

# **Báo cáo cập nhật**

**Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai**

HAGL là doanh nghiệp tăng trưởng có tình hình tài chính tốt, tỷ suất sinh lợi cao và triển vọng tăng trưởng mạnh trong tương lai. Giá trị nội tại của cổ phiếu HAG ở mức 62.735 đồng/cp, cao hơn giá thị trường hiện tại 54%.

**Chuyên viên phân tích: Nguyễn Phương Uyên**  
**Trung tâm phân tích ACBS**  
**16/05/2011**

## Lợi nhuận 2010 tăng mạnh do hoạt động tài chính

Năm 2010, doanh thu thuần của HAGL tăng nhẹ 3,66% trong khi lợi nhuận ròng tăng mạnh 72,67% so với năm 2009. Đóng góp đáng kể cho lợi nhuận của HAGL trong năm 2010 là thu nhập từ hoạt động tài chính. Thu nhập từ hoạt động tài chính đạt 1.262 tỷ đồng chủ yếu là do việc bán 11,75% vốn cổ phần của Nhà Hoàng Anh đạt 890 tỷ đồng, lợi nhuận từ việc bán khu nghỉ dưỡng Quy Nhơn đạt 99 tỷ đồng và lãi tiền gửi đạt 164 tỷ đồng.

Hoạt động chính của HAGL là sản xuất kinh doanh gỗ đá và kinh doanh bất động sản vẫn duy trì được tỷ lệ lãi gộp ổn định so với năm trước. Đặc biệt, HAGL có lợi thế cạnh tranh cao so với các công ty bất động sản trong ngành khi trong điều kiện thị trường bất động sản ảm đạm, nhiều doanh nghiệp cùng ngành phải giảm giá bán, thu hẹp mức sinh lời của các dự án để có thể bán được hàng thì HAGL vẫn duy trì được tỷ lệ lãi gộp ở mức khá cao (49%).

## Tiếp tục đầu tư vào cao su, khoáng sản, thủy điện

HAGL đã tiến hành chuyển đổi thành công mô hình hoạt động. Với 5 Tổng công ty con phụ trách 5 ngành chính, chúng tôi đánh giá cao hiệu quả quản trị của Tập đoàn HAGL.

Theo đó, HAGL đang trong giai đoạn đầu tư vào các ngành cao su, khoáng sản, thủy điện. Năm 2011, dự kiến sẽ có 4 nhà máy thủy điện vận hành với tổng công suất 141,5 MW. Ngành cao su tiếp tục trồng mới 12.750 ha cao su tại Tây Nguyên, Lào, Campuchia. Ngành khoáng sản dự kiến năng suất khai thác và chế biến năm 2011 đạt 700.000 tấn quặng tinh. Tổng vốn đầu tư cho 2 ngành cao su và thủy điện trong năm 2011 dự kiến khoảng 2.200 tỷ đồng.

## Cổ phiếu tốt để đầu tư

HAGL là doanh nghiệp tăng trưởng có tình hình tài chính tốt, tỷ suất sinh lợi cao và triển vọng tăng trưởng mạnh trong tương lai. Chiến lược hoạt động đa ngành sẽ giúp HAGL hạn chế được rủi ro biến động kết quả kinh doanh. Nguồn doanh thu – lợi nhuận của HAGL trong tương lai được kỳ vọng là khá ổn định.

Trên cơ sở xem xét cân trọng dòng tiền và khả năng sinh lời của các ngành hiện công ty đang triển khai, chúng tôi định giá cổ phiếu HAG ở mức 62.735 đồng do đó chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư có thể xem xét mua vào cổ phiếu này.

## Mục lục

THÔNG TIN CƠ BẢN .....	3
TỔNG QUAN CÔNG TY .....	4
TÌNH HÌNH KINH DOANH NĂM 2010 .....	4
TÁI CẤU TRÚC MÔ HÌNH TỔ CHỨC .....	6
KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2011 .....	8
ĐỊNH GIÁ.....	8
ĐÁNH GIÁ RỦI RO .....	9
KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ .....	9

**Nguyễn Phương Uyên**, Chuyên viên Phân tích

+84 8 5 404 3054 | [uyennp@acbs.com.vn](mailto:uyennp@acbs.com.vn)

**Trung tâm Phân tích ACBS**

+84 8 5 404 3257 | [research@acbs.com.vn](mailto:research@acbs.com.vn)

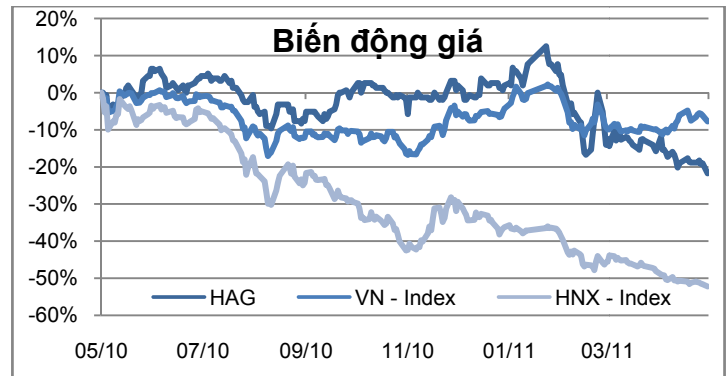
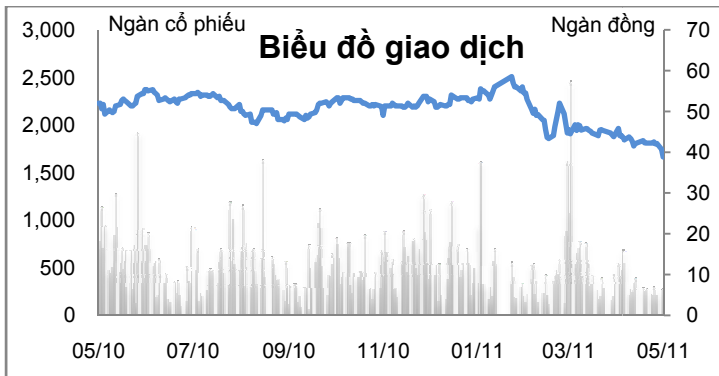
**Trung tâm Bizlink**

+84 8 39 107 107 | [contact.center@acbs.com.vn](mailto:contact.center@acbs.com.vn)

**Website:** [research.acbs.com.vn](http://research.acbs.com.vn)

**Bloomberg:** ACBS <GO>

# THÔNG TIN CƠ BẢN



Thông tin giao dịch	
Giá 16/05/2011 (VND)	40.700
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	18.364
Cao nhất 52 tuần (VND)	83.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	40.700
KLGD trung bình (100 ngày)	467.000
Số cp đang lưu hành	467.280.590
Tăng/giảm 1 tháng	-7,08%
Tăng/giảm 3 tháng	-25,32%
Tăng/giảm 6 tháng	-20,20%
Tăng/giảm 12 tháng	-22,25%

	Hiện tại	2010	2009
P/E cao nhất	8,80	14,68	35,17
P/E thấp nhất	8,51	10,43	12,20
P/E	8,51	10,97	12,65
P/B cao nhất	2,01	5,19	6,57
P/B thấp nhất	1,94	2,46	2,28
P/B	1,94	2,59	4,47

Cơ cấu cổ đông	
Ông Đoàn Nguyên Đức (%)	47,08%
Cổ đông nước ngoài (%)	35,4%

Sự kiện	Ngày GDKHQ	Ngày ĐKCC	Tỷ lệ	Loại cổ tức
Cổ phiếu thưởng	19/01/2011	21/01/2011	2:1	Cổ phiếu

Kết quả kinh doanh (triệu đồng)	2007	2008	2009	2010
<b>Doanh thu</b>	<b>1.588.031</b>	<b>1.880.744</b>	<b>4.365.309</b>	<b>4.524.878</b>
Giá vốn hàng bán	991.086	990.632	2.358.547	2.232.775
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>596.945</b>	<b>890.113</b>	<b>2.006.762</b>	<b>2.292.103</b>
Doanh thu tài chính	409.346	438.619	199.382	1.262.054
Chi phí tài chính	52.558	95.798	213.431	216.599
Chi phí bán hàng	39.150	75.252	108.523	133.032
Chi phí quản lý DN	50.018	125.209	162.416	190.206
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD</b>	<b>864.565</b>	<b>1.032.472</b>	<b>1.721.773</b>	<b>3.014.320</b>
Lợi nhuận khác	5.149	(26.314)	21.731	552
Lợi nhuận từ công ty LDLK	-	-	-	2.538
Lợi nhuận trước thuế	869.714	1.006.158	1.743.504	3.017.410
Thuế	247.370	240.815	456.606	795.333
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>622.344</b>	<b>765.343</b>	<b>1.286.899</b>	<b>2.222.077</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	22.560	65.038	98.045	128.498
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>599.784</b>	<b>700.305</b>	<b>1.188.853</b>	<b>2.093.579</b>

Bảng cân đối kế toán (triệu đồng)	2007	2008	2009	2010
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>4,011,681</b>	<b>4,524,793</b>	<b>7,403,555</b>	<b>11,231,717</b>
Tiền	1,290,908	531,085	1,944,229	3,588,663
Đầu tư tài chính ngắn hạn	115,203	-	157,571	81,783
Khoản phải thu	1,117,126	1,984,810	2,956,114	4,362,063
Tồn kho	1,370,091	1,852,154	2,213,151	2,994,763
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>2,323,140</b>	<b>4,346,768</b>	<b>4,792,656</b>	<b>7,540,000</b>
Đầu tư tài chính dài hạn	1,306,447	2,090,737	2,061,446	2,855,493
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6,334,821</b>	<b>8,871,560</b>	<b>12,196,211</b>	<b>18,771,717</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>1,789,590</b>	<b>2,553,747</b>	<b>4,311,428</b>	<b>5,196,037</b>
Vay ngắn hạn	649,474	1,203,108	2,991,798	3,092,741
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>923,863</b>	<b>2,137,176</b>	<b>2,773,714</b>	<b>3,551,006</b>
Vay dài hạn	813,385	1,893,644	2,248,707	2,782,060
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>3,389,054</b>	<b>3,728,928</b>	<b>4,694,915</b>	<b>9,158,715</b>
Vốn điều lệ	1,199,564	1,798,145	2,704,655	3,115,207
Thặng dư vốn cổ phần	1,559,596	1,840,362	1,223,971	3,504,012
Lợi nhuận giữ lại	598,663	665,281	1,084,004	2,623,975
Lợi ích cổ đông thiểu số	232,314	451,709	416,154	865,959
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>6,334,821</b>	<b>8,871,560</b>	<b>12,196,211</b>	<b>18,771,717</b>

# TỔNG QUAN CÔNG TY

Tên công ty	<b>Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai</b>
Tên tiếng Anh	HAGL Joint Stock Company
Tên viết tắt	HAGL
Địa chỉ	15 Trường Chinh, P.Phù Đồng, TP Pleiku, Gia Lai
Vốn điều lệ	4.672.805.900.000 đồng
Ngành nghề kinh doanh	Trồng, khai thác và chế biến các sản phẩm từ cây cao su; Khai thác và chế biến khoáng sản; Xây dựng và kinh doanh căn hộ cao cấp và văn phòng cho thuê; Đầu tư xây dựng và khai thác thủy điện; Sản xuất và phân phối đồ gỗ, đá granite; Các hoạt động hỗ trợ khác.
Cơ cấu cổ đông	Về cơ cấu cổ đông, HAGL không có cổ đông nhà nước, cổ đông nước ngoài nắm giữ 35,4%. Các thành viên ban quản trị và ban điều hành nắm giữ 48,82% vốn cổ phần của HAGL, riêng ông Đoàn Nguyên Đức – Chủ tịch HĐQT HAGL nắm giữ 47,08% nên HAGL khó đảm bảo khả năng bảo vệ lợi ích cổ đông thiểu số.

STT	Cổ đông chính	Số lượng cp	Tỷ lệ
1	Ông Đoàn Nguyên Đức	219.987.226	47,08%
2	Cổ đông nước ngoài	165.414.670	35,4%
3	Cổ đông khác	81.878.694	17,52%
<b>Tổng cộng</b>		<b>467.280.590</b>	<b>100%</b>

Nguồn: HAGL – Tính đến ngày 16/05/2011

## TÌNH HÌNH KINH DOANH NĂM 2010

Hoạt động của HAGL gồm 5 ngành chính: (1) Kinh doanh bất động sản, (2) Cao su, (3) Khoáng sản, (4) Thủy điện và (5) Sản xuất gỗ & đá granite.

### HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

**Doanh thu tăng nhẹ 3,66% trong khi lợi nhuận sau thuế tăng mạnh 72,67%.**

Năm 2010, HAGL đạt 4.525 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 3,66% so với năm 2009. Lợi nhuận sau thuế đạt 2.222 tỷ đồng, tăng 72,67% so với năm 2009. Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ đạt 2.093 tỷ đồng, tăng 76,1% so với năm 2009.

**Doanh thu bất động sản giảm 16% nhưng vẫn giữ tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu.**

Năm 2010, doanh thu ngành bất động sản đạt 2.833 tỷ đồng, giảm 16% so với năm 2009 nhưng vẫn chiếm tỷ trọng lớn (62,6%) trong tổng doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ. Doanh thu ngành bất động sản chủ yếu đến từ 3 dự án lớn là Hoàng Anh River View, Phú Hoàng Anh giai đoạn 1 và Hoàng Anh Golden House (An Tiến). Tỷ lệ lãi gộp của hoạt động này trong năm 2010 là 49%. Chúng tôi đánh giá mức tỷ lệ lãi gộp của HAGL là khá cao so với các công ty khác cùng ngành trong điều kiện thị trường bất động sản trầm lắng hiện nay.

**Tỷ lệ lãi gộp của hoạt động BĐS đạt 49%.**

**Doanh thu ngành gỗ đá giảm nhẹ 9%.**

Doanh thu từ bán hàng hóa đạt 888 tỷ đồng, tăng 65% so với năm 2009. Tuy nhiên trong doanh thu bán hàng hóa đã bao gồm 396 tỷ đồng doanh thu từ việc bán 15.000 m<sup>2</sup> đất của dự án Bình Hiên, do đó nếu loại khoản doanh thu từ việc bán đất ra khỏi doanh thu bán hàng hóa thì doanh thu của ngành sản xuất gỗ & đá granite chỉ đạt 492

**Tỷ lệ lãi gộp ổn định ở mức 27%.**

tỷ đồng, giảm nhẹ 9% so với năm 2009. Tỷ lệ lãi gộp của ngành sản xuất gỗ, đá được duy trì ổn định ở mức khoảng 27%.

**Hoạt động thủy điện mang lại 23 tỷ đồng doanh thu và 16 tỷ đồng lợi nhuận gộp.**

Doanh thu hoạt động xây dựng và dịch vụ đạt lần lượt 619 tỷ đồng và 161 tỷ đồng, tăng trưởng khá so với năm 2009 với mức tăng lần lượt 94% và 21%.

**Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng lần lượt 23% và 17%.**

Trong năm, dự án nhà máy thủy điện đầu tiên của HAGL là Đắc Srông 2 với công suất 24 MW đã đi vào hoạt động từ tháng 10/2010 mang lại 23 tỷ đồng doanh thu và 16 tỷ đồng lợi nhuận gộp cho Tập đoàn.

Năm 2010, chi phí bán hàng tăng 23% chủ yếu là do HAGL phải sử dụng môi giới và mạng lưới đại lý nhiều hơn trong việc phân phối các sản phẩm bất động sản. Ngoài ra, việc tái cấu trúc tập đoàn đã làm cho chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 17%.

**Thu nhập tài chính tăng mạnh so với năm 2009.**

## HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH

Năm 2010, doanh thu tài chính của HAGL đạt 1.262 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức 199 tỷ đồng năm 2009. Thu nhập từ hoạt động tài chính chủ yếu là do việc bán 11,75% vốn cổ phần của Nhà Hoàng Anh đạt 890 tỷ đồng, lợi nhuận từ việc bán khu nghỉ dưỡng Quy Nhơn đạt 99 tỷ đồng và lãi tiền gửi đạt 164 tỷ đồng.

Trong năm 2010, HAGL đã phát hành 22.055.239 cổ phiếu phổ thông để chuyển đổi trái phiếu và phát hành riêng lẻ 19 triệu cổ phiếu phổ thông. Giá chuyển đổi trung bình là 49.874 đồng/cp. Đối với đợt phát hành riêng lẻ 19 triệu cổ phiếu, HAGL đã hoàn tất việc niêm yết chứng chỉ lưu ký toàn cầu (GDR) trên thị trường chứng khoán London vào đầu năm 2011. Thặng dư thu được từ 2 đợt phát hành này đạt 2.300 tỷ đồng. Việc niêm yết thành công GDR là tiền đề cho HAGL trong việc huy động vốn từ thị trường vốn quốc tế cũng như xây dựng được thương hiệu doanh nghiệp.

Ngày 26/1/2011, Công ty đã phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 2:1. Theo đó, vốn điều lệ của HAGL tăng thêm 1.557 tỷ đồng tương ứng với thặng dư cổ phần giảm 623 tỷ đồng và lợi nhuận chưa phân phối giảm 934 tỷ đồng.

Hiện tại, công ty đang thực hiện các thủ tục để huy động 200 triệu USD trái phiếu phát hành ra quốc tế. Việc đánh giá tín nhiệm đã được thực hiện để phục vụ cho đợt huy động vốn. Kết quả HAGL được Standard & Poor và Fitch Rating xếp hạng B. Theo thông tin từ HAGL, tính đến nay, công ty đã huy động thành công 90 triệu USD trái phiếu quốc tế. Số trái phiếu này có thời hạn 5 năm, lãi suất cố định ở mức 9,875%/năm và HAGL được quyền trả một phần gốc trước khi đáo hạn sau 3 năm. Đây là mức lãi suất huy động khá cao so với thị trường hiện nay.

Mặc dù việc huy động vốn trong điều kiện thị trường hiện nay khá khó khăn nhưng với những thành công nhất định trong hoạt động tài chính năm 2010 của HAGL, chúng tôi cho rằng HAGL có đủ khả năng tìm kiếm được nguồn vốn thích hợp tài trợ cho hoạt động đầu tư của Tập đoàn.

## HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ

**Đã trồng được 24.000 ha cao su.**

**Ngành cao su:** Tính đến cuối năm 2010, HAGL đã trồng được 23.991 ha cao su với tỷ lệ cây sống đạt khoảng 98%. Tổng vốn đầu tư đã giải ngân cho hoạt động trồng cao su là 1.175 tỷ đồng. Tính đến nay, HAGL đã thực hiện đúng theo kế hoạch trồng cao su đề ra. Dự kiến trong năm 2011, HAGL sẽ trồng mới 12.750 ha cao su nâng tổng diện tích cao su đã trồng được lên 36.741 ha. Tổng vốn đầu tư sẽ giải ngân trong năm 2011 dự kiến khoảng 800 tỷ đồng.



**Đang thi công 3 nhà máy thủy điện.**

**Ngành thủy điện:** Trong năm 2010, HAGL tiếp tục thi công 3 nhà máy thủy điện là Bá Thước 2, Đăk Srông 2A và Đăk Srông 3B. Tổng vốn đầu tư đã giải ngân cho ba nhà máy này tính đến cuối năm 2010 đạt 710 tỷ đồng. Dự kiến đến cuối năm 2011, HAGL sẽ có 4 nhà máy thủy điện hoạt động là Đăk Srông 2, Đăk Srông 2A, Bá Thước 2 và Đăk Srông 3B. Tổng vốn đầu tư giải sẽ giải ngân trong năm 2011 dự kiến khoảng 1.400 tỷ đồng.

**Đang thi công 3 nhà máy thủy điện.**

**Ngành khoáng sản:** Trong năm 2010, HAGL đã đưa nhà máy chế biến quặng sắt với 5 dây chuyền tuyển quặng tại mỏ sắt huyện Kbang tỉnh Gia Lai vào vận hành. Tính đến cuối năm 2010, nhà máy này đã sản xuất được 240.000 tấn quặng sắt tinh lọc. Tuy nhiên, đến đầu năm 2011, HAGL mới bắt đầu bán quặng sắt cho khách hàng nên trong năm 2010, hoạt động này chưa mang lại doanh thu – lợi nhuận cho HAGL. Theo thông tin từ HAGL, đầu năm 2011, công ty đã bán được 120.000 tấn quặng sắt và đạt doanh thu trên 240 tỷ đồng.

Năm 2010, HAGL đã tiến hành lập hồ sơ xin khai thác mỏ sắt tại Thanh Hóa, Kontum, Lào, Campuchia. Tuy nhiên, đến ngày 24/3/2011, HAGL mới chỉ được cấp phép khai thác mỏ sắt tại huyện Bá Thước – Thanh Hóa. Các mỏ sắt còn lại hiện vẫn đang đợi cơ quan quản lý thẩm định. Dự kiến ngày 15/5/2011, HAGL sẽ tiến hành khai thác mỏ đồng thời khởi công xây dựng nhà máy lắp đặt 2 dây chuyền tuyển quặng. Nhà máy tuyển quặng này sẽ chính thức hoạt động vào cuối tháng 8/2011.

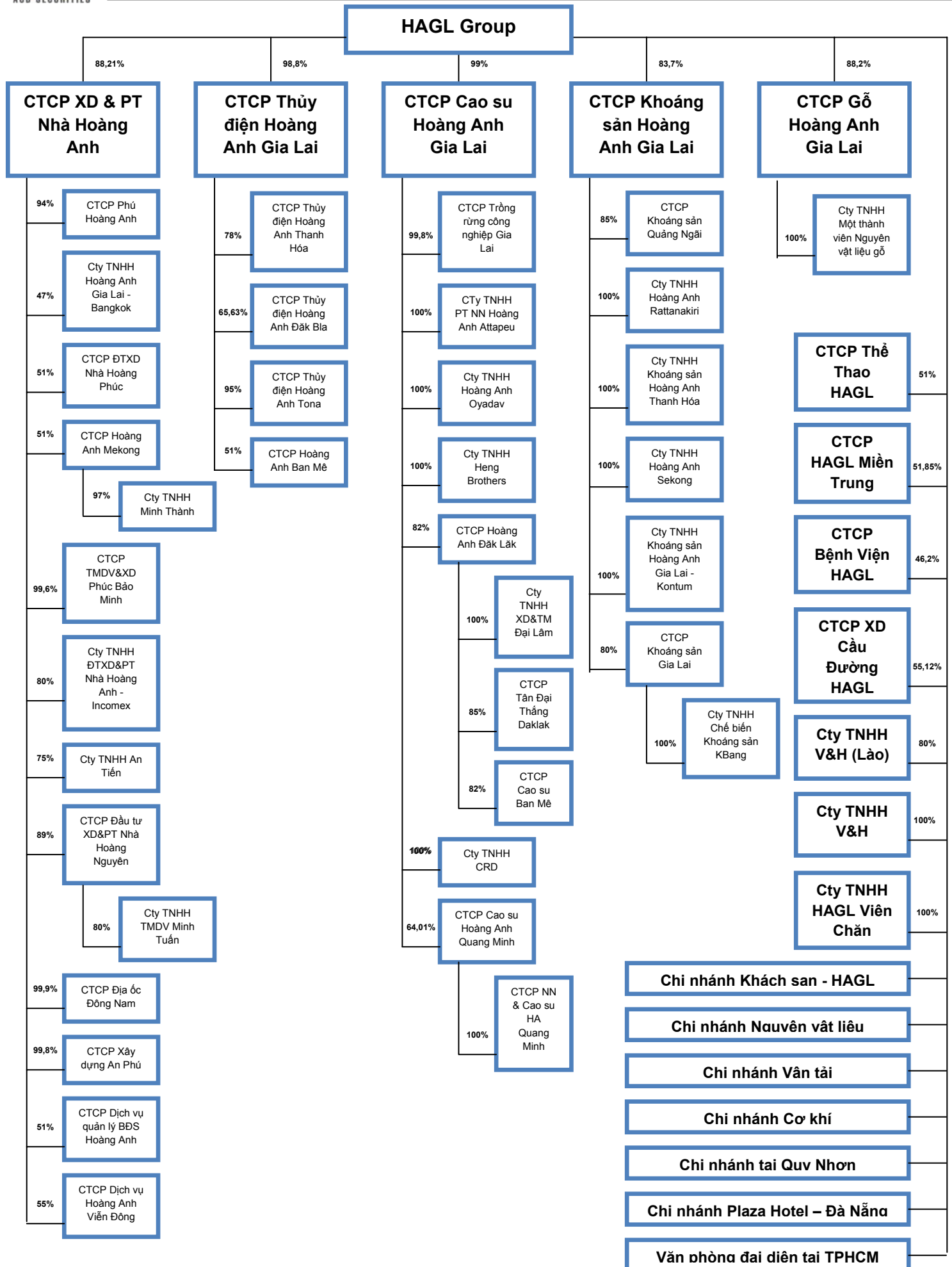
Do thủ tục đầu tư tiến hành chậm hơn dự kiến nên HAGL đã điều chỉnh lại kế hoạch sản lượng cho năm 2011. Theo đó, sản lượng khai thác quặng trong năm 2011 là 700.000 tấn thay vì 1 triệu tấn như kế hoạch trước đó đề ra.

## TÁI CẤU TRÚC MÔ HÌNH TỔ CHỨC

Trong 2010, HAGL đã tiến hành tái cấu trúc Tập đoàn theo ngành nghề kinh doanh. Theo đó, Tập đoàn gồm công ty mẹ quản lý trực tiếp 5 Tổng công ty chuyên ngành bao gồm bất động sản, cao su, khoáng sản, thủy điện, sản xuất gỗ đá. Mỗi Tổng công ty sở hữu và quản lý các công ty con thuộc ngành nghề kinh doanh của mình.

Việc tái cấu trúc sẽ giúp tăng hiệu quả quản trị và đa dạng hóa kênh huy động vốn. Tuy nhiên, việc tái cấu trúc sẽ làm tăng chi phí quản lý doanh nghiệp của Tập đoàn như đã nêu trên.

Cơ cấu mô hình tổ chức của Tập đoàn như sau:



# KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2011

Năm 2011, HAGL đặt kế hoạch lợi nhuận trước thuế là 3.000 tỷ đồng. Kế hoạch đầu tư vào các ngành cụ thể như sau:

**Ngành cao su:** Trồng mới 12.750 ha tại Tây Nguyên, Lào và Campuchia. Như vậy, đến cuối năm 2011, HAGL dự kiến sẽ trồng được 36.741 ha cao su.

**Ngành thủy điện:** Tháng 5/2011 đưa dự án Đắc Srông 2A đi vào hoạt động. Tháng 11/2011 đưa dự án Bá Thước 2 và Đắc Srông 3B đi vào hoạt động. Dự kiến đến cuối năm 2011, sẽ có 4 dự án vận hành với tổng công suất 141,5 MW.

**Ngành khoáng sản:** Năm 2011, dự kiến sẽ khai thác và chế biến 700.000 tấn quặng tinh.

**Ngành bất động sản:** Xây dựng đúng tiến độ dự án An Tiến, Phú Hoàng Anh giai đoạn 1, Cần Thơ, Đắc Lắc, Thanh Bình, Hoàng Anh Incomex, Phú Hoàng Anh giai đoạn 2 và Trung tâm thương mại & văn phòng cho thuê Kinh Tế. Kế hoạch năm 2011 sẽ hoàn thành dự án An Tiến, Phú Hoàng Anh giai đoạn 1, Cần Thơ và Đắc Lắc.

Năm 2011, ngành khoáng sản bắt đầu đóng góp lợi nhuận cho tập đoàn và ngành thủy điện sẽ đóng góp vào doanh thu – lợi nhuận với tỷ trọng tăng so với năm 2010. Tuy nhiên, kế hoạch lợi nhuận trước thuế HAGL đặt ra cho năm 2011 chỉ tương đương với năm 2010, qua đó có thể thấy HAGL ít kỳ vọng có thể đạt được lợi nhuận tài chính cao như trong năm 2010 cũng như tính cần trọng của doanh nghiệp trong việc đưa ra kế hoạch phù hợp với những khó khăn của tình hình thị trường hiện nay.

Nhu cầu vốn đầu tư cho cao su và thủy điện chiếm phần lớn trong tổng nhu cầu vốn đầu tư năm 2011. Theo như đề cập ở trên, tổng nhu cầu vốn đầu tư cho 2 ngành này trong năm 2011 khoảng 2.200 tỷ đồng. Ngành khoáng sản đòi hỏi vốn đầu tư thấp. Đối với mảng bất động sản, nếu thị trường tiếp tục diễn biến không thuận lợi, HAGL có thể dẫn tiến độ các dự án sẽ triển khai do đó nhu cầu vốn cho ngành bất động sản là linh hoạt. Với nguồn tiền mặt dồi dào (khoảng 3.000 tỷ đồng cuối 2010) cùng với lượng hàng bất động sản có thể bán gần 2.500 tỷ đồng và nguồn vốn trái phiếu quốc tế mới huy động (90 triệu USD), chúng tôi cho rằng HAGL có đủ nguồn tiền để tiếp tục đầu tư vào các ngành theo như kế hoạch đã đề ra.

## ĐỊNH GIÁ

### CƠ SỞ ĐỊNH GIÁ

- Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá theo giá trị tài sản ròng (NAV). Trong đó, ngành bất động sản được định giá trên cơ sở giá bán của HAGL cho cổ đông chiến lược trong quý 3/2010.
- Ngành gỗ và ngành khoáng sản được định giá dựa trên phương pháp bội số giá P/B.
- Ngành cao su và thủy điện được định giá trên cơ sở chiết khấu dòng tiền trong tương lai của mỗi ngành. So với báo cáo trước, định giá ngành cao su và thủy điện có thay đổi do cập nhật thêm giá bán cao su phù hợp với tình hình thị trường và tiềm năng phát triển của ngành cũng như cập nhật những ước tính về chi phí phù hợp.



- Tổng vốn đầu tư của ngành cao su và thủy điện được phân bổ qua các năm từ 2011 – 2015 dựa trên kế hoạch của doanh nghiệp và tốc độ triển khai hoạt động của 2 ngành này.
- Suất chiết khấu dòng tiền của ngành thủy điện ở mức 16,26% trong khi suất chiết khấu dòng tiền của ngành cao su ở mức 16,8% do beta của ngành thủy điện nhỏ hơn 1. So với báo cáo trước, suất chiết khấu của 2 ngành có thay đổi là do thay đổi mức lợi suất yêu cầu phù hợp với thị trường.

## KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

Đơn vị tính: Ngân đồng

	Định giá lại
Tổng tài sản (31/12/2011)	18.771.716.726
Chênh lệch giá trị các ngành hoạt động	19.290.115.413
<i>Cao su</i>	8.033.337.703
<i>Thủy điện</i>	583.106.464
<i>Khoáng sản</i>	2.059.020.000
<i>Bất động sản</i>	8.432.876.000
<i>Gỗ</i>	181.775.246
Nợ phải trả	8.747.042.721
<b>Giá trị tài sản ròng</b>	<b>29.314.789.418</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	467.280.590
<b>Giá cổ phiếu (VND)</b>	<b>62.735</b>

Nguồn: ACBS Research

Với các giả định trên, những thông tin hiện có, chúng tôi định giá cổ phiếu HAG ở mức giá **62.735 đồng/cp**.

## ĐÁNH GIÁ RỦI RO

*Rủi ro biến động kết quả kinh doanh được hạn chế.*

Rủi ro liên quan đến việc đầu tư vào cổ phiếu HAG là rủi ro biến động kết quả kinh doanh do hiện tại hoạt động của HAGL phụ thuộc khá nhiều vào hoạt động kinh doanh bất động sản. Tuy nhiên, với chiến lược mở rộng sang các ngành cao su, khoáng sản, thủy điện và thu hẹp dần tỷ trọng của ngành bất động sản, chúng tôi cho rằng rủi ro này sẽ được hạn chế một phần.

*Rủi ro thanh khoản thấp.*

Cổ phiếu HAG có rủi ro thanh khoản khá thấp do đây là loại cổ phiếu có tính thanh khoản tốt trên sàn giao dịch với khối lượng giao dịch trung bình đạt 467 ngàn cp/phiên.

*Rủi ro pha loãng cổ phiếu.*

Với chiến lược đầu tư mạnh đòi hỏi nguồn vốn lớn, HAGL có thể sử dụng nhiều cách thức (phát hành thêm cổ phiếu, phát hành trái phiếu chuyển đổi...) để huy động vốn qua đó gia tăng rủi ro pha loãng cổ phiếu.

## KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

**HAGL là doanh nghiệp tăng trưởng có tình hình tài chính tốt, tỷ suất sinh lợi cao và triển vọng tăng trưởng mạnh trong tương lai. Chiến lược hoạt động đa ngành sẽ giúp HAGL hạn chế được rủi ro biến động kết quả kinh doanh. Nguồn doanh thu – lợi nhuận của HAGL trong tương lai được kỳ vọng là khá ổn định.**

***Trên cơ sở xem xét cẩn trọng dòng tiền và khả năng sinh lời của các ngành hiện công ty đang triển khai, chúng tôi định giá cổ phiếu HAG ở mức 62.735 đồng do đó chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư có thể xem xét mua vào cổ phiếu này.***

## Chứng thực của chuyên viên phân tích

Các chuyên viên phân tích được nêu tên ở trang đầu tiên, là những người chịu trách nhiệm chính cho việc lập báo cáo này, chứng thực rằng các ý kiến cũng như các quan điểm hay dự báo được nêu trong báo cáo này phản ánh đúng ý kiến, quan điểm hay dự báo của cá nhân mình về vấn đề được trình bày. Không có bất kỳ một khoản thu nhập nào của các chuyên viên phân tích có nguồn gốc phát sinh, trực tiếp hay gián tiếp, từ các đề nghị, quan điểm hay dự báo cụ thể của mình trong báo cáo.

## Phân phối báo cáo

Báo cáo này chỉ dành cho các khách hàng của ACBS tại Việt Nam. Trong trường hợp khách hàng nhận hay sử dụng báo cáo này ngoài lãnh thổ Việt Nam, trách nhiệm của khách hàng là đảm bảo rằng việc nhận hay sử dụng báo cáo này được pháp luật nước sở tại cho phép. Nếu khách hàng không thể đảm bảo hoặc pháp luật nước sở tại không cho phép thì khách hàng nên hoàn trả báo cáo lại nguyên vẹn cho ACBS hoặc tiêu hủy bản báo cáo đồng thời thông báo cho ACBS về việc mình không thể tiếp tục nhận các báo cáo tương tự.

## Công bố lợi ích vật chất

Vào ngày phát hành bản báo cáo, ACBS và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ lợi ích vật chất nào như sở hữu cổ phiếu, khoản cho vay, khoản nợ có liên quan đến HAG.

## Tuyên bố miễn trách của ACBS

Báo cáo này chỉ được phát hành với mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng của ACBS có tham gia hoạt động kinh doanh chứng khoán, nó không nhằm mục đích quảng cáo hay mời gọi khách hàng mua hoặc bán bất kỳ một loại chứng khoán cụ thể nào. Mặc dù thông tin trong báo cáo được ACBS thu thập từ các nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không đưa ra bất kỳ một đảm bảo hoặc cam kết nào về độ chính xác và đầy đủ của các thông tin đã cung cấp trong bản báo cáo. NỘI DUNG BẢN BÁO CÁO NÀY CÓ THỂ BỊ THAY ĐỔI MÀ ACBS KHÔNG CẦN PHẢI THÔNG BÁO CHO KHÁCH HÀNG.

Khách hàng không nên xem bản báo cáo này như là một bản phân tích toàn diện và đầy đủ đối với bất kỳ chứng khoán nào được nêu trong bản báo cáo. Khách hàng hoàn toàn chịu trách nhiệm đối với bất kỳ khoản lỗ, tổn thất hoặc thiệt hại nào phát sinh từ việc khách hàng thực hiện đầu tư dựa trên các ý kiến, quan điểm, đề nghị hoặc thông tin trong báo cáo này. ACBS được miễn trừ mọi trách nhiệm đối với các khoản lỗ, tổn thất hoặc thiệt hại phát sinh trực tiếp hoặc gián tiếp cho khách hàng bắt nguồn từ việc sử dụng bản báo cáo này của khách hàng, bất kể các khoản lỗ, tổn thất hoặc thiệt hại này phát sinh từ các sai sót, khiếm khuyết, lỗi hoặc sự không chính xác của nội dung bản báo cáo.

Trong bản báo cáo có chứa đựng hoặc sử dụng các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích của chuyên viên phân tích, đây là các giả định, quan điểm và phương pháp của cá nhân không phải của ACBS nên ACBS không chịu trách nhiệm về tính đúng đắn và hợp lý của chúng. Trong tương lai, ACBS có thể phát hành các bản báo cáo có những đề nghị, quan điểm hoặc dự báo trái ngược hoàn toàn với nội dung của bản báo cáo này.

Mặc dù ở thời điểm hiện tại, ACBS và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ lợi ích vật chất nào có liên quan đến công ty được phân tích như đã công bố bên trên. Tuy nhiên, trong tương lai ACBS và chuyên viên phân tích có quyền mua, bán các cổ phiếu của công ty cũng như thực hiện các hoạt động làm phát sinh mối quan hệ lợi ích vật chất với công ty được phân tích.

@ ACBS giữ mọi quyền sở hữu đối với bản báo cáo này. Không một ai được phép sao chép hoặc gửi toàn bộ hoặc một phần nội dung bản báo cáo cho một bên thứ ba mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản từ ACBS.