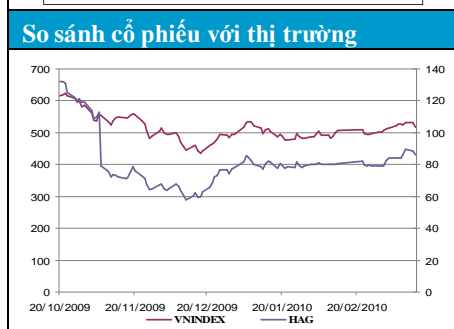
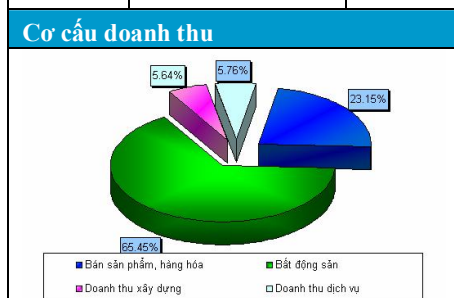


Ngày 16/03/2010	
Giá đóng cửa	86,000
P/E 2010	11.21
Giá mục tiêu	92,000

Thông tin cơ bản	
Sản phẩm chính	BDS
Vốn điều lệ (tỷ VND)	2,705
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	23,216
Sở hữu nước ngoài (%)	23.17
Sở hữu Nhà nước (%)	0
Tỷ lệ HDQT và BKS (%)	56.93

Khuyến nghị gần nhất		
Ngày xuất bản	Giá đóng cửa tại ngày ra khuyến nghị	Khuyến nghị



Tên công ty	CTCP HOÀNG ANH GIA LAI (HAG)
Khuyến nghị	MUA

## Khuyến nghị đầu tư

HAG là doanh nghiệp bất động sản có quy mô vốn điều lệ lớn nhất hiện nay trong số các doanh nghiệp cùng ngành đang niêm yết trên sàn. Là tập đoàn kinh doanh đa ngành nghề, cùng với nhiều dự án lớn đã, đang và sẽ đưa vào hoạt động trong nhiều lĩnh vực, HAG đặt mục tiêu phấn đấu trở thành công ty bất động sản số 1 tại Việt Nam.

Dựa trên tình hình hoạt động kinh doanh của HAG cùng với những triển vọng tăng trưởng trong tương lai do các dự án mới mang lại ở nhiều lĩnh vực, chúng tôi dự phóng EPS 2010 công ty đạt được là 7,660 đồng. Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư có thể cân nhắc MUA VÀO đối với cổ phiếu HAG cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn với mức giá mục tiêu 92,000 đồng, tương ứng với P/E là 12x, cao hơn mức giá ngày 16/03/2010 là 7 %.

## Những điểm chú ý

- Là công ty bất động sản có quy mô vốn điều lệ lớn nhất hiện nay với 23 dự án đang triển khai và quỹ đất hơn 2.5 triệu m<sup>2</sup>.
- Hoạt động kinh doanh đa ngành nghề, trong trung hạn lấy bất động sản là mảng mang lại doanh thu chính. Trong dài hạn, cao su, khoáng sản và thủy điện với các dự án đang được triển khai sẽ đóng góp một tỷ trọng lớn vào cơ cấu doanh thu, lợi nhuận của HAG kể từ năm 2010.
- Ban lãnh đạo có tầm nhìn rộng và giàu tâm huyết.
- Thương hiệu lớn được nhiều người biết đến, được quảng bá qua câu lạc bộ bóng đá Hoàng Anh Gia Lai.
- Đối mặt với áp lực nguồn vốn đầu tư với chi phí vốn cao để tài trợ cho các dự án lớn triển khai đồng thời.
- Kết quả kinh doanh 2009: Kết thúc năm 2009, doanh thu và lợi nhuận sau thuế HAGL đạt được lần lượt là 4,370 tỷ và 1,188 tỷ, tương ứng tăng 132.11% và 69.76% so với năm 2008. EPS tính trên 270 triệu cổ phiếu lưu hành đạt 4,396 đồng.

Chỉ tiêu	Q4-08	Q1-09	Q2-09	Q3-09	Q4-09	2009	2010F
Doanh thu (triệu đồng)	284,809	909,281	1,138,572	1,229,855	1,087,599	4,365,309	7,231,130
Tăng trưởng QoQ, YoY				428.42%	281.87%	132.11%	65.65%
Tỷ lệ lợi nhuận gộp trên doanh thu	44.58%	52.68%	41.76%	48.66%	41.72%	45.97%	54.06%
Tỷ lệ lợi nhuận thuần trên doanh thu	-0.32%	26.31%	26.13%	26.06%	30.49%	39.44%	38.66%
Lợi nhuận trước thuế (triệu đồng)	62,458	359,381	412,110	480,547	491,467	1,743,505	3,089,187
Lợi nhuận ròng (triệu đồng)	(918)	239,199	297,529	320,474	331,651	1,188,854	2,240,581
Tăng trưởng QoQ, YoY				773.85%	n/a	69.76%	88.47%
EPS (Đồng)	(5)	1,330	1,655	1,782	1,226	4,396	7,660

## GIỚI THIỆU CÔNG TY



*Tiền thân là xưởng gỗ thành lập năm 1993, hiện HAGL là tập đoàn tư nhân hoạt động trong nhiều lĩnh vực khác nhau.*

*Ban lãnh đạo giàu năng lực, tâm huyết và năng động.*

*Ông Đoàn Nguyên Đức sở hữu trên 54% số lượng cổ phiếu của HAG.*

*32 công ty con và 4 công ty liên kết.*

*Quan điểm phát triển đa ngành, đa lĩnh vực và liên kết dọc.*

Tên công ty : CTCP HOÀNG ANH GIA LAI

Mã giao dịch: HAG

Sàn GD: HOSE

Tên viết tắt : HAGL

Địa chỉ : Quốc lộ 14, xã Chưhđrông, Tp Pleiku, Gia Lai

Điện thoại : 84 - 059 3820012

Fax: 84 - 059 3820555

Website : [www.hagl.com.vn](http://www.hagl.com.vn)

### Lịch sử hình thành và phát triển:

Tiền thân là một xưởng gỗ nhỏ được thành lập năm 1993, trải qua một chặng đường dài hơn 17 năm hình thành và phát triển, đến nay Hoàng Anh Gia Lai đã trở thành tập đoàn tư nhân hoạt động trong nhiều lĩnh vực khác nhau. Các sản phẩm như đồ gỗ nội, ngoại thất cao cấp; đá granite ốp lát tự nhiên; mù cao su đã có mặt khắp các thị trường Châu Âu, Châu Mỹ, Châu Á, Australia, New Zealand... Với lợi thế về vốn, nguồn nhân lực, nguyên vật liệu dồi dào và thương hiệu mạnh, Hoàng Anh Gia Lai Group tập trung mở rộng đầu tư sang lĩnh vực kinh doanh địa ốc như xây dựng trung tâm thương mại, căn hộ cao cấp, văn phòng cho thuê cùng với sự ra đời của một chuỗi khách sạn, khu nghỉ mát tiêu chuẩn 4 sao, 5 sao tại Tp.HCM, Đà Lạt, Đà Nẵng, Nha Trang, Gia Lai, Quy Nhơn...nhằm khai thác tiềm năng du lịch đầy hứa hẹn của đất nước.

### Ban lãnh đạo:

Theo chúng tôi, một doanh nghiệp hàng đầu không thể tạo ra giá trị gia tăng nếu người lãnh đạo thiếu năng lực. Do đó, đánh giá năng lực của ban quản trị là một điều cực kỳ cần thiết khi tiến hành đầu tư vào một công ty. Chính vì vậy, khi nhắc đến Hoàng Anh Gia Lai, chúng ta không quên nhắc về “Bầu Đức”. Được ví như cha đẻ của thương hiệu Hoàng Anh Gia Lai đã được biết đến không chỉ trong phạm vi lãnh thổ nước Việt Nam mà còn ở nhiều quốc gia khác trên toàn thế giới, ông Đoàn Nguyên Đức cùng bộ máy lãnh đạo với tâm huyết và kinh nghiệm nhiều năm trong nghề đã vạch ra một hướng đi đúng đắn cho công ty và gây dựng nên một tập đoàn lớn mạnh như hiện nay.

### Cơ cấu cổ đông:

Hiện tại ông Đoàn Nguyên Đức sở hữu trên 54% số lượng cổ phiếu của HAG. Số cổ phiếu này được ông khẳng định sẽ không chuyển nhượng với bất cứ giá nào trong vòng 2 năm tới, với niềm tin rằng giá trị của HAG sẽ đạt đỉnh cao vào năm 2012 khi các dự án lớn về cao su, khoáng sản và thủy điện đều được đưa vào khai thác.

### Công ty con và công ty liên kết:

Hiện tại HAGL có 32 công ty con và 4 công ty liên kết, hoạt động chính trong các lĩnh vực sản xuất và kinh doanh sản phẩm bằng gỗ và đá granite, trồng cao su và các cây trồng khác, chế biến kinh doanh mù cao su và gỗ cao su, xây dựng, khai khoáng và phát triển căn hộ để bán và cho thuê, kinh doanh khách sạn, khu nghỉ dưỡng và các hoạt động về thể thao và giải trí.

### Hoạt động kinh doanh:

Với quan điểm phát triển đa ngành, đa lĩnh vực và liên kết dọc, HAG đầu tư hoạt động trong nhiều lĩnh vực như bất động sản, đồ gỗ, cao su, khoáng sản và thủy điện. Đây đều là các ngành mang lại tỷ lệ lợi nhuận cao cho công ty.

**Định hướng kinh doanh:** Trong trung hạn, kinh doanh bất động sản, sản xuất và phân phối đồ gỗ giúp công ty đẩy nhanh tiến độ tích tụ vốn bởi các ngành này có tỷ suất lợi nhuận khá cao. Trong dài hạn, ngành kinh doanh thủy điện, khai thác khoáng sản và cây cao su là 3 lĩnh vực có thể tạo ra sự phát triển bền vững lâu dài cho Hoàng Anh Gia Lai.

*HAG có 23 dự án bất động sản trên cả nước và quỹ đất 2.5 triệu m<sup>2</sup>.*

*4 nhà máy kỳ vọng tạo ra nguồn doanh thu ổn định 500 tỷ/năm và 200 tỷ lợi nhuận/năm.*

*Triển khai các dự án lớn trong nhiều lĩnh vực như cao su, thủy điện, khoáng sản*

*Các nhân tố ảnh hưởng đến thị trường Bất động sản.*

Các mảng kinh doanh mang lại nguồn thu cho HAG hiện tại là Bất động sản và Đồ gỗ và đá Granite.

## **Bất động sản:**

Hiện lĩnh vực bất động sản đóng góp hơn 80% vào thu nhập của Hoàng Anh Gia Lai. HAG có 23 dự án bất động sản trên cả nước và quỹ đất 2.5 triệu m<sup>2</sup>, toàn bộ là quỹ đất sạch được HAG mua giá rẻ từ nhiều năm trước. Công ty mới sử dụng 30 - 40% quỹ đất hiện có. Đến năm 2015, HAG vẫn tiếp tục đầu tư xây dựng dự án bất động sản. Các dự án hiện tại của HAG được chúng tôi diễn giải trong phần cuối của báo cáo này.

## **Đồ gỗ và đá granite:**

Đây là hoạt động kinh doanh truyền thống của HAG, doanh thu từ hoạt động này đóng góp 435.5 tỷ doanh thu năm 2008, trong đó 73% là xuất khẩu. Các sản phẩm gỗ đóng góp khoảng 10% tổng doanh thu, chủ yếu xuất khẩu sang Hồng Kông và các nước Châu Âu, kim ngạch xuất khẩu thường chiếm 70% doanh thu. HAG không có ý định mở rộng hoạt động kinh doanh này, 4 nhà máy kỳ vọng tạo ra nguồn doanh thu ổn định 500 tỷ/năm và 200 tỷ lợi nhuận/năm.

NHÀ MÁY SẢN XUẤT GỖ	CÔNG SUẤT (container 40 feet)	DIỆN TÍCH (m <sup>2</sup> )
Thủ Đức-KCN Bình Chiểu, Tp HCM	400	10,000
KCN Phú Tài, Bình Định	450	20,000
Trà Bà, Tp Pleiku	600	50,000
Hàm Rồng, tp Pleiku	700	60,000

Ngoài ra, hiện công ty đang triển khai các dự án lớn trong nhiều lĩnh vực như cao su, thủy điện, khoáng sản nhằm mang lại nguồn thu nhập tăng trưởng và ổn định cho HAG trong các năm về sau.

# PHÂN TÍCH NGÀNH

## **THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN:**

### **Những nhân tố ảnh hưởng:**

– *Sự phát triển kinh tế:* Phát triển kinh tế của một nước tất yếu làm gia tăng các nhu cầu sử dụng đất trong các lĩnh vực sản xuất, nhất là lĩnh vực sản xuất phi nông nghiệp, vấn đề này đòi hỏi phải có quá trình chuyển dịch đất sử dụng trong hoạt động sản xuất nông - lâm nghiệp sang sử dụng vào mục đích công nghiệp - thương mại - dịch vụ. Động thái này đã làm gia tăng các giao dịch về bất động sản và tạo sự phát triển cho thị trường bất động sản.

– *Dân số:* Tăng dân số cũng đồng nghĩa với tăng các nhu cầu về các loại hàng hoá trên thị trường, để đáp ứng nhu cầu các ngành sản xuất phải mở rộng, phát triển về quy mô từ đó làm tăng nhu cầu về sử dụng đất và nhà ở.

– *Pháp luật:* Pháp luật có thể được xem là yếu tố tác động quan trọng đến sự hình thành và phát triển của thị trường bất động sản biểu hiện qua những quy định pháp luật về quyền mua, bán, cho thuê, thế chấp, góp vốn liên doanh.... bằng bất động sản.

– *Chính sách kinh tế, tài chính – tiền tệ của Nhà nước:* Chính sách kinh tế của Chính phủ Trung ương và Chính quyền địa phương cũng là nhân tố nhạy cảm ảnh hưởng đến thị trường bất động sản.

– *Tập quán, truyền thống và thị hiếu:* Tập quán, truyền thống là những yếu tố mang tính nhân văn của thị trường bất động sản, có tác dụng đẩy nhanh hoặc làm hạn chế các vụ giao dịch, nó đảm bảo độ tin cậy giữa các bên mua-bán, thuê-cho thuê; nó cũng có tác dụng làm đẩy nhanh hoặc chậm tiến trình thanh toán giữa các bên với nhau.

Một số khó khăn và bất cập trong thị trường bất động sản.

## Khó khăn:

- *Sự phát triển bong bóng của thị trường BĐS:* Thông tin về các dự án bất động sản thường được cung cấp rất mơ hồ và chưa có tính chuyên nghiệp cao. Nhiều công ty kinh doanh bất động sản đưa ra thông tin liên quan đến những dự án đầu tư mà họ chỉ mới thoả thuận mua đất, hoặc chỉ mới được chấp thuận về chủ trương đầu tư,... Những động thái này tạo nên "cầu ảo" của thị trường và góp phần đưa đến những cơn "sốt" đất khiến cho các dự án bất động sản có sự chênh lệch rất lớn về giá so với giá trị thực tế của nó.

- *Sự thiếu chuyên nghiệp trong quản lý của Nhà Nước:* Hệ thống pháp luật chưa đồng bộ; hệ thống thuế chưa được đổi mới; hệ thống đăng ký bất động sản đang bị chia cắt, chưa đủ điều kiện để có hệ thống quản lý công khai, minh bạch; quy hoạch sử dụng đất còn nhiều yếu kém; hệ thống cơ quan quản lý, cán bộ quản lý còn nhiều bất cập; còn nhiều sai phạm trong áp dụng pháp luật mới về đất đai...

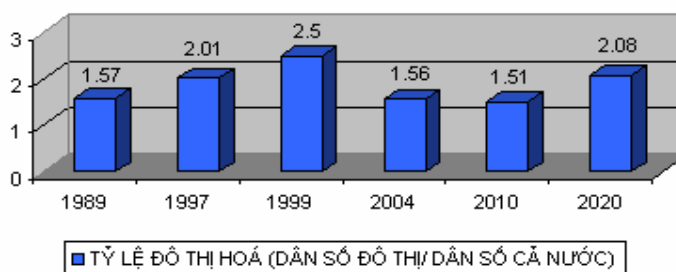
- *Năng lực của các doanh nghiệp bất động sản:* Thị trường bất động sản vẫn rất hấp dẫn do chênh lệch cung cầu quá lớn. Do đó, hiện nay không ít các doanh nghiệp không chuyên cũng tham gia kinh doanh bất động sản, hoạt động với tính chuyên nghiệp không cao. Ngoài ra, quy mô vốn nhỏ không phù hợp với yêu cầu của thị trường cũng là điều rất đáng quan tâm.

- *Quy hoạch tổng thể:* Việc thiếu nhất quán trong công tác quy hoạch đã gây ra những khó khăn nhất định cho các chủ đầu tư trong việc phát triển và triển khai các dự án bất động sản, làm giảm giá trị của các dự án đầu tư.

## Cơ hội:

- *Tốc độ tăng trưởng dân số bình quân* thời kỳ 1999-2009 là 1.2%, trong tổng dân số, dân số thành thị 25.4 triệu người, chiếm 29.6% tổng dân số. Tỷ lệ đô thị hóa dự kiến sẽ gia tăng trong các năm tiếp theo.

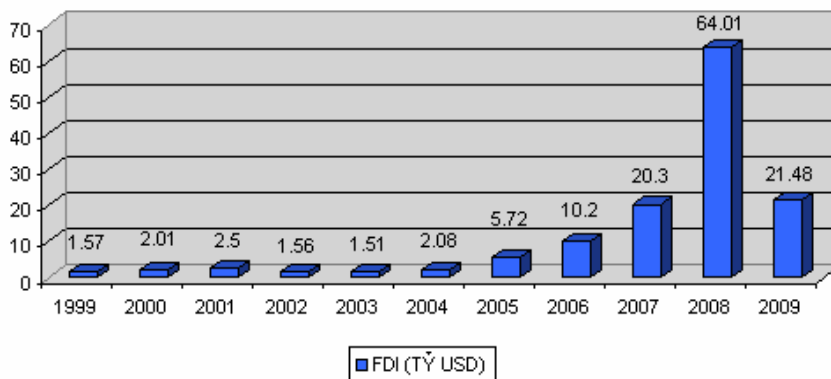
TỶ LỆ ĐÔ THỊ HOÁ (DÂN SỐ ĐÔ THỊ/ DÂN SỐ CẢ NƯỚC)



Nguồn: Bộ Xây dựng, MNSC tổng hợp

- *Dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam* liên tục tăng, trong đó vốn đổ vào cho thị trường bất động sản chiếm tỷ trọng cao nhất.

VỐN ĐĂNG KÝ FDI (TỶ USD)



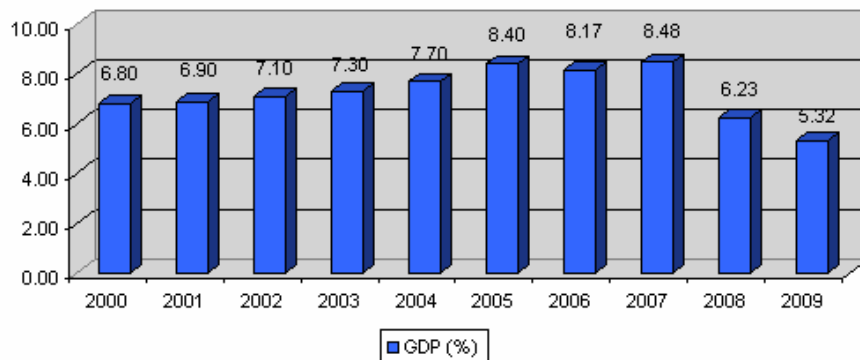
Nguồn: Tổng cục thống kê, MNSC tổng hợp

Còn nhiều cơ hội để phát triển.



**Tốc độ tăng trưởng GDP:** Việt Nam là một nước đang phát triển, luôn duy trì được tốc độ tăng trưởng GDP cao so với các nước khác trên Thế giới. Do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu từ cuối năm 2007, tốc độ tăng trưởng GDP đã có sự sụt giảm so với những năm trước đó, tuy nhiên năm 2008 vẫn tăng 6.23% so với năm trước đó và là nước có tốc độ tăng trưởng GDP cao thứ 2 thế giới chỉ sau Trung Quốc. Năm 2009, tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam đạt 5.32%, đứng thứ 3 Thế giới, sau Trung Quốc và Ấn Độ.

**TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG GDP**



Nguồn: Tổng cục thống kê, MNSC tổng hợp

*Phân hóa rõ nét đối với các phân khúc thị trường khác nhau.*

## **Tổng quan thị trường bất động sản 2009:**

Năm 2009 chứng kiến sự phân hóa rõ nét đối với các phân khúc thị trường khác nhau trong lĩnh vực bất động sản. Trong đó, văn phòng cho thuê với tình trạng dư cung đã đẩy giá thuê văn phòng giảm xuống ở tất cả các hạng, mức giảm từ 20 – 30% thậm chí thấp nhất tới 50%; nhiều dự án văn phòng mới đang đi vào hoạt động tạo ra sự cạnh tranh lớn, người mua có nhiều cơ hội để quyết định, lựa chọn và cũng có nhiều quyền lực để đưa ra các yêu cầu giảm giá và đòi hỏi chất lượng cao. Tương tự, với phân khúc căn hộ, giá cả các căn hộ hạng A và B có sự sụt giảm nghiêm trọng, các căn hộ trong phân khúc giá trung bình và thấp trở thành điểm sáng trong năm 2009.

Theo báo cáo thống kê thị trường Bất động sản Việt Nam trong quý 4/2009 của CBRE, tổng diện tích thực thuê của tất cả các hạng văn phòng trong quý 4 đạt 50,000 m<sup>2</sup>, tăng 1.5% so với quý trước; tổng diện tích trống tính trên tất cả các hạng văn phòng ở mức 14.5%; giá chào thuê văn phòng trung bình của văn phòng hạng A ở mức 40.4\$/m<sup>2</sup>/tháng, giảm thêm 2.2% so với quý 3.

## **Xu hướng 2010:**

Khả năng phục hồi của kinh tế thế giới cùng sự tăng trưởng bền vững trong nước được dự báo bắt đầu từ giữa cuối quý II/2010, sẽ tạo động lực mạnh cho trường địa ốc. Theo dự báo, thị trường BĐS Việt Nam sẽ xuất hiện nhiều phân khúc khác nhau, trong đó sẽ là sự mở rộng của phân khúc thị trường BĐS cao cấp với những khu đô thị, khu phức hợp văn phòng và căn hộ giá cao, có chất lượng rất tốt, tọa lạc trên những vùng đất hiện đại, địa điểm lý tưởng.

**Giá thuê văn phòng tiếp tục giảm:** Theo đánh giá của CBRE, với 130,000m<sup>2</sup> diện tích sàn còn tồn từ năm 2009, cộng với nguồn cung mới trên 350,000 m<sup>2</sup> mặt bằng văn phòng mới dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2010, xu hướng giảm giá thuê văn phòng vẫn sẽ tiếp tục, với giá thuê mặt bằng dự kiến sẽ giảm thêm từ 10% - 15% trong năm 2010.

**Thị trường căn hộ:** Theo CBRE, năm nay sẽ là năm bản lề, năm chuyển tiếp của thị trường bất động sản, từ phân khúc căn hộ cao cấp sang căn hộ có giá trung bình. Nếu như trước đây thị trường căn hộ cao cấp chiếm 70% thị trường thì xu hướng hiện nay là ngược lại. Phân khúc nhà giá trung bình sẽ chiếm lĩnh thị trường vì tính thanh khoản cao hơn.

Tuy nhiên, việc tiếp cận nguồn vốn vay ngân hàng ngày càng khó khăn, lãi suất vay có xu hướng tăng cao, sẽ tác động không nhỏ đến sự phát triển của thị trường bất động sản.

*Khả năng phục hồi của kinh tế thế giới cùng sự tăng trưởng bền vững trong nước được dự báo bắt đầu từ giữa cuối quý II/2010, sẽ tạo động lực mạnh cho trường địa ốc.*

## PHÂN TÍCH CẠNH TRANH

*Là doanh nghiệp bất động sản có quy mô vốn điều lệ và tổng tài sản lớn nhất trong ngành.*

### Bất động sản:

So với các doanh nghiệp Bất động sản hiện đang niêm yết, Hoàng Anh Gia Lai là doanh nghiệp bất động sản có quy mô vốn điều lệ và tổng tài sản lớn nhất trong ngành, tuy vậy HAG vẫn tạo được tỷ suất sinh lợi tương đối cao, lợi nhuận ròng biên và ROE đều đạt trên 25%. Với quỹ đất 2.5 triệu m<sup>2</sup> và sở hữu 23 dự án, HAG tập trung chủ yếu ở phân khúc căn hộ cao cấp, trung tâm thương mại và văn phòng cho thuê với địa bàn hoạt động chủ yếu là Tp Hồ Chí Minh. Các dự án của HAG nằm ở những vị trí đẹp với thiết kế sang trọng bằng gỗ và đá granite do công ty sản xuất. Đồng thời, quỹ đất sạch đang có chỉ mới được HAG khai thác khoảng 30-40% và được mua cách đây nhiều năm với giá rất rẻ. Với liên kết dọc trong sản xuất, các sản phẩm của HAG luôn có chi phí đầu tư thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Đây là một lợi thế rất lớn của HAG.

**So sánh quy mô vốn điều lệ, tổng tài sản, kết quả kinh doanh của HAG với một số doanh nghiệp cùng ngành hiện đang niêm yết:**

DVT: Triệu đồng	HAG	DIG	BCI	TDH	NTL
<b>VỐN ĐIỀU LỆ</b>	2,704,655	700,000	542,000	378,750	163,167
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	12,196,211	2,788,345*	2,975,095	1,819,704	1,161,652
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	4,711,501	1,145,814*	1,191,826	1,239,635	532,649
<b>TỔNG NỢ</b>	7,068,556	1,597,560*	1,597,978	531,075	629,002
<b>DOANH THU 2009</b>	4,365,309	4,088,164	441,240	482,000	1,373,800
<b>LỢI NHUẬN RÒNG 2009</b>	1,188,854	628,500	209,190	216,000	408,000
<b>EPS 2009 (đồng)</b>	4,396	8,979	3,860	5,703	25,005
<b>LỢI NHUẬN RÒNG / DOANH THU</b>	27.23%	15.37%	47.41%	44.81%	29.70%
<b>ROE 2009</b>	25.23%	54.85%	17.55%	17.42%	76.60%
<b>ROA 2009</b>	9.75%	22.54%	7.03%	11.87%	35.12%

Nguồn: MNSC tổng hợp

\* : Số liệu đến quý 3/2009

### Đồ gỗ:

*Chi phí sản xuất sản phẩm gỗ và đá granite của công ty tương đối rẻ hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành*

Hiện tại, chi phí sản xuất sản phẩm gỗ và đá granite của công ty tương đối rẻ hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành chủ yếu do tiền thuê đất rẻ, chi phí nhân công không quá cao, thiết bị được sửa chữa và bảo trì tốt, đồng thời mạng lưới phân phối và thương hiệu mạnh cùng uy tín của HAG trong lĩnh vực này đã được kiểm chứng qua thời gian hoạt động lâu năm. Hơn thế nữa, do hoạt động theo liên kết dọc, các sản phẩm gỗ và đá granite do công ty sản xuất không chỉ tiêu thụ trong nước và xuất khẩu mà còn phục vụ cho lĩnh vực xây dựng của HAG. Các căn hộ cao cấp cũng như khách sạn, resort và trung tâm thương mại hiện nay của HAG đều có chung đặc điểm về thiết kế là khá sang trọng nhờ nội thất bằng gỗ và đá granite cao cấp.

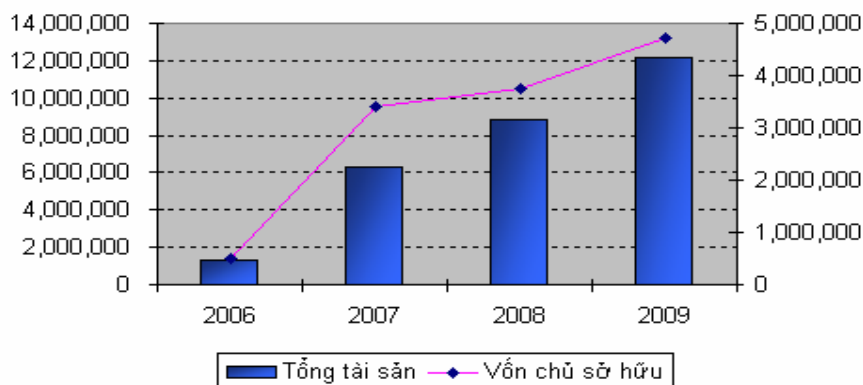
## PHÂN TÍCH TĂNG TRƯỞNG

Với rất nhiều dự án đang triển khai, HAG đã gia tăng vốn và tài sản qua các năm nhằm bổ sung nguồn vốn đầu tư. Tuy vậy, doanh thu và lợi nhuận ròng của công ty vẫn có sự gia tăng tương ứng. Điều này chứng tỏ tính hiệu quả của HAG khi đầu tư vào các dự án.

*Gia tăng vốn và tài sản qua các năm nhằm bổ sung nguồn vốn đầu tư.*

Tăng trưởng tổng tài sản và vốn chủ sở hữu:

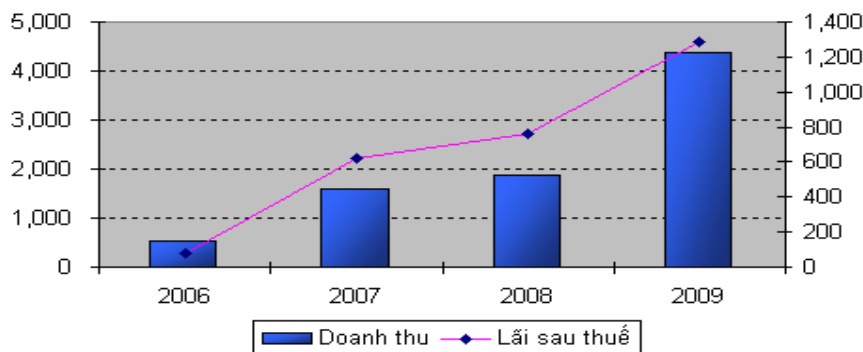
**TĂNG TRƯỞNG TỔNG TÀI SẢN VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU**



*Doanh thu và lợi nhuận ròng của công ty vẫn có sự gia tăng tương ứng*

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ròng:

**TĂNG TRƯỞNG DOANH THU VÀ LỢI NHUẬN RÒNG**



*Đối mặt với áp lực nguồn vốn đầu tư với chi phí vốn cao để tài trợ cho các dự án lớn triển khai đồng thời.*

Tuy vậy, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu trên 1.5x, đây là một tỷ lệ nợ cao so với các doanh nghiệp khác. Tỷ lệ nợ này khiến HAG phải đối mặt với áp lực nguồn vốn đầu tư với chi phí vốn cao để tài trợ cho các dự án lớn triển khai đồng thời. Mặc dù HAGL đã được BIDV đồng ý cho vay 5,650 tỷ trong giai đoạn 2009-2011 để đầu tư cho các dự án bất động sản, cao su, thủy điện và khoáng sản, nhưng trong bối cảnh lãi suất có xu hướng tăng trong năm nay, chi phí lãi vay của HAG sẽ bị đẩy lên cao và phần nào làm ảnh hưởng đến kết quả hoạt động kinh doanh của công ty.

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH

*Kế hoạch đầu tư năm 2010 – 2012:*

### Kế hoạch đầu tư năm 2010 – 2012

Hội đồng Quản trị trình Đại hội HAG xem xét và thông qua kế hoạch đầu tư cho giai đoạn 2010-2012 với các chỉ tiêu như sau:

Ngành cao su: Trồng, khai thác và chế biến 51,000 ha cao su: Tây Nguyên 11,000 ha, Lào 25,000 ha và Campuchia 15,000 ha.

Ngành khoáng sản: Khai thác và chế biến 60 triệu tấn quặng sắt: Tây Nguyên và Thanh Hóa 10 triệu tấn, Lào 20 triệu tấn và Campuchia 30 triệu tấn.

Ngành thủy điện: Xây dựng và khai thác 17 dự án với tổng công suất 420 MW: tại Việt Nam 310 MW và Lào 110 MW.

Khởi công tất cả các dự án bất động sản với tổng số 2.5 triệu m2 sàn kinh doanh.

*Lợi nhuận 2009 – 2010 chủ yếu từ khối kinh doanh bất động sản, sau đó dịch chuyển dần qua các năm sang khoáng sản, gỗ, cao su, thủy điện.*

*Thu khoản nợ cho Chính phủ Lào vay xây dựng làng Seagames bằng gỗ trị giá 15 triệu đô từ quý IV/2009.*

*Dự kiến đến năm 2011, HAGL sẽ có 51,000 ha diện tích cây cao su, trong đó quỹ đất Chính phủ Lào cấp là 20,000 ha.*

*Hiện HAG có 7 dự án thủy điện với tổng công suất điện khoảng 420MW, được khởi công vào 2010 - 2011 và sẽ kết thúc xây dựng vào năm 2013.*

Lợi nhuận 2009 – 2010 chủ yếu từ khối kinh doanh bất động sản, sau đó dịch chuyển dần qua các năm sang khoáng sản, gỗ, cao su...

**Bất động sản:**

– Các dự án sẽ hạch toán doanh thu 2010 và các năm tiếp theo:

Hiện công ty đang xây dựng và đảm bảo giao nhà cho người mua theo đúng tiến độ đã cam kết với các dự án đang thi công như New Sai Gon, Hoàng Anh Riverview, Phú Hoàng Anh (giai đoạn 1), An Tiên, Thạc Gián Đà Nẵng, Hoàng Anh Quy Nhơn, Hoàng Anh Cần Thơ, Hoàng Anh Đắk Lắk...

Năm 2010, công ty tiếp tục khởi công một số dự án mới như Phú Hoàng Anh giai đoạn 2, Phan Văn Khỏe (quận 6), Cao ốc văn phòng Kênh Tẻ (quận 7)... Theo ông Đức, từ năm 2009 – 2012, mỗi năm HAGL đưa ra thị trường khoảng 2,000 căn hộ. HAGL đang có 23 dự án lớn tại các thành phố lớn, nếu bán giá thấp nhất, tổng thu về của Tập đoàn đối với các căn hộ này đạt 2.5 tỷ USD.

**Đồ gỗ:**

CTCP Gỗ HAGL do công ty mẹ nắm giữ 70% vốn cổ phần đã hoàn tất việc thành lập trong tháng 10/2009. Công ty này sẽ quản lý 4 nhà máy gỗ hiện có.

Từ quý IV/2009, HAGL sẽ tập trung thu khoản nợ cho Chính phủ Lào vay xây dựng làng Seagames bằng gỗ (ước tính 15 triệu USD); huy động công suất của 4 nhà máy gỗ (tại Lào, Quy Nhơn và 2 nhà máy tại Gia Lai) tham gia chế biến nguồn gỗ này để sản xuất tiêu thụ trong nước và xuất khẩu. Năm 2010 HAGL phấn đấu tăng doanh số bán hàng nội địa 30% so với năm 2009.

**Cao su:**

Tính đến thời điểm cuối tháng 12/2009, công ty đã trồng 12,000 ha cao su tại Lào, Gia Lai, Kontum. Hiện công ty chuẩn bị trồng mới 10,000 ha cao su trong năm 2010 tại Gia Lai, Kon Tum, Lào và Campuchia. Dự kiến đến năm 2011, HAGL sẽ có 51,000 ha diện tích cây cao su, trong đó quỹ đất Chính phủ Lào cấp là 20,000 ha. Dự kiến đến năm 2012, công ty có thể thu hoạch mù cao su và từ năm này trở đi, cao su sẽ là mảng hoạt động kinh doanh mang lại thu nhập lớn cho HAG.

Ngoài việc thu hoạch mù cao su, đến cuối kỳ khai thác mù công ty có thể có nguồn thu từ việc bán 3 triệu m<sup>3</sup> gỗ xẻ. Mỗi năm dự kiến HAGL sẽ thu 166 triệu USD/năm từ việc bán mù cao su.

Theo những dự báo về thị trường cao su Thế giới năm 2010, nhu cầu cao su tiếp tục tăng cao khi kinh tế thế giới đang dần hồi phục, trong khi lượng cung lại tăng rất ít do độ khó gia nhập và chịu nhiều ảnh hưởng của thời tiết như El Niño..., giá cao su sẽ còn tiếp tục tăng và xác lập những đỉnh mới trong biểu đồ giá cao su thế giới. Đây vẫn là một ngành nhiều tiềm năng phát triển trong tương lai.

**Thủy điện:**

HAGL hiện đang có khoảng 4 dự án thủy điện và chuẩn bị triển khai 3 dự án thủy điện trong quý 4/2009 và đầu năm 2010. Tổng công suất điện của 7 dự án khoảng 420MW, được khởi công vào 2010 - 2011 và sẽ kết thúc xây dựng các dự án thủy điện nói trên vào năm 2013. Trong đó 2 dự án điện Đắk Srông 2 và 2A đang được thi công để chuẩn bị phát điện trong quý 1/2010. Dự kiến lợi nhuận của 2 dự án này thu về khoảng 150 tỷ đồng. Trong khi chi phí xây dựng của mỗi dự án thủy điện từ 13 – 15 tỷ đồng (các công ty khác bình quân xây dự án thủy điện trên 22 tỷ đồng). Giá điện từ tháng 03/2010 tăng 6.8%, dự báo sẽ còn tăng tiếp trong tương lai do tình trạng thiếu điện ở Việt Nam vẫn xảy ra thường xuyên, điều này sẽ ảnh hưởng tích cực đến nguồn thu nhập của HAG khi các dự án thủy điện được đưa vào khai thác.

**Khoáng sản:**

Trong quý 4/2009, HAGL đã khởi công thêm 3 nhà máy tuyển quặng vôi viên tại Gia Lai và Quảng Ngãi với công suất mỗi nhà máy 300,000 tấn/năm. HAGL là đơn vị sản xuất sắt



*Mục tiêu từ năm 2010 sẽ sản xuất 1 triệu tấn quặng tinh mỗi năm để bán cho Hòa Phát và Trung Quốc.*

*Năm 2010, kế hoạch lợi nhuận trước thuế của HAGL được lập một cách rất thận trọng ở mức 2,681 tỷ đồng, tăng 54% so với năm 2009.*

*Tháng 10/2010, sẽ có thêm 22,055,580 cổ phiếu phát hành thêm để chuyển đổi 1,450 tỷ trái phiếu.*

*EPS dự phóng 2010 đạt 7,660 đồng.*

vo viên đầu tiên tại VN.

Hiện HAGL đang đầu tư thiết bị tuyển quặng để khai thác các mỏ sắt đã được cấp tại Campuchia (trữ lượng khoảng 30 triệu tấn) và Lào (trữ lượng khoảng 20 triệu tấn). Mục tiêu trong năm 2010 sẽ sản xuất 1 triệu tấn quặng tinh. Đến nay HAG đã lắp đặt xong 2 dây chuyền tuyển quặng, đã ký hợp đồng nhập từ Trung Quốc thêm 10 dây chuyền, mỗi dây chuyền công suất 100,000 tấn/ năm.

Hiện nay, 3 nhà cung cấp quặng lớn nhất Thế giới là BHP Billiton (Úc), Rio Tinto (Úc) và CVRD (Brazil) đang yêu cầu mức giá quặng năm 2010 tăng từ 30 - 35% để bù cho mức sụt giảm 33% trong năm vừa qua. Mức giá quặng tăng cao sẽ đem lại nguồn thu cao hơn cho HAG từ năm 2010 trở đi.

#### **Dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh 2010:**

Năm 2010, kế hoạch lợi nhuận trước thuế của HAGL được lập một cách rất thận trọng ở mức 2,681 tỷ đồng, tăng 54% so với năm 2009.

Lợi nhuận này thu về từ những căn hộ đã bán thuộc dự án Hoàng Anh Riverview, Phú Hoàng Anh giai đoạn 1, An Tiến, Cần Thơ, Đắc Lắc và Quy Nhơn. Ngoài ra, năm 2010, HAGL bắt đầu thu được lợi nhuận lớn từ nguồn quặng sắt, đồng thời hai dự án thủy điện đầu tiên với tổng công suất 42MW cũng bắt đầu phát điện vào đầu quý 2. Nếu thị trường sớm phục hồi thì các dự án như Phú Hoàng Anh giai đoạn 2 và Hoàng Anh Incomex sẽ là yếu tố nâng mức lợi nhuận trước thuế của năm 2010 lên trên 3,000 tỷ đồng.

Ngay từ quý I/2010, HAG dự kiến sẽ đạt được 700 tỷ lợi nhuận trước thuế nhờ bán căn hộ các dự án Phú Hoàng Anh (tỷ lệ bán 85%), Hoàng Anh River View (tỷ lệ bán 90%) và Hoàng Anh An Tiến (tỷ lệ bán 100%) – đã bắt đầu bán từ tháng 2/2009. Ngoài ra, lợi nhuận quý I/2010 còn đến từ hoạt động sản xuất kinh doanh truyền thống như đồ gỗ, đá, xây dựng, khách sạn...

HAG đã ký hợp đồng bán khoảng 400 nghìn tấn quặng sắt cho phía Trung Quốc trong năm 2010 với mức giá giao ngay dự kiến khoảng 120\$/tấn. Việc bán quặng sắt dự kiến làm lợi nhuận quý 3/2010 của Hoàng Anh Gia Lai (HAG) tăng thêm ít nhất khoảng 600 tỷ đồng Việt Nam. Ngoài số quặng này, Hoàng Anh Gia Lai dự kiến sẽ bán 1 triệu tấn trong năm 2011 và 1.5 triệu tấn quặng sắt trong năm 2012 chủ yếu cho Trung Quốc.

Theo chúng tôi ước tính, với những dự án dự tính hạch toán như trên, trong bối cảnh thị trường bất động sản được dự báo sẽ ấm lại khi nền kinh tế phục hồi vào quý 2, kế hoạch doanh thu và lợi nhuận của HAG là hoàn toàn khách quan.

#### **Lưu ý:**

Tháng 10/2009, HAG đã phát hành 1,450 tỷ trái phiếu chuyển đổi kỳ hạn 1 năm, mệnh giá 1 triệu đồng và lãi suất 0%, giá chuyển đổi là 65,743 đồng. Mục đích của đợt phát hành trái phiếu này nhằm huy động vốn cho các dự án cao ốc văn phòng Kênh Tẻ (nhu cầu vốn 650 tỷ đồng), dự án Hoàng Anh Incomex (450 tỷ), dự án căn hộ Phú Hoàng Anh giai đoạn 2 (600 tỷ), các dự án trồng cây cao su, xây nhà máy thủy điện, mua đất và bổ sung vốn lưu động. Như vậy, vào tháng 10/2010, sẽ có thêm 22,055,580 cổ phiếu phát hành thêm để chuyển đổi lượng trái phiếu trên, tương ứng 8.18% vốn điều lệ, nâng tổng số cổ phiếu lưu hành lên 292,521,080 cổ phiếu.

#### **Nhận xét:**

Dựa trên những phân tích khách quan về tình hình hoạt động kinh doanh của HAG cùng với những triển vọng tăng trưởng trong tương lai, EPS 2010 dự phóng là 7,660 đồng. Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư có thể cân nhắc MUA VÀO đối với cổ phiếu HAG cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn với mức giá mục tiêu 92,000 đồng, tương ứng với P/E là 12x, cao hơn mức giá ngày 16/03/2010 là 7 %.

MỘT SỐ DỰ ÁN CỦA HAG:

STT	DỰ ÁN	ĐỊA ĐIỂM	DIỆN TÍCH ĐẤT (m <sup>2</sup> )	DIỆN TÍCH SÀN XÂY DỰNG (m <sup>2</sup> )	SỐ LƯỢNG CĂN HỘ	TỔNG VỐN ĐẦU TƯ (triệu đồng)	% HAG SỞ HỮU	THÔNG TIN VỀ DỰ ÁN	THỜI GIAN BẮT ĐẦU	THỜI GIAN KẾT THÚC	TIẾN ĐỘ THỰC HIỆN
1	Căn hộ cao cấp Trần Xuân Soạn	TP HCM	10,000	77,000	463	326,000	100.00%	5 khối nhà cao 15 tầng, diện tích mỗi căn từ 87 đến 195m <sup>2</sup> .		Khánh thành và bàn giao 2008	Đã hoàn thành xong và bán hết
2	New Saigon	TP HCM	27,000	160,000	1,200	1,200,000	89.00%	4 toà nhà cao 26 tầng, diện tích từ 100 đến 242 m <sup>2</sup> /căn.	Tháng 02/2007	Tháng 08/2009 tiến hành bàn giao	Đã bán hết
3	Dự án căn hộ cao cấp Phú Hoàng Anh	TP HCM	100,000	500,000	4,000	6,750,000	73.00%	Nhiều dãy nhà cao tầng từ 25 - 30 tầng	Tháng 10/2007	2010 - 2011	Thực hiện xong GD 1, 2010 tiến hành thực hiện GD 2.
4	Căn hộ cao cấp Hoàng Anh An Tiến	Nhà Bè, TP HCM	40,000	166,000	996	2,000,000	80.00%	12/9/2009, HAG đã ký kết thỏa thuận bán toàn bộ 996 căn hộ Golden House cho BIDVUC để phân phối lại cho cán bộ công nhân viên.	2009	2011	Đang thực hiện
5	Dự án Hồ Thạc Gián	TP Đà Nẵng	6,000	48,000	400	336,000	100.00%		Đầu 2009	Cuối 2010	
6	Hoàng Anh Gia Lai BIDV	TP Buôn Mê Thuột	12,000	80,000	700	450,000	55.00%	3 block nhà 18 tầng, 408 căn hộ	Aug-07	Aug-09	Đang thực hiện
7	Căn hộ cao cấp Tân Phú, Lũy Bán Bích	Tp HCM	9,600	63,000	500	472,000	100.00%		2008	2010	Đang thực hiện
8	Trung tâm thương mại Kênh Tẻ	Q7 Tp HCM	17,000	130,000		1,200,000	100.00%	thời gian thu hồi vốn 3 năm	2008		
9	Trung tâm thương mại Phú Định	TP HCM	19,000	190,000		1,425,000	51.00%		2009	2011	
10	Sài Gòn Twin Tower	Tp HCM	12,000	140,000		1,050,000	38.00%		2009		
11	Căn hộ Hoàng Anh Incomex	TP HCM	12,000	96,000	700	576,000	80.00%		2008	Giao nhà 2010	Đang thực hiện
12	Hoàng Anh River View	Q2 TP HCM	16,230	112,000	576	1,618,000	100.00%	Vị trí đẹp cạnh sông SG. Chiều cao tòa nhà: 26 tầng. 3 block cao 25 tầng với 580 căn hộ.	Tháng 05/2008	Tháng 08/2010	
13	Căn hộ cao cấp Lê Văn Lương	TP HCM	10,200	63,000	450	296,000	100.00%			Khánh thành và bàn giao 2006	Đã bán hết, lợi nhuận 120 tỷ.
14	Khu phức hợp quận 9	Q9 Tp HCM	120,000	150,000		1,125,000	80.00%	150 biệt thự + 6 block chung cư	2009	2012	
15	Căn hộ Pleiku	Pleiku	2,000	26,000	200		100.00%		Tháng 02/2006	Khánh thành và bàn giao 2008	Đã bán hết

16	Chung cư Tân Phong	Tp HCM	28,000	168,000	1,000	1,260,000	45.00%		Tháng 08/2008	Cuối 2010	
17	Khu phức hợp đường 2/9 Đà Nẵng	Đà Nẵng	50,000	500,000		3,500,000	100.00%		2008	2010-2011	Đang thực hiện
18	Chung cư Hoàng Văn Thụ - Pleiku	Pleiku	2,000	26,000	200	70,000	100.00%			Khánh thành và bàn giao 2008	Đã hoàn thành
19	Trung tâm thương mại Q7	Q7 Tp HCM	9,600	63,000	500				Tháng 04/2008	2010	
20	Dự án chợ lớn Plaza	Q6 Tp HCM	32,000	320,000		2,400,000	51.00%		2010	Cuối 2012	
21	Cao ốc căn hộ thương mại HAGL	Pleiku	3,758	50,000	350			350 căn hộ và 4,673 m <sup>2</sup> TTTM	2009		
22	Cần Thơ Plaza	Cần Thơ	9,000	63,000	500	250,000	45.00%		Tháng 03/2006	cuối 2008	Đang thực hiện
23	Hoàng Anh Gia Lai Bangkok Dự án trung tâm thương mại	Bangkok				377,400	49.00%		2008		
24	Dự án trung tâm thương mại - dịch vụ - căn hộ cao cấp Phan Văn Khỏe	TP HCM	6,000	60,000		450,000	51.00%		Quý 1/2010	2012	
25	Căn hộ cao cấp dân sinh thái Đồng Đa Quy Nhơn	Quy Nhơn	12,000	80,000	500	450,000	100.00%				Đã hoàn thành

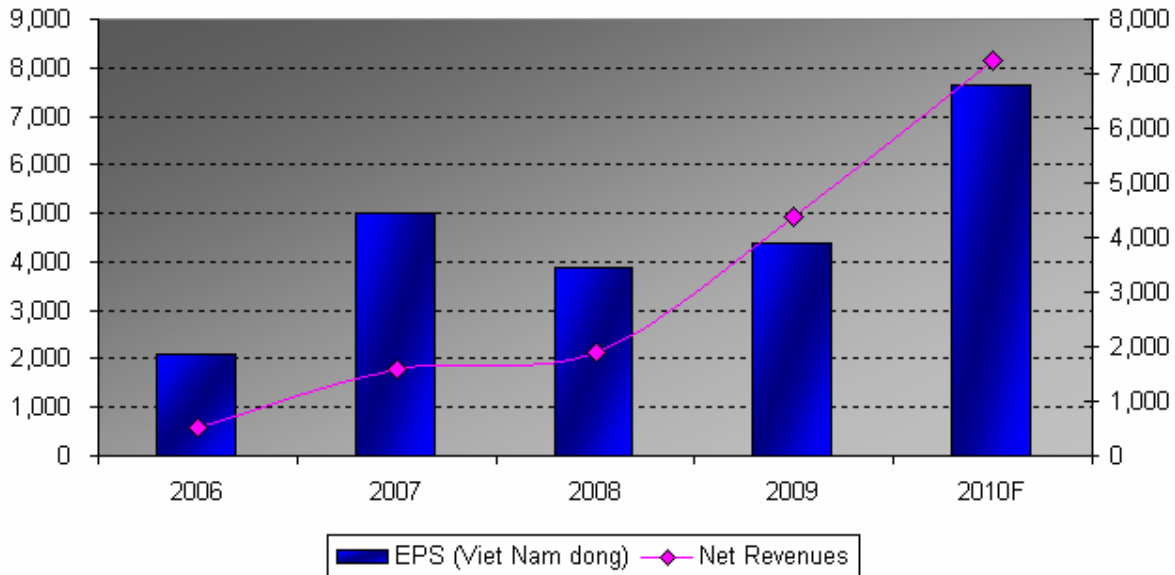
## KHÁCH SẠN VÀ RESORT:

STT	KHÁCH SẠN	Số phòng	VỐN ĐẦU TƯ (TRIỆU ĐỒNG)	THỜI GIAN HOẠT ĐỘNG	Ghi chú	CÔNG SUẤT PHÒNG 2008
1	HAGL Hotel Pleiku	117	80,000	2006		30.00%
2	HAGL Resort Quy Nhơn	133	100,000	2004	Hợp đồng quản lý trong thời hạn 15 năm với Công ty quản lý khách sạn và khu nghỉ dưỡng Hoàng Gia	18.00%
3	HAGL Resort Đà Lạt	122	100,000	2005	Hợp đồng quản lý trong thời hạn 15 năm với Công ty quản lý khách sạn và khu nghỉ dưỡng Hoàng Gia	29.00%
4	HAGL Plaza Hotel Đà Nẵng	188	200,000	2007		19.00%

## VĂN PHÒNG CHO THUÊ:

STT	KHÁCH SẠN	ĐỊA ĐIỂM	GHI CHÚ	THỜI GIAN THỰC HIỆN	TIẾN ĐỘ THỰC HIỆN	DIỆN TÍCH SÀN (m2)
1	Kênh Tế	Q7, TP HCM	2 toà nhà văn phòng 40 tầng	Khởi công 2010		130,000
2	Cao ốc văn phòng Hoàng Anh Safomec	Q10, TP HCM	Khai trương 2007	Khởi công 2007, đã hoàn thiện	Đã xong	8,000
3	Cao ốc văn phòng Cần Thơ	Cần Thơ	Cao 15 tầng, thuộc Tây nguyên Plaza	Khởi công 2006, đã hoàn thiện		N/A
4	Cao ốc văn phòng Đà Nẵng Plaza	Đà Nẵng	Cao 23 tầng, Thuộc HAGL Plaza Đà Nẵng, vp loại A			4,200

## TĂNG TRƯỞNG DOANH THU VÀ EPS



## PHÂN TÍCH TỶ LỆ

Phân tích tỷ lệ					
	2006	2007	2008	2009	2010(F)
<b>Tăng trưởng</b>					
Doanh thu		207.08%	18.43%	132.11%	65.65%
Lợi nhuận gộp		283.98%	49.11%	125.45%	94.81%
Lợi nhuận kinh doanh		642.29%	19.42%	66.76%	62.36%
Lãi sau thuế		632.69%	16.76%	69.76%	88.47%
<b>Phân tích khả năng lợi nhuận</b>					
Tỷ lệ lợi nhuận gộp trên doanh thu	30.06%	37.59%	47.33%	45.97%	54.06%
Tỷ lệ lợi nhuận từ HĐKD trên doanh thu	22.52%	54.44%	54.90%	39.44%	38.66%
Tỷ lệ lợi nhuận ròng trên doanh thu	15.83%	37.77%	37.24%	27.23%	30.99%

### **KHUYẾN CÁO**

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán Miền Nam (MNSC) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng MNSC không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này.

Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào.

Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Miền Nam (MNSC). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của MNSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

### **LIÊN HỆ**

#### **PHÒNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MIỀN NAM**

Địa chỉ: Toà nhà N'ORCH lầu 2, 170 – 172 -172E, Bùi Thị Xuân, Q.1, Tp.HCM

Tel: (848) 2556518 – Fax (848) 2556519

Email: ppt-mnsc@miennamstocks.com.vn

Website : www.mnsc.vn