

19/05/2011

Cập nhật: 18/04/2012

Cập nhật: 07/05/2013

Cập nhật ngày 07/05/2018

NGUYỄN XUÂN THÀNH
ĐỖ THIÊN ANH TUẤN
TRẦN THỊ QUẾ GIANG
HỒ BÁ TÌNH

ĐỊNH GIÁ CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM VINAMILK

Gới 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%. Tính đến cuối năm 2017, Vinamilk chiếm khoảng 58% thị phần toàn quốc, tăng thêm 2 điểm phần trăm so với cuối năm 2016, trong đó nhiều chủng loại sản phẩm có thị phần từ 75-90%. Năm 2017, doanh thu của VNM đạt 51.041 tỷ đồng, trong đó doanh thu từ thị trường nội địa chiếm 83,4%, còn lại là doanh thu từ thị trường nước ngoài. Vinamilk đã có sản phẩm sữa xuất khẩu đi 35 nước và có 3 công ty con tại 3 quốc gia (Mỹ, Campuchia, Ba Lan).

Trong quá trình hoạt động, Vinamilk luôn giành được nhiều giải thưởng lớn và danh hiệu cao quý. Trong năm 2017, Vinamilk lọt vào top 2.000 doanh nghiệp có vốn hóa lớn nhất toàn cầu. Vinamilk cũng là đại diện duy nhất của Việt Nam vào top 10 doanh nghiệp xuất sắc nhất của châu Á. Cũng trong năm 2017, Vinamilk đứng đầu trong top “40 thương hiệu công ty có giá trị nhất Việt Nam” với trị giá thương hiệu được định giá hơn 1,7 tỷ USD.

Điểm mạnh lớn nhất của Vinamilk không chỉ là thương hiệu mà Công ty này còn có một hệ thống phân phối rất lớn. Theo báo cáo Thường niên năm 2017, hiện nay Vinamilk có tới 251.000 điểm bán lẻ, được phục vụ bởi 202 nhà phân phối. Với mạng lưới phân phối đó Vinamilk rất thuận lợi trong việc phát triển sản phẩm mới và thực hiện các chiến lược để mở rộng thị phần ngày càng cao.

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 cho các cổ đông của công ty trong tương lai. Theo kế hoạch phát triển năm 2017-2021 của Vinamilk, thì Công ty đặt mục tiêu doanh thu năm 2021 đạt 80.000 tỷ đồng, thị phần tăng trung bình 1 điểm phần trăm mỗi năm. Công ty cũng đặt mục tiêu lọt vào top 30 công ty sữa hàng đầu thế giới trong những năm tới.

Tình huống này do Nguyễn Xuân Thành, Đỗ Thiên Anh Tuấn, Trần Thị Quế Giang và Hồ Bá Tình, ban giảng viên môn Phân tích tài chính tại Trường chính sách công và quản lý Fulbright soạn và chỉnh sửa lần cuối năm 2018. Các nghiên cứu tình huống của Trường chính sách công và quản lý Fulbright được sử dụng làm tài liệu cho thảo luận trên lớp học, chứ không phải để đưa ra khuyến nghị chính sách.

Nghiên cứu tình huống này trình bày việc một nhà phân tích định giá Vinamilk vào thời điểm cuối năm 2017 với phương pháp định giá căn cứ trên ngân lưu tự do của doanh nghiệp. Các giả định dựa vào tình hình tài chính hiện nay của công ty, tốc độ tăng trưởng của công ty trong quá khứ, tốc độ tăng trưởng ngành để dự báo tốc độ tăng trưởng trong tương lai.

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

Kể từ khi niêm yết vào đầu năm 2006, trải qua hơn 13 năm VNM luôn là cổ phiếu dẫn đầu thị trường với mức tăng trưởng trung bình hàng năm rất cao. Tính từ thời điểm niêm yết đến nay giá cổ phiếu VNM đã tăng lên 43 lần. Với mức giá cổ phiếu ngày 07/05/2017, tổng giá trị vốn hóa thị trường của Vinamilk đạt 275.740 tỷ đồng, tương đương với 12,15 tỷ USD. VNM có vốn hóa đứng thứ 2 trên thị trường chứng khoán (sau VinGroup).

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 giá cổ phiếu VNM vẫn không thoát khỏi bối cảnh chung. Tuy nhiên, giá cổ phiếu VNM chỉ giảm hơn 47,83% 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. Năm 2014, giá cổ phiếu VNM cũng có một năm sụt giảm 12,83%. Đây là 2 năm duy nhất cổ phiếu VNM giảm từ khi niêm yết tới nay. Tính trung bình giá cổ phiếu VNM đạt mức tăng trưởng trung bình 46,53%/năm (sau khi điều chỉnh cổ tức và chia tách cổ phiếu).

Năm 2017, đánh dấu một bước phát triển mới của Vinamilk khi tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài được gỡ bỏ. Vào ngày 10/11, Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) đã chào bán cạnh tranh 3,33% vốn, tương đương 48,33 triệu cổ phiếu VNM với giá khởi điểm 151,200 đồng/cp. Kết quả Tập đoàn Jardiner Cycle & Carriage (JC&C - Singapore) đã mua toàn bộ lô cổ phiếu này với mức giá 186.000 đồng/cổ phiếu, nâng tỷ lệ sở hữu tại Vinamilk lên 5,53%. Hiện nay, tỷ lệ nhà đầu tư nước ngoài sở hữu VNM là 59,3%, trong đó có đông nước ngoài lớn nhất là Tập đoàn F&N (Singapore) với tỷ lệ sở hữu 18,7% SCIC còn sở hữu 36%.

Một trong những nguyên nhân quan trọng khiến cho giá cổ phiếu VNM liên tục tăng mạnh là do Vinamilk vẫn luôn duy trì được hoạt động sản xuất kinh doanh tốt với tỷ suất lợi nhuận và tốc độ tăng trưởng đều rất cao. Tình hình tài chính của công ty cũng hết sức lành mạnh và hoạt động kinh doanh chỉ tập trung vào hoạt động chính. Kết quả này có được nhờ ban lãnh đạo công ty 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 và công ty giữ được vị thế độc quyền trong một ngành nghề đầy tiềm năng.

Mức tăng trưởng này 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, các 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 2010-2017

TỶ LỆ CHIA CỔ TỨC CỦA VNM								
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	

Lãi cơ bản một cổ phần <i>EPS</i> (đồng)	6.683	7.717	6.981	7.839	6.068	5.837	5.831	6.355
Cổ tức một cổ phần <i>DPS</i> (đồng)	4.000	2.000	4.000	4.600	4.000	6.000	6.000	5.500
Cổ tức bằng cổ phiếu		50%	50%		20%	20%	20%	

Nguồn: Báo cáo tài chính của Vinamilk.

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 Vinamilk, 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 giả 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 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 90%, thậm chí lên hơn 97% năm 2017.

Tại thời điểm cuối năm 2017, vốn chủ sở hữu và nợ vay của Vinamilk theo giá trị sổ sách lần lượt là 23.873 và 543 tỷ đồng (Phụ lục 1). Như vậy, cơ cấu vốn của Vinamilk năm 2017 là 97,73% vốn chủ sở hữu và 2,27% 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 2013 - 2017 thì vốn chủ sở hữu của Vinamilk chiếm 94,26% trong cơ cấu vốn, trong khi nợ vay chiếm 5,74%. Việc dựa vào dữ liệu lịch sử có thể không phản ánh được cơ cấu vốn của Vinamilk trong tương lai vì nó phụ thuộc vào chiến lược kinh doanh cụ thể của công ty trong những năm sắp tới. Tuy nhiên, với Vinamilk các nhà phân tích cho rằng Vinamilk sẽ tiếp tục tái đầu tư mạnh mẽ trong những năm sắp tới do đó tỷ lệ nợ vay khoảng 5,74% sẽ được duy trì trong giai đoạn công ty tăng trưởng cao. Từ năm thứ 11 trở đi (kể từ 2028) công ty sẽ giảm tỷ lệ nợ vay xuống còn khoảng 2% so với vốn chủ sở hữu 98%, đây là một tỷ lệ ở mức thấp hơn so với tỷ lệ nợ trung bình của Công ty trong 6 năm gần đây. Tuy nhiên, đây có thể là một tỷ lệ nợ hợp lý đối với một doanh nghiệp như Vinamilk.

Bảng 2. Cơ cấu vốn của Vinamilk qua các năm

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Tỷ lệ nợ	2,27%	7,41%	8,81%	8,26%	2,07%	0	0	7,13%
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu	97,73%	92,59%	91,19%	91,74%	97,93%	100,00%	100,00%	92,87%

Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của Vinamilk các năm 2010 – 2017.

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 190.750 đồng một cổ phần vào cuối năm 2017 với 1.451 triệu cổ phần lưu hành) lớn 11,57 lần so với giá trị sổ sách. Vì

thể, 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

α_{VNM} là tung độ gốc của hàm hồi quy

β_{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

ε_t là sai số

Phụ lục 3 trình bày chỉ số VN-Index và giá cổ phiếu Vinamilk từ tháng 4/2013 đến tháng 4 năm 2018 số liệu suất sinh lợi theo tháng. Suất sinh lợi của VN-Index và cổ phiếu Vinamilk được tính toán dựa trên chỉ số VN-Index và giá cổ phiếu đã được điều chỉnh cho việc chi trả cổ tức, phát hành thêm hay trả cổ tức bằng cổ phiếu.

Kết quả hồi quy được tóm tắt dưới đây với đồ thị trình bày trong Phụ lục 4.

$$R_{VNM} = 1,5\% + 0,776 R_{VN-Index}$$

$$R^2_{adj} = 0,252$$

Hệ số beta ước lượng của cổ phiếu VNM là 0,776 với sai số chuẩn 0,013. Khoảng tin cậy 95% của hệ số beta là (0,466; 1,12).

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 T4/2018 = 3,04%/năm
Suất sinh lợi VN-Index lịch sử	= Tốc độ tăng trung bình cộng, 2012-2017 = 19,46%/năm
Suất sinh lợi phi rủi ro lịch sử	= Lợi suất trung bình cộng TPCP kỳ hạn 1 năm, 2012-2017 = 5,87%/năm
Mức bù rủi ro thị trường	= 19,46% – 5,87% = 13,59%
Hệ số beta của Vinamilk	= $\beta_{VNM} = 0,776$
Chi phí vốn chủ sở hữu	= $r_E = 3,04\% + 0,776 \times 13,59\% = 13,8\%$

Chi phí nợ vay

Chi phí lãi vay của Vinamilk trong năm 2017 là khoảng 29,44 tỷ đồng (Phụ lục 2). Trong khi đó, dư nợ đầu kỳ của Vinamilk là 1.659 tỷ và dư nợ cuối kỳ là 543 tỷ. Như vậy, nếu tính theo dư nợ đầu kỳ thì lãi suất lên tới 1,77%/năm, còn theo dư nợ cuối kỳ thì chỉ có 5,42%/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 2,67%/năm. Các con số này đều thấp so với lãi suất thực tế trên thị trường hiện nay. Tuy nhiên, thuyết minh báo cáo tài chính của công ty cho thấy lãi suất VND công ty vay cũng chỉ từ 4,9 đến 6%/năm, lãi suất USD chỉ từ 3,04 đến 3,9%/năm. Sở dĩ Vinamilk có mức lãi vay khá thấp là do nợ chủ yếu của Công ty là nợ ngắn hạn. Mặt khác do lịch sử tín dụng tốt và có nguồn tiền mặt rất dồi dào nên Vinamilk được các tổ chức tín dụng ưu ái cho vay với lãi suất thấp. Do vậy, nhà phân tích sử dụng mức lãi suất bình quân Vinamilk có thể vay được vào khoảng 4,5%/năm để tính chi phí vốn doanh nghiệp.

Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

Thuế suất bình thường phải nộp của Vinamilk hiện là 20%. Tuy nhiên, do có một số công ty con đặt ở một số địa điểm được ưu đãi thuế và một số con ở nước ngoài có mức thuế khác nhau. Do đó, chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp bình quân của Vinamilk có thể khác con số này. 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 2017 là 16,22% thấp hơn đáng kể so với thuế suất 20% theo luật định. Mặc dù vậy, nhìn vào tương lai, nhà phân tích cho rằng để thận trọng trong việc tính toán mức thuế suất ưu đãi này chỉ là ngắn hạn và Vinamilk sẽ phải chịu thuế suất phổ thông theo luật định là 20% 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 sau thuế:

$$WACC = \frac{E}{D+E} r_E + \frac{D}{D+E} (1-t_C) r_D$$

Trong đó, nợ vay/vốn chủ sở hữu của công ty tính bình quân trong giai đoạn từ 2013 đến 2017 khoảng 5,76%. Như vậy chi phí vốn của doanh nghiệp là

$$WACC = 94,24\% \times 13,8\% + 5,76\% \times (1-17,3\%) \times 4,5\% = 13,21\%$$

Như vậy, chi phí vốn bình quân trọng số của Vinamilk được xác định là 13,21%.

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 2017, doanh thu thuần của Vinamilk là 51.135 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế (EBT) là 12.229 tỷ đồng và chi phí lãi vay 29 tỷ đồng (Phụ lục 2). Vậy, lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT) của Vinamilk là 12.258 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 2017, lợi nhuận ròng từ các khoản đầu tư tài chính của Vinamilk là 729 tỷ đồng. Khi đó, EBIT hiệu chỉnh năm 2017 sẽ có giá trị bằng 11,529 tỷ đồng.

Với thuế suất 17,35% theo mức thuế suất trung bình của VNM từ năm 2012 đến 2017, EBIT hiệu chỉnh sau thuế của Vinamilk bằng:

$$EBIT^{adj}_0(1 - t_c) = 11,529 \times (1 - 17,35\%) = 9.529 \text{ tỷ đồng.}$$

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.

$$\begin{aligned} ROC_0 &= EBIT^{adj}_0(1 - t_c) / [(E_{avg} + D_{avg}) - (\text{Tiền mặt}_{avg} + \text{Đầu tư tài chính}_{avg})] \\ &= 9.529 / [(23.873 + 22.405 + 543 + 1659) / 2 - (10.561 + 10.453 + 963 + 655) / 2] = 73,73\% \end{aligned}$$

Tỷ lệ tái đầu tư

Trong năm 2017, Vinamilk chi 2.673 tỷ đồng để đầu tư tài sản cố định và 63,5 tỷ đồng để góp vốn vào các đơn vị khác. Vậy, tổng chi đầu tư cố định mới của Vinamilk là 2.763,5 tỷ đồng. Khấu hao tài sản cố định của doanh nghiệp trong năm 2017 bằng 1.300 tỷ đồng. Phụ lục 5 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 2016 và 2017 lần lượt bằng 2.461 và - 1.091 tỷ đồng. Như vậy, trong năm 2017 vốn lưu động của Vinamilk đã giảm 3.553 tỷ đồng.

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

$$REINV_0 = CAPEX_0 - DEPR_0 + \Delta WC_0 = 2.763,5 - 1.300 - 3.553 = -2.331,56 \text{ tỷ đồng}$$

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

$$\phi = REINV_0 / [EBIT^{adj}_0(1 - t_c)] = -22,21\%.$$

Việc Vinamilk có tỷ lệ tái đầu tư năm 2017 âm do nợ ngắn hạn (không kể nợ vay ngắn hạn) tăng mạnh. Nguyên nhân là do khoản phải trả ngắn hạn của công ty tăng mạnh. Do vậy, việc lấy số liệu tài chính năm 2017 để tính tỷ lệ tái đầu tư sẽ khó cho ra kết quả chính xác. Do vậy, chúng ta giả định tỷ lệ tái đầu tư của Vinamilk tương ứng với yêu cầu về tốc độ tăng trưởng của công ty dựa trên suất sinh lợi trên vốn. Cụ thể, tỷ lệ tái đầu tư bằng = tốc độ tăng trưởng kỳ vọng chia cho ROC.

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 5 năm tới (2018-2022), với tốc độ tăng 14%/năm, tức bằng tốc độ tăng trung bình từ 2013 đến 2017. Với mức độ cạnh tranh gia tăng trên thị trường và với việc các đối thủ khác sẽ 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 (2023-2027) 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 9% và suất sinh lợi trên vốn đạt 25%/năm, mức tương đương với nhiều doanh nghiệp trong ngành sữa trên thế giới.

Giai đoạn tăng trưởng nhanh

Nhà phân tích giả định trong giai đoạn tăng trưởng nhanh là 14%/năm, tương đương với tốc độ tăng trưởng bình quân trong giai đoạn từ 2013 đến 2017

Với việc năm 2017 được coi là năm 0, EBIT hiệu chỉnh của Vinamilk trong năm 1 (tức năm 2018) bằng:

$$EBIT^{adj_1} = EBIT^{adj_0}(1 + g_h) = 11.527 \times (1 + 14\%) = 13.142 \text{ tỷ đồng}$$

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

$$\begin{aligned} FCFF_1 &= EBIT^{adj_1}(1 - t_c)(1 - \phi_h) \\ &= 13.142 \times (1 - 17,35\%) \times (1 - 18,97\%) = 8.801 \text{ tỷ đồng} \end{aligned}$$

Bảng 3. Ngân lưu kỳ vọng của Vinamilk trong giai đoạn tăng trưởng nhanh

Đơn vị: Triệu đồng

Năm	Tăng trưởng nhanh				
	2018	2019	2020	2021	2022
Tốc độ tăng trưởng kỳ vọng	13,99%	13,99%	13,99%	13,99%	13,99%
Tỷ lệ tái đầu tư	18,97%	18,97%	18,97%	18,97%	18,97%
EBIT	13.142.029	14.980.601	17.076.390	19.465.380	22.188.590
Thuế suất	17,35%	17,35%	17,35%	17,35%	17,35%
EBIT * (1 - thuế suất)	10.862.243	12.381.872	14.114.099	16.088.664	18.339.471
- (Chi đầu tư - Khấu hao+Thay đổi vốn lưu động)	2.060.977	2.349.308	2.677.977	3.052.627	3.479.690
Ngân lưu tự do của doanh nghiệp	8.801.265	10.032.564	11.436.122	13.036.037	14.859.781

Giai đoạn tăng trưởng giảm dần

Trong 5 năm tiếp theo, tức từ năm 5 đến năm 10, 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 0,83 điểm phần trăm, cũng trong giai đoạn này công ty không còn duy trì được tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư như cũ mà sẽ giảm dần về mức 25%, còn tỷ lệ tái đầu tư của công ty điều chỉnh mức tương ứng 36% để Vinamilk duy trì được tốc độ tăng trưởng 9% trong giai đoạn tăng trưởng ổn định.

Bảng 4. Ngân lưu kỳ vọng của Vinamilk trong giai đoạn tăng trưởng nhanh

Đơn vị: Triệu đồng

Năm	Tăng trưởng giảm dần				
	2023	2024	2025	2026	2027
Tốc độ tăng trưởng kỳ vọng	13,16%	12,33%	11,50%	10,66%	9,83%
Tỷ lệ tái đầu tư	21,81%	24,65%	27,49%	30,32%	33,16%
EBIT	25.108.242	28.203.255	31.445.221	34.798.332	38.219.589
Thuế suất	17,35%	17,35%	17,35%	17,35%	17,35%
EBIT * (1 - thuế suất)	20.752.642	23.310.754	25.990.327	28.761.764	31.589.526
- (Chi đầu tư - Khấu hao+Thay đổi vốn lưu động)	4.526.458	5.745.910	7.143.932	8.721.887	10.475.812
Ngân lưu tự do của doanh nghiệp	16.226.184	17.564.844	18.846.396	20.039.877	21.113.714

Giai đoạn tăng trưởng ổn định

Bước vào giai đoạn ổn định, nhà phân tích dự báo Vinamilk có suất sinh lợi trên vốn $ROC_s = 25\%$. Để đạt tốc độ tăng trưởng $g_s = 9\%$, doanh nghiệp phải tái đầu tư với tỷ lệ 36% ($9\%/25\%$). Ngân lưu tự do doanh nghiệp vào năm 11 là $FCFF_{11} = 22.036$ tỷ đồng. Chi phí vốn chủ sở hữu trong giai đoạn tăng trưởng dài hạn của Vinamilk được tính theo phương pháp gián tiếp thông qua số liệu trên thị trường chứng khoán Hoa Kỳ là $11,8\%$.

Giá trị kết thúc tính vào năm 10 bằng:

$$TV = FCFF_{11}/(WACC - g_s) = 22.036/(11,8\% - 9\%) = 785.702 \text{ tỷ đồng}$$

Chiết khấu ngân lưu tự do

Với chi phí vốn bình quân trọng số $WACC = 11,8\%$, 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:

$$\begin{aligned} PV &= [FCFF_1/(1+WACC) + \dots + FCFF_{10}/(1+WACC)^{10}] + TV/(1+WACC_s)^{10} \\ &= 74.702 + 235.798 \\ &= 310.501 \text{ (tỷ đồng)} \end{aligned}$$

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 310.501 tỷ đồng. Theo Phụ lục 1, giá trị tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn vào cuối năm 2017 của Vinamilk bằng 11.525 tỷ đồng. Như vậy, tổng giá trị doanh nghiệp của Vinamilk bằng 322.026 tỷ đồng.

Trừ giá trị nợ $543,0$ tỷ đồng khỏi giá trị doanh nghiệp, nhà phân tích có được giá trị vốn chủ sở hữu của Vinamilk bằng 321.483 tỷ đồng. Tương ứng với $1,451,263,614$ cổ phần đang lưu hành vào cuối năm 2017, nhà phân tích tính được giá trị một cổ phần của Vinamilk là 221.520 đồng, cao hơn so với mức giá Vinamilk trên thị trường vào thời điểm cuối năm 2017 là 208.600 đồng/cổ phiếu và mức giá 184.000 đồng/cổ phiếu vào ngày 08/12/2017.

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

Đơn vị: Tỷ đồng

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Tiền mặt và tương đương tiền	963	655	1.359	1.528	2.746	1.252	3.157
Đầu tư tài chính ngắn hạn	10.562	10.454	8.668	7.468	4.167	3.909	736
Khoản phải thu	4.592	2.867	2.685	2.772	2.728	2.246	2.169
Hàng tồn kho	4.021	4.522	3.810	3.620	3.217	3.473	3.272
Tài sản ngắn hạn khác	170	176	209	135	160	230	133
Nợ phải trả	10.794	6.973	6.554	5.970	5.307	4.205	3.105
Nợ vay ngắn hạn	268	1.333	1.475	1.280	179	-	-
Nợ vay dài hạn	275	327	368	346	184	-	-
Nợ vay	543	1.660	1.844	1.626	363	-	-
Vốn chủ sở hữu	23.873	22.406	20.924	19.680	17.545	15.493	12.477

Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của Vinamilk các năm 2011-2017.

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

Đơn vị: Tỷ đồng

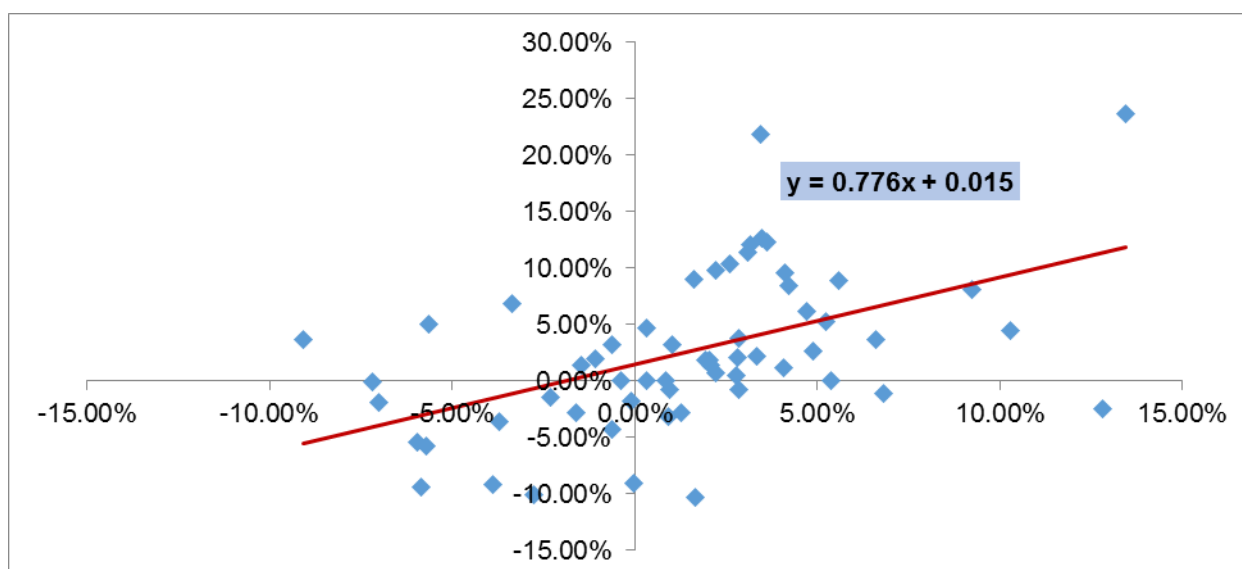
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Doanh thu thuần	51.041	46.794	40.080	34.977	30.949	26.562	21.627
Chi phí lãi vay	29	46	31	40	0	3	-
Lợi nhuận đầu tư tài chính	729	620	486	492	417	424	434
<i>EBIT</i>	12.258	11.284	9.398	7.653	8.010	6.933	4.979
Lợi nhuận trước thuế	12.229	11.238	9.367	7.613	8.010	6.930	4.979
Lợi nhuận ròng (<i>NI</i>)	10.278	9.364	7.770	6.068	6.534	5.819	4.218

Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của Vinamilk các năm 2011-2017.

Phụ lục 3: Suất sinh lợi hàng tháng của VN-Index và cổ phiếu Vinamilk

Date	VN-Index	VNM	Date	VN-Index	VNM
31-05-13	9,25%	8,06%	30-11-15	-5,63%	5,08%
28-06-13	-7,19%	-0,05%	31-12-15	1,02%	3,23%
31-07-13	2,23%	9,85%	29-01-16	-5,83%	-9,37%
30-08-13	-3,89%	-9,14%	29-02-16	2,59%	10,34%
30-09-13	4,22%	8,46%	31-03-16	0,33%	4,69%
31-10-13	0,97%	-0,70%	29-04-16	6,62%	3,74%
29-11-13	2,08%	1,43%	31-05-16	3,35%	2,16%
31-12-13	-0,62%	-4,25%	30-06-16	2,23%	0,72%
27-01-14	10,28%	4,44%	29-07-16	3,16%	12,05%
28-02-14	5,38%	0,00%	31-08-16	3,43%	21,84%
31-03-14	0,87%	0,00%	30-09-16	1,65%	-10,25%
29-04-14	-2,29%	-1,41%	31-10-16	-1,45%	1,43%
30-05-14	-2,76%	-10,07%	30-11-16	-1,59%	-2,81%
30-06-14	2,87%	-0,80%	30-12-16	-0,03%	-8,99%
31-07-14	3,10%	11,47%	25-01-17	4,87%	2,71%
29-08-14	6,81%	-1,04%	28-02-17	1,94%	1,86%
30-09-14	-5,95%	-5,40%	31-03-17	1,62%	9,05%
31-10-14	0,34%	0,00%	28-04-17	-0,63%	3,28%
28-11-14	-5,70%	-5,71%	31-05-17	2,80%	2,04%
31-12-14	-3,70%	-3,55%	30-06-17	5,24%	5,28%
30-01-15	5,58%	8,90%	31-07-17	0,91%	-3,17%
27-02-15	2,86%	3,84%	31-08-17	-0,10%	-1,78%
31-03-15	-6,99%	-1,85%	29-09-17	2,77%	0,53%
27-04-15	2,04%	1,89%	31-10-17	4,08%	1,21%
29-05-15	1,27%	-2,77%	30-11-17	13,45%	23,65%
30-06-15	4,12%	9,64%	29-12-17	3,61%	12,28%
31-07-15	4,72%	6,20%	31-01-18	12,81%	-2,44%
31-08-15	-9,07%	3,72%	28-02-18	1,01%	-3,69%
30-09-15	-0,37%	0,00%	30-03-18	4,72%	3,57%
30-10-15	7,95%	18,00%	27-04-18	-10,58%	-8,87%

Nguồn: Vietstock (suất sinh lợi chỉ số VN-Index Vinamilk)

Phụ lục 4: Tương quan giữa suất sinh lợi của cổ phiếu Vinamilk và VN-Index

Nguồn: Tính toán từ số liệu ở Phụ lục 3.

Phụ lục 5: Đầu tư mới và khấu hao tài sản cố định của Vinamilk

Đơn vị: Tỷ đồng

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Chi đầu tư tài sản cố định	2,673	1,142	1,068	859	1,491	3,134	1,767
Chi đầu tư góp vốn	64	6	66	(17)	29	(88)	(101)
Chi đầu tư	2,736	1,148	1,134	842	1,520	3,046	1,666
Khấu hao	1,300	1,191	1,097	1,033	786	535	415

Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của Vinamilk các năm 2011-2017.