

**CÔNG TY CỔ PHẦN HOÀNG ANH GIA LAI (HAG)**

Ngày báo cáo : 15/11/2010

Thông tin cổ phiếu	
Giá thấp nhất 52 tuần	58.000
Giá cao nhất 52 tuần	122.000
Thị giá vốn (tỷ VND)	23.361
Số CP đang lưu hành	292.008.407
Tỷ lệ cổ tức/Thị giá	1,25%
Ngày chốt quyền	05/08/2010
Ngày trả cổ tức	26/08/2010
EPS	4.380
P/E	18,27

**Biểu đồ 1: Diễn biến giá cổ phiếu HAG**

**I. GIỚI THIỆU CÔNG TY**
**LỊCH SỬ HÌNH THÀNH**

Hoàng Anh Gia Lai (HAGL) được biết đến như một mẫu hình tập đoàn tư nhân hoạt động trong nhiều lĩnh vực khác nhau. Ông Đoàn Nguyên Đức bắt đầu khởi nghiệp từ một phân xưởng nhỏ chuyên đóng bàn ghế cho học sinh xã Chưhdrông, thành phố Pleiku, tỉnh Gia Lai vào năm 1990. Tiền thân của công ty, Xí nghiệp tư doanh Hoàng Anh được thành lập năm 1993. Năm 2006, Xí nghiệp tư doanh được chuyển đổi sang hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần với tên gọi là Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai. Ngày 22 tháng 12 năm 2008, Công ty chính thức niêm yết cổ phiếu trên Sở giao dịch chứng khoán Tp HCM (HOSE) với mã chứng khoán là HAG. Đến ngày 30 tháng 06 năm 2010, tổng số cổ phiếu HAG niêm yết trên HOSE là 292.008.407 cổ phiếu, tổng giá trị vốn hóa trên thị trường là 23.361 tỷ đồng (tương đương 1,25 tỷ USD).

**ĐIỂM NHẤN DOANH NGHIỆP**

- Là doanh nghiệp BĐS có quy mô vốn điều lệ lớn nhất hiện nay trong số các doanh nghiệp cùng ngành đang được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán.
- Tập đoàn được tái cấu trúc gồm 1 công ty mẹ và 5

Khuyến nghị của Woori  
CBV  
**MUA VÀO**

Mức thị giá vào thời điểm  
báo cáo  
**77.000**

Giá trị thực theo FCFE -  
P/E  
**86.600**

tổng công ty con dựa trên 5 ngành chủ lực là cao su, khoáng sản, bất động sản, thủy điện, sản xuất gỗ đá; trong đó:

- Tổng công ty cao su Hoàng Anh Gia Lai gồm 6 công ty trực thuộc
- Công ty cổ phần khoáng sản HAGL được chuyển thành Tổng công ty khoáng sản HAGL.
- Tổng công ty bất động sản HAGL được thành lập từ Công ty cổ phần Xây dựng và Phát triển nhà Hoàng Anh.
- Bên cạnh các hoạt động sản xuất kinh doanh ở Việt Nam, HAG còn mở rộng hoạt động ở Lào và Campuchia theo "chiến lược 3 chân ở 3 nước", tập trung khai thác tài nguyên đất (cao su, khoáng sản) và tài nguyên nước (thủy điện) trong khu vực có bán kính 200km tính từ đại bản doanh của tập đoàn tại thành phố Pleiku tỉnh Gia Lai. Tại Lào, HAG sẽ đầu tư khoảng 400 triệu USD vào các đồn điền cao su, nhà máy thủy điện, mỏ khoáng sản và kinh doanh BĐS ở thủ đô Vientiane. Tại Campuchia, trọng tâm đầu tư của HAG là lĩnh vực khai thác khoáng sản, đặc biệt là hai mỏ sắt có trữ lượng khổng lồ.

**Thành công của bạn. Niềm đam mê của chúng tôi**  
Hệ thống chỉ số Vietnam Securities Index và các báo cáo của Woori CBV đã được đăng tải chính thức trên cổng thông tin Bloomberg tại CBVN <GO> và trên Thomson Reuters tại <.WCBV>

**CÔNG TY CỔ PHẦN HOÀNG ANH GIA LAI (HAG)**

Ngày báo cáo : 15/11/2010

 Khuyến nghị của Woori  
CBV  
MUA VÀO

 Mức thị giá vào thời điểm  
báo cáo  
77.000

 Giá trị thực theo FCFE -  
P/E  
86.600

Hệ số thanh khoản	2007	2008	2009
Hệ số thanh khoản hiện thời	2,26	1,78	2,03
Hệ số thanh khoản nhanh	1,42	0,99	1,39
Hệ số thanh khoản tức thời	0,79	0,21	0,58

Hệ số hiệu quả hoạt động	2007	2008	2009
Vòng quay khoản phải thu	2,36	1,21	1,77
Vòng quay hàng tồn kho	1,10	0,61	1,16

*Lợi nhuận của HAG theo các năm tăng cao và ổn định hơn so với các doanh nghiệp trong ngành bất động sản và còn tiếp tục tăng cao hơn nữa trong những năm tới.*

**II. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH**

- Xét về khả năng sinh lời của doanh nghiệp, ngoại trừ hệ số lợi nhuận gộp có sự tăng mạnh trong năm 2008, các hệ số lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận ròng của HAG đều xấu đi. Sang năm đến năm 2009, hai chỉ tiêu này sụt giảm mạnh. Doanh thu từ hoạt động tài chính của HAG giảm mạnh từ mức 438 tỷ VND xuống còn mức 199 tỷ VND trong khi chi phí lãi vay tăng cao gấp 2,34 lần. Theo chúng tôi, nhà đầu tư cũng không cần quá lo lắng bởi lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính không những giảm mà đã tăng thêm 542 tỷ VND. So với năm trước, dòng tiền thuần năm 2009 có sự cải thiện đáng ghi nhận khi tăng thêm 3,66 lần so với mức tăng thêm 1,68 lần của lợi nhuận sau thuế.

- Lợi nhuận trước thuế quý 3 của HAG ước đạt 810 tỷ đồng, nâng lợi nhuận lũy kế 9 tháng đầu năm 2010 lên 2.211 tỷ đồng, đạt tỷ lệ 73,7% mức kế hoạch lợi nhuận điều chỉnh của cả năm là 3.000 tỷ đồng.

- Ngoài ra, HAG sẽ hoàn thành và bàn giao nhà dự án Hoàng Anh River View vào cuối năm 2010. Hiện nay, HAG đang xây phần móng các dự án Phú Hoàng Anh giai đoạn 2 và Hoàng Anh Incomex, và đồng thời chuẩn bị khởi công dự án Thanh Bình để tạo nguồn

doanh thu và lợi nhuận cho năm 2011. Về tình hình đầu tư, đến nay HAG đã trồng được tổng cộng 24.000 ha cao su và đang chuẩn bị khai hoang và cây giống để trồng khoảng 13.500 ha trong năm 2011. HAG đang đẩy mạnh công tác chuẩn bị để đưa các mỏ sắt ở Lào và Campuchia vào khai thác từ đầu năm 2011. Điều này cho thấy doanh thu và lợi nhuận trước thuế của HAG trong năm 2011 sẽ còn tăng cao hơn nữa.

- Lợi nhuận trước thuế của HAG tăng đều qua các năm với tốc độ trung bình là 50 %. So với các doanh nghiệp hàng đầu trong ngành bất động sản như QCG thì HAG có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ổn định hơn. Nếu như hệ số lợi nhuận trước thuế của HAG năm 2007, 2008, 2009 lần lượt là 54,77%, 53,50%, 39,94% thì của QCG lần lượt là 1.350%, 13,28%, 44,85%. Điều đó cho thấy hệ số lợi nhuận trước thuế của QCG biến động bất ổn qua các năm. Hơn nữa, chênh lệch tuyệt đối của hệ số lợi nhuận trước thuế và hệ số lợi nhuận gộp của QCG lớn hơn rất nhiều so với HAG cho thấy lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính của HAG chiếm tỷ trọng cao hơn trong tổng lợi nhuận của doanh nghiệp so với QCG. Năm 2007 lợi nhuận từ hoạt động tài chính của QCG chiếm tỷ trọng rất lớn trong tổng lợi nhuận hệ số lợi nhuận trước thuế của QCG là rất cao (1.350%). Hệ số này giảm các năm sau đó do lợi nhuận từ hoạt động tài

**Thành công của bạn. Niềm đam mê của chúng tôi**  
Hệ thống chỉ số Vietnam Securities Index và các báo cáo của Woori CBV đã được đăng tải chính thức trên cổng thông tin Bloomberg tại CBVN <GO> và trên Thomson Reuters tại <.WCBV>

**CÔNG TY CỔ PHẦN HOÀNG ANH GIA LAI (HAG)**

Ngày báo cáo : 15/11/2010

Hệ số cơ cấu nợ	2007	2008	2009
Hệ số nợ	42,62%	52,67%	57,96%
Hệ số nợ ngắn hạn	28,04%	28,58%	29,89%
Hệ số nợ dài hạn	14,58%	24,09%	28,07%

*HAG là một trong những doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy mạnh nhưng lại hoạt động khá hiệu quả*

Khuyến nghị của Woori  
CBV  
MUA VÀO

Mức thị giá vào thời điểm  
báo cáo  
77.000

Giá trị thực theo FCFE -  
P/E  
86.600

chính giảm mạnh gây nên sự không ổn định trong hoạt động kinh doanh của QCG so với HAG.

- Về hệ số thanh khoản, các hệ số thanh khoản của HAG đều xấu hơn trong năm 2008 và có phục hồi nhẹ trở lại trong năm 2009. Nguyên nhân chính ở đây là sự thoát ra rất lớn của dòng tiền mặt trong năm 2008, dẫn đến dòng ngân lưu thuần âm. Vòng quay khoản phải thu và vòng quay hàng tồn kho cũng có sự trượt nhẹ trong năm 2008 so với các năm khác, nhưng đây là tín hiệu không đáng lo ngại do trong năm 2007 và 2009 tài sản của HAG được đầu tư khá mạnh.

- HAG được xếp vào loại cao và khá an toàn so với các doanh nghiệp trong cùng ngành. So với QCG các hệ số thanh khoản của HAG đều cao hơn khoảng 2 lần và duy trì ổn định hơn qua các năm. Điều đó cho thấy khả năng thanh toán các khoản nợ ngắn hạn bằng tài sản ngắn hạn của HAG tốt hơn.

- Về hiệu quả hoạt động, xu hướng chung các vòng quay của HAG là xu hướng tăng qua các năm cho thấy hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đang dần được cải thiện.

- HAG là doanh nghiệp sử dụng hệ số đòn bẩy khá mạnh khi hệ số nợ gia tăng nhanh qua các năm. Có

thể thấy điều đó qua việc tăng thêm 51,28% của nợ phải trả so với 25,72% của vốn chủ sở hữu trong năm 2009.

Trong khi chúng tôi quan ngại 1000 tỷ VND trái phiếu của HAG phát hành năm 2008 sẽ lần lượt đáo hạn vào cuối năm 2010 và 2011 thì PHA (công ty con) lại tiếp tục phát hành thêm 450 tỷ VND trái phiếu (đáo hạn vào năm 2012), đồng thời các khoản vay ngân hàng cũng được nới rộng (chủ yếu là từ ba Ngân hàng chính BIDV, Vietcombank và Sacombank). Tuy nhiên, mới đây, thông tin Đại hội đồng cổ đông HAG thông qua việc điều chỉnh kế hoạch kinh doanh năm 2010 với lợi nhuận trước thuế của công ty tăng từ 2.681 tỷ đồng lên 3.000 tỷ đồng có thể coi là một tín hiệu tốt cho các chủ nợ và nhà đầu tư về khả năng thanh toán của HAG. Bên cạnh đó, chúng tôi xem việc mua bán 1,1 triệu trái phiếu chuyển đổi của HAG là một giải pháp khá khôn khéo của Ban quản trị khi vừa huy động được nguồn vốn lớn cho các dự án đầu tư vừa có thể giảm bớt được gánh nặng nợ vay trong tương lai. Với thị giá cổ phiếu HAG luôn nằm trong diện blue-chip thì khả năng chuyển đổi từ trái phiếu sang cổ phiếu là rất triển vọng.

- Mặc dù sử dụng đòn bẩy tài chính khá mạnh, nhưng HAG vẫn là một doanh nghiệp hoạt động rất hiệu quả. Cụ thể, xét về tỷ suất sinh lợi thì HAG nằm trong nhóm có ROE và ROA ở mức cao hơn trung bình ngành, điều

**Thành công của bạn. Niềm đam mê của chúng tôi**

Hệ thống chỉ số Vietnam Securities Index và các báo cáo của Woori CBV đã được đăng tải chính thức trên cổng thông tin Bloomberg tại CBVN <GO> và trên Thomson Reuters tại <.WCBV>

**CÔNG TY CỔ PHẦN HOÀNG ANH GIA LAI (HAG)**

Ngày báo cáo : 15/11/2010

 Khuyến nghị của Woori  
CBV  
**MUA VÀO**

 Mức thị giá vào thời điểm  
báo cáo  
**77.000**

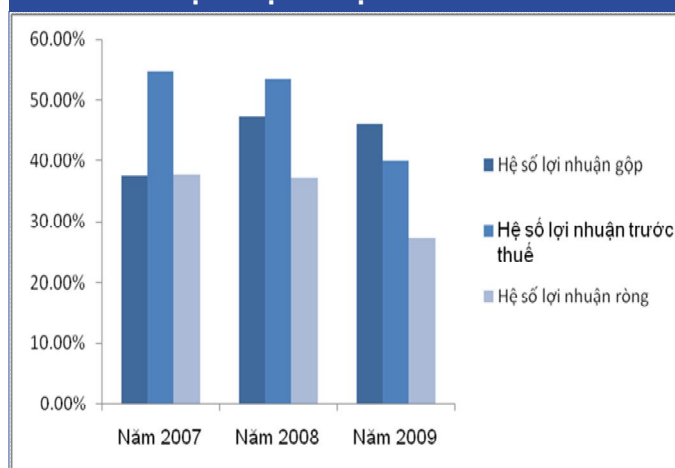
 Giá trị thực theo FCFE -  
P/E  
**86.600**

Hệ số khả năng sinh lời	2007	2008	2009
Hệ số lợi nhuận	37,59	47,33	45,97
Hệ số lợi nhuận trước thuế	54,77 %	53,50 %	39,94 %
Hệ số lợi nhuận ròng	37,77 %	37,24 %	27,23 %
ROA		9,21%	11,29 %
ROE		19,59 %	28,11 %
EPS	15.479	5.838	6.678
P/E		10,79	11,68

quan trọng là tỷ lệ này luôn có sự tăng trưởng qua từng năm, ROE từ mức 17% năm 2007 lên 25% năm 2009. So với QCG, lợi nhuận ròng trên tài sản (ROA) và lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu (ROE) của HAG ít biến động hơn. ROA của HAG các năm (bình quân 9%) cao hơn ROA của QCG (bình quân 4%) và được giữ vững ở mức ổn định hơn cho thấy khả năng sinh lời trên một đồng tài sản của HAG tốt hơn. Năm 2007, ROE của QCG (32,7%) cao hơn HAG (17,63%) nhưng xét bình quân ROE của HAG vẫn cao hơn (21% so với 17%). Điều đó cho thấy khả năng sinh lời của một đồng vốn của HAG cao hơn, HAG đã cân đối một cách hài hòa giữa vốn cổ đông với vốn đi vay để khai thác lợi thế cạnh tranh của mình trong quá trình huy động vốn, mở

rộng quy mô hoạt động kinh doanh.

- Qua góc nhìn từ các hệ số tài chính hiện tại của công ty, chúng tôi cho rằng HAG là một cổ phiếu tốt để đầu tư giá trị. Nếu được sự hỗ trợ của tình hình kinh tế vĩ mô và trường chứng khoán trong nước và thế giới, HAG sẽ là sự lựa chọn tốt để mang lại lợi nhuận dài hạn cho các nhà đầu tư.

**Biểu đồ 6: Hệ số lợi nhuận các năm**


**Thành công của bạn. Niềm đam mê của chúng tôi**  
Hệ thống chỉ số Vietnam Securities Index và các báo cáo của Woori CBV đã được đăng tải chính thức trên cổng thông tin Bloomberg tại CBVN <GO> và trên Thomson Reuters tại <.WCBV>

**CÔNG TY CỔ PHẦN HOÀNG ANH GIA LAI (HAG)**

Ngày báo cáo : 15/11/2010

 Khuyến nghị của Woori  
CBV  
MUA VÀO

 Mức thị giá vào thời điểm  
báo cáo  
77.000

 Giá trị thực theo FCFE -  
P/E  
86.600

**III. ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP**

DỰ BÁO DÒNG NGÂN LƯU	2010	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	5.765.895.755	8.077.410.117	9.695.470.171	13.578.814.299	16.297.155.189
Giá vốn hàng bán	2.797.501.996	4.449.665.147	5.339.598.176	8.155.022.669	9.786.027.203
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	2.968.393.759	3.627.744.970	4.355.871.995	5.423.791.630	6.511.127.986
Lợi nhuận trước thuế	3.268.597.461	3.518.362.487	4.141.064.389	5.377.718.559	6.123.054.522
Chi phí thuế TNDN hiện hành	819.437.383	844.406.997	993.855.453	1.290.652.454	1.469.533.085
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	2.449.160.078	2.673.955.490	3.147.208.936	4.087.066.105	4.653.521.437
Lợi ích của cổ đông thiểu số	286.799.910	315.479.901	347.027.891	381.730.680	419.903.748
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	2.162.360.168	2.358.475.589	2.800.181.045	3.705.335.425	4.233.617.689
Cộng: Khấu hao tài sản	209.213.180	259.320.674	309.428.168	359.535.662	409.643.156
Trừ: Tăng vốn hoạt động	(1.244.048.434)	(1.174.124.225)	(1.150.684.402)	(1.150.684.402)	(1.150.684.402)
Trừ: Chi tiêu vốn	817.558.717	988.229.076	1.158.899.435	1.329.569.794	1.500.240.153
Cộng: Chi phí lãi suất sau thuế	139.235.736	172.929.375	206.623.015	240.316.654	274.010.294
Dòng ngân lưu tự do	3.224.098.711	3.292.100.688	3.655.045.085	4.508.033.028	4.987.619.135

Đơn vị: nghìn đồng

**Thành công của bạn. Niềm đam mê của chúng tôi**

Hệ thống chỉ số Vietnam Securities Index và các báo cáo của Woori CBV đã được đăng tải chính thức trên cổng thông tin Bloomberg tại CBVN &lt;GO&gt; và trên Thomson Reuters tại &lt;.WCBV&gt;

**CÔNG TY CỔ PHẦN HOÀNG ANH GIA LAI (HAG)**

Ngày báo cáo : 15/11/2010

 Khuyến nghị của Woori  
CBV  
MUA VÀO

 Mức thị giá vào thời điểm  
báo cáo  
77.000

 Giá trị thực theo FCFE -  
P/E  
86.600

**III. ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP**

DỰ BÁO VỐN HOẠT ĐỘNG	2010	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	5.025.031.222	7.537.546.833	9.045.056.200	13.567.584.299	16.281.101.159
Giá vốn hàng bán	2.432.610.432	4.145.650.758	4.974.780.910	8.140.550.580	9.768.660.696
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.970.557.532	4.985.001.177	5.999.444.822	7.013.888.467	8.028.332.112
Hàng tồn kho	2.791.479.502	3.225.061.344	3.694.829.949	4.164.598.553	4.634.367.158
Tài sản ngắn hạn khác	193.925.618	255.360.802	316.795.986	378.231.170	439.666.354
Tổng tài sản ngắn hạn (không bao gồm tiền, tương đương)	6.955.962.652	8.465.423.323	10.011.070.757	11.556.718.190	13.102.365.624
Phải trả cho người bán	585.619.229	597.414.429	703.281.158	809.147.886	915.014.615
Các khoản nợ tích lũy (không bao gồm các khoản nợ vay)	1.098.794.353	1.406.799.380	1.680.359.465	1.953.919.549	2.227.479.634
Các khoản phải trả, phải nộp ngắn hạn khác	28.790.221	44.326.440	59.862.659	75.398.878	90.935.097
Tổng nợ ngắn hạn (không bao gồm các khoản nợ vay)	1.713.203.803	2.048.540.249	2.443.503.281	2.838.466.313	3.233.429.345
Vốn hoạt động ròng / (Thâm hụt)	5.242.758.849	6.416.883.074	7.567.567.476	8.718.251.877	9.868.936.279
(Tăng) / Giảm trong vốn hoạt động	(1.244.048.434)	(1.174.124.225)	(1.150.684.402)	(1.150.684.402)	(1.150.684.402)

Đơn vị: nghìn đồng

**Thành công của bạn. Niềm đam mê của chúng tôi**

Hệ thống chỉ số Vietnam Securities Index và các báo cáo của Woori CBV đã được đăng tải chính thức trên cổng thông tin Bloomberg tại CBVN &lt;GO&gt; và trên Thomson Reuters tại &lt;.WCBV&gt;



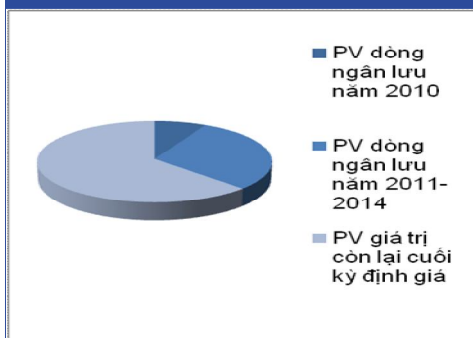
**CÔNG TY CỔ PHẦN HOÀNG ANH GIA LAI (HAG)**

Ngày báo cáo : 15/11/2010

 Khuyến nghị của Woori  
CBV  
MUA VÀO

 Mức thị giá vào thời điểm  
báo cáo  
77.000

 Giá trị thực theo FCFE -  
P/E  
86.600

**Biểu đồ 6: Tỷ trọng dòng ngân  
lưu**

**III. ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP**

Đơn vị: nghìn đồng

CHIẾT KHẤU DÒNG NGÂN LƯU	2010	2011	2012	2013	2014	Từ 2015
Dòng ngân lưu tự do	2.162.360.168	2.358.475.589	2.800.181.045	3.705.335.425	4.233.617.689	
Tốc độ tăng trưởng		9,07%	18,73%	32,32%	14,26%	5%
Chi phí vốn bình quân	18,38%	18,18%	18,05%	17,97%	17,92%	17,88%
PV dòng ngân lưu	2.073.043.660	1.914.041.736	1.927.691.936	2.165.558.377	2.101.187.882	

GIÁ TRỊ HIỆN TẠI CỦA DÒNG NGÂN LƯU		% Tổng GTDN	% Tổng VCSH
PV dòng ngân lưu năm 2010	2.073.043.660	7,59%	8,36%
PV dòng ngân lưu năm 2011-2014	8.108.479.931	29,69%	32,70%
PV giá trị còn lại cuối kỳ định giá	17.129.249.034	62,72%	69,07%
Giá trị doanh nghiệp	27.310.772.625	100,00%	110,12%
Trừ đi			
Tổng nợ	(3.249.020.052)		-13,10%
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(486.445.015)		-1,96%
Cộng với			
Tiền và các khoản tương đương tiền	1.224.546.617		4,94%
Giá trị vốn chủ sở hữu doanh nghiệp	24.799.854.175		100,00%
Tổng số cổ phiếu đang lưu hành	292.520.697		
Giá trị nội tại của mỗi cổ phiếu	84,8		
Giá trị thị trường của mỗi cổ phiếu	77,0		
Thặng dư (chiết khấu) so với giá trị trường	10,13%		

Thành công của bạn. Niềm đam mê của chúng tôi

Hệ thống chỉ số Vietnam Securities Index và các báo cáo của Woori CBV đã được đăng tải chính thức trên cổng thông tin Bloomberg tại CBVN &lt;GO&gt; và trên Thomson Reuters tại &lt;.WCBV&gt;

Khuyến nghị của Woori  
CBV  
MUA VÀO

 Mức thị giá vào thời điểm  
báo cáo  
77.000

 Giá trị thực theo FCFE -  
P/E  
86.600

### III. ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

#### PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY

		<i>g</i>									
		3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%
<b>W A C C</b>	<b>14%</b>	93	101	110	121	136	156	183	224	292	428
	<b>15%</b>	88	94	102	111	122	137	157	184	226	294
	<b>16%</b>	83	88	95	102	112	123	138	158	186	227
	<b>17%</b>	79	84	89	95	103	112	124	139	159	187
	<b>18%</b>	76	80	<b>84</b>	90	96	104	113	125	140	160
	<b>19%</b>	72	76	80	85	90	97	105	114	126	141
	<b>20%</b>	70	73	77	81	85	91	97	105	115	127
	<b>21%</b>	67	70	73	77	81	86	91	98	106	116
	<b>22%</b>	65	68	71	74	77	82	86	92	99	107
	<b>23%</b>	63	66	68	71	74	78	82	87	93	99

Khi tính toán giá trị còn lại cuối kỳ định giá, chúng tôi giả định rằng tốc độ tăng trưởng của dòng ngân lưu tự do (*g*) là 5%/năm và chi phí sử dụng vốn bình quân theo trọng số (WACC) là 17,88%/năm, như vậy chúng tôi sẽ cho rằng giá trị nội tại theo dòng tiền là **84,8 ngàn đồng**. Nhìn vào bảng phân tích độ nhạy nếu giả định tốc độ tăng trưởng là 6% và WACC là 17% thì mức giá sẽ là 95 ngàn đồng. Vì giá trị hiện tại của phần giá trị còn lại cuối kỳ định giá chiếm tỷ trọng lớn theo phương pháp định giá này nên ảnh hưởng của *g* và WACC là rất lớn.

**Thành công của bạn. Niềm đam mê của chúng tôi**

Hệ thống chỉ số Vietnam Securities Index và các báo cáo của Woori CBV đã được đăng tải chính thức trên cổng thông tin Bloomberg tại CBVN <GO> và trên Thomson Reuters tại <.WCBV>



**CÔNG TY CỔ PHẦN HOÀNG ANH GIA LAI (HAG)**

Ngày báo cáo : 15/11/2010

 Khuyến nghị của Woori  
CBV  
MUA VÀO

 Mức thị giá vào thời điểm  
báo cáo  
77.000

 Giá trị thực theo FCFE -  
P/E  
86.600

**III. ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP**
**ĐỊNH GIÁ THEO P/E:**

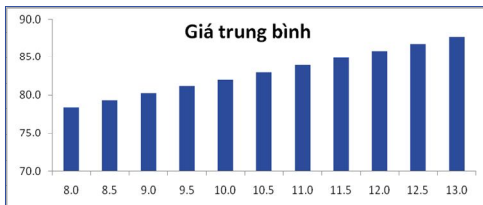
Mã CK	P/E hiện tại
HAG	15,01
SJS	6,39
DIG	7,96
KBC	7,67
ITA	9,79
LCG	4,75
NTL	3,82
CII	5,41
TDH	4,37
PVL	54,00
HDG	5,40
VIC	30,27
NBB	7,22
P/E bình quân	12,47
EPS dự phóng	7,39
<b>Giá dự phóng</b>	<b>92,2</b>

Ở đây chúng tôi chọn lựa những công ty có vốn hóa lớn trên thị trường để tính P/E bình quân sử dụng cho định giá HAG. Việc sử dụng này có thể dẫn đến hạn chế trong việc lấy mẫu (sample bias).

**VII. ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP**
**XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ NỘI TẠI**

Phương pháp	Tỷ trọng	Mức giá
FCF	75%	84,8
P/E	25%	92,2
<b>Giá trung bình</b>		<b>86,6</b>
<b>Giá hiện tại</b>		<b>80</b>
<b>Thặng dư</b>		<b>6,6</b>
<b>% thặng dư</b>		<b>8,28%</b>

Chúng tôi sử dụng hai phương pháp định giá cơ bản là FCFF và P/E với tỷ trọng lần lượt là 75% và 25%, giá trung bình theo hai phương pháp này là **86,6 ngàn** đồng/1 cổ phiếu.

**Phân tích độ nhạy theo P/E**


Có thể thấy nếu lấy tỷ trọng của phương pháp FCFF là 75% thì sự thay đổi của P/E (tỷ trọng 25%) sẽ không ảnh hưởng nhiều đến giá trị trung bình của cổ phiếu cần định giá

**Thành công của bạn. Niềm đam mê của chúng tôi**

Hệ thống chỉ số Vietnam Securities Index và các báo cáo của Woori CBV đã được đăng tải chính thức trên cổng thông tin Bloomberg tại CBVN <GO> và trên Thomson Reuters tại <.WCBV>

**Khuyến nghị của Woori  
CBV  
MUA VÀO**

**Mức thị giá vào thời điểm  
báo cáo  
77.000**

**Giá trị thực theo FCFE -  
P/E  
86.600**

#### **IV. RỦI RO THƯỜNG GẶP**

##### **RỦI RO CHÍNH SÁCH**

Thông tư 19 chính thức ban hành xếp cho vay bất động sản vào loại có rủi ro cao là 250% đã làm hạn chế hạn mức tín dụng đầu tư vào lĩnh vực bất động sản và đẩy lãi suất cho vay đầu tư bất động sản vẫn đang ở mức cao (khoảng 17-18% một năm). Hơn thế nữa, từ nay đến cuối năm, nhằm kiểm chế mục tiêu lạm phát, ngân hàng nhà nước có thể rút bớt tiền trong lưu thông và làm nguồn vốn cho vay có thể tiếp tục eo hẹp hơn.

##### **RỦI RO THỊ TRƯỜNG**

Hiện nay cầu bất động sản chủ yếu tập trung ở phân khúc nhà nhỏ và vừa với mức giá ở tầm trung và thấp. Phân khúc căn hộ cao cấp đang phải đối mặt với sức cầu suy yếu. Điều này có thể làm giảm biên lợi nhuận của các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản.

##### **RỦI RO TRONG CÁC LĨNH VỰC KINH DOANH KHÁC**

Một số lĩnh vực kinh doanh của công ty không phải là lĩnh vực truyền thống, hiện chưa đem lại hiệu quả cao cho công ty như lĩnh vực khai thác quặng sắt, thủy điện, cao su... Trong lĩnh vực khai khoáng đôi khi việc

dự báo trữ lượng với việc khai thác thực tế là khác nhau. Còn diện tích cao su của công ty chủ yếu là mới trồng, chưa thể có lợi nhuận ngay trước mắt. Đặc biệt là giá của các nguyên liệu thô có thể biến động mạnh theo giá thế giới. Điều này có thể làm giảm tỷ suất lợi nhuận trên vốn của công ty.

##### **RỦI RO PHA LOÃNG CỔ PHIẾU**

Công ty vừa phát hành trái phiếu chuyển đổi cho công ty Công ty Northbrooks Investments thuộc Tập đoàn Temasek vào ngày 19/08 với tổng giá trị là 1.100 tỷ đồng với giá chuyển đổi là 67.375 đồng, thời hạn chuyển đổi là 01 năm. Nếu sau một năm công ty Northbrooks Investments thực hành quyền thì lợi số cổ phiếu lưu hành sẽ tăng lên và lợi nhuận trên mỗi cổ phần sẽ giảm đi.

##### **KHUYẾN NGHỊ**

Mức giá theo chúng tôi tính toán là 86.600 đồng. Mức giá hiện nay trên thị trường là 80.000 đồng, cân nhắc đến các rủi ro có thể gặp, chúng tôi khuyến nghị **MUA VÀO** cổ phiếu này.

**Thành công của bạn. Niềm đam mê của chúng tôi**  
Hệ thống chỉ số Vietnam Securities Index và các báo cáo của Woori CBV đã được đăng tải chính thức trên cổng thông tin Bloomberg tại CBVN <GO> và trên Thomson Reuters tại <.WCBV>

**Khuyến nghị của Woori  
CBV  
MUA VÀO**

**Mức thị giá vào thời điểm  
báo cáo  
77.000**

**Giá trị thực theo FCFE -  
P/E  
86.600**

## **THÔNG TIN LIÊN HỆ**

Thông tin thêm về bản báo cáo này, xin liên hệ:

Phòng Phân tích

Công ty chứng khoán Woori CBV

Tel: +84 4 3941 0254

Fax: +84 4 3941 0247/48

Email: research@wooricbv.com

### **Khuyến cáo**

Bản báo cáo này được phát hành và công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Woori CBV nhằm cung cấp thông tin phục vụ các nhà đầu tư và tổ chức đầu tư chuyên nghiệp. Thông tin và quan điểm trình bày trong bản báo cáo này được lấy từ các nguồn thông tin chúng tôi tin là đáng tin cậy, song chúng tôi không hoàn toàn đảm bảo về tính xác thực và mức độ đầy đủ của nguồn tin. Bản báo cáo này không phải là một bản chào mua hay đề nghị chào mua để phục vụ cho bất cứ hình thức đầu tư nào. Các công cụ tài chính được trình bày hoặc được đề cập tới trong bản báo cáo này có thể sẽ không thích hợp với người đọc. Chúng tôi khuyến nghị người đọc nên tham vấn thêm các tổ chức tư vấn tài chính nếu có bất kỳ nghi ngờ về các sản phẩm đầu tư được nêu trong bản báo cáo này.

© Copyright 2007-2008, Mọi bản quyền thuộc về Công ty Chứng khoán Woori CBV. Không cá nhân, tổ chức nào được phép sao chép, tái xuất bản, tái phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích gì nếu không có sự cho phép của Công ty Chứng khoán Woori CBV. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong bản báo cáo này.

**Thành công của bạn. Niềm đam mê của chúng tôi**

Hệ thống chỉ số Vietnam Securities Index và các báo cáo của Woori CBV đã được đăng tải chính thức trên cổng thông tin Bloomberg tại CBVN <GO> và trên Thomson Reuters tại <.WCBV>