

20.01.2011  
HOSE – Vietnam  
Real Estate

## Overweight

Price (2011/01/20): VND 55,000  
Target Price: VND 66,000

Tu Cao Anh  
(+84-8) 5413-5479  
[Anhthu@phs.vn](mailto:Anhthu@phs.vn)

### Key Data

|                     |                         |
|---------------------|-------------------------|
| Chartered capital   | VND 4,670 bil           |
| Outstanding shares  | 467 mil                 |
| 52-week price range | VND 55.000 ~ VND 89.500 |
| Market cap          | VND 25,685 bil          |
| Total assets 2009   | VND 15,943 bil          |
| Net Value 2009      | VND 7,233 bil           |
| (QFII) Total Room   | 229 mil                 |
| (QFII) Current Room | 64 mil                  |
| Foreign Holding     | 35.34%                  |
| EPS 2010E           | VND 6,549               |
| P/E                 | 14.12                   |
| P/B                 | 2.26                    |
| Dividend            | -                       |
| Dividend Yield      | -                       |
| ROE 2010E(%)        | 31.72%                  |
| ROA 2010E(%)        | 14.32%                  |

*\*The holding cap for foreign strategic investors is 49%. For banking sector the cap is 30%.*

## Cơ hội đầu tư dài hạn

-HAG là một thương hiệu nổi tiếng ở Việt Nam và một số nước Đông Nam Á. Tập đoàn được thành lập năm 1993 tại Gia Lai để chế biến và sản xuất gỗ. Vào tháng 12/2008, HAG chính thức niêm yết trên Hose.

- Về cơ cấu cổ đông: tính đến gần cuối năm 2010, cổ đông quản lý chiếm 56,6% tổng số lượng cổ phần. Cổ đông nước ngoài tính đến 20/01/2010 là 35,34%.

-Chiến lược phát triển của tập đoàn được thiết lập dựa trên những lợi thế về tài nguyên thiên nhiên. Những ưu tiên phát triển là (1) Trồng, khai thác và chế biến cao su 51.000 ha tại Tây Nguyên, Lào và Campuchia; (2) Khai thác và chế biến khoáng sản 60 triệu tấn quặng sắt; (3) Khai thác lợi thế cạnh tranh trong ngành bất động sản với công suất 2.000 căn hộ/năm; (4) Xây dựng và kinh doanh thủy điện công suất 420MW. Các ngành nghề truyền thống như đồ gỗ, đá granite và xây dựng sẽ tạo lợi thế cạnh tranh cho ngành bất động sản.

- Hoạt động trồng cây cao su: HAG sở hữu 51.000 ha đất trồng cao su tại Việt Nam, Lào và Campuchia. Tập đoàn dự kiến sẽ bắt đầu khai thác vào năm 2012 với công suất thu hoạch khoảng 127.500 tấn/ năm.

- Hoạt động khai thác và chế biến khoáng sản: HAG sở hữu các mỏ sắt với trữ lượng 60 triệu tấn tại Tây Nguyên, Thanh Hóa, Lào và Campuchia. Hoạt động khai thác khoáng sản sẽ cho nguồn thu vào năm 2011 khi mà hạn ngạch xuất khẩu quặng sắt được duyệt. Một nguồn thu lớn từ hoạt động này sẽ được đóng góp vào lợi nhuận 2011.

- Ngành bất động sản: Lợi nhuận của ngành bất động sản từ năm 2010 đến năm 2016 sẽ ổn định trong khoảng 1.500 đến 1.700 tỷ đồng/năm.

- Ngành thủy điện: HAG sở hữu 17 dự án với tổng công suất 420 MW tại Tây Nguyên, Thanh Hóa và Lào. Tổng công suất điện sau khi hoàn thành 17 dự án trên sẽ đạt mức khoảng 1,92 tỷ KWh. Doanh thu hàng năm dự kiến là 1,344 tỷ đồng.

-Trong năm 2010 và tháng 01/2011, HAG tăng vốn điều lệ từ 2.704 tỷ đồng lên thành 4.673 tỷ đồng.

-Doanh thu thuần của HAG 3Q-2010 là 3.081 tỷ đồng, giảm 6% so với cùng kỳ năm 2009. Trong đó, doanh thu căn hộ là 1.973 tỷ đồng, chiếm 58% tổng doanh thu và đã suy giảm đến 30% so với cùng kỳ 2009.

-Doanh thu tài chính Q3-2010 tăng mạnh do công ty hạch toán việc bán 11,75% vốn cổ phần của tổng công ty cổ phần xây dựng và phát triển Nhà Hoàng Anh

- HAG đã chứng tỏ được hiệu quả hoạt động khi hầu hết các hoạt động đều có tỷ suất lợi nhuận gộp biên trên 40%. Và tỷ suất lợi nhuận ròng biên 3Q-2010 đạt mức cao với giá trị là 48%.

-Chúng tôi điều chỉnh tăng kỳ vọng so với báo cáo trước đó rằng lợi nhuận 2010 đạt khoảng 2.040 tỷ đồng và năm 2011 là 2.795 tỷ đồng. Vì vậy, EPS2011 ước đạt 5.985 đồng và giá mục tiêu của HAG sẽ vào khoảng 66.000 đồng/cp, tương ứng với P/E vào khoảng 11x.

### Financial Abstract:

| Year  | Revenue (VND bil) | (%)  | Net Profit (VND bil) | (%)  | Outstanding Shares (mil) | EPS (VND) | P/E (x) | ROE | ROA |
|-------|-------------------|------|----------------------|------|--------------------------|-----------|---------|-----|-----|
| 2007  | 1,588             | 207% | 600                  | 633% | 120                      | 5,000     | 11.00   | 31% | 19% |
| 2008  | 1,881             | 18%  | 700                  | 17%  | 180                      | 3,895     | 14.12   | 20% | 9%  |
| 2009  | 4,365             | 132% | 1,189                | 70%  | 270                      | 4,396     | 12.51   | 28% | 11% |
| 2010E | 4,500             | 3%   | 2,040                | 72%  | 312                      | 6,549     | 8.40    | 32% | 14% |
| 2011E | 5,850             | 30%  | 2,795                | 37%  | 467                      | 5,985     | 9.19    | 29% | 15% |

Source: Phu Hung Security

**Thông tin chung**  
**Quá trình phát triển**

-Năm 1993, HAG được thành lập tại Gia Lai để chế biến và sản xuất gỗ. Tiền thân là xí nghiệp tự doanh Hoàng Anh.  
 -Năm 2006, xí nghiệp được chuyển đổi thành công ty cổ phần với tên gọi là công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai.  
 -Tháng 12/2008, HAG chính thức niêm yết trên Hose.

**Ngành nghề kinh doanh**

-Xây dựng và kinh doanh căn hộ cao cấp và văn phòng cho thuê.  
 -Trồng, khai thác và chế biến các sản phẩm từ cây cao su.  
 -Đầu tư, xây dựng và khai thác thủy điện.  
 -Khai thác và chế biến khoáng sản.  
 -Sản xuất, phân phối đồ gỗ, đá granite.  
 -Các hoạt động hỗ trợ khác.

**Thành phần cổ đông**

Tính đến gần cuối năm 2010, cổ đông quản lý chiếm 56,6% tổng số lượng cổ phần. Cổ đông nước ngoài tính đến 20/01/2010 là 35,34%.

**Quá trình tăng vốn giai đoạn 2006-2009**

Giai đoạn 2006-2009, HAG tăng vốn điều lệ 5 lần, từ 289 tỉ đồng lên 2.705 tỉ đồng. Như vậy chỉ trong vòng 3 năm, vốn của HAG năm 2009 đã tương đương 9,3 lần năm 2006.

**Chiến lược đầu tư ngành nghề 2010-2012**

Chiến lược phát triển của tập đoàn được thiết lập dựa trên những lợi thế về tài nguyên thiên nhiên. Và theo báo cáo của HAG, trong ngắn hạn thì nguồn lực sẽ tập trung vào bất động sản và sản xuất, phân phối đồ gỗ. Và nguồn thu này sẽ được dùng để tài trợ cho những ngành nghề mới và tiềm năng.

Những ưu tiên phát triển là (1) Trồng, khai thác và chế biến cao su 51.000 ha tại Tây Nguyên, Lào và Campuchia; (2) Khai thác và chế biến khoáng sản 60 triệu tấn quặng sắt; (3) Khai thác lợi thế cạnh tranh trong ngành bất động sản với công suất 2.000 căn hộ/năm; (4) Xây dựng và kinh doanh thủy điện công suất 420MW. Các ngành nghề truyền thống như đồ gỗ, đá granite và xây dựng sẽ tạo lợi thế cạnh tranh cho ngành bất động sản.

**Hoạt động trồng cây cao su**

HAG sở hữu 51.000 ha đất trồng cao su tại Việt Nam, Lào và Campuchia. Các công ty con gồm Hoàng Anh Attapeu (Lào), Hoàng Anh Phu Vông (Lào), Hoàng Anh Quang Minh (Lào), Hoàng Anh Ayadao (Campuchia), công ty trồng rừng công nghiệp Gia Lai (Việt Nam), Hoàng Anh Đắk Lắk (Việt Nam).

Theo báo cáo ngày 23/12/2010, tổng diện tích đã trồng được là 24.000ha. Năm 2011, HAG dự kiến trồng 13.000ha. Năm 2012, HAG sẽ trồng xong và khai thác 51.000ha.

HAG dự kiến sẽ bắt đầu khai thác vào năm 2012 với công suất thu hoạch khoảng 127.500 tấn/ năm. Nếu giá bán dự kiến là 3.000USD/tấn thì doanh thu mỗi năm vào khoảng 382,5 triệu USD. Chi phí trồng mới và chăm sóc dự kiến là: năm 2010: 55 triệu USD; năm 2011: 40 triệu USD; năm 2012: 52 triệu USD; năm 2013: 25 triệu USD; năm 2014: 21 triệu USD; Các năm còn lại: 32 triệu USD.

**Bảng 1: Kế hoạch trồng cây cao su**

| Địa điểm         | Diện tích (ha) | Năm 2009      | Năm 2010      | Kế hoạch 2011-2012 |
|------------------|----------------|---------------|---------------|--------------------|
| 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             |
| <b>Tổng cộng</b> | <b>51.000</b>  | <b>12.000</b> | <b>12.000</b> | <b>27.000</b>      |
| Nguồn: HAG       |                |               |               |                    |

**Hoạt động khai thác và chế biến khoáng sản**

HAG sở hữu các mỏ sắt với trữ lượng 60 triệu tấn tại Tây Nguyên, Thanh Hóa, Lào và Campuchia. Trong đó, mỏ sắt ở Lào có trữ lượng 20 triệu tấn, Campuchia khoảng 30 triệu tấn và Việt Nam là 10 triệu tấn. Các công ty con gồm Hoàng Anh SêKông (Lào), Toàn Cầu (Lào), Hoàng Anh Rattanakiri (Campuchia), Khoáng sản Gia Lai (VN), Khoáng sản Thanh Hóa (VN), Khoáng sản Kontum (VN).

Hiện HAG đang khai thác và chế biến quặng sắt tại mỏ ở Gia Lai. Tổng cộng là 5 dây chuyền với công suất 50.000 tấn/năm/dây chuyền. HAG có kế hoạch khai thác mỏ Sa Thầy ở Kontum, mỏ SêKông (Lào), mỏ Rattanakiri trong năm 2011.

Hoạt động khai thác khoáng sản sẽ cho nguồn thu vào năm 2011 khi mà hạn ngạch xuất khẩu quặng sắt được duyệt. Một nguồn thu lớn từ hoạt động này sẽ được đóng góp vào lợi nhuận 2011. Bởi lẽ, năm 2010, HAG đã khai thác 0,4 triệu tấn quặng sắt và dự kiến năm 2011 là 1 triệu tấn. Và giả định mức giá là 120 USD/tấn thì doanh thu từ hoạt động này được ghi nhận 2011 là 168 triệu USD.

**Bảng 2: Kế hoạch trồng cây cao su**

| Địa điểm   | Năm 2010 | Năm 2011 | Năm 2012 |
|--|----------|----------|----------|
| Khai thác và chế biến (tấn)                            | 0,4      | 1,0      | 1,5      |
| Doanh thu (triệu USD) với giá định giá bán 120 USD/tấn | 48       | 120      | 180      |

Nguồn: HAG

**Ngành bất động sản**

HAG có lợi thế hơn nhiều công ty khác từ việc sở hữu nhiều lô đất tại TP.HCM, Đà Nẵng, Gia Lai, Đắk Lắk, Cần Thơ đã được mua cách đây nhiều năm với giá rất rẻ, tổng diện tích đất là 430.000 m2 gồm 26 dự án. Quỹ đất này đã hoàn tất thủ tục pháp lý và sẵn sàng cho việc thi công. Mục tiêu HAG là xây dựng 2,5 triệu m2 sàn kinh doanh và đến năm 2012 thì tất cả các dự án đều được khởi công.

Lợi thế thứ hai trong mảng kinh doanh bất động sản là kinh nghiệm quản lý chi phí xây dựng tốt và quy trình xây dựng khép kín gồm các công ty xây dựng, nguồn gỗ, đá tự sản xuất.

Theo chiến lược kinh doanh của HAG thì tập đoàn sẽ đưa ra thị trường khoảng 2.000 căn hộ / năm. Và lợi nhuận của ngành bất động sản từ năm 2010 đến năm 2016 sẽ ổn định trong khoảng 1.500 đến 1.700 tỷ đồng/năm.

**Ngành thủy điện**

HAG sở hữu 17 dự án với tổng công suất 420 MW tại Tây Nguyên, Thanh Hóa và Lào. Tổng vốn đầu tư vào khoảng 6.300 tỷ đồng, tương ứng với suất đầu tư bình quân là 15 tỷ đồng/MW.

Theo báo cáo của HAG, dự án Đắk Srông 2 đã phát điện cuối tháng 10/2010; dự án Đắk Srông 2A đang lắp đặt và dự kiến chạy thử giữa tháng 02/2011; dự án Bá thước 2 và Bá thước 1 và Đắk Srông 3B đang thi công; các dự án khác được khởi công trong năm 2011.

Doanh thu hoạt động thủy điện sẽ được ghi nhận vào năm 2011. Ngoài ra, tổng công suất điện sau khi hoàn thành 17 dự án trên sẽ đạt mức khoảng 1,92 tỷ KWh. Doanh thu hàng năm dự kiến là 1,344 tỷ đồng.

**Bảng 3: Chi phí đầu tư thủy điện**

|                            | Năm 2010 | Năm 2011 | Năm 2012 |
|----------------------------|----------|----------|----------|
| Chi phí đầu tư (triệu USD) | 58       | 120      | 137      |

Nguồn: HAG

**Hoạt động sản xuất và kinh doanh đồ gỗ, đá granite**

Đây là ngành truyền thống và lâu đời của HAG với nhiều mỏ đá granite tại Gia Lai và nguồn gỗ tại Nam Lào với khoảng 300.000 m<sup>2</sup> gỗ tròn. Ngoài việc xuất khẩu và tiêu thụ trong nước thì đây cũng là ngành cùng với ngành xây dựng tạo ra lợi thế cạnh tranh cho ngành bất động sản.

**Quá trình tái cấu trúc tập đoàn 2010**

**Kế hoạch IPO**

-HAG sẽ tiến hành qua hai bước: (1) bán 10% cho nhà đầu tư chiến lược, (2) bán đầu giá thêm khoảng 20% ra công chúng và thực hiện niêm yết.  
-Ngành bất động sản đã bán 23,5 triệu cổ phần (11,75%) cho nhà đầu tư chiến lược trong tháng 7/2010, dự kiến IPO vào Q1/2011 và niêm yết Q2/2011.  
-Kế hoạch các ngành còn lại gồm khoáng sản thực hiện trong năm 2011-2012, ngành thủy điện (2012-2013) và ngành cao su (2013-2014).

**Ngành bất động sản**

Là ngành tiến hành IPO sớm nhất. Vốn điều lệ của Tổng công ty bất động sản tại thời điểm tái cấu trúc là 2.000 tỷ đồng.  
Theo báo cáo của HAG, bất động sản đóng góp trên 70% doanh thu và lợi nhuận của cả Tập đoàn từ năm 2006. Mục tiêu là xây dựng 2,5 triệu m<sup>2</sup> sàn kinh doanh. Các dự án lớn của HAG nằm chủ yếu ở 2 thành phố lớn là TPHCM và Đà Nẵng.  
Kế hoạch lợi nhuận sau thuế 2010 là 1.317 tỷ đồng, năm 2011 là 1.730 tỷ đồng, năm 2012 là 2.227 tỷ đồng và năm 2013 là 2.889 tỷ đồng

**Đánh giá**

-Việc tái cấu trúc sẽ tạo sự linh hoạt trong việc huy động vốn, tránh pha loãng cổ phiếu của tập đoàn.  
-Tối ưu hóa các lãnh vực hoạt động của Tập đoàn.  
-Tập trung ưu tiên vào phát triển cao su, khoáng sản và thủy điện. Tuy nhiên, dòng tiền trong ngắn hạn của tập đoàn chiếm phần lớn sẽ vẫn từ kinh doanh bất động sản.

**Quá trình tăng vốn năm 2010-01/2011**

Ngày 14/05/2010, tăng vốn điều lệ từ 2.704 tỷ đồng lên 2.925 tỷ đồng từ việc chuyển đổi trái phiếu, số lượng là 1,45 triệu trái phiếu; mệnh giá: 1 triệu đồng/trái phiếu; phát hành tháng 10/2009; giá chuyển đổi: 65.744 đồng/cp; số lượng cổ phiếu niêm yết thêm là 22 triệu cp.

Ngày 19/08/2010, phát hành trái phiếu chuyển đổi cho Northbrooks Investment là đơn vị trực thuộc tập đoàn Temasek, số lượng: 1,1 triệu trái phiếu; mệnh giá: 1 triệu đồng/tp; kỳ hạn 1 năm; giá chuyển đổi: 67.375 đồng/cp; lãi suất: (1) thực hiện chuyển đổi: lãi suất 0%, (2) không thực hiện chuyển đổi: lãi suất tiền gửi cá nhân kỳ hạn 1 năm cộng với 3%.

Ngày 20/12/2010, chào bán cổ phần cho đối tác chiến lược Deutsche Bank Trust Company Americas và công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn; số lượng: 19 triệu cổ phần; giá chào bán: 72.000 đồng/cp; Vốn điều lệ tăng từ 2.925 tỷ đồng lên 3.115 tỷ đồng.

Ngày 19/01/2011 là ngày giao dịch không hưởng quyền thưởng cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu: tỷ lệ 2:1; nguồn vốn thực hiện: 60% từ lợi nhuận chưa phân phối tại thời điểm ngày 31/12/2009 và 40% từ nguồn thặng dư vốn cổ phần; dự kiến tăng vốn từ mức 3.115 tỷ đồng lên thành 4.673 tỷ đồng.

**Phát hành trái phiếu quốc tế đã được thông qua tại đại hội cổ đông bất thường ngày 23/12/2010**

**Mục đích phát hành**

Vốn huy động sẽ được sử dụng vào các mục đích sau:  
-Trồng mới và chăm sóc 15.000ha cao su tại Campuchia  
-Trồng mới và chăm sóc 25.000ha cao su tại Lào  
-Trồng mới và chăm sóc 11.000ha cao su tại Việt Nam  
-Xây dựng nhà máy thủy điện Nậm Kông 2 và Nậm Kông 3 tại Lào

- Xây dựng nhà máy thủy điện Đắc Srông 3A, Đắc Srông 3B, Bá thước 2, Bá Thước 1 tại Việt Nam.
- Trang trải chi phí hoạt động của Tập đoàn.

### Mô tả trái phiếu

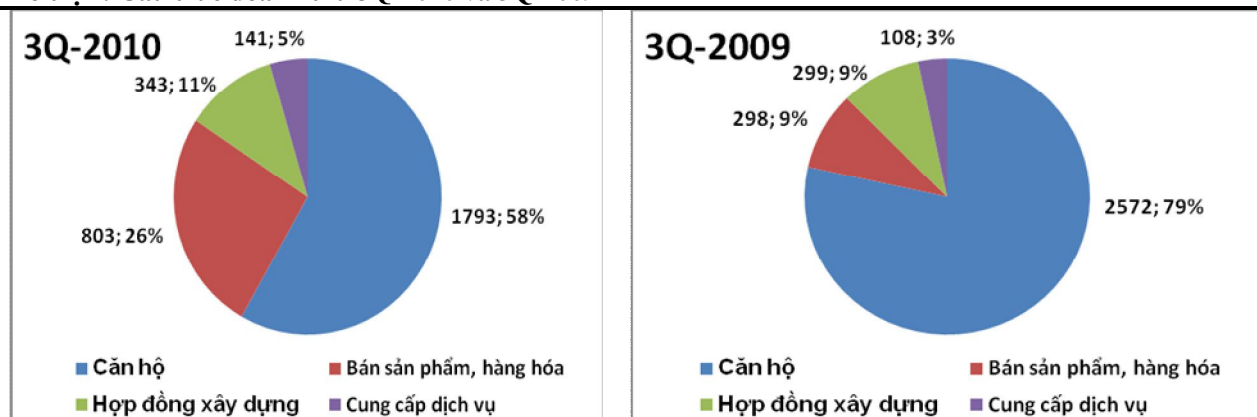
- Tổng giá trị phát hành: 200 triệu USD.
- Hình thức: trái phiếu.
- Thời hạn: 5 năm.
- Ngày dự kiến thực hiện giao dịch: đầu năm 2011 và phụ thuộc vào thị trường.
- Quyền mua lại trái phiếu: HAG có quyền mua lại trái phiếu sau 3 năm kể từ ngày phát hành
- Loại lãi suất: cố định
- Luật điều chỉnh: luật New York
- Niêm yết: sở giao dịch chứng khoán Singapore.

### Kết quả hoạt động 3Q-2010

**Doanh thu căn hộ 3Q-2010 giảm 30% so với cùng kỳ 2009**

Tính đến hết Q3-2010, doanh thu thuần của HAG 3 quý là 3.081 tỷ đồng, giảm 6% so với cùng kỳ năm 2009. Trong đó, doanh thu căn hộ là 1.973 tỷ đồng, chiếm 58% tổng doanh thu và đã suy giảm đến 30% so với cùng kỳ 2009. Đã có sự thay đổi đáng kể so với năm 2009 khi mà doanh thu của hoạt động căn hộ 3Q-2009 chiếm đến 78% tổng doanh thu. Hoạt động bán sản phẩm, hàng hóa có giá trị doanh thu đạt 803 tỷ đồng, chiếm 26%. Doanh số của hoạt động này có tính đến việc hạch toán 15.000 m2 đất của dự án Bình Hiên trị giá 396 tỷ đồng. Và hoạt động xây dựng và cung cấp hàng hóa đạt 343 tỷ đồng doanh thu, chiếm 16%.

**Đồ thị 1: Cấu trúc doanh thu 3Q-2010 và 3Q-2009**



Nguồn: HAG

**Tỷ suất lợi nhuận gộp biên 3Q-2010 của hoạt động xây dựng đạt mức 50%**

Tỷ suất lợi nhuận gộp biên 3Q-2010 của hoạt động xây dựng đạt mức rất cao với giá trị là 50%. Tỷ suất này đã không thay đổi so với cùng kỳ năm 2009. Như đã phân tích ở trên, HAG có lợi thế hơn nhiều công ty khác từ việc sở hữu nhiều lô đất tại TP.HCM, Đà Nẵng, Gia Lai, Đắc Lắc, Cần Thơ đã được mua cách đây nhiều năm với giá rất rẻ. Ngoài ra, HAG còn có nhiều kinh nghiệm quản lý chi phí xây dựng tốt và quy trình xây dựng khép kín gồm các công ty xây dựng, nguồn gỗ, đá tự sản xuất.

**HAG đã chứng tỏ được hiệu quả hoạt động khi hầu hết các hoạt động đều có tỷ suất lợi nhuận gộp biên trên 40%**

Nếu như hoạt động kinh doanh bất động sản có tỷ suất lợi nhuận gộp biên là 50% thì các hoạt động còn lại của HAG cũng đã chứng minh được tính hiệu quả trong hoạt động. Tính đến hết Q3-2010, tỷ suất của hoạt động bán sản phẩm, hàng hóa là 44%; hoạt động xây dựng là 57% và hoạt động cung cấp dịch vụ là 44%. Điều đó đã chứng minh được tính hiệu quả và lợi thế của HAG trong những mảng kinh doanh đã được xác lập từ trước là bất động sản, sản xuất gỗ đá và xây dựng.



**Doanh thu tài chính Q3-2010 tăng mạnh do công ty hạch toán việc bán 11,75% vốn cổ phần của tổng công ty cổ phần xây dựng và phát triển Nhà Hoàng Anh**

Theo báo cáo của HAG thì tập đoàn đã bán 23,5 triệu cổ phần, tương đương 11,75% vốn cổ phần của tổng công ty cổ phần xây dựng và phát triển Nhà Hoàng Anh cho nhà đầu tư chiến lược trong tháng 7/2010, với giá 50.000 đồng/cp. Điều này đã giải thích cho việc doanh thu tài chính Q3-2010 tăng gấp 2 lần so với Q2-2010 và tăng 63 lần so với Q3-2009. Tổng doanh thu tài chính tính đến hết Q3-2010 đạt 724 tỷ đồng. Trong đó, phần lớn đến từ khoản thu nhập từ thanh lý khoản đầu tư với giá trị là 691 tỷ đồng. Chính vì vậy, lợi nhuận từ hoạt động tài chính 3Q-2010 đạt giá trị trên 1.000 tỷ đồng, tăng hơn 15 lần so với cùng kỳ 2009.

**Tỷ suất lợi nhuận ròng biên 3Q-2010 đạt mức cao với giá trị là 48%**

Lợi nhuận ròng 3 quý 2010 đạt giá trị gần 1.500 tỷ đồng, tăng 74% so với cùng kỳ năm 2009. Giá trị này tương ứng với 70% kế hoạch lợi nhuận đã được thiết lập đầu năm 2010. Tỷ suất lợi nhuận ròng biên 3Q-2010 đạt mức cao với giá trị là 48%

**Tỷ lệ nợ trên tài sản là 50%**

Tỷ lệ nợ trên tài sản là 50% nhưng khoản vay dài hạn cũng chiếm tỷ trọng đáng kể khi chiếm tới 78% nợ ngắn hạn. Tổng hai khoản nợ vay ngắn và dài hạn là 5.100 tỷ đồng, chiếm 32% tổng tài sản. Trong đó, khoản vay ngắn hạn gồm 1.100 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi, vay ngắn hạn ngân hàng là 1.251 tỷ đồng và nợ vay dài hạn đến hạn trả là 138 tỷ đồng. Khoản vay dài hạn gồm hai khoản chính là trái phiếu thường 900 tỷ đồng, vay dài hạn ngân hàng 1.973 tỷ đồng.

**Điểm mạnh**

- Thương hiệu HAG là thương hiệu nổi tiếng tại Việt Nam và một số nước Đông Nam Á
- Kinh nghiệm của đội ngũ quản lý.
- Chi phí đầu tư cho hoạt động bất động sản ở mức thấp do lợi thế về quỹ đất giá rẻ và quy trình xây dựng khép kín gồm các công ty xây dựng, nguồn gỗ, đá tự sản xuất.
- Những lợi thế về đất trồng cao su, khai thác khoáng sản và thủy điện.

**Điểm yếu**

- Việc đầu tư đa ngành với quy mô lớn đòi hỏi nguồn vốn lớn.

**Cơ hội**

- Thị trường bất động sản sẽ khởi sắc trở lại vì nhu cầu về nhà ở tại các thành phố lớn mà HAG đầu tư là rất lớn. Ngoài ra, còn nhiều yếu tố hỗ trợ khác như Việt Nam có tốc độ tăng trưởng GDP cao và đang trong giai đoạn phát triển cơ sở hạ tầng. Và tốc độ đô thị hóa cao với các đề án quy hoạch chi tiết, tốc độ tăng dân số thành thị ở mức 2,04%/năm và lực lượng dân số trẻ chiếm đa số với tỷ lệ chiếm khoảng 60% chính là động lực cho tăng trưởng phân khúc nhà ở.
- Các mảng hoạt động khoáng sản, thủy điện sẽ đóng góp doanh số năm 2011 và cao su vào năm 2012.

**Thách thức**

- Tác động nặng nề của các chính sách vĩ mô đến thị trường bất động sản mà biểu hiện rõ ràng nhất là năm 2010 với nghị định 69, nghị định 71 và thông tư 13 tác động đến các doanh nghiệp kinh doanh và nhà đầu tư. Ngoài ra, việc cạnh tranh gay gắt giữa các doanh nghiệp trong ngành sẽ tác động đến lợi nhuận của doanh nghiệp.
- Phụ thuộc vào chính sách khai thác khoáng sản của Chính phủ.
- Sẽ cần có thời gian để có thể tiến đến việc hình thành giá điện theo cơ chế thị trường cũng như việc thương thảo về giá điện giữa HAG và EVN.
- Lãi suất cho vay tiếp tục giữ ở mức cao tác động đến chi phí vốn của doanh nghiệp.

**Định giá**

Chúng tôi điều chỉnh tăng kỳ vọng so với báo cáo trước đó rằng lợi nhuận 2010 đạt khoảng 2.040 tỷ đồng và năm 2011 là 2.795 tỷ đồng. Vì vậy, EPS2011 ước đạt 5.985 đồng và giá mục tiêu của HAG sẽ vào khoảng 66.000 đồng/cp, tương ứng với P/E vào khoảng 11x.

## ■ Financial Statements

### P&L Statement

| Unit: VND mil                           | 2007             | 2008             | 2009             | 3Q-2010          |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Net sales</b>                        | <b>1,588,031</b> | <b>1,880,744</b> | <b>4,365,309</b> | <b>3,080,820</b> |
| Cost of goods sold                      | 991,086          | 990,632          | 2,358,547        | 1,579,888        |
| <b>Gross profit</b>                     | <b>596,945</b>   | <b>890,113</b>   | <b>2,006,762</b> | <b>1,500,930</b> |
| Financial income                        | 409,346          | 438,619          | 199,382          | 1,084,130        |
| Financial expense                       | 52,558           | 95,798           | 213,431          | 140,840          |
| In which: Interest expense              | 49,801           | 88,501           | (207,444)        | 134,874          |
| Selling expenses                        | 39,150           | 75,252           | (108,523)        | 91,042           |
| General and administration expenses     | 50,018           | 125,209          | 162,416          | 135,834          |
| <b>Profit from operating activities</b> | <b>864,565</b>   | <b>1,032,472</b> | <b>1,721,773</b> | <b>2,217,345</b> |
| Other income                            | 29,463           | 12,718           | 48,462           | 60,034           |
| Other expenses                          | 24,314           | 39,032           | 26,731           | 60,325           |
| <b>Profit from other activities</b>     | <b>5,149</b>     | <b>(26,314)</b>  | <b>21,731</b>    | <b>(290)</b>     |
| <b>Profit before tax</b>                | <b>869,714</b>   | <b>1,006,158</b> | <b>1,743,504</b> | <b>2,217,055</b> |
| Income tax expense - current            | 83,814           | 240,815          | 137,652          | 316,394          |
| Income tax benefit - deferred           | -                | -                | 318,954          | 225,966          |
| Minority Interest                       | 22,560           | 65,038           | 98,045           | 182,049          |
| <b>Profit after tax</b>                 | <b>599,784</b>   | <b>700,305</b>   | <b>1,188,853</b> | <b>1,492,646</b> |

### Balance Sheet

|                                     | 2007             | 2008             | 2009              | 3Q-2010           |
|-------------------------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| <b>A. Current Assets</b>            | <b>4,011,681</b> | <b>4,524,793</b> | <b>7,403,555</b>  | <b>9,162,580</b>  |
| Cash and cash equivalents           | 1,290,908        | 531,085          | 1,944,229         | 2,192,592         |
| Short - term investments            | 115,203          | -                | 157,571           | 81,783            |
| Account receivable                  | 1,117,126        | 1,984,810        | 2,956,114         | 3,705,044         |
| Inventories                         | 1,370,091        | 1,852,154        | 2,213,151         | 2,942,588         |
| Others                              | 118,353          | 156,743          | 132,490           | 240,573           |
| <b>B. Non-Current assets</b>        | <b>2,323,140</b> | <b>4,346,768</b> | <b>4,792,656</b>  | <b>6,780,337</b>  |
| Long-term receivables               | 1,800            | -                | -                 | -                 |
| <b>Fixed assets</b>                 | <b>705,583</b>   | <b>1,870,421</b> | <b>2,517,309</b>  | <b>3,854,268</b>  |
| - Tangible Fix Assets               | 551,494          | 613,168          | 671,689           | 817,724           |
| - Finance Lease T.F.A               | -                | -                | -                 | 7,552             |
| - Intangible Fix Assets             | 71,329           | 111,884          | 94,464            | 114,363           |
| - Construction in progress          | 82,760           | 1,145,369        | 1,751,157         | 2,914,629         |
| Long-term financial investment      | 1,306,447        | 2,090,737        | 2,061,446         | 2,717,321         |
| Other non-current assets            | 309,310          | 385,609          | 213,901           | 208,748           |
| <b>Total asset</b>                  | <b>6,334,821</b> | <b>8,871,560</b> | <b>12,196,211</b> | <b>15,942,917</b> |
| <b>A. Liabilities</b>               | <b>2,700,106</b> | <b>4,672,354</b> | <b>7,068,557</b>  | <b>7,891,893</b>  |
| Current liabilities                 | 1,776,243        | 2,535,178        | 4,294,842         | 4,443,688         |
| Long-term liabilities               | 923,863          | 2,137,176        | 2,773,714         | 3,448,206         |
| <b>B. Shareholder's Equity</b>      | <b>3,402,401</b> | <b>3,747,497</b> | <b>4,711,500</b>  | <b>7,233,006</b>  |
| Capital sources and fund            | 3,389,054        | 3,728,928        | 4,694,915         | 7,182,183         |
| Expenditures and Other Funds        | 13,347           | 18,569           | 16,585            | 50,823            |
| <b>Minority shareholders Equity</b> | <b>232,314</b>   | <b>451,709</b>   | <b>416,154</b>    | <b>868,840</b>    |
| <b>Total resource</b>               | <b>6,334,821</b> | <b>8,871,560</b> | <b>12,196,211</b> | <b>15,942,917</b> |

### Ratio Analysis

|                                | 2007   | 2008   | 2009   | 3Q-2010 |
|--------------------------------|--------|--------|--------|---------|
| Operating margin               | 54%    | 55%    | 39%    | 72%     |
| Net profit margin              | 38%    | 37%    | 27%    | 48%     |
| EPS growth                     | 136.7% | -22.1% | 12.9%  | 49%     |
| Current payment ratio          | 2.26   | 1.78   | 1.72   | 2.06    |
| Quick payment ratio            | 1.49   | 1.05   | 1.21   | 1.40    |
| Cash payment ratio             | 0.79   | 0.21   | 0.49   | 0.49    |
| Inventory turnover             | 1.8    | 1.2    | 2.1    | 1.4     |
| Receivables turnover ratio     | 7.5    | 3.6    | 3.6    | 1.2     |
| Debt/Equity                    | 79.4%  | 124.7% | 150.0% | 50%     |
| Long-term Debt/Short-term Debt | 52.0%  | 84.3%  | 64.6%  | 78%     |

Source: Phu Hung Security

---

### Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

---

### Định nghĩa xếp loại

**Overweight (OW)** = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

**Neutral (N)** = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10% ~ -10%

**Underweight (UW)** = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

**Not Rated (NR)** = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

---

### Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Chứng khoán Phú Hưng.

Tầng 5, Tòa nhà Lawrence S. Ting, 801 Nguyễn Văn Linh, Phường Tân Phú, Quận 7, TP. HCM

Tel: (+84-8) 5 413-5479 – Fax: +84 8 5 413-5472 Web: [www.phs.com](http://www.phs.com)