

09/04/2012



Phuong Ton

Analyst

phuong.ton@vcsc.com.vn

+84 8 3914 3588, ext 146

NĂM GIỮ

Giá mục tiêu

VND30,500

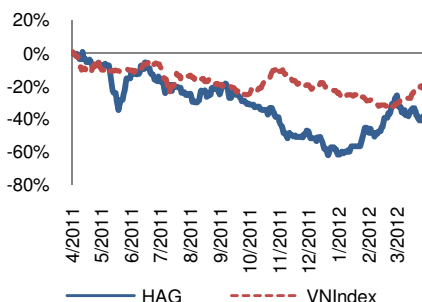
Conglomerates

Các chỉ số chính

Giá @ 06/04/2012	30.400
Giá mục tiêu	30.500
TL tăng so với giá mục tiêu	0,3%
Mức thấp nhất 52 tuần	17.300
Mức cao nhất 52 tuần	45.800
KLGD bình quân 30 ngày	1.285.347
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	467
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	14.205
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	676
TL sở hữu nước ngoài	33%

Định giá	2011	2012F	2013F
EPS (cơ bản)	2.421	2.271	2.524
Tăng trưởng EPS	-48,4%	-6,2%	11,2%
Suất sinh lợi cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%
P/E (thị giá)	7,8	13,4	12,0
P/B (thị giá)	1,0	1,4	1,2
EV / EBITDA	9,3	10,4	8,8
ROE	14,1%	11,4%	11,4%
ROA	5,9%	4,5%	4,5%
ROIC	7,3%	5,2%	5,0%
Nợ/Vốn CSH %	115,3%	122,3%	132,2%

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối %	-7,6%	-3,2%	-33,2%
Tương đối %	-18,4%	-6,2%	-9,5%



Cơ cấu cổ đông

Chủ tịch HĐQT	48,1%
NĐT nước ngoài	33,1%
NĐT cá nhân	18,8%

See important disclosure at the end of this document

www.vcsc.com.vn | VCSC<GO>

HAG: Cân bằng dòng tiền

Mức giá hợp lý cho HAG là bao nhiêu? Trong khi viết báo cáo này, chúng tôi nhớ lại chuyến thăm tỉnh Attapeu, Lào tháng Mười Một vừa qua với ông Đoàn Nguyên Đức, vị Chủ tịch hội đồng quản trị nổi tiếng của HAG. Khi ấy chúng tôi có rất nhiều câu hỏi và giờ đây thậm chí còn nhiều câu hỏi hơn nữa. Giá trị của 36.000 hecta rừng cao su được chăm sóc bằng phương pháp nhỏ giọt là bao nhiêu? Liệu trong tương lai các hồ chứa có còn đủ nước để chạy các nhà máy thủy điện? Khi nào thì thị trường bất động sản sẽ hồi phục? Liệu chính phủ có cấm xuất khẩu quặng thô, trong đó có quặng sắt? Tình hình đầu tư mía đường liệu có êm xuôi? Và câu hỏi lớn nhất là: giá hợp lý cho một trong những tập đoàn lớn nhất của Việt Nam là bao nhiêu?

Phương pháp kết hợp chiết khấu dòng tiền và tổng các giá trị thành phần định giá cổ phiếu HAG là 30.500 đồng. Định giá cổ phiếu HAG là một công việc thực sự thử thách, nhất là khi tập đoàn đang trong giai đoạn chuyển tiếp. Sau nhiều năm lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ nhờ bất động sản, tập đoàn giờ đây đang đầu tư vào các dự án thủy điện và đồn điền cao su vốn không mang lại lợi nhuận ngay lập tức. Phương pháp P/E vì thế có thể không định giá đầy đủ giá trị của các đồn điền cao su, phương pháp P/B có thể định giá cổ phần bất động sản thấp hơn thực tế. Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần túy là không khả thi, do không thể tách bạch riêng các dòng tiền trong tập đoàn và không có báo cáo tài chính của các công ty con.

Lưu ý những điều trên, chúng tôi sử dụng phương pháp kết hợp chiết khấu dòng tiền và giá trị các thành phần để định giá cổ phiếu HAG. Chúng tôi ước tính giá hợp lý của cổ phiếu HAG là 30.500 đồng, tương đương 13,4 lần lợi nhuận dự phóng 2012 và điều này cho thấy 2012 vẫn chưa phải là một năm hái quả với HAG trong việc tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận.

Việc cân bằng các dòng tiền mặt trong năm 2012 đóng vai trò quyết định trong sự lột xác của công ty và cũng là trọng tâm của báo cáo này. Luận điểm đầu tư chúng tôi đặt ra là HAG sẽ cần phải có thêm nguồn tài chính bên ngoài để đáp ứng nhu cầu đầu tư xây dựng cơ bản năm 2012 là khoảng 2.000 tỷ đồng nhằm duy trì số dư tiền mặt trên 2.000 tỷ đồng vào cuối năm. Chúng tôi cho rằng nguồn tài chính hợp lý nhất là vốn vay, và chi phí lãi vay như vậy sẽ cao hơn trong năm 2012.

Mặt khác, năm 2012 sẽ đánh dấu một bước tiến quan trọng khi lĩnh vực cao su sẽ đem lại những khoản thu đầu tiên. Khoảng một nửa giá trị công ty sẽ đến từ lĩnh vực này.

Như luận điểm đầu tư mà chúng tôi trình bày, chúng tôi tin rằng HAG chỉ phù hợp với các nhà đầu tư:

- sẵn sàng đầu tư các lĩnh vực rủi ro cao như khai khoáng và bất động sản, hiện đang gặp khó khăn
- là các nhà đầu tư dài hạn, sẵn sàng chờ tới thời điểm mọi giả định được sáng tỏ và HAG có thể chứng minh thuyết phục khả năng của mình trong những lĩnh vực hoạt động mới như cao su.
- không dựa vào cổ tức bằng tiền mặt trong năm 2012 và 2013.

Không chú trọng vào số liệu quá khứ. Trong báo cáo này chúng tôi không chú trọng vào việc trình bày và phân tích kết quả hoạt động trước kia do có một số lĩnh vực kinh doanh chỉ mới xuất hiện cũng như việc thay đổi chính sách kế toán không áp dụng không hồi tố cho lĩnh vực bất động sản, chuyển từ ghi nhận theo phương pháp ghi nhận từng phần sang phương pháp ghi nhận khi hoàn thành khiến việc so sánh số liệu quá khứ không thực sự ý nghĩa.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi định giá HAG là 24.500 tỷ đồng, tương đương giá trị công ty 1,2 tỷ USD, theo đó mệnh giá cổ phiếu sẽ là 30.500 đồng/cổ phiếu.

Một mặt, chúng tôi tiếp tục khuyến nghị HAG với các nhà đầu tư dài hạn, nhất là do ngành cao su sẽ đóng góp một nửa tổng dòng tiền theo dự báo của chúng tôi.

Mặt khác, trong quá trình định giá, chúng tôi muốn nhấn mạnh các rủi ro mà các nhà đầu tư cần lưu ý khi quyết định đầu tư vào HAG:

- 1. Thu nhập sẽ biến động.** Trước đây khả năng dự phóng thu nhập khá dễ dàng khi chỉ có ngành bất động sản. Tuy nhiên, giờ đây khi thị trường bất động sản ở trạng thái đóng băng thì dự báo lợi nhuận trở nên khó khăn. Trước mắt chỉ có hai dự án Phú Hoàng Anh I và An Tiến Gold House là có thể kỳ vọng được ghi lợi nhuận trong năm 2012. Việc khai thác quặng sắt đang vấp phải việc cấm xuất khẩu quặng thô trong khi thị trường trong nước không có nhiều khách hàng tiềm năng do số những nhà sản xuất thép sử dụng công nghệ lò cao không nhiều. Các đồn điền cao su vẫn còn phải đợi hai năm nữa mới mang lại lợi nhuận đáng kể. Các nhà máy thủy điện sẽ chỉ đóng góp 200 tỷ đồng lãi gộp theo dự phóng của chúng tôi.
- 2. Mất cân bằng dòng tiền.** Dòng tiền mặt chảy vào từ bất động sản có thể giảm sút trong khi dòng tiền mặt chảy ra để đầu tư vào thủy điện và cao su (vốn không mang lại tiền mặt ngay lập tức) lại khá lớn đang tạo ra tình trạng mất cân bằng về tiền mặt. Theo ước tính của chúng tôi, để đáp ứng 100% chi phí đầu tư XDCHB theo kế hoạch và duy trì cân bằng tiền mặt ở mức an toàn vào cuối năm, trong năm 2012 và 2013 HAG phải huy động lần lượt 2.000 tỷ đồng và 2.300 từ bên ngoài.
- 3. Huy động vốn và nợ từ bên ngoài có thể gặp trở ngại.** Thông thường để giải quyết vấn đề thiếu tiền mặt, công ty sẽ phát hành cổ phiếu hoặc vay từ bên ngoài. HAG đã áp dụng cả hai cách trong nước lẫn quốc tế nhưng vẫn chưa đáp ứng được hết nhu cầu vốn. Khi nợ ngày càng tăng trên bảng cân đối kế toán, việc vay thêm sẽ trở nên khó khăn và tốn kém hơn đối với HAG. Về khả năng phát hành thêm cổ phiếu, ở vùng giá cổ phiếu hiện tại và các hạn chế trong các khế ước trái phiếu chuyển đổi và nợ vay có thể sẽ gây trở ngại cho công ty theo đuổi kế hoạch phát hành thêm này.

CÂN BẰNG DÒNG TIỀN SẼ ĐÓNG VAI TRÒ QUYẾT ĐỊNH ĐỐI VỚI HAGL NĂM 2012

Vào Quý 4 năm 2012, HAG có 2.896 tỷ đồng tiền mặt trên cân đối kế toán, mức thay đổi gần như không đáng kể so với Quý 3. Đạt được thành quả này chủ yếu là nhờ việc thu xếp được khoản nợ dài hạn 906 tỷ đồng nợ để chi cho đầu tư XDCHB trong quý.

Hình 1: Ước tính các dòng tiền chính cho hoạt động năm 2012

Dòng tiền ra

Tiền lãi vay	1.628 tỷ VND
Nợ dài hạn và trái phiếu đáo hạn	980 tỷ VND
Chi phí đầu tư XDCHB cho cao su	
Duy trì diện tích đã trồng	600 tỷ VND
Trồng mới 8.800 ha	430 tỷ VND
Đường	665 tỷ VND
Thủy điện (Dakrong 3B and Bá Thước 2)	400 tỷ VND

Vốn lưu động dành cho bất động sản (chi phí đất cho dự án Thanh Bình & và xây dựng cho dự án An Tiến)	400 tỷ VND
Chi phí quảng cáo và điều hành doanh nghiệp	500 tỷ VND
Tổng dòng tiền chảy ra	5.603 tỷ VND

Dòng tiền vào

Lợi nhuận gộp từ quặng sắt (240.000 tấn) cộng trừ lại khấu hao	229 tỷ VND
Lợi nhuận gộp từ thủy điện, cộng trừ lại khấu hao	284 tỷ VND
Lợi nhuận gộp từ cao su (1.848 hecta), cộng trừ lại khấu hao	44 tỷ VND
Tiền mặt từ bất động sản (xem mục RE để biết thêm chi tiết)	3.043 tỷ VND
Tổng lượng tiền mặt chảy vào	3.600 tỷ VND

Lượng tiền mặt ròng sẽ phải chi	VND2.003 tỷ
--	--------------------

Nguồn: VCSC ước tính, chúng tôi giả định việc đảo các khoản vay ngắn hạn sẽ không thay đổi tổng lượng vốn vay ngắn hạn.

HAG từng đưa ra kỳ vọng sẽ có nguồn tiền từ bất động sản để đầu tư vào thủy điện và cao su trong giai đoạn chuyển tiếp. Khi thị trường bất động sản trở nên trầm lắng, công ty chuyển sang phương án B là sử dụng tiền mặt từ việc khai thác quặng sắt. Việc khai thác các mỏ sắt lộ thiên sẽ cho phép HAG nhanh chóng tạo ra lượng tiền mặt để hoạt động nhưng gần đây do lệnh cấm xuất khẩu quặng sắt thô của chính phủ nên nguồn tiền này trở nên eo hẹp.

Trong khi đó, chỉ tiêu thu 3.000 tỷ đồng từ bất động sản trong năm 2012 có thể không thực hiện được nếu thị trường tiếp tục yếu, chúng tôi cho rằng HAG có thể sẽ phải dựa vào nguồn tài chính bên ngoài để cân đối nguồn vốn đầu tư.

Tuy nhiên, hiện tại việc phát hành cổ phiếu có thể không dễ dàng bởi các lý do sau:

- giá cổ phiếu hiện tại chưa hấp dẫn cho việc phát hành thêm
- tránh quyền lợi cổ đông bị pha loãng, đặc biệt là các nhà đầu tư lớn và dài hạn như Jaccar và Dragon Capital.
- cơ cấu tập đoàn gây khó khăn cho các nhà đầu tư muốn lựa chọn lĩnh vực cụ thể để đầu tư

Vì vậy trong dự phóng của chúng tôi, chúng tôi tiếp tục sử dụng nợ như giải pháp cho nhu cầu vốn của HAG trong năm 2012 và thời gian tiếp theo. Mặc dù vậy, chúng tôi nhận thấy có những hạn chế tiềm tàng đối với khối lượng nợ mà HAG có thể vay thêm.

Dự báo của chúng tôi về hệ số năng lực trả nợ của công ty và tỷ số EBITDA/chi phí cố định cho thấy công ty có thể gặp nhiều khó khăn khi vay nợ thêm nữa.

Hình 2: Hệ số năng lực trả nợ

	2012	2013	2014	2015	2016
Lợi nhuận từ hoạt động	1.264.110	1.990.919	2.984.007	4.040.464	4.809.869
Vay dài hạn và trái phiếu đến hạn trả	986.238	755.549	507.466	598.269	637.507
Lãi vay (vốn hóa và chi phí)	1.627.832	2.076.322	2.630.564	3.078.894	2.784.889
Tổng chi phí nợ	2.614.070	2.831.871	3.138.030	3.677.163	3.422.396

Hệ số năng lực trả nợ	0,48	0,70	0,95	1,10	1,41
-----------------------	------	------	------	------	------

Nguồn: VCSC ước tính

EBITDA/ chi phí cố định

Khi bị S&P hạ bậc tín nhiệm vào tháng 12/2011 và sau đó là Fitch vào tháng 03/2012, HAGL đã không đáp ứng giao ước về tỷ lệ này đạt tối thiểu là 3,5 lần (được định nghĩa bằng tỷ lệ EBITDA hợp nhất chia cho tổng chi phí lãi vay) trong khế ước khoản trái phiếu quốc tế trị giá 90 triệu đô la. Do đó, công ty mẹ HAG và các công ty con nằm trong giới hạn của khế ước (bao gồm các công ty con cao su, thủy điện, bất động sản và quặng sắt) có thể vấp phải nhiều hạn chế khi vay thêm nợ.

Hình 3: EBITDA/ chi phí cố định

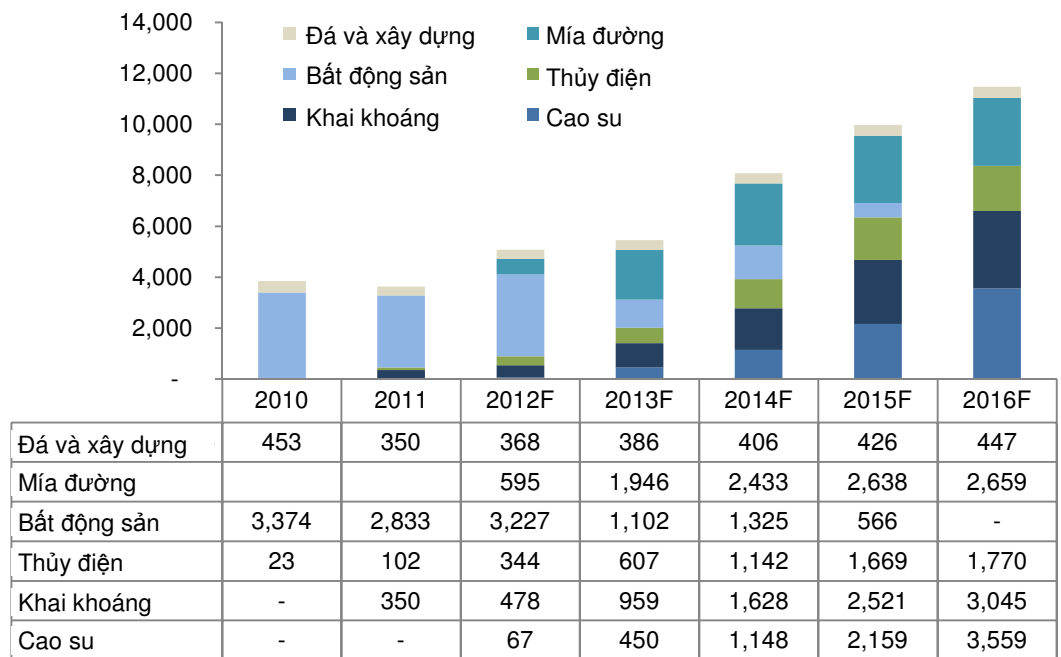
	2012	2013	2014	2015	2016
EBITDA	2.740.122	3.544.974	4.648.033	5.825.815	6.653.460
Chi phí cố định	1.112.441	1.627.832	2.076.322	2.630.564	3.078.894
EBITDA/chi phí cố định	2,46	2,18	2,24	2,21	2,16

Là một điều khoản chuẩn trong các khế ước vay nợ lãi suất cao, chúng tôi cho rằng việc phát hành và bán cổ phiếu của các công ty con bị giới hạn bởi khế ước theo đó cũng sẽ bị hạn chế.

DỰ PHÓNG HỢP NHẤT

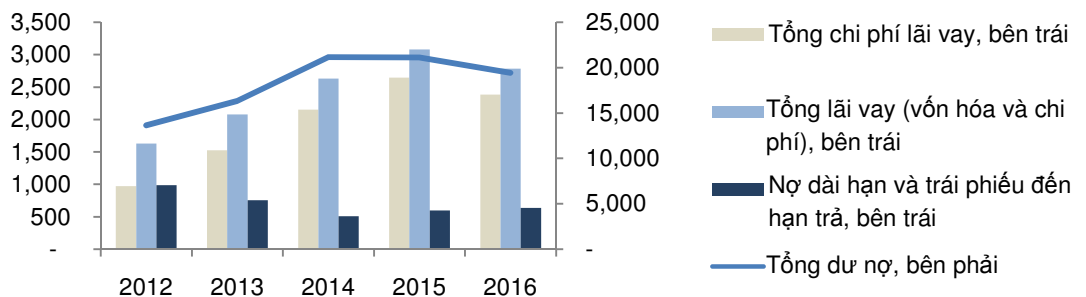
Dưới đây chúng tôi trình bày những dự phóng quan trọng nhất dựa trên tổng hợp nhiều giả thiết do công ty cung cấp cũng như thông tin chúng tôi có được về các lĩnh vực chính.

Hình 4: Dự phóng doanh thu theo từng ngành cho giai đoạn 2012-2016 (tỷ đồng)



Nguồn: VCSC ước tính

Hình 5: Dự phóng nợ và lãi vay, với giả định thời hạn chuyển đổi trái phiếu được gia hạn 2 năm theo thỏa thuận với Temasek



Nguồn: VCSC ước tính

Dự phóng nợ vay của chúng tôi có một số điểm đáng lưu ý như sau:

- khối lượng nợ dài hạn và trái phiếu đến hạn trả sẽ tăng mạnh trong năm 2012 khi có 450 tỷ đồng trái phiếu của Phú Hoàng Anh đến hạn chi trả vào tháng 05 và tháng 12/2012.

- chúng tôi dự báo chi phí lãi vay sẽ tăng gấp đôi năm 2012 do ảnh hưởng tổng hợp của: i) tiền lãi tích lũy trong suốt một năm trên một khoản nợ chuyển đổi từ Temasek và khoản 90 triệu đô la trái phiếu quốc tế phát hành vào giữa năm 2011, ii) một phần các khoản lãi sẽ không được vốn hóa nữa do hai nhà máy thủy điện và một phần đồn điền cao su đi vào hoạt động, iii) lãi suất thực áp dụng cho nửa đầu năm 2012 cao hơn so với 2011 và iv) tiền lãi phát sinh từ các khoản vay mới nhằm đáp ứng các yêu cầu về đầu tư năm 2012.

BẤT ĐỘNG SẢN

HAG có tiếng là công ty xây dựng hiệu quả nhất về mặt chi phí trên thị trường, nhưng vấn đề của thị trường bất động sản Việt Nam hiện nay nằm ở chỗ nhu cầu yếu và HAG không khỏi bị ảnh hưởng từ khó khăn này. Hiện tại các dự án sau đây của HAG vẫn còn ảnh hưởng lên dòng tiền mặt của công ty:

Dự án Hoàng Anh Riverview đã được hoàn tất và ghi nhận doanh thu vào năm 2010. Tuy nhiên, khoảng 600 tỷ đồng vẫn nằm trong các khoản phải thu mà theo chúng tôi được biết, là do khó khăn của một công ty bán sỉ. Chúng tôi dự phóng trong năm 2012 HAG sẽ thu được 50% số tiền còn lại này.

Phú Hoàng Anh 1, đã ghi nhận 4 block (khoảng 80%) trong năm 2011 vẫn còn khoảng 1.000 tỷ đồng chưa thu. Để cải thiện doanh số bán hàng, HAGL đã áp dụng chiến lược khuyến khích theo đó khách hàng cuối chỉ phải trả 50% là có thể nhận căn hộ. Chúng tôi khảo sát thấy các căn hộ sẽ được giao cho các khách hàng mua lẻ vào khoảng cuối tháng 03/ đầu tháng 04/2012.

An Tiến – Gold House đã được bán sỉ 50% cho BIDV và 50% cho Saigon Mekong và có thể được ghi nhận vào Quý 03/2012. Vào tháng 11/2011, SGMK đã có chiến dịch giảm giá 20% và nhờ đó đã bán được gần hết số căn hộ, qua đó thu về được khoảng 36% tổng giá trị dự án. Chúng tôi tin rằng HAG sẽ sớm xem xét khả năng giảm giá tương tự cho BIDV.

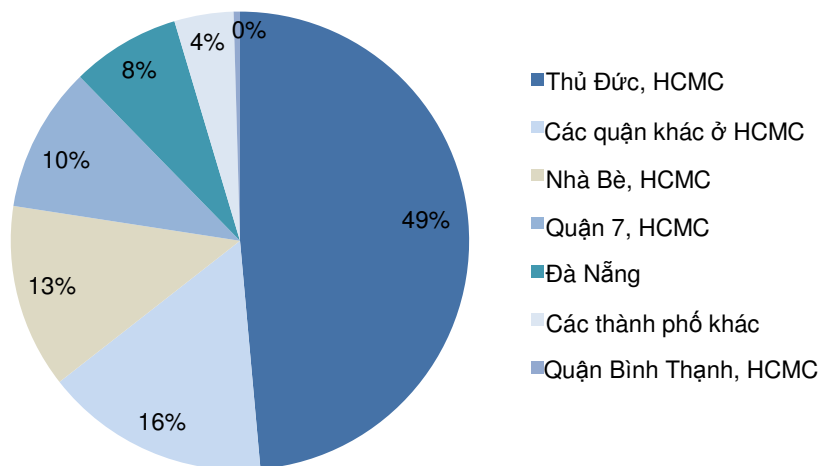
Theo kế hoạch đề ra cho năm 2012, HAG sẽ khởi công xây dựng và tập trung vào bán các dự án Phúc Bảo Minh và Minh Tuấn ở Quận Tân Phú và Quận 9 với giá bán dự kiến là 12 triệu đồng/m². Vẫn còn phải chờ xem liệu các dự án trên có được thị trường đón nhận nồng nhiệt hay không. Theo quan sát của chúng tôi giá thị trường hiện tại của một số dự án ở quận Tân Phú là khoảng 14 triệu/m². Gần đây cũng xuất hiện tin trên thị trường dự án Minh Tuấn sẽ được chuyển sang bán đất nền nhưng chúng tôi tin rằng dù mang về doanh thu cao hơn, phương thức bán lẻ sẽ mất nhiều thời gian khiến HAG không tận dụng được dòng tiền đầu tư vào các lĩnh vực kinh doanh khác.

Phương án cơ sở của HAG là thu 3.000 tỷ đồng tiền mặt từ bất động sản trong năm 2012 để hỗ trợ các lĩnh vực kinh doanh khác. Trong trường hợp tình hình kinh tế vĩ mô vẫn còn khó khăn khiến ngành bất động sản vẫn không thể phục hồi hoàn toàn, HAG có thể sẽ phải tạo nguồn tiền mặt bằng cách bán toàn bộ cổ phần tại một số dự án, như đã làm với các dự án Phú Định và Phan Văn Khỏe năm 2011 ghi nhận 400 tỷ đồng lợi nhuận.

Hình 6a: Các dự án đang thi công và quỹ đất

Tiến độ	Dự án	Địa điểm	Diện tích đất m2	GFA sqm	Diện tích thương mại	Số căn hộ	Mặt bằng bán lẻ	Tỷ lệ sở hữu
Đang triển khai	Phú Hoàng Anh (Giai đoạn 1)	Nhà Bè, TP HCM	23.810	134.840	97.640	802		82,9%
Đang triển khai	Tây Nguyên Plaza	Cần Thơ	5.631	43.782	35.026	309		51,0%
Đang triển khai	An Tiến Gold House	Nhà Bè, TP HCM	39.574	198.145	141.782	996		80,0%
Đang triển khai	Bầu Thạc Gián	Đà Nẵng	5.510	65.514	54.458	456	8.912	100,0%
Đang triển khai	HAGL – BIDV Dak Lak	Dak Lak	8.900	53.114	39.915	432		81,9%
Đang triển khai	HAGL Bangkok	Thái Lan	5.042	18.378	11.425	140		41,5%
Quỹ đất	Nơ Trang Long	Bình Thạnh, TP HCM	3.202	28.818	23.695	256		42,4%
Quỹ đất	Phú Hoàng Anh (Giai đoạn 2)	Nhà Bè, TP HCM	30.656	118.194	90.384	648	2.497	82,9%
Quỹ đất	Incomex	Q.7, TP HCM	12.679	98.014	54.919	396	24.300	70,6%
Quỹ đất	Hóc Môn	TP HCM	24.687	127.529	107.240	1.308		43,6%
Quỹ đất	Phúc Bảo Minh	Tân Phú, TP HCM	8.318	55.405	50.088	598		86,4%
Quỹ đất	Anh Hùng Núp	Gia Lai, Pleiku	3.758	71.037	48.628	508		100,0%
Quỹ đất	Phù Đồng	Gia Lai, Pleiku	6.993	40.566	32.001	452		100,0%
Quỹ đất	Minh Tuấn	Q.9, TP HCM	82.000	450.934	379.195	4.823		62,8%
Quỹ đất	2/9 St.	Đà Nẵng	43.487	239.000	196.290	2.944	262.543	88,2%
Quỹ đất	Nguyễn Văn Linh	Đà Nẵng	3.285	50.525	39.163	-	39.163	100,0%
Quỹ đất	Kinh Tế	Q.7, TP HCM	15.720	121.422	99.259	-	121.422	88,2%
Quỹ đất	Thanh Bình	Q.7, TP HCM	17.797	127.128	101.702	1.000		88,2%
Quỹ đất	Tân Phong	Q.7, TP HCM	28.127	185.538	157.792	1.120		39,7%
Quỹ đất	Hiệp Bình Phước (Đông Nam)	Thủ Đức, TP HCM	352.008	460.000	368.000			88,1%
Quỹ đất	Phan Lang	Thanh Khê, Đà Nẵng	3.448	24.133	19.307			88,2%
Tổng cộng			435.241		2.089.251			

Hình 6b: Thành phần quỹ đất phân loại theo địa điểm



Nguồn: VCSC tổng hợp

Khi định giá bất động sản của HAG, chúng tôi chia làm hai phần: (1) các dự án đã được khởi công xây dựng theo đó có thể áp dụng chiết khấu dòng tiền và (2) quỹ đất nền chưa triển khai theo đó chúng tôi áp dụng phương pháp định giá thị trường.

Hình 7 (1) Doanh thu bán hàng và tiến độ thu tiền của các dự án định giá theo phương pháp DCF

	2012	2013	2014	2015
Doanh thu bán hàng				
Phú Hoàng Anh (Giai đoạn I)	478.338	-	-	-
An Tiến Gold House	2.041.661	-	-	-
Phú Hoàng Anh (Giai đoạn II)	-	596.534	994.224	397.690
Các dự án khác	707.476	505.241	330.747	168.241
Tổng cộng	3.227.475	1.101.776	1.324.971	565.930
Tiến độ thu tiền				
Phú Hoàng Anh (Giai đoạn I)	1.195.846	239.169	-	-
An Tiến Gold House	1.020.830	408.332	-	-
Phú Hoàng Anh (Giai đoạn II)	178.960	596.534	735.726	397.690
Các dự án khác	647.083	471.754	140.865	61.888
Tổng cộng	3.042.719	1.715.790	876.591	459.577

Nguồn: VCSC ước tính

Cơ sở để chúng tôi đưa ra định giá quỹ đất nền chưa triển khai của HAG là quỹ đất đã là đất sạch hoàn toàn. Tuy nhiên, do thiếu những thông tin chi tiết từ thiết kế 1/500 cũng như dự án chưa khởi công, chúng tôi không có đủ thông tin để áp dụng định giá chiết khấu dòng tiền.

Hình 8: (2) Quỹ đất được định giá dựa trên giá thị trường theo ước lượng của chúng tôi

Quỹ đất	Diện tích đất m2	Giá thị trường triệu VND/m2	RNAV triệu VND	Tỷ lệ cổ phần	Định giá đất
Hóc Môn	24.687	4,0	98.748	44%	43.054
Phúc Bảo Minh	8.318	8,0	66.544	86%	57.494
Đỗ Xuân Hợp	82.000	8,0	656.000	63%	411.968
Đường 2/9	43.487	12,0	521.844	88%	460.266
Tân Phong	28.127	20,0	562.540	40%	223.328
Kinh Tế Office	15.720	20,0	314.400	88%	277.301
Hiệp Bình Phước	352.008	5,0	1.760.040	88%	1.550.595
Incomex	12.679	20,0	253.580	71%	179.027
Phù Đồng	6.993	5,0	34.965	100%	34.965
Phan Lang	3.448	15,0	51.720	88%	45.617
Thanh Bình (1)	17.797	20,0	355.940	88%	313.939
Nguyễn Văn Linh	3.285	13,0	42.705	100%	42.705
Anh Hùng Núp	3.758	3,5	13.153	100%	13.153
Tổng cộng					3.653.414
Trừ Lợi ích của cổ đông thiểu số					(429.276)
Giá trị quỹ đất					3.224.137

Nguồn: VCSC, (1) hiện đã bắt đầu công tác làm móng

QUẶNG SẮT

Theo HAG, Công ty có ba mỏ sắt trong nước và hai ở nước ngoài với tổng trữ lượng 60 triệu tấn.

Hình 9: Trữ lượng quặng sắt của HAGL

	Trữ lượng công bố (triệu tấn)	Độ tinh khiết	Tình trạng
Kbang - Gia Lai	6,15	48,4%	Đang hoạt động, 5 nhà máy luyện kim đã được lắp đặt
Morai - Kontum	1,91	65,0%	Đang xin giấy phép khai thác 3 năm
Thanh Hóa	1,48	65,0%	Đã xin được giấy phép 3 năm, dự kiến bắt đầu hoạt động năm 2012
Lào	21,30	45,0%	Đã xin được giấy phép, 4 dây chuyền sản xuất sẽ được lắp ráp vào cuối năm 2012
Campuchia	30,00	47,0%	Đang trong quá trình xin giấy phép
Tổng cộng	60,84		

Nguồn: HAG

Ban đầu, HAG dự định sẽ bán 500.000 tấn quặng sắt trong năm 2012, bao gồm cả tiêu thụ trong nước và xuất khẩu. Theo nhận định của chúng tôi, chỉ tiêu này giờ đây khó có thể đạt

được do việc xuất khẩu quặng sắt thô đã bị cấm từ tháng 01/2012 cùng với việc ban hành Chỉ thị 02/CT-TTg ngày 09/01/2012. Vì vậy trong kế hoạch trình đại hội cổ đông năm 2012, HAG đã hạ chỉ tiêu xuống 300.000 tấn.

Trong khi đó, lượng khách hàng mua quặng sắt trên thị trường nội địa khá hạn chế do công nghệ lò cao hiện vẫn chưa phổ biến ở Việt Nam. Hiện chỉ có TISCO, HPG, VIS và DNY đang sử dụng công nghệ này. Chúng tôi được biết TISCO gần như hoàn toàn tự cung cấp quặng sắt trong khi VIS và DNY tiêu thụ khối lượng nhỏ hơn rất nhiều, do đó HPG sẽ là khách hàng tiềm năng lớn nhất trong thị trường nội địa. Thực tế năm 2011 HAG đã bán gần 200.000 tấn cho khách hàng duy nhất của mình là HPG, tương đương 33,6% tổng nhu cầu quặng sắt/ năm của HPG.

Tuy HPG cũng có các mỏ quặng của mình, HAG có lợi thế hơn so với HPG về chi phí sản xuất nhờ các mỏ lộ thiên. Chúng tôi ước tính, hiện tại chi phí sản xuất hiện tại của HAG vào khoảng 48,5USD/tấn trong khi của HPG là khoảng 90USD/tấn (không kể chi phí vận chuyển). Vì vậy chúng tôi cho rằng HPG sẽ tiếp tục mua một khối lượng khá lớn quặng sắt từ HAG, mà chúng tôi ước tính là 240.000 tấn, tương đương 40% tổng nhu cầu quặng sắt của HPG và thấp hơn một chút so với chỉ tiêu doanh số năm nay của HAG. Cơ sở của việc ước tính này là ngoài quặng sắt của HAG, mà HPG phải chịu chi phí vận chuyển từ cảng Quy Nhơn, HPG còn có thể mua quặng sắt từ một số mỏ ở Thái Nguyên với quặng sắt chất lượng tốt tương đương và chi phí vận chuyển cạnh tranh hơn. Như vậy, với kế hoạch này doanh thu từ quặng sắt ước đạt 478 tỷ đồng và lãi gộp ước đạt 223 tỷ đồng trong dự phóng của chúng tôi.

HAG cũng dự định dời hai dây chuyền sản xuất từ Kbang Gia Lai sang Lào vào cuối năm 2012 do gần đây đã xin được giấy phép khai thác tại nước này.

ĐỒN ĐIỀN CAO SU

Đến nay, HAG đã trồng khoảng 36.000 hecta cao su (22.000 hecta tại Lào, 10.200 hecta ở Việt Nam và phần còn lại ở Campuchia). Việc khai hoang đất đang được tiến hành và HAG sẽ bắt đầu trồng thêm 8.800 hecta tại Lào vào tháng Năm và tháng Sáu năm nay, sau đó là 6.200 hecta vào năm 2013. Theo chúng tôi được biết, thời hạn thuê đất ở mỗi nước là 50 năm.

HAG có tổng cộng 1.848 hecta cao su ở Attapeu, Lào được trồng từ năm 2007 và có thể thu hoạch vào nửa sau của năm 2012 (trong đó có 1.500 hecta sở hữu thông qua Công ty Cao su Quang Minh, đã trở thành công ty con của HAG vào giữa năm 2011). Tại mức giá dự báo của chúng tôi là 80 triệu đồng/tấn mủ và mức thu hoạch 0.9 tấn/hecta cho vụ thu hoạch đầu tiên vào nửa cuối năm 2012, tổng doanh thu từ cao su năm 2012 có thể đạt khoảng 66,5 tỷ đồng, và lãi gộp vào khoảng 38 tỷ đồng.

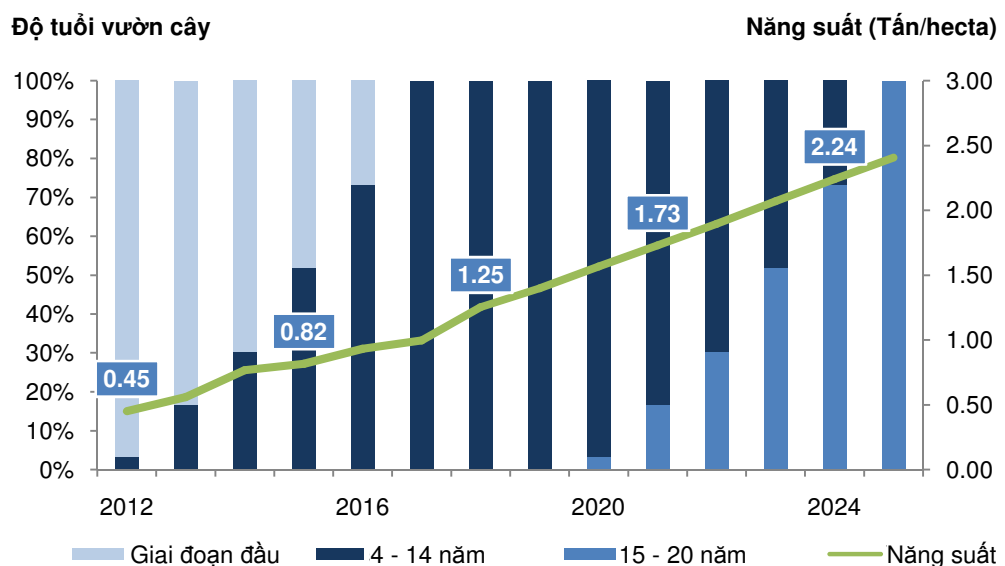
Hình 10: Việc sản xuất cao su và lợi nhuận dự kiến

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Diện tích cao su có thể thu hoạch (ha) (*)</i>	1.848	9.371	16.924	28.991	41.000	49.800
<i>Năng suất cao su (tấn/hecta)</i>	0,9	1,00	1,10	1,30	1,45	1,60
<i>Khối lượng cao su (tấn)</i>	832	5.233	12.955	23.661	38.239	55.717
<i>ASP (triệu đồng/tấn)</i>	80	86	89	91	93	95

Doanh thu	66.528	450.068	1.147.523	2.158.754	3.558.590	5.288.823
Lãi gộp	38.143	270.603	689.948	1.297.951	2.139.602	3.179.905
Chi phí G&A	3.992	27.004	68.851	129.525	213.515	317.329

(*) Bao gồm 5.000 hecta của công ty Quang Minh tại Lào, trong đó 1.500 hecta sẽ được thu hoạch năm 2012 và phần còn lại vào năm 2013. Quang Minh vừa mới trở thành công ty con của HAG sau khi tỷ lệ cổ đông tăng lên 61,76% vào giữa năm 2011.

Hình 11: Độ tuổi vườn cây và năng suất



Nguồn: VSCS ước tính

THỦY ĐIỆN

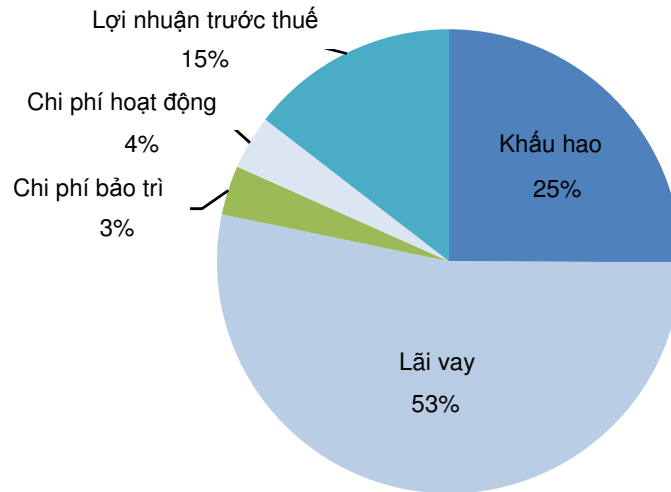
Hiện tại HAGL có hai nhà máy thủy điện đang hoạt động với tổng công suất là 42MW (Daksrong 2 và Daksrong 2A). Năm 2012 HAG sẽ có thêm hai dự án nữa với tổng công suất là 99,5MW (Bá Thước 2 và Daksrong 3B). Với hai dự án này, chúng tôi ước tính tổng doanh thu từ thủy điện trong năm 2012 sẽ là 344 tỷ đồng với khoảng 200 tỷ đồng lãi gộp. Theo ước tính của chúng tôi, HAG sẽ phải chi thêm 400 tỷ đồng nữa trên số dư chi phí xây dựng dở dang của thủy điện tại ngày 31/12/2012 để hoàn thành hai nhà máy Bá Thước 2 và Daksrong 3B vào giữa năm 2012.

Ngoài bốn dự nhà máy thủy điện trên, các nhà máy khác còn đang trong giai đoạn đầu, khối lượng xây dựng hoàn thành chưa đáng kể.

Nhìn chung, thủy điện là ngành đòi hỏi đầu tư ban đầu cao và mang lại tiền mặt đều đặn một khi các nhà máy đi vào hoạt động, trong đó khấu hao trung bình chiếm khoảng 25% tổng doanh thu.

Dưới đây là dự phóng của chúng tôi về chi phí hoạt động của thủy điện trong năm 2012. Lãi vay chiếm 1 tỷ trọng lớn trong những năm đầu sau khi dự án đi vào hoạt động sau đó giảm mạnh khi số dư nợ giảm xuống.

Hình 12: Tỷ trọng các chi phí trong doanh thu từ thủy điện năm 2012



Nguồn: VCSC ước tính

Hầu hết các dự án thủy điện của HAG đều có công suất nhỏ hơn 30MWh theo đó giá bán điện được tính theo công thức của Bộ Tài chính (trung bình đạt 1.100 đồng/Mw đối với HAG trong năm 2011). Đối với các dự án công suất lớn hơn 30MWh, giá cả tùy thuộc vào việc đấu giá cạnh tranh với EVN. Đối với nhà máy thủy điện Bá Thước 2 sẽ đi vào hoạt động trong năm 2012, chúng tôi được biết giá bán trong năm 2012 và 2013 đã thương thảo với EVN là 668 đồng vào mùa mưa và 868 đồng vào mùa khô.

Hình 13: Danh sách các dự án thủy điện

#	Tên nhà máy	Tỷ lệ sở hữu	Công suất thiết kế (MWh)	Tổng vốn đầu tư XDCB (VNDbn)	Năm bắt đầu hoạt động
1	Bá Thước 1	77,1%	60	990.000	2013
2	Bá Thước 2	77,1%	80	1.320.000	2012
3	Daksrong 2	98,8%	24	408.000	2010
4	Daksrong 2A	98,8%	18	306.000	2011
5	Daksrong 3A	98,8%	14	222.750	2013
6	Daksrong 3B	94,0%	19,5	321.750	2012
7	Ia Drang 4	98,8%	9	148.500	2015
8	Ia Krel 2	98,8%	8	123.750	2016
9	Dak Lo 1	65,6%	6	99.000	2014
10	Dak Lo 2	65,6%	6	99.000	2014
11	Dak Lo 3	100,0%	10	165.000	2015
12	Dakpsi 2B	51,0%	14	231.000	2015
13	Buon Bra	51,0%	11	165.000	2015
14	Buon Don	36,0%	20	360.000	2014
15	Nam Kong 2	100,0%	45	1.089.000	2014
16	Nam Kong 3	100,0%	66	742.500	2014
TỔNG CỘNG			409,5	6.791.250	

Nguồn: HAG

NỘI THẤT VÀ ĐÁ GRANITE

Lĩnh vực nội thất và đá granite có liên hệ mật thiết với bất động sản và một tỷ trọng lớn là phục vụ nội bộ. Do ngành bất động sản và xây dựng gặp nhiều khó khăn, lĩnh vực này được dự báo sẽ trầm lắng theo. Khó khăn cũng được phản ánh trong kết quả hoạt động năm 2011 của HAG với doanh thu giảm 30% và lãi gộp giảm 38%.

Dù không kỳ vọng lĩnh vực này sẽ phát triển nhiều, chúng tôi cho rằng lĩnh vực này sẽ vẫn là một trong những ngành kinh doanh của HAG chừng nào ngành bất động sản còn nằm trong cơ cấu ngành nghề của Công ty. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ tăng trưởng doanh thu là 5% cho lĩnh vực này.

Hình 14: Dự báo tình hình kinh doanh đá granite và nội thất

	2012	2013	2014	2015	2016
DOANH THU	368.000	386.400	405.720	426.006	447.306
Tỷ lệ tăng trưởng	5%	5%	5%	5%	5%
GIÁ VỐN	292.160	306.768	322.107	338.212	355.123
Lãi gộp	75.839	79.631	83.613	87.794	92.183

Nguồn: VCSC ước tính

ĐƯỜNG VÀ CÁC NGÀNH LIÊN QUAN

HAGL thông báo tổ hợp sản xuất mía đường sẽ đi vào hoạt động từ tháng 11/2012 với quy mô đủ cho diện tích canh tác 8.000 hecta. Năm 2012, khoảng 5.000 hecta sẽ sẵn sàng cho vụ thu hoạch đầu tiên. Trong năm 2012 HAG cần chi 32 triệu USD vốn đầu tư xây nhà máy, trong đó 50% là vốn vay từ ngân hàng BIDV.

Hiện tại HAG dự định sản xuất đường thô (RS) mà theo chúng tôi được biết hiện tỷ trọng sử dụng trong công nghiệp đang giảm đi. Chúng tôi tin rằng sau giai đoạn thử nghiệm, công ty sẽ xem xét việc đầu tư thêm vào việc sản xuất đường tinh luyện (RE) để được giá cao hơn.

Một trong những thuận lợi chính của việc sản xuất đường tại Lào là được loại trừ khỏi hạn ngạch xuất khẩu mà hiện nay các nhà sản xuất đường trong nước đang phải đối mặt. Ngoài ra, do công ty chỉ mới bước chân vào lĩnh vực sản xuất đường sau khi phát hành trái phiếu quốc tế, vốn vay cho ngành này sẽ không bị giới hạn bởi điều khoản hạn chế vay của trái phiếu.

Hình 15: Dự báo tình hình kinh doanh đường

	2012	2013	2014	2015	2016
Diện tích trồng mía (hecta)	3.000	8.000	8.000	8.000	8.000
Sản lượng mía (tấn)	270.000	720.000	800.000	880.000	880.000
Sản lượng đường (tấn)	29.700	86.400	96.000	105.600	105.600
Giá (kg)	18.500	18.870	19.247	19.440	19.634
Doanh thu – Đường (tỷ đồng)	549.450	1.630.368	1.847.750	2.052.851	2.073.379
Doanh thu – Điện (tỷ đồng)	45.360	45.360	45.360	45.360	45.360
Doanh thu - Ethanol (tỷ đồng)	-	270.000	540.000	540.000	540.000
Tổng doanh thu	594.810	1.945.728	2.433.110	2.638.211	2.658.739
- Giá gốc	(292.853)	(1.007.453)	(1.383.253)	(1.503.021)	(1.543.769)

Lãi gộp	301.957	938.275	1.049.858	1.135.190	1.114.970
---------	---------	---------	-----------	-----------	-----------

Nguồn: VCSC ước tính

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa HAG vào danh sách cổ phiếu theo dõi với khuyến nghị lần đầu là **NĂM GIỮ** và giá mục tiêu là 30.500 đồng/cổ phiếu dựa trên phương pháp kết hợp chiết khấu dòng tiền và tổng các giá trị thành phần. Do không thể tách riêng các dòng tiền giữa các công ty trong tập đoàn, các giá trị thành phần được tổng hợp tại mức lãi gộp còn các chi phí khác như chi phí marketing, chi phí điều hành doanh nghiệp và chi phí lãi vay được dự phóng gộp ở cấp độ công ty mẹ. Chúng tôi tin rằng việc áp dụng cứng nhắc phương pháp tổng giá trị thành phần sẽ làm giảm giá trị nội tại của các lĩnh vực mang lại tiền mặt cho tập đoàn trong khi giá trị của những lĩnh vực không phải đi vay mà đang sử dụng tiền được cung cấp từ những lĩnh vực khác lại được định giá cao hơn.

Trên cơ sở dòng tiền không tách bạch này, chúng tôi chỉ áp dụng một mức chiết khấu duy nhất thay vì nhiều tỷ lệ chiết khấu khác nhau cho từng ngành. Việc tính chi phí sử dụng vốn cổ phần và chi phí sử dụng vốn bình quân được dựa trên trọng số của doanh thu bằng USD và doanh thu bằng tiền đồng trong thời gian dự phóng.

Hình 16: Dự báo tỷ lệ chiết khấu

	2012	2013	2014	2015	2016
Lãi suất phi rủi ro (đô la)	6,75%	6,75%	6,50%	6,50%	6,50%
Phần bù rủi ro	12%	10,5%	9,00%	9,00%	8,00%
HAG beta	1,24	1,24	1,24	1,24	1,24
Chi phí Re (tiền đô la)	21,6%	19,8%	17,7%	17,7%	16,4%
Chi phí Rd (tiền đồng)	25,0%	25,0%	23,0%	23,0%	22,0%
Doanh thu (đồng)	4.439.029	2.999.847	3.705.380	3.747.654	3.774.976
Doanh thu (USD)	639.162	2.449.722	4.376.734	6.231.626	7.704.157
Chi phí Re trung bình	24,6%	22,7%	20,1%	19,7%	18,3%
Tỷ lệ nợ/tổng nguồn vốn	55,0%	56,9%	60,9%	58,1%	52,6%
Thuế	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%
Chi phí lãi vay	18,0%	18,0%	17,0%	17,0%	16,0%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	18,8%	17,7%	15,9%	15,9%	15,2%

Thời gian dự phóng của chúng tôi kéo dài 10 năm nhằm đưa vào tối đa giá trị của rừng cao su sau những thay đổi về năng suất thu hoạch hàng năm.

Hình 17: Tổng kết FCFF

FCFF (tỷ đồng)	2012	2013	2014	2015	2016	2021
Lãi gộp, Bất động sản	946.342	446.630	496.621	224.943	-	-
Lãi gộp, Thủy điện	197.522	358.487	733.124	1.147.846	1.237.723	1.533.482
Lãi gộp, Cao su	38.143	270.603	689.948	1.297.951	2.139.602	5.983.578
Lãi gộp, Khai khoáng	222.560	453.446	755.662	1.165.174	1.396.891	1.614.949
Lãi gộp, Đường	301.957	938.275	1.049.858	1.135.190	1.114.970	899.285
Lãi gộp, Granite & và các lĩnh vực khác	75.839	79.631	83.613	87.794	92.183	93.339
SG&A	-518.253	-556.154	-824.818	-1.018.433	-1.171.500	-1.933.903
Lãi/lỗ từ các hoạt động đầu tư và các hoạt động khác	1.254.684	1.254.684	1.246.513	1.251.960	1.251.053	514.604
EBIT	2.518.794	3.245.603	4.230.521	5.292.425	6.060.922	8.705.334
Trừ: thuế	-557.332	-718.153	-936.085	-1.171.052	-1.341.097	-1.926.224
Cộng: khấu hao	221.328	299.371	417.512	533.390	592.538	762.737
Trừ: đầu tư XDCB	-2.600.000	-3.094.403	-3.868.710	-1.917.203	-1.061.250	-1.061.250
Thay đổi vốn lưu động	-384.855	-857.527	-1.961.450	804.097	-421.231	-517.386
Dòng tiền tự do	-802.065	-1.125.109	-2.118.212	3.541.658	3.829.882	5.963.210
Giá trị hiện tại của dòng tiền	-675.326	-804.628	-1.306.719	1.884.557	1.768.925	1.413.925
Giá trị dòng tiền cuối						46.539.300
Giá trị lũy kế của dòng tiền	-675.326	-1.479.954	-2.786.672	-902.116	866.809	10.242.341

Hình 18: Dự báo FCFE

FCFE (tỷ đồng)	2012	2013	2014	2015	2016	2021
Lợi nhuận trước thuế	1,548,565	1,721,404	2,078,683	2,648,109	3,676,252	7,854,532
Trừ: thuế	-342,650	-380,894	-459,949	-585,946	-813,442	-1,737,968
Trừ: khấu hao	221,328	299,371	417,512	533,390	592,538	762,737
Trừ: đầu tư XDCB	-2,600,000	-3,094,403	-3,868,710	-1,917,203	-1,061,250	-1,061,250
Thay đổi vốn lưu động	-384,855	-857,527	-1,961,450	804,097	-421,231	-517,386
Cộng: vay ròng	2,002,564	2,665,766	4,854,144	-49,790	-1,675,140	-1,427,076
Dòng tiền tự do	444,952	353,716	1,060,230	1,432,658	297,727	3,873,589
Giá trị hiện tại của dòng tiền	357,174	231,503	577,736	652,384	114,646	710,714
Giá trị dòng tiền cuối						28,011,460
Giá trị lũy kế của dòng tiền	357,174	588,677	1,166,413	1,818,798	1,933,444	6,336,197

Hình 19: Tổng kết định giá DCF

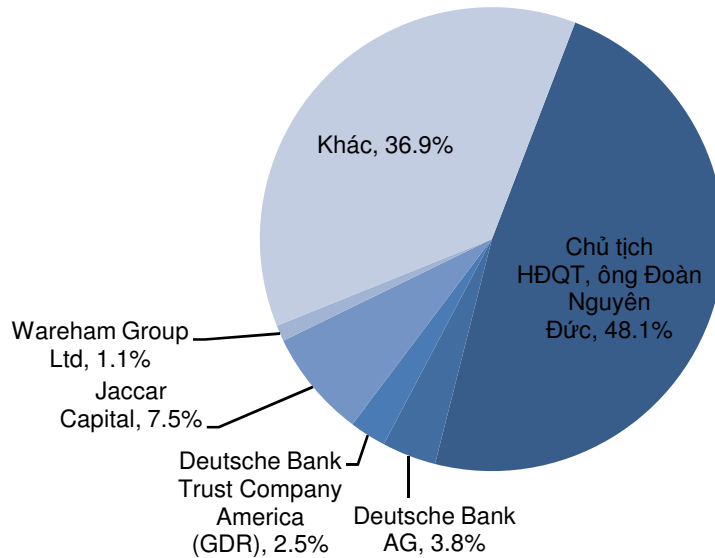
Định giá DCF đa giai đoạn	FCFF	FCFE
Thời gian dự phóng	10	10
Giá trị hiện tại của dòng tiền	10.242.341	6.336.197
Giá trị dòng tiền cuối	46.658.845	28.011.460
<i>Giá trị hiện tại của dòng tiền cuối</i>	<i>11.063.185</i>	<i>5.139.457</i>
<i>Tỷ trọng giá trị của dòng tiền cuối/ tổng giá trị các dòng tiền</i>	<i>52%</i>	<i>45%</i>
Tổng cộng	21.305.525	11.475.654
Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	2.993.813	2.993.813
Nợ dài hạn và ngắn hạn	11.625.799	11.625.799
Giá trị tài sản ròng của phần đất đai không sử dụng chiết khấu dòng tiền	3.224.137	3.224.137
Giá trị doanh nghiệp (EV)	24.529.663	23.331.777
Giá trị vốn cổ đông bao gồm lợi ích cổ đông thiểu số	15.897.677	14.699.792
<i>P/B của phần vốn bao gồm cổ đông thiểu số</i>	<i>1,6</i>	<i>1,5</i>
<i>Giá trị sổ sách của cổ đông thiểu số</i>	<i>684.640</i>	<i>684.640</i>
Giá trị hợp lý của phần cổ đông thiểu số theo P/B	1.079.435	998.100
Giá trị VCSH trừ đi giá trị hợp lý của phần cổ đông thiểu số	14.818.242	13.701.692
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	467.281	467.281
Giá trị cổ phiếu	31.712	29.322

Định giá của chúng tôi thể hiện những hiểu biết tốt nhất mà chúng tôi có được về doanh thu và chi phí của các ngành hiện HAG đang theo đuổi. Tuy nhiên, do nhiều lĩnh vực kinh doanh của công ty vẫn trong quá trình xây dựng, những giả định về chi phí của chúng tôi cần phải được xem xét lại cùng với quá trình các ngành này đi vào hoạt động và khai thác.

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Thời gian gần đây đã có khá nhiều giao dịch của một số cổ đông lớn khiến cơ cấu cổ đông HAG thay đổi.

Hình 20: Cơ cấu cổ đông



Nguồn: HAG

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro về lãnh đạo. Ông Đoàn Nguyên Đức đóng vai trò quyết định đối với thành công của HAG. Một trong những thách thức là tìm ra người có thể gánh vác bớt và khi cần có thể thay thế ông Đức điều hành Công ty khi địa bàn hoạt động của HAG trải dài không chỉ tại nhiều nước khác nhau mà còn tại những khu vực giao thông khó khăn.

Rủi ro về hoạt động. Trừ lĩnh vực bất động sản và đồ gỗ và đá granite, các lĩnh vực khác đều còn trong giai đoạn đầu, theo đó việc định giá của chúng tôi dựa trên rất nhiều giả định và nhiều điều còn chưa chắc chắn.

Rủi ro chính trị. Ngoài Việt Nam, HAG còn hoạt động ở một số quốc gia, trong đó một số nước có rủi ro chính trị khá cao như Thái Lan và Campuchia.

Rủi ro về giá thị trường. HAG đang trong giai đoạn chuyển tiếp để trở thành một nhà sản xuất hàng hóa nguyên vật liệu và do bản chất của các mặt hàng này là giá cả không ổn định nên việc dự báo giá cả cũng không dễ dàng. Ngoài ra, cao su đang được trồng với quy mô lớn trong khu vực có thể gây ra dư cung, dẫn đến giá cao su tuột khỏi mức hiện tại là 4.000USD/tấn.

Rủi ro hạ bậc tín nhiệm. HAG đã bị S&P hạ bậc tín nhiệm vào tháng 12/2011 và sau đó là Fitch vào tháng 3/2012. Riêng trái phiếu quốc tế bị hạ bậc từ B xuống B-. Do vậy, chi phí nợ và chi phí sử dụng vốn cổ phần sẽ tăng lên.

Rủi ro các nhà đầu tư chứng chỉ lưu ký toàn cầu (GDR) bán lại cổ phiếu. Ngày 22/12/2011 là ngày hết hạn một năm hạn chế bán lại các cổ phiếu HAG phát hành thêm cho đợt phát hành chứng chỉ lưu ký toàn cầu. Tại thời điểm báo cáo này của chúng tôi được

đưa ra, Deutsche Bank Trust Americas, tổ chức lưu ký trong giao dịch này, đã bán 12,5 triệu cổ phiếu và hiện tại chỉ nắm 11,8 triệu cổ phiếu (tương đương 2,54%). Chúng tôi cho rằng thanh khoản kém của các chứng chỉ lưu ký toàn cầu và sự giảm giá của GDR/cổ phiếu tới 61,5% (giá mua 1 GDR/cổ phiếu HAG sau điều chỉnh là 2,47 đô la/GDR, HAG GDR trong khi đó giao dịch quanh mức 0,95 đô la tại ngày đăng ký bán lại) là một trong các nguyên nhân của đợt bán lại này.

Tóm tắt tài chính

BCKQHĐKD	2010	2011	2012F	2013F
Doanh thu thuần	3.969.125	3.150.252	5.078.191	5.449.569
- Doanh thu thuần	-1.961.464	-1.726.300	-3.295.828	-2.902.496
Doanh thu thuần	2.007.661	1.423.952	1.782.363	2.547.073
- Chi phí bán hàng	-97.473	-163.986	-264.344	-283.676
- Chi phí bán hàng	-190.206	-230.516	-253.910	-272.478
Chi phí bán hàng	1.719.982	1.029.451	1.264.110	1.990.919
- Lỗ / lãi tỷ giá	0	0	0	0
- Lợi nhuận khác	1.253.516	1.137.293	1.254.684	1.254.684
EBIT	2.973.498	2.166.744	2.518.794	3.245.603
- Chi phí lãi vay	-204.971	-464.849	-970.228	-1.524.199
EBT	2.768.527	1.701.895	1.548.565	1.721.404
- Thuế thu nhập	-730.527	-376.577	-342.650	-380.894
Lợi nhuận sau thuế	2.038.000	1.325.318	1.205.915	1.340.510
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-33.336	-157.334	-144.710	-160.861
LNST của cổ đông CT mẹ	2.004.664	1.167.984	1.061.205	1.179.648
EPS	4.694	2.421	2.271	2.524
EBITDA	3.050.917	2.302.262	2.740.122	3.544.974
Khấu hao	-77.419	-135.519	-221.328	-299.371
Tăng trưởng doanh thu	-9,1%	-20,6%	61,2%	7,3%
Tăng trưởng LN HĐKD	-0,9%	-40,1%	22,8%	57,5%
Tăng trưởng EBIT	52,4%	-27,1%	16,2%	28,9%
Tăng trưởng EPS	6,8%	-48,4%	-6,2%	11,2%
Chỉ số khả năng sinh lợi				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	50,6%	45,2%	35,1%	46,7%
Tỷ suất LNST	51,3%	42,1%	23,7%	24,6%
ROE DuPont	29,3%	14,1%	11,4%	11,4%
ROA DuPont	13,0%	5,9%	4,5%	4,5%
* Tỷ suất EBIT	74,9%	68,8%	49,6%	59,6%
* LNST/LNTT	73,6%	77,9%	77,9%	77,9%
* LNTT/EBIT	93,1%	78,5%	61,5%	53,0%
* Vòng quay tổng tài sản	0,3	0,1	0,2	0,2
Đòn bẩy tài chính	2,3	2,4	2,5	2,5
ROIC	16,3%	7,3%	5,2%	5,0%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	588,8	905,3	496,3	533,9
Số ngày phải thu	239,0	522,5	398,3	386,4
Số ngày phải trả	80,5	149,0	115,6	144,6
Thời gian luân chuyển tiền	747,3	1.278,8	779,0	775,6
COGS/ Hàng tồn kho	0,6	0,4	0,7	0,7
Chỉ số thanh khoản/đòn bẩy tài chính				
CS thanh toán hiện hành	1,6	2,0	2,0	2,1
CS thanh toán nhanh	1,0	1,3	1,3	1,5
CS thanh toán tiền mặt	0,5	0,4	0,4	0,4
Nợ / Tài sản	30,8%	45,5%	48,0%	52,2%
Nợ / Vốn sử dụng	40,1%	53,6%	55,0%	56,9%
Nợ / Vốn CSH	66,9%	115,3%	122,3%	132,2%
Nợ ngắn hạn/ Vốn CSH	16,2%	12,5%	11,3%	11,4%
Nợ dài hạn/ Vốn CSH	14,6%	32,9%	36,8%	40,8%
Khả năng thanh toán lãi vay	14,5	4,7	2,6	2,1
Định giá				
P/E	8,4	7,8	13,4	0,0
P/B	2,1	1,0	1,4	0,0
EV/EBITDA	7,6	9,3	10,4	0,0
GT sổ sách/cp	26.298	20.113	22.384	24.909

Đơn vị: ngàn đồng

Cân đối kế toán	2010	2011	2012F	2013F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	3.588.663	2.896.457	2.539.096	2.179.828
+ Đầu tư tài chính ngắn hạn	81.783	97.356	97.356	97.356
+ Các khoản phải thu	3.502.509	5.516.982	5.565.141	5.972.130
+ Hàng tồn kho	4.114.933	4.448.617	4.514.833	3.976.022
+ Tài sản ngắn hạn khác	236.222	348.871	348.871	348.871
Tổng tài sản ngắn hạn	11.524.111	13.308.283	13.065.297	12.574.207
+ Nguyên giá TSCĐ	4.609.936	8.206.766	11.464.369	15.110.895
- Khấu hao lũy kế	-200.151	-323.779	-545.107	-844.478
+ Tài sản cố định	4.409.785	7.882.987	10.919.262	14.266.417
+ Đầu tư tài chính dài hạn	2.855.493	3.758.363	3.758.363	3.758.363
+ Tài sản dài hạn khác	314.681	626.879	626.879	626.879
Tổng tài sản dài hạn	7.579.958	12.268.229	15.304.504	18.651.659
Tổng tài sản	19.104.069	25.576.512	28.369.802	31.225.866
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả ngắn hạn	667.297	742.270	1.345.564	954.245
+ Vay và nợ ngắn hạn	3.092.741	3.201.904	3.201.904	3.551.594
+ Phải trả ngắn hạn khác	3.390.622	2.834.196	1.269.548	1.362.392
Nợ ngắn hạn	7.150.660	6.778.371	6.507.891	5.868.231
+ Vay và nợ dài hạn	2.782.060	8.423.895	10.426.459	12.742.535
+ Phải trả dài hạn khác	389.832	291.023	291.023	291.023
Nợ dài hạn	3.171.892	8.714.919	10.717.483	13.033.558
Tổng nợ	10.322.552	15.493.289	17.225.374	18.901.789
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Thặng dư vốn cổ phần	3.504.012	2.880.973	2.880.973	2.880.973
+ Vốn đầu tư của CSH	3.115.207	4.672.806	4.672.806	4.672.806
+ Lợi nhuận chưa phân phối	1.573.182	1.844.805	2.906.010	4.085.658
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	589.116	684.640	684.640	684.640
Vốn chủ sở hữu	8.781.517	10.083.223	11.144.428	12.324.077
Tổng cộng nguồn vốn	19.104.069	25.576.512	28.369.802	31.225.866
Lưu chuyển tiền tệ				
Tiền đầu năm	1.944.229	3.588.663	2.896.457	2.539.096
Lợi nhuận sau thuế	2.004.664	1.167.984	1.061.205	1.179.648
+ Chi phí khấu hao	77.419	135.519	221.328	299.371
+ Điều chỉnh	-532.303	-683.264	970.228	1.524.199
+ Thay đổi vốn lưu động	-1.255.340	-1.614.006	-2.012.687	-2.933.850
Tiền từ HĐKD	294.441	-993.768	240.075	69.369
+ Chi phí mua sắm TSCĐ	10.164	31.246	0	0
+ Chi phí XD CB	-2.302.665	-4.812.910	-2.600.000	-3.094.403
+ Tăng (giảm) đầu tư	-1.350.429	-1.297.080	0	0
+ Các HĐ đầu tư khác	1.691.967	763.006	0	0
Tiền từ hoạt động đầu tư	-1.785.731	-5.299.486	-2.600.000	-3.094.403
+ Cổ tức đã trả	-292.008	-3.193	0	0
+ Tăng (giảm) vốn	1.299.600	0	0	0
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	100.944	109.162	0	349.690
+ Thay đổi nợ dài hạn	533.352	5.641.836	2.002.564	2.316.076
+ Các HĐ tài chính khác	40.154	40.154	0	0
Tiền từ hoạt động tài chính	2.553.156	6.183.616	2.002.564	2.665.766
Lưu chuyển tiền thuần	1.061.866	-109.638	-357.361	-359.268
Tiền cuối năm	3.006.095	2.896.457	2.539.096	2.179.828
Tiền từ GDR đang ký quỹ	582.569			

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phương Tôn, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

Trưởng Phòng Cao Cấp – Quyền Giám Đốc Vũ Thanh Tú, ext 105

tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588

research@vcsc.com.vn

CV Kinh tế, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Hoàng Hương Giang, ext 142

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Nguyễn Duy Phong, ext 120

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Lương Thị Kim Chi, ext 145

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.

+84 8 3914 3588, ext 102

michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng

+84 8 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Khách hàng Nhật

Trần Minh Huệ

+84 8 3914 3588, ext 122

hue.tran@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 8 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang

+84 4 6262 6999, ext 312

quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.