ĐI TÌM GIÁ TRỊ HỢP LÝ CỦA CÁC CỔ PHIẾU HÀNG ĐẦU TRÊN SÀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH (HOSE)

Ngày nhận bài: 09/09/2014
Ngày nhận lại: 03/12/2014
Ngày duyệt đăng:19/05/2015

Vương Đức Hoàng Quân[1]

TÓM TẮT

Tìm giá trị hợp lý cho một cổ phiếu là một công việc phức tạp, đòi hỏi nhiều yếu tố như: kỹ năng phân tích doanh nghiệp, nguồn thông tin và hiểu biết về thị trường tài chính. Ngoài ra, các yếu tố khách quan về tác động của thị trường lên giá cổ phiếu cũng góp phần không nhỏ tạo nên những biến động về thị giá. Nghiên cứu áp dụng phương pháp Comparables để so sánh khung dao động các chỉ số định giá phổ biến nhất như EBITDA/EV, EBIT/EV và P/E của 10 doanh nghiệp thuộc lĩnh vực sản xuất trong nhóm VN30 với giá trị trung bình (TB) ngành ở các thị trường mới nổi. Từ đó, nghiên cứu sẽ cho thấy mức độ hấp dẫn của doanh nghiệp lớn thuộc lĩnh vực sản xuất trong nước đối với nhà đầu tư nước ngoài cũng như giúp các nhà đầu tư và doanh nghiệp trong nước có góc nhìn chính xác hơn về giá trị doanh nghiệp của mình.

***Từ khóa**: Cổ phiếu, HOSE, định giá doanh nghiệp, nhà đầu tư.*

ABSTRACT

Stock valuation is a complicated task that requires business analytical skills, sources of information and understanding of finance and stock market. In addition, the overall market performance causes stock price variation, thus makes it difficult to find out reasonable stock value. The research applied Comparable method to compare the ratios such as EBITDA/EV, EBIT/EV and P/E of the ten big manufacturing companies in the group VN30 listed on HOSE with the industry average ratio of companies in emerging markets. As a result, the research demonstrates the attractiveness of big manufacturing companies in the eyes of foreign investors and gave domestic corporations and investors a fair view about the value of those businesses.

***Keywords**: Stock, HOSE, firm valuation, investor.*

1. Giới thiệu

Từ khi được hình thành vào năm 2000 cho đến nay, thị trường chứng khoán (TTCK) đã trở thành một bộ phận không thể tách rời của nền kinh tế, đóng vai trò là một kênh dẫn vốn cho doanh nghiệp nhằm thúc đẩy tăng trưởng và hoạt động của doanh nghiệp, góp phần xây dựng kinh tế và tạo công ăn việc làm cho người lao động. Trải qua 14 năm hoạt động, TTCK Việt Nam đã tạo lập được đỉnh vào đầu năm 2007 với chỉ số VN-INDEX đạt 1.170 điểm. Sau giai đoạn tăng trưởng nóng này, từ cuối năm 2007 đến đầu năm 2009 TTCK sụt giảm nghiêm trọng đưa chỉ số VN-INDEX về mức 234.66 điểm. Có thể nói không chỉ riêng Việt Nam mà các TTCK lớn trên thế giới cũng luôn chịu tác động của các hoạt động đầu cơ đẩy giá trị doanh nghiệp sai khác nhiều so với giá trị thực, một ví dụ điển hình chính là bong bóng dot-com năm 2000 ở Mỹ.

[1] PGS.TS, Viện Nghiên cứu Phát triển TP.HCM.

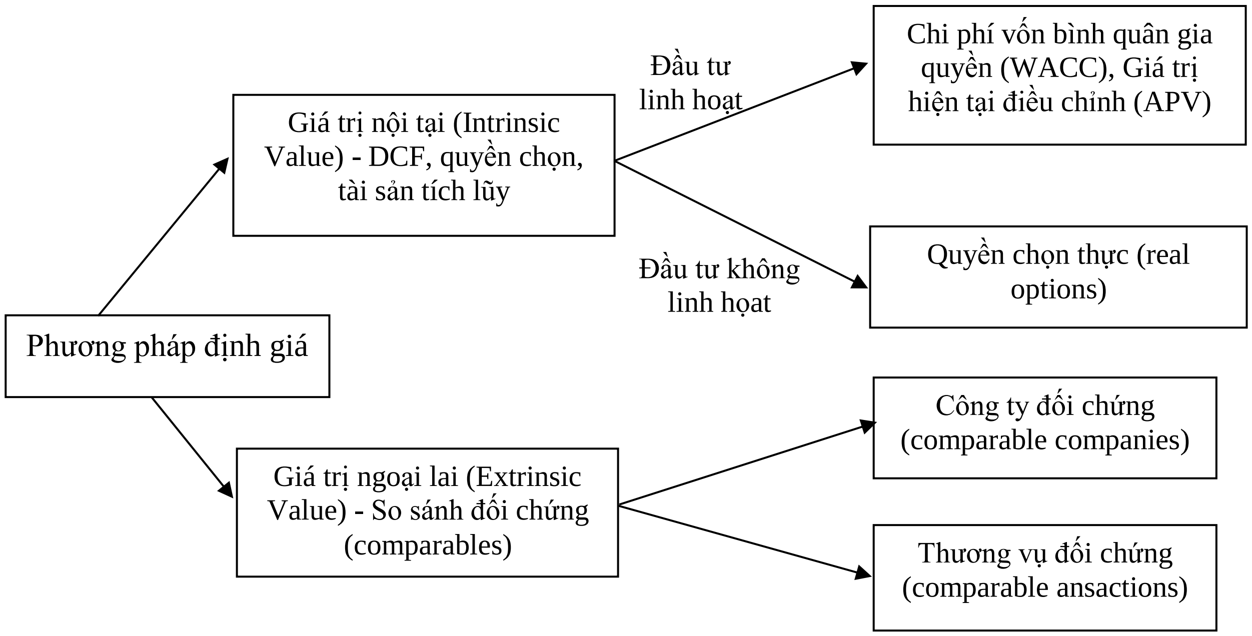
Hình 1. Chỉ số VN-INDEX từ năm 2000 đến 07/2000 đến 07/2014

Nguồn: Kênh thông tin kinh tế - tài chính Việt Nam www.cafef.vn

Sau khi phục hồi trong năm 2009, chỉ số VN-INDEX lại được đưa về mức 633 điểm nhưng không thể tiếp tục đà tăng. Cùng với bong bóng bất động sản và nợ xấu ngân hàng, tình hình kinh tế vĩ mô nói chung và TTCK nói riêng rơi vào một giai đoạn suy giảm dài, từ năm 2010 đến cuối năm 2013 VN-INDEX dao động trong khoảng 340 điểm đến 500 điểm. Từ khoảng cuối 2013 đến nay, TTCK chứng kiến một đợt tăng điểm có quy mô lớn, đưa VN-INDEX lên lại mức 600 điểm cùng sự tăng giá của nhiều cổ phiếu. Tuy nhiên, sự điều chỉnh giá theo xu hướng tăng này đã thực sự phản ánh giá trị các doanh nghiệp và cổ phiếu các công ty Việt Nam có thể trở nên hấp dẫn trong mắt các nhà đầu tư trong và ngoài nước hay không cần được xem xét một cách khoa học. Nghiên cứu, thông qua việc phân tích các chỉ số định giá một số cổ phiếu hàng đầu tại sàn HOSE nhằm góp phần giải đáp vấn đề liệu doanh nghiệp Việt Nam đã được thị trường định giá một cách hợp lý và qua đó phần nào phản ánh mức độ hấp dẫn của các doanh nghiệp niêm yết hàng đầu trên sàn HOSE đối với các nhà đầu tư quốc tế.

2. Cơ sở lý thuyết

Định giá để xác định giá trị nội tại hợp lý của một cổ phiếu là một công việc phức tạp phụ thuộc vào nhiều yếu tố. Thứ nhất, không có một quy chuẩn cụ thể để xác định mức giá hợp lý cho một cổ phiếu. Mỗi tổ chức hay cá nhân tham gia thị trường có những tiêu chí khác nhau khi định giá nên không có giá trị thống nhất giữa các bên tham gia thị trường. Thứ hai, sự thay đổi về giá trị của cổ phiếu phụ thuộc vào yếu tố niềm tin thị trường. Ví dụ, khi có những thông tin tốt về kinh tế vĩ mô hoặc triển vọng phát triển một số ngành nghề, thị trường có thể điều chỉnh giá cổ phiếu theo kỳ vọng vào tiềm năng phát triển của công ty trong tương lai. Ngược lại, khi có thông tin xấu, thị trường có thể điều chỉnh giá xuống do những lo ngại về diễn biến xấu trong tương lai. Những điều chỉnh lên hay xuống này của thị trường thường diễn ra khá nhanh khi chưa có kết luận đầy đủ về các ảnh hưởng của điều kiện kinh tế trên toàn thị trường hay từng nhóm ngành. Thứ ba, thông tin của từng doanh nghiệp đóng vai trò quan trọng trong sự thay đổi của giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Một công ty có kế hoạch mở rộng thị trường hay đầu tư dây chuyền sản xuất mới có thể thu hút sự đầu tư và đầu cơ của các bên tham gia thị trường. Giao dịch nội gián liên quan đến những giao dịch này có thể được thực hiện từ một vài tuần đến một vài tháng trước khi thông tin chính thức được công bố. Do đó, thị giá doanh nghiệp vào một khoảng thời gian nhất định có thể được phản ánh không chính xác so với giá trị nội tại hợp lý của doanh nghiệp đó.



Hình 2. Mô hình định giá tổng hợp

Nguồn: Gimpel (2010)

Từ những yếu tố nêu trên, việc xác định giá trị của một doanh nghiệp thường được kết hợp bởi một số phương pháp nhằm tìm ra mức giá hợp lý nhất trong một thời điểm. Peirero (2002) trong nghiên cứu về định giá doanh nghiệp tại các thị trường mới nổi đã nêu ra một số phương pháp thường được sử dụng bao gồm: (1) DCF (Discounted cash flow – Chiết khấu giá trị dòng tiền), (2) Comparables (so sánh với các giá trị doanh nghiệp tương ứng), (3) Multiples (dùng các bộ chỉ số) và (4) Comparable transaction value (dựa trên các định giá các thương vụ mua bán sáp nhập, đầu tư hoặc mua lại bằng đòn bẩy tài chính đã được thực hiện trước đó). Trong một nghiên cứu mở rộng khác, Gimpel (2010), thông qua việc phân tích các phương pháp nêu bởi Peirero (2002) cùng những mô hình định giá của các ngân hàng đầu tư lớn như Goldman Sachs hay Salomon Smith Barney, đã chỉ ra mô hình định giá tổng hợp ở các thị trường mới nổi:

Phương pháp DCF được nhà kinh tế và thống kê người Mỹ Irving Fisher đưa vào cuốn sách The theory of Interest xuất bản năm 1930. Qua phân tích của Irving Fisher áp dụng cho quá trình tăng trưởng nóng cổ phiếu trước suy thoái kinh tế năm 1929 ở Mỹ, DCF dần được sử dụng rộng rãi và ngày nay DCF đã trở thành một trong những phương pháp quan trọng nhất trong việc định giá doanh nghiệp của các ngân hàng đầu tư cũng như các quỹ đầu tư lớn. Phương pháp này được tiến hành bắt đầu từ việc đánh giá triển vọng kinh doanh của doanh nghiệp trong một khung thời gian xác định trong tương lai, thường có độ dài từ 5 đến 10 năm. Độ dài của khung thời gian này phụ thuộc vào 2 yếu tố: (1) giai đoạn hiện tại trong vòng đời của doanh nghiệp và (2) độ tin cậy có thể phỏng đoán của các giả định đưa vào định giá. Nếu doanh nghiệp đang trong giai đoạn ổn định, tỉ suất tăng trưởng thị phần và doanh thu không biến động cao, việc định giá có thể sử dụng khung thời gian dài hơn. Thứ hai, việc định giá cổ phiếu phụ thuộc nhiều vào các giả định, ví dụ, mức tăng trưởng của công ty (growth rate), mức đầu tư tài sản cố định (Capex) hay các chỉ số chiết khấu như risk free rate, do đó, khung thời gian phân tích sẽ tương ứng với quãng thời gian mà các giả định này có thể tồn tại hoặc có độ sai lệch không lớn. Nhìn chung, trong một môi trường kinh tế nhiều biến động, giá trị doanh nghiệp sẽ khó được định giá trong một khung thời gian quá dài do thực tế diễn biến thị trường có nhiều thay đổi tác động đến việc định giá.

Các phương pháp còn lại như Comparables, Multiples và Previous transaction cũng được sử dụng phổ biến do có tính đối ứng so sánh thuận lợi cho việc thương thuyết trong các vụ đầu tư hoặc M&A. Các phương pháp dùng phép so sánh đối ứng cũng được thừa nhận là một trong những phương pháp thẩm định giá chính thức bởi Bộ Tài Chính (2010) thể hiện qua các tài liệu nghiên cứu và bồi dưỡng kiến thức của Bộ. Trong cuốn Investment Valuation, Damodaran (Trường kinh doanh Stern, Đại học New York) cũng đề cập đến những lợi thế so với DCF khiến các phương pháp này trở nên rất thông dụng, bao gồm: dễ phản biện, dễ thuyết phục các bên tham gia thương vụ và phản ánh diễn biến đang hiện hữu trên thị trường.

Phương pháp *Comparables* được thực hiện bằng việc so sánh giá trị doanh nghiệp với các công ty có nhiều điểm tương đồng vào thời điểm diễn ra việc định giá. Một số tiêu chí để lựa chọn các công ty tương ứng bao gồm: (1) doanh nghiệp hoạt động cùng lĩnh vực, (2) doanh nghiệp có độ lớn không quá khác biệt, (3) doanh nghiệp có đối tượng khách hàng tương đồng, (4) doanh nghiệp có mô hình hoạt động không quá khác biệt và (5) doanh nghiệp cùng chung giai đoạn trong vòng đời hoạt động. Càng đáp ứng được nhiều tiêu chí, phương pháp Comparables càng mang lại tính chính xác cao hơn. Thông thường các doanh nghiệp tương ứng sẽ được đưa vào bảng so sánh để tìm ra hệ số trung bình cho các chỉ số định giá như EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E, … Sau đó, doanh nghiệp cần so sánh sẽ được xác định ở nhóm thấp, trung bình hay cao trong nhóm so sánh để sử dụng chỉ số định giá phù hợp. Theo báo cáo về Mua bán & Sáp nhập của KPMG (2012), 41% các thương vụ tại Việt Nam sử dụng phương pháp comparables trong việc định giá mục tiêu.

Phương pháp *Multiples* chủ yếu sử dụng chỉ số EV/EBITDA cho việc định giá. Giá trị doanh nghiệp sẽ được tính dựa trên EBITDA của năm cuối cùng trong mô hình mô phỏng ước tính doanh thu trong tương lai. Theo kinh nghiệm của các chuyên gia M&A, EBITDA dự tính sau đó sẽ được nhân cho các hệ số lần, thường từ 3 đến 6 – cho các công ty vừa và nhỏ, 8 – cho các doanh nghiệp lớn mà hoạt động đã đi vào ổn định và 10 – cho các doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng lớn.

Phương pháp *Previous transaction value* dựa trên giá trị của các doanh nghiệp tương ứng được định giá trong các thương vụ M&A (mua bán sáp nhập) hoặc LBO (mua lại bằng đòn bẩy tài chính) trong một khoảng thời gian nhất định, thường trong vòng 1 vài năm tính đến thời điểm diễn ra việc định giá doanh nghiệp. Giá trị các thương vụ này sau khi được thu thập sẽ được dùng để tính lại giá trị các chỉ số định giá doanh nghiệp hoặc giá mỗi cổ phiếu được hai bên đồng ý trong thương vụ. Những dữ liệu này sẽ được sử dụng để làm tìm giá trị hợp lý cho doanh nghiệp cần định giá.

Đây là các phương pháp thường được dùng để xác định giá doanh nghiệp trong các thương vụ M&A hoặc đầu tư trong và ngoài nước. Bên cạnh các phương pháp phân tích dựa vào các số liệu tài chính từ hoạt động kinh doanh, thị giá, cơ cấu nguồn vốn và nợ cùng các biện pháp so sánh đối ứng với các đối trọng khác, phân tích kỹ thuật mà chủ yếu chỉ dựa vào các biến động về giá và khối lượng cổ phiếu giao dịch cũng được áp dụng để dự đoán các dao động giá ngắn hạn và ít phụ thuộc vào tình hình hoạt động doanh nghiệp được phân tích.

3. Phương pháp nghiên cứu

Trong đầu tư dù dài hạn hay ngắn hạn, việc so sánh chọn lựa giữa các mục tiêu luôn là một trong những bước quan trọng nhất giúp các nhà đầu tư nâng cao khả năng đạt hiệu suất sinh lợi. Do đó, việc tìm ra mục tiêu tiềm năng ở mức giá hấp dẫn luôn được ưu tiên hàng đầu. Trong bối cảnh các nền tài chính trên thế giới ngày càng có mối liên quan chặt chẽ hơn, các nhà đầu tư quốc tế có nhiều hơn các lựa chọn cho mình. Bởi vậy, họ có xu hướng mở rộng danh mục (diversified) đầu tư theo nhiều hướng, vào các các nền kinh tế, các nhóm ngành khác nhau nhằm giảm thiểu rủi ro và tối đa hóa lợi nhuận thu về. Nhằm thăm dò độ hấp dẫn của các cổ phiếu công ty lớn trên HOSE, nghiên cứu nhắm đến việc sử dụng phương pháp này mang tính thực tiễn cao được thừa nhận và sử dụng rộng rãi bởi định chế tài chính và các ngân hàng đầu tư lớn trong việc định giá thương vụ cũng như tìm kiếm các khoản đầu tư tiềm năng.

Dựa trên nguyên lý về so sánh đối chiếu (comparable) được nêu trong các nghiên cứu của Damodaran (2012), Gimpel (2010) và Peirero (2002), nghiên cứu sử dụng phương pháp so sánh giữa hai đối trọng, một bên là giá trị các chỉ số định giá của một số bluechips ở sàn HOSE và bên còn lại là giá trị TB ngành tương ứng ở các thị thường mới nổi, nhằm khảo sát độ hấp dẫn của các cổ phiếu trong nước này so với mặt bằng chung các đối tượng đầu tư trong danh mục các thị trường mới nổi.

Dựa trên các nguyên tắc về thực hiện so sánh đối chiếu được nêu bởi Meiner (2006), nghiên cứu được tiến hành tuần tự theo các bước: (1) chọn lựa các cổ phiếu phù hợp, (2) chọn các chỉ số định giá thông dụng được chấp nhận rộng rãi bởi các định chế tài chính lớn cũng như các nhà đầu tư tổ chức hay cá nhân, (3) sử dụng khung thời gian phù hợp cho mục đích nghiên cứu nhằm đem lại độ chính xác cao nhất vì thị giá doanh nghiệp luôn biến đổi liên tục tùy thuộc vào nhiều điều kiện chủ quan và khách quan, (4) chọn đối ứng phù hợp để việc so sánh mang lại tính hợp lý cao nhất.

3.1. Chọn cổ phiếu

Với mục đích nghiên cứu sự hợp lý về giá của các công ty bluechips tại Việt Nam, nghiên cứu nhắm vào nhóm VN30, tức 30 công ty có tổng giá trị vốn hóa chiếm 80% và tổng giá trị giao dịch chiếm khoảng 60% toàn thị trường (theo Sở Giao Dịch chứng khoán TPHCM). Việc chọn các công ty có vốn hóa lớn và tính thanh khoản cao nhằm hạn chế các biến động làm giá dẫn đến những sai lệch trong nghiên cứu.

Trong bối cảnh cạnh tranh toàn cầu ngày càng khốc liệt, cơ xưởng lớn nhất thế giới là Trung Quốc đang dần đánh mất lợi thế nhân công giá rẻ, các công ty sản xuất ở các thị trường mới nổi đang thu hút được sự chú ý của các nhà đầu tư chiến lược toàn cầu. Damodaran (2011) nhận định rằng một trong các tiêu chí xem xét lựa chọn danh mục đầu tư là dựa trên độ lan tỏa sức hấp dẫn của công ty đó trên các công cụ truyền thông. Trên cơ sở đó, nghiên cứu tập trung vào các công ty thuộc lĩnh vực sản xuất được đề cập trong bản công bố "Danh sách 50 công ty niêm yết tốt nhất" của Tạp chí Forbes (số tháng 6/2014) và kết quả khảo sát "Top 50 công ty kinh doanh hiệu quả nhất Việt Nam năm 2014 của Tạp chí Nhịp Cầu Đầu Tư để thực hiện việc chọn lựa công ty. Các công ty được lựa chọn nằm trong nhóm những doanh nghiệp kết quả kinh doanh, năng lực cạnh tranh và thị phần tốt.

Sau khi tiến hành sàng lọc, có 10 công ty đáp ứng đầy đủ các tiêu chí nêu trên để đưa vào nghiên cứu, bao gồm:

	Công ty	**Mã CK**
1	Đạm Phú Mỹ	DPM
2	FPT	FPT
3	REE	REE
4	Vinamilk	VNM
5	Masan	MSN
6	Kinh Đô	KDC
7	Cao su miền Nam	CSM
8	Cao su Đà Nẵng	DRC
9	Hòa Phát	HPG
10	Hoa Sen	HSG

3.2. Chọn các chỉ số dùng định giá cổ phiếu

Các chỉ số được chọn là những chỉ số thông dụng nhất trong việc định giá doanh nghiệp trong việc đầu tư hoặc thực hiện thương vụ mua bán sáp nhập, được sử dụng bởi hầu hết các ngân hàng đầu tư, quỹ đầu tư trên thế giới và các nhà đầu tư tổ chức hay cá nhân. Có 3 chỉ số được đưa vào nghiên cứu bao gồm:

EV/EBITDA – *Giá trị doanh nghiệp/ Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và chi phí khấu hao. EV/EBITDA* là một chỉ số được sử dụng rộng rãi nhất và có mặt trong hầu hết các thương vụ mua bán sáp nhập. Việc sử dụng EBITDA nhằm hạn chế ảnh hưởng của việc điều chỉ chi phí khấu hao nhằm tăng hoặc giảm Lợi nhuận trước và sau thuế mà một số doanh nghiệp dùng để tạo hiệu ứng về hiệu quả kinh doanh cũng như cân đối điều chỉnh khoản thuế phải nộp.

EV/EBIT - Giá trị doanh nghiệp/ Lợi nhuận trước lãi vay và thuế. EV/EBIT, dù không được đánh giá cao bằng EV/EBITDA, cũng thường được các định chế tài chính lớn đưa vào bộ các chỉ số định giá nhằm tăng tính đối chiếu và tạo nhiều góc độ so sánh giữa các doanh nghiệp tương ứng.

P/E – *Giá cổ phiếu/ Lợi nhuận sau thuế trên mỗi cổ phiếu*. P/E là chỉ số thông dụng và lâu đời nhất trên thị trường, được phát minh bởi Benjamin Graham. Chỉ số này được sử dụng rộng rãi bởi đa số các nhà đầu tư cá nhân, đặc biệt là các nhà đầu tư không có chuyên môn về phân tích giá trị cổ phiếu.

Giá trị doanh nghiệp (Enterprise Value) sẽ được tính theo công thức:

EV = Thị giá (Market Capitalization) + Tổng nợ (bao gồm cả Vay và Nợ ngắn hạn và Vay và Nợ dài hạn) – Tổng số tiền mặt và các khoản tương đương tiền mặt.

(Nguồn: Damodaran, 2011)

Lợi nhuận sau thuế (LNST) được lấy từ báo cáo thường niên đã kiểm toán của các doanh nghiệp.

Lợi nhuận trước thuế và chi phí lãi vay (EBIT) = Lợi nhuận trước thuế (theo báo cáo thường niên đã kiểm toán của doanh nghiệp) + chi phí lãi vay theo báo cáo thường niên đã kiểm toán của doanh nghiệp).

Lợi nhuận trước thuế, chi phí lãi vay và chi phí khấu hao (EBITDA) = EBIT + Chi phí khấu hao*

(*): do chi phí khấu hao được báo cáo khác nhau giữa các doanh nghiệp nên khoản này sẽ được tính dựa trên 1 trong 3 phương pháp:

(1) Cộng chi phí khấu hao báo cáo trong 2 mục Chi phí bán hàng và Chi phí quản lý doanh nghiệp.

(2) Đối chiếu giá trị hao mòn lũy kế cuối kỳ và đầu kỳ

(3) Sử dụng số liệu điều chỉnh về khấu hao tác động dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh trong Báo cáo lưu chuyển tiền tệ.

Trong trường hợp doanh nghiệp có công bố đầy đủ về chi phí khấu hao trong Báo cáo tài chính của năm tài khóa 2013 (số liệu tài chính được dùng trong báo cáo là số cuối năm tài khóa 2013), con số này sẽ được ưu tiên sử dụng vì báo cáo tài chính đã được kiểm toán và các đối ứng (các số EBITDA được dùng để tính EV/EBITDA trong các bộ chỉ số định giá) cũng thường được lấy trực tiếp từ Báo cáo tài chính của các doanh nghiệp đã kiểm toán.

3.3. Chọn khung thời gian cho nghiên cứu

Năm 2014, tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp lớn có nhiều chuyển biến tích cực đặt trong bối cảnh tình hình vĩ mô của Việt Nam được cải thiện so với năm 2013 kéo theo một đợt tăng điểm khá ấn tượng của TTCK. Do đó, khung thời gian được đặt trong năm 2014 để nghiên cứu bám sát với diễn biến của TTCK và biên độ vào khoảng hơn 6 tháng nhằm theo dõi đầy đủ sự thay đổi của giá cổ phiếu trên thị trường.

Theo Seyhun (2000), để đánh giá giá trị một doanh nghiệp một cách tổng quan, việc theo dõi cần có một khung thời gian đủ độ dài trước và sau một sự kiện để đo lường đầy đủ những dao động về giá. Một trong những nguyên nhân chính là do giá trị các cổ phiếu luôn bị ảnh hưởng và chi phối bởi những giao dịch nội gián và sự rò rỉ thông tin nội bộ. Các giao dịch nội gián theo chu kỳ và giao dịch bám theo các giao dịch nội gián này thường được tiến hành trước khi các thông tin quan trọng hay các báo cáo tài chính của doanh nghiệp được công bố. Bên cạnh đó, các giao dịch thực hiện sau khi thông tin được công bố thể hiện động lực (momentum) của xu hướng tăng hoặc giảm giá cùng độ hấp dẫn của một cổ phiếu. Dựa trên cơ sở này, biên độ thị giá doanh nghiệp trong nghiên cứu sẽ được tính bằng giá cổ phiếu thấp nhất và cao nhất trong giai đoạn 1/1/2014 đến 15/7/2014. Khung thời gian này được chọn nhằm đáp ứng 2 nhu cầu:

(1) kết quả hoạt động kinh doanh quý 4 năm 2013 có thể bị rò rỉ trước khi công bố chính thức (thường rơi vào nửa cuối tháng 2 năm sau) và sẽ có tác động đến giá cổ phiếu trong giai đoạn trước khi thông tin được công bố đại chúng. Do đó, khởi điểm của khung thời gian nghiên cứu được tính từ tháng 1 năm 2014, tức khoảng 45 đến 60 ngày trước thời điểm công bố báo cáo quý 4.

(2) ghi nhận sự thay đổi thị giá của doanh nghiệp sau khi công bố đầy đủ báo cáo thường niên (thường vào khoảng giữa tháng 5 đến giữa tháng 6 năm sau). Điểm cuối của khung thời gian nghiên cứu cách thời điểm công bố báo cáo thường niên khoảng 30 đến 60 ngày.

3.4. Chọn đối ứng cho các chỉ số trong nghiên cứu

Việt Nam là một trong những quốc gia thuộc khối thị trường mới nổi nên việc sử dụng chỉ số TB ngành của các thị trường mới nổi sẽ

đem đến sự so sánh phù hợp hơn các chỉ số TB toàn cầu. Đối ứng được chọn để so sánh với các chỉ số định giá trong nghiên cứu là bộ chỉ số định giá theo ngành của các công ty trên ở các thị trường mới nổi, được thực hiện bởi Aswath Damodaran thuộc Trường Kinh Doanh Stern, Đại học New York. Damodaran có bề dày 30 năm kinh nghiệm nghiên cứu và giảng dạy Tài chính doanh nghiệp và Định giá cổ phiếu và thường xuyên góp mặt trong nhóm 12 Giáo sư hàng đầu các trường kinh doanh. Các nghiên cứu của Damodaran đa dạng và có tính chính xác và tính cập nhật cao nên được các định chế tài chính toàn cầu tin cậy sử dụng.

Bảng 3. Chỉ số định giá TB của các ngành trong bài

Ngành	**EV/EBITDA**	**EV/EBIT**	**P/E**
(theo Damodaran)			
Hóa chất đặc biệt	11,01	14,55	48,67
Dịch vụ máy tính	17,11	19,05	170,93
Đa ngành	10,37	14,16	33,71
Chế biến thực phẩm	14,92	21,12	52,82
Cao su	8,14	11,45	39,43
Thép	9,95	20,05	45,89

Nguồn: Trích từ Bảng gốc của Damodara (2014), Đại học New York

Các bộ chỉ số này có độ chính xác cao và được sử dụng bởi hầu hết các ngân hàng đầu tư và các quỹ đầu tư trong việc so sánh giá các thương vụ hoặc so sánh giá các công ty mục tiêu. Danh sách tổng hợp các công ty theo ngành ở các thị trường mới nổi của Giáo Sư Damodaran bao gồm toàn bộ các công ty đưa vào nghiên cứu này nên tính đối ứng của nghiên cứu được đảm bảo.

4. Kết quả và thảo luận

a. Kết quả nghiên cứu

10 công ty được đưa vào nghiên cứu theo cách phân loại của Damodaran có thể được sắp vào 6 nhóm ngành bao gồm: (1) hóa chất đặc biệt (Đạm Phú Mỹ), (2) Dịch vụ máy tính (FPT), (3) Đa ngành (Cơ điện lạnh REE), (4) Chế biến thực phẩm (Vinamilk, Masan, Kinh Đô), (5) Cao su và vỏ xe (Cao su miền Nam, Cao su Đà Nẵng) và (6) Thép (Hòa Phát, Hoa Sen).

Bảng 4. So sánh các chỉ số đối ứng

Công ty	Mã CK	Ngành	EV/EBITDA			Sai lệch		EV/EBIT			Sai lệch		Current P/E			Sai lệch	
			Thấp	Cao	TB	Thấp	Cao	Thấp	Cao	TB	Thấp	Cao	Thấp	Cao	TB	Thấp	Cao
Đạm Phú Mỹ	DPM	Hóa chất đặc biệt	2.64	4.85	11.01	8.37	6.16	2.90	5.34	14.55	11.65	9.21	5.20	8.01	48.67	43.47	40.66
FPT	FPT	Dịch vụ máy tính	4.22	6.32	17.11	12.89	10.79	5.33	7.96	19.05	13.72	11.09	7.86	12.20	170.93	163.07	158.73
REE	REE	Đa ngành	4.61	7.48	10.37	5.76	2.89	4.86	7.88	14.16	9.30	6.28	5.72	9.26	33.71	27.99	24.45
Vinamilk	VNM	Chế biến thực phẩm	11.95	15.10	14.92	2.97	(0.18)	12.08	15.26	21.12	9.04	5.86	15.18	19.08	52.82	37.64	33.74
Masan	MSN	Chế biến thực phẩm	26.14	34.38	14.92	(11.22)	(19.46)	28.99	38.13	21.12	(7.87)	(17.01)	133.73	185.42	52.82	(80.91)	(132.60)
Kinh Đo	KDC	Chế biến thực phẩm	7.56	10.64	14.92	7.36	4.28	10.10	14.21	21.12	11.02	6.91	16.56	22.18	52.82	36.26	30.64
Cao su miền Nam	CSM	Cao su	5.67	7.68	8.14	2.47	0.46	6.33	8.58	11.45	5.12	2.87	5.77	9.03	39.43	33.66	30.40
Cao su Đà Nẵng	DRC	Cao su	7.21	9.80	8.14	0.93	(1.66)	8.25	11.22	11.45	3.20	0.23	8.23	12.50	39.43	31.20	26.93
Hòa Phát	HPG	Thép	6.54	9.73	9.95	3.41	0.22	8.32	12.38	20.05	11.73	7.67	8.32	13.66	45.89	37.57	32.23
Hoa Sen	HSG	Thép	7.55	10.08	9.95	2.40	(0.13)	7.85	10.48	20.05	12.20	9.57	5.88	9.72	45.89	40.01	36.17

Nguồn: phân tích và tính toán của tác giả

Ngành hóa chất đặc biệt

Dựa trên so sánh với chỉ số ngành, công ty Đạm Phú Mỹ đang được giao dịch ở mức thấp hơn hẳn so với chuẩn chung vào thời điểm hiện tại. Mức cao nhất của EV/EBITDA thấp hơn TB ngành 6.16 Đơn vị, EV/EBIT thấp hơn TB ngành 9.21 Đơn vị và P/E thấp hơn TB ngành 40.66 Đơn vị.

Ngành dịch vụ máy tính

Bảng so sánh chỉ số cho thấy cũng như DPM, FPT đang được thị trường định giá ở mức rất thấp so với nhóm công ty cùng ngành trong khu vực. Mức cao nhất của EV/EBITDA thấp hơn TB ngành 11.09 Đơn vị, EV/EBIT thấp hơn TB ngành 9.21 Đơn vị và đặc biệt P/E thấp hơn TB ngành 158.73 Đơn vị.

Đa ngành

So với các tập đoàn đa ngành tương ứng, giá trị của REE đang ở mức tương đối thấp. Mức cao nhất của EV/EBITDA thấp hơn TB ngành 2.89 Đơn vị, EV/EBIT thấp hơn TB ngành 14.16 Đơn vị và P/E thấp hơn TB ngành 33.71 Đơn vị.

Ngành chế biến thực phẩm

Nhóm ngành chế biến thực phẩm có 3 công ty được đưa vào nghiên cứu. Trong đó, Kinh Đô là công ty đang được định giá thấp hơn so với TB ngành, với mức cao nhất của EV/EBITDA thấp hơn TB ngành 4.28 Đơn vị, EV/EBIT thấp hơn TB ngành 6.91 Đơn vị và P/E thấp hơn 52.82 Đơn vị. Vinamilk có chỉ số EV/EBITDA thuộc mức giá hợp lý, tức mức cao nhất và thấp nhất của chỉ số này không quá khác biệt so với TB ngành, mức cao nhất hơn TB ngành 0.18 Đơn vị và mức thấp nhất thua TB ngành 2.87 Đơn vị. Các chỉ số EV/EBIT và P/E lại cho thấy doanh nghiệp này đang được định giá thấp hơn các công ty tương ứng.

Masan là trường hợp duy nhất trong nghiên cứu cho thấy các chỉ số định giá đang ở mức cao hơn hẳn so với TB ngành. Trong mức thấp nhất của EV/EBITDA cao hơn TB ngành 11.22 Đơn vị, EV/EBIT cao hơn TB ngành 7.87 Đơn vị và đáng chú ý là P/E cao hơn TB ngành đến 80.91 Đơn vị.

Ngành Cao su

Theo nghiên cứu, công ty Cao su miền Nam đang được giao dịch tương đối thấp hơn so với giá trị TB ngành với mức cao nhất của EV/EBITDA thấp hơn TB ngành 0.46 Đơn vị, EV/EBIT thấp hơn TB ngành 2.87 Đơn vị và P/E thấp hơn TB ngành 39.43 Đơn vị. Trong khi đó, Cao su Đà Nẵng đang được thị trường định giá ở mức tương đối hợp lý so với giá trị TB trong khu vực. Cụ thể, độ sai lệch của mức cao nhất và thấp nhất của EV/EBITDA so với TB ngành lần lượt là -1.66 và 0.93 Đơn vị. Với EV/EBIT, độ sai lệch này lần lượt là 0.23 và 3.20. Riêng chỉ số P/E thể hiện rằng Cao su Đà Nẵng đang được giao dịch rất rẻ so với các công ty tương ứng, với sai lệch của mức cao nhất là 26.93.

Ngành Thép

Ngành Thép cũng có kết quả khá giống với ngành cao su khi chỉ số EV/EBITDA của Hòa Phát có độ sai lệch tương đối nhỏ so với TB ngành ở 0.22 cho mức cao nhất và 3.42 cho mức thấp nhất. Còn EV/EBITDA của Hoa Sen cũng như Cao su Đà Nẵng, thể hiện mức độ tương đối hợp lý khi có độ sai lệch với TB ngành lần lượt là -0.13 cho mức cao nhất và 2.40 cho mức thấp nhất. Tuy nhiên, ở 2 chỉ số còn lại là EV/EBIT và P/E, cả 2 cổ phiếu đều được định giá thấp hơn hẳn so với các công ty tương ứng.

b. Thảo luận Kết quả

Trong các công ty được đưa vào nghiên cứu, Đạm Phú Mỹ theo cách tính của Damodaran được xếp vào nhóm ngành Hóa chất đặc biệt trong khi Sở Giao Dịch Chứng Khoán TPHCM xếp công ty này vào nhóm Hóa chất nói chung. Do chỉ số định giá TB của 2 nhóm ngành này tại các thị trường mới nổi là khá khác biệt rất lớn. Cụ thể, mức TB EV/EBITDA và EV/EBIT của 2 nhóm ngành này lần lượt là: 25.50 và 36.04 cho Hóa chất cơ bản và 11.01 và 14.55 cho Hóa chất đặc biệt. Do đó, để có độ chính xác cao hơn, việc xếp nhóm ngành cho Đạm Phú Mỹ cần được thực hiện kỹ lưỡng. Theo đó, tiêu chí sắp xếp nhóm ngành của Damodaran cho các doanh nghiệp sản xuất hóa chất cần được kiểm tra lại. Mặt khác, cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của Đạm Phú Mỹ cũng cần được xem xét để việc phân định nhóm ngành đạt độ chính xác cao nhất. Tương tự, Cơ điện lạnh REE theo cách tính của Damodaran và tạp chí Forbes được xếp vào nhóm đa ngành nhưng được HSX xếp vào nhóm Xây dựng chuyên dụng. Do đó, cổ

phiếu này cũng cần được xem xét lại để đảm bảo việc xếp nhóm ngành là chính xác.

Các nhóm ngành Hóa chất, Dịch vụ máy tính và đa ngành chỉ có 1 công ty lớn vốn hóa trên 1,000 tỷ đồng niêm yết trên sàn HOSE. Bởi vậy, việc so sánh đối chứng với các giá trị TB ở các thị trường mới nổi không có nhiều giá trị cho việc đánh giá tương quan những nhóm ngành này tại Việt Nam.

Việc đa số các cổ phiếu hàng đầu đang có thị giá thấp có thể chịu ảnh hưởng của 2 nguyên nhân. Thứ nhất, nền kinh tế Việt Nam vừa trải qua một đợt suy giảm nghiêm trọng khiến tình hình sản xuất của các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn. Điều này làm kỳ vọng của nhà đầu tư và thị trường vào cổ phiếu này xuống thấp nên giá cổ phiếu dần điều chỉnh xuống. Thứ hai, một số tác động về tình hình thế giới ví dụ như vấn đề tranh chấp Biển Đông gây ảnh hưởng tiêu cực lên tâm lý các nhà đầu tư trong nước. Quy luật chung của thị trường là khi một cổ phiếu có mức giá được cho là rẻ và các tình hình vĩ mô ủng hộ thị trường, giá trị cổ phiếu sẽ có xu hướng tăng nếu tình hình sản xuất của công ty có những bước cải thiện. Do đó, các nhà đầu tư cá nhân hay tổ chức có thể xem đây như một cơ hội để tìm kiếm những mục tiêu đầu tư phù hợp với mình.

Ngoài ra, do một số hạn chế về cơ sở hạ tầng và công nghệ, thị trường Việt Nam hiện vẫn áp dụng khung giá trần, sàn cũng như giới hạn T+3. Dù mặt tích cực của những biện pháp này là tránh các dao động quá lớn bất lợi cho một thị trường nhỏ như Việt Nam, diễn biến của thị trường sẽ chậm hơn so với khi không có rào cản.

5. Kết luận và gợi ý chính sách

5.1. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy trong nhóm các cổ phiếu hàng đầu khác được đưa vào nghiên cứu, Masan có giá trị quá cao, FPT có giá trị quá thấp còn các công ty khác có giá trị tương đối thấp hoặc khá hợp lý so với giá trị TB của các công ty tương ứng trong khu vực. Trong 3 chỉ số được dùng trong nghiên cứu, chỉ số P/E của các cổ phiếu hàng đầu này và giá trị TB ngành có độ sai lệch rất lớn, dao động từ 24.45 đến 163.07 đơn vị. Sự khác biệt lớn này có thể được giải thích bởi yếu tố tốc độ tăng trưởng doanh thu hoặc thị phần mở rộng của doanh nghiệp. Các công ty được Damodaran đưa vào tính chỉ số ngành có thể đang được kỳ vọng có tốc độ tăng trưởng cao do nhận được đầu tư hoặc phát triển mạnh ra thị trường toàn cầu do đó được định giá cao hơn hẳn so với giá trị nội tại. Chỉ số EV/EBITDA và EV/EBIT cũng có mức sai lệch khá lớn so với TB các ngành tương ứng.

5.2. Gợi ý chính sách

Nhằm tăng sự hấp dẫn cho các công ty lớn niêm yết trên sàn chứng khoán cũng như hỗ trợ TTCK trong việc phản ánh giá trị doanh nghiệp, một số cơ chế vận hành và chính sách quản lý cần được quan tâm hơn. Cụ thể, quy chuẩn về việc thực hiện báo cáo tài chính nên được nâng cao theo hướng minh bạch và chi tiết hơn. Các diễn giải trong báo cáo tài chính cần được thực hiện đầy đủ và chi tiết nhằm giúp các nhà đầu tư dễ dàng hơn trong việc thực hiện các phân tích tài chính. Bên cạnh đó, việc xem xét mở rộng biên độ giao dịch và rút ngắn thời gian T+ sẽ góp phần thị trường phản ứng nhanh chóng và hiệu quả hơn trong việc xác định giá trị các doanh nghiệp trong từng thời điểm nhất định.

5.3. Hướng nghiên cứu tiếp theo

Sau khi xem xét lại nhiều góc độ khác nhau, nghiên cứu còn một số hạn chế như sau: (1) số lượng doanh nghiệp được đưa vào nghiên cứu còn ít, chưa thể phản ánh được cái nhìn toàn diện về TTCK Việt Nam; (2) do việc xác định nhóm ngành của nguồn cung cấp dữ liệu có thể chưa thực sự phù hợp bản chất của doanh nghiệp, việc xác định nhóm ngành phù hợp là cần thiết nhằm nâng cao tính chính xác của nghiên cứu; (3) do một số báo cáo tài chính chưa đủ chi tiết diễn giải, việc tính toán một số giá trị liên quan đến chỉ số chưa đạt được độ chính xác cao nhất. Để khắc phục những hạn chế này, một nghiên cứu mở rộng đối tượng quan sát, xem xét thêm các mô hình xác định giá trị khác như CAPM cùng các giải pháp khắc phục hạn chế về thông tin sẽ đem đến một cái nhìn tổng quan và chính xác hơn.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Bộ Tài chính (2010). *Nguyên lý căn bản về thẩm định giá,* 08/07/2014. [http://www.mof.gov.vn/portal/page/portal/mof_vn/cttk?p_itemid=32547474&p_itemtype=2176921]

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techiniques for Determining the value of any Asset*, 3rd Edition, Wiley, New York, US.

Damodaran, A. (2014). *List of firms in Emerging markets*, 19/07/2014, http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/emergcompfirm.xls

Damodaran, A. (2014). *P/E ratio by sector in emerging markets*, 19/07/2014, http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/pedata.html

Damodaran, A. (2014). *Value multiples by sector in emerging markets*, 19/07/2014, http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/vebitda.html

Fisher, I. (1930). *The theory of interest*. Yale University, US.

Gimpel, M. (2010). *Valuation in Emerging Markets - The Applicability of Conventional Valuation Techniques under the Economic Conditions of Developing Countries*, Copenhagen Business School, Denmark.

Kênh thông tin kinh tế tài chính CafeF (2014). Hình Chỉ số VNINDEX từ 07/2000 đến 07/2014, 16/07/2014, http://s.cafef.vn/Thi-truong-niem-yet/Bieu-do-ky-thuat/EPS-VNINDEX-2.chn#data

KPMG (2012). *Mua bán và Sáp nhập (M&A) tại Việt Nam: Từ góc nhìn bên thực hiện giao dịch.*

Meitner, M. (2006). *The Market Approach to Comparable Company Valuation*, Physica-Verlag, Germany.

Peirero, L. (2009). Valuing acquisitions in emerging markets: an extreme scenario framing approach. *Ideas y Mercados*, Vol. 50, pp. 8-36.

Pereiro, L. (2002). *Valuation of Companies in Emerging Markets – A practical approach*, John Wiley & Sons, New York, US

Seyhun, N. (2000). *Investment Intelligence from Insider Trading*, The MIT Press, US

Sở chứng khoán TPHCM (2013), *Danh sách phân ngành các công ty niêm yết trên HOSE 2013*, 20/07/2014, [http://www.hsx.vn/hsx/Uploaded/2014/07/22/DANH%20SACH%20PHAN%20NGANH%202013%20.pdf]

Tạp chí Forbes Việt Nam (2014). *Danh sách 50 công ty niêm yết tốt nhất*. 17/07/2014, http://forbesvietnam.com/magazine/#samples/issue13/1

Tạp chí Nhịp Cầu Đầu Tư (2014). *Danh sách 50 công ty kinh doanh hiệu quả nhất Việt Nam*. 18/07/2014, http://top50.nhipcaudautu.vn/top50.aspx

Nguồn số liệu báo cáo tài chính các doanh nghiệp:

http://www.vinamilk.com.vn/vi/bao-cao-thuong-nien

http://www.fpt.com.vn/Resources/2014/03/25/7537045/fpt_bctn_2013.pdf

http://www.reecorp.com/?q=node/64

http://www.dpm.vn/quan-he-nha-dau-tu

http://www.hoasengroup.vn/investors-relation/annual-reports

http://www.casumina.com/home.php/shareholders

http://www.kinhdo.vn/investor/report-financial.html

http://masangroup.com/vi/quan-he-co-dong/bao-cao-thuong-nien

http://www.drc.com.vn/?lang=vi

http://www.hoaphat.com.vn/Uploads/Documents/Baocao%20thuong%20nien%202013.pdf