

Chương 4

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU THƯỜNG

Chúng tôi muốn cảnh báo với các bạn rằng các chuyên gia tài chính cũng có thể có những rủi ro nghề nghiệp. Tại các buổi tiệc tiếp tân, ta thường bị vây bọc bởi một số người luôn tìm cách giải thích hệ thống của họ giúp tạo ra lợi nhuận béo bở từ việc đầu tư vào cổ phiếu thường như thế nào. May mắn thay, các phiên toái này sẽ tạm thời lắng xuống mỗi khi thị trường rớt giá.

Có thể chúng tôi đang thổi phồng các rủi ro của nghề này. Vấn đề là chẳng có cách nào dễ dàng để bảo đảm thu được suất sinh lợi vượt trội từ đầu tư. Ở các chương sau chúng tôi sẽ chứng tỏ rằng các biến động của giá chứng khoán cơ bản là không dự đoán được và đó là hậu quả tự nhiên của các thị trường vốn vận hành hoàn hảo. Do đó, ở chương này, khi chúng tôi đề nghị sử dụng khái niệm giá trị hiện tại để định giá cổ phiếu thường, chúng tôi không hứa hẹn một bí quyết giúp bạn đầu tư thành công; đơn giản chúng tôi chỉ tin rằng ý tưởng đó có thể giúp bạn hiểu tại sao một số chứng khoán được định giá cao hơn các chứng khoán khác.

Tại sao bạn phải quan tâm đến điều này? Nếu bạn cần biết giá trị cổ phiếu của một hãng nào đó, tại sao bạn lại không thể tra cứu giá cổ phiếu trên báo chí? Đáng tiếc, điều đó không phải luôn luôn làm được. Ví dụ, bạn có thể là sáng lập viên của một doanh nghiệp thành công. Hiện nay bạn đang sở hữu toàn bộ cổ phần nhưng đang cân nhắc việc chuyển công ty thành một công ty cổ phần đại chúng bằng cách bán cổ phần cho các nhà đầu tư khác. Bạn và các cố vấn của mình cần phải ước tính mức giá có thể bán ra các cổ phiếu đó. Hay giả sử rằng tập đoàn Establishment Industries đề nghị bán lại bộ phận sản xuất khớp nối cho một công ty khác. Họ cần phải tính toán giá trị của bộ phận sản xuất này.

Còn có một lý do khác, sâu sắc hơn: tại sao các nhà quản lý cần phải hiểu rõ cách định giá cổ phiếu? Chúng ta đã nói rằng nếu một công ty hoạt động vì lợi ích của cổ đông thì công ty nên chấp nhận những dự án đầu tư làm gia tăng giá trị sở hữu của các cổ đông. Nhưng để làm được điều này, thì cần phải hiểu rõ cái gì quyết định giá trị của cổ phiếu.

Chúng ta mở đầu chương này với phần xem xét ngắn gọn về phương cách mua bán cổ phiếu. Tiếp đến chúng ta sẽ tìm hiểu những nguyên tắc cơ bản của việc định giá cổ phiếu. Chúng ta sẽ xem xét sự khác biệt cơ bản giữa cổ phiếu tăng trưởng và cổ phiếu thu nhập, ý nghĩa của lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS) và hệ số giá/lợi nhuận (PE). Cuối cùng, chúng ta sẽ đề cập đến một số vấn đề đặc biệt mà nhà quản lý và nhà đầu tư thường gặp khi tính toán giá trị hiện tại của toàn bộ doanh nghiệp.

Một lời cảnh báo trước khi chúng ta bắt đầu. Ai cũng biết rằng cổ phiếu mang tính rủi ro và một số cổ phiếu có mức rủi ro cao hơn các cổ phiếu khác. Vì thế, nhà đầu tư sẽ không bỏ vốn đầu tư vào cổ phiếu trừ khi suất sinh lợi kỳ vọng là tương ứng với rủi ro. Các công thức tính giá trị hiện tại đã thảo luận trước đây có thể tính đến các tác động của rủi ro đối với giá trị, nhưng chúng tôi lại chưa cho bạn biết một cách cụ thể. Do đó, hãy tạm chấp nhận rằng rủi ro được đưa vào phần thảo luận sau đây một cách trực giác và lỏng lẻo. Chương 7 sẽ giải quyết vấn đề rủi ro một cách cẩn thận hơn.

4.1 CỔ PHIẾU ĐƯỢC MUA BÁN NHƯ THẾ NÀO?

Công ty General Electric (GE) có 3,3 tỷ cổ phần, và tại lần kiểm đếm vừa qua những cổ phần này do 500,000 cổ đông sở hữu. Cổ đông gồm có các quỹ hưu trí và các công ty bảo hiểm lớn, mỗi đơn vị sở hữu vài triệu cổ phần, cũng như các cá nhân mỗi người chỉ sở hữu một ít cổ phần. Nếu bạn sở hữu một cổ phiếu GE, thì có nghĩa là bạn sở hữu 0,00000003 phần trăm công ty và có quyền được hưởng lợi nhuận với cùng tỷ lệ bé nhỏ đó. Đương nhiên, nếu bạn sở hữu càng nhiều cổ phần thì “phần” sở hữu của bạn đối với công ty càng lớn.

Nếu GE muốn huy động thêm vốn, nó có thể hoặc bằng cách vay vốn hoặc bằng cách bán cổ phần mới cho các nhà đầu tư. Việc phát hành cổ phiếu mới để huy động thêm vốn thường diễn ra trên thị trường sơ cấp. Nhưng hầu hết việc mua bán cổ phiếu GE lại diễn ra với những cổ phiếu hiện hữu đang được các nhà đầu tư mua bán qua lại với nhau, và vì thế không huy động thêm vốn mới cho công ty. Thị trường dành cho cổ phiếu đã được phát hành là thị trường thứ cấp. Thị trường thứ cấp chính của cổ phiếu GE là Sở Giao Dịch Chứng khoán New York (NYSE).¹ Đây là thị trường chứng khoán lớn nhất thế giới và lượng mua bán trong một ngày giao dịch trung bình là 500 triệu cổ phiếu của khoảng chừng 2.900 công ty.

Giả sử bạn đảm trách việc mua bán cổ phiếu của một quỹ hưu trí và muốn mua 100.000 cổ phần của GE. Bạn liên lạc với người môi giới chứng khoán, tiếp đến người này chuyển lệnh mua lên sàn giao dịch của NYSE. Việc mua bán mỗi loại cổ phiếu thuộc trách nhiệm của một chuyên viên (specialist), người này lưu giữ các lệnh bán và lệnh mua. Khi lệnh mua của bạn đến sàn, chuyên viên sẽ kiểm tra sổ lệnh để xem có người đầu tư nào sẵn sàng bán ở mức giá của bạn. Mặt khác, chuyên viên còn có thể tìm cho bạn một mức giá tốt hơn từ những người môi giới chứng khoán hoạt động quanh sàn hoặc có thể bán cho bạn một số cổ phiếu của riêng mình. Nếu chẳng có ai sẵn lòng bán với mức giá của bạn, chuyên viên sẽ lưu lại lệnh của bạn và khớp lệnh cho nó càng sớm càng tốt.

NYSE không phải là thị trường chứng khoán duy nhất ở Hoa Kỳ. Ví dụ, nhiều loại cổ phiếu được mua bán gián tiếp thông qua mạng lưới của những người kinh doanh chứng khoán; những người này niêm yết giá mà họ sẵn sàng mua/bán trên một hệ thống điện toán có tên là NASDAQ (Hệ thống Chào giá Tự động của Hiệp hội Kinh doanh Chứng khoán). Nếu bạn thích mức giá mà bạn nhìn thấy trên màn hình NASDAQ, bạn chỉ cần gọi cho người kinh doanh đó và thỏa thuận giá cả.

Giá giao dịch của các cổ phiếu được tóm lược trên các nhật báo. Ví dụ, dưới đây là cách The Wall Street Journal tóm lược giao dịch trong ngày của cổ phiếu GE vào ngày 18-12-1998:

52 tuần		Stock	Div	Yld %	PE	Vol 100s	Hi	Lo	Close	Net Chg.
High	Low									
96 7/8	69	General Electric	1,20	1,2	36	87707	97	94 1/8	96 7/8	+2 9/16

Bạn có thể thấy rằng vào ngày này những người đầu tư đã mua bán tổng cộng $87.707 \times 100 = 8.770.700$ cổ phần của GE (Vol 100s). Cổ phiếu này đạt giá cao nhất trong ngày là

¹ Cổ phiếu GE còn được mua bán trên một số sở giao dịch chứng khoán ở nước ngoài.

97 USD (Hi) và thấp nhất trong ngày là 94 1/8 USD (Lo). Vào lúc thị trường đóng cửa cổ phiếu này có giá 96 7/8 USD một cổ phần (Close), tăng 2 9/16 so với ngày giao dịch trước (Net Chg.). GE có 3,3 tỷ cổ phần đang lưu hành, nên những người đầu tư đã xem công ty có giá trị là 320 tỷ USD.

Đầu tư cổ phiếu là một nghề nhiều rủi ro. Cổ phiếu GE có giá 73 USD vào đầu năm 1998, tăng lên 96 USD vào tháng 7, giảm xuống 72 USD vào tháng 10, và tăng trở lại 96 USD vào tháng 12. Một người không may mắn đã mua vào tháng 7 và bán vào tháng 10 có thể đã lỗ mất hơn một phần tư vốn đầu tư. Đương nhiên, bạn sẽ không “đụng phải” những người như thế tại các tiệc tiếp tân; vì hoặc là họ ngậm miệng im lặng hoặc là không được mời.

The Wall Street Journal còn cung cấp ba dữ kiện khác về cổ phiếu GE. GE trả cổ tức mỗi năm 1,2 USD cho một cổ phần (Div), suất sinh lợi là 1,2 phần trăm (Yld %), và tỉ số giá cổ phần chia cho lợi nhuận (P/E ratio) là 36. Chúng tôi sẽ giải thích tại sao những người đầu tư lại chú ý đến các con số này.

4.2 CỔ PHIẾU ĐƯỢC ĐỊNH GIÁ NHƯ THẾ NÀO?

Nhớ lại ở chương trước chúng tôi đã trình bày cách định giá dòng ngân lưu tương lai. Công thức chiết khấu ngân lưu (DCF) để tính giá trị hiện tại của một cổ phiếu thì cũng giống như trường hợp tính giá trị hiện tại của bất kỳ tài sản nào khác. Chúng ta chỉ cần chiết khấu dòng ngân lưu bằng suất sinh lợi có thể thu được trên thị trường vốn từ những chứng khoán có mức rủi ro tương tự. Cổ đông nhận tiền từ công ty dưới dạng một dòng cổ tức. Do đó:

$$PV(\text{cổ phiếu}) = PV(\text{cổ tức kỳ vọng tương lai})$$

Thoạt tiên phát biểu này có thể gây ngạc nhiên. Khi người đầu tư mua cổ phiếu, họ thường kỳ vọng nhận được cổ tức, nhưng họ còn hy vọng thu lãi vốn. Thế tại sao công thức tính giá trị hiện tại của chúng tôi chẳng đề cập gì đến khoản lãi vốn? Bây giờ chúng tôi sẽ giải thích, và bạn sẽ thấy rằng mọi cái đều nhất quán.

Giá của ngày hôm nay

Tiền mà chủ sở hữu “cổ phiếu thường” kiếm được có hai dạng: (1) cổ tức và (2) lãi hay lỗ vốn. Giả sử rằng giá hiện hành của một cổ phiếu là P_0 , giá kỳ vọng vào cuối một năm là P_1 , và cổ tức kỳ vọng trên mỗi cổ phiếu là DIV_1 . Suất sinh lợi mà người đầu tư kỳ vọng từ cổ phiếu này trong năm tiếp theo được định nghĩa là cổ tức kỳ vọng trên cổ phiếu DIV_1 cộng với mức tăng giá kỳ vọng của mỗi cổ phiếu ($P_1 - P_0$), tất cả chia cho giá vào đầu năm P_0 :

$$\text{Suất sinh lợi kỳ vọng} = r = \frac{DIV_1 + P_1 - P_0}{P_0}$$

Suất sinh lợi kỳ vọng này của người đầu tư thường được gọi là suất huy động vốn của thị trường.

Giả sử cổ phiếu Fledgling Electrics đang bán với giá \$100 mỗi cổ phần ($P_0 = 100$). Người đầu tư kỳ vọng sẽ nhận được \$5 cổ tức trong năm tới ($DIV_1 = 5$). Họ còn kỳ vọng rằng cổ phiếu đó sẽ bán được \$110 sau một năm ($P_1 = 110$). Như thế suất sinh lợi kỳ vọng của cổ đông là 15 phần trăm:

$$r = \frac{5 + 110 - 100}{100} = 0,15, \text{ hay } 15\%$$

Tương tự, nếu bạn có các dự báo của người đầu tư về cổ tức và giá, và suất sinh lợi kỳ vọng của những cổ phiếu có mức rủi ro tương đương khác, thì bạn có thể dự đoán giá hôm nay:

Đối với Fledgling Electronics, $DIV_1 = 5$ và $P_1 = 110$. Nếu r , suất sinh lợi kỳ vọng từ các chứng khoán có cùng rủi ro, là 15 phần trăm, thì giá hôm nay sẽ là \$100:

$$P_0 = \frac{5 + 110}{1.15} = \$100$$

Làm thế nào chúng ta biết \$100 là mức giá đúng? Bởi vì không có giá nào khác có thể tồn tại trong các thị trường vốn cạnh tranh. Điều gì sẽ xảy ra nếu P_0 cao hơn \$100? Khi đó cổ phiếu Fledgling sẽ tạo ra một suất sinh lợi kỳ vọng thấp hơn các cổ phiếu khác có cùng mức rủi ro. Người đầu tư sẽ chuyển vốn sang các cổ phiếu khác và tiến trình này sẽ đẩy giá của cổ phiếu Fledgling giảm xuống. Nếu P_0 thấp hơn \$100, tiến trình sẽ xảy ra theo chiều ngược lại. Cổ phiếu Fledgling sẽ tạo ra một suất sinh lợi cao hơn các chứng khoán tương đương. Trong trường hợp đó, người đầu tư sẽ đổ xô mua, đẩy giá tăng lên \$100.

Kết luận chung là vào mỗi thời điểm tất cả các chứng khoán có cùng rủi ro được định giá để tạo ra cùng một suất sinh lợi kỳ vọng. Đây là điều kiện để có cân bằng trên các thị trường vốn vận hành hoàn hảo. Điều này cũng phù hợp với nhận thức thông thường.

Nhưng điều gì quyết định giá của năm tới?

Chúng ta đã giải thích giá hôm nay của cổ phiếu P_0 theo cổ tức DIV_1 và giá kỳ vọng năm tới P_1 . Tuy nhiên, dự báo một cách trực tiếp giá tương lai của cổ phiếu không phải là chuyện dễ dàng. Nhưng hãy suy nghĩ về điều gì quyết định giá năm tới. Nếu công thức tính giá của chúng ta đúng hôm nay, thì nó cũng sẽ đúng vào năm tới:

$$P_1 = \frac{DIV_2 + P_2}{1 + r}$$

Nghĩa là, sau một năm người đầu tư sẽ hưởng đến cổ tức trong năm 2 và giá vào cuối năm 2. Nhờ đó chúng ta có thể dự báo P_1 bằng cách dự báo DIV_2 và P_2 , và chúng ta có thể trình bày P_0 theo DIV_1 , DIV_2 , và P_2 :

$$P_0 = \frac{1}{1+r} (DIV_1 + P_1) = \frac{1}{1+r} (DIV_1 + \frac{DIV_2 + P_2}{1+r}) = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{DIV_2 + P_2}{(1+r)^2}$$

Lấy ví dụ Fledgling Electronics. Một lời giải thích hợp lý tại sao người đầu tư lại kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ tăng vào cuối năm thứ nhất là: họ kỳ vọng cổ tức cao hơn và còn có nhiều lãi vốn trong năm thứ hai. Ví dụ, giả sử hôm nay họ đang trông đợi cổ tức sẽ là \$5,50 vào năm 2 và giá sẽ là \$121. Từ đó suy ra giá vào cuối năm 1 là:

$$P_1 = \frac{5,50 + 121}{1,15} = \$110$$

Giá hôm nay có thể được tính hoặc từ công thức gốc

$$P_0 = \frac{DIV_1 + P_1}{1+r} = \frac{5,00 + 110}{1,15} = \$100$$

hoặc từ công thức mở rộng

$$P_0 = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{DIV_2 + P_2}{(1+r)^2} = \frac{5,00}{1,15} + \frac{5,50 + 121}{(1,15)^2}$$

Chúng ta đã thành công trong việc liên hệ giá hôm nay với cổ tức dự báo cho hai năm (DIV_1 và DIV_2) và giá dự báo vào cuối năm thứ hai (P_2). Có lẽ bạn không ngạc nhiên khi biết rằng chúng tôi có thể tiếp tục thay thế P_2 bởi $(DIV_3 + P_3) / (1+r)$ và liên hệ giá hôm nay với cổ tức dự báo cho ba năm (DIV_1 , DIV_2 , và DIV_3) cùng với giá dự báo vào cuối năm thứ ba (P_3). Chúng ta có thể tiếp tục như vậy, nếu chúng ta muốn. Gọi thời đoạn cuối cùng là H . Chúng ta có công thức giá cổ phiếu tổng quát như sau:

Biểu thức $\sum_{t=1}^H$ là tổng của các cổ tức từ năm 1 đến năm H được chiết khấu về thời điểm hiện tại.

$$\begin{aligned} P_0 &= \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{DIV_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{DIV_H + P_H}{(1+r)^H} \\ &= \sum_{t=1}^H \frac{DIV_t}{(1+r)^t} + \frac{P_H}{(1+r)^H} \end{aligned}$$

Bảng 4.1 thực hiện tiếp các ví dụ về Fledgling Electronics với nhiều cung thời gian khác nhau, giả định rằng cổ tức kỳ vọng sẽ gia tăng với tốc độ tích lũy là 10 phần trăm. Giá kỳ vọng P_t cũng gia tăng với cùng tốc độ đó mỗi năm. Mỗi dòng trong bảng này thể hiện việc áp dụng công thức tổng quát cho từng giá trị khác nhau của H . Hình 4.1 thể hiện đồ thị cho bảng này. Mỗi cột thể hiện giá trị hiện tại của các cổ tức và giá trị hiện tại của giá cổ phiếu ở cuối cung thời gian. Khi cung thời gian tăng dần, dòng cổ tức sẽ chiếm tỷ trọng lớn hơn trong giá trị hiện tại, nhưng tổng giá trị hiện tại của các cổ tức và giá cuối cùng vẫn luôn luôn bằng \$100.

BẢNG 4.1
Áp dụng công thức định giá cổ phiếu cho Flegling Electronics

Cung thời gian (H)	Giá trị kỳ vọng tương lai		Giá trị hiện tại		Tổng
	Cổ tức (DIV _t)	Giá (Pt)	Cổ tức tích lũy	Giá tương lai	
0	--	100	--	100,00	100
1	5,00	110	4,35	95,65	100
2	5,50	121	8,51	91,49	100
3	6,05	133,10	12,48	87,52	100
4	6,66	146,41	16,29	83,71	100
10	11,79	259,37	35,89	64,11	100
20	30,58	672,75	58,89	41,11	100
50	533,59	11.739,09	89,17	10,83	100
100	62.639,15	1.378.061,23	98,83	1,17	100

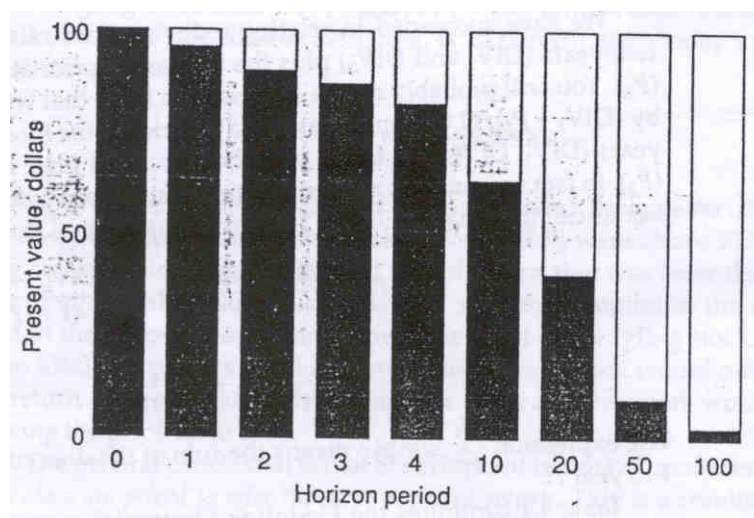
Chúng ta có thể tính xa bao nhiêu trong tương lai? Trên nguyên tắc, cung thời gian H có thể kéo xa vô cùng. “Cổ phiếu thường” không có thời gian đáo hạn. Loại trừ các tai biến như phá sản hay bị mua lại, thì công ty là bất tử. Khi H tiến đến vô cùng, thì giá trị hiện tại của giá cuối cùng sẽ tiến đến zero, như ta thấy ở cột cuối cùng trong Hình 4.1. Do đó, chúng ta có thể hoàn toàn bỏ qua giá cuối cùng và thể hiện giá hôm nay như là giá trị hiện tại của của một chuỗi vô tận của các cổ tức. Biểu thức thường dùng là:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+r)^t}$$

trong đó ∞ biểu thị thời điểm vô cùng.

Hình 4.1

Khi cung thời gian tăng dần, giá trị hiện tại của giá tương lai (vùng tô đậm) giảm dần nhưng giá trị hiện tại của dòng cổ tức (vùng không tô đậm) lại tăng dần. Tổng giá trị hiện tại (giá tương lai cộng cổ tức) giữ nguyên không đổi.



Công thức chiết khấu ngân lưu (DCF) dùng để tính giá trị hiện tại của cổ phiếu cũng giống như trường hợp tính giá trị hiện tại cho bất kỳ tài sản nào khác. Chúng ta chỉ cần chiết khấu dòng ngân lưu – trong trường hợp này là dòng cổ tức – bằng suất sinh lợi có thể thu được trên thị trường vốn từ các chứng khoán có rủi ro tương đương. Một số người cho rằng công thức DCF là không hợp lý vì dường như nó bỏ qua lãi vốn (có được do giá tăng). Nhưng chúng ta biết rằng công thức này được suy ra từ giả định rằng giá ở bất kỳ thời đoạn nào đều được quyết định bởi cổ tức và lãi vốn kỳ vọng trong thời đoạn kế tiếp.

Lưu ý: sẽ không đúng nếu nói rằng giá trị của một cổ phiếu bằng tổng dòng lợi nhuận chiết khấu trên mỗi cổ phiếu. Lợi nhuận (earnings) thường lớn hơn cổ tức bởi vì một phần của lợi nhuận được tái đầu tư vào nhà máy, thiết bị và vốn lưu động mới. Chiết khấu dòng lợi nhuận sẽ ghi nhận các lợi ích của khoản đầu tư đó (cổ tức cao hơn trong tương lai) nhưng lại bỏ sót sự hy sinh (cổ tức thấp hơn trong hiện tại). Công thức đúng là: giá trị cổ phiếu bằng giá trị chiết khấu của dòng cổ tức trên mỗi cổ phiếu.

4.3 MỘT CÁCH ĐƠN GIẢN ĐỂ ƯỚC TÍNH SUẤT HUY ĐỘNG VỐN

Ở Chương 3 chúng ta đã đã gặp một số dạng đơn giản của công thức tính giá trị hiện tại. Chúng ta hãy xem thử chúng có ý nghĩa gì với giá trị cổ phiếu. Ví dụ, giả sử rằng cổ tức của một công ty gia tăng với tỷ lệ không đổi. Điều này không loại trừ độ lệch khỏi đường xu thế giữa hai năm liên tiếp: Nó chỉ có nghĩa là cổ tức kỳ vọng sẽ tăng với tỷ lệ không đổi. Một khoản đầu tư như thế chẳng qua là một ví dụ khác đi của dòng niên kim vĩnh cửu (perpetuity = dòng thu không đổi và bất tận) tăng dần mà chúng ta đã giúp nhà hảo tâm hay đối ý thực hiện tính toán trong chương trước. Để tìm giá trị hiện tại, chúng ta phải chia khoản chi tiền mặt hàng năm cho hiệu số giữa suất chiết khấu và tỷ lệ gia tăng:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r - g}$$

Lưu ý rằng chúng ta chỉ có thể sử dụng công thức này khi g , tỷ lệ tăng trưởng dự kiến, nhỏ hơn r , suất chiết khấu. Khi g tiến đến r , giá cổ phiếu tiến đến vô cùng. Hẳn nhiên r phải lớn hơn g nếu việc tăng trưởng thật sự là bất tận.

Công thức dòng niên kim tăng dần của chúng ta giải thích P_0 theo cổ tức DIV_1 kỳ vọng trong năm tới, tốc độ tăng trưởng dự kiến g , và suất sinh lợi kỳ vọng từ các chứng khoán khác có rủi ro tương đương r . Ngược lại, công thức này có thể được dùng để ước tính r từ DIV_1 , P_0 , và g :

$$r = \frac{DIV_1}{P_0} + g$$

Suất huy động vốn trên thị trường bằng với suất sinh lợi cổ tức (DIV_1 / P_0) cộng tỷ lệ tăng trưởng kỳ vọng của cổ tức (g).

Hai công thức này giúp ta xử lý dễ dàng hơn so với phát biểu tổng quát rằng “giá bằng giá trị hiện tại của các cổ tức kỳ vọng trong tương lai.”² Dưới đây là một ví dụ thực tế.

Sử dụng Mô hình DCF để định giá ngành điện và khí đốt

Chính quyền tiểu bang quy định giá điện và khí đốt của các công ty ở địa phương. Chính quyền muốn khống chế giá tiêu dùng ở mức thấp nhưng phải cho phép các công ty này thu về một suất sinh lợi hợp lý (công bằng). Nhưng thế nào là hợp lý? Người ta thường thừa nhận đó là r , suất huy động vốn trên thị trường cho cổ phiếu thường của công ty. Nghĩa là, suất sinh lợi hợp lý trên vốn chủ sở hữu của công ty cổ phần đại chúng ngành điện gas cần phải bằng với suất sinh lợi từ các chứng khoán khác có cùng mức rủi ro như cổ phiếu thường của ngành điện gas.³

Một thay đổi nhỏ trong ước tính chi phí vốn chủ sở hữu của công ty điện gas cũng có thể tạo ra một tác động rất lớn trên giá tính cho người tiêu dùng và lợi nhuận của công ty đó. Vì thế cả ngành điện gas lẫn chính quyền dành một nguồn lực đáng kể cho việc ước tính r . Họ gọi r là chi phí vốn chủ sở hữu. Ngành điện gas đã ở vào giai đoạn bão hòa thị trường, điều này cho ta một tình huống phù hợp để áp dụng công thức DCF có tỷ lệ gia tăng không đổi. Chúng ta cùng tham khảo một nghiên cứu đã sử dụng công thức này để ước tính chi phí vốn chủ sở hữu.

Giả sử bạn muốn ước tính chi phí vốn chủ sở hữu cho Công ty Pinnacle West Corp. vào tháng 2 năm 1998, lúc đó cổ phiếu của nó đang bán với giá \$41 mỗi cổ phần. Cổ tức chi trả trong

$$\text{Lợi suất cổ tức} = \frac{DIV_1}{P_0} = \frac{1,27}{41} = 0,031$$

năm kế tiếp được kỳ vọng là \$1,27 mỗi cổ phần. Như thế ta dễ dàng tính được nửa phần đầu của công thức DCF:

Phần khó ước tính là g , tỷ lệ tăng trưởng cổ tức kỳ vọng. Cách thứ nhất là tham khảo ý kiến của các chuyên gia phân tích chứng khoán đang nghiên cứu triển vọng của từng công ty. Chuyên gia phân tích không đại gì mà “lố cổ” mình ra bằng cách tiên đoán tiền cổ tức cho kiếp sau, nhưng họ thường dự báo tỷ lệ tăng trưởng cho 5 năm sắp đến, và các ước lượng này có thể cho ta một chỉ dẫn về xu thế tăng trưởng kỳ vọng trong dài hạn. Với trường hợp của Pinnacle West, các chuyên gia phân tích vào năm 1998 đã dự báo tỷ lệ tăng trưởng hằng năm ở mức 5,7%.⁴ Kết hợp con số này với suất sinh lợi cổ tức cho ta ước tính chi phí vốn chủ sở hữu như sau:

$$r = \frac{DIV_1}{P_0} + g = 0,031 + 0,057 = 0,088, \text{ hay } 8,8\%$$

² Những công thức này do Williams tìm ra đầu tiên vào năm 1938 và được phát hiện lại bởi Gordon và Shapiro. Xem J. B. Williams, *Lý thuyết về giá trị đầu tư* (NXB Harvard University Press, Cambridge, Mass, 1938); M. J. Gordon và E. Shapiro, “Phân tích đầu tư vốn: Tỷ lệ lãi cần thiết,” *Management Science* 3 (10-1956), trang 102-110.

³ Đây là lời giải thích được chấp nhận cho phán quyết của Tòa Tối cao Hoa Kỳ vào năm 1944 rằng “suất sinh lợi cho chủ sở hữu [của một doanh nghiệp chịu điều tiết giá] cần phải tương đương với suất sinh lợi từ đầu tư vào các loại doanh nghiệp khác có cùng mức rủi ro.” Vụ án Ủy ban Năng lượng Liên bang kiện Công ty Khí đốt Hope, 302 U.S.591 mục 603.

⁴ Trong phép tính này chúng tôi giả định rằng lợi nhuận và cổ tức theo dự báo sẽ gia tăng mãi mãi với tỷ lệ không đổi g . Trong phần sau của chương này chúng tôi sẽ nói lòng giả định này. Dự báo lợi nhuận cho 5 năm do I/B/E/S đưa ra, đây là một công ty chuyên tập hợp và xuất bản các dự báo của giới chuyên gia phân tích.

Một cách tiếp cận khác để ước tính tốc độ tăng trưởng dài hạn bắt đầu với tỉ lệ chi trả cổ tức, tức là tỉ lệ giữa cổ tức được chia so với lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS). Với Pinnacle, tỉ lệ này được dự báo là 47%. Nói cách khác, mỗi năm công ty giữ lại khoảng 53% lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu:

$$\text{Hệ số giữ lại} = 1 - \text{Hệ số chi trả cổ tức} = 1 - \text{DIV}/\text{EPS} = 1 - 0,47 = 0,53$$

Ngoài ra, Pinnacle có tỉ số lợi nhuận mỗi cổ phiếu trên giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu là khoảng 10 phần trăm. Đây là suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu, hay ROE:

$$\text{Suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu} = \text{ROE} = \frac{\text{EPS}}{\text{Giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu}} = 0,10$$

Nếu Pinnacle tạo ra lợi nhuận bằng 10 phần trăm giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu và tái đầu tư 53 phần trăm số lợi nhuận đó, thì giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu sẽ gia tăng với tỷ lệ $0,53 \times 0,10 = 0,053$, hay 5,3%. Lợi nhuận và cổ tức trên mỗi cổ phần cũng sẽ gia tăng 5,3 phần trăm:

Tỷ lệ tăng trưởng của cổ tức = $g = \text{Tỉ lệ tái đầu tư} \times \text{ROE} = 0,53 \times 0,10 = 0,053$
 Từ đó ta có cách ước tính thứ hai cho suất huy động vốn thị trường là:

$$r = \frac{\text{DIV}_1}{P_0} + g = 0,031 + 0,053 = 0,084, \text{ hay } 8,4\%$$

Cho dù ước tính suất huy động vốn thị trường cho cổ phiếu Pinnacle theo cách này có vẻ hợp lý, thì rõ ràng vẫn còn những nguy hiểm khi phân tích cổ phiếu nếu chỉ sử dụng các quy tắc đơn giản như công thức DCF với tỷ lệ tăng trưởng không đổi. Thứ nhất, giả định rằng tăng trưởng với tốc độ đều trong tương lai chẳng qua chỉ là một phép tính xấp xỉ. Thứ hai, ngay cả khi đó là một phép tính xấp xỉ có thể chấp nhận được, thì không thể tránh khỏi sai số khi ước tính g .

Lưu ý, chi phí vốn chủ sở hữu của Pinnacle không phải là tài sản riêng của chính nó. Trong những thị trường vốn vận hành hoàn hảo, những người đầu tư sẽ “vốn hóa” cổ tức của tất cả các chứng khoán thuộc cùng nhóm rủi ro với Pinnacle với xuất chiết khấu hoàn toàn giống nhau. Nhưng mọi ước tính r cho một cổ phiếu thường riêng lẻ đều bị nhiễu và có sai số. Một phương pháp tốt sẽ không quá đặt nặng việc ước tính chi phí vốn chủ sở hữu cho một công ty riêng lẻ. Người ta thu thập các mẫu gồm những công ty tương tự, ước tính r cho mỗi công ty, rồi tính giá trị trung bình. Giá trị trung bình đó cho ta chuẩn so sánh đáng tin cậy hơn trong việc ra quyết định.

Hình 4.2 thể hiện việc ước tính chi phí vốn chủ sở hữu bằng DCF cho hai mẫu, một bao gồm 9 công ty điện gas ở New York, và mẫu kia gồm 17 công ty tương tự có cùng quy mô ở các tiểu bang khác.⁵ Đường gạch rời biểu thị trung vị của các ước tính vốn chủ sở hữu, khoảng 4 phần trăm cao hơn đường lãi suất của trái phiếu 10 năm của Chính phủ (T-bond). Các chấm đen biểu thị độ phân tán của các giá trị ước tính. Phần lớn sự phân tán có thể bị “nhiều”. Vì thế các

⁵ Các ước tính được thực hiện cho Ủy ban Dịch vụ Công Tiểu bang New York. Xem S. C. Myers và L. S. Boruki, “Ước tính chi phí vốn chủ sở hữu bằng phương pháp chiết khấu ngân lưu—Nghiên cứu tình huống,” *Thị trường Tài chính, Định chế và Công cụ*, số 3 (8-1994) trang 9-45.

giá trị trung vị là chuẩn so sánh hữu ích nhất khi ước tính chi phí vốn chủ sở hữu cho các công ty điện gas tiêu biểu. Đương nhiên, những công ty điện gas có mức rủi ro cao hơn thì có chi phí vốn chủ sở hữu cao hơn chuẩn so sánh; các công ty an toàn hơn thì chi phí vốn chủ sở hữu sẽ thấp hơn.

Một vài cảnh báo về Công thức Tỷ lệ Tăng trưởng Không đổi

Công thức đơn giản DCF với tỷ lệ tăng trưởng không đổi là một quy tắc cơ bản vô cùng hữu ích, nhưng chỉ chừng đó thôi. Tin tưởng một cách ngây thơ vào công thức này đã dẫn nhiều nhà phân tích tài chính đến những kết luận điên khùng.

Chúng tôi đã nhấn mạnh sự khó khăn của việc ước tính r bằng cách phân tích một cổ phiếu. Hãy cố gắng sử dụng một mẫu lớn gồm các chứng khoán có mức rủi ro tương đương. Ngay cả như thế vẫn có thể chưa đạt yêu cầu, nhưng ít nhất nó cũng tạo cho nhà phân tích một cơ may, bởi vì các sai số tất yếu khi ước tính r cho một chứng khoán duy nhất có khuynh hướng loại trừ lẫn nhau trong một mẫu lớn.

Ngoài ra, tránh áp dụng công thức này cho những công ty hiện nay đang có tỷ lệ tăng trưởng cao. Không thể nào giữ mức tăng trưởng cao đó bền vững mãi mãi, trong khi công thức DCF với tỷ lệ tăng trưởng không đổi lại giả định điều đó là có thể. Giả định sai lầm này dẫn đến ước tính r quá cao.

Xem trường hợp Growth-Tech, Inc. một hãng có $DIV_1 = \$0,50$ và $P_0 = \$50$. Hãng này tái đầu tư 80 phần trăm lợi nhuận và có suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) bằng 25 phần trăm. Điều này có nghĩa rằng trong quá khứ

$$\text{Tỷ lệ tăng trưởng cổ tức} = \text{Tỉ lệ tái đầu tư} \times \text{ROE} = 0,80 \times 0,25 = 0,20$$

Người ta dễ tưởng lầm rằng tỷ lệ tăng trưởng dài hạn trong tương lai g cũng bằng 0,20. Điều này kéo theo

$$r = \frac{0,50}{50,00} + 0,20 = 0,21$$

Nhưng thế này là điên khùng. Không một hãng nào có thể tiếp tục tăng trưởng mãi mãi với tỷ lệ 20 phần trăm mỗi năm, ngoại trừ trong những điều kiện lạm phát quá cao. Cuối cùng, mức sinh lợi sẽ giảm và hãng sẽ phản ứng bằng cách giảm bớt đầu tư.

Trên thực tế suất sinh lợi từ đầu tư sẽ giảm dần theo thời gian, nhưng để đơn giản hãy giả định rằng bắt ngờ nó giảm xuống 16 phần trăm vào năm 3 và hãng này thích ứng bằng cách chỉ tái đầu tư 50 phần trăm lợi nhuận. Khi đó g giảm còn $(0,50) \times (0,16) = 0,08$.

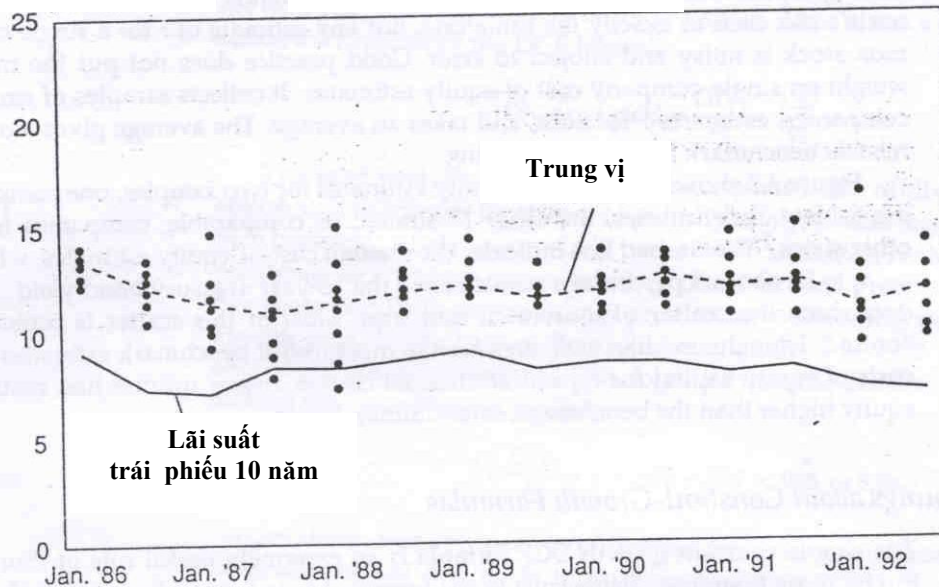
Hình 4.2

Ước tính chi phí vốn chủ sở hữu bằng DCF cho mẫu gồm 9 công ty điện gas New York và 17 công ty điện gas hoạt động ở các tiểu bang khác. Trung vị của các ước tính (đường gạch rời) có quan hệ khá tốt với đường lãi suất dài hạn. (Đường liên tục là đường lãi suất trái phiếu 10 năm.) Các điểm đen biểu thị độ phân tán của ước tính chi phí vốn chủ sở hữu cho từng công ty.

Nguồn: S. C. Myers và L. S. Boruki, “Ước tính chi phí vốn chủ sở hữu bằng ngân lưu chiết khấu – Nghiên cứu tình huống,” Thị trường Tài chính, Định chế và Công cụ.

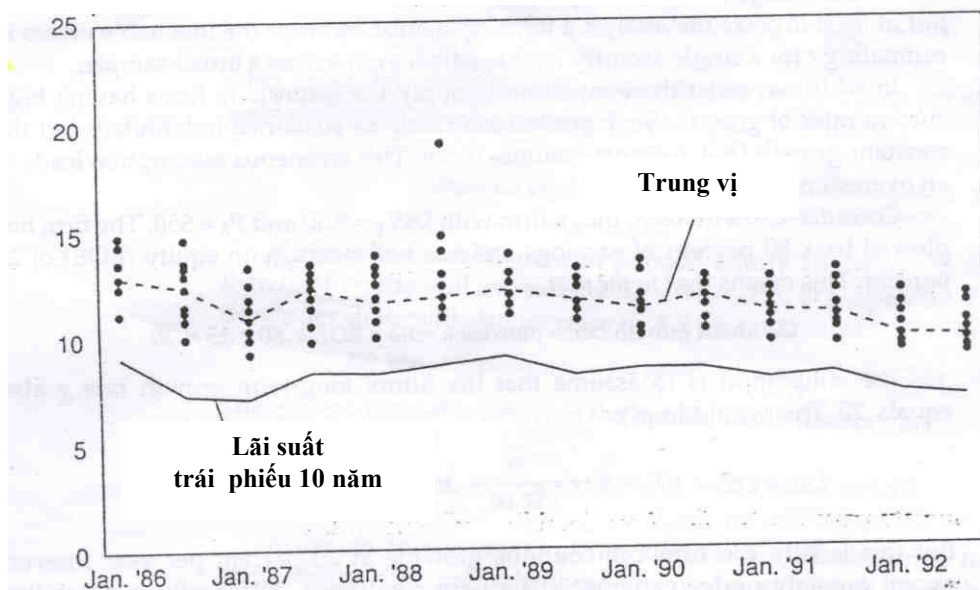
Chi phí vốn chủ sở hữu %

Công ty điện New York



Chi phí vốn chủ sở hữu %

Công ty tương đương



BẢNG 4.2
Lợi nhuận và cổ tức dự báo cho Growth-Tech

Chú ý các thay đổi trong năm 3: ROE và lợi nhuận giảm, nhưng tỉ lệ chi trả cổ tức tăng, làm cho cổ tức tăng mạnh. Tuy nhiên, sau đó tốc độ tăng trưởng lợi nhuận và cổ tức giảm xuống 8 phần trăm mỗi năm. Lưu ý lượng tăng trong vốn chủ sở hữu bằng lợi nhuận giữ lại.

	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4
Vốn chủ sở hữu (giá trị sổ sách)	10,00	12,00	14,40	15,55
Lợi nhuận mỗi cổ phần, EPS	2,50	3,00	2,30	2,49
Suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu, ROE	0,25	0,25	0,16	0,16
Tỉ lệ chi trả cổ tức	0,20	0,20	0,50	0,50
Cổ tức mỗi cổ phần, DIV	0,50	0,60	1,15	1,24
Tỷ lệ tăng trưởng cổ tức	-	0,20	0,92	0,08

Bảng 4.2 cho thấy điều gì đang diễn ra. Growth-Tech mở đầu năm 1 với tài sản bằng \$10,00. Tạo ra lợi nhuận \$2,5, chi trả 50 xu cổ tức, và giữ lại \$2. Như thế nó mở đầu năm 2 với \$10 + 2 = \$12. Sau một năm nữa với cùng ROE và tỉ lệ chi trả cổ tức, nó mở đầu năm 3 với vốn chủ sở hữu bằng \$14,40. Tuy nhiên, ROE giảm xuống 0,16, và hãng chỉ có lợi nhuận \$2,30. Cổ tức tăng lên \$1,15, do tăng tỉ lệ chi trả cổ tức, nhưng hãng chỉ có \$1,15 để tái đầu tư. Do đó, mức giá tăng kỳ tiếp theo về lợi nhuận và cổ tức giảm xuống 8 phần trăm.

Đến đây ta có thể dùng công thức DCF tổng quát để tìm suất huy động vốn:

$$P_o = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{DIV_2}{(1+r)^2} + \frac{DIV_3 + P_3}{(1+r)^3}$$

Người đầu tư vào năm 3 sẽ xem Growth-Tech có tỷ lệ tăng trưởng cổ tức 8 phần trăm mỗi năm. Chúng ta sẽ áp dụng công thức tỷ lệ tăng trưởng không đổi:

$$P_3 = \frac{DIV_4}{r - 0,08}$$

$$P_o = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{DIV_2}{(1+r)^2} + \frac{DIV_3}{(1+r)^3} + \frac{1}{(1+r)^3} \frac{DIV_4}{r - 0,08}$$

$$P_o = \frac{0,50}{1+r} + \frac{0,60}{(1+r)^2} + \frac{1,15}{(1+r)^3} + \frac{1,00}{(1+r)^3} \frac{1,24}{r - 0,08}$$

Chúng ta phải sử dụng phương pháp mò mẫm để tìm giá trị r làm cho P₀ bằng \$50. Kết quả cho thấy r nằm chứa trong các dự báo thực tế này xấp xỉ bằng 0,099, hoàn toàn khác với ước tính 0,21 từ công thức “tỷ lệ gia tăng không đổi” của chúng ta.

Cảnh báo cuối cùng: Đừng sử dụng công thức đơn giản “tỷ lệ tăng trưởng không đổi” để kiểm tra liệu thị trường có đúng trong việc định giá một cổ phiếu. Nếu ước tính của bạn về giá trị cổ phiếu khác với ước tính của thị trường, thì có thể là vì bạn đã sử dụng các dự báo tồi về cổ

tức. Nhớ lại điều chúng tôi đã nói khi mở đầu chương này về những phương cách đơn giản để kiểm tiền trên thị trường chứng khoán: chẳng có phương cách nào cả.

4.4 SỰ LIÊN KẾT GIỮA GIÁ CỔ PHIẾU VÀ LỢI NHUẬN TRÊN MỖI CỔ PHIẾU

Người đầu tư thường sử dụng các thuật ngữ cổ phiếu tăng trưởng và cổ phiếu thu nhập. Dường như họ mua cổ phiếu tăng trưởng chủ yếu vì kỳ vọng lãi vốn, và họ quan tâm đến sự gia tăng lợi nhuận trong tương lai hơn là cổ tức của năm kế tiếp. Ngược lại, họ mua cổ phiếu thu nhập chủ yếu vì tiền cổ tức. Chúng ta hãy xem thử các phân biệt này có ý nghĩa gì không.

Giả sử trường hợp thứ nhất là một công ty không tăng trưởng tí nào cả. Nó không giữ lại thu nhập và chỉ tạo một dòng cổ tức không đổi. Cổ phiếu của nó rất giống trái phiếu có dòng niên kim vĩnh cửu mô tả ở chương trước. Nhớ rằng suất sinh lợi từ một dòng niên kim vĩnh cửu bằng ngân lưu hàng năm chia cho giá trị hiện tại. Suất sinh lợi kỳ vọng từ cổ phiếu của chúng ta, như thế, sẽ bằng cổ tức hàng năm chia cho giá cổ phiếu (tức là lợi suất cổ tức). Vì tất cả lợi nhuận được chi trả thành cổ tức, suất sinh lợi kỳ vọng cũng bằng với lợi nhuận mỗi cổ phiếu chia cho giá cổ phiếu (tức hệ số lợi nhuận trên giá). Ví dụ, nếu cổ tức là \$10 mỗi cổ phiếu và giá cổ phiếu là \$100, ta có:

Suất sinh lợi kỳ vọng = Lợi suất cổ tức = Hệ số lợi nhuận/giá

$$\begin{aligned} &= \frac{DIV_1}{P_0} = \frac{EPS}{P_0} \\ &= \frac{10,00}{100} = 0,10 \end{aligned}$$

Giá bằng:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r} = \frac{EPS_1}{r} = \frac{10,00}{0,10} = \$100$$

Suất sinh lợi kỳ vọng của những hãng đang tăng trưởng cũng có thể bằng hệ số lợi nhuận/giá. Điểm then chốt là lợi nhuận được tái đầu tư để tạo ra mức sinh lợi lớn hơn hay nhỏ hơn suất huy động vốn thị trường. Ví dụ, giả sử công ty của chúng ta đột nhiên tìm được một cơ hội đầu tư \$10 mỗi cổ phần trong năm tới. Điều này có nghĩa là không có cổ tức vào thời điểm $t = 1$. Tuy nhiên, công ty kỳ vọng rằng sau đó cứ mỗi năm dự án này sẽ thu lợi nhuận \$1 mỗi cổ phiếu, nhờ đó cổ tức có thể tăng lên \$11 mỗi cổ phiếu.

Giả định rằng cơ hội đầu tư này có cùng mức rủi ro như hoạt động kinh doanh hiện hữu. Như thế chúng ta có thể chiết khấu ngân lưu với suất chiết khấu 10 phần trăm để tìm giá trị hiện tại thuần của dự án vào năm 1:

$$\text{Giá trị hiện tại thuần trên mỗi cổ phiếu vào năm 1} = -10 + 1/0,10 = 0$$

Như thế cơ hội đầu tư này sẽ chẳng đóng góp gì thêm cho giá trị của công ty. Mức sinh lợi triển vọng của nó bằng với chi phí cơ hội của vốn.

Quyết định tiến hành dự án sẽ có tác động gì lên giá cổ phiếu công ty? Rõ ràng là không. Sự sụt giảm giá trị gây ra bởi cổ tức bằng 0 vào năm 1 được bù trừ bởi sự gia tăng giá trị tạo ra từ các cổ tức tăng thêm ở những năm sau đó. Vì thế, một lần nữa ta có suất huy động vốn thị trường bằng hệ số lợi nhuận/giá:

$$r = \frac{EPS_t}{P_0} = \frac{10}{100} = 0,10$$

BẢNG 4.3

Tác động lên giá cổ phiếu của việc đầu tư thêm \$10 vào năm 1 với các suất sinh lợi khác nhau. Lưu ý rằng hệ số lợi nhuận/giá ước tính quá cao r khi dự án có NPV âm và ước tính quá thấp r khi dự án có NPV dương.

Suất sinh lợi của dự án	Ngân lưu tăng thêm, C	NPV của dự án vào năm 1*	Tác động của dự án lên giá cổ phiếu năm 0 ⁺	Giá cổ phiếu năm 0, P ₀	EPS ₁ /P ₀	r
0,05	\$ 0,50	-\$ 5,00	-\$ 4,55	\$ 95,45	0,105	0,10
0,10	1,00	0	0	100,00	0,10	0,10
0,15	1,50	+ 5,00	+ 4,55	104,55	0,096	0,10
0,20	2,00	+ 10,00	+ 9,09	109,09	0,092	0,10
0,25	2,50	+ 15,00	+ 13,64	113,64	0,088	0,10

*Chi phí của dự án \$10,00 (EPS₁). NPV = -10 + C/r, trong đó r = 0,10.

⁺NPV được tính cho năm 1. Để tìm tác động trên P₀, chiết khấu cho một năm với r = 0,10.

Bảng 4.3 lập lại ví dụ của chúng ta gồm các giả định khác nhau về ngân lưu do dự án tạo ra. Lưu ý hệ số lợi nhuận/giá, tính theo EPS₁, lợi nhuận kỳ vọng của năm kế tiếp, sẽ bằng suất huy động vốn thị trường (r) chỉ khi nào dự án mới có NPV = 0. Đây là một điểm vô cùng quan trọng – các nhà quản lý thường đưa ra những quyết định tài chính tồi bởi vì họ nhầm lẫn hệ số lợi nhuận/giá với suất huy động vốn thị trường.

Nói chung, chúng ta có thể xem giá cổ phiếu như là giá trị vốn hóa của lợi nhuận trung bình trong điều kiện không có tăng trưởng, cộng với PVGO, giá trị hiện tại của những cơ hội tăng trưởng:

$$P_0 = \frac{EPS_1}{r} + PVGO$$

Do đó, hệ số lợi nhuận/giá bằng:

$$\frac{EPS}{P_0} = r \left(1 - \frac{PVGO}{P_0} \right)$$

Công thức này sẽ ước tính r thấp hơn nếu PVGO là dương và ước tính cao hơn nếu PVGO là âm. Trường hợp sau ít xảy ra hơn, bởi vì hiếm khi các hãng lại bị bó buộc phải tiến hành các dự án có giá trị hiện tại thuần < 0.

Tính Giá trị hiện tại của các cơ hội tăng trưởng cho Fledgling Electronics

Trong ví dụ vừa rồi cả cổ tức lẫn lợi nhuận được dự trù sẽ gia tăng, nhưng sự gia tăng này rất cuộc không đóng góp gì cả vào giá cổ phiếu. Cổ phiếu hiểu theo nghĩa này là một “cổ phiếu thu nhập”. Hãy cẩn thận đừng đánh đồng thành quả kinh doanh của hãng với gia tăng lợi nhuận trên mỗi cổ phần. Một công ty tái đầu tư lợi nhuận với mức thấp hơn suất huy động vốn thị trường có thể làm tăng lợi nhuận nhưng chắc chắn sẽ làm giảm giá trị cổ phiếu.

Bây giờ chúng ta chuyển sang cổ phiếu tăng trưởng được nhiều người chú ý, Fledgling Electronics. Bạn có thể còn nhớ suất huy động vốn thị trường r của Fledgling là 15 phần trăm. Theo dự trù công ty sẽ trả cổ tức \$5 trong năm thứ nhất, và từ đó về sau cổ tức được dự đoán sẽ gia tăng mãi mãi với tỷ lệ 10 phần trăm một năm. Do đó, chúng ta có thể sử dụng công thức đơn giản với tỷ lệ gia tăng không đổi để tìm ra giá của Fledgling:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r - g} = \frac{5}{0,15 - 0,10} = \$100$$

Giả sử Fledgling có lợi nhuận trên mỗi cổ phần bằng \$8,33. Tỷ lệ chi trả cổ tức khi đó:

$$\text{Tỷ lệ chi trả cổ tức} = \frac{DIV_1}{EPS_1} = \frac{5,00}{8,33} = 0,6$$

Nói cách khác, công ty giữ lại $1 - 0,6$, hay 40 phần trăm lợi nhuận. Giả sử rằng Fledgling có tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu $ROE = 0,25$. Điều này giải thích cho tỷ lệ tăng trưởng 10 phần trăm:

$$\text{Tỷ lệ tăng trưởng} = g = \text{Tỷ lệ tái đầu tư} \times ROE = 0,4 \times 0,25 = 0,10$$

Nếu Fledgling áp dụng chính sách không tăng trưởng, thì giá trị vốn hóa của lợi nhuận trên mỗi cổ phần sẽ là:

$$\frac{EPS_1}{r} = \frac{8,33}{0,15} = \$55,56$$

Nhưng chúng ta biết rằng giá cổ phiếu Fledgling là \$100. Chênh lệch \$44,44 phải là số tiền mà người đầu tư đang trả cho những cơ hội tăng trưởng. Hãy xem liệu chúng ta có thể giải thích được con số đó không.

Mỗi năm Fledgling giữ lại 40 phần trăm lợi nhuận để đầu tư vào các tài sản mới. Trong năm thứ nhất Fledgling đầu tư \$3,33 với suất sinh lợi ROE không đổi bằng 25 phần trăm. Như thế, tiền do khoản đầu tư này tạo ra là $0,25 \times 3,33 = \$0,83$ mỗi năm, bắt đầu từ $t = 2$. Giá trị hiện tại thuần của khoản đầu tư này vào thời đoạn $t = 1$:

Mọi thứ đều không đổi vào năm 2 ngoại trừ việc Fledgling sẽ đầu tư \$3,67, 10 phần trăm cao

$$NPV_1 = -3,33 + \frac{0,83}{0,15} = \$2,22$$

$$NPV_2 = -3,33 \times 1,10 + \frac{0,83 \times 1,10}{0,15} = \$2,44$$

hơn trong năm 1 (lưu ý $g = 0,10$). Do đó lúc $t = 2$ một khoản đầu tư được thực hiện với giá trị hiện tại thuần là:

Như thế kết quả cho chủ sở hữu cổ phiếu Fledgling Electronics có thể được thể hiện bằng tổng của (1) một dòng lợi nhuận đều, có thể được chi trả dưới dạng tiền cổ tức nếu hãng này không có tăng trưởng, và (2) một xấp phiếu, mỗi phiếu tượng trưng cho một năm trong tương lai có cơ hội đầu tư với NPV dương. Chúng ta biết rằng phần thứ nhất của giá trị cổ phiếu là:

$$\text{Giá trị hiện tại của dòng lợi nhuận đều} = \frac{EPS_1}{r} = \frac{8,33}{0,15} = \$55,56$$

Phiếu thứ nhất đáng giá \$2,22 lúc $t = 1$, phiếu thứ hai đáng giá $\$2,22 \times 1,10 = \$2,44$ lúc $t = 2$, phiếu thứ ba đáng giá $\$2,44 \times 1,10 = \$2,69$ lúc $t = 3$. Đây là giá trị dự báo bằng tiền của các phiếu. Chúng ta biết cách định giá một dòng tiền tương lai gia tăng với tỷ lệ 10 phần trăm mỗi năm: Dùng công thức DCF đơn giản, thay dòng cổ tức dự báo bằng giá trị dự báo của các phiếu:

Giá trị hiện tại của các cơ hội tăng trưởng:

$$PVGO = \frac{NPV_1}{r - g} = \frac{2,22}{0,15 - 0,10} = \$44,44$$

Đến đây thì mọi thứ đã ổn:

Giá cổ phiếu = giá trị hiện tại của dòng lợi nhuận đều
+ giá trị hiện tại của cơ hội tăng trưởng

$$\begin{aligned} &= \frac{EPS_1}{r} + PVGO \\ &= \$55,56 + \$44,44 \\ &= \$100 \end{aligned}$$

Tại sao Fledgling Electronics là một cổ phiếu tăng trưởng? Không phải vì nó phát triển mở rộng 10 phần trăm một năm. Nó là một cổ phiếu tăng trưởng bởi vì giá trị hiện tại thuần của các khoản đầu tư trong tương lai chiếm một tỷ phần đáng kể (khoảng 44 phần trăm) trong giá cổ phiếu.

Giá cổ phiếu ngày hôm nay phản ánh kỳ vọng của người đầu tư về thành quả kinh doanh và đầu tư trong tương lai. Cổ phiếu tăng trưởng được bán với tỉ số giá/lợi nhuận cao bởi vì người đầu tư sẵn lòng chi trả bây giờ cho những sinh lợi kỳ vọng cao hơn từ những khoản đầu tư trong tương lai (chưa được thực hiện).⁶

⁶ Michael Eisner, chủ tịch hãng phim Walt Disney Productions, giải thích điểm này như sau: “Trong trường học bạn phải làm bài kiểm tra và sau đó được chấm điểm. Hiện nay chúng tôi đang được chấm điểm, mà chúng tôi chưa làm bài kiểm tra.” Nhận định này được đưa ra vào cuối 1985, khi cổ phiếu Disney đang bán với giá gần 20 lần lợi nhuận của nó. Xem Kathleem K. Wiegner, “Nguyên tắc Tinker Bell,” *Ferbes* (02-12-1985), trang 102.

Một số ví dụ về cơ hội tăng trưởng?

Các cổ phiếu như Compaq, Merck, Microsoft, và Wal-Mart thường được xem là cổ phiếu tăng trưởng, trong khi cổ phiếu của các hãng đã bão hòa thị trường như AT&T, Conagra, Duke Power, và Exxon được xem là cổ phiếu thu nhập. Chúng ta hãy kiểm tra xem sao. Cột thứ nhất của Bảng 4.4 cho thấy giá cổ phiếu của từng công ty vào tháng 9/1998. Những cột còn lại ước tính PVGO theo tỷ lệ phần trăm của giá cổ phiếu.

Lưu ý, nếu không có các cơ hội tăng trưởng, thì giá trị hiện tại bằng lợi nhuận tương lai trung bình từ các tài sản hiện hữu chiết khấu với suất huy động vốn thị trường. Chúng tôi sử dụng các dự báo của giới phân tích cho 1999 làm thước đo khả năng sinh lợi của các tài sản hiện hữu. Bạn sẽ thấy rằng phần lớn giá trị của cổ phiếu tăng trưởng đến từ PVGO, nghĩa là từ sự kỳ vọng của người đầu tư rằng công ty sẽ có khả năng thu lợi nhuận cao hơn chi phí vốn từ các đầu tư trong tương lai. Tuy nhiên, Conagra và Exxon, dù thường được xem là cổ phiếu thu nhập vẫn cho kết quả khá cao trên thang đo PVGO.

Một số công ty có nhiều cơ hội tăng trưởng nên họ chọn phương án không trả cổ tức trong một thời gian dài. Ví dụ, cho đến lúc chúng tôi viết chương này, những “cổ phiếu hấp dẫn” như Microsoft, Netscape, và Oracle chưa từng trả cổ tức, bởi vì tiền chi trả cho người đầu tư có thể hàm ý việc tăng trưởng sẽ chậm lại hay là phải huy động vốn bằng những phương cách khác. Người đầu tư sẵn lòng bỏ qua tiền cổ tức bây giờ để đổi lấy lợi nhuận gia tăng và sự kỳ vọng cổ tức cao hơn một ngày nào đó trong tương lai.

BẢNG 4.4
PVGO ước tính

Cổ phiếu	Giá cổ phiếu P_0	EPS*	Suất huy động vốn, r^+	PVGO = $P_0 - EPS/r$	PVGO, % giá cổ phiếu
Cổ phiếu thu nhập:					
AT&T	\$52	\$2,85	0,094	\$21,7	41,7
Conagra	26	1,33	0,106	13,5	51,7
Duke Power	60	3,58	0,094	21,9	36,5
Exxon	64	2,89	0,099	34,7	54,3
CP tăng trưởng:					
Compaq	30	0,69	0,123	24,4	81,3
Merck	120	4,43	0,118	82,5	68,7
Microsoft	101	2,08	0,131	85,1	84,2
Wal-Mart	60	0,73	0,094	52,2	87,1

*EPS được định nghĩa là lợi nhuận trung bình trong điều kiện không có tăng trưởng. Để ước tính EPS, chúng tôi sử dụng dự báo lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu cho giai đoạn 12 tháng kết thúc ngày 31-3-1999. Nguồn: Value Line.

+Suất huy động vốn thị trường được ước tính bằng mô hình CAPM (mô hình định giá tài sản vốn). Chúng tôi giới thiệu mô hình này và cách sử dụng ở phần 8.2 và 9.2. Trong ví dụ này, chúng tôi dùng tỉ lệ bù đắp rủi ro là 6 phần trăm.

Hệ số Giá/Lợi nhuận có ý nghĩa gì?

Hệ số giá/lợi nhuận (P/E) là từ ngữ hàng ngày của người đầu tư trên thị trường chứng khoán. Người ta thường nhắc đến một cổ phiếu như là “đang bán với P/E cao.” Bạn có thể xem hệ số P/E trong phần niêm yết giá cổ phiếu trên các nhật báo. (Tuy thế, báo chí đăng hệ số giá hiện hành trên lợi nhuận gần đây nhất. Người đầu tư lại quan tâm nhiều hơn đến hệ số giá so với lợi nhuận tương lai). Đáng tiếc, một số chuyên gia phân tích tài chính lại lẫn lộn không biết hệ số giá/lợi nhuận nào mới thực sự có ý nghĩa và thường sử dụng hệ số này một cách lẫn lộn.

Giám đốc tài chính có nên ăn mừng khi cổ phiếu của hãng mình bán ở mức P/E cao? Câu trả lời thường là có. P/E cao cho thấy người đầu tư nghĩ rằng hãng này có những cơ hội tăng trưởng tốt (PVGO cao), rằng lợi nhuận của nó là tương đối an toàn và xứng đáng với suất huy động vốn thấp (r thấp), hoặc là cả hai. Tuy nhiên, các hãng có thể có hệ số giá/lợi nhuận cao không phải bởi vì giá cao mà bởi vì lợi nhuận thấp. Một hãng không có lợi nhuận ($EPS = 0$) trong một kỳ kế toán nào đó sẽ có P/E lớn vô cùng nếu cổ phiếu vẫn còn giữ được một mức giá nào đó.

Tỉ số P/E tương đối có hữu ích cho việc định giá cổ phiếu không? Đôi khi. Giả sử bạn sở hữu cổ phiếu của một công ty gia đình, và việc mua bán cổ phiếu này không đủ năng động. Thì những cổ phiếu đó đáng giá bao nhiêu? Ước tính hợp lý có thể thực hiện được nếu bạn có thể tìm ra những công ty với cổ phiếu năng động có lợi nhuận, rủi ro, và cơ hội tăng trưởng tương tự như công ty của bạn. Nhân mức lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu của công ty của bạn với P/E của các công ty tương đương.

P/E cao có phải là chỉ dẫn cho thấy tỉ số huy động vốn thị trường thấp không? Không. Không có sự liên kết đáng tin cậy giữa tỉ số giá/lợi nhuận của cổ phiếu với tỉ số huy động vốn r . Hệ số EPS/P_0 bằng r chỉ khi nào $PVGO = 0$ và chỉ khi nào EPS đúng bằng lợi nhuận tương lai trung bình mà công ty có thể tạo ra trong điều kiện không có tăng trưởng.

Lợi nhuận có ý nghĩa gì?

Một lý do khác làm P/E khó giải thích là ở chỗ khó giải thích và so sánh lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu, mẫu số của tỉ số giá/lợi nhuận. Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu là gì? Với những công ty khác nhau nó có ý nghĩa khác nhau. Với một số công ty nó mang nhiều ý nghĩa hơn so với các công ty khác.

Rắc rối ở chỗ lợi nhuận mà các công ty báo cáo là số liệu theo sổ sách, hay kế toán, và vì thế phản ánh một loạt các chọn lựa phương pháp kế toán ít nhiều mang tính tùy tiện. Lợi nhuận báo cáo của hầu hết các công ty sẽ thay đổi đáng kể khi áp dụng các tiêu chuẩn, thủ tục kế toán khác nhau. Ví dụ, thay đổi phương pháp khấu hao trong báo cáo sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến EPS. Thế nhưng nó không tác động gì đến ngân lưu vì khấu hao là một chi phí không phải là tiền mặt. (Phương pháp khấu hao sử dụng trong kê khai thuế có ảnh hưởng đến ngân lưu). Các chọn lựa kế toán khác có ảnh hưởng đến lợi nhuận báo cáo là định giá hàng tồn kho, quy trình theo đó các tài khoản của hai hãng sáp nhập được hạch toán hợp nhất, sự chọn lựa giữa hạch toán các khoản nghiên cứu và phát triển là chi phí hay là vốn, và phương cách báo cáo nghĩa vụ thuế của công ty. Danh mục này còn kéo dài dài.

Trong Chương 12 chúng tôi sẽ thảo luận các thiên lệch trong các số liệu về thu nhập và mức lợi nhuận của kế toán, sau khi chúng tôi đã sử dụng các khái niệm giá trị hiện tại để tính toán thu nhập kinh tế thực. Tạm thời, chúng tôi chỉ muốn bạn ghi nhớ rằng lợi nhuận kế toán là những con vật rất trơn trượt.

4.5 ĐỊNH GIÁ MỘT DOANH NGHIỆP BẰNG NGÂN LƯU CHIẾT KHẤU

Hàng ngày người đầu tư vẫn mua và bán các cổ phiếu thường. Các công ty vẫn thường xuyên mua và bán toàn bộ các doanh nghiệp. Năm 1998, ví dụ, khi Seagram bán đơn vị Tropicana cho PepsiCo với giá \$3,3 tỷ, hoặc khi công ty Pháp Alcatel Alsthom bán doanh nghiệp điện tử của mình cho Thomson-CSF với giá \$1,1 tỷ, bạn có thể đoán chắc rằng cả hai công ty đã đốt đèn nhiều đêm để tính toán chắc chắn rằng giá mua bán là hợp lý.

Các công thức ngân lưu chiết khấu mà chúng tôi trình bày ở chương này có áp dụng được cho toàn bộ doanh nghiệp như đã áp dụng với cổ phiếu thường không? Đương nhiên rồi: chẳng thành vấn đề dù bạn dự báo cổ tức trên mỗi cổ phiếu hay là tổng ngân lưu tự do của một doanh nghiệp. Giá trị ngày hôm nay luôn luôn bằng ngân lưu tương lai được chiết khấu với chi phí cơ hội của vốn.

Nhớ lại quy tắc của chúng tôi khi cộng các giá trị hiện tại, bạn có thể nghĩ rằng tổng giá trị cổ phiếu thường đang lưu hành của một công ty bằng với giá trị chiết khấu toàn bộ dòng cổ tức tương lai. Nhưng phải cẩn thận một tí ở đây: bạn chỉ được tính số cổ tức sẽ chi trả cho cổ phiếu hiện hữu. Một ngày nào đó trong tương lai công ty có thể quyết định bán thêm cổ phiếu, và những cổ phiếu mới cũng sẽ được quyền chia phần trong dòng cổ tức tương lai. Tổng giá trị cổ phiếu hiện hữu của công ty bằng giá trị chiết khấu của phần tương ứng trong tổng dòng cổ tức đó, và sẽ được chi trả cho cổ phiếu đang lưu hành ngày hôm nay.

Còn có một cách tiếp cận khác. Bạn có thể giả định rằng các cổ đông hiện hữu mua bất kỳ cổ phiếu mới nào mà công ty phát hành. Trong trường hợp này, cổ đông sẽ gánh chịu tất cả chi phí đầu tư trong tương lai và thu về mọi thành quả. Ngân lưu ròng cho cổ đông sau khi trang trải các khoản đầu tư trong tương lai đôi khi được gọi là ngân lưu tự do của công ty. Nhìn chung các công ty đang tăng trưởng đầu tư nhiều hơn số tiền họ có từ quỹ khấu hao. Nói cách khác, họ thực hiện đầu tư thuần. Khi lợi nhuận thừa sức trang trải cho khoản đầu tư thuần này thì ngân lưu tự do dương, và tiền chi trả cổ tức sẽ lớn hơn giá trị cổ phiếu phát hành thêm. Khi lợi nhuận không đủ cho đầu tư thuần thì ngân lưu tự do âm, và cổ phiếu phát hành thêm sẽ lớn hơn tiền chi trả cổ tức.

Nếu các cổ đông hiện hữu mua hết mọi cổ phiếu công ty phát hành thêm, họ sẽ nhận toàn bộ ngân lưu tự do. Do đó, có thể tính giá trị công ty như sau:

$$PV(\text{công ty}) = PV(\text{ngân lưu tự do}) = PV(\text{lợi nhuận} - \text{đầu tư thuần})^7$$

⁷ Thay vì trừ bớt khấu hao khỏi khoản chi đầu tư, có thể chúng ta đã cộng ngược nó trở lại vào lợi nhuận để tính ra ngân lưu từ hoạt động kinh doanh. Trong trường hợp đó, ngân lưu tự do bằng ngân lưu từ hoạt động kinh doanh trừ đi đầu tư gộp.

Ví dụ: Định giá Icarus Air

Icarus Air có 1 triệu cổ phiếu đang lưu hành và kỳ vọng thu lợi nhuận không đổi \$10 triệu mỗi năm từ các tài sản hiện hữu. Tất cả lợi nhuận sẽ được chi trả thành cổ tức, do đó:

Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu = Cổ tức trên mỗi cổ phiếu

$$EPS = DIV = \frac{\$10 \text{ triệu}}{1 \text{ triệu cổ phiếu}} = \$10$$

Nếu chi phí cơ hội của vốn đối với người đầu tư là 10 phần trăm thì

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r} = \frac{EPS_1}{r} = \frac{10}{0,10} = \$100$$

Giả sử năm kế tiếp Icarus dự trù tăng gấp đôi quy mô bằng cách phát hành thêm một triệu cổ phiếu với giá \$100 mỗi cổ phiếu. Mọi thứ vẫn như trước đây nhưng lớn gấp đôi. Như thế từ năm 2 trở đi công ty thu lợi nhuận không đổi \$20 triệu, tất cả được chi trả thành cổ tức cho 20 triệu cổ phiếu.

Giá trị của Icarus Air bằng bao nhiêu? Với cách tiếp cận thứ nhất chúng ta chỉ đơn giản chiết khấu tổng số cổ tức được kỳ vọng sẽ chi trả cho các cổ phiếu hiện hữu. Điều này không bị ảnh hưởng bởi sự mở rộng quy mô trong năm tới, vì nó được trang trải toàn bộ bởi những người đầu tư vào số cổ phiếu phát hành thêm. Những người đầu tư này cũng thu được lợi nhuận và cổ tức tăng thêm.⁸

Cách tiếp cận thứ hai chiết khấu dòng ngân lưu ròng của các cổ đông hiện hữu nếu họ mua số cổ phiếu mà Icarus dự trù phát hành. Trong trường hợp đó họ sẽ thu toàn bộ lợi nhuận trừ bớt chi phí đầu tư để tạo ra dòng lợi nhuận đó.

Ngân lưu, \$ triệu					
	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	v.v...
Tổng lợi nhuận	10	20	20	20	...
Trừ đầu tư	-100				
Ngân lưu tự do	-90	20	20	20	...

Bây giờ chiết khấu dòng ngân lưu tự do với suất chiết khấu 10 phần trăm:

$$PV = -\frac{90}{1,1} + \frac{20}{(1,1)^2} + \frac{20}{(1,1)^3} + \frac{20}{(1,1)^4} + \dots$$

Chuỗi số này chứa một dòng niên kim vĩnh cửu \$20 triệu mỗi năm bắt đầu vào năm 2:

⁸ Những cổ đông mới chỉ đòi một suất sinh lợi hợp lý từ vốn đầu tư của họ. Nếu dự án mở rộng của Icarus có NPV dương, giá của cổ phiếu hiện hành sẽ tăng vì PVGO dương, và cổ phiếu mới có thể sẽ bán được giá cao hơn. Nếu phát hành cổ phiếu với lượng ít hơn, thì các cổ phiếu “cũ” sẽ thu được một phần của tiền lãi do mở rộng.

$$PV = -\frac{90}{1,1} + \frac{1}{1,1} \left(\frac{20}{0,10} \right) = \$100$$

Hai phương pháp cho ra đáp số hoàn toàn giống nhau.⁹

Định giá Doanh nghiệp Sản xuất Khớp nối

Đương nhiên, trên thực tế sự việc không bao giờ dễ dàng như trên lý thuyết. Tuy nhiên, áp dụng một cách khôn ngoan một số các khái niệm tài chính cơ bản có thể làm cho ngân lưu chiết khấu ít mang tính máy móc và đáng tin cậy hơn. Chúng tôi có thể minh họa cách áp dụng các khái niệm đó thông qua một ví dụ thực tế theo từng bước một.

Có tin đồn rằng tập đoàn Establishment Industries muốn mua lại bộ phận sản xuất khớp nối của công ty bạn. Công ty bạn sẵn lòng bán nếu có thể thu được trọn vẹn giá trị của doanh nghiệp đang tăng trưởng nhanh này. Vấn đề là phải tính ra giá trị hiện tại thực bằng bao nhiêu.

Bảng 4.5 trình bày dự báo dòng ngân lưu tự do.¹⁰ Bảng này tương tự như Bảng 4.2, dự báo lợi nhuận và cổ tức trên mỗi cổ phiếu cho Growth-Tech dựa trên các giả định về Growth-Tech gồm tài sản trên mỗi cổ phần, suất sinh lợi trên vốn cổ phần, và mức tăng trưởng của doanh nghiệp này. Đối với doanh nghiệp sản xuất khớp nối, chúng tôi cũng có những giả định về tài sản, khả năng sinh lợi – trong trường hợp này, lợi nhuận sau thuế từ hoạt động kinh doanh so với tài sản—và mức tăng trưởng. Tăng trưởng khởi đầu với tốc độ nhanh 20 phần trăm mỗi năm, rồi sau đó giảm theo hai bước xuống tốc độ trung bình dài hạn 6 phần trăm. Tỷ lệ tăng trưởng quyết định đầu tư thuần bổ sung cần thiết để mở rộng tài sản, và khả năng sinh lợi quyết định lợi nhuận tạo ra bởi doanh nghiệp.¹¹

Ta có thể thấy rằng ngân lưu tự do, dòng áp cuối trong bảng 4.5, là âm từ năm 1 đến năm 6. Doanh nghiệp sản xuất khớp nối hiện đang đóng góp cổ tức âm cho công ty mẹ; nó đang hút vào nhiều tiền mặt hơn là nó có thể nhả ra.

Có phải đó là một dấu hiệu xấu không? Không hẳn thế: Doanh nghiệp này đang bị thâm hụt tiền mặt không phải bởi vì nó không sinh lãi, mà bởi vì nó đang tăng trưởng quá nhanh. Tăng trưởng nhanh là tốt, chứ không xấu, chừng nào mà doanh nghiệp vẫn tạo ra lợi nhuận cao hơn chi phí của vốn. Establishment Industries sẵn sàng đầu tư thêm \$800.000 vào doanh nghiệp khớp nối trong năm tới, nếu doanh nghiệp này vẫn tạo ra một suất sinh lợi vượt trội.

BẢNG 4.5

⁹ Đương nhiên phải giống nhau nếu vẫn kỳ vọng rằng công ty sẽ phát hành cổ phiếu theo giá thị trường. Số cổ phiếu mới có giá \$100 triệu. Theo kỳ vọng chúng sẽ tạo ra cổ tức đáng giá \$100 triệu. Trừ bớt giá của cổ phiếu và ghi nhận tiền cổ tức chúng tạo ra đều không ảnh hưởng gì đến giá trị.

¹⁰ Vì doanh nghiệp sản xuất khớp nối sẽ chỉ có một cổ đông, thu nhận tất cả lợi tức cũng như gánh chịu mọi chi phí đầu tư, nên ta dễ dàng dự báo và định giá dòng ngân lưu tự do của doanh nghiệp này.

¹¹ Bảng 4.5 thể hiện đầu tư thuần, tức tổng đầu tư trừ đi khấu hao. Chúng tôi giả định rằng khấu hao đủ bù đắp cho đầu tư thay thế các tài sản hiện hữu và đầu tư thuần là giành riêng cho tăng trưởng.

Dự báo ngân lưu tự do, đơn vị \$ triệu, cho Doanh nghiệp Sản xuất Khớp nối. Tăng trưởng mở rộng nhanh từ năm 1 đến năm 6 làm cho ngân lưu bị âm, bởi vì đầu tư bổ sung cần thiết vượt quá lợi nhuận. Ngân lưu tự do chuyển thành dương khi tăng trưởng chậm lại sau năm 6.

	Năm									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Giá trị tài sản	10,00	12,00	14,40	17,28	20,74	23,43	26,47	28,05	29,73	31,51
Lợi nhuận	1,20	1,44	1,73	2,07	2,49	2,81	3,18	3,36	3,57	3,78
Đầu tư	2,00	2,40	2,88	3,46	2,69	3,04	1,59	1,68	1,78	1,89
Ngân lưu tự do	-0,80	-0,96	-1,15	-1,39	-0,20	-0,23	1,59	1,68	1,79	1,89
Tốc độ gia tăng lợi nhuận so với kỳ trước (%)	20	20	20	20	20	13	13	6	6	6

Ghi chú:

1. Giá trị tài sản khởi đầu là \$10 triệu. Tài sản cần có để doanh nghiệp tăng trưởng 20 phần trăm mỗi năm cho đến năm 4, 13 phần trăm vào năm 5 và năm 6, và 6 phần trăm từ đó trở đi.
2. Khả năng sinh lợi nhuận không đổi bằng 12 phần trăm.
3. Ngân lưu tự do bằng lợi nhuận trừ đi đầu tư thuần. Đầu tư thuần bằng tổng chi tiêu cho tài sản cố định trừ khấu hao.

Mô hình Định giá

Giá trị của một doanh nghiệp thường được tính bằng giá trị chiết khấu của dòng ngân lưu tự do kéo hết cung thời gian định giá (H), cộng với giá trị dự báo của doanh nghiệp vào cuối cung thời gian, cũng được chiết khấu về giá trị hiện tại. Đó là

$$PV = \frac{FCF_1}{1+r} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCF_H}{(1+r)^H} + \frac{PV(H)}{(1+r)^H}$$

Đương nhiên, doanh nghiệp sản xuất khớp nối sẽ tiếp tục tồn tại xa hơn cung thời gian, nhưng sẽ không thực tế nếu ta dự báo ngân lưu tự do từng năm một cho đến vô cùng. PV(H) biểu thị ngân lưu tự do vào các thời đoạn H+1, H+2, v.v...

Cung thời gian định giá thường được chọn một cách tùy tiện. Đôi lúc sếp bảo mọi người hãy dùng khung 10 năm bởi vì đó là một con số tròn. Chúng ta thử nghiệm với năm 6, bởi vì tăng trưởng của doanh nghiệp sản xuất khớp nối có vẻ giảm xuống mức của xu thế dài hạn trong năm 7.

Ước tính giá trị cuối cung thời gian

Có một số công thức phổ biến hay những quy tắc kinh nghiệm để ước tính giá trị cuối cung thời gian (giá trị cuối). Trước hết, hãy thử dùng công thức tỷ lệ gia tăng không đổi. Ta cần có ngân lưu tự do cho năm 7, có sẵn trong Bảng 4.5, tốc độ tăng trưởng dài hạn, có khả năng là 6 phần

Richard A. Brealey, Stewart C. Myers

$$PV(\text{giá trị cuối}) = \frac{1}{(1,1)^6} \left(\frac{1,59}{0,10 - 0,06} \right) = 22,4$$

trăm, và suất chiết khấu, mà một nhà tư vấn sáng giá nào đó đã cho ta biết là 10 phần trăm. Do đó:

Giá trị hiện tại của dòng ngân lưu tự do ngắn hạn là

$$PV(\text{dòng ngân lưu}) = -\frac{0,80}{1,1} - \frac{0,96}{(1,1)^2} - \frac{1,15}{(1,1)^3} - \frac{1,39}{(1,1)^4} - \frac{0,20}{(1,1)^5} - \frac{0,23}{(1,1)^6}$$

và do đó giá trị hiện tại của doanh nghiệp này là

$$\begin{aligned} PV(\text{doanh nghiệp}) &= PV(\text{ngân lưu tự do}) + PV(\text{giá trị cuối}) \\ &= -3,6 + 22,4 \\ &= \$18,8 \text{ triệu} \end{aligned}$$

Đến đây đã xong chưa? À, kỹ thuật tính toán này là hoàn hảo. Nhưng nó không làm cho bạn lo ngại tí nào sao khi thấy 119 phần trăm giá trị của doanh nghiệp nằm ở giá trị cuối cùng thời gian? Hơn nữa, kiểm tra tí xíu sẽ cho thấy rằng giá trị cuối cùng thời gian có thể thay đổi rất lớn trước các thay đổi nhỏ trong giả định. Ví dụ, nếu tỷ lệ tăng trưởng dài hạn là 8 phần trăm thay vì 6 phần trăm, thì giá trị của doanh nghiệp sẽ tăng từ \$18,8 lên \$26,3.¹²

Nói cách khác, định giá doanh nghiệp bằng ngân lưu chiết khấu dễ hoàn hảo về kỹ thuật nhưng dễ sai lầm trên thực tế. Các giám đốc tài chính khôn ngoan thường kiểm tra kết quả của họ bằng cách tính giá trị cuối cùng thời gian theo một số cách khác nhau.

Giả sử bạn có thể tìm thấy giá cổ phiếu của những công ty sản xuất đã bão hòa thị trường có quy mô, mức rủi ro, và triển vọng tăng trưởng hôm nay tương đối khớp với những gì bạn dự báo cho doanh nghiệp sản xuất khớp nối này vào năm 6. Giả sử thêm rằng những công ty này có xu hướng bán với hệ số giá/lợi nhuận vào khoảng 11 lần. Thì bạn có thể đoán một cách hợp lý rằng hệ số giá/lợi nhuận của doanh nghiệp khớp nối đã bão hòa thị trường cũng sẽ là 11 lần. Điều đó có nghĩa là:

$$PV(\text{doanh nghiệp}) = -3,6 + 19,7 = \$16,1 \text{ triệu}$$

$$PV(\text{giá trị cuối}) = \frac{1}{(1,1)^6} (11 \times 3,18) = 19,7$$

Giả sử thêm rằng tỉ số giá trị thị trường/sổ sách của các công ty sản xuất đã bão hòa trong mẫu này nằm quanh khoảng 1,4 (Hệ số giá trị thị trường/sổ sách đơn giản chỉ là giá cổ phiếu chia

¹² Nếu tăng trưởng dài hạn là 8 thay vì 6 phần trăm, thêm 2 phần trăm của tài sản kỳ 7 phải được giữ lại đưa vào doanh nghiệp sản xuất khớp nối. Điều này làm ngân lưu tự do giảm \$0,53 xuống còn \$1,06. Do đó:

$$\begin{aligned} PV(\text{giá trị cuối}) &= \frac{1}{(1,1)^6} \left(\frac{1,06}{0,10 - 0,08} \right) = \$29,9 \\ PV(\text{doanh nghiệp}) &= -3,6 + 29,9 = \$26,3 \text{ triệu} \end{aligned}$$

$$PV(\text{giá trị cuối}) = \frac{1}{(1,1)^6} (1,4 \times 23,43) = 18,5$$

cho giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu). Nếu hệ số giá trị thị trường/sổ sách của doanh nghiệp khớp nối là 1,4 vào năm 6, thì:

$$PV(\text{doanh nghiệp}) = -3,6 + 18,5 = \$14,9 \text{ triệu}$$

Để dàng tìm thấy lỗ hổng trong hai phép tính toán cuối cùng này. Giá trị sổ sách, ví dụ, thường là một thước đo tồi đối với giá trị thực của tài sản công ty. Nó có thể thấp hơn giá trị tài sản thực tế rất nhiều trong điều kiện lạm phát nhanh, và nó thường bỏ sót hoàn toàn các tài sản vô hình như bằng bảo hộ kiểu dáng công nghiệp. Lợi nhuận cũng có thể bị lệch lạc do lạm phát và còn cả một danh mục dài các chọn lựa phương pháp kế toán mang tính tùy tiện. Cuối cùng, chẳng bao giờ bạn biết được khi nào bạn đã tìm được một mẫu gồm các công ty thực sự tương đương.

Nhưng hãy nhớ mục đích của phương pháp ngân lưu chiết khấu là ước tính giá trị thị trường – ước tính mức giá mà người đầu tư sẽ trả cho một cổ phiếu hay một doanh nghiệp. Khi bạn quan sát được giá mà họ thực sự trả cho những công ty tương đương, đó là bằng chứng đáng giá. Cố gắng tìm cách sử dụng nó. Một trong những cách đó là sử dụng các quy tắc định giá theo kinh nghiệm, dựa trên các hệ số giá/lợi nhuận hay giá trị thị trường/sổ sách. Một quy tắc kinh nghiệm, được vận dụng một cách sáng tạo, đôi khi có thể đánh bại phương pháp ngân lưu chiết khấu phức tạp.

Đối chiếu thực tế

Đây là một cách tiếp cận khác để định giá doanh nghiệp. Nó dựa trên những điều bạn đã học về hệ số giá/lợi nhuận và giá trị hiện tại của các cơ hội tăng trưởng.

Giả sử ta định cung thời gian định giá không phải bằng cách tìm năm đầu tiên có tăng trưởng ổn định, mà bằng cách đặt câu hỏi khi nào thì ngành này có khả năng đạt đến mức cân bằng cạnh tranh. Bạn có thể đến gặp giám đốc của công ty gần giống nhất với doanh nghiệp khớp nối và hỏi:

“Không sớm thì muộn ông và các đối thủ cạnh tranh của mình sẽ ở vào vị thế ngang nhau, xét về các dự án đầu tư chính yếu. Có thể ông vẫn thu được suất sinh lợi vượt trội từ hoạt động cốt lõi của mình, nhưng ông sẽ thấy rằng việc tung ra sản phẩm mới hay nỗ lực mở rộng bán hàng cho các sản phẩm hiện hữu chằm ngoi cho phản ứng quyết liệt từ các đối thủ cạnh tranh, họ cũng khôn ngoan và hiệu quả không kém gì ông. Xin ông đưa ra một đánh giá thực tế khi nào điều đó sẽ xảy ra”.

“Ngày đó” chính là cung thời gian mà sau đó PVGO, giá trị hiện tại thuần của các cơ hội tăng trưởng sau đó, bằng zero. Rốt cuộc, PVGO chỉ dương khi nào có thể kỳ vọng rằng các

khoản đầu tư sẽ thu lợi cao hơn chi phí của vốn. Khi các đối thủ cạnh tranh của bạn bắt kịp, thì các triển vọng tươi đẹp đó sẽ biến mất.¹³

Chúng ta biết rằng giá trị hiện tại vào một thời đoạn bất kỳ bằng giá trị vốn hóa của lợi nhuận trong kỳ kế tiếp cộng PVGO:

$$PV_t = \frac{\text{Lợi nhuận}_{t+1}}{r} + PVGO$$

Nhưng nếu PVGO = 0 thì sao? Vào thời đoạn H, ta có

$$PV_H = \frac{\text{Lợi nhuận}_{H+1}}{r}$$

Nói cách khác, khi cạnh tranh đã bắt kịp thì hệ số giá/lợi nhuận bằng 1/r, vì PVGO biến mất.

Giả sử theo dự trù cạnh tranh sẽ bắt kịp vào thời đoạn 8. Chúng ta có thể tính lại giá trị của doanh nghiệp khớp nối như sau:¹⁴

$$\begin{aligned} PV(\text{giá trị cuối}) &= \frac{1}{(1+r)^8} \left(\frac{\text{lợi nhuận kỳ 9}}{r} \right) \\ &= \frac{1}{(1,1)^8} \left(\frac{3,57}{0,10} \right) \\ &= \$16,7 \text{ triệu} \end{aligned}$$

$$PV(\text{doanh nghiệp}) = -2,0 + 16,7 = \$14,7 \text{ triệu}$$

Đến đây chúng ta có đến bốn ước tính về giá mà Establishment Industries cần phải trả cho doanh nghiệp sản xuất khớp nối. Các ước tính này phản ánh bốn phương pháp khác nhau về ước tính giá trị cuối cùng thời gian. Không có phương pháp nào là tốt nhất, mặc dầu trong nhiều trường hợp chúng tôi đã chú trọng nhiều nhất đến phương pháp cuối cùng, theo đó ngày cuối cùng thời gian được ấn định là thời điểm mà ban giám đốc dự trù PVGO sẽ biến mất. Phương pháp cuối cùng buộc các nhà quản lý phải nhớ rằng sớm muộn gì cạnh tranh cũng sẽ bắt kịp.

Các giá trị tính toán cho doanh nghiệp khớp nối nằm trong khoảng từ \$14,7 đến \$18,8 triệu, chênh nhau khoảng \$4 triệu. Độ rộng của khoảng này có thể làm ta lo ngại, nhưng đó không phải là điều bất thường. Các công thức ngân lưu chiết khấu chỉ ước tính giá trị thị trường, và các ước tính này sẽ thay đổi khi các dự báo và giả định thay đổi. Nhà quản lý không thể biết giá trị thị trường trước khi các giao dịch thực sự xảy ra.

¹³ Chúng tôi sẽ trình bày điểm này chi tiết hơn ở Chương 11.

¹⁴ PV của ngân lưu tự do phía trước cùng thời gian cải thiện thành -\$2,0 triệu bởi vì bây giờ tính luôn ngân lưu vào của năm 7 và năm 8.

4.6 TÓM LƯỢC

Trong chương này chúng tôi đã sử dụng kiến thức mới phát hiện về giá trị hiện tại để xem xét giá thị trường của cổ phiếu thường. Giá trị của một cổ phiếu bằng dòng tiền chi trả được chiết khấu với suất sinh lợi mà người đầu tư kỳ vọng thu nhận từ các chứng khoán tương đương.

$$PV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+r)^t}$$

“Cổ phiếu thường” không ấn định ngày đáo hạn; dòng tiền của nó bao gồm một dòng cổ tức không thời hạn. Do đó, giá trị hiện tại của cổ phiếu thường là

Tuy nhiên, chúng tôi đã không rút ra công thức DCF chỉ đơn giản bằng cách thế DIV_t cho C_t . Chúng tôi đã không giả định đơn giản rằng người đầu tư mua cổ phiếu thường vì mục đích duy nhất là cổ tức. Thực sự, chúng tôi khởi đầu với giả định rằng người đầu tư có cung thời gian tương đối ngắn và đầu tư vì cổ tức lẫn lãi vốn. Từ đó, công thức định giá cơ bản của chúng tôi là

$$P_0 = \frac{DIV_1 + P_1}{1+r}$$

Đây là một điều kiện của cân bằng thị trường. Nếu không thỏa mãn điều kiện này, cổ phiếu sẽ bị định giá quá cao hay quá thấp, và người đầu tư sẽ vội vàng bán hoặc mua. Sự tràn ngập của người bán hay người mua sẽ thúc đẩy giá điều chỉnh theo hướng làm cho công thức định giá cơ bản trở thành đúng đắn.

Công thức này đúng với mọi thời đoạn tương lai cũng như với hiện tại. Điều đó cho phép chúng ta thể hiện giá dự báo của năm kế tiếp bằng dòng cổ tức theo sau DIV_1, DIV_2, \dots

Chúng tôi còn sử dụng công thức tính dòng niên kim vĩnh cửu tăng dần của Chương 3. Nếu cổ tức được kỳ vọng sẽ gia tăng mãi mãi với một tỷ lệ không đổi g , thì

$$P_0 = \frac{DIV_1}{R-g}$$

Chúng tôi đã trình bày việc biến đổi công thức này sẽ hữu ích như thế nào; nó giúp ta ước tính suất huy động vốn r , khi có giá P_0 và các ước tính DIV_1 và g .

Công thức DCF tổng quát có thể biến đổi thành một mệnh đề về lợi nhuận và các cơ hội tăng trưởng:

$$P_0 = \frac{EPS_1}{r} + PVGO$$

Hệ số EPS_1/r là giá trị vốn hóa của lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu mà công ty sẽ tạo ra trong điều kiện không có tăng trưởng. PVGO là giá trị hiện tại thuần của những đầu tư mà công ty sẽ thực hiện nhằm mục đích tăng trưởng. Cổ phiếu tăng trưởng là cổ phiếu có PVGO lớn so với giá trị vốn hóa của EPS. Đa số các cổ phiếu tăng trưởng là cổ phiếu của những công ty phát triển mở

rộng nhanh, nhưng chỉ riêng mở rộng không đủ tạo ra PVGO cao. Điều quan trọng là mức sinh lợi của những đầu tư mới đó.

Ta có thể sử dụng cùng những công thức định giá một cổ phiếu riêng lẻ để định giá toàn bộ cổ phiếu mà một công ty đã phát hành. Nói cách khác, chúng ta có thể sử dụng chúng để định giá toàn bộ một doanh nghiệp. Áp dụng những công thức tính giá trị hiện tại để định giá một doanh nghiệp hay một bộ phận sản xuất thì dễ dàng về mặt nguyên tắc nhưng lại rắc rối trong thực tiễn. Đó là lý do tại sao chúng tôi đã kết thúc chương này với một bài toán định giá thực tế.

Chúng tôi hy vọng trong những chương trước bạn đã dễ dàng tiếp thu kiến thức về các nguyên tắc cơ bản để định giá tài sản và làm quen với phương pháp chiết khấu. Đến đây bạn đã biết ít nhiều về cách định giá cổ phiếu thường và cách ước tính suất huy động vốn thị trường. Ở chương 5 chúng ta có thể bắt đầu áp dụng tất cả những kiến thức này để phân tích một cách cụ thể hơn các quyết định dự toán vốn đầu tư.