

Chu Thế Huynh, Chuyên viên phân tích
Email: chuhuynh@thanglongsc.com.vn

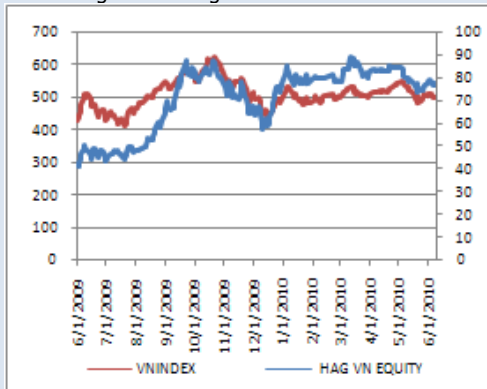
Mã: **HAG-** Sàn: **HSX**

Ý kiến phân tích: **MUA**
Giá mục tiêu: **85.000-93.000**

THỐNG KÊ CỔ PHIẾU

Giá ngày 10/6/2010	78.000
Nghành: Xây dựng, phát triển bất động sản	
Mô hình kinh doanh: Đa dạng hóa	
Niem yết từ	11/2008
Số cổ phiếu lưu hành	292.008.407
Số cổ phiếu thực tế giao dịch	292.008.407
Vốn hóa (tỷ VND)	22.777
Giá cao 52 tuần (VND)	91.300
Giá thấp 52 tuần (VND)	42.300
KLGD trung bình 10 ngày	472.970
% Thay đổi giá 1 tháng	-2.5%
% Thay đổi giá 3 tháng	-7.1%
% Thay đổi giá 6 tháng	27.9%
% Thay đổi giá 12 tháng	61.4%
% Sở hữu nước ngoài	26.48%
% Giới hạn sở hữu nước ngoài	49.00%
Beta 52 tuần	1.11

Diễn biến giá 01 năm giữa HAG & VNINDEX



Nguồn: TLS

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	2008	2009	2010E
Tài sản	8.871	12.196	14.078
Vốn sở hữu	3.747	4.711	7.699
Doanh thu	1.881	4.365	6.703
EBIT	663	1.757	2.977
EAT	765	1.424	2.101
EPS	4.323	5.267	7.183
PE	NA	14.8	13
PB	NA	4.47	3.23
%Tăng doanh thu	18.4%	132.1%	53.6%
% Tăng EPS	-17%	22%	36%
% Lãi biên gộp	47.3%	46.0%	48.7%
% Lãi biên ròng	40.7%	32.6%	31.3%
ROA	8.63%	11.68%	14.92%
ROE	20.42%	30.24%	27.29%
Lợi suất cổ tức	NA	2.56%	2.22%

Nguồn : Báo cáo tài chính HAG và dự báo của TLS

CÔNG TY CỔ PHẦN HOÀNG ANH GIA LAI

June 11, 2010

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu HAG của nhà phát triển bất động sản hàng đầu hiện nay tại Việt Nam do (1) tại thời điểm hiện tại mô hình định giá của chúng tôi cho thấy HAG đang bị đánh giá thấp hơn giá trị thật khoảng 10 – 20% (2) Trong dài hạn, HAG phát triển mạnh và bền vững trên cơ sở các lĩnh vực bất động sản, khai thác khoáng sản, năng lượng và trồng chế biến mù cây cao su.

GIỚI THIỆU CÔNG TY

Thành lập năm 1993 như doanh nghiệp tư nhân đi tiên phong trong các lĩnh vực sản xuất đồ gỗ xuất khẩu, hiện Hoàng Anh Gia Lai – HAG đã trở thành tập đoàn phát triển bất động sản hàng đầu tại Việt Nam. Hàng năm HAG cung cấp ra thị trường khoảng 2000 căn hộ tại miền Nam và miền Trung - Tây nguyên. Hiện HAG tiếp tục tìm kiếm và phát triển sang các lĩnh vực hoạt động nhằm mang lại doanh thu và lợi nhuận ổn định trong chiến lược phát triển bền vững như năng lượng - khai khoáng - trồng và chế biến mù cây cao su.

THÔNG TIN CẬP NHẬT

- Ngày 14/5, HAG đã thực hiện chuyển đổi trước hạn giá trị 1.450 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi, giá chuyển đổi là 65.744 đồng, tương ứng với 22.055.239 cổ phần. Trái phiếu được phát hành ngày 27/10/2009, có kỳ hạn 1 năm, lãi suất bằng 0%. Như vậy sau khi chuyển đổi, vốn điều lệ của HAG sẽ đạt 2.925 tỷ đồng.
- HAG hợp tác với ngân hàng Standard Chatered trong việc hỗ trợ khách hàng mua nhà của HAG. Theo đó khách hàng có thể được vay đến 70% giá trị căn nhà từ Standard Chatered trong thời hạn 20 năm, 3 năm đầu tiên khách hàng chỉ phải trả phần lãi vay.
- HAG tài trợ không hoàn lại 30 triệu USD thông qua việc xây dựng một bệnh viện và hạ tầng giao thông tại Attapeu – Lào. Đổi lại HAG được Chính phủ Lào cấp thêm cho 15 ngàn ha đất để thực hiện trồng cây cao su.
- Lợi nhuận trước thuế quý I. 2010 đạt 696,95 tỷ đồng, tăng 93,9% so với cùng kỳ 2009, đạt 25,99% so với kế hoạch cả năm.
- Đại hội cổ đông đã thông qua kế hoạch sản xuất kinh doanh năm 2010 với lợi nhuận trước thuế dự kiến đạt 2.681 tỷ đồng. Tiếp tục tăng vốn theo hình thức phát hành cổ phiếu thường tỷ lệ 2-1, ủy quyền cho HĐQT công ty lựa chọn thời điểm thích hợp.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- Chiến lược phát triển vững chắc:** HAG đi tiên phong trong nhiều lĩnh vực đã giúp tạo ra hình ảnh và giá trị gia tăng lớn, ít doanh nghiệp trong nước có được. Từ lĩnh vực đồ gỗ xuất khẩu, HAG trở thành nhà phát triển bất động sản lớn, không dừng tại đó, HAG đang chuyển sang lĩnh vực phát triển bền vững hơn là khoáng sản, năng lượng, trồng và chế biến cao su.
- Nhà phát triển bất động sản hàng đầu:** HAG hiện sở hữu những dự án bất động sản lớn tại Tp Hồ Chí Minh, kế hoạch sẽ triển khai 2,5 triệu mét vuông sàn đến 2012. Các dự án đều nằm ở vị trí tốt và có chi phí đất rất thấp.
- Khai thác khoáng sản đầy tiềm năng:** Lĩnh vực khai thác khoáng sản đã đạt được những kết quả ban đầu đối với các dự án quặng tại Việt Nam. Tại Lào và Campuchia, HAG đã có được quyền khai thác các mỏ sắt với trữ lượng ước tính lên đến 50 triệu tấn.
- Đòng tiền ổn định từ cao su:** Đến hết năm 2009 diện tích cao su trồng được là 12.000ha. HAG tiếp tục đặt ra kế hoạch trồng 12.000 ha trong năm 2010, đến 2012 diện tích cao su sẽ là 51.000 ha.
- Tiềm lực tài chính** đang được củng cố mạnh mẽ, tổng tài sản đạt 12 ngàn tỷ đồng, vốn điều lệ hiện đạt 2.925 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu đạt 6.760 tỷ đồng.

RỦI RO CHÍNH

- Lĩnh vực kinh doanh bất động sản ngày càng có áp lực cạnh tranh lớn.
- Lĩnh vực trồng và khai thác mù cây cao su thực sự hấp dẫn thời điểm hiện tại, tuy nhiên diện tích cao su của HAG chủ yếu là mới trồng và sẽ trồng, các diện tích này chỉ được thu hoạch sau 5-10 năm tới. Trong lịch sử những năm 2000 đã cho thấy giá cao su thế giới rất mạnh và thua lỗ lớn.
- Lĩnh vực khai khoáng dù tiềm năng nhưng cũng khá rủi ro. Mặc dù được thăm dò dự báo, trữ lượng quặng có thể khai thác được có thể khác xa số dự báo. Chi phí đầu tư cho khai thác cũng rất lớn, các chính sách về môi trường ngày càng chặt chẽ hơn.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi ước tính doanh thu của HAG năm 2010 đạt 6.703 tỷ đồng, tăng 53,6% so với năm 2009. Lợi nhuận sau thuế của HAG dự kiến đạt 2.101 tỷ đồng. Với vốn điều lệ 2.925 tỷ đồng, EPS năm 2010 vào khoảng 7.138 đồng/cổ phần. Chúng tôi lấy PE ở mức 12-13 lần, tương ứng với giá của HAG trong khoảng 85-93 ngàn đồng/cổ phần. Theo theo phương pháp PB, giá của HAG ở mức 85 ngàn đồng/cổ phần.

THÔNG SỐ TÀI CHÍNH TÓM TẮT

Mô hình thu nhập (000 VND)	2007	2008	2009	2010E
Doanh thu thuần	1,588,031	1,880,744	4,365,309	6,703,371
Giá vốn hàng bán	-991,086	-990,632	2,358,547	3,440,421
Lợi nhuận gộp	596,945	890,113	2,006,762	3,262,950
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>37.59%</i>	<i>47.33%</i>	<i>45.97%</i>	<i>48.68%</i>
Thu nhập hoạt động khác	29,463	12,718	48,462	48,462
Chi phí bán hàng	-39,150	-75,252	-108,523	-113,957
Chi phí QLDN	-50,018	-125,209	-162,416	-187,694
Chi phí hoạt động khác	-24,314	-39,032	-26,731	-32,881
Lợi nhuận trước thuế&lãi vay	512,927	663,337	1,757,553	2,976,879
Thu nhập từ đầu tư	409,346	438,619	199,382	50,000
Lãi vay ròng	-52,558	-95,798	-213,431	-225,219
Thu nhập ròng từ tài chính	356,788	342,821	-14,049	-175,219
Lợi nhuận trước thuế	869,714	1,006,158	1,743,504	2,801,659
Thuế thu nhập	-247,370	-240,815	-318,954	-700,415

Lợi nhuận sau thuế	622,344	765,343	1,424,551	2,101,244
Cổ tức trả (VND/cổ phiếu)	1,800	1,500	2,000	2,000
Lợi nhuận giữ lại	406,422	411,298	883,620	1,538,258
Số cổ phiếu bình quân (m)	59,978	148,489	223,744	281,493
Số cổ phiếu cuối năm (m)	119,956	177,022	270,465	292,521
Thu nhập/cổ phiếu (VND)	5,188	4,323	5,267	7,183
Tỷ lệ trả cổ tức/Lợi nhuận (%)	34.69%	46.26%	37.97%	27.84%

CashFlow Statements	2007	2008	2009	2010E
Lợi nhuận ròng	622,344	765,343	1,424,551	2,101,244
Điều chỉnh tăng giảm:				
Khấu hao	56,157	38,666	30,884	52,430
Thay đổi hàng tồn kho	1,370,091	-482,063	-360,996	1,557,174
Thay đổi khoản phải thu	1,237,279	-904,274	-947,051	1,569,779
Thay đổi khoản phải trả	1,126,769	205,301	-29,025	144,344
Dòng tiền từ hoạt động KD	-802,101	-377,028	118,363	-828,934

Thay đổi TSCĐ hữu hình	1,071,050	1,279,803	-506,064	-500,000
Thay đổi đầu tư ngắn hạn	-115,203	115,203	-157,571	157,571
Thay đổi đầu tư dài hạn	0	0	0	-248,843

Dòng tiền từ hoạt động Đ.Tư	1,306,447	-784,290	29,291	0
Cổ phần phát hành	2,790,391	273,256	946,501	220,552
Thay đổi các quỹ khác	245,661	224,618	-436,777	1,229,448
Thay đổi các khoản nợ vay	649,474	553,634	1,788,689	1,250,000
Thay đổi nợ dài hạn	923,863	1,213,313	636,539	0
Chia cổ tức cho cổ đông	-1,121	-633,687	-907,782	-562,986
Dòng tiền hoạt động T.chính	4,608,268	1,631,134	2,027,170	-362,986

Dòng tiền thuần	1,313,467	-694,784	1,511,189	1,783,192
Tiền mặt đầu kỳ	0	1,290,908	531,085	1,944,229
Tiền mặt cuối kỳ	1,290,908	531,085	1,944,229	161,036

Ước tính dòng tiền tự do				
Lợi nhuận ròng	622,344	765,343	1,424,551	2,101,244
Cộng thêm chi phí khấu hao	56,157	38,666	30,884	52,430
(-)/tăng TSLĐ, không kể tiền mặt	2,605,571	1,388,137	1,308,048	3,126,953
(+) tăng VNNH	1,776,243	758,935	1,759,665	1,105,656
(-) tăng nguyên giá TSMMTB	-678,981	-140,894	-71,985	-500,000
Dòng tiền tự do	-829,807	33,912	1,835,067	2,578,934

Bảng Cân Đối Kế Toán (000 VND)	2007	2008	2009	2010E
Tài sản ngắn hạn				
Tiền & tương đương tiền	1,290,908	531,085	1,944,229	161,036
Đầu tư tài chính	115,203	0	157,571	0
Khoản phải thu	1,117,126	1,984,810	2,956,114	4,591,350
Hàng tồn kho	1,370,091	1,852,154	2,213,151	3,770,324
Chi phí trả trước, TSNH khác	118,353	156,743	132,490	67,034
Tổng tài sản ngắn hạn	4,011,681	4,524,793	7,403,555	8,589,745

Tài sản máy móc thiết bị				
Nguyên giá	678,981	819,875	891,860	1,391,860
Trừ khấu hao lũy kế	-56,157	-94,823	-125,707	-178,137
Tài sản máy móc thiết bị ròng	622,824	725,052	766,153	1,213,722
Tài sản dài hạn khác	1,700,317	3,621,715	4,026,503	4,275,347
Tổng Tài Sản	6,334,821	8,871,560	12,196,211	14,078,814
Vay nợ ngắn hạn				
Vay ngắn hạn	649,474	1,203,108	2,991,798	1,741,798
Khoản phải trả	1,049,648	1,023,986	1,170,505	1,413,872
Nợ khác	77,121	308,083	132,540	33,517
Tổng vay nợ ngắn hạn	1,776,243	2,535,178	4,294,842	3,189,186
Vay nợ dài hạn	923,863	2,137,176	2,773,714	2,773,714
Vốn chủ sở hữu	3,402,401	3,747,497	4,711,500	7,699,759
Cổ phiếu thường	1,199,564	1,798,145	2,704,655	2,925,207
Quỹ đầu tư phát triển	8,623	8,623	-390,615	-390,615
Lợi nhuận giữ lại	598,663	665,281	1,084,004	2,622,263
Nguồn ngân sách & quỹ khác	1,595,551	1,275,449	1,313,457	2,542,904
Lợi ích cổ đông thiểu số	232,314	451,709	416,154	416,154
Tổng nguồn vốn	6,334,821	8,871,560	12,196,211	14,078,814

Tăng trưởng & tỷ suất (%)				
Tăng trưởng Doanh thu	NA	18%	132%	54%
Tăng trưởng EBITDA	NA	23%	155%	69%
Tăng trưởng EBIT	NA	29%	165%	69%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	NA	23%	86%	48%
Tăng trưởng EPS	NA	-17%	22%	36%
Tỷ suất LN gộp	38%	47%	46%	49%
Tỷ suất EBITDA	36%	37%	41%	45%
Tỷ suất EBIT	32%	35%	40%	44%

Các chỉ số				
ROE	18.29%	20.42%	30.24%	27.29%
ROA	9.82%	8.63%	11.68%	14.92%
Số ngày hàng tồn kho	505	682	342	400
Số ngày khoản phải thu	257	385	247	250
Số ngày khoản phải trả	387	377	181	150
Vay nợ ròng/VCSH				
Độ che phủ lãi vay - EBIT(x)				

Định giá so sánh				
PE		NA	9.25	12.00
PB		NA	2.42	3.23
Lợi suất cổ tức		NA	3%	2%
Định giá so sánh				

Chú thích: TSLĐ = tài sản lưu động; VNNH = vay nợ ngắn hạn; TSMMTB = Tài sản máy móc thiết bị; TSNH: Tài Sản Ngắn Hạn; VCSH: vốn chủ sở hữu; EBIT: lợi nhuận trước thuế và lãi vay; EBITDA: Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao

Nguồn: Chứng Khoán Thăng Long

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

HAG là đơn vị đi tiên phong trong các lĩnh vực và điều này giúp cho HAG tạo ra được hình ảnh cũng như giá trị gia tăng lớn mà ít một doanh nghiệp trong nước có được. Từ lĩnh vực sản xuất đồ gỗ xuất khẩu, HAG trở thành một nhà phát triển bất động sản lớn, không dừng tại đó, HAG đang chuyển sang những lĩnh vực phát triển bền vững hơn là khoáng sản, năng lượng, trồng và chế biến cao su.

- **Nhà phát triển bất động sản hàng đầu:** HAG hiện đang sở hữu những dự án bất động sản lớn tại Tp Hồ Chí Minh, kế hoạch sẽ triển khai 2,5 triệu mét vuông sàn đến 2012, mỗi năm đưa ra thị trường khoảng 2.000 căn hộ. Các dự án đều nằm ở vị trí tốt và có chi phí đất rất thấp, đảm bảo tính cạnh tranh và lợi nhuận hấp dẫn.
- **Khai thác khoáng sản đầy tiềm năng:** Lĩnh vực khai thác khoáng sản đã đạt được những kết quả ban đầu đối với các dự án quặng tại Việt Nam. Tại Lào và Campuchia, HAG đã có được quyền khai thác các mỏ sắt với trữ lượng ước tính lên đến 50 triệu tấn. Các mỏ quặng đều là những mỏ lộ thiên, vì vậy chi phí khai thác sẽ thấp hơn nhiều so với các mỏ nằm sâu trong lòng đất.
- **Dòng tiền ổn định từ cao su:** Đến hết năm 2009 diện tích cao su trồng được là 12.000ha. HAG tiếp tục đặt ra kế hoạch trồng 12.000 ha trong năm 2010, đến 2012 diện tích cao su sẽ là 51 ngàn ha. Các dự án trồng cây cao su của HAG có lợi thế là tìm được quỹ đất với chi phí thấp, đội ngũ cán bộ công nhân viên có tay nghề cao. Cây cao su giống mới, có mật độ trồng thành công cao (550 cây/ha), dự kiến đem lại sản lượng ước tính 2,5tr tấn mùn/ha/năm, chi phí đầu tư cho 5 năm thấp, chỉ vào khoảng 70triệu đồng/ha.
- **Dự án luôn đúng tiến độ công bố:** Tiến độ dự án của HAG luôn được đảm bảo đạt hoặc vượt kế hoạch đề ra đối với tất cả các lĩnh vực mặc dù hoạt động đa ngành, như: 1) Thủy điện Dakrong 2 đến 30/6 sẽ hoàn thành và chạy thử, Dakrong 2A đến tháng 9.2010, so với kế hoạch đều vượt tiến độ ít nhất 3 tháng; 2) Cao su: diện tích rất rộng, nguồn nhân lực ở Lào rất khó khăn, tuy nhiên tiến độ chưa hề giảm, diện tích đã khai hoang tại Lào hiện đạt 20.000ha sẵn sàng cho kế hoạch trồng 2010 là 7.000ha
- **Quan hệ ngoại giao tốt:** Năm 2008, Lào không cấp đất trồng cao su cho nước ngoài, tuy nhiên HAG vẫn xin được 15.000ha đất trồng cao su. Điều này là do HAG đã có những mối quan hệ rất tốt với chính phủ Lào thông qua các hoạt động tài trợ vốn, xây dựng cơ sở hạ tầng, công trình xã hội (cầu, đường, bệnh viện, trung tâm hành chính, nhà tái định cư) để đổi lấy quyền khai thác dự án.
- **Tiềm năng tăng trưởng lớn:** dự kiến 2011, doanh thu từ quặng sắt sẽ vượt BDS với ước tính khoảng 5.700 tỷ (2triệu tấn, 150USD/tấn), từ năm 2012 cao su bắt đầu khai thác (1.500ha: 2,5tr tấn mùn/ha, giá hiện nay 3000 USD/tấn mùn)
- **Tiềm lực tài chính vững chắc:** tài chính đang được củng cố mạnh mẽ, tổng tài sản đạt 12 ngàn tỷ đồng, vốn điều lệ hiện đạt gần 2925 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu đạt 6.760 tỷ đồng.

RỦI RO CHÍNH

HAG đã liên tục đạt được những thành công trong lĩnh vực sản xuất đồ gỗ xuất khẩu, bất động sản do là người đi tiên phong. Tuy nhiên chúng tôi cũng nhận thấy những thách thức và rủi ro không nhỏ trong những năm tới.

- Lĩnh vực kinh doanh bất động sản ngày càng có sự tham gia của nhiều doanh nghiệp, kể cả các doanh nghiệp nước ngoài, áp lực cạnh tranh lớn. Điều này có thể thấy được qua việc HAG (mặc dù là chủ động) đã giảm giá bán căn hộ các dự án vào đầu năm 2009.
- Nguồn vốn tín dụng cho bất động sản hiện đang bị bó hẹp, điều này làm cho thị trường bất động sản đang rơi vào tình trạng trầm lắng, ảnh hưởng đến tiến độ kinh doanh của các dự án công ty đang thực hiện.
- Lĩnh vực trồng và khai thác mùn cao su thực sự hấp dẫn thời điểm hiện tại, tuy nhiên diện tích cao su của HAG chủ yếu là mới trồng và sẽ trồng, các diện tích này chỉ được thu hoạch sau 5-10 năm tới. Trong lịch sử những năm 2000-2001 khi giá mùn cao su rơi xuống mức thấp nhất, ngành cao su Việt Nam đã gặp rất nhiều khó khăn, thua lỗ lớn.
- Lĩnh vực khai khoáng mặc dù tiềm năng song cũng khá rủi ro. Mặc dù được thăm dò, dự báo, không có một khẳng định chắc chắn nào về hàm lượng, trữ lượng quặng có thể khai thác được. Chi phí đầu tư cho khai thác cũng rất lớn. Đặc biệt các dự án liên quan đến đầu tư nước ngoài (Lào, Campuchia) còn đối mặt với những rủi ro về các thay đổi Chế độ chính trị, Đảng cầm quyền, các chính sách luật pháp của nước sở tại.

ĐỊNH GIÁ

Năm 2010 các hoạt động mang lại doanh thu và lợi nhuận sẽ là Bất động sản, xây dựng và kinh doanh hàng hóa (đồ gỗ và đá granite). Một phần từ bán sản phẩm quặng sắt đã khai thác và chế biến.

Doanh thu

Chúng tôi dự báo hoạt động Bất động sản sẽ mang lại doanh thu phần lớn cho HAG. Với các dự án đang được xây dựng và kinh doanh chúng tôi cho rằng doanh thu Bất động sản năm 2010 sẽ đạt mức 4.700 tỷ đồng. Doanh thu đến từ các dự án Hoàng Anh River View, Phú Hoàng Anh, Hoàng Anh Golden House (An Tiến), Hồ Thạc Gián – Đà Nẵng và một phần từ các dự án khác.

Dự báo doanh thu từ các dự án bất động sản chính năm 2010:

STT	Dự án	Đơn vị	Giá trị
1	Hoàng Anh River View	Tỷ đồng	898
2	Phú Hoàng Anh GD1	Tỷ đồng	1,441
3	Hoàng Anh Golden House (An Tiến)	Tỷ đồng	2,019
4	Hồ Thạc Gián - Đà Nẵng	Tỷ đồng	221
5	Dự án khác	Tỷ đồng	145
6	Tổng	Tỷ đồng	4,724

(Nguồn: Kế hoạch của HAG và TLS dự báo)

Doanh thu từ hoạt động xây dựng chúng tôi dự kiến tăng trưởng khoảng 40%, trong khi doanh thu bán hàng hóa tăng khoảng 15%. Điều này do một phần lớn hàng hóa sản xuất sẽ được sử dụng vào các dự án Bất động sản của HAG và sẽ được ghi nhận doanh thu nội bộ.

Một phần doanh thu đến từ bán quặng sắt trong năm 2010. Trong tháng 3, HAG đã thông báo sẽ bán khoảng 400 ngàn tấn quặng sắt. Theo những thông tin chúng tôi có được từ HAG, quặng sắt của HAG có hàm lượng Ferit khoảng 60%. Chúng tôi dự kiến giá bán quặng sẽ đạt khoảng 100 USD/tấn, dựa trên những cơ sở thận trọng về biến động giá quặng sắt trên thị trường thế giới thời gian qua.

Tổng doanh thu dự báo năm 2010

STT	Lĩnh vực	Đơn vị	Giá trị
1	Doanh thu Bất động sản	Tỷ đồng	4,724
2	Doanh thu hàng hóa sản xuất	Tỷ đồng	619
3	Doanh thu quặng sắt	Tỷ đồng	760
4	Doanh thu xây dựng	Tỷ đồng	450
5	Doanh thu dịch vụ khác	Tỷ đồng	150
6	Tổng doanh thu	Tỷ đồng	6,703

(Nguồn: Kế hoạch của HAG và TLS dự báo)

Giá vốn hàng bán

Giá vốn hàng bán chúng tôi dự báo trên cơ sở giá kinh doanh của các lĩnh vực sản phẩm của HAG. Chúng tôi cũng tham khảo thêm những dữ liệu lịch sử trong năm 2008 và 2009 về từng nhóm sản phẩm của Công ty.

Lợi nhuận

Lợi nhuận trước thuế chúng tôi dự báo đạt mức 2.801 tỷ đồng trong năm 2010.

Lợi nhuận sau thuế đạt 2.101 tỷ đồng năm 2010. Chúng tôi dự báo thận trọng trên cơ sở các lĩnh vực kinh doanh của HAG đều chịu thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp là 25%. Trên thực tế, mức này có thể thấp hơn, bởi theo dữ liệu năm 2009, thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp của HAG tương ứng với mức thuế suất là 18.3%.

Ngày 14/5, HAG đã thực hiện chuyển đổi 1.450 tỷ đồng giá trị trái phiếu chuyển đổi sang cổ phiếu ở mức giá 65.744 đồng/cổ phần. Như vậy, việc chuyển đổi này đã làm số cổ phần tăng thêm 22.055.239 cổ phần. Do đó, chưa tính đến việc HAG tiếp tục tăng vốn trong thời gian tới, chúng tôi tạm tính vốn điều lệ của HAG ở mức 2.925 tỷ đồng.

Với lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt 2.101 tỷ đồng tại mức vốn điều lệ là 2.925 tỷ, EPS năm 2010 ở vào khoảng 7.183 đồng/cổ phần.

Do doanh thu và lợi nhuận năm 2010 vẫn chủ yếu tập trung ở lĩnh vực bất động sản, do vậy chúng tôi lựa chọn PE so sánh được lấy với những công ty hoạt động trong lĩnh vực bất động sản có quy mô tương ứng. Hiện tại PE của các công ty này đạt mức 13.62 lần. Chúng tôi thận trọng cho rằng PE ở mức 12-13 lần là khá ổn định và phù hợp với HAG, mức giá tương ứng **là 85 -93 ngàn đồng/mỗi cổ phần.**

Hệ số PE, PB của một số công ty so sánh

STT	Mã CK	Vốn điều lệ	PE	PB
1	SJS	1,000	10.08	3.99
2	VIC	3,599	21.66	5.43
3	NTL	328	6.41	4.50
4	KBC	1,600	16.36	2.96

5	ITA	2,300	14.44	1.55
6	DIG	1,000	9.19	2.94
7	ITC	690	16.50	1.23
	HAG	2,920	14.29	4.41
8	Trung bình		13.62	3.23

(Nguồn: thống kê của TLS)

Dự vào dự báo kết quả kinh doanh ở phần trên, chúng tôi xác định được giá trị sổ sách của HAG ở thời điểm cuối năm vào khoảng 26.322 đồng. PB bình quân hiện tại là 3.23, chúng tôi tạm thời chấp nhận mức này. Và kết quả là giá theo PB là khoảng **85 ngàn đồng/cổ phần**.

MÔ HÌNH KINH DOANH

HAG hiện là nhà phát triển bất động sản hàng đầu tại Việt Nam, đặc biệt tập trung tại khu vực Đông Nam bộ và Trung bộ. Chiến lược phát triển các dự án bất động sản đến 2012 đạt 2,5 triệu mét vuông sàn xây dựng.

Được biết đến từ một nhà sản xuất đồ gỗ xuất khẩu từ những năm 1993, khi ngành này mang lại lợi nhuận cao, HAG đã tích lũy và phát triển mạnh mẽ, đến nay HAG trở là nhà phát triển bất động sản lớn. Không dừng lại, HAG tỏ ra là người luôn đi đầu trong mọi lĩnh vực, trong Chiến lược phát triển, 5-10 năm tới hoạt động trồng và khai thác gỗ cao su (51.000ha tại Việt Nam, Lào, Campuchia), phát triển thủy điện (tổng công suất khoảng 420MW), khai thác khoáng sản sẽ là những hoạt động chính, mang lại doanh thu và lợi nhuận ổn định.

Thương hiệu của HAG đã phát triển mạnh và ngày càng vươn xa vượt biên giới, đặc biệt, bằng con đường bóng đá, thương hiệu của HAG đã nhanh chóng vươn sang tận các thị trường châu Âu, Mỹ. Chúng ta có thể thấy hình ảnh của HAG ngay trên sân vận động Emirate của Cầu lạc bộ bóng đá hàng đầu nước Anh - Asernal.

Lĩnh vực sản xuất và kinh doanh đồ gỗ:

Đây là lĩnh vực truyền thống từ ngày đầu mới thành lập doanh nghiệp năm 1993. HAG đã đạt được những kết quả to lớn trong lĩnh vực này và nhờ đó mà phát triển mạnh sang lĩnh vực kinh doanh khác. Công ty có 1 nhà máy gỗ nội thất, 3 nhà máy gỗ xuất khẩu tại Việt Nam. Công ty đã đầu tư xây dựng thêm 1 nhà máy tại tỉnh Attapeu - Lào với nhiệm vụ chủ yếu là gia công đồ gỗ tròn do chính phủ Lào trả nợ với giá trị hàng năm khoảng 5 triệu USD. Đối với ngành này, Hội đồng quản trị quyết định không đầu tư mở rộng sản xuất nhưng sẽ đầu tư theo chiều sâu, đa dạng hóa mẫu mã, nâng cao chất lượng sản phẩm và chú trọng phát triển hệ thống phân phối.

Lĩnh vực phát triển và kinh doanh bất động sản:

HAG hiện được biết đến là một nhà phát triển bất động sản lớn tại Việt Nam. Các dự án của công ty hiện tập trung tại Tp Hồ Chí Minh, các tỉnh miền trung và Cao nguyên.

Đặc điểm là các dự án bất động sản đều được mua lại từ đầu những năm 2000 nên có chi phí giá đất rất thấp. Đây là lợi thế lớn của HAG và hứa hẹn mang lại lợi nhuận cao cho các cổ đông của HAG khi các dự án này được kinh doanh. Trong năm 2008, đầu 2009, chính HAG là người đi tiên phong trong việc hạ giá bán sản phẩm nhà chung cư bởi HAG có giá vốn thấp và cạnh tranh tốt với các dự án của đối thủ.

Trong chiến lược phát triển, từ năm 2007 - 2012 HAG sẽ hoàn thành 2.5 triệu mét vuông sàn xây dựng tại nhiều địa bàn và thành phố khác nhau, tập trung đến 80% ở thành phố Hồ Chí Minh.

Các dự án bất động sản chính:

STT	Tên dự án	Vị trí	Quy mô	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Tiến độ
1	Khu căn hộ cao cấp đường Hoàng Văn Thụ	Tỉnh Gia Lai	26,000	70	100%	Đã xong
2	Cao ốc căn hộ thương mại		50,000	300	100%	Bắt đầu từ 2009
3	Daklak Hoàng Anh - BIDV	Tỉnh Daklak	80,000	450	55%	Đang thi công
4	Cần thơ	TP Cần thơ	60,000	250	45%	Đang thi công
5	Khu phức hợp đường 2/9	Tp Đà Nẵng	500,000	3,500	100%	Bắt đầu từ 2008
6	Hồ Thạc Gián		48,000	336	100%	Bắt đầu từ 2009
7	Đầm Sinh Thái	TP Quy Nhơn	80,000	450	100%	Đã xong
8	Lê Văn Lương	Tp Hồ Chí			100%	Đã xong

		Minh	63,000	296		
9	Trần Xuân Soạn		77,000	326	100%	Đang thi công
10	New Sài Gòn		160,000	1,200	90%	Đang thi công
11	Hoàng Anh Incomex		96,000	576	80%	Bắt đầu từ 2008
12	Phú Hoàng Anh		500,000	6,750	73%	Đang thi công
13	Hoàng Anh River View		112,000	1,618	100%	Đang thi công
14	Khu Phúc Hợp Q.9		150,000	1,125	100%	Bắt đầu từ 2008
15	Tân Phú, Lũy Bán Bích		63,000	472	100%	Bắt đầu từ 2008
16	TTTM& VP cầu Kênh Tẻ		130,000	1,200	100%	Bắt đầu từ 2008
17	Sông Tân Phong		168,000	1,260	45%	Bắt đầu từ 2009
18	Chợ lớn Plaza		320,000	2,400	51%	Bắt đầu từ 2009
19	HAGL- An Tiến		200,000	1,500	80%	Bắt đầu từ 2009
20	TTTM& DV Phan Văn Khỏe		60,000	450	51%	Bắt đầu từ 2009
21	Sài Gòn Twin Tower		140,000	1,050	38%	Bắt đầu từ 2009
22	TTTM&DV Phú Định		190,000	1,425	51%	Bắt đầu từ 2009
23	HAGL- Bangkok	Thái Lan		20.4 triệu USD	49%	Bắt đầu từ 2008
24	Tổng		3,273,000			

(Nguồn: Bản cáo bạch của HAG)

Lĩnh vực trồng, khai thác và chế biến mủ cao su

Nhận thấy được lợi ích lớn lao từ phát triển cây cao su, HAG đã từng bước chuyển sang lĩnh vực trồng và chế biến mủ cao su. Đến hết năm 2008 diện tích cây cao su trồng được là 7.000 ha tại các tỉnh Tây nguyên, năm 2009 là 12.000 ha. Chiến lược sẽ trồng 51.000 ha cao su tại Việt Nam, Lào, Campuchia.

Quỹ đất trồng cây cao su được phân bổ như sau:

Địa điểm	Diện tích đất (ha)	Đã trồng đến 31/12/2009 (ha)	Kế hoạch trồng 2010 (ha)	Kế hoạch trồng 2011-2012 (ha)
Gia Lai	8.000	3.500	2.000	2.500
Đắk Lắk	3.000	-	1.000	2.000
Lào	25.000	8.500	7.000	9.500
Campuchia	15.000	-	2.000	13.000
Tổng cộng	51.000	12.000	12.000	27.000

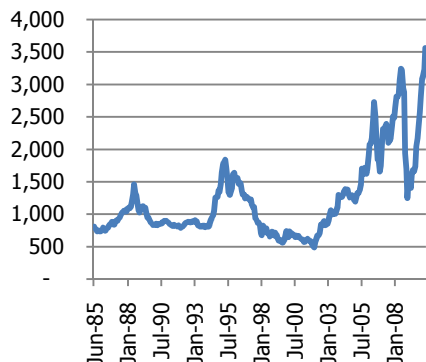
(Nguồn: Báo cáo thường niên của HAG)

Đến hết năm 2009, giá trị đầu tư vào diện tích cây cao su đã trồng đạt 541 tỷ đồng, ngoài ra công ty còn góp vốn vào các công ty trồng cao su khác với tỷ lệ sở hữu chi phối. Tổng giá trị đầu tư vào lĩnh vực trồng và chăm sóc cây cao su đến hết năm 2009 đạt 954.37 tỷ đồng, chiếm 7.83% Tổng tài sản của công ty.

Các công ty và dự án trồng cao su:

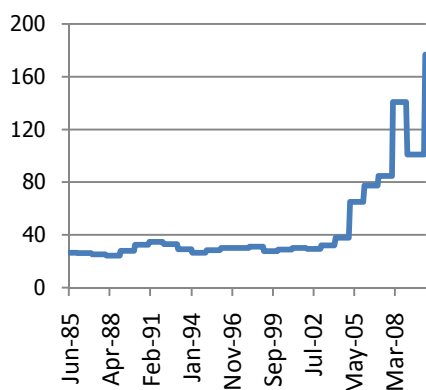
STT	Các dự án trồng rừng	Giá trị tại cuối 2009 (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Vốn đăng ký	Tình trạng
1	Giá trị đầu tư trồng cao su và trà tại công ty mẹ	541.84			Đang hoạt động
2	Công ty cổ phần Cao su Hoàng Anh- Quang Minh	NA	57%		Đang hoạt động
3	Cty CP trồng rừng Công nghiệp Gia Lai	NA	96.23%		Trước hoạt động
4	Cty TNHH V&H Corporation	NA	80%	10 triệu USD	Trước hoạt động

Biểu đồ giá cao su thiên nhiên từ tháng 6.1985 đến tháng 4.2010.
USD/tấn- Malaysia.



(Nguồn: IMF)

Biểu đồ giá quặng sắt từ 1985 -2010, quặng có hàm lượng sắt 67.55%. USD/Tấn – FOB Châu Âu.



(Nguồn: IMF)

5	Cty Phát triển Nông nghiệp Hoàng Anh Attapeu	NA	80%		Trước hoạt động
6	Cty TNHH xây dựng và thương mại Đại Lâm	1.5	50%		Trước hoạt động
7	Công ty cổ phần Cao su Hoàng Anh- MangYang	41.7	40%		Đang hoạt động
8	Tổng số	585.04			

(Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của HAG)

Lĩnh vực khai thác khoáng sản

Hiện tại công ty đang thực hiện đầu tư khai thác các mỏ sắt tại Tây nguyên với trữ lượng các mỏ lên đến hơn 10 triệu tấn. Các dây chuyền của công ty đang hoạt động tốt, HAG tiếp tục tăng công suất khai thác và chế biến lên 1 triệu tấn/năm vào năm 2011.

Công ty cũng tham gia thành lập các công ty khoáng sản trong nước thông qua góp vốn chi phối vào các đơn vị này.

Các công ty khoáng sản

STT	Các dự án khai khoáng	Tỷ lệ sở hữu	Vốn đăng ký	Tình trạng
1	Cty CP KS Hoàng Anh Gia Lai	99.13%		Trước hoạt động
2	Cty CP khoáng sản Quảng Ngãi	91.12%		Trước hoạt động
3	Cty Cp khoáng sản Gia Lai	61.48%		Trước hoạt động

Ngoài các công ty khoáng sản đã đi vào hoạt động trong nước, trong hai năm qua HAG tiếp tục phát triển các mỏ khoáng sản tại nước ngoài thông qua những hợp đồng thỏa thuận đã đạt được từ Chính phủ Lào và Campuchia cho phép HAG được đầu tư khai thác khoáng sản tại các nước này. Trữ lượng các mỏ quặng sắt tại Lào, Campuchia lên đến 50 triệu tấn, cho phép HAG phát triển kinh doanh ổn định trong nhiều năm tới.

Trữ lượng các mỏ quặng sắt

STT	Địa điểm	Trữ lượng
1	Việt Nam	>10 triệu tấn
2	Lào	20 triệu tấn
3	Campuchia	30 triệu tấn
4	Tổng	>60 triệu tấn

(Nguồn: Báo cáo thường niên của HAG)

Lĩnh vực năng lượng.

Hiện nay, HAG đã được cấp phép 17 dự án xây dựng thủy điện vừa và nhỏ tại Tây Nguyên, Thanh Hóa và cả Lào. Tổng công suất các dự án đạt 420 MW với tổng vốn đầu tư 7.569 tỷ. Dự án ĐăkSrong 2 đang trong giai đoạn cuối để đưa vào vận hành cuối quý II.2010.

Giá trị đầu tư các dự án thủy điện đến hết năm 2009 đạt 794.41 tỷ đồng chiếm tỷ trọng 6.51% tổng tài sản của công ty.

Các dự án Thủy điện của HAG

(Nguồn: Báo Cáo thường niên của HAG)

STT	Dự án	Địa điểm	Công suất (MW)	Thời gian thực hiện
1	Bá Thước 1	Huyện Bá Thước, T. Thanh Hóa	60	2009-2012
2	Bá Thước 2		80	2009-2011
3	Đăk Srong2	Huyện Kông Chro, T.Gia Lai	24	2008-2010
4	Đăk Srong 2A	Huyện Krong Pa, Gia Lai	18	2009-2010
5	Đăk Srong 3A		13.5	2010-2012
6	Đăk Srong 3B		19.5	2009-2012
7	Ia Đăng 4	Huyện Chư Prong, Gia Lai	9	Đang khảo sát
8	Ia Krel 2	Huyện Đức Cơ, Gia Lai	7.5	...
9	Đăk lô 1	Huyện Kon Plông, T. Kontum	6	...
10	Đăk lô 2		6	2010-2012
11	Đăk lô 3		10	2011-2013
12	Đăk Psi 2B	Huyện Tu Mơ Rông, T. Kon Tum	14	2009-2011
13	Đăk Psi 2C		12	Đang khảo sát
14	Buôn Đôn	Huyện Buôn Đôn, T. Đăk Lăk	20	2010-2012
15	Buôn Bra	Huyện Ea kar, T.Đăk Lăk	11	2010-2012

16	Nậm Kông 2	Huyện Phu vông, T, Attapeu, Lào	80	2010-2013
17	Nậm Kông 3	Huyện Phu vông, T. Attapeu, Lào	30	2011-2014
18	Tổng cộng		420	

Tình hình sản xuất kinh doanh năm 2009

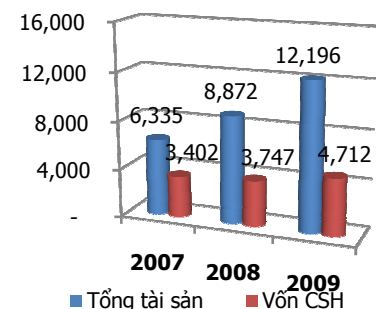
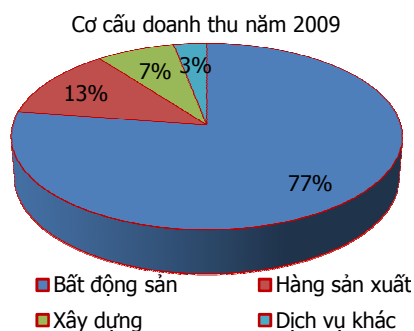
Trong năm 2009, HAG tiếp tục thực hiện tốt các dự án trọng điểm trong tất cả các lĩnh vực mà chiến lược đã đề ra, cụ thể:

Lĩnh vực Bất động sản: Hoàn thành và tiến hành bàn giao nhà của dự án New Saigon cho khách hàng, đẩy nhanh tiến độ thi công dự án Hoàng Anh River View, Phú Hoàng Anh giai đoạn I và Hoàng Anh Golden House, khởi công dự án Hồ Thạc Gián tại Đà Nẵng.

Lĩnh vực trồng cây cao su: trong năm trồng thêm được 7.000ha cao su, nâng tổng diện tích lên 12.000ha, khai hoang và ươm cây giống để trồng mới 12.000ha trong năm 2010.

Thủy điện: Đẩy mạnh tiến độ thi công hai dự án thủy điện là Draksrong 2 và Daksrong 2A với tổng công suất 42MW tại Gia Lai để đưa vào khai thác trong quý II.2010. Khởi công dự án Bá Thước 1, 2 tại Thanh Hóa với tổng công suất 140MW. Trong quý IV.2009 tiếp tục khởi công dự án Daksrong 3B. HAG cũng đạt được chấp thuận của Chính phủ Lào đầu tư 2 dự án thủy điện trên sông Nậm Kông với tổng công suất 110MW.

Lĩnh vực Khai khoáng: HAG được Chính phủ Lào cấp phép dự án và đã thực hiện khảo sát, thăm dò mỏ quặng sắt có trữ lượng 20 triệu tấn và Chính phủ Campuchia cấp phép dự án có trữ lượng thăm dò ước khoảng 30 triệu tấn. HAG cũng đã lắp đặt 3 dây chuyền thiết bị để thực hiện kế hoạch sản xuất 400 ngàn tấn quặng trong năm 2010.



Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán HAG

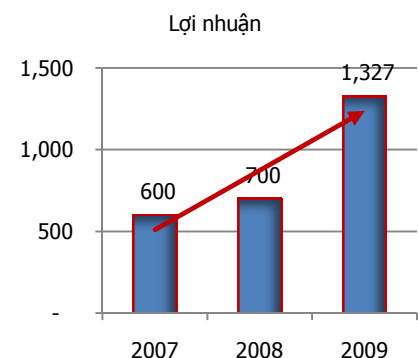
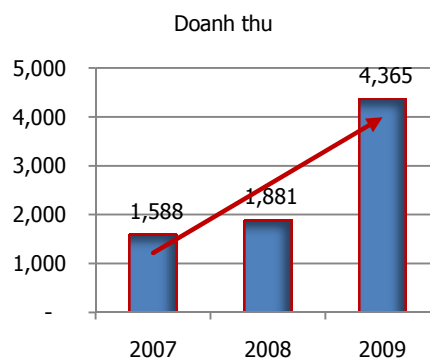
Kết quả hoạt động:

Năm 2009 tổng doanh thu của công ty đạt 4.365 tỷ đồng, tăng 132% so với năm 2008, trong đó mảng kinh doanh bất động sản tăng đến 174% với giá trị đạt 3.373 tỷ đồng. Mảng xây dựng mang lại doanh thu 319 tỷ đồng tăng trưởng 201%.

Lợi nhuận gộp đạt 2.006 tỷ đồng, tăng 125% so với năm 2008. Lợi nhuận gộp đến từ bất động sản đạt 1.693 tỷ đồng chiếm 84% tổng lợi nhuận gộp, tuy nhiên lợi nhuận gộp từ kinh doanh bất động sản lại giảm xuống từ 60.51% năm 2008 xuống còn 50.17% năm 2009.

Lợi nhuận ròng năm 2009 đạt 1.326 tỷ đồng, tăng 89% so với năm 2008. Chi phí tài chính tăng lên trong bối cảnh doanh thu tài chính giảm là nguyên nhân dẫn đến việc lợi nhuận ròng tăng yếu hơn tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận gộp.

Doanh thu lợi nhuận của HAG trong những năm gần đây (Đ.vị: tỷ đồng – Nguồn: BCTC HAG)



XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Có thể có xung đột lợi ích do Chứng khoán Thăng Long và các khách hàng có thể có quyền lợi tại công ty này thông qua việc đầu tư và/hoặc cùng cấp các dịch vụ tư vấn khác trong quá khứ, hiện tại hoặc tương lai.

SÀN PHẨM

Báo cáo này phân tích những diễn biến mới nhất tại doanh nghiệp. Vui lòng liên lạc với các chuyên viên phân tích hoặc cán bộ bán hàng có tên ở trên để biết thêm về doanh nghiệp này. Chúng tôi cảm ơn khách hàng về những phản hồi về sản phẩm. Chứng khoán Thăng Long phát hành báo cáo này nhưng những sai sót nếu có thuộc về các tác giả.

Ý kiến phân tích: MUA: giá mục tiêu cổ phiếu được kỳ vọng tăng hơn khoảng 15% so với giá ngày ra báo cáo. BÁN: cổ phiếu được kỳ vọng giảm hơn 15% so với giá ngày ra báo cáo. GIỮ: Cổ phiếu dao động trong khoảng -15% đến 15% so với giá ngày ra báo cáo.

KHOI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế được phụ trách bởi Phạm Thế Anh (Tiến sĩ, Manchester, UK) đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu do Đỗ Hiệp Hòa (MBA Hawaii; ứng viên CFA III) phụ trách đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua hai bản tin là The Investor Daily và The Investor Journal Weekly.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG



Được thành lập vào năm 2000, Công ty CP Chứng khoán Thăng Long là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Công ty được thành lập theo Luật chứng khoán Việt Nam, cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 400 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Thăng Long hiện là một trong những Công ty Chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt Nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp trong nước. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty Địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty Quản lý quỹ MB Capital, Thăng Long có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, Thăng Long đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới năm 2009
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán.
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty vừa trong nước.

VĂN PHÒNG

Trụ sở Công ty: Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Ma St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 3726 2600. **Website:** www.thanglongsc.com.vn

Trụ sở Phân tích: Tầng 4, Tòa nhà Vinaconex, 34 Lang Ha St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 4456 8668. E: research@thanglongsc.com.vn

QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những căn nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© **Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2006-2010, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO.** Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thăng Long.