

NGUYỄN XUÂN THÀNH  
ĐỖ THIÊN ANH TUẤN

## ĐỊNH GIÁ CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM VINAMILK

### Giới thiệu

Công ty cổ phần Sữa Việt Nam (Vinamilk), với tiền thân là Công ty Sữa-Café Miền Nam trực thuộc Tổng cục Công nghiệp thực phẩm, được thành lập sau ngày Miền Nam giải phóng năm 1976 trên cơ sở tiếp quản 3 nhà máy sữa của chế độ cũ để lại. Đến tháng 11 năm 2003, Vinamilk được cổ phần hoá và đổi tên thành Công ty cổ phần Sữa Việt Nam như hiện nay. Sau hơn hai năm cổ phần hoá, cổ phiếu của Vinamilk chính thức được giao dịch trên Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM (HSX) vào ngày 19 tháng 01 năm 2006.

Vinamilk được đánh giá là doanh nghiệp hàng đầu tại Việt Nam về sản xuất sữa và các sản phẩm từ sữa. Trong cơ cấu doanh số hàng năm của Vinamilk, thị trường nội địa là chủ lực chiếm 90%, còn lại là xuất khẩu. Hiện nay, Vinamilk chiếm khoảng 39% thị phần toàn quốc, trong đó nhiều chủng loại sản phẩm của Vinamilk có thị phần từ 75-90%.

Trong quá trình hoạt động, Vinamilk luôn dành được nhiều giải thưởng lớn và danh hiệu cao quý. Riêng trong năm 2010, Vinamilk được xếp hạng trong Top 5 doanh nghiệp tư nhân lớn nhất Việt Nam và được Tạp chí Forbes bình chọn trong Top 200 doanh nghiệp tốt nhất châu Á.

Với vị thế, uy tín và tiềm năng phát triển của mình, Vinamilk được kỳ vọng sẽ tiếp tục tạo ra những bước tăng trưởng lớn và là “con bò” mang lại dòng “sữa nguyên chất 100%” cho các cổ đông của công ty trong tương lai. Nghiên cứu tình huống này trình bày việc một nhà phân tích định giá Vinamilk vào thời điểm cuối năm 2010 căn cứ trên ngân lưu tự do của doanh nghiệp.

### Tình hình biến động giá cổ phiếu của Vinamilk trên thị trường

Khảo sát giá cổ phiếu của Vinamilk từ khi được niêm yết trên HSX năm 2006 đến trước giai đoạn suy giảm kinh tế đầu năm 2008 cho thấy mối quan hệ rất chặt với chỉ số VN-Index. Năm 2008, khi nền kinh tế rơi vào bất ổn và thị trường chứng khoán sụt giảm thì giá cổ phiếu VNM vẫn không thoát khỏi bối cảnh chung. Trong năm 2008, có thời điểm giá cổ phiếu VNM chỉ còn khoảng 68.000 đồng, tức giảm hơn 65% so với thời kỳ đỉnh cao trong năm 2007, thấp hơn nhiều so với mức giảm kỷ lục gần 80% của chỉ số VN-Index. Đặc biệt, từ quý 2 năm 2009 khi thị trường chứng khoán có dấu hiệu hồi phục và bắt đầu đi ngang thì giá cổ phiếu VNM lại có sự phục hồi và tăng trưởng hết sức ấn tượng.

Một trong những nguyên nhân quan trọng của kết quả này là do Vinamilk vẫn luôn duy trì được hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định, có chiến lược kinh doanh đúng đắn, năng lực tài chính mạnh và tốc độ tăng trưởng cao ngay trong bối cảnh kinh tế vĩ mô khó khăn. Đến cuối năm 2010, giá cổ phần của Vinamilk trên thị trường đã tăng gần 1,72 lần so với thời điểm thấp nhất năm 2008. Mức tăng trưởng này

---

Tình huống này do Nguyễn Xuân Thành và Đỗ Thiên Anh Tuấn, giảng viên Chính sách Công tại Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright soạn. Các nghiên cứu tình huống của Chương trình Giảng dạy Fulbright được sử dụng làm tài liệu cho thảo luận trên lớp học, chứ không phải để đưa ra khuyến nghị chính sách.

dự kiến sẽ tiếp tục duy trì do những đánh giá của nhà đầu tư hiện nay thiên về các yếu tố nền tảng của doanh nghiệp như năng lực tài chính và quản trị mạnh cũng như tiềm năng tăng trưởng cao đặt trong bối cảnh nền kinh tế bắt đầu phục hồi.

### Lựa chọn phương pháp định giá Vinamilk

Có một vài phương pháp và mô hình có thể được sử dụng để định giá cổ phiếu của doanh nghiệp như mô hình chiết khấu cổ tức (Dividend Discount Model, DDM), phương pháp định giá dựa trên hệ số thị giá trên thu nhập (P/E) hay hệ số thị giá trên thu giá (P/B), mô hình chiết khấu ngân lưu tự do của chủ sở hữu (Free Cash Flow to Equity, FCFE) hoặc ngân lưu tự do của doanh nghiệp (Free Cash Flow to Firm, FCFF). Mỗi mô hình đều có những ưu điểm và hạn chế riêng. Đối với Vinamilk, do là một công ty cổ phần mới chuyển đổi có chính sách trả cổ tức chưa ổn định, trong khi thị trường chứng khoán vẫn còn khá mạnh nhen và nhiều chỉ tiêu tài chính của ngành chưa được hình thành nên việc sử dụng các phương pháp định giá DDM, P/E, hay P/B chưa được nhiều khiếm khuyết và có độ tin cậy kém. Sau khi thảo luận, nhà phân tích quyết định sử dụng phương pháp chiết khấu ngân lưu tự do của doanh nghiệp để định giá cổ phần của Vinamilk.

**Bảng 1.** Lịch sử trả cổ tức của Vinamilk 2005-2010

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Thu nhập một cổ phần EPS (đồng)	3.816	4.601	5.607	7.132	6.769	6.683
Cổ tức một cổ phần DPS (đồng)	1.700	1.900	2.900	2.900	3.000	4.000

*Nguồn:* Báo cáo thường niên của Vinamilk năm 2010

Theo phương pháp chiết khấu ngân lưu tự do của Vinamilk, nhà phân tích phải xác định được những thông số cơ bản như ngân lưu tự do của VNM (FCFF) và chi phí sử dụng vốn của Vinamilk (Weighted Average Cost of Capital, WACC). Để xác định được FCFF, nhà phân tích cần phải dựa vào các báo cáo tài chính lịch sử của VNM, từ đó dự phóng được dòng ngân lưu tự do mà Vinamilk sẽ tạo ra trong tương lai. Để xác định được WACC, nhà phân tích phải xác định được chi phí sử dụng các nguồn vốn (gồm nợ vay và vốn chủ sở hữu) và cơ cấu vốn của Vinamilk. Đồng thời, mô hình chiết khấu cũng cần phải đưa ra giá định về các giai đoạn tăng trưởng khác nhau của Vinamilk trong tương lai.

### Xác định chi phí sử dụng vốn của Vinamilk

#### *Cơ cấu vốn*

Vì Vinamilk được định giá dựa trên phương pháp ngân lưu tự do doanh nghiệp (FCFF), nên nhà phân tích phải ước lượng chi phí sử dụng vốn bình quân trọng số (WACC) để làm suất chiết khấu. Tức là, nhà phân tích phải ước lượng cơ cấu vốn, chi phí vốn chủ sở hữu và chi phí nợ vay của Vinamilk. Cơ cấu vốn của Vinamilk có thể được xác định căn cứ vào giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu và nợ vay trên bảng cân đối kế toán. Nhìn chung, cơ cấu vốn của Vinamilk tương đối ổn định với nguồn tài trợ chủ yếu là vốn chủ sở hữu thường chiếm trên 95%, thậm chí lên đến 99,6% năm 2009. Tuy nhiên, tỷ trọng vốn chủ sở hữu trong cơ cấu vốn của Vinamilk đang có khuynh hướng giảm dần qua các năm.

Tại thời điểm cuối năm 2010, vốn chủ sở hữu và nợ vay của Vinamilk theo giá trị sổ sách lần lượt là 7.964 và 568 tỷ đồng (Phụ lục 1). Như vậy, cơ cấu vốn của Vinamilk năm 2010 là 93,34% vốn chủ sở hữu và 6,66% nợ vay. Nhà phân tích cũng có thể sử dụng cơ cấu vốn bình quân dựa trên giá trị sổ sách của các thời đoạn trước. Chẳng hạn, nếu tính bình quân cả thời đoạn 2004 – 2010 thì vốn chủ sở hữu của Vinamilk chiếm 97,58% trong cơ cấu vốn, trong khi nợ vay chỉ chiếm 2,42%. Việc dựa vào dữ liệu lịch sử có thể không phản ánh được cơ cấu vốn của Vinamilk trong tương lai. Theo nhà phân tích, khả năng Vinamilk sẽ phải gia tăng các khoản nợ vay để tài trợ cho nhu cầu phát triển của mình là điều có thể xảy

ra. Khi đó, cơ cấu vốn sẽ không quá phụ thuộc vào vốn chủ sở hữu như những năm gần đây. Tuy nhiên, do không có cơ sở tin cậy để dự báo cơ cấu vốn của Vinamilk nên, một cách thận trọng, nhà đầu tư sử dụng cơ cấu vốn năm 2010 làm cơ cấu vốn mục tiêu của Vinamilk trong tương lai.

**Bảng 2.** Cơ cấu vốn của Vinamilk qua các năm

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Tỷ lệ nợ	1.32%	1.13%	2.15%	0.99%	4.32%	0.40%	6.67%
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu	98.68%	98.87%	97.85%	99.01%	95.68%	99.60%	93.34%

*Nguồn:* Báo cáo tài chính kiểm toán của Vinamilk các năm 2005 – 2010.

Ngoài ra, nhà phân tích cũng xem xét việc sử dụng giá trị thị trường thay vì giá trị sổ sách để tính cơ cấu vốn. Do Vinamilk vẫn ở trong tình trạng tài chính bình thường nên có thể coi giá trị thị trường và giá trị sổ sách của nợ là bằng nhau. Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu (tính theo giá cổ phiếu 86.000 đồng một cổ phần vào cuối năm 2010 với 353 triệu cổ phần lưu hành) lớn hơn nhiều so với giá trị sổ sách. Vì thế, nếu dùng giá trị thị trường, thì cơ cấu vốn của Vinamilk gần như hoàn toàn là vốn chủ sở hữu. Cơ cấu vốn này xem ra thiếu cơ sở thực tế nếu xét về dài hạn như đã thảo luận ở trên.

### *Chi phí vốn chủ sở hữu*

Nhà phân tích ước lượng chi phí vốn chủ sở hữu của Vinamilk dựa vào mô hình định giá tài sản vốn (Capital Asset Pricing Model, CAPM), trong đó thể hiện quan hệ giữa suất sinh lợi kỳ vọng của một tài sản so với rủi ro hệ thống của tài sản đó. Do cổ phiếu của Vinamilk đã được niêm yết trên HSX từ đầu 2006 nên chi phí vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp có thể được ước lượng một cách trực tiếp từ số liệu của HSX. Trước tiên, nhà phân tích phải ước lượng hệ số beta của Vinamilk. Đây là thước đo tương quan giữa sự biến thiên suất sinh lợi của cổ phiếu doanh nghiệp với suất sinh lợi của danh mục thị trường. Để nhất quán, chỉ số VN-Index vẫn được sử dụng để đại diện cho danh mục thị trường. Phương pháp ước lượng hệ số beta trên thực tế phổ biến nhất là dựa vào số liệu lịch sử. Beta được ước lượng theo phương trình hồi quy:

$$r_{VNM,t} = \alpha_{VNM} + \beta_{VNM} r_{M,t} + \varepsilon_t$$

với  $r_{VNM,t}$  là suất sinh lợi cổ phiếu Vinamilk trong tháng  $t$

$\alpha_{VNM}$  là tung độ gốc của hàm hồi quy

$\beta_{VNM}$  là hệ số beta của VNM và bằng  $Cov(r_{VNM}, r_M) / \sigma_M^2$

$r_{M,t}$  là suất sinh lợi của chỉ số VN-Index đại diện cho danh mục thị trường trong kỳ  $t$

$\varepsilon_t$  là sai số

Phụ lục 3 trình bày chỉ số VN-Index và giá cổ phiếu Vinamilk từ khi niêm yết cho đến tháng 1 năm 2011. Suất sinh lợi của VN-Index và cổ phiếu Vinamilk được tính toán dựa trên chỉ số VN-Index và giá cổ phiếu có điều chỉnh cho việc chi trả cổ tức, phát hành thêm hay trả cổ phiếu thưởng.<sup>1</sup> Phụ lục 4 trình bày suất sinh lợi hàng tháng của Vinamilk và VN-Index trong vòng 5 năm với tổng số 60 quan sát.

Kết quả hồi quy được tóm tắt dưới đây với đồ thị trình bày trong Phụ lục 5.

$$R_{VNM} = 1,917\% + 0,791 R_{VN-Index}$$

(1,105%) (0,080)  $R^2_{adj} = 0,6212$

<sup>1</sup> Công thức tính giá điều chỉnh như sau: Giá điều chỉnh = Giá thị trường + Cổ tức tiền mặt + (Giá thị trường – Giá cổ phiếu chia thưởng) \* Tỷ lệ trả cổ tức bằng cổ phần.

Hệ số beta ước lượng của cổ phiếu VNM là 0,791 với sai số chuẩn 0,080. Khoảng tin cậy 95% của hệ số beta là (0,631; 0,951).

Theo mô hình CAPM, chi phí vốn chủ sở hữu Vinamilk phụ thuộc vào suất sinh lợi phi rủi ro, mức bù rủi ro thị trường và hệ số beta của Vinamilk.

Suất sinh lợi phi rủi ro	= Lợi suất TPCP kỳ hạn 1 năm vào T2/2011 = 10,81%/năm
Suất sinh lợi VN-Index lịch sử	= Tốc độ tăng trung bình cộng, 2001-10 = 21,12%/năm
Suất sinh lợi phi rủi ro lịch sử	= Lợi suất trung bình cộng TPCP kỳ hạn 1 năm, 2001-10 = 7,60%/năm
Mức bù rủi ro thị trường	= 21,12% – 7,60% = 13,52%
Hệ số beta của Vinamilk	= $\beta_{VNM} = 0,791$
Chi phí vốn chủ sở hữu	= $r_E = 10,81\% + 0,791 \times 13,52\% = 21,50\%$

### **Chi phí nợ vay**

Chi phí lãi vay của Vinamilk trong năm 2010 là khoảng 6,2 tỷ đồng (Phụ lục 2). Trong khi đó, dư nợ đầu kỳ của Vinamilk là 25,7 tỷ và dư nợ cuối kỳ là 567,96 tỷ. Như vậy, nếu tính theo dư nợ đầu kỳ thì lãi suất lên tới 24%/năm, còn theo dư nợ cuối kỳ thì chỉ có 1%/năm. Hai con số này đều không hợp lý. Ngay cả khi tính theo nợ bình quân, thì lãi suất vay nợ cũng chỉ bằng 2,1%/năm, quá thấp so với điều kiện thực tế vào cuối năm 2010. Thực tế thì các khoản nợ của Vinamilk chủ yếu là nợ bằng ngoại tệ (USD) nên có mức lãi suất rất thấp, ít nhất là so với vay bằng VND.<sup>2</sup> Trong trường hợp này, để quy đổi sang chi phí vay vốn bằng VND, nhà phân tích phải cộng thêm phần bù đắp rủi ro hối đoái. Trong điều kiện bình thường, phần bù này thể hiện mức chênh lệch lãi suất giữa hai đồng tiền. Tuy nhiên, do chính sách tỷ giá neo của Ngân hàng Nhà nước nên việc xác định phần bù rủi ro hối đoái khó khăn và trở nên kém tin cậy. Do vậy, nhà phân tích sử dụng mức lãi suất bình quân thị trường  $r_D = 18\%/năm$  mà Vinamilk sẽ phải trả nếu đi vay vào thời điểm cuối năm 2010.

### **Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp**

Do cổ phần hóa rồi niêm yết cổ phiếu, nên Vinamilk được miễn thuế trong các năm 2004-2007, giảm thuế trong năm 2008 (với thuế suất 14%) và chịu thuế theo luật định với thuế suất 25% từ 2009 trở đi. Tuy nhiên, căn cứ vào thuế thu nhập phải nộp và lợi nhuận trước thuế trong báo cáo tài chính (Phụ lục 2), thì thuế suất hiệu dụng mà Vinamilk phải chịu trong năm 2010 là 14,9% thấp hơn đáng kể so với thuế suất 25% theo luật định. Đó là do các công ty con của Vinamilk được hưởng thuế suất thấp do đầu tư vào các vùng được ưu đãi thuế. Mặc dù vậy, nhìn vào tương lai, nhà phân tích cho rằng mức thuế suất ưu đãi này chỉ là ngắn hạn và Vinamilk sẽ phải chịu thuế suất phổ thông theo luật định là 25% trong tương lai.

### **Chi phí vốn bình quân trọng số**

Sau khi xác định được cơ cấu vốn mục tiêu và chi phí sử dụng vốn các loại, nhà phân tích tính được chi phí sử dụng vốn bình quân trọng số:

$$\begin{aligned} WACC &= \frac{E}{D+E} r_E + \frac{D}{D+E} (1-t_c) r_D \\ &= \frac{7.964}{7.964+568} \times 21,50\% + \frac{568}{7.964+568} \times (1-25\%) \times 18,00\% \end{aligned}$$

<sup>2</sup> Theo Thuyết minh báo cáo tài chính của Vinamilk năm 2010, dư nợ 567,96 tỷ đồng cuối năm 2010 thể hiện 5 khoản vay ngắn hạn có thời hạn từ 6 tháng đến 1 năm với nguyên tệ là 30 triệu USD, lãi suất từ 2% đến 2,09%/năm.

$$= 20,97\%$$

Như vậy, chi phí vốn bình quân trọng số của Vinamilk được xác định là 20,97%.

### **Xác định ngân lưu tự do của Vinamilk**

#### **Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh**

Sau khi xác định được chi phí sử dụng vốn bình quân, công việc tiếp theo của nhà phân tích là xác định ngân lưu tự do của Vinamilk. Trong năm 2010, doanh thu thuần của Vinamilk là 15.752,9 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế (EBT) là 4.251,2 tỷ đồng và chi phí lãi vay 6,2 tỷ đồng (Phụ lục 2). Vậy, lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT) của Vinamilk là 4.257,4 tỷ đồng. Lợi nhuận này bao gồm cả các khoản thu nhập ròng từ đầu tư tài chính.

Vì Vinamilk được định giá trước hết là để tìm giá trị tài sản phục vụ hoạt động kinh doanh chính nên trong EBIT, các khoản thu nhập ròng từ đầu tư tài chính cần được loại trừ. Trong năm 2010, lợi nhuận ròng từ các khoản đầu tư tài chính của Vinamilk là 301,5 tỷ đồng. Khi đó, EBIT hiệu chỉnh năm 2010 sẽ có giá trị bằng 3.955,9 tỷ đồng.

Với thuế suất 25% theo luật định, EBIT hiệu chỉnh sau thuế của Vinamilk bằng:

$$EBIT^{adj}_0(1 - t_c) = 3.955,9 \times (1 - 25\%) = 2.966,9 \text{ tỷ đồng.}$$

#### **Suất sinh lợi trên vốn**

Suất sinh lợi trên vốn (Return on Capital, ROC) được tính bằng cách chia EBIT hiệu chỉnh sau thuế cho vốn bình quân đầu kỳ và cuối kỳ. Vì EBIT hiệu chỉnh đã loại bỏ lợi nhuận từ lãi tiền mặt gửi ngân hàng và lợi nhuận từ đầu tư tài chính nên vốn cũng được loại bỏ khoản vốn dành cho đầu tư tiền mặt và đầu tư tài chính.

$$ROC_0 = EBIT^{adj}_0(1 - t_c) / [(E_{avg} + D_{avg}) - (Tiền\ mặt_{avg} + Đầu\ tư\ tài\ chính_{avg})]$$

$$= 2.966,9 / [(7.210,0 + 296,8) - (519,8 + 2.028,3)] = 59,83\%$$

#### **Tỷ lệ tái đầu tư**

Trong năm 2010, Vinamilk chi 1.432,3 tỷ đồng để đầu tư tài sản cố định và 309,6 tỷ đồng để góp vốn vào các đơn vị khác. Vậy, tổng chi đầu tư cố định mới của Vinamilk là 1.741,9 tỷ đồng. Khấu hao tài sản cố định của doanh nghiệp trong năm 2010 bằng 290,1 tỷ đồng. Phụ lục 6 trình bày số liệu đầu tư mới và khấu hao của Vinamilk trong những năm qua.

Vốn lưu động không kể tiền mặt và chứng khoán của Vinamilk bằng khoản phải thu cộng tồn kho cộng tài sản ngắn hạn khác và trừ các khoản phải trả. Căn cứ vào Phụ lục 1, vốn lưu động không kể tiền mặt của Vinamilk trong năm 2009 và 2010 lần lượt bằng 607,2 và 1.487,0 tỷ đồng. Như vậy, trong năm 2010 vốn lưu động của Vinamilk đã tăng lên 879,8 tỷ đồng.

Mức tái đầu tư bằng đầu tư cố định mới trừ khấu hao và cộng với thay đổi vốn lưu động:

$$ReInv_0 = Inv_0 - Dep_0 + \Delta WC_0 = 1.741,9 - 290,1 + 879,8 = 2.331,56 \text{ tỷ đồng}$$

Tỷ lệ tái đầu tư được tính bằng tỷ số giữa mức tái đầu tư và EBIT hiệu chỉnh sau thuế:

$$ReInv\%_0 = ReInv_0 / [EBIT^{adj}_0(1 - t_c)] = 2.331,56 / 2.966,9 = 78,59\%$$

### **Mô hình tăng trưởng ba giai đoạn**

Nhà phân tích cho rằng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ở mức rất cao của Vinamilk trong những năm qua là nhờ vào cấu trúc độc quyền nhóm của thị trường các sản phẩm từ sữa tại Việt Nam, sức mạnh của

thương hiệu Vinamilk và mạng lưới phân phối rộng khắp của doanh nghiệp này. Tuy nhiên, nhà phân tích cũng cho rằng tốc độ tăng trưởng cao như vậy sẽ chỉ duy trì trong vòng hai năm tới (2011-2012). Với mức độ cạnh tranh gia tăng trên thị trường và với việc các đối thủ khác sẽ dần dần bắt kịp Vinamilk về quy mô của mạng lưới phân phối, tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp sẽ giảm dần trong 5 năm tiếp theo (2013-2017) trước khi bước vào giai đoạn tăng trưởng ổn định. Nhà phân tích giả định rằng trong giai đoạn tăng trưởng ổn định, Vinamilk sẽ có tốc độ tăng trưởng trung bình 12% và suất sinh lợi trên vốn 25% tương đương với mức bình quân của thị trường.

### Giai đoạn tăng trưởng nhanh

Nhà phân tích giả định trong giai đoạn tăng trưởng nhanh, Vinamilk sẽ thực hiện tái đầu tư với tỷ lệ 78,59% và duy trì được suất sinh lợi trên vốn bằng 59,83% như trong năm 2010.

Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận kỳ vọng của Vinamilk trong hai năm 2011-12 bằng:

$$g_{hg} = ROC_{hg} \times ReInv\%_{hg} = 59,83\% \times 78,59\% = 47,02\%$$

Với việc năm 2010 được coi là năm 0, EBIT hiệu chỉnh của Vinamilk trong năm 1 (tức năm 2011) bằng:

$$EBIT^{adj}_1 = EBIT^{adj}_0(1 + g_{hg}) = 3.955,9 \times (1 + 47,02\%) = 5.815,9 \text{ tỷ đồng}$$

Ngân lưu tự do doanh nghiệp (FCFF) của Vinamilk vào năm 1 bằng:

$$\begin{aligned} FCFF_1 &= EBIT^{adj}_1(1 - t_c)(1 - ReInv\%_{hg}) \\ &= 5.815,9 \times (1 - 25\%) \times (1 - 78,59\%) = 934,08 \text{ tỷ đồng} \end{aligned}$$

EBIT hiệu chỉnh của Vinamilk vào năm 2 bằng:

$$EBIT^{adj}_2 = EBIT^{adj}_1(1 + g_{hg}) = 5.815,9 \times (1 + 47,02\%) = 8.550,48 \text{ tỷ đồng}$$

Ngân lưu tự do doanh nghiệp của Vinamilk trong năm 2 bằng:

$$\begin{aligned} FCFF_2 &= EBIT^{adj}_2(1 - t_c)(1 - ReInv\%_{hg}) \\ &= 8.550,48 \times (1 - 25\%) \times (1 - 78,59\%) = 1.373,3 \text{ tỷ đồng} \end{aligned}$$

### Giai đoạn tăng trưởng giảm dần

Trong 5 năm tiếp theo, tức từ năm 3 đến năm 7, Vinamilk được dự báo sẽ có tốc độ tăng trưởng và tỷ lệ tái đầu tư giảm dần đều. Cụ thể, tốc độ tăng trưởng mỗi năm sẽ giảm 5,84 điểm phần trăm, còn tỷ lệ tái đầu tư giảm 5,1 điểm phần trăm. Với mức giảm như vậy, tốc độ tăng trưởng và tỷ lệ tái đầu tư của Vinamilk vào năm 7 sẽ tương ứng là 17,84% và 53,1%.

Bảng dưới đây trình bày ngân lưu kỳ vọng của Vinamilk qua các năm.

**Bảng 3.** Ngân lưu kỳ vọng của Vinamilk qua các năm

	<i>Đơn vị: Tỷ đồng</i>							
	Tăng trưởng nhanh			Tăng trưởng giảm dần			Ổn định	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Tăng trưởng	47,02%	47,02%	41,18%	35,35%	29,51%	23,67%	17,84%	12,00%
Tái đầu tư	78,59%	78,59%	73,49%	68,39%	63,29%	58,20%	53,10%	48,00%
EBIT	5.815,9	8.550,5	12.071,8	16.338,7	21.160,2	26.169,5	30.837,2	34.537,6
EBIT*(1 - tc)	4.361,9	6.412,9	9.053,8	12.254,0	15.870,1	19.627,1	23.127,9	25.903,2
- Tái đầu tư	3.427,8	5.039,6	6.653,5	8.380,6	10.044,7	11.422,0	12.280,4	12.433,6
FCFF	934,1	1.373,3	2.400,4	3.873,5	5.825,5	8.205,1	10.847,5	13.469,7
PV(FCFF)	772,1	938,4	1.355,9	1.808,7	2.248,6	2.618,1	2.861,2	

**Giai đoạn tăng trưởng ổn định**

Bước vào giai đoạn ổn định, nhà phân tích dự báo Vinamilk có suất sinh lợi trên vốn  $ROC_{sg} = 25\%$ . Để đạt tốc độ tăng trưởng  $g_{sg} = 12\%$ , doanh nghiệp phải tái đầu tư với tỷ lệ 48%. Ngân lưu tự do doanh nghiệp vào năm 8,  $FCFF_8 = 13.469,7$  tỷ đồng.

Giá trị kết thúc tính vào năm 7 bằng:

$$TV = FCFF_8 / (WACC - g_{sg}) = 13.469,7 / (20,97\% - 12\%) = 150.138,4 \text{ tỷ đồng}$$

**Chiết khấu ngân lưu tự do**

Với chi phí vốn bình quân trọng số  $WACC = 20,97\%$ , ngân lưu tự do doanh nghiệp hàng năm và giá trị kết thúc của Vinamilk được chiết khấu về hiện tại theo công thức sau:

$$\begin{aligned}
 PV &= \left[ \frac{FCFF_1}{(1+WACC)} + \frac{FCFF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCFF_7}{(1+WACC)^7} \right] + \frac{TV}{(1+WACC)^7} \\
 &= \left[ \frac{934,08}{(1+20,97\%)} + \frac{1.373,3}{(1+20,97\%)^2} + \dots + \frac{10.847,5}{(1+20,97\%)^7} \right] + \frac{150.138,4}{(1+20,97\%)^7} \\
 &= 12.603,0 + 39.601,3 \\
 &= 52.204,4 \text{ (tỷ đồng)}
 \end{aligned}$$

**Giá trị vốn cổ phần**

Theo các bước tính toán ở trên, nhà phân tích tính được giá trị tài sản phục vụ hoạt động kinh doanh chính của Vinamilk là 52.204,4 tỷ đồng. Theo Phụ lục 1, giá trị tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn vào cuối năm 2010 của Vinamilk bằng 2.355,7 tỷ đồng. Như vậy, tổng giá trị doanh nghiệp của Vinamilk bằng 54.560,1 tỷ đồng.

Trừ giá trị nợ 568,0 tỷ đồng khỏi giá trị doanh nghiệp, nhà phân tích có được giá trị vốn chủ sở hữu của Vinamilk bằng 53.992,2 tỷ đồng. Tương ứng với 353 triệu cổ phần đang lưu hành vào cuối năm 2010, nhà phân tích tính được giá trị một cổ phần của Vinamilk là 152.950 đồng, cao hơn so với mức giá Vinamilk trên thị trường vào thời điểm cuối năm 2010 là 86.000 đồng.

**Phụ lục 1: Bảng cân đối kế toán tóm tắt của Vinamilk**

	<i>Đơn vị: Tỷ đồng</i>						
	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Tiền mặt	613,4	426,1	338,7	117,8	156,9	523,1	807,9
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1742,3	2314,3	374,0	654,5	306,7	594,4	181,0
Khoản phải thu	1124,9	728,6	646,4	654,7	511,6	706,2	178,8
Hàng tồn kho	2351,4	1311,8	1775,3	1669,9	965,8	1081,5	778,3
Tài sản ngắn hạn khác	87,9	288,4	53,2	75,5	55,3	95,7	4,5
<b>Khoản phải trả</b>	<b>2077,1</b>	<b>1721,6</b>	<b>784,3</b>	<b>923,4</b>	<b>736,5</b>	<b>1567,2</b>	<b>575,8</b>
Nợ vay ngắn hạn	568,0	13,3	188,2	10,0	17,9	12,3	3,3
Nợ vay dài hạn	0,0	12,5	22,4	32,4	42,3	10,4	20,0
Nợ vay	568,0	25,7	210,6	42,3	60,2	22,7	23,3
Vốn chủ sở hữu	7964,4	6455,5	4665,7	4224,3	2738,4	1984,7	1735,9

*Nguồn:* Báo cáo tài chính kiểm toán của Vinamilk các năm 2005-2010.

**Phụ lục 2: Báo cáo thu nhập tóm tắt của Vinamilk**

	<i>Đơn vị: Tỷ đồng</i>						
	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Doanh thu	15752,9	10613,8	8209,0	6537,8	6245,6	5638,8	4226,8
Chi phí lãi vay	6,2	6,7	27,0	11,7	43,5	10,0	8,3
Lợi nhuận đầu tư tài chính	267,4	261,8	94,2	243,7	68,5	45,4	25,7
EBIT	4257,4	2738,0	1398,3	967,0	706,3	612,6	552,4
Lợi nhuận trước thuế	4251,2	2731,4	1371,3	955,4	662,8	602,6	544,1
Lợi nhuận ròng (NI)	3616,2	2375,7	1248,7	963,4	659,9	605,5	517,7

*Nguồn:* Báo cáo tài chính kiểm toán của Vinamilk các năm 2005-2010.



**Phụ lục 3: Chỉ số VN-Index và giá cổ phiếu Vinamilk với thời điểm cuối tháng, cổ tức và cổ phần phát hành thêm/thưởng của Vinamilk trong tháng**

Ngày	VN-Index	Vinamilk			Ngày	VN-Index	Vinamilk		
		Giá	Cổ tức tiền mặt	Tỷ lệ CP thưởng			Giá	Cổ tức tiền mặt	Tỷ lệ CP thưởng
27/01/2006	312,32	53,0			29/08/2008	539,10	106,0	1,0	
28/02/2006	390,65	68,5			30/09/2008	456,70	90,5		
31/03/2006	503,56	81,0			31/10/2008	347,05	78,0		
28/04/2006	595,48	93,5			28/11/2008	314,74	76,5	1,9	
31/05/2006	538,91	89,0			31/12/2008	315,62	83,0		
30/06/2006	515,59	81,0	0,9		23/01/2009	303,21	82,0		
31/07/2006	422,41	67,5			27/02/2009	245,74	74,5		
31/08/2006	491,18	82,5			03/31/2009	280,67	78,5		
29/09/2006	526,73	83,0			04/29/2009	321,63	85,0		
31/10/2006	511,54	80,0			05/29/2009	411,64	88,0		
30/11/2006	633,05	106,0			06/30/2009	448,29	92,0		
29/12/2006	751,77	125,0			07/31/2009	466,76	126,0	2,0	
31/01/2007	1041,33	175,0	1,0	1/20 <sup>(*)</sup>	08/31/2009	546,78	158,0		
28/02/2007	1137,69	202,0			09/30/2009	580,9	90,0	1/1 <sup>(**)</sup>	
30/03/2007	1071,33	184,0			10/30/2009	587,12	87,5		
25/04/2007	923,89	169,0			11/30/2009	504,12	78,5		
31/05/2007	1081,48	185,0			12/31/2009	494,77	75,0		
29/06/2007	1024,68	180,0	1,9		01/29/2010	481,96	77,5		
31/07/2007	907,95	174,0			02/26/2010	496,91	85,0	1,0	
31/08/2007	908,00	160,0			3/31/2010	499,24	85,0		
28/09/2007	1046,86	182,0			4/29/2010	542,37	94,0	1,0	
31/10/2007	1065,09	184,0			5/31/2010	507,44	88,5		
30/11/2007	972,35	166,0			6/30/2010	507,14	90,0		
28/12/2007	927,02	166,0			7/30/2010	493,91	91,5		
31/01/2008	844,11	142,0			8/31/2010	455,08	89,0	3,0	
29/02/2008	663,30	117,0			9/30/2010	454,52	88,5		
31/03/2008	516,85	109,0			10/29/2010	452,63	87,0		
29/04/2008	522,36	134,0	1,0		11/30/2010	451,59	84,5		
30/05/2008	414,10	108,0			12/31/2010	484,66	86,0		
30/06/2008	399,40	106,0			1/28/2011	510,60	93,5		
31/07/2008	451,36	109,0							

*Ghi chú:* Đơn vị của giá cổ phiếu và cổ tức là 1.000 VND; tỷ lệ cổ phần phát hành thêm/thưởng là tỷ lệ số cổ phần phát hành thêm/thưởng trên số cổ phần đang nắm giữ.

(\*) Cổ phần phát hành thêm với giá ưu đãi 10.000 đ/cổ phần

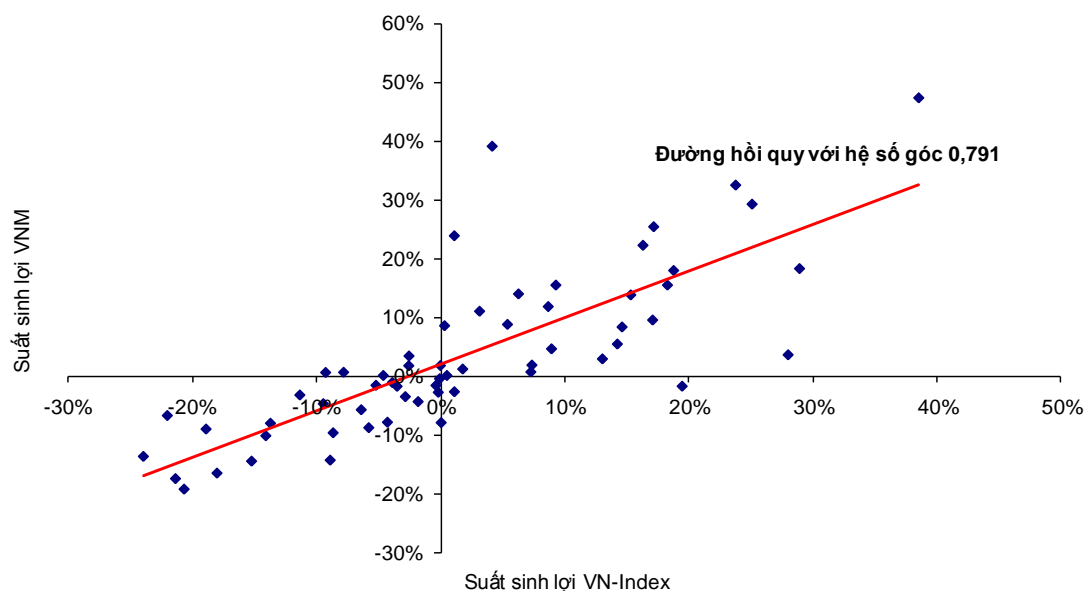
(\*\*) Cổ phần thưởng

*Nguồn:* Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM

**Phụ lục 4: Suất sinh lợi hàng tháng của VN-Index và cổ phiếu Vinamilk**

Tháng	VN-Index	Vinamilk	Tháng	VN-Index	Vinamilk
28/02/2006	25,08%	29,25%	29/08/2008	19,44%	-1,83%
31/03/2006	28,90%	18,25%	30/09/2008	-15,28%	-14,62%
28/04/2006	18,25%	15,43%	31/10/2008	-24,01%	-13,81%
31/05/2006	-9,50%	-4,81%	28/11/2008	-9,31%	0,51%
30/06/2006	-4,33%	-7,98%	31/12/2008	0,28%	8,50%
31/07/2006	-18,07%	-16,67%	23/01/2009	-3,93%	-1,20%
31/08/2006	16,28%	22,22%	27/02/2009	-18,95%	-9,15%
29/09/2006	7,24%	0,61%	03/31/2009	14,21%	5,37%
31/10/2006	-2,88%	-3,61%	04/29/2009	14,59%	8,28%
30/11/2006	23,75%	32,50%	05/29/2009	27,99%	3,53%
29/12/2006	18,75%	17,92%	06/30/2009	8,90%	4,55%
31/01/2007	38,52%	47,40%	07/31/2009	4,12%	39,13%
28/02/2007	9,25%	15,43%	08/31/2009	17,14%	25,40%
30/03/2007	-5,83%	-8,91%	09/30/2009	6,24%	13,92%
25/04/2007	-13,76%	-8,15%	10/30/2009	1,07%	-2,78%
31/05/2007	17,06%	9,47%	11/30/2009	-14,14%	-10,29%
29/06/2007	-5,25%	-1,68%	12/31/2009	-1,85%	-4,46%
31/07/2007	-11,39%	-3,33%	01/29/2010	-2,59%	3,33%
31/08/2007	0,01%	-8,05%	02/26/2010	3,10%	10,97%
28/09/2007	15,29%	13,75%	3/31/2010	0,47%	0,00%
31/10/2007	1,74%	1,10%	4/29/2010	8,64%	11,76%
30/11/2007	-8,71%	-9,78%	5/31/2010	-6,44%	-5,85%
28/12/2007	-4,66%	0,00%	6/30/2010	-0,06%	1,69%
31/01/2008	-8,94%	-14,46%	7/30/2010	-2,61%	1,67%
29/02/2008	-21,42%	-17,61%	8/31/2010	-7,86%	0,55%
31/03/2008	-22,08%	-6,84%	9/30/2010	-0,12%	-0,56%
29/04/2008	1,07%	23,85%	10/29/2010	-0,42%	-1,69%
30/05/2008	-20,73%	-19,40%	11/30/2010	-0,23%	-2,87%
30/06/2008	-3,55%	-1,85%	12/31/2010	7,32%	1,78%
31/07/2008	13,01%	2,83%	1/28/2011	5,35%	8,72%

Nguồn: Tính toán từ số liệu lịch sử chỉ số VN-Index và giá cổ phiếu Vinamilk trong Phụ lục 3.

**Phụ lục 5: Tương quan giữa suất sinh lợi của cổ phiếu Vinamilk và VN-Index**

Nguồn: Tính toán từ số liệu ở Phụ lục 4.

**Phụ lục 6: Đầu tư mới và khấu hao tài sản cố định của Vinamilk**

	<i>Đơn vị: Tỷ đồng</i>						
	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Chi đầu tư tài sản cố định	1432,3	654,8	445,1	722,3	609,5	242,1	172,5
Chi đầu tư góp vốn	309,6	2,5	134,2	37,2	107,0	18,0	242,4
Chi đầu tư	1741,9	657,3	579,2	759,4	716,5	260,1	414,9
Khấu hao	290,1	234,1	178,4	130,8	101,2	77,6	88,7

Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của Vinamilk các năm 2005-2010.