

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CỔ PHIẾU:

Hoàng Anh Gia Lai - HAG

Ngành: Hoạt động kinh doanh bất động sản

Giá mục tiêu: 60,300

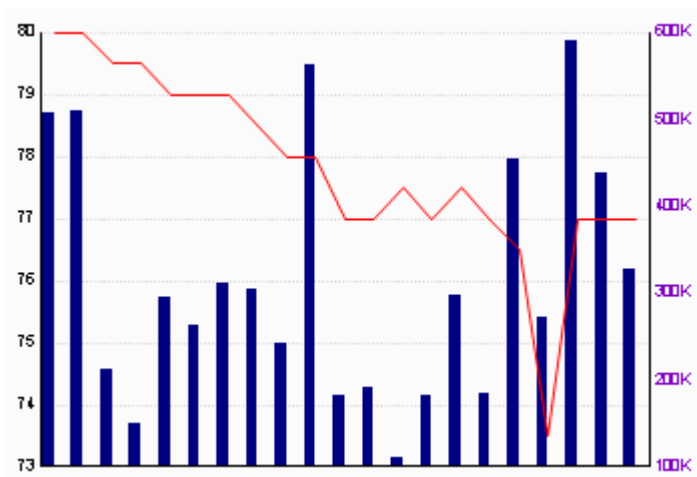
Khuyến nghị: Bán

Giá tham chiếu ngày (22/11/10): 77.000

SƠ LƯỢC DOANH NGHIỆP

Khởi nghiệp từ năm 1990, là một phân xưởng nhỏ chuyên đóng bàn ghế cho học sinh. Đến nay, Hoàng Anh Gia Lai đã đạt được bước tiến mạnh mẽ và trở thành tập đoàn tư nhân hoạt động trong nhiều lĩnh vực khác nhau với số vốn điều lệ là 2.925,2 tỷ đồng. Các sản phẩm như đồ gỗ nội, ngoại thất cao cấp; đá granite ốp lát tự nhiên; mù cao su đã có mặt hầu hết các thị trường Châu Âu, Châu Mỹ, Châu Á, Australia, New Zealand... Các văn phòng đại diện được thiết lập tại một số nước, có hệ thống siêu thị đồ gỗ, đá granite với qui mô lớn tại 5 trung tâm đô thị chính Hà Nội, TP.HCM, Hải Phòng, Đà Nẵng, Cần Thơ. Hoàng Anh Gia Lai 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... Việc sở hữu đội bóng danh tiếng Hoàng Anh Gia Lai với những thành công vang dội trong thời gian qua đã thu hút sự quan tâm của đông đảo người yêu thích bóng đá. Hình ảnh của đội bóng là công cụ xây dựng và quảng bá thương hiệu rất hiệu quả và ông Đoàn Nguyên Đức cũng là người Việt Nam đầu tiên sở hữu máy bay dành riêng cho mình.

Tỷ lệ sở hữu: Sở hữu NN: 0.0(%); Sở hữu khác: 79.5(%)



KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG (TỶ ĐỒNG)

Chỉ tiêu	2008	2009	4 quý gần nhất
Doanh thu thuần	1.880,74	4.365,31	4.042,38
Tăng trưởng (%)	18,43	132,11	-7,40
Giá vốn hàng bán	-990,63	-2.358,55	-2.155,90
Tỷ lệ lãi gộp (%)	47,33	45,97	46,67
Chi phí hoạt động	-200,46	-270,94	-293,54
Lợi nhuận sau thuế	765,34	1.286,90	2.024,76
Tăng trưởng (%)	22,98	68,15	57,34
Tổng tài sản	8.419,85	11.780,06	13.492,94
Tăng trưởng (%)	37,97	39,91	14,54
Nợ phải trả	4.672,35	7.068,56	7.074,45
Vốn điều lệ	1.798,15	2.704,65	2.851,70
Vốn chủ sở hữu	3.747,50	4.711,50	6.418,50

CÁC CHỈ SỐ THỊ TRƯỜNG

Chỉ tiêu:	HAG	Ngành
Ngày niêm yết:	15/12/2008	48(mã)
Số CPLH hiện tại (cp):	292,520,697	2.759.348.418
Vốn hóa (tỷ đồng):	22.524,09	98.268,35
EPS (4 Quý gần nhất):	6.408	3.684
Giá trị sổ sách:	22.508	15.808
P/E (22/11/10)	12,33	9,66
P/B (22/11/10)	3,4	2,25

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

1. Khả năng thanh toán:	ĐVT	2007	Ngành	2008	Ngành	2009	Ngành	4Q	Ngành
Thanh toán nhanh:	Lần	1.49	1.51	1.05	0.81	1,21	1.28	1.22	1,08
Thanh toán hiện hành:	Lần	2.26	2.14	1.78	1.52	1.72	1.96	1.98	1,71
2. Cấu trúc vốn:									
Nợ / Tổng tài sản:	Lần	0,4	0,46	1,00	0,58	0,58	0,58	0,54	0,55
Nợ / Vốn chủ sở hữu:	Lần	0,79	0,88	1,25	1,33	1,50	1,42	1,31	1,31

P/E thị trường ngày (22/11/10):	9,31
Thị giá thị trường ngày (22/11/10):	77.000
Giá cao nhất từ đầu năm 2010:	132,000
Giá thấp nhất từ đầu năm 2010:	58,000
Khối lượng bình quân/phiên trong 01tháng:	306,918

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH KINH DOANH

Lợi nhuận sau thuế của công ty có tốc độ tăng trưởng cao qua từng năm. Chiếm tỷ trọng chủ yếu và quan trọng trong cơ cấu lợi nhuận của HAG là lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh chính, trong đó 84% lợi nhuận gộp là từ hoạt động bán căn hộ. Trong quý 3/2010, Công ty đã tiến hành bán cổ phần tại CTCP Xây dựng và Phát triển nhà Hoàng Anh theo chương trình tái cấu trúc Tập đoàn và IPO các ngành nghề kinh doanh dẫn đến lợi nhuận từ hoạt động tài chính tăng đột biến lên 676,14 tỷ, đây chính là nguyên nhân làm cho trong quý này lợi nhuận trước thuế lớn hơn nhiều so với doanh thu thuần. Từ nay đến hết năm 2012, chương trình tái cấu trúc tập đoàn sẽ mang lại cho Công ty những khoản lợi nhuận tài chính không nhỏ từ việc bán cổ phần tại các công ty con.

Hàng tồn kho của công ty trong thời gian qua có xu hướng tăng, chủ yếu là chi phí các căn hộ đang xây để bán (chiếm hơn 79% cơ cấu hàng tồn kho). Điều này là hợp lý do công ty đang trong giai đoạn triển khai nhiều dự án và những dự án này chưa hoàn thành.

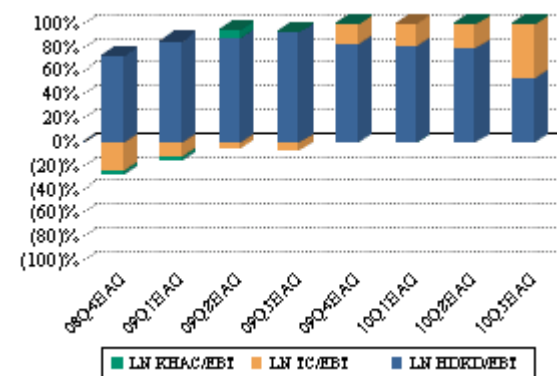
Doanh thu từ hoạt động kinh doanh căn hộ chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu thuần khoảng 58%, trong quý 3/2010 công ty không có dự án bất động sản mới nào hoàn thành và do thị trường tiêu thụ sản phẩm căn hộ cao cấp giai đoạn này gặp khó khăn, nên doanh thu từ hoạt động này sụt giảm mạnh. Đây chính là nguyên nhân dẫn đến doanh thu thuần quý này giảm mạnh so với các quý trước đó. Mức lãi suất đối với việc cho vay mua căn hộ cao cấp đang cao và có thể tiếp diễn, sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến kết quả kinh doanh từ hoạt động này của công ty trong thời gian tới.

Lĩnh vực kinh doanh bất động sản đang mang lại nguồn thu chính của HAG. Hiện nay, Công ty có 20 dự án triển khai trên cả nước, mục tiêu là xây dựng 2,5 triệu m2 sàn kinh doanh. Công ty có lợi thế hơn nhiều công ty khác là đã sở hữu nhiều lô đất tại Hồ Chí Minh, Đà Nẵng... mà HAG đã mua cách đây nhiều năm với giá rẻ, trung bình chưa tới 1,5 triệu/m2. Bên cạnh đó Công ty có quy trình xây dựng khép kín gồm các công ty xây dựng, nguồn gỗ, đá tự sản xuất nên giá thành xây dựng khoảng 5,2 triệu đồng/m2 cho các dự án bán trên 1.000 USD/m2 và 4,6 triệu đồng/m2 cho các dự án có mức giá bán dưới 1.000 m2 thì tỷ lệ lãi gộp của các dự án luôn ở mức cao. Dự kiến trong năm 2010 sẽ có 3 dự án hoàn thành và mang lại doanh thu dự kiến là 1.409 tỷ đồng, lợi nhuận gộp tương ứng 547 tỷ đồng. Ngoài các dự án đã và đang được triển khai, từ nay cho đến hết năm 2013 có khoảng 13 dự án nữa được khởi công. Bên cạnh việc sử dụng phần đất đã có, Công ty đang thực hiện thủ tục mua đất cho 2 dự án khác tại TP. HCM ngoài 20 dự án đã có ở trên.

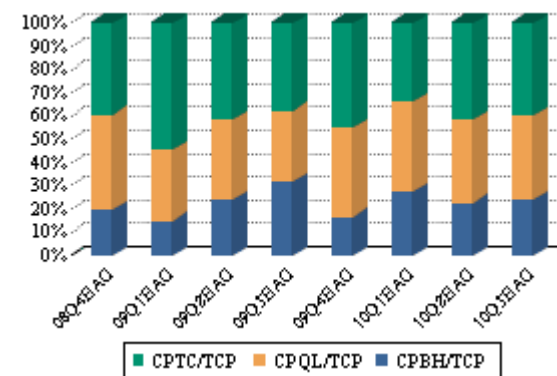
Hiện tại, công ty đã được cấp 17 dự án thủy điện Tây Nguyên, Thanh Hóa và Lào với tổng công suất 420 MW, trong đó 11 dự án đã bắt đầu triển khai, dự kiến có 2 dự án hoàn thành trong năm 2010 với tổng công suất 42 MW, tương đương 257,5 tỷ đồng/năm.

Ngoài ra, công ty đang mở rộng hoạt động kinh doanh sang lĩnh vực khai thác khoáng sản và cây cao su tại Tây Nguyên, Lào, Campuchia... Doanh thu đóng góp từ các lĩnh vực này chưa chiếm tỷ trọng cao nhưng dự kiến đây sẽ là nguồn thu ổn định và quan trọng trong dài hạn của Công ty.

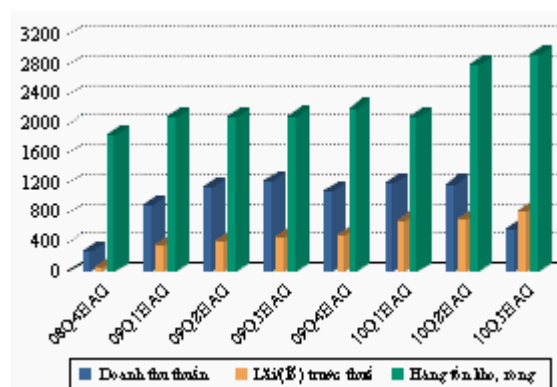
CƠ CẤU LỢI NHUẬN



CƠ CẤU CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG



DT - LNTT - HTK ròng



PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Chỉ số Z hiện tại = 3.42 (Doanh nghiệp an toàn)

Chỉ số Z cho thấy HAG đang ở mức độ an toàn tài chính cao. Các chỉ số về khả năng thanh khoản và cơ cấu vốn, nợ đều ở mức tốt hơn so với mức trung bình ngành.

ROA và ROE cao qua các quý, tạo sức hấp dẫn. EPS của công ty được cải thiện qua các năm và luôn ở mức cao so với các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành.

Công ty sử dụng nhiều nợ vay phải trả lãi (trong đó 54% là vay dài hạn) để tài trợ cho các dự án nên chi phí tài chính chiếm tỷ trọng không nhỏ trong cơ cấu chi phí hoạt động. Điều này cho thấy hoạt động của công ty phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn vay, khi lãi suất cho vay biến động sẽ ảnh hưởng nhiều đến kết quả kinh doanh của Công ty. Bên cạnh đó, các khoản nợ vay ngắn hạn cũng chiếm tỷ trọng không nhỏ trong cơ cấu nợ vay, nếu khoản vay này dùng để đầu tư dài hạn thì nó sẽ ảnh hưởng đến khả năng thanh toán khi các khoản vay đến kỳ đáo hạn.

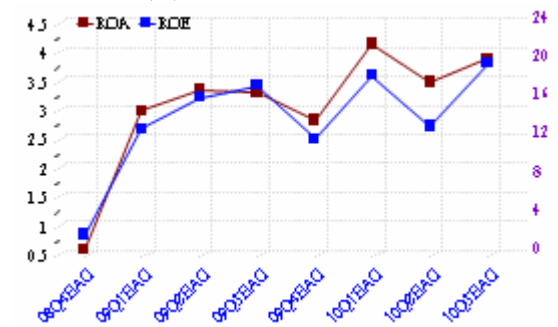
Tháng 8/2010 Công ty đã phát hành 1.100 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi, việc chuyển đổi này sẽ được thực hiện sau 1 năm. Hiện tại, Công ty đang có kế hoạch phát hành thêm 19 triệu cổ phần cho Deutsche Bank. Bên cạnh đó, kế hoạch tái cấu trúc tập đoàn của Công ty trong giai đoạn 2010 – 2012, nhằm sắp xếp Tập đoàn thành công ty mẹ và 5 tổng công ty con (HAG sẽ chỉ nắm 70% số cổ phần tại mỗi tổng công ty con). Như vậy, trong giai đoạn tới, lợi nhuận từ các công ty con mang lại cho HAG sẽ phải chia cho các cổ đông thiểu số khác. Giả sử tốc độ tăng trưởng LNST giai đoạn 2010 – 2011 là 50%/năm, thì đến năm 2012, LNST hợp nhất dự kiến đạt 4.500 tỷ, tương ứng HAG đạt $4.500 \times 70\% = 3.150$ tỷ, với dự kiến lượng cổ phiếu bao gồm cổ phiếu lưu hành hiện tại và từ trái phiếu chuyển đổi, phát hành thêm như đã nêu ở trên thì EPS đạt 7.473 đồng. Mức EPS này so với EPS hiện tại của Công ty cũng như các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành cho thấy sau quá trình tái cấu trúc tập đoàn khả năng sinh lời của Công ty vẫn ở mức tốt.

Sau 9 tháng đầu năm, LNTT của công ty đạt 2.217 tỷ đồng, tương đương với 73,9% kế hoạch năm đặt ra và LNST đạt 1.674,6 tỷ đồng. Dựa trên cơ sở kết quả kinh doanh quý 4 các năm trước, tốc độ tăng trưởng cũng như tình hình thị trường bất động sản cuối năm, dự kiến LNST cả năm của Công ty đạt 2.024,76 tỷ đồng, tương đương EPS kỳ vọng là 6.499 đồng.

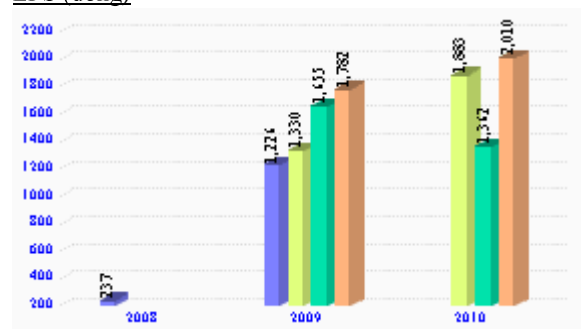
Từ việc dự kiến kết quả kinh doanh năm 2010, mức EPS kỳ vọng, P/E ngành và bằng phương pháp P/E, chúng tôi định mức giá mục tiêu của HAG là 60.300 đồng/CP. Mức giá hiện tại của HAG là 77.000 đồng/CP đã vượt xa mức giá này.

Với những lý do trên, có thể nói HAG là một Công ty có nhiều tiềm năng và cơ hội đầu tư hấp dẫn trong dài hạn. Tuy nhiên, trong thời điểm này mức giá của Công ty đã ở mức quá cao, khả năng sinh lời từ cổ phiếu không hấp dẫn bằng một số cổ phiếu niêm yết cùng ngành khác. Chúng tôi khuyến nghị trong thời điểm này nhà đầu tư ngắn hạn nên bán cổ phiếu HAG để lựa chọn cổ phiếu khác cùng ngành có mức hấp dẫn hơn, còn nhà đầu tư dài hạn có thể xem xét mua vào ở mức giá hợp lý dưới 60.300 đồng.

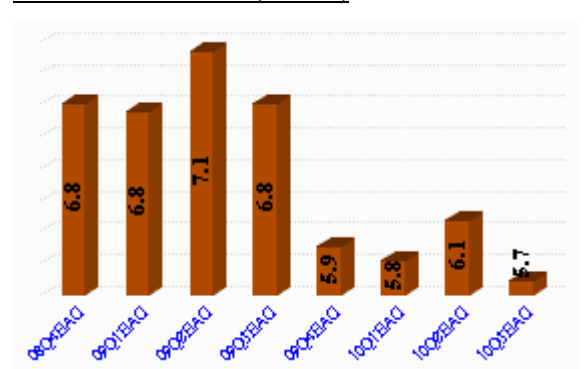
ROA - ROE (%)



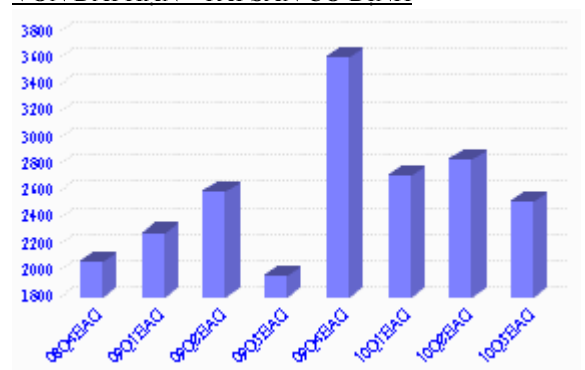
EPS (đồng)



DIỄN BIẾN CHỈ SỐ Z (Altman)



VỐN DÀI HẠN - TÀI SẢN CỐ ĐỊNH



CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH (48 CÔNG TY)
Hoạt động kinh doanh bất động sản

STT	MÃ CK	Giá (đồng)	EPS (đồng)			ROA 4 Quý (lần)	Chỉ số Z tạm tính năm nay	Thặng dư vốn/Cổ phiếu lưu hành	P/E hiện tại
		22/11/2010	2008	2009	4 quý gần nhất				
1	ASM	55.000	4.208	7.671	22.698	0,61	2.70	14.284	2.42
2	RCL	37.300	7.263	22.175	21.093	0,53	3.35	0	2.81
3	NTL	61.500	3.769	32.342	20.574	0,78	5.08	0	3.55
4	HDG	72.000	1.371	10.774	14.874	0,56	3.74	0	5.45
5	D2D	34.000	4.769	5.043	10.240	0,36	1.46	6.502	3.31
6	LCG	25.000	9.958	8.734	7.064	0,21	2.76	6.396	3.98
7	DXG	23.800	854	4.752	7.045	0,43	2.22	219	4.94
8	SJS	48.000	2.972	8.814	7.042	0,35	3.48	2.000	6.81
9	NVN	17.100	0	577	6.914	0,36	2.19	0	2.47
10	HDC	38.400	4.170	8.353	6.784	0,30	2.08	2.483	5.68
11	HAG	77.000	4.256	4.758	6.408	0,32	3.42	6.026	12.33
12	TDH	27.900	8.398	7.895	6.405	0,19	2.49	14.821	4.36
13	TIX	42.800	4.308	4.271	6.316	0,17	2.21	17.529	6.78
14	STL	29.500	2.328	4.822	5.528	0,35	0.61	1.067	6.86
15	SCR	23.600	942	2	5.424	0,26	1.37	0	4.35
16	KAC	25.200	926	1.304	5.232	0,30	3.47	0	4.82
17	DIG	33.100	6.923	8.743	5.205	0,23	3.15	1.458	6.23
18	KDH	36.200	1.352	1.352	4.368	0,23	3.06	7.828	10.70
19	KBC	27.300	2.135	3.401	3.937	0,27	1.84	3.445	8.12
20	BCI	25.700	2.316	3.820	3.936	0,17	1.76	5.950	7.84
21	LGL	16.000	2.165	4.620	3.764	0,20	2.09	1.620	5.69
22	DC2	17.200	2.801	5.311	3.454	0,20	1.74	0	10.46
23	LHG	46.600	0	8.324	3.442	0,16	1.89	0	13.54
24	PPI	21.300	1.979	3.210	3.166	0,13	1.85	0	6.73
25	OCH	22.400	84	194	3.048	0,28	8.97	0	9.80
26	DLG	26.500	25	844	2.995	0,25	2.77	0	8.85
27	SZL	17.900	8.535	4.390	2.978	0,12	1.98	553	6.01
28	HQC	29.700	0	0	2.809	0,28	1.71	0	10.57
29	VIC	73.500	1.050	5.519	2.771	0,22	2.38	2.100	33.51
30	VCR	13.300	269	1.305	2.490	0,21	3.85	0	6.44
31	DTA	12.600	3	250	2.308	0,20	2.46	0	5.46
32	ITC	17.100	3.304	845	2.278	0,07	1.61	13.587	9.65
33	TNT	17.100	118	264	2.144	0,19	6.62	0	7.98
34	HLG	10.700	3.312	2.675	2.111	0,11	1.66	2.316	7.59
35	UIC	16.100	2.119	2.221	2.041	0,12	2.44	2.025	7.89
36	DRH	11.500	15	1.024	1.981	0,16	3.95	0	7.08
37	TIG	18.600	0	373	1.928	0,19	4.61	0	9.65
38	ITA	13.300	2.244	2.084	1.907	0,11	2.12	6.946	8.03
39	DC4	11.700	5.081	3.696	1.743	0,11	1.39	835	8.29
40	PIV	13.700	0	0	1.170	0,10	1.38	0	11.71
41	PVL	12.600	490	1.090	1.105	0,10	1.81	0	11.40
42	PTL	10.800	310	136	965	0,09	5.00	0	11.20
43	NVT	11.900	1.860	153	955	0,09	2.91	0	13.58
44	IDJ	10.300	424	7.049	894	0,08	0.70	0	11.51
45	UDC	13.600	1.980	488	558	0,06	0.98	0	24.39
46	API	10.200	-3.754	231	317	0,04	0.02	0	32.13
47	DLR	14.900	639	1.290	236	0,02	1.59	0	63.06
48	PFL	11.900	173	386	0	0,00	0.00		0.00

Ghi chú:

Nợ / Tổng tài sản: được tính tại thời điểm cuối quý.

Thặng dư vốn: Được tính tại thời điểm cuối quý.

Cổ phiếu lưu hành: Được tính bình quân 4 quý gần nhất.

$Z > 2.6$: Doanh nghiệp nằm trong vùng an toàn; $1.2 < Z < 2.6$: Doanh nghiệp nằm trong vùng cảnh báo về rủi ro tài chính; $Z < 1.2$:

Báo động về rủi ro tài chính

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi TSS dựa vào các nguồn thông tin mà TSS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích TSS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

Mọi ý kiến phản hồi gọi về số (84-4). 37711666 (số lẻ: 148)

Webside: www.tss.com.vn