

**NGÀNH ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN BẤT ĐỘNG SẢN**

Mã ngành ICB:8633

Bloomberg Ticker: HAG VN Equity

NgàyGD đầu tiên: 21/06/2011

Hoạt động kinh doanh chính

- Xây dựng và kinh doanh căn hộ cao cấp.
- Sản xuất và phân phối đồ gỗ.
- Xây dựng và kinh doanh khách sạn và resort.
- Trồng, chế biến các sản phẩm từ cây cao su.
- Đầu tư, khai thác thủy điện.
- Khai thác, chế biến khoáng sản.

Chỉ tiêu thị trường

Giá ngày 21/6/2011	42.800
Khoảng giá 52 tuần	29.700-82.000
Giá trị vốn hoá TT(tỷ vnd)	20.000
KLCPDLH	467.280.590
KLGBQ phiên 10 ngày	522.768
Cơ cấu cổ đông:	
Trong nước	64,4%
Nước ngoài	35,6%
Cổ đông lớn:	
Đoàn Nguyên Đức	47,08%
Deutsche Bank Trust Company Americas	5,21%

Biến động giá cổ phiếu**Các chỉ tiêu tài chính cơ bản**

Chỉ tiêu	2010A	Q1/2011	% +/- Q1/2010	2011F
TTS (tỷ vnd)	19.072	20.286	58%	
VCSH (tỷ vnd)	8.481	8.909	73%	
VDL (tỷ vnd)	2.704	4.673	15%	
Nợ/VCSH(%)	117	118		
DTT (tỷ vnd)	4.526	717	89%	
LN TT (tỷ vnd)	3.017	594	89%	3.000
LN ST (tỷ vnd)	2.094	440	96%	
LN ròng (tỷ vnd)	49%	61%		
ROA (%)	11,7%	2,2%		
ROE (%)	26,2%	4,9%		
BV (vnd)	27.225	19.067		
EPS (vnd)	6.720	793		

Nguồn: VCBS tổng hợp, ước tính

CTCP HOÀNG ANH GIA LAI (HAG)

Chính sách thắt chặt tiền tệ đặc biệt với thông tư 01/CT-NHNN yêu cầu các tổ chức tín dụng đến ngày 30/6/2011 đảm bảo tỷ trọng dư nợ cho vay lĩnh vực phi sản xuất so với tổng dư nợ tối đa là 22% và ngày 31/12/2011 tối đa là 16% đã ảnh hưởng mạnh đến thị trường bất động sản, cùng với đó lãi suất duy trì ở mức cao nên giá bất động sản và thanh khoản thị trường bất động sản đều sụt giảm. Khu vực phía nam thị trường bất động sản sụt giảm mạnh hơn bởi tín dụng bất động sản phía nam chiếm tỷ lệ cao trong tổng dư nợ tín dụng bất động sản cả nước. Do vậy mặc dù HAG giảm giá bán, hợp tác với VP Bank hỗ trợ thanh toán của khách hàng nhưng tình hình bán hàng của HAG không cải thiện nhiều. Chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản còn nhiều khó khăn khi mà tín dụng bất động sản còn bị thắt chặt, lãi suất còn ở mức cao như hiện nay. Với tiềm lực tài chính mạnh HAG có thể dừng bán 3 dự án căn hộ đã khởi công để chờ thời điểm bán tốt hơn tuy nhiên việc dừng bán sẽ làm ứ đọng vốn. Đồng thời mảng kinh doanh bất động sản HAG bị chiếm dụng vốn thương mại nên trong tình hình lãi suất tăng cao như hiện nay các khoản phải thu sẽ tiềm ẩn rủi ro và làm giảm vòng quay vốn của HAG. Mặc dù vậy năm 2011 mảng kinh doanh bất động sản sẽ vẫn hoàn thành kế hoạch và đóng góp lớn vào doanh thu của HAG với 1.400- 1.700 tỷ từ việc hạch toán các dự án: Phú Hoàng Anh giai đoạn 1, Golden House (An Tiến), Cần Thơ và Đắc Lắc và Quy Nhơn đã bán được trước đó. Về dài hạn, HAG vẫn có lợi thế về quỹ đất lớn, giá rẻ, vị trí đẹp so với các doanh nghiệp bất động sản khác nên ngành bất động sản của HAG sẽ tiềm năng khi thị trường bất động sản phục hồi.

Thủy điện đã bắt đầu đóng góp vào doanh thu lợi nhuận năm 2010, kết quả kinh doanh cho thấy tỷ suất lợi nhuận của ngành thủy điện rất cao. Hiện nay giá điện đang trong xu hướng tăng cùng với việc nhà máy Đăksrông 2A đã đi vào hoạt động tháng 6/2011 và 2 dự án thủy điện lớn khác dự kiến cũng đưa vào vận hành cuối năm 2011 nên thủy điện hứa hẹn sẽ mang lại nguồn doanh thu, lợi nhuận lớn cho HAG, theo thông tin HAG thì từ năm 2012 thủy điện sẽ có thể dùng nguồn thu để trả nợ vay và đầu tư dự án thủy điện mới của tập đoàn.

Ngành cao su đang trong giai đoạn đầu tư tiến độ khai hoang trồng mới nhanh và hiệu quả nhưng đến năm 2013 mới mang lại doanh thu lợi nhuận, ngành cao su hứa hẹn mang lại nhiều lợi nhuận khi suất đầu tư cao su của HAG thấp và giá cao su hiện nay đang duy trì ở mức cao. Các hoạt động kinh doanh gỗ, đá granite của HAG vẫn hoạt động hiệu quả và ổn định.

Do vậy, chúng tôi cho rằng HAG có thể hoàn thành kế hoạch 3.000 tỷ lợi nhuận trước thuế.

HAG là tập đoàn kinh tế hàng đầu Việt Nam và là nhà đầu tư tư nhân số 1 tại Việt Nam ra nước ngoài, chiến lược phát triển bền vững khi đa dạng hoá lĩnh vực kinh doanh ra ngoài lĩnh vực bất động sản nhà ở nhiều biến động sang các lĩnh vực phát triển ổn định đó là cao su và thủy điện. HAG có tiềm lực tài chính mạnh, các chỉ tiêu tài chính cơ bản tốt, chúng tôi đánh giá cao HAG trong việc thu xếp vốn tốt và triển khai nhanh các dự án đầu tư. Do vậy HAG là cổ phiếu phù hợp để đầu tư dài hạn. Tuy nhiên sau thời gian phục hồi kể từ cuối tháng 5/2011 mức giá hiện nay của cổ phiếu HAG khá cao, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể xem xét thời điểm và mức giá hợp lý hơn để đầu tư tại HAG.



Tổng quan hoạt động sản xuất kinh doanh

Lịch sử hình thành và phát triển: HAG có tiền thân là xí nghiệp tư doanh Hoàng Anh được thành lập năm 1993 với hoạt động chính là chế biến gỗ nội thất và ngoài trời. Năm 2002 HAG khánh thành nhà máy chế tác đá granite và mở rộng động chế biến gỗ thông qua xây dựng thêm 1 nhà máy gỗ tại Gia Lai, nhận chuyển giao câu lạc bộ bóng đá Hoàng Anh Gia Lai. Năm 2004-2006 HAG tham gia thêm lĩnh vực kinh doanh các khu resort và khách sạn tại Quy Nhơn, Đà Lạt, Pleiku. Đến năm 2006 chuyển đổi hình thức hoạt động sang công ty cổ phần. Sau khi chuyển đổi hoạt động sang hình thức công ty cổ phần, vốn và tổng tài sản của HAG tăng lên mạnh mẽ, HAG mở rộng hoạt động sang các lĩnh vực kinh doanh bất động sản, văn phòng cho thuê, xây dựng, thủy điện, cao su.... Hiện nay HAG đã là trở thành tập đoàn đa ngành trong đó kinh doanh bất động sản mang lại doanh thu lợi nhuận chủ yếu cho tập đoàn. Với sự lớn mạnh của tập đoàn tháng 3 năm 2010 HAG đã tái cấu trúc tập đoàn để quản lý và nâng cao hiệu quả hoạt động của tập đoàn, theo đó các chi nhánh có chức năng sản xuất kinh doanh thuộc công ty mẹ trước đây như chi nhánh xây dựng kinh doanh bất động sản, cao su, thủy điện, sản xuất gỗ đá chuyển thành các tổng công ty. Mô hình tập đoàn bao gồm: Công ty mẹ sở hữu và quản lý trực tiếp 5 tổng công ty con chuyên ngành là:

- CTCP Xây dựng và Phát triển nhà Hoàng Anh có 14 công ty con
- CTCP Gỗ Hoàng Anh Gia Lai có 1 công ty con
- CTCP Khoáng sản Hoàng Anh Gia Lai có 7 công ty con
- CTCP Cao su Hoàng Anh Gia Lai có 11 công ty con
- CTCP Thủy điện Hoàng Anh Gia Lai có 4 công ty con
- Ngoài ra còn có các 7 công ty con khác làm xong lĩnh vực xây dựng, kinh doanh, dịch vụ.

Thời gian đầu tư cao su dài nên mặc dù triển khai từ 2007 nhưng vẫn chưa mang lại doanh thu thương mại, thủy điện mới tạo doanh thu lợi nhuận từ năm 2010 nên hiện HAG có khá nhiều công ty con đang trong giai đoạn trước hoạt động.

Vị thế: HAG đã trở thành tập đoàn kinh tế hàng đầu Việt Nam, hiện HAG đa dạng hoá lĩnh vực kinh doanh ra ngoài lĩnh vực bất động sản nhà ở sang các lĩnh vực phát triển ổn định và bền vững hơn đó là cao su và thủy điện. Tổng tài sản và nguồn vốn của tập đoàn hiện nay đã lên đến 20.286 tỷ, 8.909 tỷ vào thời điểm 31/2/2011. HAG là một trong những doanh nghiệp năng động đẩy mạnh đầu tư ra ngoài, hiện HAG là nhà đầu tư tư nhân số 1 Việt Nam ra nước ngoài với các lĩnh vực chủ yếu là trồng cao su, khai thác khoáng sản, xây dựng thủy điện. Uy tín và thương hiệu ngày càng lớn giúp HAG trở thành doanh nghiệp thứ 2 sau CTCP Vincom (VIC) huy động thành công 90 triệu USD trái phiếu quốc tế, dự kiến số trái phiếu này sẽ được niêm yết trên Sở giao dịch Chứng khoán Singapore.

HAG là công ty đầu tiên tại Việt Nam niêm yết chứng chỉ lưu ký toàn cầu. Cuối tháng 3/2011 HAG đã thực hiện niêm yết 24,3 triệu chứng chỉ lưu ký toàn cầu (GDRs) trên Sở Giao dịch Chứng khoán London. Số chứng chỉ này dựa trên 16.216.250 cổ phiếu HAG phát hành riêng lẻ cho Deutsche Bank Trust Company Americas (DBTCA) và số 8.108.125 cổ phiếu mà DBTCA được hưởng từ đợt phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu vào ngày 26/1/2011.

Định hướng phát triển: HAG là một tập đoàn tham vọng, mục tiêu của HAG rất lớn: Phát triển nhanh và bền vững đến năm 2012 ngành cao su, thủy điện và khai thác khoáng sản sẽ đóng vai trò chủ lực và HAG trở thành công ty bất động sản số 1 Việt Nam. Với mục tiêu như vậy HAG vạch ra chiến lược trong trung hạn là tập trung nguồn lực vào kinh doanh bất động sản, sản xuất và phân phối gỗ nhằm đẩy nhanh tốc độ tích tụ vốn bởi các ngành này có tỷ suất lợi nhuận khá cao và chiến lược dài hạn là tập trung vào kinh doanh cao su thủy điện với quy mô 51.000 ha cao su và 420 MW thủy điện bởi đây là 2 lĩnh vực được kỳ vọng tạo ra sự phát triển bền vững và lâu dài.

Đầu tư

Lĩnh vực xây dựng, kinh doanh bất động sản luôn đóng góp chủ yếu vào doanh thu và lợi nhuận của HAG trong các năm vừa qua, HAG có tham vọng trở thành công ty bất động sản số 1 tại Việt Nam. Các dự án căn hộ của HAG chủ yếu là phân khúc trung bình và tập trung tại thành phố Hồ Chí Minh. Năm 2010 HAG đã hoàn thành căn hộ Hoàng Anh River view đã khởi công 3 dự án căn hộ: Thanh Bình, Phú Hoàng Anh giai đoạn 2, Incomex và san lấp mặt bằng dự án Đông Nam. Các dự án đang thi công và hoàn thiện: Golden House (An Tiến), Phú Hoàng Anh giai đoạn 1, Cần Thơ, Đắk Lắk, Thanh Bình, Hoàng Anh Incomex, Phú Hoàng Anh giai đoạn 2 và Trung tâm thương mại và 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, Đắk Lắk.



Thông tin các dự án bất động sản HAG đã, đang và sẽ triển khai

STT	Tên Dự án	Vị trí	Diện tích xây dựng (m2)	Diện tích kinh doanh (m2)	TTTM & DV (m2)	Diện tích đất (m2)	Tỷ lệ SH	Bàn giao	Số Căn hộ
Các dự án đã hoàn thành									
1	CHCC&TTTM HA - Hoàng Văn Thụ	Pleiku-Gia Lai	24,574	17,929		1,356	100%	2.2006-4.2008	157
2	Hoàng Anh River View	TP HCM	122,877	100,502		16,230	100%	2010	576
3	CH CC HA Đàm Sinh Thái	Quy Nhơn	84,706	58,635		10,800	100%	2006-2008	560
4	KCHCC Lê Văn Lương	TP HCM	63,955			8,148	100%	2006	450
5	KCH CC Trần Xuân Soạn	TP HCM	80,526	63,869		8,525	100%	8.2006-12.2008	463
6	KCH CC New Sài Gòn	TP HCM	176,685	139,012		25,567	90%	1.2007-10.2009	1,104
7	VP Safomec (Thành Thái)	HCM	83,590	62,000		1,000			
Các dự án đang triển khai									
8	Đak Lak Hoàng Anh - BIDV	Đak lak	52,320	39,915		12,000	55%	8.2007-4.2010	432
9	KCH & TTTM Tây Nguyên Plaza	Cần Thơ	29,391	25,347		5,631	45%	2008-Q2.2010	216
10	KCHCC & TTTM DV Bàu Thạc Gián	Đà Nẵng	73,836	55,196	8,912	5,515	100%	2009-2011	456
11	Hoàng Anh Incomex	TP HCM	98,014	54,919	24,300	12,679	80%	Q2.2010-Q4.2011	396
12	Phú Hoàng Anh GD1	TP HCM	134,840	97,640		23,810	73%	Q2.2008-Q1.2011	802+27 căn TM
13	TTTM&VP Cầu Kinh Tê	TP HCM	165,022	121,422		17,000	100%	Q2.2010-Q2.2013	
14	Thanh Bình	HCM	127,128						1.000
15	Phú Hoàng Anh GD 2	HCM	127,078	96,559	2,497	24,111		Q2.2010-Q1.2012	
16	KCHCC&TTTM HA- Golden House - An Tiến	HCM	198,145	160,408		39,574	80%	Q3.2009-Q2.2012	996
17	HAGL Bangkok	Thái Lan	13,928	11,620		5,042		9.2009-6.2011	
Các dự án sẽ triển khai									
18	KCHCC HA Nơ Trang Long	HCM	30,793						256
19	KCH HA Hóc Môn	HCM	137,274	105,174		24,000		Q4.2010-Q1.2013	1,308
20	Dự án Đông Nam	HCM	352,275						2,300
21	Khu phức hợp Villa&CHCC Q9	TP HCM	317,657	270,008		82,000	100%	Q1.2011-Q4.2013	
22	Tân Phú, Lũy Bán Bích	TP HCM	65,520				100%		474
23	Khu phức hợp đg 2/9	Đà Nẵng	868,686	382,720	89,734	56,588	100%	2010-2013	
24	COVP TTTM Nguyễn Văn Linh	Đà Nẵng	53,040	39,163		3,285		2011-2013	
25	TTTM&DV Phú Định	TP HCM	311,901		65,480		51%	Q3.2010-Q3.2014	
26	TTTM&DV Phan Văn Khoé	TP HCM	81,311		8,568		51%	Q1.2011-Q3.2013	
27	KCH ven Sông Tân Phong	TP HCM	196,756				45%		1120

Nguồn: HAG

Ngành cao su là ngành ưu tiên số 1 của HAG, HAG kỳ vọng đây sẽ là một trong những lĩnh vực tạo ra sự phát triển bền vững và lâu dài cho tập đoàn. Dự kiến năm 2013 lĩnh vực cao su sẽ bắt đầu đóng góp doanh thu lợi nhuận cho tập đoàn. HAG có tổng cộng 51.000 ha cao su trong đó 15.000 ha cao su ở Campuchia, 25.000 ha cao su tại Lào và 11.000 ha cao su ở Tây Nguyên Việt Nam. Hiện nay quỹ đất của HAG lên đến 81.000 ha. Nhờ tạo dựng được lòng tin và sự uy tín nên các quỹ đất HAG



thuê được khá lớn, suất đầu tư vào cao su của HAG thấp hơn so với các doanh nghiệp khác, HAG đang đẩy mạnh triển khai đầu tư. Đến cuối năm 2010 HAG đã trồng được 24.000 ha cao su tại Tây Nguyên, Campuchia và Lào. 6 tháng đầu năm 2011 Tập đoàn đang khai hoang và trồng mới 13.000 ha, dự kiến sẽ trồng xong 14.000 ha còn lại trong năm 2012. Tập đoàn Temasek (Singapore) và HAG vừa ký kết thoả thuận nguyên tắc theo đó Temasek sẽ đầu tư 55 triệu USD vào ngành cao su của HAG thông qua trái phiếu chuyển đổi HAG phát hành tháng 8/2010 và trở thành cổ đông lớn của Tổng công ty cao su. Diện tích cao su trồng năm đầu tiên dự kiến sẽ được đưa vào khai thác từ năm 2013.

Lĩnh vực thủy điện cũng được đẩy mạnh đầu tư và đây cũng là một trong những lĩnh vực hoạt động HAG kỳ vọng sẽ tạo ra sự phát triển bền vững và lâu dài cho tập đoàn. Năm 2010 thủy điện đã bắt đầu có đóng góp vào kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của tập đoàn. HAG đã hoàn thành dự án thủy điện đầu tiên Đắksrông 2 đã đi vào hoạt động từ tháng 10/2010, tháng 6/2011 vừa qua dự án thủy điện thứ 2 là Đắksrông 2A cũng đã đi vào hoạt động, từ nay đến cuối năm 2011 sẽ có thêm 2 dự án là Đắksrông 3B và Bá Thước 2. Như vậy đến cuối năm 2011 sẽ có 4 dự án thủy điện vận hành với tổng công suất là 141,5 MW. Ngoài ra dự án Bá Thước 1 cũng đang trong giai đoạn thi công và 12 dự án thủy điện khác đã được cấp. Có thể thấy các dự án thủy điện tập trung tại Tây nguyên, Thanh hoá và Lào trong đó các dự án tại Tây nguyên và Lào là những dự án thủy điện lớn. Dự kiến đến năm 2014 sẽ hoàn thành hết các dự án thủy điện.

Thông tin các dự án thủy điện HAG đã, đang và sẽ triển khai

STT	Dự án	Vị trí	Công suất (MW)	VDT (tỷ)	Thời gian ĐT
Dự án đã hoàn thành					
1	Đăksrông 2	Gia Lai	24	432	2/2008-10/2010
2	Đăksrông 2A	Gia Lai	18	324	2/2009-6/2011
Dự án đang thi công					
3	Bá Thước 2	Thanh Hoá	80	1,440	12/2009-12/2011
4	Đăksrông 3B	Gia Lai	20	351	2/2010-Q3.2011
5	Bá Thước 1	Thanh Hoá	60	1,080	2010-2012
Dự án sắp triển khai					
6	Đăkpsi 2B	Kom Tum	14	252	9/2011-2012
7	Nậm Kông 2	Lào	66	1,452	2/2011-2013
8	Nậm Kông 3	Lào	45	990	8/2011-2014
9	Đăksrông 3A	Gia Lai	10	180	2/2011-12/2012
10	Buôn Đôn	Đak Lak	20	360	3/2011-2012
11	Buôn Bra	Đak Lak	11	198	3/2011-2012
12	La Drang 4	Gia Lai	9	162	2/2012-2013
13	La Krel 2	Gia Lai	7.5	135	2/2012-2013
14	Đăk Lô 1	Kon Tum	6	108	2/2012-2013
15	Đăk Lô 2	Kon Tum	6	108	2/2012-2013
16	Đăk Lô 3	Kon Tum	10	180	2/2012-2013
17	Psi 2C	Kon Tum	12	216	4/2012-2013
Tổng			418	7,968	

Nguồn HAG

Lĩnh vực khai thác khoáng sản đã bắt đầu được đẩy mạnh khai thác với các mỏ trong nước, dự kiến năm 2011 sẽ bắt đầu có đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận của tập đoàn. HAG có 2 mỏ sắt lớn tại Lào và Campuchia và một số mỏ ở Tây Nguyên và Thanh hoá Việt nam với tổng sản lượng là 70 triệu tấn. Hiện mỏ sắt Kbang tại Gia Lai đang được khai thác và sản xuất ổn định, năm 2010 HAG đã khai thác và chế biến được 240.000 tấn. Tháng 3/2011 HAG đã được cấp phép khai thác và cho thuê đất tại Thanh Hóa với diện tích là 254 ha, trữ lượng khai thác là 120.000 công suất khai thác là 40.000 tấn/năm, thời hạn khai thác là 3 năm (HAG dự kiến sẽ khai thác trong 1,5 năm), trữ lượng quặng của 4 mỏ tại Thanh Hóa HAG đã khảo sát và hiện đang xin cấp phép là 1,48 triệu tấn. Hiện nay đã xong giai đoạn thăm dò chuẩn bị sang giai đoạn khai thác tại 2 mỏ lớn nhất tại Lào và



Campuchia. Dự kiến năm 2011 các mỏ còn lại tại Lào, Campuchia, Kom Tum cũng sẽ bắt đầu đi vào khai thác. Theo kế hoạch HAG sẽ khai thác và chế biến là 700.000 tấn tinh quặng trong năm 2011 và 1,5 triệu tinh quặng trong năm 2012.

Thông tin các mỏ sắt HAG đã được cấp phép

Mỏ	Vị trí	Sản lượng (triệu tấn)	Năm cấp	Tiến độ
1 Mỏ sắt	Lào	20	2009	Diện tích 92km ² , chuẩn bị khai thác Dự kiến sẽ lắp đặt 4 dây chuyền tuyển quặng
1 Mỏ sắt	Campuchia	30	2009	Diện tích 154 hm ² , đã trình dự án đầu tư và hồ sơ xin phép, dự kiến lắp 3 dây chuyền tuyển quặng.
Các mỏ	Tây Nguyên Thanh Hoá	10	2009	
	Gia Lai			2007 (6,06 ha), 2010 (35,53 ha), đã có nhà máy tuyển quặng. Đã có giấy phép KT và đã đầu tư 3 dây chuyền tuyển quặng.
	Kom Tum			Hiện đang trình hồ sơ xin cấp phép, dự kiến lắp đặt 6 dây chuyền tuyển quặng.
	Thanh Hoá			Đã được cấp phép KT, tháng 5 bắt đầu khai thác. Dự kiến sẽ lắp 2 dây chuyền tuyển quặng, bắt đầu hoạt động tháng 8/2011.
Tổng		60		

Nhu cầu và nguồn vốn đối ứng: Nhiều hoạt động của HAG đang trong giai đoạn đầu tư như cao su, thủy điện, khoáng sản, thêm vào đó hoạt động bất động sản có luôn có nhu cầu vốn lớn để triển khai đầu tư đặc biệt khi thanh khoản thị trường bất động sản thấp bất kể nên nhu cầu về vốn của HAG khá lớn và vốn dài hạn.

HAG đã rất thành công trong việc huy động vốn từ bên ngoài trong tình hình tín dụng thắt chặt như hiện nay nhờ vào uy tín và triển vọng tăng trưởng cao của tập đoàn

HAG đã huy động được 90 triệu USD trái phiếu trên 200 triệu trái phiếu đã phát hành ra quốc tế với lãi suất 9,875%/năm, kỳ hạn 5 năm và đơn vị phát hành có thể mua lại sau 3 năm, phải trả 20% năm 2014, 20% năm 2015 và 60% năm 2016, nguồn vốn này dự kiến sẽ được sử dụng để đầu tư vào thủy điện, cao su và bổ sung vốn cho hoạt động kinh doanh.

Ngày 26/5/2011 Northbrook Investment và HAG đã ký thoả thuận nguyên tắc, theo đó điều chỉnh kỳ hạn từ 1 năm lên 3 năm cho 1.100 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi mà HAG phát hành cho Northbrook Investment - Một công ty thành viên của Temasek Holding Pte Ltd của Singapore ngày 19/8/2010. Đồng thời vừa qua Temasek đầu tư 55 triệu USD vào ngành cao su của HAG. Theo đó tổng số Temasek đầu tư vào HAG là 110 triệu USD.

Ngoài ra, nguồn vốn từ hoạt động kinh doanh bên trong tập đoàn cũng rất lớn.

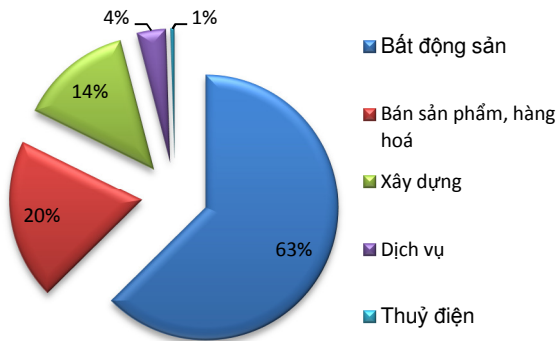
Theo thông tin từ công ty từ năm 2012 ngành thủy điện sẽ tự chủ về tài chính và có khả năng sử dụng các nguồn tiền thu được từ các dự án đang vận hành để trả nợ vay và đầu tư các nhà máy thủy điện khác. Ngành cao su từ đầu năm 2013 sẽ cho doanh thu và nhu cầu vốn chăm sóc từ năm 2013 trở đi không lớn. Theo thông tin tập đoàn, ngày 6/6/2011 số dư tiền mặt là 3.400 tỷ thêm 55 triệu USD (khoảng 1.155 tỷ) của Temasek, do đó HAG có 4.555 tỷ, đủ để đầu tư cho hết năm 2012. Ngoài ra HAG còn có nguồn thu khá lớn từ các dự án bất động sản đã bán như An Tiến, Phú Hoàng Anh giai đoạn 1, Hoàng Anh River View.

Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh

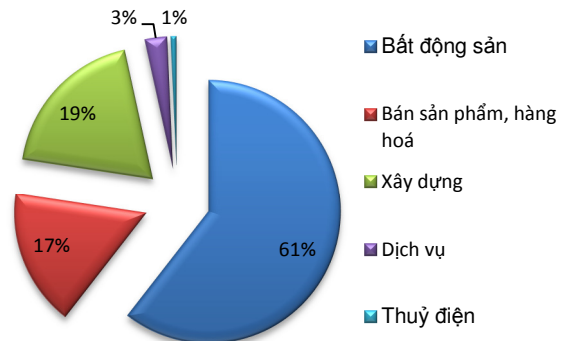
Năm 2010 tài sản, nguồn vốn, doanh thu và lợi nhuận của HAG tăng trưởng mạnh so với năm 2009 trong đó lợi nhuận tăng trưởng mạnh nhất với tốc độ tăng trưởng là 73%. Năm 2010 HAG đạt 4.524 tỷ doanh thu và 2.222 tỷ lợi nhuận sau thuế tương ứng tăng 4% và 73% so với năm 2009. Doanh thu đến chủ yếu từ bất động sản chiếm 63% tổng doanh thu và năm 2010 là năm đầu tiên thủy điện đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận của toàn công ty.

Năm 2010 doanh thu chỉ tăng 4% là do doanh thu bất động sản sụt giảm 16% so với năm 2009 nhưng được bù đắp lại bởi sự tăng trưởng mạnh của các hoạt động bán sản phẩm, hàng hoá, xây dựng, dịch vụ và đặc biệt năm 2010 bắt đầu có nguồn thu từ hoạt động thủy điện.

Doanh thu chỉ tăng trưởng 4% nhưng lợi nhuận tăng trưởng 73% chủ yếu là do doanh thu từ hoạt động tài chính tăng, năm 2010 doanh thu từ hoạt động tài chính đạt 1.262 tỷ tăng 5,3 lần so với năm 2009 nhờ thu nhập từ việc bán 11,75% cổ phần tại tổng công ty bất động sản đạt 980 tỷ và việc bán khu nghỉ dưỡng Quy Nhơn đạt 99 tỷ cùng với đó là lãi suất tiền gửi, chênh lệch tỷ giá tăng 124 tỷ so với năm 2009. Bên cạnh đó còn là do hầu hết tỷ suất lợi nhuận của các hoạt động của HAG đều tăng lên so với năm 2009.



Cơ cấu doanh thu



Cơ cấu lợi nhuận

Bất động sản sụt giảm 16% so với năm 2009 nhưng vẫn đóng góp chủ yếu vào doanh thu của tập đoàn. Do năm 2009 còn có 890 tỷ từ dự án New Sài Gòn. Năm 2010 doanh thu bất động sản đến từ việc hạch toán chủ yếu từ dự án Hoàng Anh River View, Phú Hoàng Anh giai đoạn 1, Hoàng Anh Golden House và 1 phần từ các dự án khác là: Hoàng Anh Cần Thơ, Bàu Thạc Gián Đà Nẵng. Doanh thu, lợi nhuận gộp đạt 2.833 tỷ và 1.388 tỷ giảm tương ứng 16% và 18% so với năm 2009. Trong năm 2010 HAG đã bàn giao căn hộ thuộc dự án Hoàng Anh River View.

Hoạt động xây dựng tăng trưởng mạnh so với năm 2009: doanh thu, lợi nhuận gộp đạt 619 tỷ và 180 tỷ tăng trưởng 94%, 197% so với năm 2009.

Hoạt động kinh doanh gỗ, đá granite: đây là những ngành nghề truyền thống của công ty đồng thời cũng là những sản phẩm đầu vào cho ngành bất động sản của HAG nên các ngành sẽ được đẩy mạnh để hỗ trợ, tạo ra lợi thế cạnh tranh cho ngành bất động sản. Đây cũng là ngành có tỷ suất lợi nhuận cao nên sẽ giúp tích tụ vốn hỗ trợ triển khai các hoạt động chủ lực khác của công ty. Năm 2010 doanh thu, lợi nhuận gộp từ bán sản phẩm và hàng hoá là 888 tỷ và 386 tỷ tăng lần lượt 65% và 151% so với năm 2009.

Hoạt động kinh doanh phòng khách sạn và khu nghỉ dưỡng: HAG có 2 khách sạn và 2 khu nghỉ dưỡng mang lại doanh thu và lợi nhuận tương đối ổn định cho HAG. Trong năm 2010 HAG đã bán 1 khu nghỉ dưỡng Quy Nhơn. Năm 2010 doanh thu và lợi nhuận gộp từ dịch vụ đạt 161 tỷ và 63 tỷ tăng 21% và 415% so với năm 2009. Đây là hoạt động có tốc độ tăng trưởng lớn nhất trong năm 2010.

Hoạt động thủy điện đã bắt đầu có đóng góp từ năm 2010: Sau hơn 2 năm đầu tư dự án thủy điện đầu tiên là Đăksrông 2 với công suất 24MW đã bắt đầu vận hành vào tháng 26/10/2010, chỉ trong 2 tháng vận hành đã đem lại 22,6 tỷ doanh thu và 16 tỷ lợi nhuận gộp.

Kết quả sản xuất kinh doanh của HAG trong quý 1/2011 có kết quả khả quan. Trong tình hình thắt chặt tiền tệ, HAG đã huy động vốn dài hạn khá thành công trong quý 2/2011 giúp cơ cấu lại nợ vay, giảm chi phí nợ vay, duy trì tiền mặt cao để chủ động triển khai các dự án.

Quý 1/2011 HAG 717 tỷ doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt 440 tỷ tăng 36% và 76% so với cùng kỳ năm 2010, hoàn thành 20% kế hoạch lợi nhuận trước thuế.

Doanh thu tăng trưởng 36% so với cùng kỳ 2010 là do doanh thu từ bán căn hộ và doanh thu từ gỗ và granite tăng mạnh so với cùng kỳ 2010 tỷ lệ tương ứng là 24% và 81% tỷ, thêm vào đó là có sự đóng góp 14 tỷ doanh thu từ việc bán điện tại các dự án thủy điện Đăksrông 2. Doanh thu quý 1/2011 đến chủ yếu từ hoạt động bán gỗ và granite.



Doanh thu tăng 36% nhưng lợi nhuận tăng trưởng 76% so với cùng kỳ 2010: Mặc dù tỷ suất lợi nhuận của bán căn hộ sụt giảm do tình hình sự khó khăn của kinh doanh bất động sản nhưng tỷ suất lợi nhuận từ gỗ, granite tăng cao nhờ nguồn gỗ chi phí đầu tư thấp tại Lào mà công ty có được khi cho chính phủ Lào vay xây dựng làng Sea Games. Đặc biệt trong quý 1 HAG bán 4,5% cổ phần tại công ty con là CTCP Xây dựng và phát triển Nhà Hoàng Anh giảm tỷ lệ sở hữu của HAG tại công ty con là 83,71% mang lại 359,4 tỷ doanh thu tăng 115% so với cùng kỳ năm 2010, và lãi tiền gửi ngân hàng tăng 154% so với cùng kỳ năm 2010 đạt 73,5 tỷ.

Ngày 21/01/2011 HAG đã thông qua thay đổi chính sách kế toán về ghi nhận doanh thu hoạt động bán căn hộ để phù hợp hơn với những thay đổi gần đây của các chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế và thực tiễn phát triển ngành bất động sản Việt nam. Doanh thu hoạt động bán căn hộ chỉ được ghi nhận khi thoả mãn tất cả các yêu cầu: Doanh nghiệp đã chuyển giao phần lớn rủi ro và lợi ích gắn liền với quyền sở hữu sản phẩm hoặc hàng hoá cho người mua, doanh nghiệp không còn nắm giữ quyền quản lý hàng hoá như người sở hữu hoặc quyền kiểm soát hàng hoá, doanh thu được xác định tương đối chắc chắn, doanh nghiệp đã thu được hoặc sẽ thu được lợi ích kinh tế từ giao dịch bán hàng, xác định được chi phí liên quan đến giao dịch bán hàng. Việc thay đổi chính sách kế toán sẽ có tác động lớn đối với kết quả kinh doanh của HAG trong lĩnh vực bất động sản.

Việc điều chỉnh kỳ hạn đối với 1.100 tỷ trái phiếu chuyển đổi cùng với việc huy động 90 triệu USD trái phiếu quốc tế và có 55 triệu USD của Temasek thì HAG sẽ có thể thanh lý các khoản nợ ngắn hạn và đến hạn qua đó giảm tỷ lệ nợ ngắn hạn, giảm bớt chi phí lãi vay trong điều kiện lãi suất cao như hiện nay.

Các chỉ tiêu tài chính

Tốc độ tăng trưởng tài sản, nguồn vốn, doanh thu và lợi

nhuận cao: Trong 3 năm gần đây tài sản, nguồn vốn, doanh thu cũng như lợi nhuận đều tăng trưởng mạnh cho thấy sự lớn mạnh về quy mô của HAG. Năm 2010 vốn chủ sở hữu tăng mạnh do HAG tăng vốn điều lệ và thu về nguồn thặng dư lớn cùng với đó là sự gia tăng của lợi nhuận trong năm 2010. Vốn điều lệ của HAG tăng 15% từ 2.704 tỷ lên 3.115 tỷ thông qua chuyển đổi 1.450 tỷ thành 22.055.239 cổ phiếu (mang về thặng dư hơn 1.214 tỷ) và phát hành riêng lẻ 19 triệu cổ phiếu trong đó 16.216.250 cổ phiếu cho Deutsche Bank Trust Company Americas (DBTCA) và 2.783.750 cổ phiếu cho SSI thu về 1.368 tỷ (mang về nguồn thặng dư là 1.178 tỷ). Có được sự tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong các năm gần đây là nhờ hoạt động chính kinh doanh bất động sản có sản phẩm đưa ra thị trường đều đặn. Tính đến thời điểm 31/3/2011 HAG có tổng tài sản là 20.286 tỷ, trong đó vốn chủ sở hữu là 8.909 tỷ, doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2010 của HAG là 4.525 tỷ và 2.222 tỷ.

Khả năng sinh lời tốt: Năm 2010 HAG có tỷ suất lợi nhuận cao hơn năm 2009, hầu hết các hoạt động của tập đoàn đều có tỷ suất lợi nhuận cao hơn năm 2009, cao nhất là tỷ suất lợi nhuận gộp của thủy điện cho thấy suất đầu tư thấp và đây cũng là động lực cho HAG triển khai nhiều dự án thủy điện. Tỷ suất lợi nhuận hoạt động cao hơn tỷ suất lợi nhuận gộp là nhờ lợi nhuận từ hoạt động tái cấu trúc tập đoàn và bán 11,75% cổ phần trong ngành bất động sản. Tỷ suất lợi nhuận ròng của HAG tương đối cao so với các doanh nghiệp cùng ngành bởi lợi thế cạnh tranh từ quỹ đất lớn, mua từ lâu, quy trình xây dựng khép kín. Mặc dù HAG vừa tăng vốn và đang trong giai đoạn đầu tư nhưng ROA, ROE của HAG tương đối cao so với các doanh nghiệp trong ngành năm 2010 đạt

Một số chỉ tiêu tăng trưởng	2008	2009	2010
Tổng tài sản	40%	37%	54%
Vốn chủ sở hữu	10%	26%	94%
Doanh thu	18%	132%	4%
LNTT	16%	73%	73%
LNST	23%	68%	73%

Cơ cấu tỷ suất lợi nhuận gộp	2008	2009	2010
Bất động sản	61%	50%	49%
Bán sản phẩm, hàng hoá	20%	29%	43%
Xây dựng	41%	46%	71%
Dịch vụ	13%	9%	39%
Thủy điện			71%
Toàn tập đoàn HAG	47%	46%	51%

Khả năng sinh lời HAG	2008	2009	2010
Tỷ suất lợi nhuận ròng toàn tập đoàn	41%	29%	49%
ROA toàn tập đoàn	9%	11%	12%
ROE toàn tập đoàn	20%	27%	24%



lần lượt là 12% và 24%.

Cơ cấu nguồn vốn tài trợ vững chắc cho tài sản: HAG sử dụng nợ tương đối thấp so với các doanh nghiệp bất động sản khác, tỷ lệ nợ giảm dần trong 3 năm gần đây. Do HAG kinh doanh bất động sản nên hàng tồn kho (chủ yếu là chi phí các căn hộ xây để bán), các khoản phải thu (chủ yếu là phải thu tiền bán căn hộ), đầu tư tài chính dài hạn (chủ yếu là chi phí đất đai để phát triển các dự án) chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản. Công ty đang trong giai đoạn đầu tư cao su, thủy điện, văn phòng cho thuê nên chi phí xây dựng dở dang cũng chiếm tỷ trọng tương đối lớn. Nguồn vốn của HAG tài trợ vững chắc cho tài sản, tuy nhiên so với các doanh nghiệp khác thì HAG hỗ trợ khách hàng mua căn hộ tương đối lớn, tỷ lệ các khoản trả trước của người mua/các khoản phải thu của khách hàng bằng 0,1% cho thấy HAG đang bị chiếm dụng vốn thương mại, đây sẽ là điểm yếu của HAG với tình hình lãi suất tăng cao như hiện nay tuy nhiên điều này lại cho thấy tiềm lực tài chính lớn mạnh của HAG. Vừa qua, HAG đã huy động thành công nguồn vốn bên ngoài với 145 triệu USD tuy nhiên hệ số nợ của HAG vẫn ở mức an toàn, sau khi trừ đi số tiền mặt thì dư nợ vay thuần của HAG chiếm 23% tổng tài sản.

Cơ cấu vốn và tài sản	2008	2009	2010
Nợ phải trả/TNV	53%	58%	47%
Nợ dài hạn/TNV	24%	23%	19%
Nợ chịu lãi/Nợ phải trả	66%	74%	67%
TSNH/TTS	51%	61%	60%
Các khoản phải thu ngắn hạn/TTS	22%	24%	23%
Hàng tồn kho/TTS	21%	18%	16%
CP xây dựng cơ bản dở dang/TTS	13%	14%	15%
Đầu tư TC dài hạn/TTS	24%	17%	15%

Khả năng thanh toán	2008	2009	2010
Tỷ số thanh toán hiện thời	1.8	1.7	2.2
Tỷ số thanh toán nhanh	1.0	1.2	1.5
Tỷ số thanh toán tiền mặt	0.2	0.5	0.7

Hiệu quả hoạt động	2008	2009	2010
Số ngày các khoản phải thu	301	207	295
Số ngày các khoản phải trả	87	44	71
Số ngày hàng tồn kho	594	315	426
Vòng quay tổng tài sản	0.2	0.4	0.3
Vòng quay tài sản cố định	1.5	2.0	1.3
Vòng quay vốn chủ sở hữu	0.5	1.0	0.7

Khả năng thanh toán tốt: Khả năng thanh toán của HAG tăng dần trong 3 năm gần đây. HAG có khả năng thanh toán tương đối tốt so với các doanh nghiệp cùng ngành. Mặc dù tiền mặt tương đối cao nhưng HAG vẫn đi vay nhằm đảm bảo quản trị rủi ro tài chính và có thể chủ động triển khai được các dự án.

Hiệu quả hoạt động có sự giảm sút do tập đoàn vẫn đang trong quá trình đầu tư: Vòng quay tổng tài sản, vốn chủ sở hữu, tài sản cố định giảm so với năm 2009 do HAG vẫn đang trong giai đoạn đầu tư như cao su, thủy điện, các dự án căn hộ đã và đang triển khai nhưng chưa hạch toán vào doanh thu. Năm 2010 số ngày hàng tồn kho và các khoản phải thu tăng cao có thể do chính sách bán hàng, kế hoạch hạch toán doanh thu từ các dự án bất động sản của HAG.

Triển vọng ngành và doanh nghiệp

Lĩnh vực hoạt động xây dựng kinh doanh bất động sản của HAG vẫn còn nhiều khó khăn, tuy nhiên trong năm 2011 bất động sản sẽ vẫn có kết quả khả quan nhờ hạch toán từ các dự án đã bán được từ năm trước: Năm 2011 chính sách thắt chặt tiền tệ, lãi suất tăng cao, chỉ thị 01/CT-NHNN ban hành ngày 1/3/2011 yêu cầu tỷ trọng dư nợ cho vay lĩnh vực phi sản xuất so với tổng dư nợ của các tổ chức tín dụng tối đa là 22% vào ngày 30/6/2011 và đến ngày 31/12/2011 tỷ trọng này tối đa là 16% đã tác động mạnh mẽ đến thị trường bất động sản, làm giảm nhu cầu bất động sản cũng như vốn đầu tư vào thị trường bất động sản sụt giảm. Đặc biệt tín dụng bất động sản phía nam luôn chiếm tỷ lệ cao trong tổng tín dụng bất động sản cả nước nên tính thanh khoản của thị trường bất động sản phía nam phụ thuộc rất lớn vào chính sách tiền tệ. Mặc dù HAG có lợi thế mua đất lâu giá rẻ, gỗ và đá granite xây dựng căn hộ nên giá thành HAG rất cạnh tranh, giá bán các căn hộ HAG đã giảm xuống mức 1.100-1.200 USD/m² bên cạnh đó tháng 1/2011 VP Bank đã cam kết hỗ trợ 70% giá trị căn hộ của HAG trong thời gian 15 năm cho vay mua mà không cần chứng minh thu nhập và một số thủ tục phức tạp, đồng thời giảm 4% lãi suất theo thị trường trong 2 năm đầu 2011 và 2012 nhưng lượng giao dịch vẫn rất thấp. HAG hiện đã xây xong phần móng của 3 dự án Phú Hoàng Anh giai đoạn 2, Hoàng Anh Incomex và Thanh Bình có thể bán cung cấp 2.300 căn hộ ra thị trường, giá bán trung bình 1.150 USD/m² (tổng doanh thu, lợi nhuận gộp từ 3 dự án chúng tôi ước tính khoảng 5.700 tỷ và 2.500-2.700 tỷ) tuy nhiên trước tình hình khó khăn như hiện nay HAG



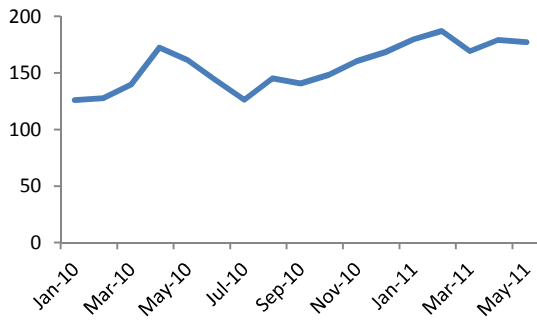
quyết định dừng bán 3 dự án này. HAG có tiềm lực tài chính mạnh, khả năng huy động vốn tốt nhưng tính thanh khoản của thị trường sụt giảm sẽ gây ứ đọng vốn, giảm lợi nhuận cho HAG. Lãi suất quá cao nên dù có nhu cầu nhà ở thực sự thì khách hàng cũng không mua do đó thị trường bất động sản chỉ có thể ấm lên khi lãi suất giảm xuống mức hợp lý hơn. Hiện nay chỉ có phân khúc căn hộ giá thấp mới có nhu cầu lớn, phân khúc căn hộ giá trung bình với mức giá 1.100-1.200 USD/m² của HAG tương đối cao, người tiêu dùng vẫn chưa thực sự tiếp cận được trong tình hình lãi suất cao như hiện nay do đó lĩnh vực bất động sản của HAG chúng tôi cho rằng vẫn còn nhiều khó khăn.

HAG đã có 2 dự án thủy điện đi vào hoạt động, dự kiến sẽ có thêm 2 dự án nữa sẽ hoàn thành cuối năm 2011 do đó thủy điện sẽ tăng dần đóng góp vào doanh thu lợi của tập đoàn. Giá điện ngày càng gia tăng tạo ra triển vọng cho lĩnh vực thủy điện của HAG: Vốn đầu tư vào ngành điện lớn, thời gian đầu tư lâu nên chỉ có những doanh nghiệp tiềm lực tài chính thực sự mạnh mới có thể đầu tư vào lĩnh vực này và HAG là một trong số ít những doanh nghiệp tư nhân tham gia đầu tư vào lĩnh vực sản xuất kinh doanh điện. Thủy điện thời gian đầu tư lâu tuy nhiên khi đi vào hoạt động khai thác sẽ đem lại dòng tiền ổn định và không mất thêm chi phí nguyên liệu đầu vào nhiều như nhà máy nhiệt điện, HAG lại có suất đầu tư thấp nên ngành thủy điện có tỷ suất lợi nhuận rất cao, sau 20 năm khấu hao thì lợi nhuận đem lại là rất lớn. Nhu cầu tiêu thụ điện ở Việt Nam vẫn tương đối lớn, hiện nay cung không đáp ứng cầu nên giá điện sẽ có tiềm năng tăng trong tương lai cùng với đó là một số dự án thủy điện sắp hoàn thành nên ngành thủy điện của HAG sẽ hứa hẹn tăng trưởng mạnh. Đầu tháng 6/2011 thủy điện Đăkkrông 2A công suất 18MW tại Gia Lai đã được đưa vào khai thác, nâng tổng công suất khai thác là 42 MW. Đồng thời HAG cũng đang phân đầu hoàn thành gấp rút hoàn thành thủy điện Bá Thước 2, Đăkkrông 3B dự kiến sẽ phát điện tổ máy 1 vào tháng 11/2011 và hoàn thành vào tháng 2/2012. Do đó ngành thủy điện sẽ đóng góp ngày càng tăng vào kết quả của HAG, theo thông tin từ HAG thì từ 2012 ngành thủy điện sẽ tự chủ về tài chính, có khả năng sử dụng nguồn thu từ các dự án đã vận hành để trả nợ vay và đầu tư nhà máy thủy điện mới. Hiện HAG còn 3 dự án thủy điện đang triển khai và 12 dự án thủy điện đã được cấp. HAG bán điện cho EVN theo giá thỏa thuận, giá hiện tại bình quân là 800 đồng/kwh.

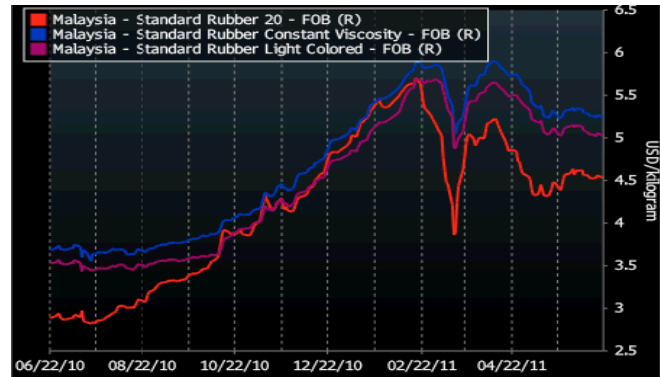
HAG có lợi thế thuê được diện tích trồng cao su lớn trong tình hình đất trồng cao su không còn nhiều, tiến độ triển khai trồng mới khá nhanh, tỷ lệ cây sống cao. Diện tích đất trồng cao su tại Việt Nam không còn nhiều, HAG đã tăng cường thiết lập mối quan hệ và xây dựng uy tín để thuê đất tại Lào, Campuchia, hầu hết diện tích cao su HAG đang triển khai đều tập trung ở Lào và Campuchia. Chi phí đầu tư trồng cao su tại Lào, Campuchia có chi phí cao hơn so với trồng cao su Việt Nam thêm vào đó việc trồng cao su ở nước ngoài còn đối mặt với nhiều rủi ro như tốc độ chuyển giao đất, quản lý nhân công, nạn trộm mủ... Tuy nhiên HAG đã xây dựng được uy tín nên hiện HAG đã trồng được khá nhiều cao su tại Lào (15.500 ha/25.000 ha) và Campuchia (2.000 ha/15.000 ha) với suất đầu tư thấp. Theo ước tính của HAG giá thành mỗi tấn mủ khô khoảng 876 USD/tấn trong khi đó giá cao su hiện nay là trên 4.500 USD/tấn nên lợi nhuận thu về từ mảng khai thác và chế biến cao su là rất cao.

Lĩnh vực sản xuất gỗ và đá là ngành truyền thống và lâu đời, có tỷ suất lợi nhuận tương đối cao sẽ góp phần tích tụ vốn để triển khai cho các lĩnh vực khác, hỗ trợ tạo ra lợi thế kinh doanh cho lĩnh vực sản xuất kinh doanh bất động sản. HAG có nguồn gỗ rất lớn tại Nam Lào với khoảng 300.000 m³ gỗ tròn các loại, đây là nguồn gỗ từ cánh đồng khai hoang trồng cao su mà chính phủ Lào cấp cho HAG bằng hạn ngạch gỗ trong 3 năm với giá trị là 15 triệu USD khi chính phủ Lào vay của HAG để đầu tư xây dựng làng Sea Games tại Viên Chăn, nên năm 2011 HAG không phải nhập khẩu gỗ như mọi năm tạo ra lợi nhuận lớn cho các nhà máy gỗ của HAG. Ngoài ra với diện tích vườn cây cao su lớn 81.000 ha của HAG sau 20-25 năm khai thác sẽ cho khoảng 4,5 triệu m³ gỗ.

Ngành khai thác và chế biến khoáng sản của HAG rất tiềm năng với tổng sản lượng rất hứa hẹn mang lại lợi nhuận lớn trong tương lai: Ngành này đòi hỏi ít vốn đầu tư nhưng mang lại lợi nhuận cao. Bên cạnh tiến hành các thủ tục cần thiết để xuất khẩu tinh quặng, HAG đẩy mạnh tiêu thụ thị trường nước khi thị trường trong nước khá tiềm năng và giúp đa dạng hoá thị trường tiêu thụ bởi hiện cũng có rất nhiều các công ty sản xuất thép lớn đầu tư sản xuất từ đầu vào là quặng sắt và đầu ra là các sản phẩm thép. Đầu năm 2011 HAG đã ký hợp đồng bán cho Tập đoàn Hòa Phát (HPG) 80.000 tấn tinh quặng sắt với tổng giá trị hợp đồng khoảng 200 tỷ, chuyển giao sản phẩm bắt đầu từ tháng 3/2011. Giá quặng sắt hiện đang gia tăng, nhu cầu sắt để sản xuất thép là lớn nên triển vọng giá sắt có thể tăng cao khi nền kinh tế thế giới phục hồi. Từ ngày 2/7/2011 thuế xuất khẩu sắt tại Việt Nam tăng từ 30% lên 40% tuy nhiên các quặng của HAG chủ yếu ở Lào và Campuchia nên việc xuất khẩu dễ hơn và thuế xuất thấp hơn. Tổng trữ lượng các mỏ của HAG ước tính khoảng 60 triệu tấn với giá bán trung bình 120 USD/tấn hiện nay thì mảng khai thác chế biến khoáng sản dự kiến sẽ mang lại 7,2 tỷ USD cho HAG.



Biến động giá quặng sắt



Biến động giá cao su (nguồn: Bloomberg)

Năm 2011 HAG đặt ra kế hoạch với 3.000 tỷ lợi nhuận trước thuế mức tương đương so với thực hiện năm 2010. Chúng tôi cho rằng nhiều khả năng HAG sẽ hoàn thành kết hoạch sản xuất kinh doanh trong năm 2011 với việc hạch toán doanh thu từ các dự án bất động sản đã bán trước đây cùng với việc cho 2 dự án thủy điện đi vào khai thác trong năm 2011, các hoạt động khác vẫn tương đối ổn định: Do quyết định dừng bán 3 dự án Phú Hoàng Anh giai đoạn 2, Hoàng Anh Incomex và Thanh Bình trong điều kiện khó khăn của thị trường bất động sản nên kế hoạch lợi nhuận trước thuế đặt ra là 3.000 tỷ thay vì 3.600 tỷ như dự kiến cuối năm 2010. Trong đó kế hoạch lợi nhuận từ bất động sản từ 1.400-1.700 tỷ (chiếm 47-57% tổng lợi nhuận) được hạch toán từ Phú Hoàng Anh giai đoạn 1, Golden House (An Tiến), Cần Thơ và Đắk Lắk và Quy Nhơn đã bán được trước đó đã bán được trước đó.

So sánh với một số công ty lớn trong ngành đang niêm yết trên sàn

HAG có tổng tài sản và vốn cao tương đối so với các doanh nghiệp cùng ngành kinh doanh bất động sản đang niêm yết trên sàn, là doanh nghiệp có tiềm lực tài chính lớn, sử dụng ít nợ vay và tiền trong tài khoản lớn, tỷ suất sinh lời khá cao nhờ quỹ đất lớn và rẻ do mua từ lâu. Mặc dù vẫn đang trong giai đoạn đầu tư nhưng ROA, ROE của HAG vẫn tương đối cao. Tuy nhiên so với các doanh nghiệp cùng ngành PE, PB cao tương đối so với các doanh nghiệp khác trong ngành cho thấy sự đánh giá cao về triển vọng phát triển của HAG trong tương lai.

Mã	TTS (tỷ)	VDL (tỷ)	TSLN ròng Q12011	EPS trailing	BV	P/E	P/B	ROA 2010	ROE 2010	Nợ/ Tổng NV	Giá ngày 21/06/2011
BCI	3,808	723	36%	4,090	24,169	4.1	0.7	7%	16%	49%	16,900
HAG	20,286	4,673	61%	4,320	19,067	9.9	2.2	12%	24%	52%	42,800
HDG	1,634	203	49%	5,370	29,457	5.3	1.0	19%	47%	60%	28,500
ITA	9,267	3,413	32%	1,890	17,042	5.9	0.7	8%	12%	37%	11,100
ITC	2,830	691	5%	2,640	28,227	5.3	0.5	7%	10%	31%	14,100
KBC	11,592	2,957	33%	3,130	14,978	5.6	1.2	10%	25%	54%	17,400
LCG	2,312	375	12%	3,770	32,888	3.8	0.4	11%	20%	46%	14,400
NTL	2,201	328	43%	9,420	28,295	2.6	0.9	27%	63%	56%	24,500
QCG	5,347	1,215	92%	2,940	19,395	7.1	1.1	6%	12%	50%	21,000
REE	4,729	1,863	23%	1,920	14,454	6.1	0.8	7%	12%	43%	11,700
VIC	27,619	3,816	27%	3,940	19,584	33.5	6.7	9%	36%	62%	132,000

Nguồn: VCBS tổng hợp, dữ liệu cập nhật đến quý 1/2011

Phân tích SWOT

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> - Quỹ đất lớn, mua từ rất lâu nên giá rẻ, vị trí đẹp thêm vào đó các sản phẩm gỗ và đá granite là đầu vào cho các dự án bất động sản nên tạo ra lợi thế cạnh tranh cho các sản phẩm bất động sản của HAG. - HAG năng động đẩy mạnh đầu tư ra nước ngoài sớm nên tìm được các cơ hội đầu tư lớn và hấp dẫn. Lĩnh vực cao su, thủy điện đều có suất đầu tư thấp. - Tình hình tài chính lành mạnh, các yếu tố tài chính cơ bản tốt. - HAG khả năng huy động vốn tốt. Uy tín, thương hiệu lớn cùng các dự án tiềm năng giúp HAG huy động thành công 90 triệu USD trái phiếu quốc tế, gọi vốn 55 triệu USD từ Temasek giúp HAG chọn thời điểm tốt hơn để bán các căn hộ và có đủ nguồn vốn để chủ động triển khai các dự án cao su, thủy điện, bất động sản trong tình hình thị trường tiền tệ bị thắt chặt như hiện nay. 	<ul style="list-style-type: none"> - Bộ máy hoạt động lỏng lẻo, khó kiểm soát. - Cao su và thủy điện mới triển khai nên hiệu quả không đánh giá hết được. - Cao su và thủy điện đều là các ngành đòi hỏi vốn ban đầu lớn, ngành cao su thời gian đầu tư lâu nên nhu cầu về vốn lớn trong các năm đầu triển khai.
Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> - Ngành bất động sản vẫn là ngành có tỷ suất lợi nhuận cao, nhu cầu nhà ở vẫn rất lớn nên khi thị trường bất động sản phục hồi với lợi thế cạnh tranh thì ngành bất động sản HAG có tiềm năng tăng trưởng mạnh. - Nhu cầu về điện luôn lớn, giá điện có xu hướng tăng sẽ tạo ra triển vọng phát triển cho lĩnh vực thủy điện của HAG. - Giá cao su đang duy trì ở mức cao, nhu cầu cao su thế giới lớn tạo ra tiềm năng tăng trưởng cho lĩnh vực khai thác và chế biến cao su của HAG 	<ul style="list-style-type: none"> - Hiện nay thị trường bất động sản sụt giảm thanh khoản làm giảm lợi nhuận, ứ đọng vốn. - Huy động trái phiếu bằng USD nên sự biến động của tỷ giá VND/USD sẽ ảnh hưởng đến các khoản thanh toán lãi trái phiếu và các khoản mua lại trái phiếu.



Bảng cân đối kế toán tóm tắt

Đơn vị: Triệu đồng	Năm 2010	+/-% 2009	Q1/2011	+/-% Q1/2010
TÀI SẢN NGẮN HẠN	11,493,766	55%	11,781,430	46%
Tiền và các khoản tương đương tiền	3,588,663	85%	2,489,107	85%
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	81,783	-48%	81,783	0%
Các khoản phải thu	3,788,758	28%	4,883,092	12%
Hàng tồn kho	3,798,429	-48%	3,997,236	0%
Tài sản ngắn hạn khác	236,133	78%	330,212	87%
TÀI SẢN DÀI HẠN	7,577,979	58%	8,504,928	77%
Các khoản phải thu dài hạn	0		0	#DIV/0!
Tài sản cố định	4,409,785	75%	5,061,898	81%
Lợi thế thương mại	78,919		84,435	#DIV/0!
Bất động sản đầu tư	0		0	#DIV/0!
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	2,855,493	39%	3,119,543	75%
Tài sản dài hạn khác	233,782	9%	239,052	17%
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	19,071,745	56%	20,286,357	58%
NỢ PHẢI TRẢ	9,891,577	40%	10,542,330	45%
Nợ ngắn hạn	6,578,629	53%	6,715,118	51%
Nợ dài hạn	3,312,948	19%	3,827,212	36%
VỐN CHỦ SỞ HỮU	8,481,376	80%	8,909,467	72%
Vốn chủ sở hữu	8,481,376	81%	8,909,467	73%
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	-100%	0	-100%
LỢI ÍCH CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ	698,791	68%	834,561	93%
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	19,071,745	56%	20,286,357	58%

Bảng kết quả hoạt động kinh doanh

Đơn vị: Triệu đồng	Năm 2010	+/-% 2009	Q1/2011	+/-% Q1/2010
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	4,526,469	4%	717,198	35%
Các khoản giảm trừ	-1,591	-68%	-92	-98%
Doanh thu thuần	4,524,878	4%	717,106	36%
Giá vốn hàng bán	-2,232,775	-5%	-373,411	26%
Lợi nhuận gộp	2,292,103	14%	343,695	50%
Doanh thu hoạt động tài chính	1,262,054	533%	434,975	121%
Chi phí tài chính	-216,599	1%	-96,061	160%
- Trong đó : Chi phí lãi vay	-204,971	-1%	-93,356	163%
Chi phí bán hàng	-133,032	23%	-37,650	71%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-190,206	17%	-49,937	17%
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	3,014,320	75%	595,021	83%
Thu nhập khác	21,835	-55%	8,493	106%
Chi phí khác	-21,283	-20%	-9,783	-6%
Lợi nhuận khác	552	-97%	-1,289	-80%
Lãi lỗ trong công ty liên doanh	2,538		0	#DIV/0!
Tổng lợi nhuận kết toán trước thuế	3,017,410	73%	593,732	87%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	519,431	277%	176,706	273%
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp hoãn lại	275,902	-13%	-22,577	-211%
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	2,222,077	73%	439,603	76%
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	2,093,579	76%	370,648	53%



KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được xây dựng nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến triển vọng phát triển của doanh nghiệp. Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo cũng không phải là lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào của/liên quan đến công ty được phân tích trong báo cáo. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này và các nhận định, phân tích trong báo cáo thể hiện quan điểm riêng, độc lập của phòng Phân tích. Do đó, VCBS và/hoặc các bộ phận khác của VCBS có thể có các hoạt động mua/bán chứng khoán thuận chiều hoặc ngược chiều với những khuyến nghị trong báo cáo này.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM

Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank
198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024

Fax: 84 – 4 – 39 360 262

<http://www.vCBS.com.vn> – <http://info.vCBS.com.vn>
PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ PHÂN TÍCH

Trưởng phòng:

Nguyễn Đức Hải
(ndhai@vCBS.com.vn)

Nhóm phân tích đầu tư:

Lê Thị Lệ Dung
(ltdung@vCBS.com.vn)

Bùi Ngọc Hà
(bnha@vCBS.com.vn)

Nguyễn Thị Thanh Nga
(nttnga_hcm@vCBS.com.vn)

Lê Thị Ngọc Anh
(ltnanh@vCBS.com.vn)

Trần Minh Hoàng
(tmhoang@vCBS.com.vn)

Trần Gia Bảo
(tgbao@vCBS.com.vn)

Quách Thuý Linh
(qtlinh@vCBS.com.vn)

Nguyễn Vĩnh Nghiêm
(nvnghiem@vCBS.com.vn)

Ngô Mạnh Duy
(nmduy@vCBS.com.vn)