

## ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

### 1. Chiết khấu dòng tiền là gì?

Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) là một phương pháp định giá doanh nghiệp dựa trên việc dự báo các dòng tiền trong tương lai và chiết khấu về giá trị hiện tại.

#### 1.1. Nguyên lý hoạt động của DCF

Cơ sở của phương pháp DCF: giá trị hiện tại và giá trị tương lai của tiền không giống nhau (nguyên lý Time Value of Money), do đó khi cần xem xét giá trị doanh nghiệp ở thời điểm hiện tại cần chiết khấu dòng tiền trong tương lai về giá trị hiện tại. Quy trình bao gồm:

- **Dự báo dòng tiền tự do:** Dòng tiền tự do là lượng tiền mặt mà doanh nghiệp có thể tạo ra sau khi đã đáp ứng tất cả các nghĩa vụ tài chính. Đây là yếu tố cốt lõi trong mô hình DCF.
- **Xác định tỷ lệ chiết khấu:** Tỷ lệ chiết khấu, thường được gọi là WACC (Weighted Average Cost of Capital), phản ánh chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền của doanh nghiệp. WACC càng cao thì giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai càng thấp.

$$WACC = R_d \times F_d \times (1 - t) + R_e \times F_e$$

Trong đó:

WACC: Chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền

$R_d$ : Chi phí sử dụng nợ

$F_d$ : Tỷ trọng nợ trên tổng nguồn vốn

$t$ : Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

$R_e$ : Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu

$F_e$ : Tỷ trọng vốn chủ sở hữu trên tổng nguồn vốn

- **Tính giá trị hiện tại của dòng tiền:** Sử dụng công thức chiết khấu, chúng ta tính toán giá trị hiện tại của dòng tiền tạo ra trong từng kỳ (thường là năm) trong giai đoạn dự phóng và cộng dồn lại để tìm ra giá trị hiện tại dòng tiền của doanh nghiệp.
- **Tính giá trị cuối kỳ:** với giả định dòng tiền của doanh nghiệp sẽ tăng trưởng đều vĩnh viễn với một tốc độ nhất định bắt đầu tại một năm nhất định trong tương lai (sau giai đoạn dự phóng chi tiết trong những năm trước đó, thường là dự phóng 3-5 năm), giá trị cuối kỳ cần được tính toán để phản ánh giá trị của dòng tiền từ thời điểm đó trở đi đã được hiện giá về hiện tại.

#### 1.2. Các yếu tố ảnh hưởng đến kết quả định giá

Các yếu tố ảnh hưởng đến kết quả định giá theo phương pháp DCF bao gồm:

- **Biến động kinh tế vĩ mô:** Biến động của lãi suất, lạm phát,... có thể làm thay đổi dự báo dòng tiền và tỷ lệ chiết khấu.
- **Thay đổi chiến lược kinh doanh, môi trường cạnh tranh** có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận và dòng tiền của công ty trong tương lai.

Công thức tính dòng tiền chiết khấu DCF như sau:

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

Trong đó:

- CF: Dòng tiền trong kỳ
- n: Số kỳ – thường sẽ là năm
- r: Tỷ lệ chiết khấu

### Các bước định giá cổ phiếu bằng DCF

#### Bước 1: Dự phóng dòng tiền từng năm

Thường dùng:

- FCFF (Free Cash Flow to Firm): dòng tiền cho toàn bộ doanh nghiệp

Công thức cơ bản (FCFF):

FCFF = EBIT × (1 – thuế suất) + khấu hao & phân bổ (depreciation & amortisation) – CAPEX – thay đổi vốn lưu động

Trong đó:

- EBIT: Lợi nhuận trước lãi vay và thuế
- CAPEX: Chi phí đầu tư tài sản cố định

#### Bước 2: Xác định tỷ lệ chiết khấu

- Dùng WACC (Weighted Average Cost of Capital)

WACC phản ánh chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền của doanh nghiệp

#### Bước 3: Tính giá trị hiện tại của dòng tiền từng năm

Công thức:  $PV = FCFF / (1 + r)^t$

Trong đó:

- r = tỷ lệ chiết khấu
- t = năm

#### Bước 4: Tính giá trị cuối kỳ (Terminal Value)

Do không thể dự báo vô hạn, ta tính thêm giá trị cuối kỳ sau giai đoạn dự phóng:

Cách phổ biến:  $TV = FCFF \text{ năm cuối} \times (1 + g) / (r - g)$

- g = tốc độ tăng trưởng dài hạn. Điều kiện:  $g < WACC$ .

#### Bước 5: Tính giá trị doanh nghiệp và cổ phiếu

- Enterprise Value (EV) = tổng PV của FCFF + PV của TV
- Equity Value = EV – nợ vay + tiền mặt & tương đương tiền + tiền gửi trong mục ‘Đầu tư ngắn hạn và dài hạn’
- Giá cổ phiếu = Equity Value / số lượng cổ phiếu đang lưu hành

### Định giá HPG theo phương pháp DCF

#### 1. Giả định chính

- WACC (tỷ lệ chiết khấu): ~10%
- Tăng trưởng dài hạn (g): 2%
- FCFF hiện tại: ~20.000 tỷ VND (giả định)

#### 2. Dự phóng dòng tiền 5 năm

Giả định FCFF tăng trưởng 8%/năm:

- Năm 1: 21.600
- Năm 2: 23.328
- Năm 3: 25.194
- Năm 4: 27.210
- Năm 5: 29.387 (tỷ VND)

Tổng giá trị hiện tại (PV) của 5 năm đầu: ~95.000 tỷ

### 3. Giá trị vĩnh viễn (Terminal Value)

Công thức Gordon Growth:

$$TV \approx FCFF \text{ năm } 5 \times (1 + g) / (WACC - g)$$

Kết quả:

$$TV \approx 374.000 \text{ tỷ}$$

Sau khi chiết khấu về hiện tại: ~232.000 tỷ

### 4. Giá trị doanh nghiệp (EV)

- $EV = PV \text{ 5 năm} + PV \text{ Terminal Value}$
- $EV \approx 95.000 + 232.000 = 327.000 \text{ tỷ}$

### 5. Giá trị vốn chủ sở hữu

- Trừ nợ ròng = Nợ vay - tiền & tương đương tiền - tiền gửi trong mục 'Đầu tư ngắn hạn và dài hạn': ~76.000 tỷ
- Giá trị VCSH =  $EV - \text{Nợ ròng} \approx 251.000 \text{ tỷ}$

### 6. Giá trị mỗi cổ phiếu

- Số cổ phiếu đang lưu hành: ~7,67 tỷ cp
- Giá trị nội tại:  $\approx 251.000 / 7,67 \approx 32.700 \text{ VND/cp}$

### Kết luận đầu tư

Giá trị hợp lý của HPG theo DCF: ~32.000 – 33.000 VND/cp

### Nếu giá thị trường:

- Thấp hơn trên 15 -20% so với giá trị hợp lý → có biên an toàn → Có thể cân nhắc mua
- Cao hơn nhiều so với giá trị hợp lý → có thể đang bị định giá cao → Cân nhắc bán

## 1.3. Ưu và nhược điểm của phương pháp DCF

Ưu điểm:

- DCF có thể áp dụng cho nhiều loại doanh nghiệp khác nhau.
- Giúp các nhà đầu tư tính toán được giá trị thực của cổ phiếu. Thường được các chuyên viên phân tích của CTCK sử dụng để định giá CP trong các Báo cáo Phân tích

Hạn chế:

- Phụ thuộc vào dự báo: Kết quả của DCF phụ thuộc rất lớn vào độ chính xác của các dự phóng về dòng tiền và tỷ lệ chiết khấu.
- Tính phức tạp: đòi hỏi kiến thức chuyên môn cao.

## 2. Cách dùng chỉ số P/B và P/E định giá cổ phiếu

Chỉ số P/E (Price-to-Earnings) và P/B (Price-to-Book) là hai chỉ số quan trọng trong phân tích cổ phiếu. Chúng giúp nhà đầu tư đánh giá mức định giá của cổ phiếu và xác định liệu cổ phiếu đó có đang được định giá hợp lý hay không.

### 2.1. Chỉ số P/B

P/B là viết tắt của từ Price to Book Value Ratio (PBR). Đây là chỉ số dùng để so sánh giá thị trường của cổ phiếu, với giá trị ghi trên sổ sách.

**Công thức tính:  $P/B = \text{Giá thị trường của cổ phiếu} / \text{Giá trị sổ sách của cổ phiếu}$**

Trong đó:

- Giá trị sổ sách của cổ phiếu = (Tổng giá trị tài sản – Nợ phải trả - Lợi ích cổ đông thiểu số) / Số lượng cổ phiếu đang lưu hành.

#### **Trường hợp $P/B > 1$**

Cho thấy nhà đầu tư kỳ vọng vào tương lai và sẵn sàng trả nhiều tiền hơn cho giá trị ghi sổ của doanh nghiệp.

#### **Trường hợp $P/B < 1$**

Chỉ số P/B thấp còn thể hiện nhà đầu tư chỉ chấp nhận một mức giá thấp để sở hữu giá trị tài sản của doanh nghiệp.

Hoặc doanh nghiệp đang trong giai đoạn hồi phục/tăng trưởng, giúp giá trị sổ sách tăng lên.

⇒ Đây có thể là cơ hội để nhà đầu tư mua vào.

**So sánh P/B với trung bình ngành:** Chỉ số P/B cần so sánh với mức trung bình ngành để biết được cổ phiếu đó hiện tại đang được đắt hay rẻ hơn trung bình ngành

Ví dụ: Hiện tại cổ phiếu HPG đang có P/B là 1.59. Giả sử, P/B trung bình ngành thép là 2.0 lần. HPG đang rẻ tương đối so với các công ty cùng ngành.

| Tiêu chí              | Trạng thái                                   | Đánh giá                           |
|-----------------------|----------------------------------------------|------------------------------------|
| <b>P/B vs Lịch sử</b> | P/B hiện tại thấp hơn trung bình 5 năm       | Vùng định giá an toàn để mua.      |
| <b>Nợ vay</b>         | Nợ/Vốn CSH thấp                              | Giá trị sổ sách có độ tin cậy cao. |
| <b>Tiền mặt</b>       | Tiền mặt chiếm tỷ trọng lớn trong Book Value | Tài sản chất lượng                 |

## 2.2. Chỉ số P/E

**Chỉ số P/E (Price to Earning)** là chỉ số dùng để định giá cổ phiếu, thể hiện mối quan hệ giữa giá cổ phiếu và lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS).

- **Công thức:**  $P/E = \text{Giá cổ phiếu} / \text{EPS}$
- **EPS:** (Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ – cổ tức ưu đãi - trích quỹ khen thưởng phúc lợi) / số cổ phiếu lưu hành

**Ý nghĩa:**

- **P/E thấp:** cổ phiếu có thể đang bị định giá thấp hoặc doanh nghiệp có biến động lợi nhuận bất thường.
- **P/E cao:** thị trường kỳ vọng doanh nghiệp tăng trưởng tốt trong tương lai.

**Lưu ý:** nên so sánh P/E giữa các doanh nghiệp cùng ngành và xem xét trung bình nhiều năm để đánh giá chính xác hơn về định giá của cổ phiếu.

### Cảnh báo các "Cái bẫy" P/E

Trong thực tế, không phải cứ P/E thấp là tốt:

- **Bẫy P/E thấp ở ngành chu kỳ:** Với các cổ phiếu như Thép (HPG), Phân bón (DPM), P/E thấp kỷ lục thường là lúc **đỉnh lợi nhuận** (chuẩn bị bước vào giai đoạn thoái trào). Ngược lại, P/E cao vọt đôi khi lại là vùng đáy chu kỳ.
- **Doanh nghiệp đang lùi bước:** P/E thấp vì thị trường dự báo lợi nhuận năm tới sẽ sụt giảm nghiêm trọng.

### Bảng Checklist định giá P/E

| Bước kiểm tra | Câu hỏi cần trả lời                                              | Hành động                                                                        |
|---------------|------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| So sánh ngành | P/E của cổ phiếu là 8, nhưng P/E trung bình ngành là bao nhiêu?  | Nếu thấp hơn ngành đáng kể, hãy tìm lý do tại sao thị trường định giá CP thấp    |
| Lịch sử P/E   | P/E hiện tại đang ở vùng thấp nhất hay cao nhất trong 5 năm qua? | Mua khi P/E ở vùng đáy 5 năm (nếu nội tại không đổi) thường có biên an toàn cao. |

## PHÂN TÍCH KỸ THUẬT NÂNG CAO

### 3. Lý thuyết Dow, Đường và kênh xu thế

#### 3.1. Lý thuyết Dow

**Lý thuyết Dow** là nền tảng của phân tích kỹ thuật, dựa trên giá và khối lượng giao dịch.

Các nguyên lý chính gồm:

- Giá phản ánh mọi thông tin
- Xu thế dài hạn có 3 giai đoạn;
- Xu thế được xác nhận bởi khối lượng;
- Xu thế sẽ kéo dài đến khi có tín hiệu đảo chiều rõ ràng.

**Chu kỳ xu thế dài hạn gồm 3 giai đoạn:**

- **Tích lũy:** nhà đầu tư mua/bán dần, giá ít biến động.
- **Phát triển:** xu hướng rõ ràng, giá tăng/giảm nhanh theo dòng tiền.
- **Suy giảm:** nhà đầu tư chốt lời hoặc thoát hàng, bắt đầu xu hướng ngược lại.



#### 3.2. Đường và kênh xu hướng

**Đường xu hướng (trendline):** là đường thẳng nối các đỉnh hoặc đáy, giúp xác định xu hướng tăng (uptrend) hoặc giảm (downtrend). Đồng thời có thể đóng vai trò hỗ trợ và kháng cự, hỗ trợ quyết định mua bán.

**Kênh xu hướng:** gồm 2 đường song song (trendline và đường kênh), biểu thị vùng dao động giá. Trong kênh tăng, giá thường dao động giữa hai biên và có xu hướng chạm biên trên rồi điều chỉnh về biên dưới (và ngược lại với kênh giảm), hỗ trợ dự đoán điểm mua bán ngắn hạn.



### 3.3. Hỗ trợ và kháng cự

Hỗ trợ và kháng cự là các vùng giá mà cổ phiếu thường đảo chiều hoặc chứng lại trước khi tiếp tục xu hướng.

- Hỗ trợ: vùng giá có lực mua mạnh, giúp giá dễ bật tăng.
- Kháng cự: vùng giá có lực bán mạnh, khiến giá dễ quay đầu giảm.

Cách giao dịch phổ biến:

- Mua khi giá bật lên từ vùng hỗ trợ, bán khi giá quay đầu tại kháng cự.
- Mua khi giá phá vỡ kháng cự, bán khi giá phá vỡ hỗ trợ.



**\*Lưu ý:** nên kết hợp các ngưỡng Hỗ trợ, kháng cự với các mô hình nến đảo chiều và khối lượng giao dịch để giao dịch hiệu quả hơn.

## 4. Nến Nhật, các mẫu hình, Hỗ trợ & Kháng cự

### 4.1. Đồ thị hình nến Nhật Bản

Đồ thị hình nến thể hiện giá mở cửa, giá cao nhất, giá thấp nhất và giá đóng cửa. Mỗi cây được sử dụng để biểu diễn khoảng giá giao dịch hàng ngày, hàng tuần,...

Một số loại biểu đồ nến phổ biến:

**Nến búa (Hammer):** một phần thân nhỏ và một đầu bên dưới dài, và thường xuất hiện ở đáy của xu hướng giảm. Hammer có phần thân màu xanh lá cây hoặc trắng. Hammer có thể cho thấy sự đảo chiều của xu hướng giảm. Nến búa xuất hiện tại ngưỡng hỗ trợ và có khối lượng giao dịch tăng thường được xem là dấu hiệu đảo chiều xu hướng. Nến búa ngược (inverted hammer) có tính chất ngược lại với nến búa, được xem là dấu hiệu đảo chiều xu hướng tăng.

- Dấu hiệu đảo chiều xu hướng tăng: nến búa ngược khối lượng cao tại vùng kháng cự
- Dấu hiệu đảo chiều xu hướng giảm: nến búa khối lượng cao tại vùng hỗ trợ



**Nến bao phủ** là một mẫu hai nến, trong đó thanh nến thứ hai hoàn toàn bao phủ thanh nến đầu tiên, thường cho thấy sự đảo chiều của xu hướng hiện tại kháng cự đi kèm với thanh khoản cao

- Dấu hiệu đảo chiều xu hướng giảm: nến Bao phủ xuất hiện tại vùng hỗ trợ đi kèm với thanh khoản cao

#### 4.2. Các mẫu hình

Các mẫu hình cơ bản trong chứng khoán là một công cụ để hỗ trợ phân tích kỹ thuật và xác định các mô hình trong cổ phiếu. Cùng tìm hiểu các mẫu hình phổ biến:

##### Mẫu hình cốc và tay cầm (Cup and Handle)

Mẫu hình này thường cung cấp tín hiệu tiếp diễn xu hướng. Phần thân là chữ “U” và phần tay cầm là hình chữ “U” nhỏ hơn.

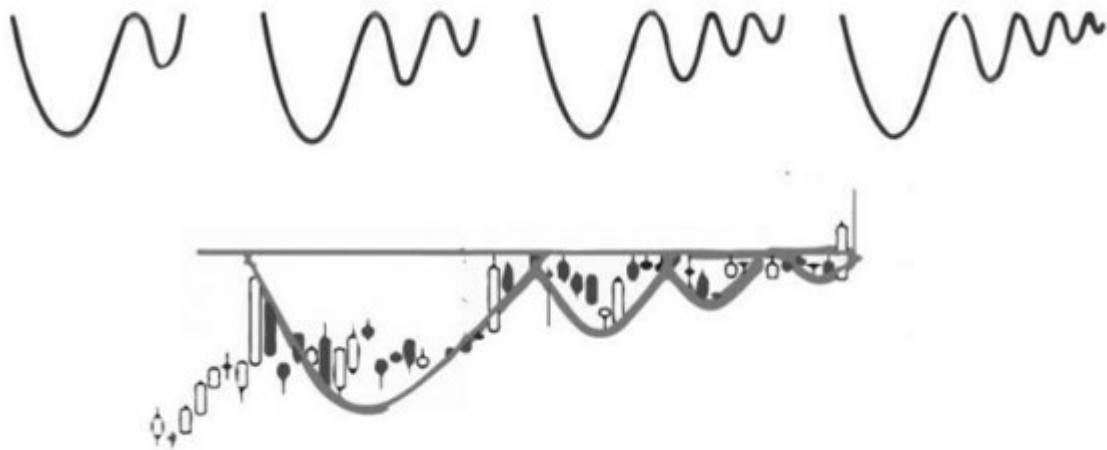
- **Phần cốc:** Giá cổ phiếu sau chuỗi giảm giá bắt đầu có dấu hiệu tạo đáy và đi lên để tạo thành hình chiếc cốc, chữ U hay chữ V đều được;
- **Phần tay cầm:** Khi giá cổ phiếu tăng lên đến đỉnh cốc nhiều nhà đầu tư sẽ bán ra để thu lợi nhuận hoặc hòa vốn. Lực bán khiến giá cổ phiếu giảm dần tạo thành vùng điều chỉnh. Đến khi nguồn cung cạn, phe mua thắng thế thì giá cổ phiếu thường sẽ tăng vượt khỏi phần tay cầm.

##### Mẫu hình đầu và hai vai

Hình mẫu dạng đầu và hai vai được hình thành trong một xu thế giá tăng. Trước tiên trên đường xu thế hình thành một đỉnh thông thường, sau đó là một đỉnh cao hơn và bị gián đoạn bởi một đáy cao tương đương đáy liền trước, tiếp theo là một đỉnh thấp hơn đỉnh trước đó, thường ngang bằng với đỉnh đầu tiên của hình mẫu hoặc cao hơn hay thấp hơn một chút. Tiếp đó đường giá cắt đường cổ từ trên xuống (đường cổ là đường đi qua hai đáy cuối cùng, trước và sau đỉnh cao nhất của hình mẫu).

##### Mẫu hình tích lũy VCP

Mẫu hình VCP là mẫu hình tiếp diễn xu hướng cho thấy giá tích lũy với biên độ co hẹp dần sau mỗi nhịp điều chỉnh, đồng thời khối lượng giao dịch giảm dần, phản ánh áp lực bán suy yếu. Điểm mua xuất hiện khi giá vượt kháng cự kèm khối lượng tăng mạnh, xác nhận dòng tiền tham gia.



### 4.3. Kết hợp PTCB và PTKT để mua Cổ phiếu

#### PHÂN TÍCH CỔ PHIẾU HPG

##### B1: Chọn cổ phiếu định giá rẻ

- Dùng P/E, P/B để đánh giá định giá..
- P/B: 1.6 lần < trung bình ngành 2.2 lần (ngành thép).

→ **Kết luận:** HPG đang được định giá thấp hơn trung bình ngành.

##### B2: Phân tích kỹ thuật (PTKT)

- Giá HPG đang trên MA200 → xu hướng trung hạn vẫn tăng.
- Kháng cự: 28.2 – 28.75
- Hỗ trợ: 26.55 – 27.1
- **Về ngắn hạn:** cân nhắc mua khi có tín hiệu đảo chiều tăng giá tại vùng hỗ trợ.
- **Về dài hạn:** cổ phiếu HPG vẫn rất khả quan dựa trên kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh và định giá còn hấp dẫn so với tiềm năng tăng trưởng ngành.

##### B3: Quản trị vốn và rủi ro

- Thực hiện cắt lỗ khi giá cổ phiếu phá vỡ ngưỡng hỗ trợ quan trọng.
- Không all-in (dồn toàn bộ vốn) vào một cổ phiếu duy nhất.
- Đảm bảo phân bổ vốn hợp lý để kiểm soát rủi ro danh mục.

### HAI PHƯƠNG PHÁP ĐẦU TƯ/GIAO DỊCH NỔI TIẾNG KẾT HỢP PTCB VÀ PTKT

Tiêu chí

CANSLIM

SEPA

Tác giả

William J. O'Neil

Mark Minervini

|                             |                                                                                       |                                                                                       |
|-----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Mục tiêu</b>             | Tìm cổ phiếu tăng trưởng mạnh theo chu kỳ lớn                                         | Tìm điểm mua tối ưu trên cổ phiếu mạnh                                                |
| <b>Phân tích cơ bản</b>     | EPS quý/năm tăng mạnh (20-25%), doanh thu tăng, ROE cao, có “câu chuyện mới”          | EPS & doanh thu tăng tốc (20-25%), biên lợi nhuận tốt, leader ngành                   |
| <b>Phân tích kỹ thuật</b>   | Breakout nền giá, volume lớn, RS mạnh                                                 | Mô hình VCP, breakout chặt chẽ, volume cạn rồi bùng nổ                                |
| <b>Xu hướng giá</b>         | Giá trên MA50/MA200, giá lập đỉnh mới                                                 | Giá trên MA50/150/200, MA dốc lên                                                     |
| <b>Dòng tiền</b>            | Có quỹ/tổ chức tham gia mua                                                           | Ưu tiên cổ phiếu được tích lũy kỹ trước breakout                                      |
| <b>Điều kiện thị trường</b> | Chỉ mua khi thị trường chung uptrend                                                  | Rất coi trọng timing theo xu hướng thị trường                                         |
| <b>Điểm mua</b>             | Mua khi breakout khỏi nền tích lũy                                                    | Mua sát pivot để rủi ro thấp                                                          |
| <b>Quản trị rủi ro</b>      | Cắt lỗ 7-8%                                                                           | Stoploss rất chặt, thường 5–8%                                                        |
| <b>Phù hợp với</b>          | Nhà đầu tư tăng trưởng trung hạn                                                      | Giao dịch theo xu hướng                                                               |
| <b>Điểm chung</b>           | Ưu tiên cổ phiếu leader, tăng trưởng mạnh, xu hướng khỏe, breakout có volume xác nhận | Ưu tiên cổ phiếu leader, tăng trưởng mạnh, xu hướng khỏe, breakout có volume xác nhận |