam cũng khá sáng sủa. Đồ uống có cồn tiếp tục thu hút được nhiều vốn đầu tư nước ngoài. Nguyên nhân có sự tăng trưởng mạnh mẽ này được lý giải là nhờ nền kinh tế phát triển ổn định, tỷ lệ tiêu dùng trong nước tăng, xu hướng đô thị hóa ngày càng tăng, vốn đầu tư nước ngoài tăng và số lượng khách du lịch ngày càng nhiều. Mặt khác, đồ uống và thực phẩm nằm trong nhóm ngành hàng thiết yếu nên không bị ảnh hưởng bởi bất cứ lý do nào.

### **2.1.2. Tình hình tài chính và tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp nghiên cứu thuộc nhóm ngành thực phẩm**

#### ***a. Nhóm các tỷ số phản ánh khả năng thanh toán ngắn hạn.***

Các tỷ số của nhóm thể hiện khả năng thanh toán các nghĩa vụ tài chính cũng như các nhu cầu tiền không được dự báo trước. Qua các bảng (2.1) đến (2.3) ta thấy: chúng ta thấy được khả năng thanh toán hiện hành của các công ty khá tốt với tỷ lệ cao hơn 90% của các công ty. Chỉ có duy nhất tỷ số thanh toán hiện hành năm 2010 của cổ phiếu BHS là thấp hơn 50 %.

Có tỷ số khả năng thanh khoản nhanh của công ty VNM, BBC, KDC là luôn cao hơn 50%, còn các công ty khác có năm cao năm thấp.

Tỷ số khả năng thanh toán tiền mặt của các công ty SMC và VIS khá cao so với các công ty còn lại.

***b. Nhóm các tỷ số phản ánh hiệu quả hoạt động***

Các công ty có tỷ số hiệu quả sử dụng toàn bộ tài sản khá cao với tỷ lệ từ 300% đến hơn 500%. Các công ty còn lại có tỷ lệ luôn cao hơn 100%. Cũng như hiệu quả sử dụng toàn bộ tài sản thì hiệu quả sử dụng tài sản cố định của các công ty có tỷ lệ luôn cao hơn 100%. Và công ty TAC có tỷ lệ này cao nhất trong nhóm ngành.. Các công ty còn lại có tỷ lệ này giao động trong khoản từ 1 lần đến 10 lần. Nhìn chung số vòng quay của các công ty rất cao. Chỉ có công ty LSS là thấp với số vòng giao động từ 3 đến 6 vòng. Trong khi các công ty VNM, TAC, BHS có tỷ lệ này rất cao. Còn các công ty khác có tỷ lệ này ở mức trung bình.

***c. Nhóm các tỷ số phản ánh khả năng sinh lợi***

Tỷ số NPM của các công ty đa phần đều dương, Tỷ số cho biết hiệu quả quản lý và sử dụng tài sản để tạo ra thu nhập của doanh nghiệp. Qua bảng 2.13 chúng ta thấy được công ty KDC, VNM có tỷ lệ này cao. Các công ty còn lại có hệ số này dương qua các năm. Tỷ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu ROE cho biết cứ 100 đồng vốn chủ sở hữu của công ty cổ phần này tạo ra bao nhiêu đồng lợi nhuận. Nếu tỷ số này mang giá trị dương, là công ty làm ăn có lãi; nếu mang giá trị âm là công ty làm ăn thua lỗ. Công ty BHS, VNM có tỷ lệ này cao nhất với tỷ lệ ROE năm 2014 là 14,37% và 34,17%. Các công ty còn lại có tỷ lệ ROE luôn dương qua các năm.

***d. Nhóm các tỷ số phản ánh rủi ro tài chính***

Tỷ lệ LDE của các công ty có xu hướng tăng và khá cao qua năm. Điều này cho thấy các công ty biết khai thác cách vay nợ để tiết kiệm thuế. Nhìn chung công ty BHS và TAC có tỷ lệ này cao. Các công ty còn lại ở mức tương đối. Tỷ số DA của công ty khá cao luôn trên 60%.

### 2.1.3. Diễn biến giá cổ phiếu ngành thực phẩm

Hiện có 15 công ty trong ngành thực phẩm niêm yết cổ phiếu trên Sở GDCK Thành phố Hồ Chí Minh, với giá trị vốn hóa chiếm 3,1% toàn thị trường (<http://vneconomy.vn>). Trong năm 2013, chỉ số cổ phiếu ngành thực phẩm tăng 25,91% trong khi VN-Index tăng 21,97% (<http://vneconomy.vn>). Ngoài ra, sản xuất thực phẩm còn là ngành đang được hưởng lợi từ việc chi phí đầu vào giảm

Nhiều cổ phiếu có mức tăng trưởng mạnh nhờ kết quả kinh doanh khả quan so với các doanh nghiệp trong cùng ngành như VNM, KDC, ... Trong khi đó, các cổ phiếu có mức giảm mạnh so với đầu năm đi kèm với KQKD thua lỗ là TAC.

Trên cơ sở những yếu tố đó, nên đầu tư dài hạn vào cổ phiếu ngành thực phẩm có yếu tố cơ bản tốt. Về ngắn hạn, nếu thông tin vĩ mô thuận lợi, thanh khoản thị trường tốt thì có thể lướt sóng với những cổ phiếu thực phẩm có tính thanh khoản cao như BBC, VNM.

## 2.2. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

### 2.2.1. Mô hình nghiên cứu

#### a. Mô hình nghiên cứu

Mô hình chiết khấu dòng cổ tức (DDM) được sử dụng trong luận văn để xác định giá trị nội tại của cổ phiếu như sau:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g} = \frac{D_1}{k-g} \quad (2.1)$$

Trong đó,

$P_0$ : Giá cổ phiếu tại thời điểm định giá (0)

$D_0$ : Mức cổ tức chi trả vào năm 0

$g$ : Tốc độ tăng trưởng cổ tức

$k$ : Tỷ suất sinh lợi yêu cầu, được xác định thông qua mô hình

CAPM

### ***b. Đo lường các biến trong mô hình***

Mô hình chiết khấu dòng cổ tức được xác định qua ba bước:

1) xác định tỷ lệ chiết khấu, 2) Tính tốc độ tăng trưởng của cổ tức, 3) Tính toán giá trị hiện tại của luồng cổ tức.

- *Xác định tỷ lệ chiết khấu (k)*

Sử dụng mô hình định giá tài sản vốn CAPM để xác định tỷ lệ chiết khấu của mô hình như sau:

$$k = R_f + \beta_{\text{cổ phiếu}} * [E (R_m) - R_f] \quad (2.2)$$

Trong đó:

$\beta$  là hệ số phản ánh mức độ rủi ro của cổ phiếu.

k : tỷ suất lợi tức yêu cầu

$R_m$ : tỷ suất lợi tức của danh mục thị trường

$R_f$ : tỷ suất lợi tức phi rủi ro

Cách tính các tham số như sau:

$E (R_m)$  : Tỷ suất lợi tức của danh mục thị trường

Danh mục thị trường là danh mục bao gồm tất cả các tài sản rủi ro khả mại. Đề tài chọn chỉ số Vn-index làm danh mục thị trường.

- *Hệ số beta*

Beta của một chứng khoán là hệ số đo lường độ nhạy giữa tỷ suất sinh lợi trên chứng khoán đó đối với tỷ suất lợi tức trên chỉ số thị trường.

$$\beta_i = Cov(R_i, R_m) / \sigma_m^2$$

Sử dụng chương trình evIEWS chạy mô hình mô ment tổng quát GMM để ước lượng hệ số beta.

- *Tốc độ tăng trưởng của cổ tức (g)*

Để ước lượng dòng cổ tức, cần xác định được tỷ lệ tăng trưởng g. Ước lượng tỷ lệ tăng trưởng dựa vào các yếu tố sẵn có của công ty. Tỷ lệ tăng trưởng cổ tức được xác định như sau:

$$g = \text{ROE} * b$$

- *Tính toán giá trị nội tại của dòng cổ tức*

Giá trị nội tại của cổ tức được xác định theo từng mô hình định giá cổ phiếu bằng chiết khấu dòng cổ tức.

### **2.2.2. Thu thập và xử lý dữ liệu**

#### ***a. Mẫu nghiên cứu***

Để đảm bảo tính chính xác của mô hình, dữ liệu thu thập trong khoảng thời gian đủ dài. Mẫu nghiên cứu được sử dụng là các công ty ngành thực phẩm niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP. HCM trong khoảng thời gian từ ngày 03/01/2008 đến ngày 31/12/2014 (7 năm).

- Công ty cổ phần Bibica (Mã chứng khoán: BBC)
- Công ty cổ phần đường Biên Hòa
- Công ty cổ phần Kinh Đô (Mã chứng khoán: KDC)
- Công ty cổ phần Mía đường Lam Sơn (Mã chứng khoán: LSS)
- Công ty cổ phần dầu thực vật Tường An (Mã chứng khoán: TAC)
- Công ty cổ phần sữa Việt Nam (Mã chứng khoán: VNM)

#### ***b. Thu thập dữ liệu***

Trong các công trình nghiên cứu liên quan đến việc ước lượng các mô hình kinh tế, dữ liệu đầu vào thường được thu thập ít nhất là 5 năm. Do đó dữ liệu đầu vào của mô hình nghiên cứu (DDM) là dữ liệu ngày. Để đảm bảo tính chính xác của mô hình, đề tài sử dụng dữ liệu thu thập trong vòng 7 năm. trong quá trình nghiên cứu tác giả thu thập dữ liệu từ ngày 03/01/2008 đến ngày 31/12/2014. Dữ liệu được lấy từ trang web: [www.cophieu68.com](http://www.cophieu68.com) và [www.vietstock.vn](http://www.vietstock.vn)..

- Thu thập dữ liệu để tính mức tăng trưởng cổ tức
- Thu thập dữ liệu để tính lãi suất phi rủi ro ( $R_f$ )
- Thu thập giá trị thị trường của cổ phiếu
- Thu thập dữ liệu giá trị sổ sách
- Thu thập dữ liệu giá chỉ số VN-index
- Thu thập giá cổ phiếu của các công ty mẫu

### **c. Xử lý dữ liệu**

Dữ liệu có liên quan của 6 mã chứng khoán thu thập được nhập vào phần mềm Eviews để tiến hành tính toán các tham số trong mô hình xác định giá trị nội tại của cổ phiếu. Tiếp theo, sử dụng chương trình eviews để chạy mô hình GMM cùng một số thủ thuật cần thiết để ước lượng tỷ suất lợi tức kỳ vọng của cổ phiếu các công ty ngành thực phẩm niêm yết trên HOSE.

## **KẾT LUẬN CHƯƠNG 2**

Chương này cũng trình bày quy trình nghiên cứu từ chọn mẫu, thu thập dữ liệu, chọn mô hình nghiên cứu để tính tỷ suất lợi tức kỳ vọng của các chứng khoán và danh mục thị trường. Tiến hành đo lường các biến trong mô hình chiết khấu dòng tiền, sử dụng phương pháp Moment tổng quát (GMM) để ước lượng hệ số beta và ước lượng tỷ suất lợi tức trung bình của danh mục thị trường. Kết quả kiểm định mô hình để định giá cổ phiếu được trình bày trong chương 3.



## CHƯƠNG 3

### KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU NGÀNH THỰC PHẨM VÀ GỢI Ý ĐỐI VỚI CÁC NHÀ ĐẦU TƯ

#### 3.1. KẾT QUẢ PHÂN TÍCH

##### 3.1.1. Thống kê mô tả

Sau quá trình thu thập và xử lý số liệu, ta có kết quả được thể hiện ở bảng sau:

*Bảng 3.1: Thống kê mô tả tỷ suất sinh lợi trung bình của các chứng khoán và danh mục thị trường (Từ 03/01/2008 – 31/12/2104)*

Chỉ tiêu	RBBC	RVNM	RKDC	RBHS	RLSS	RTAC	RM (DMTT)
Trung bình	-0.00053	0.000296	-0.000751	-0.000844	-0.00082	0.000207	0.002999
Trung vị	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
GTLN	0.102049	0.090729	0.064539	0.06614	0.067593	0.067077	0.039256
GTNN	-0.12542	-0.647685	-0.159884	-0.086474	-0.0949	-0.096992	-0.048013
Độ lệch chuẩn	0.037926	0.028755	0.025830	0.02851	0.02722	0.030319	0.016011
Skewness	0.011079	9.467202	1.808932	3.392334	0.75895	0.027313	0.208858
Kurtosis	3.941499	187.8718	19.87266	62.4871	9.280995	3.468563	3.885188
Số quan sát	1740	1740	1740	1740	1740	1740	1740

Theo đó, cổ phiếu LSS có tỷ suất sinh lời trung bình theo ngày là thấp nhất. BHS có tỷ suất sinh lời cao nhất. Bên cạnh đó có thể thấy rằng 6 cổ phiếu đều có chỉ số Skewness lớn hơn 0 và Kurtosis lớn hơn 3. Vì vậy tất cả 6 chứng khoán đều không tuân theo luật phân phối chuẩn.

##### 3.1.2. Phương pháp Moment tổng quát (GMM)

Phương pháp ước lượng Moment tổng quát được sử dụng ở đây để ước lượng hệ số beta của mô hình CAPM, áp dụng phương

pháp này đối với các chứng khoán không tuân theo luật phân phối chuẩn

*Bảng 3.2. Giá trị ước lượng mô hình CAPM ràng buộc phiên bản của Sharpe – Lnter bằng phương pháp GMM*

MÃ CK	Hệ số	Giá trị ước lượng ( $\beta$ )	Kết luận	Ghi chú
BBC	C(2)	1.957591	$\beta > 1$	C(2) là hệ số $\beta$ của mô hình
BHS	C(4)	0.372154	$\beta < 1$	C(4) là hệ số $\beta$ của mô hình
KDC	C(6)	1.790085	$\beta > 1$	C(6) là hệ số $\beta$ của mô hình
LSS	C(8)	0.774885	$\beta < 1$	C(8) là hệ số $\beta$ của mô hình
TAC	C(10)	0.905391	$\beta < 1$	C(10) là hệ số $\beta$ của mô hình
VNM	C(12)	1.666539	$\beta > 1$	C(12) là hệ số $\beta$ của mô hình

Kết quả cho thấy rằng tất cả các hệ số beta đều khác 1. Ba cổ phiếu có hệ số beta nhỏ hơn 1, ba cổ phiếu có hệ số beta lớn hơn 1 là BBC, KDC, VNM. Điều này cho thấy cổ phiếu trên có mức độ rủi ro khá cao.

### **3.1.3. Kết quả định giá cổ phiếu ngành thực phẩm**

*a. Kết quả ước lượng hệ số beta, tỷ suất sinh lời thị trường và tỷ suất lợi tức kỳ vọng của cổ phiếu*

*- Ước lượng hệ số beta*

Sử dụng phần mềm Eviews để ước lượng tỷ suất lợi tức kỳ vọng của cổ phiếu các công ty ngành thực phẩm niêm yết trên HOSE. Dựa vào ước lượng hồi quy và thực hiện các kiểm định cần thiết, kết quả hệ số beta ở Bảng 3.3.

*Bảng 3.3. Kết quả ước lượng hệ số beta của các cổ phiếu ngành thực phẩm*

STT	MÃ CK	HỆ SỐ $\beta$	ĐỘ LỆCH CHUẨN	GIÁ TRỊ T	PROB
1	BBC	1.957591	0.107804	18.15280	0.0000
2	BHS	0.372154	0.081798	4.549664	0.0000
3	KDC	1.790085	0.141966	12.53888	0.0000
4	LSS	0.774885	0.070211	11.03652	0.0000
5	TAC	0.905391	0.095687	9.461986	0.0000
6	VNM	1.666539	0.0378347	4,404783	0.0000

Bảng 3.3 cho thấy được hệ số của tất cả các cổ phiếu có giá trị dương. Ba cổ phiếu BBC, KDC, VNM có giá trị lớn hơn 1, ba cổ phiếu còn lại có giá trị nhỏ hơn 1 và ít có rủi ro với danh mục thị trường. Ba cổ phiếu có giá trị beta lớn hơn 1 có biến động nhiều hơn so với danh mục thị trường.

*- Tỷ suất sinh lời danh mục thị trường*

Dựa vào cách tính tỷ suất sinh lời của thị trường được trình bày ở bảng 3.1 ,ta có ước tỷ suất sinh lời trung bình ngày của danh mục thị trường là 0.00299%/ngày, tương đương 10,76%/năm. Lãi suất tín phiếu kho bạc kỳ hạn 1 năm (Từ 19/08/2014 đến 18/08/2015) là 6.5%/năm.

*- Ước lượng tỷ suất sinh lời kỳ vọng của các loại cổ phiếu trong mẫu*

*Bảng 3.4. Kết quả ước lượng tỷ suất lợi tức kỳ vọng của các mã chứng khoán trong mẫu*

<b>STT</b>	<b>MÃ CK</b>	<b>HỆ SỐ <math>\beta</math></b>	<b>TSLT KỲ VỌNG K (%)</b>
1	BBC	1.957591	11,38
2	BHS	0.372154	16,49
3	KDC	1.790085	10,05
4	LSS	0.774885	8,03
5	TAC	0.905391	6,52
6	VNM	1.666539	19,65

Kết quả ước lượng cho thấy tất cả các cổ phiếu đều có hệ số bê ta dương, chứng tỏ các cổ phiếu biến động cùng chiều với danh mục đầu tư. Để ước lượng tỷ suất lợi tức kỳ vọng của các cổ phiếu nhằm có thể xác định hợp lý giá trị nội tại của chúng, ta xem xét tỷ suất lợi tức vừa tính được với rủi ro của các cổ phiếu. Ta xem xét trong bảng 3.5:

*Bảng 3.5. Tỷ suất lợi tức kỳ vọng và rủi ro của các cổ phiếu*

<b>STT</b>	<b>CỔ PHIẾU</b>	<b>TSLT KỲ VỌNG(%)</b>	<b>ĐỘ LỆCH CHUẨN</b>
1	BBC	11.38	0.107804
2	BHS	16.49	0.081798
3	KDC	10.05	0.141966
4	LSS	8.03	0.070211
5	TAC	6.52	0.095687
6	VNM	19.65	0.0378347

Qua bảng 3.5, tỷ suất lợi tức của các cổ phiếu giao động quanh [ 6,52% ; 19,65%]/năm và độ lệch chuẩn của các cổ phiếu rất thấp,

chứng tỏ mức rủi ro của các cổ phiếu rất ít.

**b. Kết quả ước lượng tỷ lệ tăng trưởng của cổ phiếu**

Kết quả tính toán được trình bày ở Bảng 3.6

*Bảng 3.6. Ước lượng tỷ lệ tăng trưởng cổ tức của các công ty*

STT	Mã CK	ROE	Mức cổ tức	EPS	b(%)	g(%)
1	BBC	11%	600	4.321	86,11%	9,47%
2	BHS	11%	500	1.891	75,56%	8,09%
3	KDC	8%	1.000	3.015	66,83%	5,35%
4	LSS	4%	550	1.069	48,55%	1,94%
5	TAC	10%	1.600	2.031	21,22%	2,12%
6	VNM	32%	2.000	5.724	65,06%	19,39%

Qua bảng trên ta thấy tốc độ tăng trưởng cổ tức của các cổ phiếu VNM là khá cao, còn các cổ phiếu còn lại thì hơi thấp, nhưng tất cả đều dương, chứng tỏ các cổ phiếu đều đang trong giai đoạn tăng trưởng. Tỷ lệ tăng trưởng cổ phiếu có ý nghĩa rất quan trọng, vì nó là một trong những nhân tố tác động vào giá trị nội tại của cổ phiếu.

**c. Xác định giá trị nội tại của các cổ phiếu ngành thực phẩm theo mô hình chiết khấu cổ tức**

Việc áp dụng mô hình chiết khấu cổ tức để xác định giá trị nội tại của các cổ phiếu phải chấp nhận 2 giả thiết sau: i) tỷ lệ tăng trưởng cổ tức của các cổ phiếu không đổi và; ii) nhà đầu tư nắm giữ lâu dài.

Áp dụng công thức 2.1(Chương 2, trang 53), ta có kết quả giá trị nội tại của các cổ phiếu trong mẫu được trình bày ở Bảng 3.7

*Bảng 3.7. Kết quả giá trị nội tại của các cổ phiếu*

Stt	Mã CK	TSLT kỳ vọng (k)	Cổ tức (Do)	g(%)	Giá trị nội tại $P = \frac{Do(1+g)}{k-g}$
1	BBC	11,38%	600	9,47%	34.436
2	BHS	16,49%	500	8,09%	6.435
3	KDC	10,05%	1.000	5,35%	22.391
4	LSS	8,03%	550	1,94%	9.212
5	TAC	6,52%	1,600	2,12%	37.194
6	VNM	19,65%	2.000	19,39%	91.838

Số liệu trình bày ở bảng 3.7 cho thấy cổ phiếu BHS, LSS có giá trị nội tại thấp hơn 10.000 đồng. Các cổ phiếu KDC, BBC, TAC có giá trong khoảng 20.000 đồng đến 40.000 đồng, còn cổ phiếu VNM có giá cao nhất với mức giá 91.838 đồng.

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

- Nếu giá trị thị trường lớn hơn giá trị nội tại thì nhà đầu tư nên bán cổ phiếu hoặc không nên mua cổ phiếu.
- Nếu giá trị thị trường nhỏ hơn giá trị nội tại thì nhà đầu tư nên mua cổ phiếu hoặc nắm giữ cổ phiếu.

*Bảng 3.8. So sánh giá trị thị trường và giá trị nội tại ở thời điểm*

*31/12/2014*

STT	Mã CP	Giá trị thị trường	Giá trị nội tại	Chênh lệch
1	BBC	14,000	34,436	20,436
2	BHS	4,500	6,435	1,935
3	KDC	19,300	22,391	3,091
4	LSS	8,300	9,212	912
5	TAC	33,500	37,194	3,694
6	VNM	88,900	91,838	2,938

***e. So sánh giá trị sổ sách với giá trị nội tại***

Giá trị nội tại của cổ phiếu được so sánh với giá trị sổ sách tính đến thời điểm 31/12/2014. Kết quả được trình bày ở Bảng 3.9.

*Bảng 3.9. So sánh giá trị nội tại và giá trị sổ sách tại thời điểm 31/12/2014*

<b>Mã CP</b>	<b>Giá trị sổ sách</b>	<b>Giá trị nội tại</b>	<b>Chênh lệch</b>
BBC	35,000	34,436	(564)
BHS	13,800	6,435	(7,365)
KDC	31,900	22,391	(9,509)
LSS	24,500	9,212	(15,288)
TAC	20,900	37,194	16,294
VNM	99,000	91,838	(7,162)

Kết quả ở Bảng trên cho thấy:

- Nhóm các cổ phiếu định giá cao hơn giá trị sổ sách là: BBC, BHS, KDC, LSS, VNM
- Nhóm cổ phiếu thấp được định giá thấp hơn giá trị sổ sách là: TAC

### **3.2. KHUYẾN CÁO ĐỐI VỚI CÁC NHÀ ĐẦU TƯ**

#### **3.2.1. Khuyến cáo đối với nhà đầu tư từ kết quả phân tích và định giá**

Theo kết quả ước lượng được, các cổ phiếu có hệ số rủi ro lớn hơn 1 gồm 3 cổ phiếu: BBC, KDC, VNM. Các cổ phiếu còn lại đều có hệ số rủi ro nhỏ hơn 1. Dựa vào kết quả này nhà đầu tư có thể lựa chọn các cổ phiếu phù hợp với mục đích để đầu tư. Khi thị trường bất ổn, nên lựa chọn các cổ phiếu có beta nhỏ hơn 1 để hạn chế rủi ro. Tóm lại, hệ số beta không hoàn toàn phản ánh được rủi ro của cổ

phiếu. Nhà đầu tư cần xem xét, kết hợp thêm nhiều yếu tố khác trong quá trình đầu tư. Chúng ta có thể coi beta như một chỉ báo trong phân tích.

Từ những nhận định trên về ngành thực phẩm, đối với những nhà đầu tư ngắn hạn, nên mua vào và nắm giữ các cổ phiếu có giá trị thị trường thấp hơn so với giá trị nội tại. Ngược lại, đối với những nhà đầu tư đang nắm giữ cổ phiếu thấp hơn giá trị thị trường thì nên bán ra để kiếm lời hoặc hạn chế cho những cổ phiếu này giao dịch trên thị trường và không nên mua vào những cổ phiếu này.

Đối với những nhà 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 đến khả năng phát triển của từng công ty nói riêng và triển vọng ngành thực phẩm nói chung trong tương lai để có hướng đầu tư chính xác và lâu dài.

### **3.2.2. Lưu ý nhà đầu tư khi sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền**

Để việc sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền đạt hiệu quả cao, các nhà đầu tư nên lưu ý một số vấn đề:

- Trong mô hình này tỷ suất lợi tức kỳ vọng  $k$  được xác định dựa vào mô hình định giá tài sản vốn CAMP, nhưng dữ liệu được sử dụng là của quá khứ nên chưa phản ánh được hết tình hình hoạt động của các công ty được định giá.

- Trong mô hình này, chúng ta giả thiết là tăng trưởng với tỷ lệ  $g$  không đổi.

- Kết quả của việc định giá dựa theo mô hình chiết khấu dòng tiền chỉ mang tính chất tham khảo

### **3.3. HẠN CHẾ CỦA ĐỀ TÀI**

Việc thực hiện đề tài còn có một số hạn chế như sau:



- Các số liệu được sử dụng để phân tích công ty, xác định dòng cổ tức đều dựa vào thông tin quá khứ trong báo cáo tài chính, báo cáo thường niên,... Nên dòng cổ tức được dự báo có thể sai lệch một chút ảnh hưởng đến kết quả định giá nội tại của cổ phiếu chưa hoàn toàn chính xác.

- Tỷ suất lợi tức của các cổ phiếu được ước lượng dựa vào thông tin quá khứ.

- Luận văn chỉ định giá cổ phiếu và phân tích các công ty ngành thực phẩm niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh nên chưa phản ánh hết được thực trạng giá cổ phiếu ngành thực phẩm của cả nước.

### **KẾT LUẬN CHƯƠNG 3**

Trong chương này, tác giả đã tiến hành định giá cổ phiếu của các công ty ngành thực phẩm niêm yết trên sàn giao dịch thành phố Hồ Chí Minh bằng phương pháp chiết khấu dòng cổ tức. Qua kết quả định giá, tác giả đã so sánh giá trị nội tại của các cổ phiếu với giá trị thị trường và giá trị sổ sách của các cổ phiếu, chúng ta thấy được sự chênh lệch đáng kể giữa giá trị thực với giá trị thị trường và giá trị sổ sách. Điều này cho thấy, giá của các cổ phiếu trên TTCK Việt Nam chưa phản ánh đúng giá trị thực của nó.

## KẾT LUẬN

Mỗi phương pháp định giá lại cho ra một kết quả khác nhau. Và mỗi phương pháp được sử dụng lại phải chấp nhận một vài giả thiết nhất định. Nếu trong thực tế một 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 phần vào sự thành công của nhà đầu tư khi ra quyết định đầu tư. Tuy nhiên, việc phân tích và phương pháp định giá mang tính chất tham khảo trong việc đầu tư của các nhà đầu tư mà thôi.

Cuối cùng, xin chân thành cảm ơn sự hướng dẫn của PGS.TS Nguyễn Công Phương trong quá trình tác giả thực hiện luận văn này.