

**ĐẠI HỌC QUỐC GIA HÀ NỘI
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ**

NGUYỄN TUẤN ANH

**PHÂN TÍCH VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU DPR
CỦA CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐỒNG PHÚ**

LUẬN VĂN THẠC SĨ TÀI CHÍNH NGÂN HÀNG

Hà Nội – 2016

**ĐẠI HỌC QUỐC GIA HÀ NỘI
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ**

NGUYỄN TUẤN ANH

**PHÂN TÍCH VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU DPR
CỦA CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐỒNG PHÚ**

Chuyên ngành: Tài chính ngân hàng

Mã số: 60340201

LUẬN VĂN THẠC SĨ TÀI CHÍNH NGÂN HÀNG

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC: PGS.TS. TRẦN THỊ THÁI HÀ

**XÁC NHẬN CỦA
CÁN BỘ HƯỚNG DẪN**

**XÁC NHẬN CỦA CHỦ TỊCH HĐ
CHẤM LUẬN VĂN**

Hà Nội - 2016

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan đây là công trình nghiên cứu của riêng cá nhân tôi. Các số liệu, kết quả nêu trong luận văn này là trung thực và chưa từng được bảo vệ một học vị khoa học hoặc công bố trong bất kỳ công trình nào khác. Các thông tin trích dẫn trong luận văn này đều đã được trân trọng chỉ rõ nguồn gốc.

Tác giả luận văn

Nguyễn Tuấn Anh

LỜI CẢM ƠN

Trong quá trình học tập và thực hiện đề tài nghiên cứu, tôi đã nhận được rất nhiều sự giúp đỡ nhiệt tình và đóng góp quý báu của nhiều tập thể và cá nhân.

Trước hết, tôi xin gửi lời cảm ơn sâu sắc đến **PGS.TS. Trần Thị Thái Hà**, người đã trực tiếp hướng dẫn và giúp đỡ tôi trong suốt quá trình học tập, thực hiện nghiên cứu đề tài và hoàn thành luận văn này.

Tôi xin trân trọng gửi lời cảm ơn đến các thầy cô giáo khoa sau đại học - Trường Đại học Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội đã giúp đỡ tôi hoàn thành quá trình học tập và thực hiện luận văn của mình.

Xin cảm ơn gia đình, bạn bè, đồng nghiệp đã động viên và giúp đỡ tôi hoàn thành chương trình học tập và thực hiện Luận văn này.

Tác giả luận văn

Nguyễn Tuấn Anh

MỤC LỤC

DANH MỤC BẢNG	i
DANH MỤC HÌNH VẼ	ii
DANH MỤC BIỂU ĐỒ	iii
LỜI NÓI ĐẦU.....	1
1. Tính cấp thiết của đề tài nghiên cứu.....	1
2. Mục đích và nhiệm vụ nghiên cứu.	2
3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu	2
4. Phương pháp nghiên cứu.....	3
5. Kết cấu luận văn	3
CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU VÀ CƠ SỞ	
LÝ LUẬN VỀ PHÂN TÍCH VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU	4
1.1. Tổng quan tình hình nghiên cứu.....	4
1.2. Cơ sở lý thuyết về phân tích và định giá cổ phiếu công ty.....	6
<i>1.2.1. Cổ phiếu và giá trị cổ phiếu.....</i>	<i>6</i>
<i>1.2.2. Các mô hình định giá cổ phiếu</i>	<i>9</i>
<i>1.2.3. Các phương pháp phân tích.....</i>	<i>18</i>
Tóm tắt chương 1.....	31
CHƯƠNG 2: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU VÀ THIẾT KẾ	
NGHIÊN CỨU.....	32
2.1. Quy trình nghiên cứu	32
2.2. Khung lý thuyết nghiên cứu	33
2.3. Hệ thống dữ liệu.....	33
2.4. Phương pháp xử lý và phân tích dữ liệu	34
CHƯƠNG 3: ỨNG DỤNG PHÂN TÍCH VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU	
DPR CỦA CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐỒNG PHÚ.....	38
3.1 Tổng quan về Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú	38
<i>3.1.1. Quá trình hình thành và phát triển.....</i>	<i>38</i>
<i>3.1.2 Ngành nghề và địa bàn kinh doanh</i>	<i>39</i>

3.1.3	Cổ đông chính.....	40
3.1.4	Định hướng phát triển:	41
3.2.	Phân tích các yếu tố tác động đến ngành kinh doanh và Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú.....	43
3.2.1.	Ngành cao su tự nhiên	44
3.2.2	Phân tích Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú.....	54
3.3.	Thiết lập các dự phóng, giả định phục vụ cho các mô hình định giá	66
3.3.1.	Dự phóng doanh thu và ước lượng biên độ lợi nhuận.....	66
3.3.2.	Ước tính hệ số nhân thu nhập P/E	69
3.4	Ước tính giá trị nội tại cổ phiếu DPR	71
3.4.1.	Vận dụng phương pháp ước tính dòng cổ tức	73
3.4.2.	Vận dụng phương pháp chiết khấu giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (FCFE).....	75
3.4.3.	Vận dụng phương pháp chiết khấu giá trị hiện tại của dòng tiền tự do của công ty (FCFF)	76
3.4.4.	Vận dụng phương pháp sử dụng tỷ số giá trên thu nhập (P/E)	78
3.5.	Những hạn chế khó khăn trong công tác định giá cổ phiếu DPR .	79
3.5.1.	Hạn chế, khó khăn của bản thân công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú.	79
3.5.2.	Hạn chế, khó khăn của môi trường kinh doanh.....	80
	Tóm tắt chương 3:	81
	CHƯƠNG 4: KIẾN NGHỊ ĐẦU TƯ VÀ MỘT SỐ BÌNH LUẬN VỀ	
	KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU.....	82
4.1.	Kiến nghị đầu tư	82
4.2.	Bình luận về kết quả nghiên cứu.....	83
4.2.1	Một số giả định đáng tin cậy.....	83
4.2.2	Giả định còn nhiều hạn chế cần cập nhật kiểm tra thông tin.....	84
4.3.	Một số kiến nghị để nâng cao hiệu quả việc vận dụng các mô hình định giá cổ phiếu.....	84
4.3.1.	Kiến nghị đối với việc công bố thông tin của các công ty cổ phần	85

<i>4.3.2. Kiến nghị nhằm đảm bảo sự tin cậy trong nguồn thông tin đã công bố</i>	85
<i>4.3.3. Kiến nghị về nguồn cung cấp thông tin</i>	86
Tóm tắt chương 4	87
KẾT LUẬN	88
Tài liệu tham khảo	89
PHỤ LỤC	93

DANH MỤC BẢNG

Bảng 3.1: Danh sách cổ đông của công ty Cổ phần Cao Su Đồng Phú.....	40
Bảng 3.2: Danh sách công ty con của công ty Cổ phần Cao Su Đồng Phú	41
Bảng 3.3: Các chỉ tiêu tài chính của DPR giai đoạn 2010-2015.....	55
Bảng 3.4: dữ liệu kết quả hoạt động kinh doanh của DPR qua các năm	57
Bảng 3.5: Các chỉ tiêu trong phân tích Dupont về ROE của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú	60
Bảng 3.6: Tỷ lệ vốn hóa các công ty sản xuất cao su tự nhiên giai đoạn 2010-2015.....	61
Bảng 3.7: Chỉ số bình quân ngành cao su	61
Bảng 3.8: So sánh chỉ tiêu các công ty năm 2015	62
Bảng 3.9: So sánh các chỉ tiêu của DPR và trung bình ngành theo giai đoạn.....	63
Bảng 3.10: Phân tích SWOT của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú.....	64
Bảng 3.11: Các tham số sử dụng dự phòng doanh thu và lợi nhuận biên của DPR.....	66
Bảng 3.12: Dự phóng các tham số cho mô hình định giá.....	69
Bảng 3.13: Dữ liệu lịch sử hệ số nhân thu nhập (P/E).....	69
Bảng 3.14: Dữ liệu so sánh DPR và trung bình ngành	69
Bảng 3.15: Dữ liệu đầu vào áp dụng ước tính giá trị cổ phiếu sử dụng các phương pháp chiếu khấu dòng tiền.....	72
Bảng 3.16: Tính giá trị dòng cổ tức theo giả định từ 2016-2024.....	75
Bảng 3.17: Tính giá trị dòng tiền vốn chủ sở hữu 2016-2024	76
Bảng 3.18: Tính giá trị dòng tiền tự do của công ty 2016-2024	77
Bảng 3.19: Dự phóng các chỉ tiêu giai đoạn 2015-2020.....	78
Bảng 4.1: Tổng hợp giá trị cổ phiếu DPR theo các phương pháp	81

DANH MỤC HÌNH VẼ

Hình 1.1 Chu kỳ nền kinh tế.....	21
Hình 1.2. Chu kỳ sống của ngành kinh doanh	23

DANH MỤC BIỂU ĐỒ

Biểu đồ 3.1: Cơ cấu doanh thu năm 2014, 2015	44
Biểu đồ 3.2: Môi liên hệ giữa tăng trưởng diện tích cao su và tăng trưởng giá cao su thế giới.....	46
Biểu đồ 3.3: Tương quan giữa giá dầu và giá cao su giai đoạn 2006-2016.....	47
Biểu đồ 3.4: Cơ cấu sử dụng cao su tự nhiên.....	48
Biểu đồ 3.5: Tăng trưởng tổng GDP giai đoạn 2010-2015	48
Biểu đồ 3.6: Tương quan giữa tăng trưởng ngành ô tô và tăng trưởng GDP thế giới 1998 – 2014.....	49
Biểu đồ 3.7: Thay đổi tỷ giá USD/VNĐ giai đoạn 2011-2016	50
Biểu đồ 3.8: Chỉ số giá tiêu dùng giai đoạn tháng 1/2010 – tháng 9/2016.....	50
Biểu đồ 3.9: Môi tương quan giữa Doanh thu và Giá bán bình quân của DPR	67
Biểu đồ 3.10: Môi tương quan giữa Biên lợi nhuận ròng và Giá bán bình quân của DPR.....	68

LỜI NÓI ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài nghiên cứu

- *Lý do chọn đề tài*

Với bối cảnh Việt Nam đang trong quá trình hòa nhập với nền kinh tế khu vực và thế giới sau một quá trình đẩy mạnh cải cách luật pháp và tích cực mở cửa nền kinh tế, tuy còn nhiều rủi ro nhưng thị trường chứng khoán Việt Nam đã có những bước phát triển mạnh mẽ, thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài cũng như trong nước.

Thực tế hiện nay các nhà đầu tư chứng khoán đã bắt đầu chú ý đến kết quả kinh doanh cũng như tiềm lực phát triển của công ty tuy nhiên việc đầu tư của các nhà đầu tư cá nhân vẫn chủ yếu theo phong trào, rất ngắn hạn vì thế nhiều nhà đầu tư đã có những quyết định lựa chọn sai lầm do thiếu kiến thức cần thiết.

Với những sự sụt giảm mạnh giá cao su tự nhiên trong giai đoạn 2011-2015 gây nên nhiều ảnh hưởng tiêu cực tới hoạt động sản xuất của các công ty kinh doanh trong ngành cao su tự nhiên đồng thời bắt đầu có hiện tượng phá bỏ cây cao su của nông dân khu vực Đông Nam Á trong thời gian gần đây, vì thế tác giả dự đoán giá cao su sẽ kìm hãm đà giảm và bắt đầu phục hồi khi đó các công ty trong ngành cao su tự nhiên sẽ ở trong vùng đáy của chu kỳ tăng giá và cổ phiếu các công ty thuộc ngành cao su tự nhiên nhiều khả năng đang bị thị trường định giá thấp. Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú là công ty hoạt động lâu năm trong ngành cao su tự nhiên, với hoạt động kinh doanh đồng nhất là một ví dụ phù hợp để các nhà đầu tư cá nhân xác định giá trị nội tại cổ phiếu của công ty.

Với những lý do trên, tôi xin chọn đề tài: **“Phân tích và định giá cổ phiếu DPR của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú”** cho luận văn thạc sĩ của mình.

- *Câu hỏi nghiên cứu*

Để nghiên cứu đề tài **“Phân tích và định giá cổ phiếu DPR của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú”** luận văn lần lượt đi vào giải quyết các câu hỏi sau:

+ Các kỹ thuật phân tích và định giá cổ phiếu phổ thông áp dụng là gì?

- + Vận dụng các lý thuyết này vào phân tích và định giá cổ phiếu DPR như thế nào?
- + Các vấn đề gặp phải khi ứng dụng các phương pháp phân tích và định giá là gì?
- + Cần phải đưa ra những ý kiến gì để tăng hiệu quả việc vận dụng các mô hình định giá cổ phiếu?

2. Mục đích và nhiệm vụ nghiên cứu.

- *Mục đích nghiên cứu*

Trên cơ sở vận dụng các lý thuyết về Phân tích và định giá cổ phiếu để thực hiện việc phân tích và định giá cổ phiếu DPR của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú, đưa ra những kiến nghị đối với các nhà đầu tư và nhà quản lý nhằm góp phần nâng cao hiệu quả đầu tư.

- *Nhiệm vụ nghiên cứu*

- +/ Nghiên cứu, hệ thống hoá cơ sở lý luận về các phương pháp phân tích và định giá cổ phiếu phổ thông.

- +/ Vận dụng vào việc Phân tích và định giá cổ phiếu DPR của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú.

- +/ Đưa ra các kiến nghị, đề xuất hợp lý nhằm nâng cao hiệu quả khi ứng dụng phân tích và định giá cổ phiếu tại Việt Nam.

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

- *Đối tượng nghiên cứu:*

Đối tượng nghiên cứu của đề tài là xác định giá trị thực cổ phiếu DPR của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú.

- *Phạm vi nghiên cứu:*

Trong phạm vi khuôn khổ của nghiên cứu có sự giới hạn về mặt thời gian, không gian và đứng trên góc độ của một nhà đầu tư cá nhân, nên tác giả chỉ tập trung vào nghiên cứu trong phạm vi như sau: Sử dụng các phương pháp định giá phổ biến: DDM, FCFE, FCFE, P/E vào định giá cổ phiếu phổ thông DPR của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú.

4. Phương pháp nghiên cứu

Đề tài được nghiên cứu theo phương pháp thu thập số liệu lịch sử, kết hợp với các phương pháp thống kê, so sánh, phân tích, dùng đồ thị minh họa và dự báo các biến số của mô hình định giá trong tương lai.

Cơ sở dữ liệu: Bài nghiên cứu sử dụng số liệu giao dịch thực tế của cổ phiếu DPR và các nguồn thông tin được công bố công khai của Chính phủ và các website uy tín.

5. Kết cấu luận văn

Ngoài lời mở đầu, kết luận, danh mục viết tắt, danh mục bảng biểu sơ đồ, danh mục tài liệu tham khảo, luận văn được kết cấu thành 4 chương như sau:

Chương 1: Tổng quan tình hình nghiên cứu cơ sở lý luận về phân tích và định giá cổ phiếu.

Chương 2: Phương pháp luận và thiết kế nghiên cứu.

Chương 3: Ứng dụng vào phân tích và định giá cổ phiếu DPR của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú.

Chương 4: Kiến nghị đầu tư và một số bình luận về kết quả nghiên cứu.

CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU VÀ CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ PHÂN TÍCH VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

1.1. Tổng quan tình hình nghiên cứu

Phân tích và định giá cổ phiếu của công ty là vấn đề được nhiều nhà nghiên cứu, nhà quản trị, nhà đầu tư và đối tượng khác quan tâm. Thực tế đã có rất nhiều công trình nghiên cứu về vấn đề này. Có thể kể đến một số công trình nghiên cứu:

Luận văn thạc sĩ quản trị kinh doanh của Vũ Thị Minh Thục (2011) – Đại học Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội về “*Định giá giá trị công ty Cổ phần nhựa Việt Nam*”, luận văn đã hệ thống hóa những vấn đề lý luận cơ bản của việc xác định giá trị công ty, công tác định giá công ty và nghiên cứu một số phương pháp xác định giá trị công ty đang được sử dụng phổ biến trên thế giới qua đó áp dụng định giá giá trị Công ty Cổ phần Nhựa Việt Nam.

Luận văn thạc sĩ tài chính ngân hàng của Trần Thị Thùy Hương (2012) – Đại học Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội về “*Định giá Công ty cổ phần Nhựa Tiên Phong*”, luận văn đã hệ thống hoá những lý luận cơ bản về công tác định giá công ty vận dụng vào định giá công ty tại Công ty Cổ phần Nhựa Thiếu Niên Tiên Phong qua một số phương pháp khác nhau như Luồng tiền tự do (FCFF), Luồng tiền chiết khấu (DCF) và giá trị kinh tế gia tăng (EVA).

Bài đăng trên Tạp chí Công nghệ Ngân hàng số 15 năm 2007 của Thạc sĩ Dương Hùng Sơn với nghiên cứu “*Lựa chọn phương pháp định giá cổ phiếu – Lý thuyết và ứng dụng thực tiễn vào Việt Nam*”. Bài viết đã trình bày các phương pháp định giá cổ phiếu như: Phương pháp tài sản thuần, Phương pháp chiết khấu dòng tiền, Phương pháp sử dụng chỉ số để xác định nhanh giá cổ phiếu, từ đó trình bày cách thức vận dụng cổ phiếu tại Việt Nam trong giai đoạn năm 2007.

Bài đăng trên Tạp chí Khoa học & Công Nghệ số 105 (05) của Trần Thị Ngọc Linh và Vũ Thị Loan – Trường Đại học Kinh tế và Quản trị Kinh doanh – Đại học Thái Nguyên nghiên cứu “*Áp dụng mô hình thu nhập thặng dư để xác định giá trị công ty*”. Bài viết trình bày nghiên cứu về mô hình hiện tại hóa thu nhập thặng dư

(Residual Income Model). Nghiên cứu này cung cấp cách xử lý các thông tin kế toán trong các năm trong quá khứ của công ty để đưa ra các dự báo về các báo cáo tài chính cho các năm tiếp theo. Từ đó, thu nhập thặng dư sẽ được ước tính để xác định giá trị cổ phiếu. Nghiên cứu cũng chỉ ra một số giả thiết và nguyên tắc khi vận dụng mô hình này.

Bài đăng trên Tạp chí Khoa học và Phát triển 2014, tập 12, số 3 của Nguyễn Thị Hoàng Giang và Bùi Thị Hồng Nhung – Trường Đại học Nông nghiệp nghiên cứu “Áp dụng mô hình định giá tương đối với các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh”. Bài viết nghiên cứu phương pháp định giá tương đối với chỉ số P/B và P/E với 307 mã cổ phiếu trên sàn giao dịch Thành phố Hồ Chí Minh năm 2012 từ đó đưa ra kết luận về vận dụng chỉ số tương đối trong việc xây dựng mô hình định giá tương đối, hiệu quả sử dụng chỉ số tương đối khi kết hợp với phân loại ngành và các chỉ số cơ bản như ROE, ROA để cải thiện kết quả đầu tư, ý nghĩa của chỉ số tương đối trong thống kê và dự đoán giá cổ phiếu.

Bài đăng trên Procedia Economics and Finance 36 (2016) của Samaneh Sharafoddin and Elmira Emsia - Department of Accounting, Islamic Azad University Damghan Branch, Damghan, Iran với chủ đề : “The Effect of Stock Valuation on the Company's Management”. Nghiên cứu này thử nghiệm mối quan hệ giữa định giá cổ phiếu và việc quản lý công ty. Về vấn đề này, nghiên cứu sử dụng phương pháp lý luận và thực tế thử nghiệm trên 25 công ty tại Sàn giao dịch chứng khoán Tehran từ năm 2009 tới 2013 với 125 quan sát. Kết quả của nghiên cứu cho rằng thành công của nhà quản lý trong việc định giá cổ phiếu phụ thuộc vào sự hiểu biết đúng về nguồn lực và khuyến nghị nhà quản lý làm tăng giá trị cổ phiếu công ty bằng cách tập trung vào các yếu tố liên quan tới định giá cổ phiếu trong thông tin quản trị của công ty.

Bài đăng trên Procedia Economics and Finance, Volume 30, 2015 của Harshita, Singh, S, Yadav, Surendra S - Department of Management Studies, Indian Institute of Technology Delhi, Vishwakarma Bhawan, Hauz Khas, New Delhi 110016, India nghiên cứu về: “Indian stock market and the asset pricing models”.

Nghiên cứu này thử nghiệm và so sánh hiệu suất của 3 mô hình định giá tài sản: Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM), mô hình 3 nhân tố của Fama và French (1993) và mô hình 5 nhân tố của Fama và French (2015) vào thị trường chứng khoán Ấn Độ. Nghiên cứu dựa trên thông tin của các công ty thuộc CNX 500 với dữ liệu 15 năm (từ 8/1999 – 9/2014). Mô hình thử nghiệm trên danh mục đầu tư hình thành với 4 yếu tố đặc trưng: Vốn hóa thị trường, hệ số giá trị sổ sách và giá trị thị trường, lợi nhuận và đầu tư. Nghiên cứu rút ra kết luận mô hình 3 nhân tố tốt hơn mô hình CAPM trong mọi trường hợp. Đối với danh mục hình thành trên cơ sở đầu tư, mô hình 5 nhân tố tốt hơn các mô hình khác. Tuy nhiên ngoại trừ trong trường hợp danh mục dựa trên đầu tư, mô hình với 4 yếu tố (bỏ qua đầu tư) là mô hình hiệu quả hơn cả.

Tóm lại, Các công trình nghiên cứu về phân tích và định giá cổ phiếu của các tác giả mặc dù đã đưa ra được cách thức, cơ sở và rút ra được các kết luận có ý nghĩa trong ứng dụng đầu tư cổ phiếu. Tuy nhiên một số công trình nghiên cứu dữ liệu không còn tính thời sự và chưa áp dụng với dữ liệu của thị trường chứng khoán Việt Nam, đồng thời với những biến động lớn trong thị trường tài chính thời gian gần đây như sự sụt giảm giá nhanh chóng của giá cao su, giá dầu, sự tăng giá của đồng USD, việc Anh rời khỏi liên minh châu Âu (Brexit),... dẫn đến việc nghiên cứu về phân tích và định giá cổ phiếu trong điều kiện thực tế hiện tại trên góc độ một nhà đầu tư cá nhân là rất cần thiết để đem lại hiệu quả cho việc đầu tư cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

1.2. Cơ sở lý thuyết về phân tích và định giá cổ phiếu công ty

1.2.1. Cổ phiếu và giá trị cổ phiếu

1.2.1.1. Cổ phiếu phổ thông và quyền lợi của cổ đông

Theo Bạch Đức Hiền (2008) cổ phiếu phổ thông là chứng chỉ xác nhận quyền sở hữu của cổ đông đối với công ty và xác nhận cho phép cổ đông được hưởng các quyền lợi thông thường trong công ty.

Người nắm giữ cổ phiếu phổ thông là cổ đông phổ thông và là đồng chủ sở hữu của công ty cổ phần, cổ phiếu phổ thông có những đặc điểm chủ yếu sau:

- Cổ tức của cổ phiếu phổ thông không cố định, phụ thuộc vào mức lợi nhuận sau thuế thu được hàng năm của công ty và chính sách chia lợi tức cổ phần của công ty. Khi công ty thành đạt trong hoạt động kinh doanh, các cổ đông phổ thông sẽ được chia cổ tức và cổ tức cao. Khi công ty thua lỗ trong hoạt động kinh doanh, các cổ đông phổ thông sẽ không có cổ tức hoặc cổ tức thấp. Ngay trong trường hợp công ty hoạt động tốt, lợi nhuận sau thuế thu được cao, cổ tức mà cổ đông phổ thông nhận được vẫn có thể không cao do chính sách chia lợi tức cổ phần của công ty dành tỷ lệ cho tích lũy cao.

- Cổ phiếu của công ty không có thời hạn hoàn trả vì đây không phải là khoản nợ đối với công ty.

Cổ đông phổ thông trong công ty có các quyền chủ yếu sau:

- Quyền tham dự và biểu quyết các vấn đề thuộc thẩm quyền của đại hội đồng cổ đông, quyền được thông tin và kiểm tra các sổ sách và hồ sơ của Công ty thông qua Ban kiểm soát do Đại hội cổ đông bầu ra. Quyền được tham gia quyết định tất cả các vấn đề quan trọng ảnh hưởng đến hoạt động của công ty như sáp nhập, thanh lý hay phát hành thêm cổ phiếu mới.

- Quyền đối với tài sản của công ty: Quyền này được thể hiện trước hết là quyền được nhận phần lợi nhuận của công ty chia cho cổ đông dưới hình thức lợi tức cổ phần hay còn được gọi là cổ tức sau khi được Hội đồng quản trị công bố. Cổ đông phổ thông còn có quyền được chia phần giá trị tài sản còn lại khi thanh lý công ty sau khi công ty đã thanh toán các khoản nợ và thanh toán cho các cổ đông ưu đãi.

- Quyền chuyển nhượng quyền sở hữu cổ phần: người góp vốn vào công ty không được quyền trực tiếp rút vốn ra khỏi công ty, nhưng được quyền chuyển nhượng quyền sở hữu cổ phần dưới hình thức bán lại cổ phiếu hoặc dưới hình thức quà tặng hay để lại cho người thừa kế. Điều này tạo ra tính thanh khoản cho cổ phiếu công ty, đồng thời cũng hấp dẫn người đầu tư.

- Quyền được ưu tiên mua cổ phiếu mới: khi công ty phát hành cổ phiếu mới để tăng vốn, các cổ đông hiện đang nắm giữ cổ phiếu thường có quyền được mua

trước cổ phiếu mới, trước khi đợt phát hành được chào bán ra công chúng, trong một thời gian nhất định. Lượng cổ phiếu mới được phép mua theo quyền này tương ứng với tỷ lệ cổ phiếu đang nắm giữ. Như vậy, quyền này cho phép cổ đông hiện hữu duy trì tỷ lệ sở hữu của mình trong công ty sau khi công ty đã tăng thêm vốn. Mỗi cổ phiếu đang nắm giữ mang lại cho cổ đông một quyền mua trước. Số lượng quyền cần có để mua một cổ phiếu mới, giá mua và thời hạn của quyền mua được quy định cụ thể trong từng đợt phát hành cổ phiếu mới. Cổ phiếu bán theo quyền thường có mức giá thấp hơn so với giá thị trường hiện hành. Nếu cổ đông không muốn thực hiện quyền của mình thì họ có thể bán quyền đó trên thị trường.

Ngoài những quyền chủ yếu nêu trên, cổ đông phổ thông còn có những quyền khác như quyền được yêu cầu triệu tập đại hội cổ đông bất thường... Các quyền cụ thể của cổ đông phổ thông được ghi trong điều lệ của Công ty. Cùng với việc được hưởng các quyền lợi, cổ đông phổ thông cũng phải gánh chịu những rủi ro mà Công ty gặp phải, tương ứng với phần vốn góp và chỉ phải chịu trách nhiệm giới hạn trong phạm vi lượng vốn góp vào Công ty.

1.2.1.2. Các hình thức giá trị của cổ phiếu phổ thông

- Mệnh giá của cổ phiếu phổ thông.

Mệnh giá hay còn gọi là giá trị danh nghĩa là giá trị mà Công ty cổ phần ấn định cho một cổ phiếu và được ghi trên cổ phiếu.

Mệnh giá cổ phiếu phổ thông được sử dụng để ghi sổ sách kế toán của Công ty. Mệnh giá cổ phiếu không có giá trị thực tế đối với người đầu tư khi đã đầu tư nên nó không liên quan đến giá thị trường của cổ phiếu đó, hay nói một cách khác là IPO không tác động đến giá thị trường của cổ phiếu. Mệnh giá cổ phiếu phổ thông chỉ có ý nghĩa quan trọng vào thời điểm Công ty phát hành cổ phiếu phổ thông lần đầu tiên huy động vốn thành lập Công ty. Lúc đó, mệnh giá thể hiện số tiền tối thiểu Công ty phải nhận được trên mỗi cổ phiếu mà Công ty phát hành ra.

Luật pháp một số nước còn cho phép Công ty cổ phần có thể phát hành cổ phiếu phổ thông không có mệnh giá. Ưu điểm của việc phát hành loại cổ phiếu thường này là có thể bán chúng với bất cứ giá nào mà họ tin là có thể bán trên thị

trường. Tuy nhiên, luật pháp ở một số nước cũng cấm các Công ty cổ phần phát hành cổ phiếu phổ thông không có mệnh giá như ở Anh, Hàn Quốc...

- Giá trị sổ sách:

Giá trị sổ sách của cổ phiếu phổ thông là giá trị của cổ phiếu được xác định dựa trên cơ sở số liệu sổ sách kế toán của công ty (chủ yếu dựa vào bảng cân đối kế toán).

Trường hợp công ty chỉ phát hành cổ phiếu phổ thông thì giá trị sổ sách của một cổ phiếu phổ thông được xác định bằng cách lấy vốn chủ sở hữu hoặc tổng giá trị tài sản thuần (phần giá trị chênh lệch giữa giá trị tổng tài sản với tổng số nợ) của công ty chia cho tổng số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành. Trong trường hợp công ty phát hành cả cổ phiếu ưu đãi thì phải lấy tổng giá trị tài sản thuần trừ đi phần giá trị thuộc cổ phiếu ưu đãi rồi mới chia cho số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành. Phần giá trị thuộc cổ phiếu ưu đãi được tính theo mệnh giá hoặc giá mua lại tùy thuộc loại cổ phiếu ưu đãi công ty phát hành và cộng với phần cổ tức công ty còn khất lại chưa trả cho cổ đông ưu đãi trong các kỳ trước đó nếu có.

Xem xét giá trị sổ sách cho phép cổ đông thấy được số giá trị tăng thêm của cổ phiếu phổ thông sau một thời gian Công ty hoạt động so với số vốn góp ban đầu.

-Giá trị thị trường

Giá trị thị trường là giá trị thị trường hiện tại của cổ phiếu phổ thông, được thể hiện trong giao dịch cuối cùng đã được ghi nhận. Giá trị thị trường hay còn được gọi là giá thị trường. Trên thực tế, giá thị trường của cổ phiếu không phải do Công ty ấn định và cũng không do người nào khác quyết định, mà giá thị trường của cổ phiếu được xác định bởi giá thông nhất mà người bán sẵn sàng bán nó và giá cao nhất mà người mua sẵn sàng trả để mua nó. Hay nói một cách khác, giá thị trường của cổ phiếu được xác định bởi quan hệ cung và cầu trên thị trường. Giá trị thị trường cổ phiếu của một Công ty phụ thuộc rất nhiều nhân tố, do vậy nó thường xuyên biến động.

1.2.2. Các mô hình định giá cổ phiếu

Để định giá cổ phiếu có hai phương pháp tiếp cận chính là Kỹ thuật chiết khấu giá trị hiện tại của dòng tiền – giá trị của cổ phiếu được ước tính dựa vào các

dòng tiền liên quan và Kỹ thuật định giá tương đối – giá trị cổ phiếu được ước tính dựa trên mối liên hệ giữa giá hiện tại và các biến số liên quan tới việc xác định giá trị của cổ phiếu, trong phạm vi nghiên cứu của luận văn, tác giả đề cập tới một số các phương pháp tác cụ thể như sau:

- +/ Chiết khấu giá trị hiện tại của dòng cổ tức (DDM)
- +/ Chiết khấu giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (FCFE)
- +/ Chiết khấu giá trị hiện tại của dòng tiền tự do của công ty (FCFF)
- +/ Định giá sử dụng hệ số giá trên thu nhập (P/E)

1.2.2.1. Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức (Discounted Dividend Model- DDM)

Theo Brown và Reilly (2002) phương pháp chiết khấu dòng tiền là lựa chọn rõ ràng cho việc định giá vì nó là cách điển hình của việc xác định giá trị đó là việc xác định giá trị hiện tại của dòng tiền kỳ vọng. Sự khác biệt của các phương pháp chiết khấu dòng tiền là việc lựa chọn sử dụng dòng tiền trong định giá.

a/ Ưu điểm và nhược điểm của phương pháp:

Ưu điểm: Cổ tức là dòng tiền rõ ràng và minh bạch nhất của công ty vì nó là dòng tiền tới trực tiếp cổ đông do đó sẽ phản ánh chính xác lợi ích mà nhà đầu tư nhận được trong tương lai khi đầu tư vào cổ phiếu. Việc đơn giản mô hình chiết khấu dòng cổ tức rất hữu ích khi ứng dụng vào định giá công ty phát triển ổn định khi giả định tốc độ tăng trưởng đều trong dài hạn là phù hợp.

Nhược điểm: Không thể sử dụng được trong trường hợp doanh nghiệp không trả cổ tức, hoặc chính sách trả cổ tức không phản ánh khả năng sinh lời từ của doanh nghiệp trong tương lai (ví dụ: các công ty không trả cổ tức trong giai đoạn tăng trưởng cao hoặc rất hạn chế chi trả cổ tức bởi vì có lợi nhuận cao trong việc sử dụng lợi nhuận giữ lại).

b/ Cách xác định

Phương pháp chiết khấu luồng cổ tức được xây dựng trên quan điểm rằng giá cổ phiếu được xác định bằng giá trị hiện tại của toàn bộ các luồng thu nhập trong tương lai. Giả sử có một cổ phiếu được nắm giữ năm thứ n , cổ tức chi trả từ năm thứ nhất đến năm thứ n lần lượt là D_1, D_2, \dots, D_n . Biết giá cổ phiếu năm thứ n là p_n và

lợi suất yêu cầu của nhà đầu tư là r không đổi, ta có công thức tính giá trị cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu luồng cổ tức như sau:

Công thức chung:

$$\text{Giá cổ phiếu} = PV = PV_1 + PV_2 + \dots + PV_n = \sum_1^n \frac{D_n}{(1+k)^n}$$

$$\text{Với: } PV_i = \frac{D_i}{(1+k)^i}, \text{ } i \text{ chạy từ } 1 - n.$$

k là tỷ suất sinh lời đòi hỏi của vốn chủ sở hữu

Trong trường hợp cổ tức tăng trưởng đều

Với giả định khoản thu nhập này tăng trưởng đều hàng năm với tỉ lệ g , sau khi thực hiện biến đổi toán học ta có công thức:

$$PV = \frac{D_1}{k-g}, \text{ với điều kiện là } k > g \text{ (công thức đúng trong trường hợp công ty}$$

không tăng trưởng $g = 0$).

Trường hợp công ty tăng trưởng trong nhiều giai đoạn

Trên thực tế, không có một công ty nào có một tốc độ tăng trưởng bất biến trong thời gian tồn tại của mình. Trong chu kỳ sống của mình thì mỗi công ty sẽ có mức tăng trưởng khác nhau. Chính vì thế, đây là trường hợp thực tế nhất, thông thường xảy ra trường hợp mức tăng trưởng cổ tức tăng trưởng không đều trong một số năm, trước khi có thể đạt đến giai đoạn ổn định.

Để xác định được giá cổ phiếu, trước hết, chúng ta phải chia quá trình phát triển của công ty thành các giai đoạn phát triển khác nhau, chủ yếu là hai giai đoạn. Giai đoạn thứ nhất là giai đoạn tăng trưởng không ổn định, trong giai đoạn này, nhà đầu tư cần căn cứ vào ước tính về thu nhập và chính sách cổ tức để xác định cổ tức hàng năm. Giai đoạn thứ hai là giai đoạn phát triển lâu dài và giả định đó là giai đoạn có mức tăng trưởng không đổi.

Để tính giá cổ phiếu, ta áp dụng kết hợp công thức của hai trường hợp trên : Giả sử trong n năm đầu giá trị cổ tức được ước đoán là D_1, D_2, \dots, D_n . Từ năm thứ $n+1$ trở đi mức tăng trưởng cổ tức là g cố định.

Khi đó, giá cổ phiếu được tính như sau :

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{\frac{D_{n+1}}{k-g}}{(1+k)^n}$$

1.2.2.2 Phương pháp định giá cổ phiếu dựa vào ước tính giá trị vốn chủ sở hữu của công ty mô hình FCFE

Giá trị vốn chủ sở hữu của công ty được tính bằng cách chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu (dòng tiền còn lại sau khi đã trừ toàn bộ chi phí, thuế, lãi vay và thanh toán lãi gốc). Do dòng tiền được sử dụng liên quan tới vốn chủ sở hữu nên việc sử dụng tỷ lệ chiết khấu theo chi phí vốn chủ sở hữu sẽ phù hợp trong mô hình.

a/ Ưu điểm và nhược điểm của phương pháp

Ưu điểm: Phương pháp này khắc phục được nhược điểm của DDM, tức là có thể áp dụng cho doanh nghiệp không thường xuyên trả cổ tức, hoặc có trả cổ tức nhưng không liên hệ một cách rõ ràng tới lợi nhuận của công ty.

Nhược điểm: Không áp dụng được khi dòng tiền bị âm (ví dụ: khi doanh nghiệp có chi phí lãi vay quá cao), chưa đề cập tới các dòng tiền khác trong công ty và tương đối nhạy cảm với các thay đổi trong biến số.

b/ Cách xác định

Công thức chung

$$\begin{aligned} \text{Giá trị VCSH} &= \text{Giá trị hiện tại (PV) của dòng tiền vốn chủ sở hữu} \\ &= \sum_{t=1}^n \frac{\text{Dòng tiền VCSH}_t}{(1+k_e)^t} \end{aligned}$$

Trong đó:

Dòng tiền vốn chủ sở hữu_t = Dòng tiền vốn chủ sở hữu dự kiến vào thời điểm t

k_e = Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu

Tính dòng tiền vốn chủ sở hữu (FCFE):

FCFE là dòng tiền còn lại sau khi chi trả các khoản vay và lãi vay, trang trải các khoản chi vốn và đầu tư các tài sản mới cho sự tăng trưởng trong tương lai. FCFE được tính như sau:

$$\text{FCFE} = \text{Lợi nhuận ròng} + \text{Khấu hao} - \text{Các khoản chi vốn} - \text{Tăng (giảm) vốn lưu động} - \text{Các khoản trả nợ gốc} + \text{Các khoản nợ mới}$$

Các mô hình chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu:

Mô hình FCFE tăng trưởng ổn định:

- Mô hình tăng trưởng không đổi FCFE là mô hình ước tính giá trị vốn chủ sở hữu của các công ty có tỷ lệ tăng trưởng ổn định.

- *Công thức tính:* Theo mô hình tăng trưởng không đổi, giá trị vốn chủ sở hữu của công ty là một hàm số của FCFE dự kiến trong giai đoạn tới với tỷ lệ tăng trưởng ổn định và tỷ suất lợi nhuận mong đợi.

$$V_0 = \frac{FCFE_t}{k_e - g}$$

Trong đó:

- V_0 = Giá trị vốn chủ sở hữu công ty thời điểm hiện tại
- $FCFE_1$ = Dòng tiền vốn chủ sở hữu dự kiến trong năm tới
- k_e = Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của công ty
- g = Tỷ lệ tăng trưởng FCFE mãi mãi

Điều kiện áp dụng: Mô hình này phù hợp nhất đối với các công ty có tỷ lệ tăng trưởng bằng hay thấp hơn tỷ lệ tăng trưởng kinh tế danh nghĩa.

Mô hình FCFE nhiều giai đoạn:

Mô hình FCFE nhiều giai đoạn là mô hình ước tính giá trị vốn chủ sở hữu của công ty được dự kiến tăng trưởng nhanh trong giai đoạn đầu và đạt mức tăng trưởng ổn định ở giai đoạn kế tiếp (2 giai đoạn); hoặc giảm dần xuống mức tăng trưởng ổn định (3 giai đoạn).

Công thức tính:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{V_n}{(1 + k_e)^n}$$

$$\text{Với } V_n = \frac{FCFE_{n+1}}{k_e - g_n}$$

Trong đó:

- V_0 = Giá trị vốn chủ sở hữu của công ty thời điểm hiện tại
- $FCFE_t$ = Dòng tiền vốn chủ sở hữu dự kiến năm t
- k_e = Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của công ty
- V_n = Giá trị vốn chủ sở hữu của công ty cuối năm n
- g_n = Tỷ lệ tăng trưởng (mãi mãi) sau năm n

Mô hình này có cùng các giả thiết về sự tăng trưởng như mô hình chiết khấu cổ tức nhiều giai đoạn nên cũng được áp dụng đối với các công ty có lãi trong vài năm tới và dự kiến có mức tăng trưởng đặc biệt trong suốt thời gian đó và sau đó công ty dự kiến sẽ quay về mức tăng trưởng ổn định.

1.2.2.3. Phương pháp định giá cổ phiếu dựa vào ước tính dòng tiền tự do đối với công ty mô hình FCFF

Giá trị công ty được tính bằng cách chiết khấu dòng tiền dự kiến của công ty (dòng tiền còn lại sau khi trừ thuế và chi phí hoạt động nhưng trước khi thanh toán nợ vay). Bởi vì đề cập tới dòng tiền của mọi nguồn vốn nên tỷ suất chiết khấu thích hợp để sử dụng là chi phí sử dụng vốn bình quân (chi phí sử dụng các nguồn tài trợ của công ty được tính bình quân gia quyền theo tỷ trọng giá trị thị trường của từng yếu tố). Đây là mô hình rất hữu dụng với công ty sử dụng vốn từ nhiều nguồn khác nhau.

a/ Ưu điểm và nhược điểm của phương pháp

Ưu điểm: Mô hình FCFF rất hiệu quả để định giá các công ty có đòn bẩy tài chính cao hay đang thay đổi đòn bẩy tài chính. Việc tính FCFF khó khăn hơn nhiều trong các trường hợp này vì sự biến động của các khoản nợ phải thanh toán, và giá trị vốn chủ sở hữu là một phần nhỏ trong toàn bộ giá trị của công ty, nhạy cảm hơn với các giả thiết về sự tăng trưởng và rủi ro. Vì vậy, mô hình này sẽ cho ra một giá trị ước lượng chính xác nhất khi thực hiện thu tóm bằng vay nợ, trong đó đòn bẩy tài chính của công ty ban đầu khá cao nhưng dự kiến có nhiều thay đổi trong vài năm tới

Nhược điểm: Phương pháp này bị giới hạn trong trường hợp công ty đang trong quá trình tái cơ cấu: do việc bán tài sản, mua thêm tài sản hoặc thay đổi cơ cấu vốn cổ đông và chính sách cổ tức, thay đổi cơ cấu sở hữu hoặc chính sách quản lý chi phí. Mỗi thay đổi trên dẫn đến việc ước tính các dòng tiền dự kiến sẽ khó khăn hơn và tác động đến yếu tố rủi ro của công ty. Do đó, sử dụng số liệu trong quá khứ có thể sẽ phản ánh không đúng giá trị của các công ty này. Để có thể ước tính được giá trị công ty trong trường hợp này thì dòng tiền dự kiến phải phản ánh được tác động của các thay đổi trên trong thời gian sắp tới và tỷ suất chiết khấu phải được điều chỉnh để phản ánh được hoạt động kinh doanh mới và mức rủi ro tài

chính của công ty. Trong trường hợp FCFF dự phóng bị âm phương pháp này không sử dụng được.

b/ Cách xác định

Công thức chung:

$$\text{Giá trị của công ty} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Dòng tiền của công ty}_t}{(1+WACC)^t}$$

Trong đó:

Dòng tiền của công ty_t = Dòng tiền kỳ vọng của công ty tại thời điểm t

WACC = chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền

Dòng tiền tự do của công ty:

Dòng tiền tự do của công ty là tổng dòng tiền của tất cả những người có quyền đối với tài sản của công ty, bao gồm các cổ đông, các trái chủ, và các cổ đông cổ phiếu ưu đãi. Có hai cách tính dòng tiền tự do của công ty (FCFF):

Cách 1: Cộng các dòng tiền của những người có quyền đối với tài sản của công ty:

FCFF = FCFE + Chi phí lãi vay (1-Thuế suất) + Các khoản trả nợ gốc - Các chứng khoán nợ mới + Cổ tức cổ phiếu ưu đãi

Cách 2: Sử dụng thu nhập trước thuế và lãi vay (EBIT) làm cơ sở tính toán:

FCFF = EBIT(1-Thuế suất) + Chi phí khấu hao - Chi vốn - Tăng giảm vốn lưu động.

Hai cách trên sẽ cho ra các giá trị ước lượng dòng tiền như nhau.

Các mô hình ước tính giá trị công ty bằng FCFF:

Giá trị công ty được tính bằng cách chiết khấu FCFF theo WACC. Giống như các mô hình chiết khấu cổ tức hay mô hình FCFE trong việc ước tính giá vốn chủ sở hữu, thì việc sử dụng mô hình FCFF để ước tính giá trị công ty cũng phụ thuộc vào những giả định về sự tăng trưởng trong tương lai.

Công ty tăng trưởng ổn định:

Mô hình FCFF tăng trưởng ổn định là mô hình ước tính giá trị công ty với tỷ lệ tăng trưởng ổn định.

Công thức tính:

Một công ty có FCFF đang tăng trưởng với tỷ lệ tăng trưởng ổn định có thể được ước tính giá trị bằng cách sử dụng mô hình sau:

$$V_0 = \frac{FCFF_1}{WACC-g}$$

Trong đó:

V_0 : giá trị công ty.

$FCFF_1$ = FCFF dự kiến năm tới

WACC = chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền

g = tỷ lệ tăng trưởng FCFF (mãi mãi)

Điều kiện áp dụng:

Tỷ lệ tăng trưởng được sử dụng trong mô hình phải hợp lý so với tỷ lệ tăng trưởng kinh tế danh nghĩa.

Hạn chế:

Giống như tất cả mô hình tăng trưởng ổn định, mô hình này khá nhạy cảm với những giả thiết về tỷ lệ tăng trưởng dự kiến.

Dạng mô hình FCFF tổng quát:

- Công thức tính:

+ Trong đa số các trường hợp, giá trị của công ty có thể được tính bằng hiện giá FCFF dự kiến:

$$\text{Giá trị của công ty} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

Trong đó:

$FCFF_t$ = dòng tiền tự do của công ty năm t

Giá trị công ty được tính bằng cách chiết khấu FCFF theo WACC.

Nếu công ty đạt trạng thái ổn định sau n năm và bắt đầu tăng trưởng với tỷ lệ tăng trưởng ổn định g_n sau đó, giá trị công ty có thể tính như sau:

$$\text{Giá trị công ty} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(1+WACC)^n}$$

1.2.2.4. Định giá sử dụng hệ số giá trên thu nhập (P/E)

Theo Brown và Reilly (2005) khác với các kỹ thuật chiết khấu dòng tiền để ước tính giá trị của cổ phiếu dựa trên ước tính tỷ lệ tăng trưởng và tỷ lệ chiết khấu,

kỹ thuật định giá tương đối hoàn toàn cho rằng có thể xác định giá trị của cổ phiếu bằng việc so sánh nó với những đối tượng tương tự về các chỉ số tương đối so sánh giá cổ phiếu và các biến số ảnh hưởng tới giá trị cổ phiếu ví dụ như thu nhập, dòng tiền, giá trị sổ sách và doanh số bán hàng. Trong giới hạn của luận văn, tác giả đề cập tới chỉ số P/E – chỉ số phổ biến nhất trong định giá.

a/ Ưu điểm và nhược điểm của phương pháp

Ưu điểm: Phương pháp dựa trên khả năng tạo ra thu nhập chính là động cơ chính của bất kỳ một khoản đầu tư nào chính vì thế EPS thu hút sự quan tâm lớn nhất đối với nhà đầu tư. Phương pháp này đơn giản và dễ sử dụng, đòi hỏi ít giả định hơn và nhanh gọn hơn nhiều so với phương pháp chiết khấu. Hơn nữa, phương pháp định giá so sánh phản ánh tình hình của thị trường tốt hơn vì nó đo lường giá trị tương đối chứ không phải giá trị nội tại (thứ thường cần nhiều thời gian hơn để đạt được).

Nhược điểm: Để áp dụng phương pháp cần có các công ty thích hợp để so sánh (tương thích về ngành kinh doanh, quy mô, kỳ vọng và rủi ro) tuy nhiên không phải lúc nào cũng xác định được doanh nghiệp tương đương vì các công ty trong cùng một ngành vẫn có thể rất khác nhau về hoạt động, quy mô cũng như quy trình sản xuất và kinh doanh. Trong thời kỳ nền kinh tế và ngành kinh doanh định giá cổ phiếu quá rẻ hoặc quá đắt sẽ rất khó có cơ sở để xác định đúng giá trị của doanh nghiệp. Phương pháp này ít đề cập tới những yếu tố cơ bản của doanh nghiệp như mức độ rủi ro hoạt động hay tỷ lệ tăng trưởng. Khi EPS âm hoặc bị bóp méo bởi kế toán khiến phương pháp trở nên kém hiệu quả.

b/ Cách xác định

Công thức tính

Ta đã có: $P/E = \text{Thị giá cổ phiếu} / \text{Thu nhập trên mỗi cổ phiếu}$

Như vậy $P_0 = (P/E) \times E_1$

Trong đó : E_1 là thu nhập dự tính trên mỗi cổ phiếu năm sau đó.

Theo phương pháp định giá này, về mặt lý thuyết chúng ta có thể áp dụng một trong các cách sau đây :

Cách thứ nhất: Xác định P/E bằng với P/E của nhóm công ty cùng ngành

Theo cách này chúng ta lấy chỉ số P/E bình quân của toàn ngành hoặc một công ty tương đương với công ty mà chúng ta cần định giá. Công ty lựa chọn để lấy P/E sẽ phải là công ty có cổ phiếu đang được giao dịch rộng rãi có cùng tỷ suất lợi nhuận, có độ rủi ro, và mức tăng trưởng tương tự. Khi đó, chúng ta sẽ xác định giá cổ phiếu bằng cách lấy thu nhập của công ty cần định giá nhân với hệ số P/E bình quân của toàn ngành hoặc hệ số P/E của công ty được lựa chọn.

Cách thứ hai: Xác định hệ số P/E nội tại của chính công ty cần định giá cổ phiếu

Đối với một công ty tăng trưởng đều đặn. Ta đã có cách tính giá trị cổ phiếu theo công thức :

$$P_0 = \frac{D_0 \times (1+g)}{k-g}$$

$$\text{Từ đó ta có : } \frac{P_0}{E_0} = \frac{D_0 \times (1+g)}{(k-g) \times E_0} = \frac{D_0}{E_0} \times \frac{1+g}{k-g}$$

$$\text{P/E được xác định như sau : } P/E = \text{Tỷ lệ chi trả cổ tức} \times \frac{1+g}{k-g}$$

Giá cổ phiếu được xác định bằng cách lấy hệ số P/E của công ty nhân với thu nhập của công ty. Chú ý rằng, một sự thay đổi nhỏ đối với k hoặc g hay cả hai sẽ có tác động rất lớn đối với giá trị P/E tính theo công thức trên

Tuy nhiên, trên thực tế khi tiến hành đánh giá cổ phiếu của công, việc lựa chọn hệ số P/E cụ thể không đơn thuần như hai phương pháp vừa trình bày trên đây, mà còn phải căn cứ vào xu hướng phát triển của toàn ngành và của từng công ty cụ thể. Vì thế, người ta có thể sử dụng kết hợp cả hai phương pháp để xác định giá trị cổ phiếu của công ty.

Sau khi ước tính P/E. Chúng ta ước tính E_1 – dựa vào E_0 và tỷ lệ tăng trưởng thu nhập và từ đó có thể ước tính được giá của cổ phiếu.

1.2.3. Các phương pháp phân tích

Để vận dụng các mô hình định giá cổ phiếu và tìm được giá trị nội tại chính xác của cổ phiếu điều quan trọng là phải xác định được dòng tiền trong tương lai phụ thuộc vào tốc độ và quy mô tăng trưởng của dòng tiền và cũng như cần phải tìm ra được tỷ lệ chiết khấu thích hợp phụ thuộc vào việc xác định rủi ro trong tương lai.

Để có căn cứ xác định các tham số của mô hình trong phạm vi của luận văn, tác giả sử dụng phương pháp phân tích với ba bước cụ thể như sau:

- Phân tích vĩ mô nền kinh tế:
- Phân tích ngành kinh doanh
- Phân tích công ty

1.2.3.1. Phân tích vĩ mô nền kinh tế

a, Các chính sách và yếu tố vĩ mô của nền kinh tế

Chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa được ban hành của mỗi chính phủ sẽ tác động lên tổng thể nền kinh tế của quốc gia từ đó ảnh hưởng tới mọi ngành kinh doanh và công ty trong nền kinh tế đó.

Chính sách tài khóa nới lỏng ví dụ như giảm thuế sẽ kích thích tiêu dùng, ngược lại khi tăng thuế thu nhập hoặc tăng thuế vào các mặt hàng tiêu dung, nguyên nhiên vật liệu có thể hạn chế chi tiêu. Việc tăng hay giảm chi tiêu chính phủ vào quốc phòng, trợ cấp thất nghiệp hay việc đầu tư xây đường cao tốc sẽ ảnh hưởng tới tổng thể nền kinh tế. Mọi chính sách ảnh hưởng tới môi trường kinh doanh của công ty đều trực tiếp từ việc chi tiêu của chính phủ và tác động này rất mạnh và lan tỏa trong nền kinh tế.

Chính sách tiền tệ tạo ra các thay đổi trong nền kinh tế tương tự chính sách tài khóa. Chính sách tiền tệ thắt chặt làm giảm tỷ lệ tăng của cung tiền từ đó giảm cung của quỹ dành cho vốn lưu động và sự tăng trưởng của tất cả các công ty. Một chính sách tiền tệ thắt chặt sử dụng công cụ làm tăng lãi suất từ đó tăng lãi suất thị trường điều này làm việc sử dụng nguồn tài chính từ việc vay thế chấp trở nên đắt đỏ hơn và gia tăng chi phí cho công ty. Chính sách tiền tệ tác động tới tất cả các thành phần trong nền kinh tế và mối quan hệ kinh tế giữa các quốc gia.

Với mọi phân tích về nền kinh tế luôn yêu cầu sự cân nhắc về lạm phát vì lạm phát ảnh hưởng tới hành vi của công ty và người tiêu dung. Với những thay đổi ngoài dự tính về lạm phát sẽ gây khó khăn cho công ty trong việc lên kế hoạch gây cản trở việc tăng trưởng và đổi mới. Ngoài việc ảnh hưởng tới thị trường nội địa, sự

khác nhau về tỷ lệ lạm phát và lãi suất ảnh hưởng tới cán cân thương mại giữa các quốc gia và tỷ giá hối đoái.

Ngoài ra các tác động bởi các sự kiện như chiến tranh, chuyển biến chính trị từ các quốc gia khác, tác động của tài chính quốc tế làm thay đổi các yếu tố trong môi trường kinh doanh từ đó làm các kỳ vọng về doanh số và thu nhập trở nên thiếu chắc chắn tăng tỷ lệ rủi ro của nhà đầu tư.

Vì thế khi xem xét định giá cổ phiếu ta xác định được các yếu tố vĩ mô, chiều hướng và mức ảnh hưởng của chúng đến ngành kinh doanh cũng như tới công ty cần định giá.

b, Xu hướng nền kinh tế

Xu hướng nền kinh tế ảnh hưởng tới ngành kinh doanh vì thế để xác định được hợp lý các yếu tố liên quan tới rủi ro và tiềm năng tăng trưởng, chúng ta cần dự báo tầm ảnh hưởng khác nhau của nền kinh tế tới các ngành từ đó điều chỉnh phù hợp với các ước tính của mình.

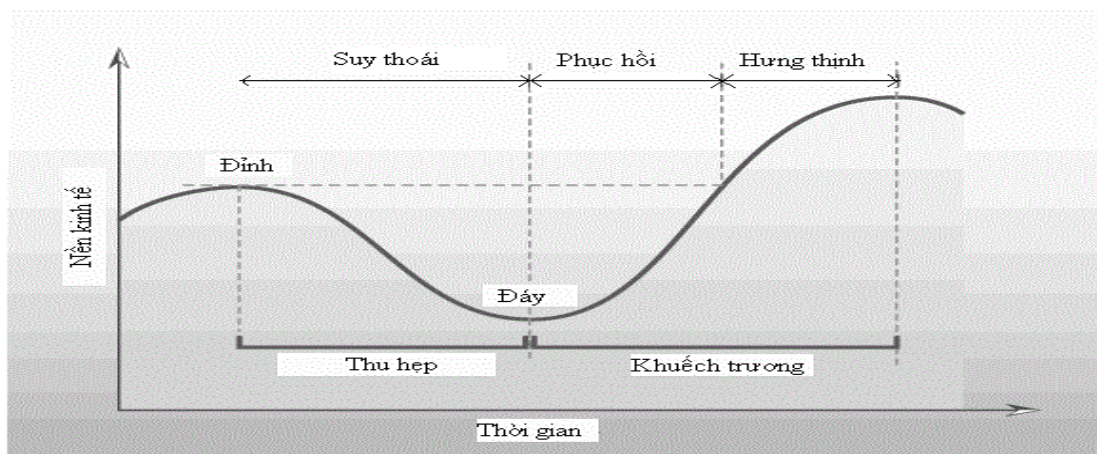
Xu thế kinh tế có 2 dạng thay đổi chính là: Thay đổi trong chu kỳ nền kinh tế và Thay đổi trong cấu trúc ngành.

- Chu kỳ kinh tế, còn gọi là chu kỳ kinh doanh, là sự biến động của GDP thực tế theo trình tự ba pha lần lượt là suy thoái, phục hồi và hưng thịnh (bùng nổ). Cũng có quan điểm coi pha phục hồi là thứ yếu nên chu kỳ kinh doanh chỉ gồm hai pha chính là suy thoái và hưng thịnh (hay mở rộng). Suy thoái là pha trong đó GDP thực tế giảm đi, phục hồi là pha trong đó GDP thực tế tăng trở lại bằng mức ngay trước suy thoái. Điểm ngoặt giữa hai pha này là đáy của chu kỳ kinh tế.

Khi GDP thực tế tiếp tục tăng và bắt đầu lớn hơn mức ngay trước lúc suy thoái, nền kinh tế đang ở pha hưng thịnh (hay còn gọi là pha bùng nổ). Kết thúc pha hưng thịnh lại bắt đầu pha suy thoái mới. Điểm ngoặt từ pha hưng thịnh sang pha suy thoái mới gọi là đỉnh của chu kỳ kinh tế.

Do đặc trưng của nền kinh tế tại từng thời điểm trên chu kỳ nền kinh tế là khác nhau nên các ngành kinh doanh tại các thời điểm khác nhau sẽ được hưởng lợi thế hay bị tác động tiêu cực. Các yếu tố ảnh hưởng chủ yếu là kỳ vọng nhà đầu tư,

thu nhập và niềm tin người tiêu dùng, nhu cầu hiện đại hóa, trang bị máy móc của công ty, lạm phát, lãi suất ngân hàng, thị trường,.... Vì thế để phù hợp với các ước tính của mình, nhà đầu tư cần phải xác định và điều chỉnh các biến số một cách hợp lý với bước tiếp theo trong chu kỳ nền kinh tế.



Hình 1.1 Chu kỳ nền kinh tế

(Nguồn: Wikipedia.org)

- Thay đổi cấu trúc nền kinh tế: là sự thay đổi về chức năng của nền kinh tế từ đó dẫn tới gia tăng vốn và sức lao động tại một số ngành và giảm đi tại một số ngành khác. Việc thay đổi này do một số nguyên nhân chính là: Cơ cấu dân số (độ tuổi, địa lý, dân tộc, phân bổ thu nhập), Lối sống cư dân (xu hướng, một mua sắm, xu hướng di dân, hôn nhân, giáo dục), Thay đổi công nghệ, Quy định và chính sách. Những thay đổi này sẽ ảnh hưởng tới dòng tiền và rủi ro trong từng ngành với mức độ khác nhau vì thế khi định giá cổ phiếu cần đánh giá tác động của các xu thế này tới ngành kinh doanh và công ty.

1.2.3.2. Phân tích ngành kinh doanh

a, Phân tích chu kỳ sống ngành

Chu kỳ sống của ngành được biểu diễn qua mô hình gồm 05 giai đoạn như sau:

- Giai đoạn phát triển tiên phong (Pioneering Development): Trong suốt quá trình khởi đầu này ngành có doanh thu tăng trưởng khiêm tốn và có lợi nhuận biên

và lợi nhuận rất nhỏ hoặc là âm. Thị trường cho sản phẩm và dịch vụ của ngành nhỏ và công ty phải chịu chi phí phát triển ngành.

- Giai đoạn tăng tốc phát triển nhanh (Rapid Accelerating Growth) : Trong suốt giai đoạn này thị trường cho sản phẩm dịch vụ và nhu cầu sử dụng trở nên đáng kể. Sự giới hạn bởi các công ty trong ngành khiến nhu cầu tăng cao, lợi nhuận biên trong giai đoạn này sẽ rất cao. Ngành kinh doanh tăng cung và doanh thu để giải quyết nhu cầu. Doanh số tăng trưởng nhanh và lợi nhuận biên cao làm các công ty trở nên hiệu quả và lợi nhuận của công ty bùng nổ. Trong quá trình này lợi nhuận có thể tăng trưởng hơn 100%/năm là kết quả của thu nhập cơ sở thấp và tốc độ phát triển nhanh của doanh số và lợi nhuận biên.

- Giai đoạn phát triển hoàn thiện (Mature Growth): Thành công trong giai đoạn 2 làm thỏa mãn được nhu cầu về hàng hóa và dịch vụ của ngành. Do đó, doanh số tương lai tăng trưởng có thể trên mức bình thường nhưng không thể duy trì lâu dài. Lợi nhuận biên cao thu hút các đối thủ cạnh tranh gia nhập ngành từ đó làm tăng cung và giảm giá điều này làm mức lợi nhuận biên trở về mức bình thường.

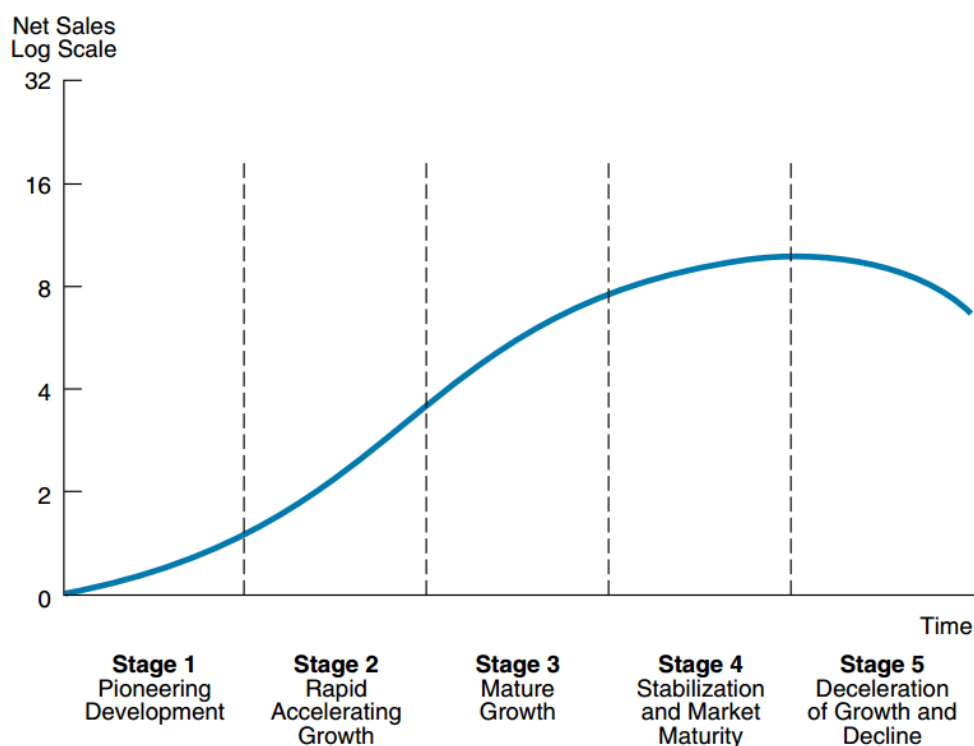
- Giai đoạn Ổn định và hoàn thiện thị trường (Stabilization and Market Maturity): Đây là giai đoạn kéo dài nhất tỷ lệ tăng trưởng ngành về với mức tăng trưởng của nền kinh tế. Nhà đầu tư có thể ước tính tăng trưởng dễ dàng vì doanh thu có liên quan cao với chuỗi kinh tế . Mặc dù doanh số biến động cùng với nền kinh tế nhưng lợi nhuận trong ngành biến động do cạnh tranh của các công ty trong ngành.

- Giai đoạn Suy giảm tăng trưởng và suy thoái (Deceleration of Growth and Decline): Trong giai đoạn này, doanh số tăng trưởng của ngành giảm do giảm nhu cầu hoặc sự phát triển của hàng hóa thay thế . Lợi nhuận biên tiếp tục bị thu hẹp có công ty giảm lợi nhuận hoặc thậm chí bị lỗ. Công ty giữ được lợi nhuận cho thấy mức lãi rất thấp của vốn. Cuối cùng nhà đầu tư bắt đầu tìm phương án sử dụng vốn thay thế làm co hẹp vốn của ngành kinh doanh.

Việc xác định giai đoạn của ngành kinh doanh là yếu tố quan trọng để xác định tăng trưởng doanh số tiềm năng của ngành. So sánh tăng trưởng doanh số và

thu nhập của ngành với nền kinh tế giúp xác định vị trí của ngành trong chu kỳ sống của ngành.

LIFE CYCLE FOR AN INDUSTRY



Hình 1.2. Chu kỳ sống của ngành kinh doanh

(Nguồn: *Investment Analysis and Portfolio Management, 7th Edition - Reilly & Brown và Reilly (2002) Page 496*)

b, Phân tích môi trường cạnh tranh ngành

Môi trường ngành (môi trường tác nghiệp) là môi trường phức tạp nhất và cũng ảnh hưởng nhiều nhất đến cạnh tranh. Sự thay đổi có thể diễn ra thường xuyên và khó dự báo chính xác được, khác với môi trường vĩ mô, môi trường ngành không được tổng hợp từ những quy định, quy luật mà nó đậm tính thời điểm nhất định.

Porter (1985) đã đưa ra khái niệm cạnh tranh mở rộng, theo đó cạnh tranh trong một ngành phụ thuộc vào 5 lực lượng: Các đối thủ tiềm năng, sản phẩm thay thế, người cung ứng, khách hàng và những đối thủ cạnh tranh hiện tại trong ngành.

Bốn lực lượng đầu được xem như là các lực lượng bên ngoài và cuộc cạnh tranh giữa các đối thủ cạnh tranh trong một ngành được xem là cạnh tranh quyết liệt nhất.

Năm lực lượng cạnh tranh này kết hợp với nhau xác định cường độ cạnh tranh và mức lợi nhuận ngành. Lực lượng nào mạnh nhất sẽ thống trị và trở thành trọng yếu theo quan điểm xây dựng chiến lược.

- Các đối thủ tiềm năng

Việc gia nhập thị trường của các công ty mới trực tiếp làm giảm tính chất quy mô cạnh tranh do tăng năng lực sản xuất và khối lượng sản xuất trong ngành. Sự xuất hiện của các đối thủ mới có khả năng gây ra những cú sốc mạnh cho các công ty hiện tại vì thông thường những người đi sau thường có nhiều căn cứ cho việc ra quyết định và những chiêu bài của họ thường có tính bất ngờ.

Đối thủ tiềm năng là những người mà ý tưởng “nhảy vào cuộc” của họ được hình thành trong quá trình theo dõi, chứng kiến, phân tích và đi đến những nhận định cuộc cạnh tranh hiện đại. Tính không hiện diện như là một bức bình phong che chắn cho hướng suy tính và hành động của đối thủ tiềm năng.

Để chống lại các đối thủ cạnh tranh tiềm ẩn, các công ty thường thực hiện các chiến lược phân biệt sản phẩm, nâng cao chất lượng, bổ sung thêm những đặc điểm mới của sản phẩm, không ngừng cải tiến, hoàn thiện sản phẩm nhằm làm cho sản phẩm của mình có những đặc điểm khác biệt hoặc nổi trội trên thị trường, hoặc phân đấu giảm chi phí sản xuất, tiêu thụ.

- Sức ép của người cung ứng

Với vai trò là người cung cấp các yếu tố đầu vào của quá trình sản xuất, quyền lực của nhà cung ứng được thể hiện thông qua sức ép về giá nguyên vật liệu. Một số những đặc điểm sau của nhà cung ứng có ảnh hưởng rất lớn đến cuộc cạnh tranh trong ngành:.

+/ Số lượng người cung ứng: Thể hiện mức cung nguyên vật liệu và mức độ lựa chọn nhà cung ứng của các công ty cao hay thấp. Nhiều nhà cung ứng tạo ra sự cạnh tranh trên thị trường nguyên vật liệu, nó có tác dụng làm giảm chi phí đầu vào cho các nhà sản xuất.

+/ Tính độc quyền của nhà cung ứng: Tạo ra cho họ những điều kiện để ép giá các nhà sản xuất, gây ra những khó khăn trong việc cạnh tranh bằng giá cả.

+/ Mỗi liên hệ giữa các nhà cung ứng và nhà sản xuất: Khi mà cung ứng đồng thời là một đơn vị sản xuất kinh doanh trong cùng một tổ chức với nhà sản xuất thì tính liên kết nội bộ được phát huy tạo cho các nhà sản xuất có điều kiện thực hiện cạnh tranh bằng giá.

Để giảm bớt các ảnh hưởng xấu từ phía các nhà cung ứng, các công ty cần phải có mối quan hệ tốt với họ, hoặc mua của nhiều người trong đó chọn ra người cung cấp chính đồng thời tích cực nghiên cứu tìm nguyên vật liệu thay thế, dự trữ nguyên vật liệu hợp lý.

- Sức ép của người mua

Người mua tranh đua với ngành bằng cách bắt ép giá giảm xuống, mặc cả để có chất lượng tốt hơn và được phục vụ nhiều hơn đồng thời còn làm cho các đối thủ chống lại nhau. Tất cả đều làm tổn hao mức lợi nhuận của ngành nói chung và của công ty nói riêng. Quyền lực của mỗi nhóm khách hàng của công ty phụ thuộc vào một loạt các đặc điểm về tình hình thị trường của nhóm và tầm quan trọng của các hàng hoá mà khách hàng mua của công ty. Nhóm khách hàng là có ảnh hưởng mạnh nếu có các điều kiện sau:

+/ Nhóm tập trung hoặc mua với khối lượng hàng hoá lớn so với lượng bán ra của người bán.

+/ Những hàng hoá mà nhóm mua của ngành chiếm một tỷ lệ đáng kể quan trọng trong các chi phí hoặc trong số hàng hoá phải mua của nhóm.

+/ Khách hàng sẽ có xu hướng chi tiêu hợp lý các nguồn lực dùng để mua hàng của mình, đặc biệt về lý do giá cả mà sẽ mua một cách có chọn lựa.

+/ Những sản phẩm mà nhóm mua của công ty là theo đúng tiêu chuẩn phổ biến và không có gì khác biệt. Người mua chắc chắn có thể tìm được nhà cung cấp khác và sẽ có khả năng đẩy công ty này chống lại công ty khác.

+/ Nhóm chỉ kiếm được mức lợi nhuận thấp: Lợi nhuận thúc đẩy hạ thấp chi phí mua hàng. Còn đối với nhóm khách hàng có lợi nhuận cao nhìn chung ít để ý

đến giá cả hơn (tất nhiên trong điều kiện hàng hoá đó không chiếm tỷ trọng lớn trong tổng chi phí)

- Sự xuất hiện của các sản phẩm thay thế

Sự ra đời của các sản phẩm thay thế là một tất yếu nhằm đáp ứng sự biến động của nhu cầu thị trường theo hướng ngày càng đa dạng hơn, phong phú và cao cấp hơn và chính đó lại làm giảm khả năng cạnh tranh của các sản phẩm thay thế.

Các sản phẩm được thay thế đáng quan tâm nhất là: Những sản phẩm thuộc về xu thế cải thiện việc đánh đổi tình hình giá cả của chung lấy của ngành và hai là do ngành có lợi nhuận cao. Trong trường hợp sau, các sản phẩm thay thế sẽ ồ ạt nhảy vào cuộc nếu sự phát triển trong bản thân ngành do làm tăng cường độ cạnh tranh trong nội bộ ngành và đòi hỏi giảm giá hoặc cải thiện tình hình hoạt động.

Sản phẩm thay thế thường có sức cạnh tranh cao hơn do được sản xuất trên những dây chuyền sản xuất tiên tiến hơn. Mặc dù phải chịu sự chống trả của các sản phẩm bị thay thế nhưng các sản phẩm thay thế có nhiều ưu thế hơn, do đó sẽ dần dần thu hẹp thị trường của các sản phẩm bị thay thế (đặc biệt là các sản phẩm mà nhu cầu thị trường xã hội bị chặn). Sản phẩm thay thế phát triển sẽ làm giảm khả năng cạnh tranh của sản phẩm bị thay thế. Cách khắc phục của công ty này là hướng tới sản phẩm mới hay các khách hàng tìm kiếm độ thoả dụng mới.

- Sức ép của các đối thủ cạnh tranh hiện tại trong ngành

Cạnh tranh giữa các công ty hiện có trong ngành là một trong những yếu tố phản ánh bản chất của môi trường này. Sự có mặt của các đối thủ cạnh tranh chính trên thị trường và tình hình hoạt động của chúng là lực lượng tác động trực tiếp mạnh mẽ, tức thì tới quá trình hoạt động của các công ty. Trong một ngành bao giờ cũng gồm nhiều công ty khác nhau, nhưng thường trong đó chỉ có một số đóng vai trò chủ chốt như những đối thủ cạnh tranh chính có khả năng chi phối không chế thị trường.

Các ngành mà có một hoặc một vài công ty thống lĩnh thị trường thì cường độ cạnh tranh ít hơn bởi công ty thống lĩnh đóng vai trò chỉ đạo giá. Trong trường hợp này nếu công ty không phải là người thống lĩnh thì khả năng cạnh tranh rất kém cỏi. Nhưng nếu ngành mà chỉ bao gồm một số công ty và các công ty này lại có quy

mô, thế lực tương đương nhau thì cường độ cạnh tranh sẽ cao để giành vị trí thống lĩnh. Khi đó khả năng cạnh tranh của công ty hoặc là cao hơn (khi nó có lợi thế về giá cả, chất lượng sản phẩm), hoặc là sẽ thấp đi (khi đối thủ có nhiều lợi thế hơn hẳn). Cạnh tranh cũng sẽ trở nên căng thẳng trong các ngành có một số lượng lớn các công ty, vì khi đó một số công ty có thể tăng cường cạnh tranh mà các công ty khác không nhận thấy được ngay. Do vậy, nhiệm vụ của mỗi công ty là tìm kiếm thông tin, phân tích đánh giá chính xác khả năng của những đối thủ cạnh tranh đặc biệt là những đối thủ chính để xây dựng cho mình chiến lược cạnh tranh thích hợp với môi trường chung.

Ngoài ra các rào cản rút lui: Giống như các rào cản gia nhập ngành, rào cản rút lui là các yếu tố khiến cho việc rút lui khỏi ngành của công ty trở nên khó khăn : Rào cản về công nghệ, vốn đầu tư, Ràng buộc với người lao động, Ràng buộc với chính phủ, các tổ chức liên quan, Các ràng buộc chiến lược, kế hoạch. Cũng góp phần trong cạnh tranh cùng đối thủ trong ngành.

Nhà đầu tư cần phân tích các lực lượng cạnh tranh để xác định mức độ cạnh tranh trong ngành từ đó có nhận định hợp lý về ảnh hưởng của cạnh tranh tới khả năng sinh lời trong dài hạn. Việc phân tích này cần cập nhật thường xuyên vì các yếu tố cạnh tranh có thể và sẽ thay đổi theo thời gian.

1.2.3.3. Phân tích công ty

a. Phân tích báo cáo tài chính công ty

Báo cáo tài chính là báo cáo về tài sản, nợ và vốn chủ sở hữu của công ty trong thời điểm xác định (trong quá khứ), về doanh thu, chi phí và dòng tiền trong một khoảng thời gian (trong quá khứ). Việc phân tích báo cáo tài chính cho phép nhà đầu tư thu được thông tin về tình hình hoạt động, chiến lược và cấu trúc tài chính của công ty. Việc phân tích còn giúp nhà đầu tư xác định ảnh hưởng của các sự kiện trong tương lai tới dòng tiền của công ty.

Trong phân tích báo cáo tài chính, việc phân tích tỷ số tài chính rất hữu dụng bởi vì tỷ số tài chính mang thông tin hữu dụng hơn thông tin cơ bản trên báo cáo tài chính và quan trọng hơn việc sử dụng tỷ số tài chính giúp cho việc so sánh tương quan tình hình

công ty với tổng quan nền kinh tế, ngành kinh doanh, đối thủ cạnh tranh trong ngành và với thông tin của công ty trong quá khứ trở nên khả thi và dễ dàng.

Việc tính toán các chỉ số tài chính phục vụ cho việc đầu tư được chia thành 05 nội dung chính:

- Tỷ số trên báo cáo cơ bản: Là tính ra tỷ lệ của các chỉ tiêu trên bảng cân đối, báo cáo kết quả kinh doanh của công ty sử dụng tỷ số này hữu dụng trong việc so sánh nhanh 2 công ty khác quy mô và đánh giá xu thế thay đổi cấu trúc tài sản, nguồn vốn, chi phí,.. của 1 công ty qua thời gian.

- Đánh giá khả năng thanh khoản nội bộ: Các chỉ số này chỉ ra khả năng xử lý các nghĩa vụ tài chính trong tương lai ngắn hạn. Các chỉ số nhằm so sánh các nghĩa vụ nợ ngắn hạn với tài sản lưu động và dòng tiền khả dụng để thanh toán nghĩa vụ nợ. Một số chỉ tiêu thường dùng: Khả năng thanh toán ngắn hạn, Khả năng thanh toán nhanh, Khả năng thanh toán tức thời, Vòng quay Phải thu, Vòng quay hàng tồn kho, Vòng quay phải trả, Chu kỳ ngân quỹ,...

- Đánh giá tình hình hoạt động: Các chỉ số chỉ ra việc quản lý hoạt động của công ty diễn ra với hiệu quả như thế nào gồm 2 loại chỉ số

+ Hiệu quả hoạt động: Vòng quay tổng tài sản, Vòng quay Tài sản cố định, Vòng quay Vốn chủ sở hữu

+ Khả năng sinh lời của hoạt động: Biên lãi gộp, Biên lợi nhuận hoạt động, Biên lãi ròng, Tỷ lệ trên báo cáo thu nhập, Lợi nhuận trên tổng vốn, Lợi nhuận trên vốn chủ

- Phân tích rủi ro: Việc phân tích rủi ro đánh giá sự không chắc chắn của dòng thu nhập cho toàn công ty hoặc các thành phần cấu tạo nên tổng vốn. Rủi ro của công ty do 2 rủi ro nội tại cấu thành là rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính và rủi ro thanh khoản từ ngoài công ty

+/ Rủi ro kinh doanh: Sử dụng chỉ số về biến động doanh số và đòn bẩy hoạt động để đánh giá

+/ Rủi ro tài chính: Sử dụng chỉ số về cơ cấu nợ, Chỉ số dòng thu nhập, Chỉ số dòng tiền

+/ Rủi ro thanh khoản bên ngoài: Xác định thanh khoản thị trường doanh cho cổ phiếu.

- Phân tích tiềm năng tăng trưởng của công ty: đánh giá chỉ số thuộc loại này để chỉ ra công ty tăng trưởng nhanh như thế nào, sử dụng hệ số tăng trưởng và phân tích DuPont để đánh giá khả năng tăng trưởng dựa vào 1 vài chỉ tiêu ví dụ: Lợi nhuận biên, Vòng quay tổng tài sản, Đòn bẩy tài chính.

Việc phân tích báo cáo tài chính được ứng dụng nhiều trong lĩnh vực đầu tư, tuy nhiên trong phạm vi nghiên cứu của luận văn để phục vụ cho việc xác định giá trị nội tại của cổ phiếu, tác giả chỉ đề cập tới việc ứng dụng của phân tích báo cáo tài chính vào các mô hình định giá cổ phiếu.

Như các phần trình bày ở trên việc xác định giá trị của cổ phiếu dựa vào mô hình chiết khấu dòng tiền và hệ số tương đối của cổ phiếu và các mô hình ảnh hưởng bởi tăng trưởng kỳ vọng của thu nhập, dòng tiền hoặc cổ tức và tỷ lệ chiết khấu việc sử dụng các chỉ số tài chính rất hữu dụng trong việc ước tính các yếu tố đầu vào của mô hình định giá. Tuy nhiên khi sử dụng các chỉ số tài chính ta cần phải chú ý liệu phương pháp kế toán của công ty có phù hợp, ngành nghề kinh doanh của công ty có đơn nhất hay cần phải xác định chỉ số ngành kết hợp để so sánh, kết hợp xem xét nhiều chỉ số để có nhận xét về bản chất của sự thay đổi trong kết quả công ty và liệu chỉ số công ty thể hiện có phù hợp với ngành kinh doanh.

b, Phân tích SWOT

SWOT viết tắt của Strengths (điểm mạnh), Weaknesses (điểm yếu), Opportunities (cơ hội) và Threats (nguy cơ) - là một mô hình nổi tiếng trong phân tích kinh doanh của công ty.

Phân tích SWOT liên quan đến việc chỉ ra các điểm mạnh, điểm yếu, cơ hội và nguy cơ thách thức của 1 công ty. Việc này giúp đánh giá chiến lược của công ty để khai thác các lợi thế hay để phòng ngừa các yếu điểm. Điểm mạnh và điểm yếu phụ thuộc và nội bộ của công ty. Cơ hội và thách thức phụ thuộc và các yếu tố bên ngoài mà công ty phải đối mặt như đối thủ cạnh tranh, các khám phá và phát triển công nghệ mới, chính sách mới, xu thế nền kinh tế nội địa và thế giới.

Công ty xác định các cơ hội và nguy cơ thông qua phân tích dữ liệu về thay đổi trong các môi trường: kinh tế, tài chính, chính trị, pháp lý, xã hội và cạnh tranh ở các thị trường nơi công ty đang hoạt động hoặc dự định thâm nhập. Các cơ hội có thể bao gồm tiềm năng phát triển thị trường, khoảng trống thị trường, gần nguồn nguyên liệu hay nguồn nhân công rẻ và có tay nghề phù hợp. Các nguy cơ đối với công ty có thể là thị trường bị thu hẹp, cạnh tranh ngày càng khốc liệt, những thay đổi về chính sách có thể xảy ra, bất ổn về chính trị ở các thị trường chủ chốt hay sự phát triển công nghệ mới làm cho các phương tiện và dây chuyền sản xuất của công ty có nguy cơ ử nên lạc hậu.

Với việc phân tích môi trường nội bộ của công ty, các mặt mạnh về tổ chức công ty có thể là các kỹ năng, nguồn lực và những lợi thế mà công ty có được trước các đối thủ cạnh tranh (năng lực chủ chốt của công ty) như có nhiều nhà quản trị tài năng, có công nghệ vượt trội, thương hiệu nổi tiếng, có sẵn tiền mặt, công ty có hình ảnh tốt trong mắt công chúng hay chiếm thị phần lớn trong các thị trường chủ chốt. Những mặt yếu của công ty thể hiện ở những thiếu sót hoặc nhược điểm và kỹ năng, nguồn lực hay các yếu tố hạn chế năng lực cạnh tranh của các công ty. Đó có thể là mạng lưới phân phối kém hiệu quả, quan hệ lao động không tốt, thiếu các nhà quản trị có kinh nghiệm quốc tế hay sản phẩm lạc hậu so với các đối thủ cạnh tranh...

Kết quả của quá trình phân tích SWOT phải đảm bảo được tính cụ thể, chính xác, thực tế và khả thi vì công ty sẽ sử dụng kết quả đó để thực hiện những bước tiếp theo như: hình thành chiến lược, mục tiêu chiến lược chiến thuật và cơ chế kiểm soát chiến lược cụ thể. Chiến lược hiệu quả là những chiến lược tận dụng được các cơ hội bên ngoài và sức mạnh bên trong cũng như vô hiệu hóa được những nguy cơ bên ngoài và hạn chế hoặc vượt qua được những yếu kém của bản thân công ty.

Tóm tắt chương 1

Trong chương 1, tác giả đã đưa khung lý thuyết làm cơ sở thiết kế nghiên cứu ở chương tiếp theo. Chương này gồm có ba nội dung chính là tổng quan tình hình nghiên cứu và cơ sở lý luận về định giá cổ phiếu. Trong phần tổng quan tình hình nghiên cứu, trước tiên tác giả giới thiệu các nghiên cứu trong nước và quốc tế liên quan tới việc xác định giá trị nội tại của cổ phiếu bằng các phương pháp khác nhau. Từ đó tác giả chỉ ra sự không phù hợp khi áp dụng các nghiên cứu đó cho nhà đầu tư cá nhân. Từ đó, tác giả trình bày các khái niệm, mô hình định giá và các phương pháp phân tích để ước tính được các biến số của mô hình một cách hợp lý trên góc độ nhà đầu tư cá nhân làm định hướng để thực hiện các chương tiếp theo.

CHƯƠNG 2: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU VÀ THIẾT KẾ NGHIÊN CỨU

2.1. Quy trình nghiên cứu

Nghiên cứu này được thực hiện theo các bước sau:

Bước 1: *Xác định vấn đề nghiên cứu.* Đây là bước đầu tiên của nghiên cứu xác định những vấn đề cơ bản cần giải đáp từ nghiên cứu. Cụ thể trong nghiên cứu này vấn đề nghiên cứu được xác định là phương pháp phân tích và định giá **giá trị nội tại cổ phiếu DPR của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú.**

Bước 2: *Xem xét các khung lý thuyết liên quan.* Từ vấn đề nghiên cứu tác giả tìm kiếm, xem xét các lý thuyết về các mô hình định giá vận dụng phổ biến trên thế giới như mô hình chiết khấu dòng tiền và mô hình hệ số giá tương đối.

Bước 3: *Thiết kế nghiên cứu.* Nghiên cứu được thực hiện bằng phân tích thông tin và dữ liệu tài chính của công ty, ngành kinh doanh và nền kinh tế. Từ đó ước tính giá trị các dòng tiền và các chỉ số tài chính trong tương lai làm căn cứ xác định giá trị nội tại của cổ phiếu.

Bước 4: *Thu thập dữ liệu.* Trên cơ sở các yêu cầu về dữ liệu phục vụ cho việc phân tích, tác giả tiến hành thu thập dữ liệu thứ cấp trên báo cáo tài chính và báo cáo thường niên của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú, báo cáo tài chính của các công ty thuộc ngành cao su tự nhiên, các báo cáo tài chính của các công ty vốn hóa lớn trên thị trường thuộc các ngành nghề kinh doanh khác nhau để xây dựng chỉ số thị trường phục vụ nghiên cứu của luận văn, thu thập dữ liệu giao dịch lịch sử của cổ phiếu DPR và chỉ số Vnindex cùng kỳ, các báo cáo thống kê vĩ mô kinh tế Việt Nam, các nền kinh tế lớn như Mỹ, Trung Quốc,... , tình hình giá cả cao su thế giới cũng như thông tin của giá dầu....

Bước 5: *Phân tích, xử lý dữ liệu.* Dựa trên những số liệu thu thập được, tác giả tiến hành thống kê, tính toán, lập bảng biểu, so sánh, phân tích các yếu tố ảnh hưởng, ước lượng và dự phóng các yếu tố cần thiết của các mô hình định giá trình bày tại Chương 1 để tiến hành định giá cổ phiếu của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú.

Bước 6: Trình bày kết quả và báo cáo. Sau khi tiến hành phân tích và ước tính xác định giá trị nội tại của cổ phiếu DPR của Công ty Cổ phần Cao su Đồng phú, tác giả sẽ đưa ra những kết luận và để trả lời các vấn đề nghiên cứu đặt ra.

2.2. Khung lý thuyết nghiên cứu

Nghiên cứu về phân tích và định giá cổ phiếu của công ty là vấn đề phức tạp và khó đặc biệt đúng trên góc độ 1 nhà đầu tư cá nhân, bởi vì yếu tố quan trọng để định giá chính xác là cách ước tính, dự phóng các yếu tố ảnh hưởng đến công ty trong tương lai. Những ước tính đó cần các hiểu biết sâu sắc về công ty cũng như các hiểu biết về thị trường vì thế điều này hạn chế những nhà đầu tư cá nhân. Khi đặt trong nền kinh tế thị trường, xu hướng toàn cầu hóa, sự cạnh tranh gay gắt giữa các công ty trong và ngoài nước giá trị của công ty luôn biến đổi, do đó việc nghiên cứu về phân tích và định giá cổ phiếu không chỉ có ý nghĩa với nhà đầu tư mà còn có giá trị đối với công ty vì gia tăng giá trị cổ phiếu trong dài hạn là mục tiêu của mọi công ty vì thế các yếu tố ảnh hưởng tới việc định giá đều là yếu tố mà người quản lý công ty phải chú ý tới.

Trong phạm vi nghiên cứu của luận văn, tác giả thực hiện việc tiếp cận nghiên cứu dựa trên nền tảng cơ sở lý luận về cổ phiếu, các phương pháp phân tích công ty và ước tính giá trị nội tại của cổ phiếu. Theo đó, tác giả áp dụng các phương pháp đã được sử dụng và kiểm nghiệm tại các thị trường thế giới cũng như ứng dụng tại Việt Nam trong thời gian qua. Từ việc phân tích và ước tính giá trị cổ phiếu, tác giả sẽ đưa ra những đánh giá về giá trị cổ phiếu từ đó đưa ra các khuyến nghị với các nhà đầu tư.

2.3. Hệ thống dữ liệu

Để thu thập thông tin phục vụ cho nghiên cứu đề tài, tác giả thu thập dữ liệu từ các nguồn như sau:

- Các bài viết liên quan tới các đề tài trên các sách, báo, tạp chí chuyên ngành.
- Các luận văn nghiên cứu về định giá cổ phiếu, định giá công ty đã được công bố.

- Các báo cáo, số liệu kinh tế vĩ mô, báo cáo triển vọng ngành, báo cáo xếp loại tín nhiệm của các tổ chức có uy tín như World Bank, ADB, các công ty chứng khoán,... công bố

- Số liệu trên báo cáo tài chính đã qua kiểm toán của các công ty công bố trên website chính của công ty và tại sở giao dịch chứng khoán.

- Dữ liệu lịch sử giao dịch thực tế của chỉ số Vnindex và các cổ phiếu liên quan.

- Lịch sử giao dịch giá cao su, dầu thô trên thị trường quốc tế trên các website chuyên cung cấp thông tin (bloomberg, indexmundi.com,...).

- Số liệu về trái phiếu thị trường châu Á trên website asianbondsonline.adb.org.

- Dữ liệu liên quan đến kế hoạch tại báo cáo thường niên của các công ty liên quan công bố trên website chính thức của công ty.

2.4. Phương pháp xử lý và phân tích dữ liệu

Trên cơ sở dữ liệu thu thập được, tác giả tiến hành các phương pháp thích hợp để đạt được kết quả dùng trả lời các câu hỏi đặt ra trong mục tiêu nghiên cứu, cụ thể như sau:

- Phương pháp thống kê mô tả: Trên cơ sở thống kê các dữ liệu và số liệu thu thập được, tác giả thực hiện việc diễn giải các số liệu dựa trên cơ sở mô tả và chỉ ra những đặc tính cơ bản nhất của nguồn dữ liệu thu thập.

- Phương pháp tổng hợp, phân tích kinh tế: Trên cơ sở tổng hợp, phân tích một số công trình nghiên cứu ở Việt Nam và nước ngoài về vấn đề định giá cổ phiếu, tác giả khái quát tình hình nghiên cứu cũng như những vấn đề lý luận cụ thể về định giá cổ phiếu.

- Phương pháp nghiên cứu so sánh, phân tích: Tác giả tiến hành phân tích dữ liệu dựa trên các chỉ tiêu đã đưa ra. So sánh dữ liệu cổ phiếu DPR qua các năm và so sánh cổ phiếu DPR với các cổ phiếu cùng ngành và thị trường

- Phương pháp Dupont thực hiện dựa trên mối quan hệ tương hỗ giữa các chỉ tiêu tài chính để biến đổi một chỉ tiêu tổng hợp thành tích nhiều chỉ tiêu chi tiết, sau đó thu thập những số liệu liên quan, tính toán và đưa ra kết luận về mức ảnh hưởng

của từng chỉ tiêu chi tiết tới chỉ tiêu tổng hợp. Khi thực hiện phương pháp Dupont, nhà phân tích thu thập số liệu liên quan đến từng bộ phận kế toán, sử dụng bảng tính để tính toán. Từ đó, rút ra nhận xét và kết luận về kết quả tính toán. Trong quá trình nghiên cứu tác giả sử dụng phương pháp Dupont để phân tích các nhân tố liên quan đến lợi nhuận và rủi ro của công ty từ đó đưa ra kết luận về sự tăng trưởng ổn định của công ty so với ngành và toàn thị trường để có được ước tính chính xác cho các biến số trong tương lai.

- Phương pháp phân tích hồi quy dự báo là một Phân tích thống kê để xác định xem các biến độc lập (biến thuyết minh) quy định các biến phụ thuộc (biến được thuyết minh) như thế nào từ đó tìm ra phương trình phụ thuộc của 2 biến lẫn nhau với mức độ tin cậy nhất định. Trong quá trình nghiên cứu nhằm xác định sử dụng để dự phóng các biến số trong tương lai của các mô hình định giá, tác giả sử dụng phương pháp này để dự phóng cho các biến số mang tính chất riêng biệt của công ty như doanh số, lợi nhuận biên qua các biến số phổ thông hơn trên thị trường như giá cao su.

Cụ thể việc ứng dụng các phương pháp trên vào luận văn được tác giả vận dụng như sau:

- Số liệu trên báo cáo tài chính được làm sạch để cung cấp các thông tin thiết yếu từ đó thu thập vào các bảng tính sắp xếp theo thứ tự thời gian.

- Căn cứ các bảng số liệu được thu thập, kết hợp với các phân tích Dupont để chỉ ra các chỉ số, chỉ tiêu cần thiết và tính toán các chỉ số, chỉ tiêu cần thiết đó để tạo thành bảng dữ liệu phục vụ cho việc ước tính giá trị nội tại theo các phương pháp tương ứng.

- Tổng hợp các dữ liệu của các cổ phiếu trong ngành cao su tự nhiên đang được niêm yết và giao dịch tự do hình thành nên chỉ số chung của ngành trên cơ sở tỷ lệ vốn hóa làm căn cứ so sánh với cổ phiếu cần định giá

- So sánh dữ liệu thị trường, dữ liệu ngành và dữ liệu của đối thủ cạnh tranh với dữ liệu cổ phiếu DPR đưa ra các kết luận về vị trí và tiềm năng của DPR trong ngành và toàn thị trường.

- Phân tích hồi quy tìm ra sự tương quan các biến số giá cao su, doanh thu và lợi nhuận biên của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú ,

- Phân tích kết quả thu được kết hợp với dữ liệu kinh tế vĩ mô, ngành và các kế hoạch của công ty để lựa chọn các giả định cần thiết trong các phương pháp định giá như: tỷ lệ tăng trưởng, rủi ro thị trường, tiềm năng, dự phóng doanh số và quy mô tăng trưởng.

- Với các kết quả tính toán đưa vào các mô hình thích hợp để tính ra giá trị nội tại của cổ phiếu DPR

Tóm tắt chương 2:

Trong chương 2, tác giả đã trình bày về quy trình nghiên cứu, khung lý thuyết nghiên cứu, hệ thống dữ liệu và phương pháp xử lý số liệu. Dữ liệu cơ bản sử dụng là nguồn số liệu thứ cấp thích hợp với việc sử dụng cho các nhà đầu tư cá nhân khi nghiên cứu định giá để quyết định lựa chọn mua hay bán cổ phiếu. Dữ liệu thứ cấp được thu thập phân tích, xử lý bằng phương pháp thống kê- mô tả, so sánh, đối chiếu....

Với việc thu thập và xử lý số liệu, tác giả xây dựng các bảng dữ liệu liên quan đến các biến số cần thiết phải ước tính của các phương pháp chiết khấu dòng tiền như DDM, FCFE, FCFV và phương pháp sử dụng tỷ số tương đối P/E.

Căn cứ vào các phân tích từ dữ liệu thị trường vĩ mô, ngành cao su tự nhiên và số liệu so sánh với các đối thủ cạnh tranh trong ngành cũng như nội tại của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú và các mô hình hồi quy đơn giản để đưa ra các giả định phù hợp nhất về doanh thu, lợi nhuận, rủi ro và tiềm năng tăng trưởng của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú đưa vào mô hình định giá. Từ kết quả giá trị cổ phiếu ước tính được đưa ra các khuyến nghị đối với nhà đầu tư.

CHƯƠNG 3: ỨNG DỤNG PHÂN TÍCH VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU DPR CỦA CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐỒNG PHÚ

3.1 Tổng quan về Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú

Công ty Cổ phần Cao Su Đồng Phú (DORUCO) là một công ty hoạt động trong lĩnh vực trồng trọt, khai thác và chế biến cao su. So với quy mô của các công ty khác trong ngành thì DORUCO là một công ty tương đối lớn. Với diện tích trên 9000 ha cao su, trong đó hơn 8000 ha đã đưa vào khai thác, sản lượng hàng năm trên 14.000 tấn sản phẩm cao su nguyên liệu các loại. Sản phẩm cao su của Công ty đạt tiêu chuẩn của Việt Nam và Quốc tế. Sản phẩm cao su của Công ty còn được tiêu thụ ở các nước châu Âu như Pháp, Bỉ, Hà Lan, Anh, Tây ban nha, Slovakia, Hàn quốc, Trung quốc, Mỹ...

3.1.1. Quá trình hình thành và phát triển

Công ty Cổ Phần Cao Su Đồng Phú (DORUCO) tiền thân là đồn điền Thuận Lợi của Công ty Michelin – Pháp, được hình thành vào khoảng tháng 06 năm 1927 và được tái thành lập vào ngày 21 tháng 05 năm 1981.

Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú được chuyển đổi từ công ty Nhà nước chính thức đi vào hoạt động ngày 28/12/2006 theo giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh số 4403000069 do Sở Kế hoạch và Đầu tư tỉnh Bình Phước cấp lần đầu ngày 28/12/2006, đăng ký thay đổi lần thứ 2 này 22/8/2008. Đến ngày 27/5/2010, đã được phòng Đăng ký kinh doanh - Sở kế hoạch và Đầu tư Bình Phước điều chỉnh lần thứ ba thành Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh và mã số thuế số 3800100376. Đăng ký thay đổi lần thứ 5 ngày 3/11/2011 do thay đổi chứng minh nhân dân của người đại diện theo pháp luật

Công ty cổ phần Cao su Đồng phú có Vốn điều lệ ban đầu là 400 tỷ đồng. Được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh ngày 30/11/2007, mã chứng khoán DPR.

Tháng 3/2010, Công ty đã phát hành thêm 3.000.000 cổ phiếu, tăng vốn Điều lệ lên từ 400 lên 430 tỷ đồng.

3.1.2 Ngành nghề và địa bàn kinh doanh

- Ngành nghề kinh doanh chính của công ty :

+/ Trồng và chế biến cao su. Thanh lý vườn cây cao su.

+/ Mua bán, xuất nhập khẩu mủ cao su các loại.

+/ Khai thác và chế biến gỗ cao su.

+/ Chăn nuôi gia súc, gia cầm.

+/ Trồng rừng và chăm sóc rừng.

+/ Sản xuất phân bón và hợp chất nitơ

+/Thương nghiệp buôn bán.

+/ Thi công cầu đường bộ.

+/ Đầu tư xây dựng các công trình công nghiệp và dân dụng trong và ngoài khu công nghiệp; xây dựng dân dụng, công nghiệp.

Theo báo cáo tài chính công ty năm 2015 và 6 tháng đầu năm 2016, doanh thu của công ty gồm các mảng sau: Bán thành phẩm cao su, bán đất khu dân cư Cao Đồng Phú, bán cây giống cao su, kinh doanh hạ tầng khu công nghiệp, bán cây cao su thanh lý, bán bò nuôi và cung cấp dịch vụ. Trong đó doanh thu từ bán thành phẩm cao su là nguồn thu chính của công ty

- Địa bàn kinh doanh :

Vườn cây cao su tập trung ở huyện Đồng Phú, tỉnh Bình Phước; có một phần ở Thị xã Đồng Xoài, Bình Phước và huyện Phú Giáo, tỉnh Bình Dương.

Diện tích vườn cây cao su thuộc quyền quản lý của 6 nông trường: Nông trường cao su An Bình, Nông trường cao su Tân Lập, Nông trường cao su Tân Lợi, Nông trường cao su Tân Thành, Nông trường cao su Thuận Phú, Nông trường cao su Tân Hưng

Cùng hai nhà máy chế biến với công nghệ hiện đại của Malaysia, và Cộng hòa Liên bang Đức:

- Nhà máy chế biến mủ Tân Lập : Chuyên sản xuất mủ Latex (kem) công suất : 6.000 tấn/năm . Công nghệ tiên tiến của tập đoàn Wesftalia (CHLB Đức). Sản phẩm của nhà máy gồm Latex HA, Latex LA.

- Xí nghiệp chế biến mủ Thuận Phú: Chuyên sản xuất mủ khối SVR L, SVR 3 L, SVR 10, SVR 20, SVRCV 50, SVRCV 60 . Công nghệ tiên tiến của Malaysia . Công suất 16.000 tấn/năm.

- Địa bàn kinh doanh các sản phẩm chính của Công ty như sau:

+ Mủ cao su : khách hàng truyền thống là các tập đoàn chế tạo vỏ xe hàng đầu thế giới như Michelin, Mitsubishi, .. và các tập đoàn Safic Alcan, Tea Young.... Với gần 86% tổng sản phẩm của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú được xuất khẩu trực tiếp đi các nước như: Pháp, Bỉ, Hà Lan, Anh, Tây Ban Nha, Hàn Quốc, Úc, Mỹ, New Zealand, Canada, Singapore, Đài Loan, Trung Quốc, Nhật Bản... Ngoài ra còn bán nội địa cho các công ty thương mại và sản xuất khắp cả nước.

+ Gỗ cao su : Bán chủ yếu cho các công ty chế biến gỗ ở khu vực các tỉnh Đông Nam Bộ như Bình Phước, Bình Dương, Tây Ninh, Đồng Nai và Thành phố Hồ Chí Minh

3.1.3 Cổ đông chính

Theo báo cáo tài chính quý II/2016, DPR sở hữu cơ cấu cổ đông khá cô đặc với 55,81% được nắm giữ bởi Tập Đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam, ngoài ra có 2 cổ đông lớn khác là quỹ đầu tư Halley Sicav - Halley Asian Prosperity nắm giữ khoảng 8% và quỹ PYN Elite Fund (Non-UCITS) nắm giữ khoảng 6%, phần còn lại cổ đông khác. Hiện nay, Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam đang hỗ trợ về chuyên môn và hoạt động kinh doanh cho DPR.

Bảng 3.1: Danh sách cổ đông của công ty Cổ phần Cao Su Đồng Phú

STT	Tên cổ đông	Số vốn góp (đồng)	Số cổ phần	Tỷ lệ góp vốn
1	Tập đoàn công nghiệp cao su Việt Nam	240.000.000.000	24.000.000	55,81%
2	Cổ đông khác	161.247.900.000	16.124.790	37,50%
3	Cổ phiếu quỹ	28.752.100.000	2.875.210	6,69%
CỘNG		430.000.000.000	43.000.000	100%

(Nguồn: Báo cáo tài chính quý II/2016 đã qua kiểm toán của Công ty Cổ phần Cao Su Đồng Phú)

Cũng theo báo cáo tài chính quý II/2016 của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú hiện công ty đang có 05 công ty con thuộc các lĩnh vực liên quan chặt chẽ đến địa bàn hoạt động và ngành kinh doanh của công ty mẹ. Từ đây có thể thấy chính sách phát triển của công ty rất tập trung vào ngành kinh doanh và tận dụng các lợi thế đang có nhằm giải quyết các khó khăn trong ngắn hạn cũng như để củng cố tiềm năng phát triển trong dài hạn.

Bảng 3.2: Danh sách công ty con của công ty Cổ phần Cao Su Đồng Phú

STT	Tên công ty con	Nơi thành lập và hoạt động	Tỷ lệ lợi ích	Tỷ lệ biểu quyết	Hoạt động kinh doanh chính
1	Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú Đắk Nông	Tỉnh Đắk Nông	88,41%	88,41%	Trồng khai thác và chế biến sản phẩm từ cao su
2	Công ty Cổ phần Khu Công nghiệp Bắc Đồng Phú	Tỉnh Bình Phước	51%	51%	Kinh doanh hạ tầng khu Công nghiệp
3	Công ty CP Cao su kỹ thuật Đồng Phú	Tỉnh Bình Phước	76,83%	76,83%	Sản xuất nệm cao su
4	Công ty CP Cao su Đồng Phú Kratie	Tỉnh Bình Phước	55,81%	55,81%	Trồng khai thác và chế biến sản phẩm từ cao su
5	Công ty Cổ phần Gỗ Đồng Phú	Tỉnh Bình Phước	52%	52%	Chế biến gỗ

(Nguồn: Báo cáo tài chính quý II/2016 đã qua kiểm toán của Công ty Cổ phần Cao Su Đồng Phú)

3.1.4 Định hướng phát triển:

Theo Báo cáo thường niên năm 2015 của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú, định hướng phát triển công ty gồm:

- Khắc phục các khó khăn do cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu tác động, tận dụng mọi nguồn lực tiếp tục đầu tư đúng tiến độ các dự án công ty đã triển khai, nhất là dự án trồng cao su tại Vương quốc Campuchia.

+/ Củng cố và hoàn thiện Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú – Kratie (Tại tỉnh Kratie Vương quốc Campuchia với vốn điều lệ hiện tại là 900 tỷ đồng, quy mô 9.000ha, trong đó diện tích cao su sẽ khoảng 6.300ha, phần vốn góp công ty là 54.09% vốn điều lệ.

+/ Củng cố tìm giải pháp mở rộng diện tích dự án phát triển cao su tại huyện Cư Jut tỉnh Đắk Nông, với tổng diện tích quy hoạch khoảng 4.000 ha. Do nhiều nguyên nhân đến nay diện tích quy hoạch đã giảm xuống chỉ còn khoảng 1.253ha. Hiện đã thành lập Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú – Đắk Nông với vốn điều lệ 120 tỷ đồng, trong đó Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú chiếm 88,41% vốn điều lệ, mặc dù gặp nhiều khó khăn nhưng đến nay dự án đã trồng được 935ha.

+/ Tham gia đầu tư và Công ty Cổ phần Cao su Sa Thay (tại tỉnh Kon Tum), với vốn điều lệ là 740 tỷ đồng, quy mô 10.000ha cao su, trong đó công ty góp 10% vốn điều lệ.

- Tăng cường nghiên cứu để đầu tư phát triển chiều sâu nhằm đảm bảo phát triển ổn định và bền vững như: đẩy mạnh thâm canh tăng năng suất vườn cây trên diện tích hiện có, xây dựng kế hoạch thanh lý tái canh hợp lý để vừa có cơ cấu vườn cây giống mới năng suất cao kế thừa vừa ổn định doanh thu và lợi nhuận cho cổ đông.

Trong điều kiện giá bán mủ cao su xuống thấp như hiện nay, tập trung nghiên cứu và có các phương án để giảm chi phí đầu tư cho vườn cây tái canh và kiến thiết cơ bản. Đồng thời có các biện pháp phù hợp để thay đổi chế độ cạo đối với vườn cây khai thác, chuyển mạnh sang khai thác với nhịp độ thấp nhằm tiết kiệm chi phí lao động sống nhằm hạ giá thành sản phẩm và giải quyết được việc thiếu hụt lao động.

- Tiếp tục củng cố hoàn thiện sản xuất, tăng cường công tác tiếp thị để đưa Công ty Cổ phần cao su kỹ thuật Đồng Phú với vốn điều lệ là 180 tỷ đồng, trong đó công ty góp 76,83% vốn điều lệ, chuyên sản xuất hàng tiêu dùng (nệm, gối,..) từ nguyên liệu mủ latex của công ty ngày càng phát triển, nhằm tăng lợi nhuận cho công ty và đa dạng sản phẩm từ nhiệm vụ sản xuất kinh doanh chính, giảm dần tỷ lệ xuất khẩu nguyên liệu thô. Hàng năm nhà máy này sẽ tiêu thụ khoảng 3.000 tấn mủ quy khô của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú

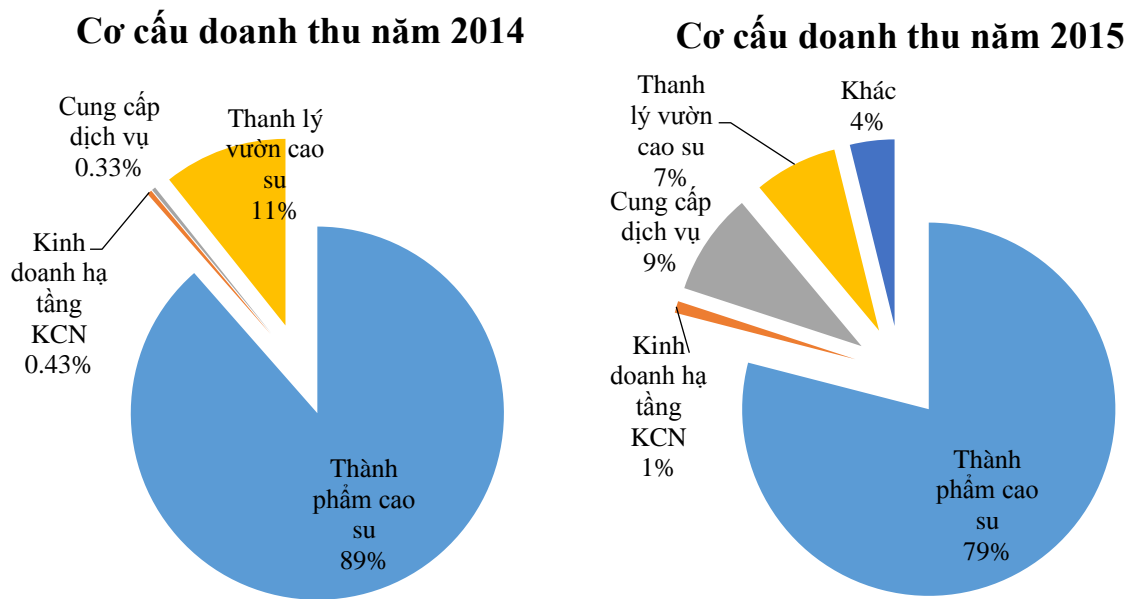
- Tiếp tục phát triển Công ty Cổ phần đầu tư khu công nghiệp Bắc Đồng Phú với vốn điều lệ 100 tỷ đồng trên cơ sở liên kết với Công ty Cổ phần KCN Nam Tân Uyên. Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú góp 51% vốn điều lệ. Nhiệm vụ chính là triển khai đầu tư và kinh doanh khu công nghiệp Bắc Đồng Phú với quy mô gần 190ha và đầu tư các khu dân cư trên địa bàn thị xã Đồng Xoài, tỉnh Bình Phước với tổng diện tích khoảng 50ha.

- Đẩy mạnh việc hỗ trợ Công ty CP Gỗ Đồng Phú, vốn điều lệ 50 tỷ đồng, Công ty góp 52% vốn điều lệ. Nhiệm vụ chính là mang lại giá trị gia tăng trên cơ sở chế biến, sản xuất phối bán thành phẩm và sản xuất gia dụng từ gỗ cao su thanh lý của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú và một số đơn vị khác trong vùng. Tăng cường nguồn nguyên liệu cho công ty cũng như tiếp tục củng cố khâu tiếp thị, bán hàng và đa dạng hóa mẫu mã hơn để tăng cường tiêu thụ sản phẩm, đa dạng hóa thị trường.

Qua kế hoạch trong báo cáo thường niên có thể thấy công ty kiên trì mở rộng diện tích trồng cao su bất chấp ảnh hưởng từ giá cao su thế giới giảm trong những năm gần đây, ngoài ra bắt đầu có xu hướng chế biến thành phẩm thay vì xuất khẩu nguyên liệu thô như trước đây cũng như tìm kiếm nguồn thu mới nhằm hạn chế ảnh hưởng từ việc giảm giá cao su tự nhiên.

3.2. Phân tích các yếu tố tác động đến ngành kinh doanh và Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú

Theo báo cáo tài chính hợp nhất của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú năm 2014 và 2015 ta có cơ cấu doanh thu của DPR trong 2 năm gần đây được thể hiện như biểu đồ dưới đây



Biểu đồ 3.1: Cơ cấu doanh thu năm 2014, 2015

(Nguồn: Báo cáo tài chính Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú 2014-2015)

Như đã trình bày cơ cấu doanh thu của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú tập trung vào là bán thành phẩm cao su, tuy có giảm trong tỷ lệ cơ cấu từ năm 2014 sang năm 2015 nhưng trong kế hoạch phát triển đã trình bày có thể thấy rõ việc tập trung vào ngành sản xuất cao su tự nhiên của công ty đã trình bày ở trên ta thấy được định hướng tập trung phát triển vào lĩnh vực kinh doanh cốt lõi, sự thay đổi trong cơ cấu năm 2015 có thể được giải thích do giá cao su giảm vì thế ảnh hưởng tạm thời tới cơ cấu doanh thu chứ không ảnh hưởng tới xu hướng dài hạn. Vì thế trong khuôn khổ luận văn, tác giả tập trung phân tích vào ảnh hưởng tới ngành cao su tự nhiên chính là sự ảnh hưởng tới phần doanh thu chính của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú.

3.2.1. Ngành cao su tự nhiên

Với đặc thù là ngành khai thác nguyên liệu nên các yếu tố ảnh hưởng chính tới công ty thuộc ngành cao su tự nhiên tại Việt Nam là: giá bán cao su và sản lượng tiêu thụ. Hai yếu tố này chịu ảnh hưởng từ rất nhiều yếu tố trong đó có thể kể đến như: Nguồn cung cao su, Nhu cầu sản xuất các mặt hàng liên quan tới cao su (chủ

yếu là sẫm lớp), Tỷ giá hối đoái và thuế xuất nhập khẩu (do việc sản xuất chủ yếu để xuất khẩu sang các thị trường nhu cầu tiêu thụ lớn), giá dầu thế giới (ảnh hưởng tới nhu cầu sử dụng cao su tổng hợp), ngoài ra với đặc thù là một ngành sản xuất nông nghiệp nên chịu ảnh hưởng nhiều từ thiên tai, thay đổi khí hậu.

3.2.1.1. Vòng đời của cây cao su và ảnh hưởng tới nguồn cung

Vòng đời của cây cao su có thể chia 3 giai đoạn

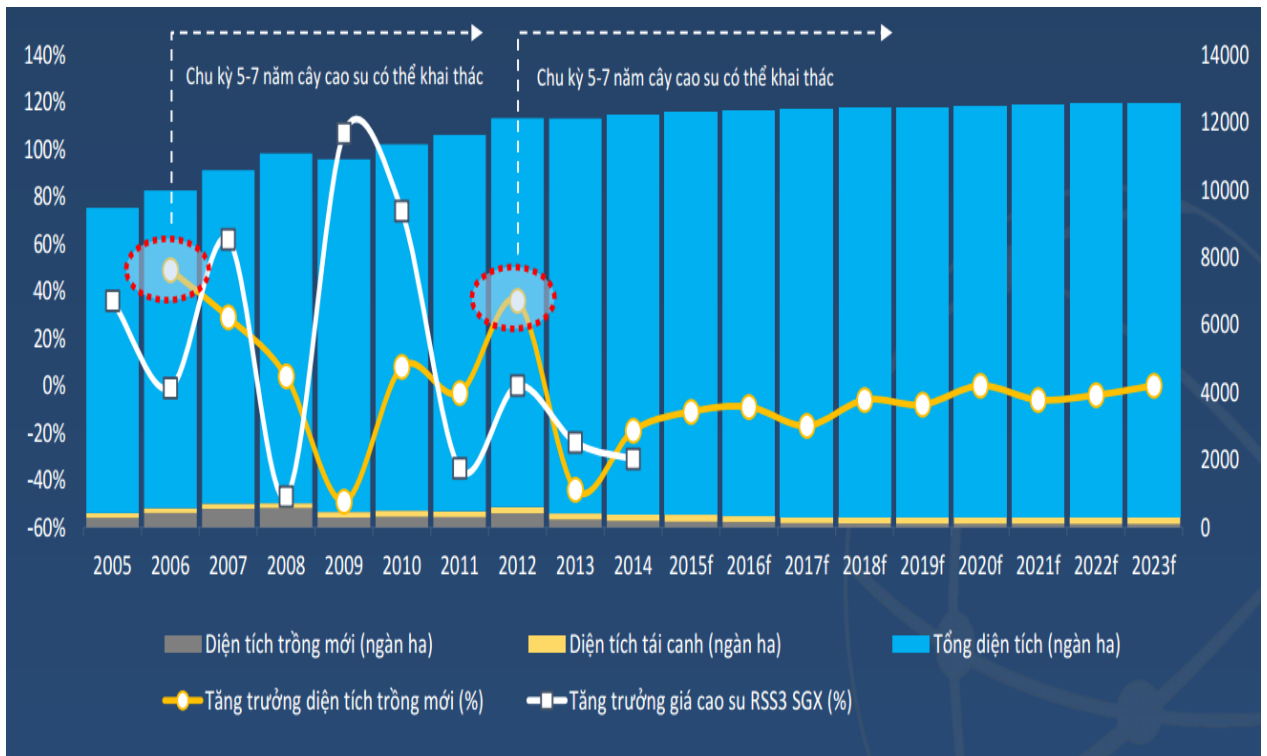
- Giai đoạn kiến thiết cơ bản (từ 5-7 năm): Thời gian chăm sóc để cây cao su sinh trưởng, trong giai đoạn này chưa thu hoạch được cao su.

- Giai đoạn khai thác (trong khoảng 20 năm): Từ năm thứ 7 cây cao su đã có thể bắt đầu khai thác, năng suất cây tăng dần và đạt đỉnh trong giai đoạn cây sinh trưởng được 15-17 năm, sau đó cây giảm dần năng suất.

- Giai đoạn thanh lý: Khi năng suất cây cao su giảm xuống thấp, việc khai thác không còn hiệu quả các vườn cao su sẽ được thanh lý lấy gỗ, việc thanh lý này thường diễn ra sau 20 năm khai thác mủ cao su (cây sinh trưởng khoảng 27 năm).

Với giai đoạn sinh trưởng và khai thác của cao su khá dài vì thế trường hợp lạc quan về giá, về lợi nhuận trong giai đoạn trồng và chăm sóc cây cao su sẽ gây ra tình trạng mất cân bằng giữa cung lớn khi tới thời điểm bắt đầu khai thác thu hoạch cao su.

Qua đồ thị phản ánh sự liên quan giữa tăng trưởng giá cao su và diện tích trồng cao su dưới đây có thể thấy, sự tăng trưởng diện tích trồng mới trong giai đoạn 2005-2008 và 2010-2012 chính là nguyên nhân gây ra sự dư cung lớn và giá cao su giảm mạnh trong giai đoạn 2011 đến nay. Chính bài học từ sự giảm giá đột ngột của cao su nên trong các giai đoạn tiếp theo có thể giả định mức độ tăng trưởng diện tích trồng mới cao su sẽ ổn định và việc dư cung lượng lớn sẽ khó có thể xảy ra trong tương lai gần.



Biểu đồ 3.2: Môi liên hệ giữa tăng trưởng diện tích cao su và tăng trưởng giá cao su thế giới

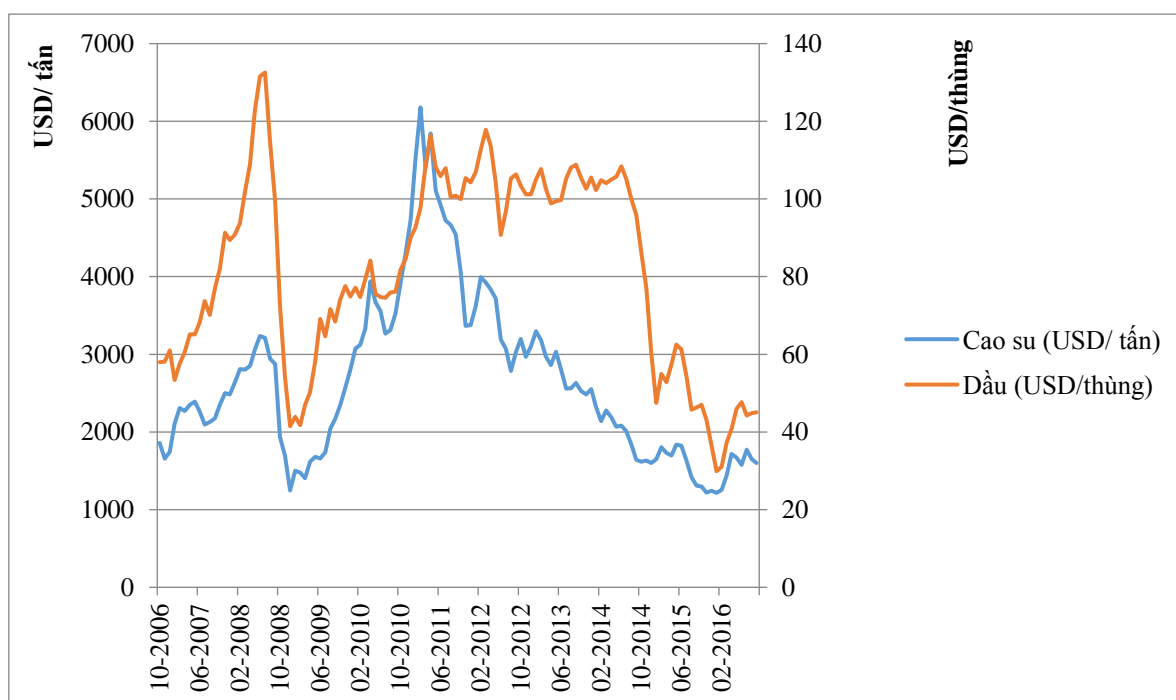
(Nguồn: *www.blooberg.com*)

Hiện này để đối phó lại tình hình giá cao su giảm, Hội đồng cao su quốc tế 3 bên (ITRC) gồm 3 nước sản xuất cao su hàng đầu thế giới Thái Lan, Indonesia và Malaysia liên tục thông báo cắt giảm sản lượng cao su xuất khẩu. Cụ thể, Indonesia, Thái Lan và Malaysia sẽ giảm xuất khẩu tổng cộng 700.000 tấn trong năm 2016. Đối phó với thực trạng cung vượt cầu đẩy giá cao su chạm đáy, tháng 2-2016, ba nước đã thỏa thuận cắt giảm xuất khẩu 615.000 tấn cao su thiên nhiên trong 6 tháng từ tháng 3 đến tháng 8, trong đó Indonesia đồng ý cắt giảm 238.736 tấn, Malaysia và Thái Lan cam kết cắt giảm lần lượt là 52.259 tấn và 324.005 tấn. Indonesia, Thái Lan và Malaysia cung cấp 67% lượng cao su thiên nhiên trên thế giới. Bên cạnh cắt giảm xuất khẩu, các quốc gia cũng đồng ý tăng tiêu thụ cao su thiên nhiên trong nước thông qua các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng để góp phần giảm lượng cao su tồn kho và sớm cải thiện giá.

3.2.1.2. Tương quan giữa giá dầu và giá cao su

Do cao su tổng hợp (sản phẩm thay thế chính của cao su tự nhiên) là một chế phẩm từ dầu vì thế việc giá dầu thay đổi ảnh hưởng trực tiếp tới giá cao su tổng hợp.

Đồ thị dưới đây biểu diễn sự tương quan giá dầu và giá cao su trong giai đoạn 2006 đến 2016.



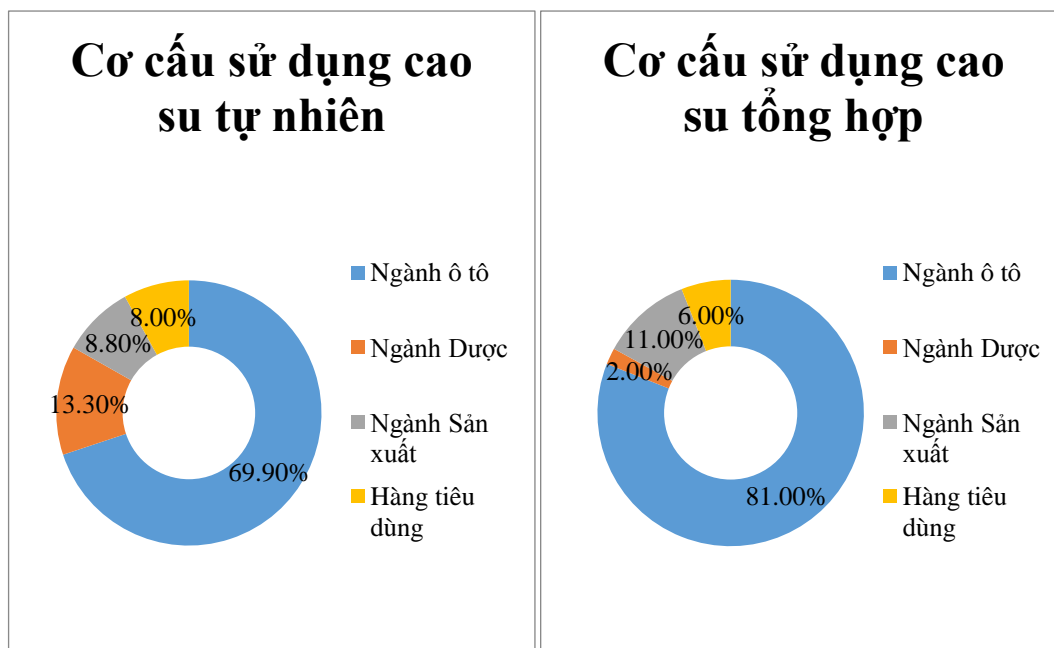
Biểu đồ 3.3: Tương quan giữa giá dầu và giá cao su giai đoạn 2006-2016

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp trên cơ sở dữ liệu từ website: www.indexmundi.com)

Từ đồ thị ta thấy sự tương quan chặt chẽ từ giá cao su và giá dầu trong giai đoạn trước 2011. Trong giai đoạn 2011 – 2015, mức độ ảnh hưởng của giá dầu lên giá cao su giảm bớt do công nghệ sản xuất dầu đá phiến làm giảm chi phí sản xuất dầu làm giá dầu giảm nhanh chóng. Tuy nhiên sự tương quan chặt chẽ bắt đầu xuất hiện trở lại từ 2016 khi giá dầu và giá cao su chạm đáy và giá có sự phục hồi. Vì thế trong giai đoạn tới nếu không có sự xuất hiện của công nghệ làm thay đổi đột biến giá dầu hoặc giá cao su chúng ta có thể tiếp tục với giả định về sự tương quan chặt chẽ giữa giá dầu và giá cao su.

3.2.1.3. Nhu cầu tiêu thụ sản phẩm sử dụng cao su

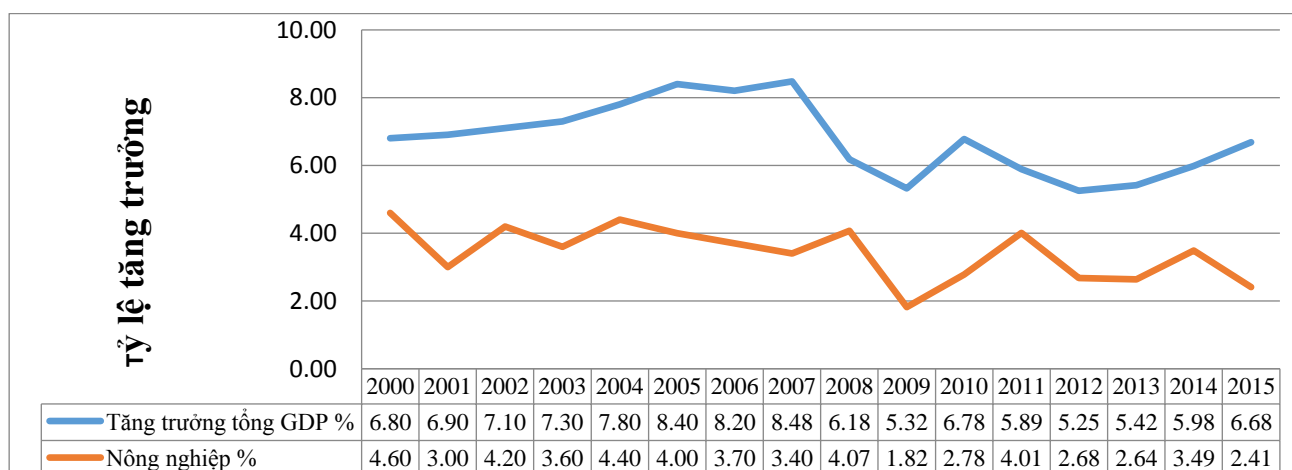
Căn cứ vào cơ cấu sử dụng cao su tự nhiên và cao su tổng hợp được thể hiện dưới đây ta có thể nhận ra ngành công nghiệp ô tô (các sản phẩm săm lốp) chiếm tỷ trọng lớn tới sự tiêu thụ của cao su.



Biểu đồ 3.4: Cơ cấu sử dụng cao su tự nhiên

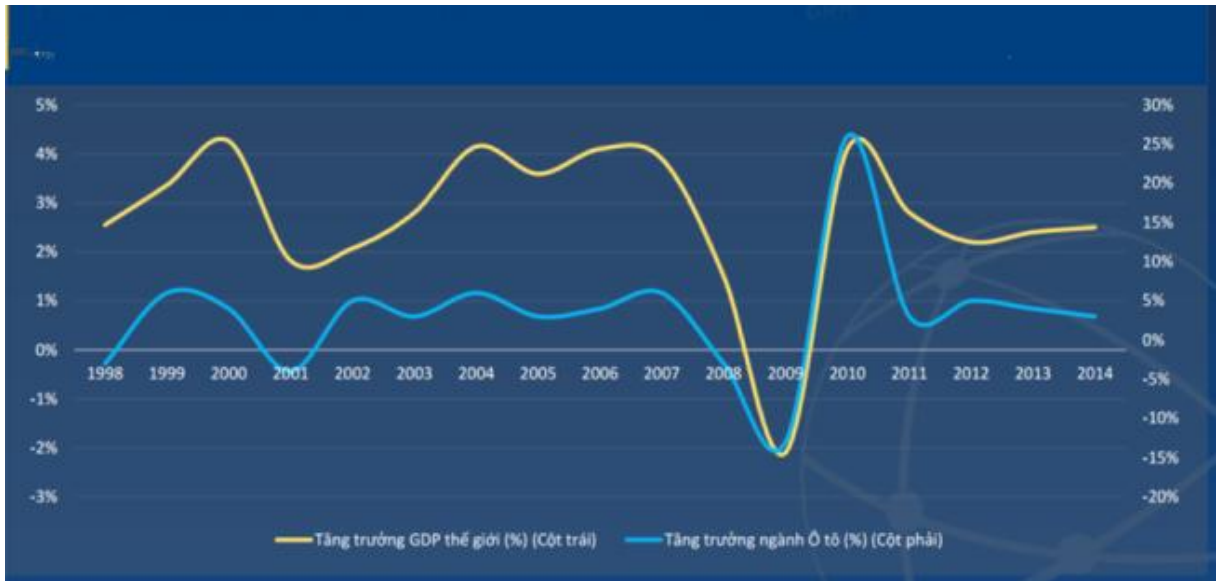
(Nguồn: Hiệp hội cao su Việt Nam)

Ta có đồ thị Tăng trưởng GDP của Việt Nam, GDP Thế giới với tương quan ngành sản xuất ô tô thể hiện dưới đây.



Biểu đồ 3.5: Tăng trưởng tổng GDP giai đoạn 2010-2015

(Nguồn: Tổng cục Thống kê)



Biểu đồ 3.6: Tương quan giữa tăng trưởng ngành ô tô và tăng trưởng GDP thế giới 1998 – 2014

(Nguồn: www.bloomberg.com)

Qua đồ thị có thể thấy được nền kinh tế kinh tế Việt Nam và Thế giới đang trong giai đoạn phục hồi tuy nhiên chưa có dấu hiệu phục hồi mạnh mẽ. Trong giai đoạn tiếp theo của chu kỳ kinh tế trong giai đoạn phục hồi của niềm tin người tiêu dùng cũng như thu nhập của họ bắt đầu gia tăng các công ty sản xuất hàng tiêu dùng có giá trị lớn như ô tô có điều kiện tăng trưởng sản xuất từ đó kéo theo tiềm năng tăng trưởng cho ngành cung cấp nguyên liệu như cao su.

Theo số liệu của Tổng Cục Hải quan, Trung Quốc và Ấn Độ là hai thị trường tiêu thụ cao su lớn nhất của Việt Nam trong 09 tháng đầu năm 2016, chiếm 65,5% thị phần. Giá trị xuất khẩu cao su sang hai thị trường này tăng lần lượt là 20,3% và 14,9% so với cùng kỳ năm 2015. Vì thế nhu cầu sử dụng cao su phục vụ ngành công nghiệp sấm lốp của 2 quốc gia này ảnh hưởng lớn tới ngành cao su Việt Nam., tuy đến hiện tại chưa có sự sụt giảm lớn nào của ngành sấm lốp và xe hơi Trung Quốc. Tuy nhiên tiềm ẩn rủi ro về nền kinh tế Trung Quốc cũng như ngành sản xuất chế tạo ô tô luôn tồn tại đó là sự đe dọa tới tiềm năng tăng trưởng của ngành cao su tự nhiên Việt Nam trong tương lai.

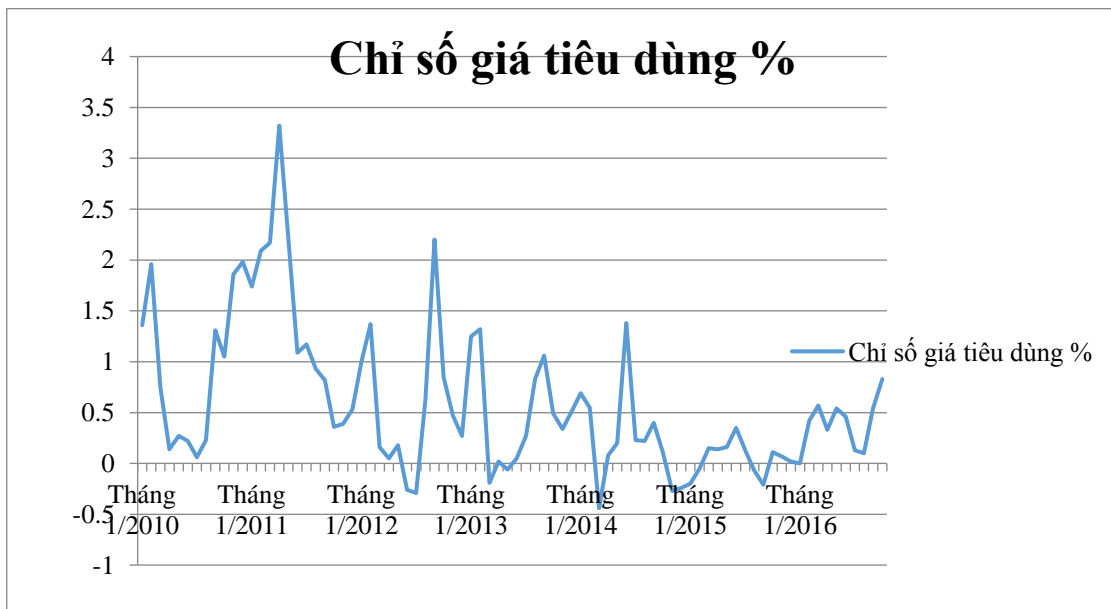
3.2.1.4. Tỷ giá và các hiệp định thương mại

Chính sách ổn định tỷ giá và kiểm chế lạm phát của Việt Nam trong những năm gần đây khiến cho đồng Việt Nam mạnh hơn tương quan so với đồng tiền các quốc gia xuất khẩu trong khu vực. Việc này sẽ khiến cho giá xuất khẩu cao su của Việt Nam khi quy đổi sang USD kém cạnh tranh các quốc gia khác



Biểu đồ 3.7: Thay đổi tỷ giá USD/VND giai đoạn 2011-2016

(Nguồn: ADB)



Biểu đồ 3.8: Chỉ số giá tiêu dùng giai đoạn tháng 1/2010 – tháng 9/2016

(Nguồn: ADB)

Đồng thời với thị trường xuất khẩu chủ yếu của Việt Nam (chiếm khoảng 57%) là Trung Quốc vì thế việc phá giá mạnh của đồng Nhân dân tệ năm 2015 gây ảnh

hưởng tới việc xuất khẩu cao su của Việt Nam . Tuy nhiên ngày 01/10/2016, Đồng nhân dân tệ Trung Quốc (NDT) chính thức vào rổ tiền tệ quốc tế hay còn gọi là quyền rút vốn đặc biệt (SDR). Hiện nay đồng NDT chỉ chiếm khoảng 1% trong hệ thống thanh toán quốc tế vì thế để hỗ trợ cho chính phủ Trung Quốc và tạo điều kiện thúc đẩy quốc tế hóa đồng NDT, nghị quyết của IMF đã quy định tỉ lệ mới trong rổ tiền tệ quốc tế như sau: USD 41,73%, euro 30,98%, NDT 10,92%, Yên Nhật 8,33% và bảng Anh 8,09%. Với việc vào rổ tiền tệ quốc tế theo quan điểm của tác giả, Trung Quốc sẽ có trách nhiệm hơn với giá trị đồng tiền của mình từ đó có thể tin tưởng kích bản phá giá đột ngột đồng NDT như trong năm 2015 sẽ khó xảy ra.

Hiệp định thương mại tự do Thái Bình Dương (TPP) được ký kết tạo nhiều ưu đãi về thuế suất cho ngành cao su tuy nhiên hiện tại tiềm ẩn khả năng một số nước sẽ xóa bỏ TPP do các thay đổi về chính trị.

3.1.2.5. Khí hậu, thời tiết ảnh hưởng tới sản lượng cao su

Đặc thù là ngành sản xuất nông nghiệp nên sản lượng và chất lượng cao su chịu ảnh hưởng nhiều từ thời tiết. Theo đó, Hiện tượng La Nina nối tiếp El Nino sẽ gây ảnh hưởng tiêu cực tới sản lượng cao su tự nhiên trong ngắn hạn do tình trạng mưa kéo dài sẽ ảnh hưởng một phần tới năng suất khai thác mủ cao su, qua đó sẽ tác động tích cực tới giá cao su tự nhiên.

Cây cao su ưa nước nhưng không chịu được úng nước và gió. Cây có thể chịu được tối đa 4 tháng nắng hạn, nhưng sẽ làm giảm năng suất thu hoạch với tổng thời gian cạo mủ là 9 tháng/năm. Chất lượng thu hoạch mủ cao su phụ thuộc khá nhiều vào điều kiện thời tiết trong năm và đạt chất lượng cao nhất khi thời tiết nắng ráo. Hiện tượng El-nino dẫn đến khô hạn ở một số nước sản xuất trọng yếu như Indonesia, Thái lan và Ấn độ, qua đó làm sụt giảm sản lượng cao su sản xuất trong 2016. Bên cạnh đó, thời tiết khô hạn cũng gián tiếp tạo nên sương mù cho Malaysia và Indonesia, khiến cây cao su thiếu nắng và ảnh hưởng đến chất lượng cao su. Trong khi đó, hiện tượng La-nina được dự báo sẽ xuất hiện vào cuối 2016, cũng ảnh hưởng đáng kể đến sản xuất cao su. Theo đợt La-nina năm 2011, lượng mưa tăng cao đã gây lũ lụt ở Thái Lan, dẫn đến thiếu hụt lượng cung và đẩy giá cao su lên

mức cao nhất trong lịch sử vào năm 2011. Bên cạnh đó, việc lượng mưa tăng cao hơn bình thường sẽ ảnh hưởng không tốt lên chất lượng mủ cao su, và giảm số lượng ngày cạo mủ của cao su trong năm.

3.1.2.6. Một số xu hướng của ngành cao su trong thời gian sắp tới

- Vùng Đông Nam Bộ, Tây Nguyên và duyên hải miền Trung là những khu vực trồng cao su khá tập trung, tuy nhiên khả năng mở rộng diện tích thấp. Trong khi đó khu vực miền Bắc lại có khí hậu thổ nhưỡng không thuận lợi để trồng cây cao su. Do đó, các công ty cao su Việt Nam tập trung mở rộng diện tích cao su tại Campuchia và Lào. Tuy nhiên do ảnh hưởng bởi các cáo buộc của Global Witness tới môi trường của các quốc gia này nên nguồn gốc cao su Việt Nam khai thác sẽ bị ảnh hưởng tại các thị trường có yêu cầu khắt khe về nguồn gốc xuất xứ.

- Tập đoàn cao su Việt Nam bắt đầu chỉ đạo các thành viên phát triển các sản phẩm chế biến từ cao su như găng tay, chỉ thun, bóng thể thao làm từ cao su, các sản phẩm chế biến từ gỗ cao su như bàn ghế tủ, viên nén gỗ, sàn gỗ ép,... Đây được xem là hướng đi nhằm xây dựng mối liên kết chuỗi giữa công ty khai thác chế biến cao su và các công ty sản xuất sản phẩm nhằm ổn định nguyên liệu cũng như ứng phó được trước tình hình biến động giá nguyên liệu cao su. Về dài hạn, sẽ cải thiện chuỗi giá trị trong ngành cao su. Trên thế giới, nhằm tháo gỡ khó khăn cho các công ty cao su, các quốc gia sản xuất cao su cũng tăng cường sử dụng nguyên liệu cao su trong phối trộn nhựa đường nhằm tăng độ bền đường xá, làm gạch lát đường hay sàn lót sân thể thao,

- Xu hướng cắt giảm chi phí của các công ty ngành cao su:

+/ Chi phí nhân công trực tiếp chiếm khoảng 50% giá thành các công ty cao su. Bằng cách giảm số ngày cạo mủ và xen canh, các công ty cao su có thể giảm giá thành và giữ công nhân lao động.

+/ Giảm số ngày cạo mủ: Bằng cách giảm số ngày cạo mủ xuống còn D4 từ D2 và D3, tức là giảm xuống 4 ngày mới cạo mủ/lần, chi phí nhân công khai thác cao su có thể giảm khoảng 50% so với trước đây, tương đương giảm khoảng 25% giá thành. Theo luật cũ thì các công ty cao su phải đảm bảo chi trả chi phí nhân

công phải ít nhất bằng 65% doanh thu thì hiện nay đã được điều chỉnh ít nhất bằng 50% giá thành, đảm bảo tối thiểu chi phí nhân công khoảng 5 triệu đồng/ha. Năng suất thu hoạch mù dụn kiến vẫn được đảm bảo bằng việc sử dụng thuốc kích thích.

+/ Trồng xen canh, kết hợp: Với việc trồng xen canh các cây lâm nghiệp khác như cây keo lai, cây tràm bông vàng mà vẫn đảm bảo sinh trưởng cây cao su, các công ty cao su vừa có thể tạo thu nhập khác vừa giữ được nhân công lao động.

+/ Cây cao su với đặc tính không bón phân và làm cỏ vẫn có thể sinh trưởng tốt và vẫn cho năng suất ổn định, do đó một trong những giải pháp được đưa ra giúp tháo gỡ khó khăn cho các công ty cao su là giảm bón phân làm cỏ cho cây cao su. Chi phí phân bón chiếm khoảng 5% giá thành, ước tính có thể giảm khoảng 50% - 80% định mức phân bón dành cho cây cao su, tương đương với giảm khoảng 3% - 4% giá thành.

+/ Giảm chi phí quản lý công ty cũng là một trong những giải pháp góp phần tháo gỡ khó khăn cho các công ty cao su.

- Ưu đãi về thuế Nhằm tháo gỡ khó khăn cho các công ty cao su Việt Nam, nhà nước cũng đã ban hành các chính sách liên quan đến việc ưu đãi thuế thu nhập công ty đối với lĩnh vực trồng trọt, chế biến nông sản nói chung và cây cao su nói riêng. Theo đó, thuế suất thuế thu nhập công ty trồng, chế biến mù cao su thiên nhiên cho kỳ tính thuế TNDN từ năm 2015 được áp dụng như sau: Các công ty trồng, sản xuất, chế biến mù cao su thiên nhiên dù không thuộc địa bàn có điều kiện kinh tế xã hội khó khăn hay đặc biệt khó khăn đều được giảm 7% thuế suất thuế TNDN. Năm 2014, thuế suất của các công ty thuộc đối tượng này là 22% thì năm 2015 giảm xuống còn 15%. Các công ty có thu nhập từ chế biến nông sản ở địa bàn có điều kiện kinh tế xã hội khó khăn năm 2014 có thuế suất 22% thì năm 2015 được bổ sung vào diện hưởng ưu đãi với mức thuế suất là 10%, giảm 12%. Bên cạnh chính sách miễn giảm thuế thu nhập công ty đã được ban hành, Hiệp hội Cao su Việt Nam cũng đang kiến nghị Bộ Tài chính không thực hiện kê khai, tính nộp thuế giá trị gia tăng đối với mặt hàng cao su thiên nhiên sơ chế trong kinh doanh, thương mại.

- Chi phí thuê đất gia tăng: Năm 2015 là năm cuối cùng trong chặng 5 năm tính tiền thuê đất trồng cao su. Bước sang năm 2016, tiền thuê đất trồng cao su có thể tăng gấp 3 lần gây khó khăn cho các công ty trồng cao su. Theo Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú tiền thuê đất của công ty bình quân 1 năm trong 5 năm trước đó rơi vào khoảng 8 tỷ đồng/năm thì bắt đầu từ năm 2016 có thể tăng lên tới 21 tỷ đồng/năm, tức tăng khoảng 2,6 lần tương đương tăng khoảng 6,6% giá thành. Việc này sẽ khiến cho nỗ lực giảm giá thành của công ty càng khó khăn hơn. Từ ngày 01/7/2014, theo quy định mới tại khoản 2 Điều 19 Nghị định 46/2014/NĐ-CP, thời gian xây dựng cơ bản của vườn cao su tái canh không được miễn tiền thuê đất. Trong bối cảnh khó khăn, ngành cao su hạn chế trồng mới, hiện chủ yếu tái canh trên phần diện tích cao su đã hết chu kỳ khai thác, khoảng 20000-30000 ha/năm, trong đó phải đầu tư nguồn vốn cho phục hoang, trồng lại, chăm sóc từ 6 đến 8 năm. Trong thời gian này, vườn cao su tái canh chưa có sản phẩm nên chưa có doanh thu, lợi nhuận, do vậy, gây khó khăn cho việc nộp tiền thuê đất trồng cao su.

3.2.2 Phân tích Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú

3.2.2.1. Phân tích báo cáo tài chính Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú

a, Phân tích các chỉ số tài chính cơ bản

Căn cứ báo cáo tài chính của công ty trong giai đoạn 2009 – 2010 ta có bảng tính các tỷ số tài chính như sau:

Bảng 3.3: Các chỉ tiêu tài chính của DPR giai đoạn 2010-2015

Năm	2015	2014	2013	2012	2011	2010
ROE	5.85%	7.96%	14.76%	25.61%	50.29%	36.88%
ROA	4.64%	6.44%	11.96%	20.50%	39.11%	27.00%
Tổng vốn hoạt động (Tổng tài sản - Nợ ngắn hạn) (triệu đồng)	1,748,201	1,634,013	1,561,088	1,301,096	1,075,801	670,370
EBIT (triệu đồng)	192,732	260,622	420,911	591,779	873,757	442,300
Thuế suất	18.20%	16.49%	9.98%	8.57%	7.83%	8.98%
ROIC	5.13%	7.27%	14.07%	23.83%	47.28%	36.18%
Lợi nhuận hoạt động (triệu đồng)	121,211	215,129	351,063	484,686	766,426	377,348
Biên độ lợi nhuận hoạt động (Operating Margin)	14.17%	22.92%	31.91%	35.20%	41.72%	36.69%
Biên độ lợi nhuận ròng (Net Profit Margin)	18.20%	22.79%	33.44%	39.09%	43.71%	38.36%
Thu nhập trên cổ phiếu (EPS) đồng/CP	3,620	4,975	8,555	12,518	18,674	9,175
Cổ tức (Dividen) (đồng/cổ phiếu)	5,000	3,000	4,000	4,000	5,000	3,000
Tỷ lệ tái đầu tư (RR = 1-D/E)	-38.13%	39.70%	53.24%	68.05%	73.22%	67.30%
Tỷ lệ tăng trưởng (g = RR x ROE)	-2.23%	3.16%	7.86%	17.43%	36.82%	24.82%

(Nguồn: Tác giả tự tính toán từ Báo cáo tài chính của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú)

Từ dữ liệu tài chính theo thời gian các chỉ số tài chính của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú ta nhận thấy được một số xu hướng chính chú ý:

- Biên độ lợi nhuận: ROE, ROA và ROIC giảm mạnh từ năm 2011 – 2015 tương ứng với sự sụt giảm của giá cao su từ đỉnh giá 6000USD/tấn (2011) xuống 1210 USD/tấn (2015), từ đây có thể khẳng định mức độ ảnh hưởng cùng chiều của giá cao su thế giới tới khả năng sinh lời của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú.

- Xu hướng tăng tổng vốn hoạt động vẫn được duy trì tuy nhiên tốc độ tăng trong giai đoạn 2010-2013 (trung bình xấp xỉ 34%/năm) nhanh hơn rất nhiều so với giai đoạn 2014-2015 (trung bình 6%/năm)

- Trả cổ tức đều qua các năm với mức 30%-40% (so với mệnh giá cổ phiếu) hàng năm, tuy nhiên do $EPS_{2015} < \text{Mức chi trả cổ tức}$ vì thế tỷ lệ tăng trưởng cổ tức và vốn chủ sở hữu trong ngắn hạn sẽ bị âm), điều này có thể thấy khi ROE tương đối thấp việc giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư không hiệu quả bằng chi trả cho cổ đông.

b, Phân tích cơ cấu doanh thu từ báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh

Bảng 3.4: dữ liệu kết quả hoạt động kinh doanh của DPR qua các năm

Đơn vị tính: Triệu đồng

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	2015		2014		2013		2012		2011		2010	
	Số tiền	%	Số tiền	%	Số tiền	%	Số tiền	%	Số tiền	%	Số tiền	%
Doanh thu thuần (Net Sales)	855,266	100%	938,682	100%	1,100,122	100%	1,376,951	100%	1,837,202	100%	1,028,421	100%
Giá vốn hàng bán (Cost of goods sold)	652,463	76.29%	653,202	69.59%	675,168	61.37%	823,644	59.82%	970,978	52.85%	565,358	54.97%
Lợi nhuận gộp (Gross profit)	202,802	23.71%	285,480	30.41%	424,953	38.63%	553,307	40.18%	866,224	47.15%	463,062	45.03%
Doanh thu hoạt động tài chính (Financial activities Revenues)	54,884	6.42%	53,997	6.31%	73,042	8.54%	97,995	11.46%	107,103	12.52%	36,181	4.23%
Chi phí tài chính (Financial Expenses)	16,243	1.90%	18,820	2.20%	22,852	2.67%	5,318	0.62%	8,444	0.99%	13,009	1.52%
<i>Trong đó lãi vay</i>	<i>2,451</i>	<i>0.29%</i>	<i>4,423</i>	<i>0.52%</i>	<i>12,287</i>	<i>1.44%</i>	<i>3,060</i>	<i>0.36%</i>	<i>2,546</i>	<i>0.30%</i>	<i>8,890</i>	<i>1.04%</i>
Chi phí bán hàng (Selling)	16,145	1.89%	19,217	2.25%	18,208	2.13%	14,438	1.69%	14,384	1.68%	12,071	1.41%

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	2015		2014		2013		2012		2011		2010	
	Số tiền	%	Số tiền	%	Số tiền	%	Số tiền	%	Số tiền	%	Số tiền	%
Expenses												
Chi phí quản lý công ty (Managing Expenses)	65,446	7.65%	51,134	5.98%	55,682	6.51%	54,183	6.34%	85,414	9.99%	73,643	8.61%
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh (Net Profit from Operating activities)	159,852	18.69%	250,306	29.27%	401,789	46.98%	577,108	67.48%	861,853	100.77%	400,251	46.80%
Lợi nhuận khác(Other profits)	30,429	3.56%	5,892	0.69%	6,835	0.80%	11,610	1.36%	9,358	1.09%	33,158	3.88%

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	2015		2014		2013		2012		2011		2010	
	Số tiền	%	Số tiền	%	Số tiền	%	Số tiền	%	Số tiền	%	Số tiền	%
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế (Total profit before tax)	190,281	22.25%	256,199	29.96%	408,624	47.78%	588,719	68.83%	871,211	101.86%	433,410	50.68%
Chi phí thuế TNDN (Corporate Income Tax Expenses)	34,633	4.05%	42,253	4.94%	40,766	4.77%	50,459	5.90%	68,248	7.98%	38,901	4.55%
Lợi nhuận sau thuế thu nhập công ty (Profit after Corporate Income Tax)	155,648	18.20%	213,946	25.02%	367,858	43.01%	538,259	62.93%	802,964	93.88%	394,508	46.13%

(Nguồn: tác giả tự tổng hợp từ Báo cáo tài chính của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú từ 2010-2015)

Từ bảng phân tích các thành phần trong Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh ta thể thấy một số xu hướng trong cơ cấu doanh thu của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú như sau:

- Sự tăng nhanh trong cơ cấu của giá vốn hàng bán trên tổng doanh thu: Nguyên nhân có thể giải thích do chi phí sản xuất không giảm được nhanh bằng giá bán thành phẩm cao su nên dẫn tới việc tăng lên của tỷ trọng giá vốn hàng bán trên tổng doanh thu

- Chi phí lãi vay có xu hướng giảm cả về giá trị và tỷ trọng so với doanh thu. Điều này cho thấy việc hạn chế vay tiền phục vụ các hoạt động sản xuất đầu tư trong giai đoạn giá cao su giảm mạnh tương đồng với việc trả cổ tức cao cho các cổ đông có thể thấy công ty trong giai đoạn 2011-2015 hạn chế việc mở rộng quy mô đầu tư.

- Xu hướng cắt giảm chi phí của ngành cao su chưa được thể hiện rõ trong báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú vì chi phí bán hàng và chi phí quản lý công ty không có sự thay đổi rõ rệt so với giai đoạn trước.

c, Phân tích lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu

Như đã trình bày về xu hướng sự giảm sút của tỷ số ROE trong giai đoạn 2010-2015, trong phần này ta sẽ sử dụng phương pháp phân tích Dupont để phân tích ROE thành các tỷ số thành phần như sau

$$\text{ROE} = \text{NPM} \times \text{TAT} \times \text{TAE}$$

Biên độ lợi nhuận biên (NPM): Khả năng sinh lời

Vòng quay sử dụng tài sản (TAT): khả năng sử dụng tài sản hiệu quả

Đòn bẩy tài chính (TAE): Mức độ sử dụng đòn bẩy

Bảng3.5: Các chỉ tiêu trong phân tích Dupont về ROE của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú

Chỉ tiêu	2015	2014	2013	2012	2011	2010
ROE	5.85%	7.96%	14.76%	25.61%	50.29%	36.88%
NPM	18.20%	22.79%	33.44%	39.09%	43.71%	38.36%
TAT	25.51%	28.27%	35.78%	52.44%	89.49%	70.38%
ROA	4.64%	6.44%	11.96%	20.50%	39.11%	27.00%
TAE	125.91%	123.53%	123.34%	124.93%	128.57%	136.58%

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp từ báo cáo tài chính của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú)

Qua bảng dữ liệu ta thể nhận ra xu hướng giảm trong tỷ số NPM và TAT, tỷ số TAE tương đối ổn định trong giai đoạn 2010-2015.

Vì thế sự sụt giảm ROE có thể nhận thấy do giảm khả năng sinh lời và giảm hiệu quả sử dụng tài sản của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú.

3.2.2.2. Xác định vị thế công ty trong ngành cao su

Để phân tích vị thế của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú trong ngành ta so sánh chỉ số của DPR với các cổ phiếu trong ngành và giá trị trung bình của ngành.

Trong luận văn đề tác giả sử dụng dữ liệu của 5 cổ phiếu có vốn hóa lớn niêm yết trên sơ giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh là DPR, PHR, TRC, HRC và VHG để so sánh và xây dựng nên chỉ số ngành cao su thiên nhiên.

Chỉ số trung bình ngành được tác giả lấy từ bình quân gia quyền của các cổ phiếu thành phần với quyền số là tỷ lệ vốn hóa trung bình qua các năm theo tỷ lệ dưới đây:

Bảng 3.6: Tỷ lệ vốn hóa các công ty sản xuất cao su tự nhiên giai đoạn 2010-2015

STT	Cổ phiếu	2015	2014	2013	2012	2011	2010
1	DPR	27%	28%	42%	35%	32%	30%
2	PHR	29%	35%	31%	34%	33%	35%
3	TRC	12%	16%	18%	18%	20%	22%
4	HRC	14%	12%	8%	11%	12%	9%
5	VHG	16%	9%	1%	1%	3%	4%
TỔNG CỘNG		100%	100%	100%	100%	100%	100%

(Nguồn: Tác giả tự tính toán căn cứ số liệu giá cổ phiếu và số lượng cổ phiếu lưu hành thực tế của các cổ phiếu giai đoạn 2010-2015)

Bảng 3.7: Chỉ số bình quân ngành cao su

Chỉ tiêu	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Doanh thu	762,678	956,537	1,203,189	1,461,289	1,772,367	1,235,884
Lợi nhuận	129,580	190,188	318,095	467,099	647,403	363,304
ROE	6.67%	10.45%	15.98%	26.91%	47.94%	37.35%
ROA	5.03%	7.78%	11.94%	19.57%	33.27%	24.96%
ROIC	6.34%	9.96%	15.27%	25.92%	46.60%	36.99%
NP	16.99%	19.88%	26.44%	31.96%	36.53%	29.40%

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

Bảng 3.8: So sánh chỉ tiêu các công ty năm 2015

Cổ phiếu	Doanh thu (triệu đồng)	Lợi nhuận (triệu đồng)	ROE	NPM	TAT	ROA	TAE
DPR	855,266	155,648	5.85%	18.20%	25.51%	4.64%	125.91%
VHG	659,671	75,574	5.68%	11.46%	44.57%	5.11%	111.25%
PHR	1,227,284	215,041	9.57%	17.52%	36.48%	6.39%	149.79%
HRC	94,472	30,504	5.90%	32.29%	13.32%	4.30%	137.12%
TRC	362,947	54,788	3.83%	15.10%	22.43%	3.39%	113.21%
Trung bình ngành	762,678	129,580	6.67%	16.99%	29.59%	5.03%	132.71%

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

Qua bảng so sánh các chỉ tiêu cơ bản của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú với chỉ số trung bình ngành và chỉ số của các công ty trong ngành cao su tự nhiên trong năm 2015 có thể thấy một số điểm như sau:

- ROE_{DPR} đứng sau ROE_{PHR} và ROE_{HRC}

So với HRC, DPR có ROE thấp hơn không đáng kể mặc dù khả năng sinh lời sinh lời (chỉ số NPM) của HRC bằng 32% lớn hơn tương đối nhiều so với mức 18.20% của DPR tuy nhiên hiệu quả sử dụng tài sản (TAT) của HRC ở mức 13.32% lại thấp hơn so với DPR ở mức 25.51%. Sự tăng lên của NPM chịu ảnh hưởng nhiều từ giá cao su tự nhiên hiệu quả sử dụng tài sản do nội tại công ty do đó trong tương lai gần HRC có khả năng cơ cấu lại tài sản để tăng mức độ sinh lời với tốc độ nhanh hơn DPR. Tuy nhiên với vốn hóa thấp bằng 1/3 so với DPR, HRC còn cần thời gian tăng trưởng lâu dài để có thể đạt quy mô như DPR.

So với PHR, DPR có ROE thấp hơn đáng kể so với PHR ($ROE_{PHR} = 9.57\%$ trong khi đó $ROE_{DPR} = 5.85\%$), từ bảng dữ liệu ta có thể thấy tuy khả năng sinh lời của DPR cao hơn tuy nhiên PHR sử dụng tài sản hiệu quả và có đòn bẩy tài chính lớn hơn. Trong ngành cao su tự nhiên DPR và PHR là cổ phiếu của hai công ty có quy mô tương đương nhau với khả năng sinh lời vượt trội của PHR vị thế của DPR trong tương lai có thể sẽ bị ảnh hưởng về lâu dài. Tuy nhiên với tỷ lệ đòn bẩy tài

chính ở mức tương đối thấp DPR có thể thay đổi khoảng cách này bằng cách sử dụng đòn bẩy tài chính cũng như cơ cấu lại chi phí nâng cao hiệu quả sử dụng tài sản theo định hướng cắt giảm chi phí của ngành cao su tự nhiên.

Bảng 3.9: So sánh các chỉ tiêu của DPR và trung bình ngành theo giai đoạn

Năm	DPR			Trung bình ngành		
	Doanh thu (triệu đồng)	NP	ROE	Doanh thu (triệu đồng)	NP	ROE
2010	1,028,421	38.36%	36.88%	1,235,884	29.40%	37.35%
2011	1,837,202	43.71%	50.29%	1,772,367	36.53%	47.94%
2012	1,376,951	39.09%	25.61%	1,461,289	31.96%	26.91%
2013	1,100,122	33.44%	14.76%	1,203,189	26.44%	15.98%
2014	938,682	22.79%	7.96%	956,537	19.88%	10.45%
2015	855,266	18.20%	5.85%	762,678	16.99%	6.67%

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp từ Báo cáo tài chính của các công ty thuộc ngành cao su tự nhiên)

Trong giai đoạn 2010-2015, ta thấy NP, ROE của DPR và trung bình ngành đều tương ứng giảm tuy nhiên NP của DPR luôn ở mức cao hơn so với trung bình ngành nhưng lại có ROE thấp hơn trong những năm gần đây như đã phân tích về PHR trong năm 2015 (PHR chiếm trọng số lớn ảnh hưởng tới ngành cao su tự nhiên) sự thấp hơn này do DPR có đòn bẩy tài chính và vòng quay sử dụng tài sản thấp hơn. Để đạt được mức ROE bằng và vượt mức trung bình ngành DPR cần sử dụng đòn bẩy tài chính và tối ưu hiệu quả sử dụng tài sản.

3.2.2.3. Phân tích điểm mạnh điểm yếu công ty

Từ các thông tin đã trình bày, ta thiết lập ma trận SWOT cho Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú thể hiện như sau:

Bảng 3.10: Phân tích SWOT của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú

S	O
<ul style="list-style-type: none"> - Vườn cao su cơ cấu trẻ đảm bảo năng suất khai thác mù mức cao (trên 2 tấn/ha) vào giai đoạn tới - Nhà máy sản xuất mù hiện đại - Dự trữ tiền đảm bảo trả cổ tức đều cho cổ đông. - Tỷ lệ sử dụng đòn bẩy thấp (rủi ro tài chính thấp) 	<ul style="list-style-type: none"> - Diện tích vườn cao su của công ty con tại Campuchia đưa vào khai thác - Giá cao su phục hồi - Hiệp định thương mại giảm thuế cho các sản phẩm cao su - Đầu tư vào các công ty sản xuất sản phẩm từ cao su và gỗ cao su tăng chuỗi giá trị
W	T
<ul style="list-style-type: none"> - Lợi nhuận trên vốn chủ thấp hơn đối thủ cạnh tranh trong ngành - Giá cao su thành phẩm phụ thuộc hoàn toàn vào giá cao su thế giới - Rủi ro thanh khoản cao do khối lượng và giá trị giao dịch thấp 	<ul style="list-style-type: none"> - Tăng chi phí sử dụng đất - Rủi ro của thị trường tiêu thụ Trung Quốc - Yêu cầu cao của thị trường châu Âu

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

- Điểm mạnh(S):

+/ Công ty có diện tích trồng cao su trên 10,000 ha, năm 2015 đưa vào khai thác 7,255 ha trong đó vườn cao su có cơ cấu trẻ cụ thể 28% có độ tuổi từ 1-10 năm, 32% có độ tuổi từ 11-15 năm, 40% có độ tuổi từ 16-21 năm. Như đã trình bày về vòng đời cây cao su với tỷ lệ cơ cấu như trên giúp Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú đảm bảo được năng suất khai thác mù cao su cao trong thời gian tới.

+/ Hiện tại công ty có 2 nhà máy sản xuất chế biến mù cao su với công nghệ hiện đại đảm bảo năng suất sản xuất mù thành phẩm cũng như chất lượng từ đó có thể duy trì cạnh tranh tốt và giá bán nguyên liệu tại mức cao so với các công ty trong ngành.

+/ Theo báo cáo tài chính dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trong Quý II và Quý III/2016 tăng mạnh do giảm các khoản phải thu. Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú duy trì mức trả cổ tức cao qua các năm do có lượng tiền mặt duy trì đảm bảo.

+/ Tỷ lệ sử dụng đòn bẩy thấp có nhiều tiềm năng tăng trưởng khi có nhu cầu sử dụng vốn vay

- Điểm yếu (W):

+/ Khả năng sinh lời trên vốn chu thấp hơn các đối thủ cạnh tranh trong ngành (đã trình bày trong phần phân tích báo cáo tài chính).

+/ Giá cao su thành phẩm phụ thuộc hoàn toàn vào giá cao su thế giới do Việt Nam hiện đang là quốc gia có lượng cao su xuất khẩu lớn thứ 4 thế giới với thị phần xuất khẩu khoảng 10%. Ba quốc gia Thái Lan, Malaysia và Indonesia, thuộc Hội đồng Cao su Quốc tế Ba bên (ITRC) cung cấp đến 67% tổng sản lượng cao su toàn cầu. Do vậy, các công ty của Việt Nam không tạo được ảnh hưởng lên mức giá cao su thế giới.

+/ Rủi ro thanh khoản của cổ phiếu cao do khối lượng giao dịch tương đối thấp trung bình vào khoảng 14,000 cổ phiếu/phiên tương đương giá trị giao dịch khoảng 420 triệu đồng. Vì thế khó thu hút được nhà đầu tư có vốn lớn giải ngân vào cổ phiếu.

- Cơ hội (O):

+/ Diện tích vườn cao su tại Campuchia của công ty con là Công ty CP Cao su Đồng Phú Kratie con bắt đầu đưa vào khai thác tổng diện tích cao su là 6,300 ha trong đó đưa vào khai thác năm 2016 khoảng 3,000 ha các năm tiếp theo diện tích trồng năm 2008 và 2009 có thể đưa vào khai thác với năng suất vườn cây mới khoảng 1,5 tấn/ha.

+/ Giá cao su phục hồi từ đầu năm 2016 đến nay do nhiều nguyên nhân: Cắt giảm sản lượng của các nước xuất khẩu cao su chính, hiện tượng thời tiết bất lợi cho cây cao su

+/ Trong các quốc gia thành viên TPP, chỉ có Việt Nam và Malaysia là những nước sản xuất xuất khẩu cao su hàng đầu thế giới. Theo đó nhập khẩu sản phẩm cao su Việt Nam vào các quốc gia thành viên TPP được hưởng ưu đãi thuế 0%, mang lại lợi thế cạnh tranh cho Việt Nam so với một số quốc gia sản xuất xuất khẩu cao su hàng đầu là Thái Lan và Indonesia. Khi đó ngành cao su nguyên liệu sẽ

được các nhà đầu tư ngoại quan tâm đầu tư, cao su Việt Nam có cơ hội tham gia chuỗi cung ứng cao su toàn cầu qua liên kết với các đối tác lớn. Một số công ty sản xuất lốp lớn của nước ngoài cũng đã đón đầu cơ hội tận dụng ưu đãi thuế suất như Bridgestone (Nhật Bản), Kumho (Hàn Quốc), Sailun (Trung Quốc).

+/ Sản xuất và cung cấp các sản phẩm từ cao su và gỗ cao su

- Thách thức (T):

+/ Tăng thuế sử dụng đất tăng chi phí của công ty trồng cao su

+/ Rủi ro từ thị trường Trung Quốc: tốc độ tăng trưởng kinh tế của Trung Quốc có xu hướng giảm trong những năm tới, nhu cầu sản xuất ô tô giảm xuống do ảnh hưởng từ các luật cấm ô tô lưu thông do ô nhiễm không khí quá nặng, thuế chống phá giá các mặt hàng sản phẩm của Trung Quốc vào thị trường Mỹ.

+/ Yêu cầu kỹ thuật, nguồn gốc xuất xứ hàng hóa khi gia nhập vào các thị trường mới có các tiêu chuẩn khắt khe như các nước ở châu Âu

3.3. Thiết lập các dự phóng, giả định phục vụ cho các mô hình định giá

3.3.1. Dự phóng doanh thu và ước lượng biên độ lợi nhuận

Bảng 3.11: Các tham số sử dụng dự phòng doanh thu và lợi nhuận biên của DPR

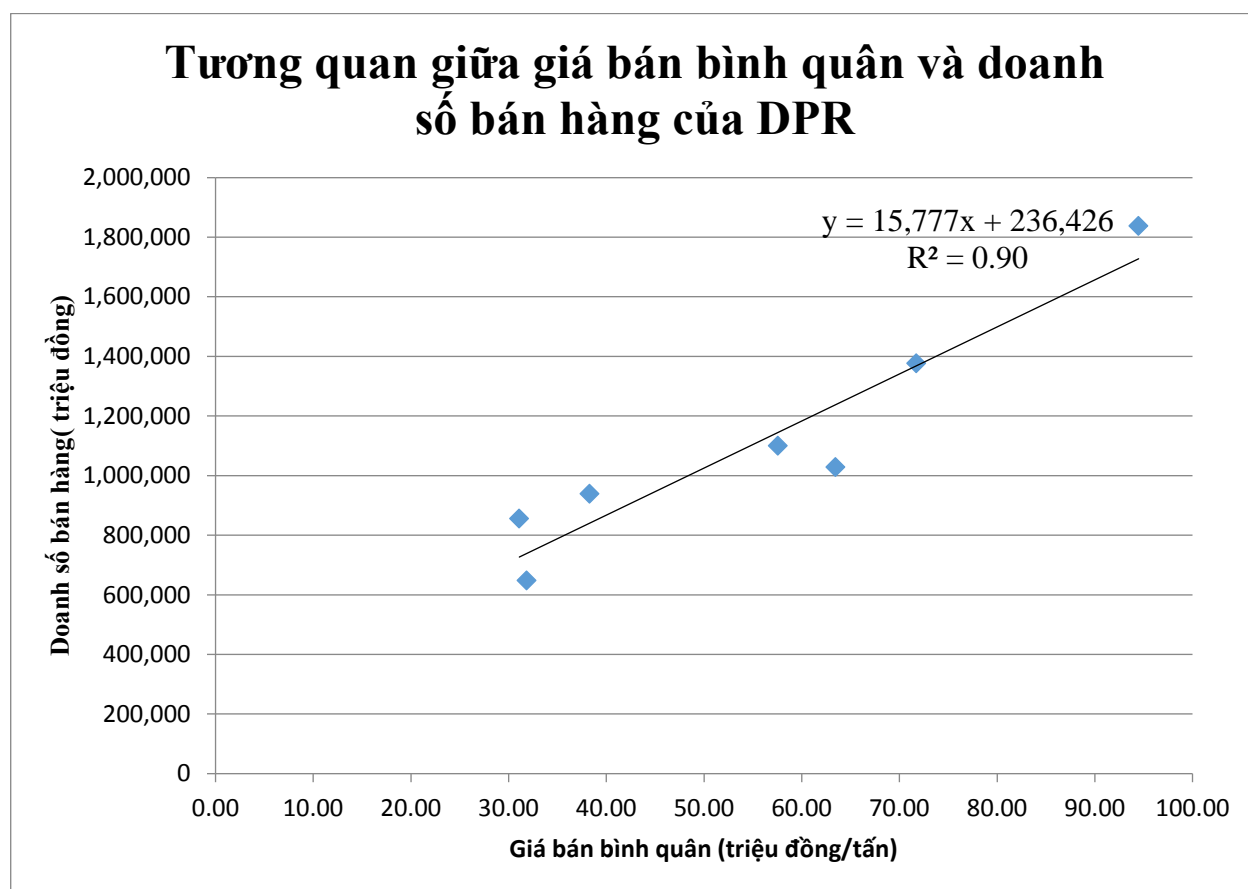
STT	Chỉ tiêu	ĐVT	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	Diện tích vườn cây	Ha	7,553	7,245	7,236	7,121	7,502	7,495	7,255
2	Sản lượng khai thác	Tấn	17,030	16,134	15,739	16,368	16,323	16,307	15,479
3	Năng suất bình quân	Tấn/ha	2.25	2.23	2.18	2.30	2.25	2.20	2.10
4	Sản lượng tiêu thụ	Tấn	19,593	19,470	19,267	19,267	19,107	20,316	18,624
5	Giá bán bình quân	Trđ/tấn	31.87	63.47	94.49	71.74	57.57	38.29	31.10
6	Tổng doanh thu	Tỷ đồng	648,310	1,028,421	1,837,202	1,376,951	1,100,122	938,682	855,266
7	Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	210,760	394,508	802,964	538,259	367,858	213,946	155,648
8	P/E	Lần		3.55	2.17	2.33	4.38	7.07	8.71

(Nguồn: Báo cáo thường niên và báo cáo tài chính Công ty Cổ phần Cao su Đông

Phú 2009-2015)

Do giá bán các sản phẩm là yếu tố quyết định giá cao su tăng hay giảm chính là yếu tố quan trọng trong doanh thu bán hàng cũng như biên độ lợi nhuận vì thế ta sử dụng dữ liệu giá bán bình quân để tìm ra tương quan của giá bán với doanh thu và biên độ lợi nhuận ròng.

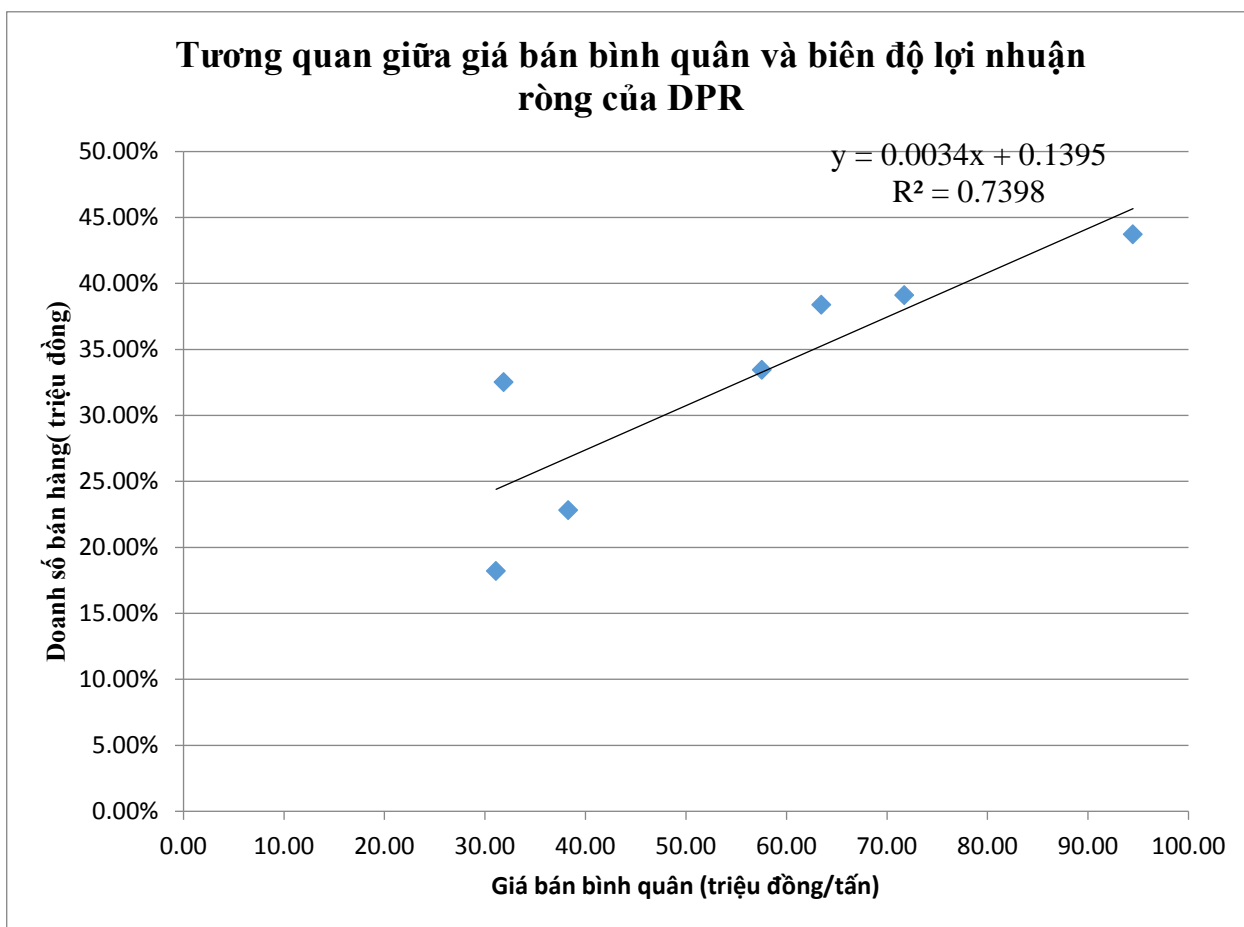
Với dữ liệu lịch sử thu thập được, ta có tương quan giữa giá bán bình quân và doanh thu của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú thể hiện theo hàm số tương quan sau:



Biểu đồ 3.9: Mối tương quan giữa Doanh thu và Giá bán bình quân của DPR

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)

Từ kết quả hồi quy hai biến số, với độ tin cậy 90% ta có thể dự phóng doanh thu của DPR theo công thức: $\text{Doanh thu} = 15,777 \times \text{Giá bán bình quân} + 236,426$ (triệu đồng)



Biểu đồ 3.10: Mối tương quan giữa Biên lợi nhuận ròng và Giá bán bình quân của DPR

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)

Tương tự với với mức tin cậy $R^2 = 0.74$, ta có thể dự phóng biên độ lợi nhuận ròng của DPR theo công thức

$NPM = 0.0034 \times \text{Giá bán bình quân} + 0.1395$, tuy nhiên với mức tin cậy 0.74, biên độ lợi nhuận biên khi áp dụng tương đối cao vì thế phù hợp hơn với các ước tính tác giả sử dụng tỷ lệ 85% của biên lợi nhuận ròng cho 2 năm 2016 và 2017 sau đó với kỳ vọng cơ cấu lại chi phí của DPR đạt hiệu quả sẽ làm cho NPM tăng nhanh hơn theo đúng mô hình hồi quy.

Với các phân tích đã trình bày, tác giả có cơ sở lập ra giả định giá cao su đã chạm đáy trong năm 2016 và tiếp tục phục hồi với tốc độ tăng trưởng ổn định ước tính là 2%/ năm Ta có bảng ước tính dự phóng các yếu tố như sau:

Bảng 3.12: Dự phóng các tham số cho mô hình định giá

Năm	2015	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
Giá bán bình quân (triệu đồng/ tấn)	31.80	32.44	33.08	33.75	34.42	35.11
Doanh thu thuần (triệu đồng/ tấn)	855,266	748,169	758,404	768,843	779,492	790,353
NPM	18.20%	21.23%	21.42%	25.42%	25.65%	25.89%
NP (triệu đồng/ tấn)	155,648	158,847	162,442	195,469	199,965	204,601
EPS (đồng/cổ phiếu)	3620	3694	3778	4546	4650	4758

3.3.2. Ước tính hệ số nhân thu nhập P/E**Bảng 3.13: Dữ liệu lịch sử hệ số nhân thu nhập (P/E)**

Cổ phiếu	2015	2014	2013	2012	2011	2010
DPR	8.71	7.07	4.38	2.33	2.17	3.55
VHG	17.57	8.77	3.01	-	-	55.88
PHR	8.01	6.89	4.15	2.15	2.10	3.28
HRC	16.91	9.56	6.17	5.18	4.39	3.48
TRC	12.96	7.22	4.08	1.90	2.57	3.82
Trung bình ngành	11.65	7.49	4.39	2.48	2.42	5.62

(Nguồn: Tác giả tự tính trên số liệu báo cáo tài chính của các công ty)

Theo số liệu lịch sử, hệ số P/E của các công ty ngành cao su có xu hướng tăng trong giai đoạn 2011-2015, sự tăng của P/E có thể dễ nhận ra nguyên nhân do tốc độ giảm của EPS nhanh hơn của giá cổ phiếu.

Cũng theo dữ liệu DPR ở mức thấp hơn các cổ phiếu trong ngành sự thấp hơn này có thể giải thích từ khi ta viết lại công thức tính P/E như sau

$$P/E = \frac{D \times (1+g)}{E(k-g)}, \text{ trong đó } g = RR \times ROE = RR \times NPM \times TAT \times TAE$$

Bảng 3.14: Dữ liệu so sánh DPR và trung bình ngành

Đơn vị tính: Triệu đồng

Cổ phiếu	Doanh thu	Lợi nhuận	P/E	ROE	NPM	TAT	ROA	TAE
DPR	855,266	155,648	8.71	5.85%	18.20%	25.51%	4.64%	125.91%
Trung bình ngành	762,678	129,580	11.65	6.67%	16.99%	29.59%	5.03%	132.71%

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)

Qua phân tích trên có thể nhận ra P/E của DPR thấp hơn các cổ phiếu trong ngành nguyên chính do: Tỷ lệ chi trả cổ tức cao khiến g bị âm, ROE thấp hơn trung bình ngành do hiệu quả sử dụng tài sản và đòn bẩy tài chính thấp hơn.

Xu hướng trên có sự thay đổi khi DPR tập trung đầu tư vào các dự án cao su mới cũng như đầu tư vào các công ty con sản xuất sản phẩm từ cao su khi đó nhu cầu vốn sẽ tăng đòn bẩy tài chính từ đó giải định khả năng P/E của DPR sẽ tiến tới gần P/E của ngành cao su

Với giả định giá cao su tăng ổn định trong giai đoạn sắp tới sẽ kéo theo sự tăng trưởng ổn định của EPS, với dữ liệu P/E quá khứ việc giá giảm ít hơn EPS khiến tỷ số P/E trong quá khứ tăng cao. Tuy nhiên, trong giai đoạn 2011-2015 giá cao su giảm mạnh và đột ngột vì trong khi giá cổ phiếu cao su về dài hạn là phản ánh các yếu tố tiềm năng phát triển, rủi ro của ngành lại mang tính ổn định hơn. Vì thế tác giả dự báo trong giai đoạn EPS tăng chậm và ổn định hệ số P/E ngành sẽ tăng tương ứng hoặc cao hơn do các khoản đầu tư vào các công ty cao su trở nên hấp dẫn sẽ làm giá cổ phiếu tăng nhanh hơn nhưng không nhiều do ít có khả năng thu được các khoản lợi nhuận lớn vượt kỳ vọng trong thời gian ngắn do dư thừa nguồn cung cao su thế giới vẫn còn cao vậy dự báo P/E ngành cao su tương lai trong biên độ từ 12 – 14.

3.4 Ước tính giá trị nội tại cổ phiếu DPR

Từ báo cáo tài chính của công ty giai đoạn từ 2010-2015, và các ước tính đã phân tích phân trên ta có bảng tính sau:

Bảng 3.15: Dữ liệu đầu vào áp dụng ước tính giá trị cổ phiếu sử dụng các phương pháp chiếu khấu dòng tiền

Đơn vị tính: Triệu đồng

Năm	Cổ tức đồng/ cổ phiếu	Lợi nhuận thuần	Chi phí khấu hao	Chi tiêu vốn	Thay đổi vốn lưu động ko gồm tiền mặt	Trả nợ gốc	Nợ mới	FCFE	Lãi vay	Lợi nhuận trước thuế	EBIT	Thuê TNDN	Thuế suất	FCFF	100 %- thuế suất	Kỳ
2010	3,000	394,508	32,841	-80,527	96,874	-265,967	113,700	291,429	8,890	433,410	442,300	38,901	9.0%	451,789	91.0%	1
2011	5,000	802,964	35,068	-131,978	-180,337	-105,000	101,984	522,701	2,546	871,211	873,757	68,248	7.8%	528,063	92.2%	2
2012	4,000	538,259	42,830	-150,428	-167,605	-17,499	43,500	289,057	3,060	588,719	591,779	50,459	8.6%	265,855	91.4%	3
2013	4,000	367,858	52,406	-253,189	-27,907	-417,730	414,968	136,406	12,286	408,624	420,910	40,766	10.0%	150,228	90.0%	4
2014	3,000	213,946	56,834	-168,422	31,354	-611,562	691,418	213,568	4,423	256,199	260,622	42,253	16.5%	137,406	83.5%	5
2015	5,000	155,648	53,480	-146,572	98,444	-179,983	196,051	177,068	2,451	190,281	192,732	34,633	18.2%	163,005	81.8%	6
2016E	3,500	158,847	53,480	-170,000	35,000	-100,000	150,000	127,327	3,000	186,879	189,879	28,032	15.0%	79,877	85.0%	7

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)

3.4.1. Vận dụng phương pháp ước tính dòng cổ tức

3.4.1.1 Ước tính tốc độ tăng trưởng cổ tức (g)

a, Tính tốc độ tăng trưởng cổ tức trung bình giai đoạn 2010 – 2015 của DPR là

Với $D_0 = 3,000$ đ vào năm 2010 và $D_5 = 5,000$ đ vào năm 2015 ta có

$$\text{Tốc độ tăng trưởng cổ tức trung bình} = \sqrt[5]{\frac{D_5}{D_0}} - 1 = \sqrt[5]{\frac{5,000}{3,000}} - 1 = 10.7\%$$

b, Ước tính tốc độ tăng trưởng cổ tức trong tương lai

Với công thức Tốc độ tăng trưởng cổ tức (g) = Tỷ lệ phân tích lợi nhuận (RR) x Lợi nhuận trên vốn cổ phần (ROE)

Sử dụng dữ liệu 2015 của cổ phiếu DPR ta có RR= -38% và ROE = 5.85%

Khi đó $g = -38\% \times 5.85\% = -2.23\%$

Ta nhận thấy tại năm 2015 cổ phiếu DPR đang có ROE thấp nhất trong giai đoạn 2010-2015 và do hiệu quả sử dụng vốn không cao nên DPR đã sử dụng toàn bộ lợi nhuận trong năm để chi trả cho công đồng.

Việc sử dụng $g = 10.7\%$ là không hợp lý do nhìn vào lịch sử chi trả cổ tức của DPR sẽ thấy việc chọn mốc thời gian khác nhau sẽ cho kết quả g hoàn toàn khác ví dụ lấy mốc tại năm 2011 tỷ lệ tăng trưởng sẽ bằng 0%,

Việc sử dụng $g = -2.23\%$ ứng với việc công ty sử dụng phần lợi nhuận để lại để chi trả cổ tức cho cổ đông là việc tạm thời trong giai đoạn gặp khó khăn (việc dành tiền đầu tư mở rộng quy mô sản xuất không hiệu quả) với kỳ vọng giá cao su tăng bền vững trong tương lai (hiện tại giá cao su đã hồi phục) từ đó giúp ROE trong tương lai sẽ tăng cũng như RR trong tương lai sẽ tăng lên do công ty ưu tiên việc tái đầu tư khi giá cao su phục hồi hơn là chi trả cho cổ đông. Do đó thể tác giả sử dụng giả định về tốc độ tăng trưởng cổ tức của DPR như sau:

- Cổ tức năm 2016: Dựa vào lịch sử chi trả cổ tức của công ty và EPS dự phóng tại các phần trước là 3.694đ/cổ phiếu, dự báo mức chi trả cổ tức năm 2016 là 3500 đ/cổ phiếu, công ty bắt đầu tăng tỉ lệ tái đầu tư
- Giai đoạn đầu: Tỷ lệ tăng trưởng cổ tức tăng dần do EPS tăng khiến tỷ lệ chi trả cổ tức, nhu cầu tái đầu tư của công ty phục hồi, giai đoạn này diễn ra trong 7 năm với

tốc độ tăng trưởng tăng từ 1% lên 4%, trong giai đoạn này công ty thực hiện cơ cấu lại chi phí, phát triển diện tích cao su của các dự án của công ty con và hoàn thiện chuỗi giá trị sản phẩm cao su (chi tiết trong bảng ước tính số liệu dưới đây)

- Giai đoạn tăng trưởng ổn định: Dòng cổ tức sẽ giữ được mức tăng trưởng ổn định 4% trong dài hạn.

3.4.1.2 Ước tính tỷ lệ sinh lời vốn chủ sở hữu (k)

Để xác định k ta dựa vào mô hình CAPM: $k = R_f + \beta(R_m - R_f)$

Với R_f là lãi suất phi rủi ro thị trường áp dụng trong trường hợp này ta sẽ lấy số liệu lãi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm của Việt Nam tại thời điểm tháng 11/2016 là $R_f = 6.22\%$ (Nguồn: www.asianbondsonline.adb.org)

R_m là lãi suất thị trường vốn Việt Nam trong trường hợp này chúng ta vận dụng lãi suất của thị trường vốn Việt Nam với mức đánh giá tín nhiệm B1 do Moody công bố tính đến thời điểm 1/7/2016 là $R_m = 13.3\%$

β hệ số đo mức độ rủi ro của hệ thống, do DPR niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh nên ta sẽ sử dụng chỉ số Vnindex để tính β , khi đó:

$$\beta = \frac{Cov_{DPR, Vnindex}}{\sigma_{Vnindex}^2}$$

Sử dụng dữ liệu giá cổ phiếu DPR và Vnindex giai đoạn 2010-2016 để tính β ta có

+/ Sử dụng số liệu theo tỷ lệ lợi nhuận theo tháng từ 1/2010 đến tháng 11/2011 với 83 quan sát ta tính được $\beta = 0.33$

+/ Sử dụng số liệu tỷ lệ lợi nhuận theo ngày từ 04/01/2010 đến 04/11/2016 với 1709 quan sát ta tính được $\beta = 0.45$

Tuy nhiên do thanh khoản DPR tương đối thấp nên việc sử dụng số liệu ngày có nhiều sai lệch hơn so với số liệu tháng vì thế để vận dụng ước tính giá trị cổ phiếu chúng ta sử dụng $\beta = 0.33$

Sử dụng $R_f = 6.22\%$, $R_M = 13.3\%$ và $\beta = 0.33$

Khi đó $k = 8.5\%$

Ta có bảng tính giá trị dòng cổ tức của DPR như sau:

Bảng 3.16: Tính giá trị dòng cổ tức theo giả định từ 2016-2024

Năm	g	k	D (đồng/cổ phiếu)	PV (đồng/cổ phiếu)
2016			3,500	3,500
2017	1.0%	8.5%	3,535	3,258
2018	2.0%	8.5%	3,606	3,063
2019	2.0%	8.5%	3,678	2,879
2021	3.0%	8.5%	3,788	2,733
2022	3.0%	8.5%	3,902	2,595
2023	3.0%	8.5%	4,019	2,463
2024	4.0%	8.5%	4,180	2,361
Tổng cộng				22,853

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)

Giai đoạn tăng trưởng ổn định

$$P_{2024} = \frac{4,180 \times (1.04)}{0.085 - 0.04} = 96,595 \text{ đồng}$$

Tổng giá trị cổ phiếu của DPR tại thời điểm 2016 với tỷ lệ chiết khấu là 8.5% sẽ là

$$P_{2016} = 22,331 + \frac{P_{2024}}{(1+8.5\%)^8} = 22,853 + 50,294 = \mathbf{73,147 \text{ đồng.}}$$

3.4.2. Vận dụng phương pháp chiết khấu giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (FCFE)

Áp dụng công thức $FCFE = \text{Lợi nhuận ròng} + \text{Chi phí khấu hao} - \text{Chi tiêu vốn} - \text{Thay đổi vốn lưu động} - \text{Trả nợ gốc} + \text{Phát hành nợ mới}$

Trong đó chỉ tiêu Thay đổi vốn lưu động được tính từ

- Thay đổi trong tài sản ngắn hạn gồm: các khoản phải thu, hàng tồn kho và tài sản ngắn hạn khác

- Thay đổi trong các khoản phải trả ngắn hạn (nợ chiếm dụng, nợ tích lũy không phải trả lãi).

3.4.2.1 Tính tốc độ tăng trưởng FCFE

Với các dự phóng về doanh thu lợi nhuận cùng các ước lượng của những tham số khác theo bảng tính trên ta có:

$$FCFE_{2016} = 127,327 \text{ triệu đồng}$$

Với giả định về tốc độ và ước tính tỷ suất chiết khấu tương tự phương pháp DDM ta có bảng tính giá trị dòng tiền vốn chủ sở hữu là:

Bảng 3.17: Tính giá trị dòng tiền vốn chủ sở hữu 2016-2024

Đơn vị tính: Triệu đồng

Năm	g	k	FCFE	PV
2016			127,327	127,327
2017	1.0%	8.5%	128,601	118,526
2018	2.0%	8.5%	131,173	111,425
2019	2.0%	8.5%	133,796	104,750
2021	3.0%	8.5%	137,810	99,440
2022	3.0%	8.5%	141,944	94,399
2023	3.0%	8.5%	146,203	89,614
2024	4.0%	8.5%	152,051	85,898
Tổng cộng				831,381

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)

Giai đoạn tăng trưởng ổn định

$$FCFE_{\text{ổn định}} = \frac{152,051 \times (1.04)}{0.085 - 0.04} = 3,514,064 \text{ triệu đồng}$$

Tổng giá trị vốn chủ của DPR tại thời điểm 2016 với tỷ lệ chiết khấu là 8.5% sẽ là

$$\text{Giá trị vốn chủ} = 831,381 + \frac{FCFE_{\text{ổn định}}}{(1+8.5\%)^B} = 831,381 + 1,829,666 = \mathbf{2,661,047}$$

triệu đồng.

$$P_{2016} = \frac{2,661,047}{43 - 1.85} = 64,667 \text{ đồng/cổ phiếu}$$

3.4.3. Vận dụng phương pháp chiết khấu giá trị hiện tại của dòng tiền tự do của công ty (FCFF)

3.4.3.1 Tính tốc độ tăng trưởng dòng tiền hoạt động

$$\text{Tỷ lệ tăng trưởng } g = \text{RR} \times \text{ROIC}$$

$$\text{Trong đó } \text{RR}_{2015} = -38\%, \text{ ROIC}_{2015} = 5.13\%$$

Do đó $g = -1.9\%$ với tốc độ tăng trưởng tương đương với DDM và FCFE tại thời điểm 2015, ta giả định FCFF có mô hình tăng trưởng giống 2 mô hình trên với tỷ suất chiết khấu là WACC.

3.4.3.2 Tính chi phí sử dụng vốn trung bình (WACC)

Ta có $WACC = W_E k + W_D i$

Trong đó $k = 8.5\%$

Với lãi cho vay hiện hành phổ biến của các Ngân hàng thương mại tại thời điểm hiện nay là 8%, cùng với mức thuế suất ưu đãi của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú trong lĩnh vực sản xuất nông nghiệp là 15% ta có

$$i = 0.08 \times (1 - 0.15) = 0.068 = 6.8\%$$

a, Sử dụng giá trị sổ sách của DPR căn cứ báo cáo tài chính Quý III/2016

Ta có Tổng giá trị vốn là: 2.603.061 trđ (77%)

Tổng giá trị nợ là: 776.243 trđ (23%)

Khi đó $WACC = 0.23 \times 6.8\% + 0.77 \times 8.5\% = 8.1\%$

b, Sử dụng giá thị trường của DPR

Tại thời điểm tháng 11/2016 chỉ số P/BV của DPR đạt 63.27%

Khi đó $W_E = 68\%$ và $W_D = 32\%$ vậy $WACC = 0.32 \times 6.8\% + 0.68 \times 8.5\% = 7.9\%$

Lựa chọn để xác định các ước tính về giá trị cổ phiếu tác giả sử dụng mức trung bình của 2 phương pháp tính WACC là 8%.

Ước tính $FCFF_{2016} = 79.887$ triệu đồng ta có bảng tính giá trị dòng tiền tự do công ty là:

Bảng 3.18: Tính giá trị dòng tiền tự do của công ty 2016-2024

Năm	g	WACC	FCFF (triệu đồng)	PV (triệu đồng)
2016			79,877	79,877
2017	1.0%	8.0%	80,676	74,700
2018	2.0%	8.0%	82,290	70,550
2019	2.0%	8.0%	83,936	66,631
2021	3.0%	8.0%	86,454	63,546
2022	3.0%	8.0%	89,047	60,604
2023	3.0%	8.0%	91,719	57,798
2024	4.0%	8.0%	95,387	55,658

Năm	g	WACC	FCFF (triệu đồng)	PV (triệu đồng)
Tổng cộng				529,365

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)

Giai đoạn tăng trưởng ổn định

$$FCFF_{\text{ổn định}} = \frac{95,387 \times (1.04)}{0.08 - 0.04} = 2,480,073 \text{ triệu đồng}$$

Tổng giá trị công ty của DPR tại thời điểm 2016 với tỷ lệ chiết khấu là 8 % sẽ là

$$\text{Giá trị vốn chủ} = 529,365 + \frac{FCFF_{\text{ổn định}}}{(1+8\%)^8} = 529,365 + 1,339,906 = \mathbf{1,869,271}$$

triệu đồng.

Với giá trị nợ trên báo cáo tài chính Quý III/2016 của DPR là: 776,243 trđ

Giá trị công ty ước tính là: 1,093,028 triệu đồng

Với 43 triệu cổ phiếu đang lưu hành giá cổ phiếu DPR ước tính là: $P_{2016} = \frac{1,093,028}{43 - 1.85} = \mathbf{26.562 \text{ đồng/cổ phiếu}}$

3.4.4. Vận dụng phương sử dụng tỷ số giá trên thu nhập (P/E)

Bảng 3.19: Dự phóng các chỉ tiêu giai đoạn 2015-2020

Năm	2015	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	31.80	32.44	33.08	33.75	34.42	35.11
Doanh thu thuần (triệu đồng)	855,266	748,169	758,404	768,843	779,492	790,353
NPM	18.20%	21.23%	21.42%	25.42%	25.65%	25.89%
NP	155,648	158,847	162,442	195,469	199,965	204,601
EPS (đồng/ cổ phiếu)	3,620	3,694	3,778	4,546	4,650	4,758

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)

Với các giả định đã thiết lập và dự phóng hệ số P/E ngành cao su là từ 12-14 với lập luận P/E_{DPR} sẽ tiến tới mức P/E của ngành tuy nhiên với dữ liệu lịch sử có

thể thấy P/E_{DPR} thường thấp hơn nên ta sẽ lấy biên độ từ 11-13 của hệ số P/E ước tính giá trị DPR.

- Với $P/E = 11$, $EPS_{2016} = 3,694$, $P_{2016} = 40,6434$ đồng/cổ phiếu

- Với $P/E = 12$, $EPS_{2016} = 3,694$, $P_{2016} = 44,328$ đồng/cổ phiếu

- Với $P/E = 13$, $EPS_{2016} = 3,694$, $P_{2016} = 48,022$ đồng/cổ phiếu

3.5. Những hạn chế khó khăn trong công tác định giá cổ phiếu DPR

3.5.1. Hạn chế, khó khăn của bản thân công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú

- Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú có định hướng kinh doanh phát triển không có nhiều điểm đặc biệt so với ngành kinh doanh có thể giải thích do Tập đoàn Cao su Việt Nam là cổ đông chính vì thế các chính sách phát triển chủ yếu theo xu hướng chung của Tập đoàn Cao su Việt Nam vì thế khó tạo ra được những lợi thế cạnh tranh bền vững từ chiến lược khác biệt hóa so với các công ty khác trong ngành cao su. Vì thế căn cứ thiết lập giả định về tăng trưởng bền vững của công ty không dựa trên những lợi thế cạnh tranh bền vững từ chiến lược khác biệt hóa nên sẽ kém phần chắc chắn hơn.

- Nguồn thông tin về các dự án trồng cao su đang triển khai của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú chưa được thông báo chi tiết cho cổ đông về tiến độ hoàn thành cũng như những khó khăn đang phải gặp phải, trong khi đó các dự án trồng cao su lại là mục tiêu chính được công ty dành nhiều nguồn lực để phát triển nên sẽ tác động rất lớn tới khả năng sinh lời của công ty trong tương lai. Vì thế việc hạn chế các báo cáo về các dự án chính này sẽ làm các nhà đầu tư khó có thể xác định chính xác khả năng phát triển của công ty trong tương lai.

- Tính chính xác trên báo cáo tài chính của các công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung và công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú nói riêng vẫn luôn là một nghi vấn đối với các nhà đầu tư do việc định giá dựa rất nhiều vào các báo cáo tài chính được công bố vì thế nếu tồn tại các thông tin không chính xác hay còn bị che đậy bởi nhà quản lý công ty sẽ dẫn tới việc sai lệch cho các kết quả xác định giá trị nội tại của doanh nghiệp.

3.5.2. Hạn chế, khó khăn của môi trường kinh doanh

- Nhu cầu sử dụng cao su tự nhiên của thị trường trong nước còn hạn chế vì thế tiêu thụ sản phẩm cao su thiên nhiên chủ yếu đến từ thị trường xuất khẩu chính như Trung Quốc, Ấn Độ,... do đó ngành cao su phụ thuộc nhiều vào nền kinh tế của các quốc gia tiêu thụ sản phẩm cao su thiên nhiên này. Mỗi thay đổi từ các nền kinh tế này sẽ gây nên những tác động mạnh mẽ đến khả năng tăng trưởng của các công ty thuộc ngành cao su tự nhiên.

- Sản lượng cao su từ Việt Nam còn thấp nên có tác động không đáng kể tới việc kiểm soát sản lượng xuất khẩu, giá cao su thế giới do đó sự tăng trưởng ổn định của ngành phụ thuộc nhiều bởi chính sách của các quốc gia trong hiệp hội sản xuất cao su.

- Điều kiện thời tiết ảnh hưởng nhiều tới việc khai thác và chất lượng của mủ cao su trong bối cảnh biến đổi khí hậu hiện nay thời tiết khắc nghiệt có thể ảnh hưởng tiêu cực tới việc sản xuất cao su nếu chưa có các biện pháp đề phòng hạn chế các tác động từ thời tiết.

- Tính chu kỳ cao của ngành cao su cũng ảnh hưởng nhiều tới tiềm năng tăng trưởng của công ty khi các chiến lược đầu tư phát triển không phù hợp có thể dẫn tới hiện tượng dư thừa sản phẩm khi giá thấp và khan hiếm sản phẩm khi giá cao gây nên những ảnh hưởng tiêu cực tới tăng trưởng của các công ty trong ngành khi xác định sai chu kỳ ngành.

Tóm tắt chương 3:

Chương 3 của luận văn đã trình bày được quá trình tiến hành và kết quả của việc xác định giá trị nội tại của cổ phiếu DPR theo các phương pháp chiết khấu dòng cổ tức, chiết khấu dòng tiền tự do đối với vốn chủ sở hữu và công ty.

Trong quá trình thực hiện, sau khi giới thiệu về các đặc điểm cơ bản của Công ty Cổ phần Cao su Đồng phú, tác giả đã xác định yếu tố ảnh hưởng chính tới xác định giá trị nội tại của cổ phiếu DPR là giá cao su tự nhiên. Từ đó tiếp tục tiến hành phân tích các yếu tố ảnh hưởng tới giá cao su là: nguồn cung và nhu cầu sử dụng cao su tự nhiên qua một số ảnh hưởng chính về chu kỳ sinh trưởng cây cao su, giá dầu, tiềm năng của các thị trường tiêu thụ, các chính sách, hiệp định liên quan và tác động từ các điều kiện tự nhiên đến cây cao su.

Dựa trên các nhận định liên quan đến ngành cao su, luận văn tiếp tục đi vào phân tích báo cáo tài chính của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú so sánh với các công ty trong cùng ngành kinh doanh từ đó xác định được vị thế công ty trong ngành. Kết hợp các yếu tố ảnh hưởng từ ngành kinh doanh và kết quả phân tích báo cáo tài chính chỉ ra được điểm mạnh, điểm yếu, cơ hội và thách thức đối với Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú.

Với các kết quả thu được trong quá trình phân tích vĩ mô, ngành và nội tại công ty, luận văn thiết lập các giả định và đưa vào mô hình định giá để xác định giá trị nội tại cổ phiếu

CHƯƠNG 4: KIẾN NGHỊ ĐẦU TƯ VÀ MỘT SỐ BÌNH LUẬN VỀ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1. Kiến nghị đầu tư

Từ kết quả trình bày chương 3 ta có bảng tổng hợp kết quả giá trị nội tại của cổ phiếu DPR tại thời điểm 2016 được trình bày theo bảng dưới đây

Bảng 4.1: Tổng hợp giá trị cổ phiếu DPR theo các phương pháp

STT	Phương pháp	Giá trị nội tại Cổ phiếu DPR (VNĐ/cổ phiếu)
I	Chiết khấu dòng tiền	
1	DDM	73,147
2	FCFE	64,667
3	FCFF	26,562
II	Sử dụng tỷ số tương đối	
1	P/E = 11	40,634
2	P/E = 12	44,328
3	P/E = 13	48,022

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)

Nhận xét kết quả định giá:

- Phương pháp chiết khấu dòng tiền hoạt động đưa lại kết quả định giá 26,562 đồng /cổ phiếu là thấp nhất, phương pháp chiết khấu dòng cổ tức đưa lại kết quả định giá 73,147 đồng/cổ phiếu là cao nhất. Điều này có thể giải thích do chính sách chi trả cổ tức và tỷ lệ sử dụng đòn bẩy tài chính thấp của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú nên phương pháp DDM sẽ khiến cổ phiếu bị định giá cao còn việc định giá bằng FCFF sẽ hiệu quả hơn nếu công ty sử dụng đòn bẩy tài chính cao.

- Phương pháp định giá bằng hệ số nhân tiền đưa tới kết quả cổ phiếu trong biên độ từ 40,634 đồng/cổ phiếu đến 48,022 đồng/cổ phiếu thấp hơn so với giá cổ phiếu từ phương pháp chiết khấu các dòng tiền.

- Ta sử dụng số trung bình của các phương pháp trên với tỷ lệ tương đương của các phương pháp giá trị nội tại của cổ phiếu DPR được ước tính đạt 52.167 đồng/cổ phiếu

- Với giá thị trường của cổ phiếu DPR vào thời điểm cuối tháng 10/2016 là 37,000 đồng/cổ phiếu thấp hơn giá trị nội tại của cổ phiếu DPR vì thế các nhà đầu tư tại thời điểm này nên mua cổ phiếu DPR để nắm giữ trong dài hạn.

4.2. Bình luận về kết quả nghiên cứu

4.2.1 Một số giả định đáng tin cậy

Trong quá trình nghiên cứu tác giả thu thập thông tin để đưa ra được một số giả định trong đó đáng tin cậy có thể nói tới là:

- Xu hướng giảm nguồn cung cao su tự nhiên trong những năm tới thông tin trên là thông tin chủ đạo hỗ trợ cho việc giả định giá cao su tăng ổn định trong tương lai do việc sản lượng cao su tập trung ở khu vực Đông Nam Á nên kế hoạch cắt giảm xuất khẩu cao su sẽ dễ dàng được thống nhất thông qua để ổn định giá cao su khi cần thiết. Trong giai đoạn giá cao su sụt giảm mạnh người nông dân trồng cao su đã phải phá bỏ cây do nguồn thu không đủ bù chi phí vì thế hiện tại sản lượng trồng cao su trong tương lai sẽ tập trung vào các công ty lớn có kế hoạch phát triển rõ ràng.

- Xu hướng chuyển sang kết hợp giữa sản xuất mủ cao su và các sản phẩm tiêu dùng từ cao su tự nhiên. Xu hướng này hỗ trợ tốt cho việc giảm lượng tồn kho và ủng hộ cho tăng giá cao su. Tuy nhiên khi sản xuất các mặt hàng này công ty cần phải chú trọng vào khâu phân phối và kiểm soát tốt chi phí sản xuất để có sức cạnh tranh với các sản phẩm hiện đang được ưa chuộng trên thị trường.

- Tỷ giá hối đoái sẽ có xu hướng tăng do đồng Việt Nam được đánh giá là đang được định giá cao tuy được Nhà nước luôn cố gắng kiềm chế ổn định tuy nhiên với sự mở cửa thị trường việc cố giữ ổn định sẽ chỉ là tạm thời việc phá giá đồng Việt Nam sẽ ủng hộ cho các công ty xuất khẩu cao su

- Xu hướng cắt giảm chi phí trong sản xuất cao su để đối phó với sự sụt giảm trong giá bán việc hạ giá thành trong giai đoạn 2011-2015 luôn được các công ty ưu

tiên do đó khi có sự phục hồi về giá các công ty sẽ có được biên độ lợi nhuận cao hơn giai đoạn trước tại cùng mức giá.

4.2.2 Giả định còn nhiều hạn chế cần cập nhật kiểm tra thông tin

Giả định nhu cầu nhập khẩu từ Trung Quốc duy trì ổn định không có các tác động tiêu cực mạnh tới thị trường cao su tự nhiên. Tiềm năng tăng trưởng của thị trường Trung Quốc với sự tăng trưởng nóng trong giai đoạn trước cùng với sự sụp giảm của thị trường Chứng khoán Trung Quốc những năm gần đây. Nền kinh tế Trung Quốc hiện tại tuy giảm tốc độ phát triển nhưng những tiềm ẩn về khủng hoảng hay không là một điều khó có thể dự báo trước. Việc giảm nhu cầu do khủng hoảng và ảnh hưởng của nó tới thị trường Việt Nam nói chung, thị trường cao su nói riêng là điều khó có thể đánh giá về mức độ.

Giả định về phát triển dự án Cao su tại Campuchia và Lào nhằm duy trì nguồn cung cao su diễn ra suôn sẻ. Tuy nhiên việc dự án này đặt tại nước ngoài có thể bị ảnh hưởng ở khâu kiểm soát chi phí, ảnh hưởng từ các hoạt động chính trị quân sự tại nước sở tại. Đồng thời với những cáo buộc về môi trường các công ty khai thác cao su có thể bị kéo vào các vụ kiện cáo khi đó gây thiệt hại tới sự phát triển của công ty

Giả định về sự duy trì thị phần và vị thế trong ngành không có thay đổi. Sự phát triển của Công ty Cổ phần Cao su Phước Hòa (PHR) ảnh hưởng tới Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú do có cùng quy mô nên PHR là đối thủ cạnh tranh chính trong ngành. Trong giai đoạn 2011-2015, từ các báo cáo tài chính ta thấy PHR đối phó tốt hơn với khủng hoảng giá cao su hơn vì thế phát triển trong giai đoạn phục hồi sẽ được đánh giá cao hơn.

4.3. Một số kiến nghị để nâng cao hiệu quả việc vận dụng các mô hình định giá cổ phiếu

Trong quá trình xác định giá trị nội tại của cổ phiếu công ty, đứng dưới góc độ là nhà đầu tư cá nhân việc sử dụng nguồn thông tin được công bố từ các tổ chức là cơ sở chính để phân tích và đưa ra các quyết định đầu tư vì thế khó khăn chính trong quá trình nghiên cứu tác giả gặp phải là khó tiếp cận được với các thông tin số liệu

cần sử dụng và tính chính xác của thông tin số liệu thu thập được. Từ khó khăn trên tác giả đề xuất một số kiến nghị nhằm nâng cao hiệu quả việc định giá cổ phiếu như sau.

4.3.1. Kiến nghị đối với việc công bố thông tin của các công ty cổ phần

Hiện tại phần lớn các công ty chỉ công bố báo cáo thường niên và báo cáo tài chính hàng năm tuy nhiên báo cáo tài chính chỉ là bức tranh tài chính trong năm của công ty còn về kế hoạch phát triển những căn cứ để xác định tiềm năng tăng trưởng cũng như rủi ro công ty sẽ gặp phải trong tương lai thì chỉ được nhắc đến rất sơ sài trong báo cáo thường niên.

Vì thế để đảm bảo cung cấp thông tin kịp thời cho các cổ đông mỗi công ty cần thường xuyên cập nhật thông tin về tiến độ các dự án các thôn tin về kế hoạch sản xuất kinh doanh trên website chính thức của mình. Đồng thời sau mỗi báo cáo chính công bố cần tương tác với nhà đầu tư trong một khoảng thời gian nhất định (khoảng 1 tháng đối với báo cáo năm và 2 tuần đối với báo cáo quý) để giải thích, bổ sung những vấn đề nhà đầu tư cần làm rõ và công bố công khai phần thông tin đã bổ sung.

Việc cung cấp thông tin như trên không chỉ giúp nhà đầu tư có thông tin kịp thời cho các đánh giá của mình mà còn giúp xây dựng được văn hóa coi trọng cổ đông nhỏ lẻ trong công ty từ đó giúp công ty có những lợi thế trong việc thu hút vốn tốt cho các dự án hiện tại và tương lai của mình.

4.3.2. Kiến nghị nhằm đảm bảo sự tin cậy trong nguồn thông tin đã công bố

Việc sử dụng báo cáo tài chính của các công ty cho dù đã được kiểm toán soát xét vẫn còn nhiều nghi vấn cho người sử dụng thông tin từ các báo cáo này để ra quyết định đầu tư do các công ty được sử dụng các xét đoán chủ quan trong việc lập báo cáo tài chính qua các ước tính kế toán việc ước tính này có thể làm ảnh hưởng tới lợi ích của người đưa ra thông tin đó.

Để đảm bảo sự tin cậy trong nguồn thông tin này tác giả kiến nghị các công ty nâng cao vai trò và trách nhiệm của kiểm toán nội bộ, kiểm toán độc lập và hội đồng quản trị những đơn vị làm việc phục vụ lợi ích cho chủ sở hữu để có thể phát hiện và đào thải những nhà quản lý cố tình cung cấp báo cáo sai lệch.

Việc cung cấp thông tin chính xác là điều bắt buộc công ty phải thực hiện nếu muốn tăng trưởng trong dài hạn vì mọi yếu tố phản ánh vào thị trường. Và khi thị trường phát triển trở nên lành mạnh hơn, hoàn thiện hơn các công ty cung cấp báo cáo sai lệch sẽ không tồn tại được.

4.3.3. Kiến nghị về nguồn cung cấp thông tin

Việc định giá công ty không chỉ cần thông tin từ nội tại công ty mà còn cần thông tin từ nền kinh tế vĩ mô, thông tin thị trường và về ngành kinh doanh. Do việc tìm kiếm thông tin cần thiết cung cấp cho các mô hình định giá để xác định giá trị cổ phiếu nằm tại nhiều nguồn tin với mức độ tin cậy khác nhau, nhà đầu tư cá nhân đề cập tới hầu như là những nhà đầu tư nghiệp dư vì thế thời gian và chi phí để thu thập thông tin sẽ hạn chế. Tác giả kiến nghị phát triển dịch vụ cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cá nhân hoạt động độc lập với các công ty chứng khoán với một số đặc điểm sau:

- Dễ tiếp cận phục vụ cho nhu cầu tìm kiếm thông tin về tình hình nền kinh tế, các dự án và tài chính của công ty.

- Căn cứ yêu cầu về thông tin của nhà đầu tư dịch vụ sẽ tìm kiếm, khảo sát từ đó có cơ sở để cung cấp và thường xuyên cập nhật thông tin liên quan từ các nguồn khác nhau.

- Dịch vụ xếp loại mức độ tín nhiệm của các nguồn thông tin qua đó ưu tiên lựa chọn Nguồn tin có độ tin cậy để cung cấp cho nhà đầu tư.

- Chịu trách nhiệm về tính chính xác trong thông tin đã cung cấp.

- Phí dịch vụ theo tháng hoặc theo năm.

Nhà đầu tư khi sử dụng dịch vụ này sẽ tiết kiệm được thời gian tìm kiếm dữ liệu, dữ liệu thu thập được có tính chính xác cao do người cung cấp thông tin phải chịu trách nhiệm về thông tin cung cấp và ngoài ra nhà đầu tư có thể có được những dữ liệu quan trọng cần bỏ nhiều thời gian và kinh phí để thu thập với chi phí hợp lý. Đồng thời do hoạt động cung cấp độc lập với công ty chứng khoán nên nguồn tin sẽ không bị ảnh hưởng từ các yếu tố lợi ích của công ty chứng khoán.

Tóm tắt chương 4

Trong chương 4, từ kết quả xác định giá trị nội tại của cổ phiếu DPR theo các phương pháp khác nhau, luận văn đưa ra các nhận xét về các kết quả tính được qua đó xác định giá trị nội tại hợp lý của cổ phiếu DPR để đưa ra kiến nghị với nhà đầu tư trong việc mua bán cổ phiếu DPR.

Tiếp đó luận văn đưa ra một số bình luận về các giả định đã đề cập tại các phần trước theo đó các giả định có tính tin cậy cao đề cập tới xu hướng giảm nguồn cung cao su đối với các nước xuất khẩu lượng lớn mủ cao su, xu hướng kết hợp sản xuất các sản phẩm từ cao su của các công ty trong ngành cao su tự nhiên, xu hướng mất giá của đồng Việt Nam, xu hướng cơ cấu cắt giảm chi phí của ngành cao su tự nhiên. Đồng thời luận văn chỉ ra các giả định còn hạn chế cần thường xuyên theo dõi cập nhật thông tin như sự ổn định trong nhu cầu từ thị trường Trung Quốc, giả định công ty vẫn duy trì vị thế trong ngành và giả định hoạt động các dự án tại Campuchia và Lào không gặp phải vấn đề khi triển khai.

Luận văn đề cập tới khó khăn chính trong quá trình nghiên cứu gặp phải khi đứng dưới góc độ nhà đầu tư cá nhân là khó tiếp cận được với các thông tin số liệu cần sử dụng, tính chính xác của thông tin số liệu thu thập được. Từ khó khăn trên luận văn đề xuất một số ý kiến nhằm nâng cao hiệu quả việc định giá cổ phiếu: kiến nghị trong quá trình cung cấp thông tin của các công ty cổ phần, kiến nghị để đảm bảo tính tin cậy nguồn thông tin công bố và kiến nghị phát triển dịch vụ cung cấp thông tin để nhà đầu tư cá nhân dễ dàng tiếp cận.

KẾT LUẬN

Việc xác định giá trị nội tại của cổ phiếu phổ thông công ty cổ phần đóng một vai trò quan trọng không chỉ trong việc ra quyết định đối với nhà đầu tư mà còn của nhà quản lý công ty phục vụ mục tiêu tăng giá trị công ty trong dài hạn. Đề tài nghiên cứu đã hệ thống hóa cơ sở lý luận về phân tích và định giá cổ phiếu phổ thông của công ty cổ phần từ vận dụng vào phân tích và xác định giá trị nội tại của cổ phiếu DPR của Công ty cổ phần Cao su Đồng Phú và đưa ra các kiến nghị giúp nâng cao hiệu quả khi ứng dụng phân tích và định giá cổ phiếu tại Việt Nam.

Với những nội dung trên tác giả hi vọng sẽ đóng góp những kiến thức và ý kiến nhất định giúp các nhà đầu tư, nhà quản lý công ty và đối tượng quan tâm tới công ty có cái nhìn cụ thể, rõ ràng từ đó xác định chính xác giá trị nội tại của cổ phiếu phổ thông từ đó đưa ra các quyết định đầu tư và quản trị hợp lý.

Do thời gian và kiến thức còn hạn chế, luận văn sẽ không tránh khỏi những khuyết điểm, tác giả rất mong nhận được các ý kiến đóng góp của thầy cô, đồng nghiệp, bạn bè và các độc giả để tiếp tục nghiên cứu phát triển đề tài.

Tài liệu tham khảo

I. Tài liệu tham khảo Tiếng Việt

1. Nguyễn Cao Anh, 2011. *Đánh giá sự hài lòng của người lao động đối với công ty trên địa bàn tỉnh Bến Tre*. Luận văn Thạc sĩ, Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.
2. Nguyễn Thị Hoàng Giang và Bùi Thị Hồng Nhung (2014), Áp dụng mô hình định giá tương đối với các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, Tạp chí Khoa học và Phát triển của, Trường Đại học Nông nghiệp, tập 12, số 3, trang 132-135.
3. Công ty Cổ phần Cao Su Đồng Phú, 2016. *Báo cáo tài chính hợp nhất giai đoạn 2009-2015 đã qua kiểm toán*. Bình Phước, tháng 5 năm 2016.
4. Công ty Cổ phần Cao Su Đồng Phú, 2016. *Báo cáo tài chính hợp nhất Quý III/2016*. Bình Phước, tháng 10 năm 2016.
5. Công ty Cổ phần Cao Su Đồng Phú, 2016. *Báo cáo thường niên giai đoạn 2009-2015*. Bình Phước, tháng 5 năm 2016.
6. Công ty Cổ phần Cao Su Hòa Bình, 2016. *Báo cáo tài chính hợp nhất giai đoạn 2009-2015 đã qua kiểm toán*. Bà Rịa Vũng Tàu, tháng 5 năm 2016.
7. Công ty Cổ phần Cao Su Phước Hòa, 2016. *Báo cáo tài chính hợp nhất giai đoạn 2009-2015 đã qua kiểm toán*. Bình Dương, tháng 5 năm 2016.
8. Công ty Cổ phần Cao Su Tây Ninh, 2016. *Báo cáo tài chính hợp nhất giai đoạn 2009-2015 đã qua kiểm toán*. Tây Ninh, tháng 5 năm 2016.
9. Công ty Cổ phần Đầu tư Cao Su Quảng Nam, 2016. *Báo cáo tài chính hợp nhất giai đoạn 2009-2015 đã qua kiểm toán*. Quảng Nam, tháng 5 năm 2016.
10. Bạch Đức Hiền, 2008. *Giáo trình Thị trường Chứng khoán*. Hà Nội: Nhà xuất bản Tài chính.
11. Nguyễn Minh Hoàng, 2005. *Nguyên lý chung định giá tài sản và giá trị công ty*. Hà Nội: Nhà xuất bản Tài chính.
12. Trần Thị Thùy Hương, 2012. *Định giá Công ty cổ phần Nhựa Tiền phong*. Luận văn Thạc sĩ, Trường Đại học Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội.

13. Nguyễn Vũ Thùy Hương, 2005. *Hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam*. Luận văn Thạc sĩ, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân.
14. Trần Thị Ngọc Linh và Vũ Thị Loan, 2010. Áp dụng mô hình thu nhập thặng dư để xác định giá trị công ty. *Tạp chí Khoa học và Công Nghệ - Đại học Thái Nguyên*, số 105, trang 179-183.
15. Nguyễn Thị Hương Nga, 2002. *Hoàn thiện phương pháp xác định giá trị công ty ở Việt Nam hiện nay*. Luận văn Thạc sĩ, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân.
16. Nguyễn Năng Phúc, 2014. *Phân tích báo cáo tài chính*. Hà Nội: Nhà xuất bản Đại học Kinh tế Quốc dân.
17. Porter, M.E., 1985. *Chiến lược cạnh tranh*. Dịch từ tiếng Anh. Người dịch Nguyễn Dương Hiếu, 2016. Hồ Chí Minh: Nhà xuất bản Trẻ.
18. Porter, M.E., 1985. *Lợi thế cạnh tranh*. Dịch từ tiếng Anh. Người dịch Nguyễn Hoàng Phúc, 2016. Hồ Chí Minh: Nhà xuất bản Trẻ (2016),
19. Nguyễn Hải Sản, 1999. *Định giá và xếp hạng tín nhiệm công ty*. Hồ Chí Minh: Nhà xuất bản Trẻ.
20. Dương Hùng Sơn, 2007. Lựa chọn phương pháp định giá cổ phiếu – Lý thuyết và ứng dụng thực tiễn vào Việt Nam. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, số 15, trang 21-22.
21. Đỗ Văn Thuận, 2006. *Đánh giá giá trị công ty khi chuyển nhượng quyền sở hữu, thanh lý, nhượng bán, giải thể cổ phần hóa*. Hồ Chí Minh: Nhà xuất bản Thành phố Hồ Chí Minh.
22. Vũ Thị Minh Thục, 2011. *Định giá giá trị công ty Cổ phần nhựa Việt Nam*. Luận văn Thạc sĩ, Trường Đại học Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội.

II. Tài liệu tham khảo Tiếng Anh

1. Bernard, V. and Healy, P.M., 1996. *Business Analysis and Valuation*. Ohio: South Western College Publishing.

2. Damodaran and Aswath, 1996. *Investment Valuation*. New York: John Wiley & Sons.
3. Fama, E. F. and French, K. “Business Conditions and Expected Returns on Stocks and Bonds.” *Journal of Financial Economics* 25, no. 1 (November 1989).
4. Fama, E. F. and French, K. R., 1993. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 01: 33-35.
5. Finnerty, J. D. and Leistikow, D., 1993. The Behavior of Equity and Debt Risk Premiums. *Journal of Portfolio Management*, 04: 19-20.
6. Griggs, F.T. et al., 1983. Determinants of the Aggregate Stock Market Earnings Multiple. *Journal of Portfolio Management* , 01: 10-15.
7. Harshita, Yadav, S. S., Surendra, S., 2015. Indian stock market and the asset pricing models. *Procedia Economics and Finance*, 30: 294-304.
8. Haugen, R. A., and Nardin, L. B., 1996. Commonality in the Determinants of Expected Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 03: 41-44.
9. Koller, T. and Murrin, J., 2001. *Valuation*. 3rd ed. New York: John Wiley & Sons.
10. Redman, P., 2006. *Good essay writing: a social sciences guide*. 3rd ed. London: Open University in assoc. with Sage.
11. Reichenstein, W. and Rich, S.P., 1993. The market risk premium and long term stock returns. *Journal of Portfolio Management*, 04: 19-20.
12. Reilly, F. K. and Brown, K. C., 2002. *Investment Analysis and Portfolio Management*. 7th ed. Ohio: South Western Educational Publishing.
13. Sharafoddin, S. and Emsia, E., 2016. The Effect of Stock Valuation on the Company's Management. *Procedia Economics and Finance*, 36:128-136.
14. Shiller, R. J., and Campbell, J., 1988. Stock Prices, Earnings, and Expected Dividends. *Journal of Finance*, 03: 43-48.

III. Website:

<http://www.adb.org>

<http://www.asianbondsonline.com>

<http://www.bloomberg.com>

<http://www.cafef.vn>

<http://www.customs.gov.vn/>

<http://www.gso.gov.vn>

<http://www.indexmundi.com>

<http://www.moody.com>

<http://www.vietstock.vn>

<http://www.vra.com.vn/>

<http://www.wikipedia.com>

<http://www.worldbank.org/>

PHỤ LỤC

PHỤ LỤC 01: BẢNG DỮ LIỆU TÍNH HỆ SỐ BETA CỦA CỔ PHIẾU DPR

Năm	Tháng	Ngày	Giá đóng cửa đã điều chỉnh của VNINDEX	Giá đóng cửa đã điều chỉnh của DPR	Tỷ suất sinh lời của Vnindex	Tỷ suất sinh lời của DPR
2016	11	01	676.6	37.3	0.12%	-0.53%
2016	10	03	683.05	33.2	-0.39%	-0.90%
2016	09	01	669.19	34.2	-0.81%	-0.87%
2016	08	01	648.38	33.5195	-0.59%	0.00%
2016	07	01	640.3	33.0407	1.27%	-1.43%
2016	06	01	619.86	33.934	0.23%	-0.53%
2016	05	04	599.07	35.3857	0.12%	-0.26%
2016	04	01	558.43	31.7564	-0.50%	2.04%
2016	03	01	561.56	32.9359	0.39%	-0.82%
2016	02	01	540.56	28.2178	-0.86%	-2.81%
2016	01	04	574.41	30.3954	-0.80%	-6.69%
2015	12	01	570.41	27.0759	-0.49%	0.32%
2015	11	02	602.76	27.5084	-0.76%	0.00%
2015	10	01	563.54	27.3354	0.16%	-1.86%
2015	09	01	562.31	27.1624	-0.43%	2.95%
2015	08	03	609.47	27.2489	-1.87%	-1.87%

Năm	Tháng	Ngày	Giá đóng cửa đã điều chỉnh của VNINDEX	Giá đóng cửa đã điều chỉnh của DPR	Tỷ suất sinh lãi của Vnindex	Tỷ suất sinh lãi của DPR
2015	07	01	591.5	27.6814	-0.26%	0.31%
2015	06	01	574.98	28.1139	0.95%	0.00%
2015	05	04	545.08	28.7194	-3.08%	-1.48%
2015	04	01	538.91	29.5845	-2.22%	-0.87%
2015	03	02	590.73	31.0424	-0.31%	0.27%
2015	02	02	570.37	31.2914	-0.99%	-1.82%
2015	01	05	544.45	31.5404	-0.22%	0.00%
2014	12	01	568.01	32.7024	0.25%	-1.50%
2014	11	03	603.15	35.4414	0.38%	5.43%
2014	10	01	609.27	36.2714	1.75%	1.16%
2014	09	03	640.75	32.7854	0.64%	2.07%
2014	08	01	593.9	32.1214	-0.36%	-0.26%
2014	07	01	578.07	32.1986	-0.01%	0.00%
2014	06	02	556.8	32.3604	-0.93%	0.00%
2014	05	05	564.85	34.302	-2.28%	0.47%
2014	04	01	583.85	34.205	-1.31%	-0.23%
2014	03	03	573.38	37.7112	-2.23%	-0.62%
2014	02	06	554.68	37.3996	-0.33%	1.48%

Năm	Tháng	Ngày	Giá đóng cửa đã điều chỉnh của VNINDEX	Giá đóng cửa đã điều chỉnh của DPR	Tỷ suất sinh lãi của Vnindex	Tỷ suất sinh lãi của DPR
2014	01	02	504.51	36.5425	-0.02%	0.00%
2013	12	02	508.53	36.4592	0.15%	0.00%
2013	11	01	497.08	36.2327	-0.07%	0.00%
2013	10	01	492.24	34.4211	-0.08%	-0.22%
2013	09	03	472.17	33.7417	-0.11%	0.90%
2013	08	01	492.43	29.3636	0.12%	0.00%
2013	07	01	480.04	34.723	-0.23%	-5.15%
2013	06	03	517.03	38.4828	-0.26%	0.00%
2013	05	02	473.02	41.443	-0.31%	-0.88%
2013	04	01	505.81	41.0905	3.01%	0.89%
2013	03	01	477.15	38.2069	0.55%	1.92%
2013	02	01	483.42	37.8465	0.76%	-0.94%
2013	01	02	418.35	37.8465	1.12%	-2.78%
2012	12	03	379.27	35.6117	0.38%	-5.00%
2012	11	01	387.95	37.3872	-0.12%	-0.93%
2012	10	01	386.55	37.0378	-1.53%	0.00%
2012	09	04	402.08	34.9413	1.53%	1.01%
2012	08	01	412.55	34.8714	-0.47%	-0.20%

Năm	Tháng	Ngày	Giá đóng cửa đã điều chỉnh của VNINDEX	Giá đóng cửa đã điều chỉnh của DPR	Tỷ suất sinh lãi của Vnindex	Tỷ suất sinh lãi của DPR
2012	07	02	419.3	34.9399	-0.73%	0.00%
2012	06	01	428.8	33.4617	-0.09%	-0.20%
2012	05	02	472.46	37.888	-0.28%	2.65%
2012	04	03	445.77	35.2751	1.07%	-0.92%
2012	03	01	427.95	31.6822	1.02%	-4.90%
2012	02	01	390.67	32.9887	0.70%	-1.94%
2012	01	03	350	30.2451	-0.44%	0.00%
2011	12	01	380.1	27.6975	-0.15%	0.00%
2011	11	01	413.82	32.0089	-1.66%	-1.01%
2011	10	03	422.12	32.6621	-1.28%	0.81%
2011	09	01	435.29	34.2879	2.32%	-0.93%
2011	08	01	401.95	34.9288	-0.92%	0.00%
2011	07	01	425.3	35.5697	-1.66%	-0.89%
2011	06	01	435.7	35.8902	3.39%	1.82%
2011	05	04	486.6	36.8108	1.35%	0.85%
2011	04	01	459.2	37.4347	-0.41%	0.84%
2011	03	01	466.1	40.5543	1.02%	-1.52%
2011	02	08	520.7	43.3619	1.98%	0.72%

Năm	Tháng	Ngày	Giá đóng cửa đã điều chỉnh của VNINDEX	Giá đóng cửa đã điều chỉnh của DPR	Tỷ suất sinh lãi của Vnindex	Tỷ suất sinh lãi của DPR
2011	01	04	486	42.1141	0.27%	-0.74%
2010	12	01	449.9	37.7696	-0.38%	-0.80%
2010	11	01	451.1	35.9421	-0.33%	0.00%
2010	10	01	451.7	35.6375	-0.62%	0.00%
2010	09	01	458.8	37.4651	0.81%	3.36%
2010	08	02	491.6	37.4651	-0.47%	-3.91%
2010	07	01	504	37.7696	-0.61%	-2.36%
2010	06	01	508.7	37.1541	0.26%	0.00%
2010	05	04	549.1	39.8727	1.24%	-0.75%
2010	04	01	508.2	38.0603	1.80%	3.28%
2010	03	01	503	35.9602	1.23%	1.67%
2010	02	01	487	35.6655	1.04%	0.83%
2010	01	04	517.1	35.6655		

PHỤ LỤC 02: BẢNG TÍNH GIÁ TRỊ VỐN HÓA CỔ PHIẾU NGÀNH CAO SU TỪ 31/12/2009-31/12/2015

STT	Cổ phiếu	31/12/2009		
		Số lượng CP	Giá	Vốn hóa
1	DPR	40,000,000	58,000	2,320,000,000,000
2	PHR	80,328,017	39,100	3,140,825,464,700
3	TRC	30,000,000	58,000	1,740,000,000,000
4	HRC	17,160,970	37,400	641,820,278,000
5	VHG	25,000,000	12,600	315,000,000,000
STT	Cổ phiếu	31/12/2010		
		Số lượng CP	Giá	Vốn hóa
1	DPR	43,000,000	68,000	2,924,000,000,000
2	PHR	79,975,047	39,000	3,119,026,833,000
3	TRC	29,600,000	71,000	2,101,600,000,000
4	HRC	17,160,970	60,000	1,029,658,200,000
5	VHG	25,000,000	16,100	402,500,000,000
STT	Cổ phiếu	31/12/2011		
		Số lượng CP	Giá	Vốn hóa
1	DPR	43,000,000	46,300	1,990,900,000,000
2	PHR	78,975,047	26,200	2,069,146,231,400
3	TRC	29,600,000	33,900	1,003,440,000,000
4	HRC	17,260,970	45,700	788,826,329,000
5	VHG	25,000,000	3,900	97,500,000,000
STT	Cổ phiếu	31/12/2012		
		Số lượng CP	Giá	Vốn hóa
1	DPR	43,000,000	54,000	2,322,000,000,000
2	PHR	78,975,047	28,100	2,219,198,820,700
3	TRC	29,600,000	42,200	1,249,120,000,000
4	HRC	17,260,970	37,000	638,655,890,000
5	VHG	25,000,000	3,400	85,000,000,000
STT	Cổ phiếu	31/12/2013		
		Số lượng CP	Giá	Vốn hóa
1	DPR	43,000,000	46,900	2,016,700,000,000
2	PHR	78,975,047	30,200	2,385,046,419,400
3	TRC	29,600,000	42,000	1,243,200,000,000
4	HRC	17,260,970	48,000	828,526,560,000
5	VHG	37,500,000	7,100	266,250,000,000
STT	Cổ phiếu	31/12/2014		
		Số lượng CP	Giá	Vốn hóa
1	DPR	43,000,000	38,000	1,634,000,000,000
2	PHR	78,975,047	26,800	2,116,531,259,600

3	TRC	29,600,000	28,400	840,640,000,000
4	HRC	17,260,970	43,600	752,578,292,000
5	VHG	75,000,000	11,800	885,000,000,000
STT	Cổ phiếu	31/12/2015		
		Số lượng CP	Giá	Vốn hóa
1	DPR	43,000,000	35,900	1,543,700,000,000
2	PHR	78,975,047	16,300	1,287,293,266,100
3	TRC	29,600,000	20,400	603,840,000,000
4	HRC	24,165,360	37,200	898,951,392,000
5	VHG	150,000,000	6,700	1,005,000,000,000

PHỤ LỤC 03: BẢNG XẾP HẠNG TÍN DỤNG QUỐC GIA (THÁNG 7/2016)

<i>Country</i>	<i>Area</i>	<i>Moody's rating</i>	<i>Rating-based Default Spread</i>	<i>Total Equity Risk Premium</i>	<i>Country Risk Premium</i>
Abu Dhabi	Middle East	Aa2	0.56%	7.03%	0.78%
Albania	Eastern Europe & Russia	B1	5.05%	13.32%	7.07%
Andorra (Principality of)	Western Europe	Baa3	2.47%	9.71%	3.46%
Angola	Africa	B1	5.05%	13.32%	7.07%
Argentina	Central and South America	B3	7.29%	16.46%	10.21 %
Armenia	Eastern Europe & Russia	B1	5.05%	13.32%	7.07%
Aruba	Caribbean	Baa1	1.79%	8.76%	2.51%
Australia	Australia & New Zealand	Aaa	0.00%	6.25%	0.00%
Austria	Western Europe	Aa1	0.45%	6.88%	0.63%
Azerbaijan	Eastern Europe & Russia	Ba1	2.80%	10.17%	3.92%
Bahamas	Caribbean	Baa2	2.13%	9.23%	2.98%
Bahrain	Middle East	Ba2	3.37%	10.97%	4.72%
Bangladesh	Asia	Ba3	4.04%	11.91%	5.66%
Barbados	Caribbean	Caa1	8.41%	18.02%	11.77 %
Belarus	Eastern Europe & Russia	Caa1	8.41%	18.02%	11.77 %
Belgium	Western Europe	Aa3	0.68%	7.20%	0.95%
Belize	Central and South America	Caa2	10.10%	20.39%	14.14 %
Bermuda	Caribbean	A2	0.95%	7.58%	1.33%
Bolivia	Central and South America	Ba3	4.04%	11.91%	5.66%
Bosnia and Herzegovina	Eastern Europe & Russia	B3	7.29%	16.46%	10.21 %
Botswana	Africa	A2	0.95%	7.58%	1.33%
Brazil	Central and South America	Ba2	3.37%	10.97%	4.72%
Bulgaria	Eastern Europe &	Baa2	2.13%	9.23%	2.98%

<i>Country</i>	<i>Area</i>	<i>Moody's rating</i>	<i>Rating-based Default Spread</i>	<i>Total Equity Risk Premium</i>	<i>Country Risk Premium</i>
	Russia				
Burkina Faso	Africa	B3	7.29%	16.46%	10.21%
Cambodia	Asia	B2	6.17%	14.89%	8.64%
Cameroon	Africa	B2	6.17%	14.89%	8.64%
Canada	North America	Aaa	0.00%	6.25%	0.00%
Cayman Islands	Caribbean	Aa3	0.68%	7.20%	0.95%
Cape Verde	Africa	B2	6.17%	14.89%	8.64%
Chile	Central and South America	Aa3	0.68%	7.20%	0.95%
China	Asia	Aa3	0.68%	7.20%	0.95%
Colombia	Central and South America	Baa2	2.13%	9.23%	2.98%
Congo (Democratic Republic of)	Africa	B3	7.29%	16.46%	10.21%
Congo (Republic of)	Africa	B2	6.17%	14.89%	8.64%
Cook Islands	Australia & New Zealand	B1	5.05%	13.32%	7.07%
Costa Rica	Central and South America	Ba1	2.80%	10.17%	3.92%
Côte d'Ivoire	Africa	Ba3	4.04%	11.91%	5.66%
Croatia	Eastern Europe & Russia	Ba2	3.37%	10.97%	4.72%
Cuba	Caribbean	Caa2	10.10%	20.39%	14.14%
Curacao	Caribbean	A3	1.35%	8.14%	1.89%
Cyprus	Western Europe	B1	5.05%	13.32%	7.07%
Czech Republic	Eastern Europe & Russia	A1	0.79%	7.36%	1.11%
Denmark	Western Europe	Aaa	0.00%	6.25%	0.00%
Dominican Republic	Caribbean	B1	5.05%	13.32%	7.07%
Ecuador	Central and South America	B3	7.29%	16.46%	10.21%
Egypt	Africa	B3	7.29%	16.46%	10.21%
El Salvador	Central and South America	Ba3	4.04%	11.91%	5.66%
Estonia	Eastern Europe & Russia	A1	0.79%	7.36%	1.11%

<i>Country</i>	<i>Area</i>	<i>Moody's rating</i>	<i>Rating-based Default Spread</i>	<i>Total Equity Risk Premium</i>	<i>Country Risk Premium</i>
Ethiopia	Africa	B1	5.05%	13.32%	7.07%
Fiji	Asia	B1	5.05%	13.32%	7.07%
Finland	Western Europe	Aa1	0.45%	6.88%	0.63%
France	Western Europe	Aa2	0.56%	7.03%	0.78%
Gabon	Africa	B1	5.05%	13.32%	7.07%
Georgia	Eastern Europe & Russia	Ba3	4.04%	11.91%	5.66%
Germany	Western Europe	Aaa	0.00%	6.25%	0.00%
Ghana	Africa	B3	7.29%	16.46%	10.21%
Greece	Western Europe	Caa3	11.21%	21.94%	15.69%
Guatemala	Central and South America	Ba1	2.80%	10.17%	3.92%
Guernsey (States of)	Western Europe	Aa1	0.45%	6.88%	0.63%
Honduras	Central and South America	B2	6.17%	14.89%	8.64%
Hong Kong	Asia	Aa1	0.45%	6.88%	0.63%
Hungary	Eastern Europe & Russia	Ba1	2.80%	10.17%	3.92%
Iceland	Western Europe	Baa2	2.13%	9.23%	2.98%
India	Asia	Baa3	2.47%	9.71%	3.46%
Indonesia	Asia	Baa3	2.47%	9.71%	3.46%
Iraq	Middle East	B3	7.29%	16.46%	10.21%
Ireland	Western Europe	A3	1.35%	8.14%	1.89%
Isle of Man	Western Europe	Aa1	0.45%	6.88%	0.63%
Israel	Middle East	A1	0.79%	7.36%	1.11%
Italy	Western Europe	Baa2	2.13%	9.23%	2.98%
Jamaica	Caribbean	Caa2	10.10%	20.39%	14.14%
Japan	Asia	A1	0.79%	7.36%	1.11%
Jersey (States of)	Western Europe	Aa1	0.45%	6.88%	0.63%
Jordan	Middle East	B1	5.05%	13.32%	7.07%
Kazakhstan	Eastern Europe & Russia	Baa3	2.47%	9.71%	3.46%
Kenya	Africa	B1	5.05%	13.32%	7.07%
Korea	Asia	Aa2	0.56%	7.03%	0.78%

<i>Country</i>	<i>Area</i>	<i>Moody's rating</i>	<i>Rating-based Default Spread</i>	<i>Total Equity Risk Premium</i>	<i>Country Risk Premium</i>
Kuwait	Middle East	Aa2	0.56%	7.03%	0.78%
Kyrgyzstan	Eastern Europe & Russia	B2	6.17%	14.89%	8.64%
Latvia	Eastern Europe & Russia	A3	1.35%	8.14%	1.89%
Lebanon	Middle East	B2	6.17%	14.89%	8.64%
Liechtenstein	Western Europe	Aaa	0.00%	6.25%	0.00%
Lithuania	Eastern Europe & Russia	A3	1.35%	8.14%	1.89%
Luxembourg	Western Europe	Aaa	0.00%	6.25%	0.00%
Macao	Asia	Aa3	0.68%	7.20%	0.95%
Macedonia	Eastern Europe & Russia	Ba3	4.04%	11.91%	5.66%
Malaysia	Asia	A3	1.35%	8.14%	1.89%
Malta	Western Europe	A3	1.35%	8.14%	1.89%
Mauritius	Asia	Baa1	1.79%	8.76%	2.51%
Mexico	Central and South America	A3	1.35%	8.14%	1.89%
Moldova	Eastern Europe & Russia	B3	7.29%	16.46%	10.21%
Mongolia	Asia	B2	6.17%	14.89%	8.64%
Montenegro	Eastern Europe & Russia	Ba3	4.04%	11.91%	5.66%
Montserrat	Caribbean	Baa3	2.47%	9.71%	3.46%
Morocco	Africa	Ba1	2.80%	10.17%	3.92%
Mozambique	Africa	Caa1	8.41%	18.02%	11.77%
Namibia	Africa	Baa3	2.47%	9.71%	3.46%
Netherlands	Western Europe	Aaa	0.00%	6.25%	0.00%
New Zealand	Australia & New Zealand	Aaa	0.00%	6.25%	0.00%
Nicaragua	Central and South America	B2	6.17%	14.89%	8.64%
Nigeria	Africa	B1	5.05%	13.32%	7.07%
Norway	Western Europe	Aaa	0.00%	6.25%	0.00%
Oman	Middle East	Baa1	1.79%	8.76%	2.51%
Pakistan	Asia	B3	7.29%	16.46%	10.21%
Panama	Central and South	Baa2	2.13%	9.23%	2.98%

<i>Country</i>	<i>Area</i>	<i>Moody's rating</i>	<i>Rating-based Default Spread</i>	<i>Total Equity Risk Premium</i>	<i>Country Risk Premium</i>
	America				
Papua New Guinea	Asia	B2	6.17%	14.89%	8.64%
Paraguay	Central and South America	Ba1	2.80%	10.17%	3.92%
Peru	Central and South America	A3	1.35%	8.14%	1.89%
Philippines	Asia	Baa2	2.13%	9.23%	2.98%
Poland	Eastern Europe & Russia	A2	0.95%	7.58%	1.33%
Portugal	Western Europe	Ba1	2.80%	10.17%	3.92%
Qatar	Middle East	Aa2	0.56%	7.03%	0.78%
Ras Al Khaimah (Emirate of)	Middle East	A2	0.95%	7.58%	1.33%
Romania	Eastern Europe & Russia	Baa3	2.47%	9.71%	3.46%
Russia	Eastern Europe & Russia	Ba1	2.80%	10.17%	3.92%
Rwanda	Africa	B1	5.05%	13.32%	7.07%
Saudi Arabia	Middle East	A1	0.79%	7.36%	1.11%
Senegal	Africa	B1	5.05%	13.32%	7.07%
Serbia	Eastern Europe & Russia	B1	5.05%	13.32%	7.07%
Sharjah	Middle East	A3	1.35%	8.14%	1.89%
Singapore	Asia	Aaa	0.00%	6.25%	0.00%
Slovakia	Eastern Europe & Russia	A2	0.95%	7.58%	1.33%
Slovenia	Eastern Europe & Russia	Baa3	2.47%	9.71%	3.46%
South Africa	Africa	Baa2	2.13%	9.23%	2.98%
Spain	Western Europe	Baa2	2.13%	9.23%	2.98%
Sri Lanka	Asia	B1	5.05%	13.32%	7.07%
St. Maarten	Caribbean	Baa2	2.13%	9.23%	2.98%
St. Vincent & the Grenadines	Caribbean	B3	7.29%	16.46%	10.21%
Suriname	Central and South America	B1	5.05%	13.32%	7.07%
Sweden	Western Europe	Aaa	0.00%	6.25%	0.00%
Switzerland	Western Europe	Aaa	0.00%	6.25%	0.00%
Taiwan	Asia	Aa3	0.68%	7.20%	0.95%

<i>Country</i>	<i>Area</i>	<i>Moody's rating</i>	<i>Rating-based Default Spread</i>	<i>Total Equity Risk Premium</i>	<i>Country Risk Premium</i>
Thailand	Asia	Baa1	1.79%	8.76%	2.51%
Trinidad and Tobago	Caribbean	Baa2	2.13%	9.23%	2.98%
Tunisia	Africa	Ba3	4.04%	11.91%	5.66%
Turkey	Western Europe	Baa3	2.47%	9.71%	3.46%
Turks and Caicos Islands	Caribbean	Baa1	1.79%	8.76%	2.51%
Uganda	Africa	B1	5.05%	13.32%	7.07%
Ukraine	Eastern Europe & Russia	Caa3	11.21%	21.94%	15.69%
United Arab Emirates	Middle East	Aa2	0.56%	7.03%	0.78%
United Kingdom	Western Europe	Aa1	0.45%	6.88%	0.63%
United States of America	North America	Aaa	0.00%	6.25%	0.00%
Uruguay	Central and South America	Baa2	2.13%	9.23%	2.98%
Venezuela	Central and South America	Caa3	11.21%	21.94%	15.69%
Vietnam	Asia	B1	5.05%	13.32%	7.07%
Zambia	Africa	B3	7.29%	16.46%	10.21%

(Nguồn: Moodys.com)