

CÔNG TY CỔ PHẦN HOÀNG ANH GIA LAI

Thông tin cổ phiếu		Ngày 17/10/2012
Mã		HAG
Ngành	Đầu tư phát triển Bất động sản (ICB:8633)	
Sàn		HSX
Giá đóng cửa (đồng)		22.700
Thấp nhất – cao nhất 52 tuần (đồng)		17.300-33.800
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)		12.198
KLĐLH		537.371.049
P/E trailing		17,44
P/B		1,30
EPS trailing (đồng)		1.301

Nguồn: VCBS

Chúng tôi vừa tham dự chuyến thăm quan thực tế các dự án của HAG tại Lào. Dựa trên thông tin từ công ty chúng tôi cập nhật tới nhà đầu tư thông tin về các dự án, tình hình hoạt động của công ty.

- Lĩnh vực cao su rất tiềm năng, bước đầu đem lại doanh thu nhưng sẽ chưa nhiều trong 1-2 năm tới.
- Lĩnh vực mía đường hứa hẹn sớm đem lại lợi nhuận và nguồn tiền để hỗ trợ cho các lĩnh vực hoạt động khác.
- Lĩnh vực khoáng sản tiếp tục không như kỳ vọng.
- Lĩnh vực bất động sản vọng sẽ giúp dòng tiền công ty cải thiện trong thời gian tới.

Quan điểm đầu tư

Việc hạ giá các căn hộ, bán đất nền, tăng cường huy động vốn trong giai đoạn vừa qua giúp dòng tiền của HAG được cải thiện. Mảng cao su và mía đường rất tiềm năng nhưng vẫn cần kết quả thực tế kiểm chứng. Lợi nhuận và dòng tiền từ thủy điện tăng trưởng tốt nhưng mức độ đóng góp cho công ty là không nhiều trong khi kinh doanh gỗ đá vẫn tương đối ổn định.

Hiện nay, nhu cầu vốn đầu tư của công ty không nhiều như các năm trước, áp lực dòng tiền vẫn còn và chi phí lãi vay vẫn lớn nhưng đều đã được giảm bớt. Các dự án trông trọt mặc dù có nhiều tiềm năng nhưng theo chúng tôi, cần thêm thời gian để kiểm chứng thực tế kết quả. Do đó, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên tiếp tục **NĂM GIỮ** cổ phiếu HAG tại mức giá hiện tại sau khi bị chiết khấu quá đà. HAG vẫn còn khó khăn trong ngắn hạn nhưng đã giảm thiểu khá nhiều và dòng tiền khả năng lớn sẽ tốt hơn trong năm 2013. Mảng cao su dự kiến thu được 200 tỷ cho năm 2013 và có thể tăng lên.

Lê Thị Ngọc Anh
+84 4 3936 6425 (ext. 116)
ltanh@vcbs.com.vn

**Xem cam kết và điều khoản sử dụng
tại trang 05**

www.vcbs.com.vn

Cao su

Lĩnh vực rất tiềm năng, bước đầu đem lại doanh thu nhưng sẽ chưa nhiều trong 1-2 năm tới.

Diện tích trồng tập trung chủ yếu vào năm 2010-2012:

Năm	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Diện tích trồng	438	4.586	4.291	9.594	10.134	14.497	7.000

Diện tích trồng cao su của HAG qua các năm. Nguồn: HAG, đơn vị: ha

Tính đến năm 2012, HAG đã trồng được 43.500 ha cao su, trong đó, diện tích trồng tại Lào: 24.300 ha, Việt Nam: 10.000 ha, và Campuchia: 9.200 ha. Sơ bộ, nhờ khả năng mở rộng hoạt động tại các nước láng giềng, HAG có diện tích cao su lớn hơn các công ty cao su lớn nhất trong nước như CT TNHH MTV TCT Cao su Đồng Nai (34.000 ha), CT TNHH MTV Cao su Dầu Tiếng (29.000 ha).

Tại Attapeu (Lào), HAG có hơn 22.000 ha cao su, tăng trưởng khá tốt, cây to và lá xanh nhờ được tưới nước từ 4 sông xung quanh, theo phương pháp nhỏ giọt (2 lít/h) giúp cây không rụng lá và cạo được khoảng 10 tháng/năm. Một số cây cao su tăng trưởng tốt nhất được đưa vào khai thác tại khu vực này có thể cạo mù D2 (2 ngày cạo 1 lần), mỗi lần cạo được khoảng 0,5 lạng, năng suất cao su khô theo HAG ước tính khoảng 2 tấn/ha. HAG cũng đã đầu tư nhà máy chế biến cao su với công suất 25.000 tấn/năm với tổng giá trị đầu tư là 11 triệu USD, dự kiến sẽ hoàn thành và đi vào hoạt động từ tháng 11/2012.

Tại Sekông (Lào), công ty có khoảng 2.000 ha cao su, cây không được tốt như cây ở tỉnh Attapeu do thổ nhưỡng, giống cây và không có hệ thống tưới nước, do đó cho năng suất thấp hơn so với tỉnh Attapeu, theo HAG ước tính khoảng 1,6 tấn/ha.

Tại Việt Nam, hoạt động trồng cao su phát triển chậm hơn so với trồng tại Lào do giống cây, điều kiện thổ nhưỡng không tốt bằng. HAG bắt đầu xây dựng nhà máy chế biến mù công suất 20.000 tấn/năm tại Hàm Rồng, Gia Lai. Hiện nay chúng tôi chưa có thông tin về sự đóng góp của cao su Việt Nam vào doanh thu của tập đoàn.

Với giống cây tốt, hệ thống tưới nước nhỏ giọt, mật độ cây lớn cùng với chính sách thưởng cao trong quản lý chăm sóc và khai thác cao su, chúng tôi cho rằng năng suất cao su của HAG sẽ cao hơn so với các công ty cao su trong nước nhưng sẽ không quá khác biệt. Năng suất cao su của HAG vẫn cần thời gian thực tế để kiểm chứng. Năm 2013, công ty dự kiến sẽ khai thác diện tích trồng từ năm 2007-2009 (trong đó chỉ có 60-70% diện tích năm 2009 được đưa vào khai thác).

Năm	2012	2013	2014	2015
Diện tích KT	3.000	7.000	12.000	18.900

Diện tích khai thác cao su. Nguồn HAG. Đơn vị: ha

Sau một thời gian đi vào khai thác, HAG đã điều chỉnh giá thành mù cao su từ 918 USD/tấn (năm 2011) lên 1.009 USD/tấn, trong đó chi phí nhân công là 397 USD/tấn (chiếm 39% giá thành), chi phí chế biến là 100 USD/tấn. Chúng tôi cho rằng giá thành mù cao su thực tế có thể còn cao hơn con số 1.009 USD/tấn HAG đưa ra do chi phí nhân công chiếm khoảng 40% giá thành mà hiệu suất làm việc của công nhân Lào chưa cao so với công nhân Việt Nam (1 người chỉ quản lý, khai thác 2 ha thay vì 3 ha như công nhân Việt Nam) và các chi phí khác có thể nhiều hơn dự tính. Chúng tôi ước tính giá thành khai thác mù cao su của công ty có thể lên tới khoảng 1.250 USD/tấn. Hiện nay, HAG đã ký hợp đồng bán cao su cho Michelin – một trong những nhà sản xuất lốp lớn nhất thế giới, tuy nhiên công ty chưa chốt mức giá bán.

HAG dự kiến sẽ khai hoang, trồng mới khoảng 7.000 ha trong năm 2013, trong đó 1.000 ha tại Lào và 6.000 ha tại Campuchia. Chúng tôi cho rằng nhu cầu vốn cho mảng cao su của HAG sẽ không nhiều như các năm trước, và nguồn thu từ cao su đã bắt đầu có mặc dù chưa lớn. Giả định rằng: mức giá cao su HAG tiêu thụ trong 2012-2013 tương đương giá cao su xuất khẩu trung bình 9 tháng đầu năm 2012 (2.840 USD/tấn), năng suất khai thác trung bình trong những năm đầu khoảng 1,5 tấn/ha thì doanh thu từ mảng cao su ước tính cho năm 2012 và 2013 lần lượt khoảng 100 tỷ đồng và 600 tỷ đồng.

Với mức giá 2.840 USD/tấn và giá thành 1.009 - 1.250 USD/tấn, tỷ suất lợi nhuận gộp cao su của

HAG đạt khoảng 56-64%, khá cao so với các công ty cao su trong nước tuy nhiên cần xem thêm mức thuế ưu đãi của HAG tại Lào và Campuchia để đánh giá lợi nhuận ròng HAG thu về (hiện nay chúng tôi chưa có thông tin cụ thể về mức ưu đãi về thuế của HAG được hưởng từ Lào và Campuchia).

Mía đường

Hứa hẹn sớm đem lại lợi nhuận và nguồn tiền để hỗ trợ cho các lĩnh vực hoạt động khác

Mía đường là hoạt động HAG kỳ vọng sẽ tạo ra dòng tiền và lợi nhuận tốt để bù đắp cho sự thiếu hụt về dòng tiền của HAG trong giai đoạn cấu trúc lại hoạt động kinh doanh công ty. Cụm công nghiệp mía đường HAG tại Lào có tổng đầu tư 70 triệu USD trong đó: nhà máy mía (tổng đầu tư: 14,7 triệu USD), nhà máy đường (tổng đầu tư: 37,8 triệu USD), nhà máy nhiệt điện công suất 30W (tổng đầu tư 17,4 triệu USD, dự kiến sẽ dùng 10MW và bán 30MW cho Lào với giá 6,5 cent/MW). Theo kế hoạch, các nhà máy sẽ được đưa vào hoạt động vào tháng 11/2012.

Mía đường trồng sẽ được thu hoạch sau 10-12 tháng, cây giống trồng 1 lần có thể thu hoạch 4 lần tương ứng khoảng 4 năm, sau đó phải trồng lại cây giống. Hiện nay, HAG đã trồng 6.000 ha mía (trong đó 1.000 ha sẽ được trồng vào quý 4.2012), với năng suất ước tính khoảng 100-120 tấn/ha, theo đó năm 2013, sản lượng mía dự kiến là 600-720 nghìn tấn, sản lượng đường dự kiến là 60-72 nghìn tấn (tỷ lệ đường là 10%). Theo thông tin từ công ty, HAG dự kiến nâng sản lượng đường năm 2013 và 2014 lên lần lượt là 120 nghìn tấn và 240 nghìn tấn. Bên cạnh đó, chính phủ Việt Nam dự kiến cấp hạn ngạch nhập khẩu đường từ nhà máy của HAG tại Lào khoảng 80 nghìn tấn năm 2013 và sẽ nâng lên 100-120 nghìn tấn năm 2014. Với mức giá đường thế giới hiện nay 410-450 USD/tấn thì doanh thu của HAG từ đường trong năm 2013 ước tính khoảng 517-680 tỷ đồng, .

Giá thành mía (đồng/tấn)	
<i>Khâu nông nghiệp</i>	98.000
<i>Tươi</i>	31.200
<i>Thu hoạch</i>	100.000
<i>Quản lý</i>	19.000
<i>Thuê đất</i>	7.000
Tổng	255.200

Nguồn: HAG

Số liệu về giá thành trồng mía HAG cung cấp là 255.200 đồng/tấn, cao hơn mức 175.718 đồng/tấn mà HAG cung cấp cách đây 1 năm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức chi phí 255.200 đồng/tấn mà HAG tính toán vẫn là khá thấp bởi giá thành mía tại Thái Lan hiện nay ước khoảng 600.000 đồng/tấn. Nếu tính giá thành mía cộng chi phí khấu hao nhà máy đường thì chi phí sản xuất đường ước tính khoảng 3,55 triệu đồng/tấn tương đương 169 USD/tấn (giá thành trồng mía: 255.200 đồng/tấn, các chi phí khác không đáng kể, giá điện bán bù vào chi phí vận hành nhà máy). Chúng tôi ước tính giá thành sản xuất đường của HAG sẽ khoảng 250 USD/tấn. Với mức giá bán 410-450 USD/tấn và giá thành sản xuất 169-250 USD/tấn thì tỷ suất lợi nhuận gộp từ lĩnh vực mía đường của HAG ước đạt 39-62%.

Khoáng sản

Tiếp tục không như kỳ vọng

Khoáng sản từng được HAG kỳ vọng sẽ mang lại dòng tiền lớn cho HAG trong giai đoạn chuyển tiếp khi mà mảng kinh doanh bất động sản thu hẹp và mảng cao su vẫn đang trong giai đoạn đầu tư. Tuy nhiên sản lượng và lợi nhuận của hoạt động khoáng sản không như kỳ vọng. Sản lượng khai thác quặng sắt của HAG được điều chỉnh giảm trong các báo cáo thường niên trong 2 năm gần đây (sản lượng năm 2012 điều chỉnh giảm từ 1.500 nghìn tấn xuống còn 300 nghìn tấn, sản lượng dự kiến năm 2013 chỉ 500 nghìn tấn...). Theo NQ HĐQT tại 30/07/2012, 6 tháng đầu năm 2012 HAG đã sản xuất 130 nghìn tấn và bán 100 nghìn tấn cho HPG đem lại 156 tỷ đồng doanh thu, dự kiến cả

năm sẽ khai thác được 300 nghìn tấn. Đồng thời, HAG đang tiến hành xây dựng nhà máy tuyển quặng tại Lào, dự kiến hoàn thành vào tháng 12/2012. Tuy nhiên, theo thông tin mới nhất từ công ty, HAG có thể dừng khai thác tại Lào, nguyên nhân được HAG đưa ra là do quặng sắt không được giá.

Bất động sản

Kỳ vọng sẽ giúp dòng tiền công ty cải thiện trong thời gian tới

Ngày 2.10.2012, HAG đã chính thức mở cửa căn hộ mẫu dự án Thanh Bình tại Quận 7, Tp. HCM, trong đợt này sẽ có 620 căn hộ được bán với mức giá khoảng 1.000 USD/m² (giao nhà thô và chưa có giá trị gia tăng). Khách hàng mua căn hộ sẽ đóng trước 30% giá trị căn hộ, 40% trong 30 tháng tiếp theo, 25% đóng khi giao nhà và 5% nộp khi hoàn tất giấy chủ quyền. Ngoài ra khách hàng còn được ngân hàng hỗ trợ cho vay 70% giá trị căn hộ phải nộp lúc đầu và không cần chứng minh thu nhập. Tính đến ngày 13/10/2012, khách hàng đã đăng ký mua gần 400 căn.

HAG xây dựng hạ tầng và bán đất nền dự án Minh Tuấn tại quận 9, đây có thể là một hướng đi mới HAG chọn để có thể thu hồi vốn nhanh hơn tại các dự án. Tính đến nay, dự án Minh Tuấn của HAG hiện nay chỉ còn 20 nền/207 nền nhà phố và 50 nền/74 nền biệt thự. Việc giảm giá tại các dự án sẽ giúp HAG tiêu thụ được căn hộ, cải thiện dòng tiền của HAG, đáp ứng tốt hơn cho nhu cầu đầu tư và giảm bớt áp lực nợ vay của công ty.

Mảng kinh doanh bất động sản vẫn đóng góp lớn vào lợi nhuận HAG bởi công ty có thể sẽ hạch toán lợi nhuận từ dự án An Tiến trong năm 2012. Đây là dự án HAG bán sỉ cho CTCP Đầu Tư Công Đoàn Ngân Hàng Đầu Tư và Phát Triển Việt Nam với giá 1.000-1.100 USD vào ngày 12/9/2009.

Quan điểm đầu tư

NĂM GIỮ

Việc hạ giá các căn hộ, bán đất nền, tăng cường huy động vốn trong giai đoạn vừa qua giúp dòng tiền của HAG được cải thiện. Mảng cao su và mía đường rất tiềm năng nhưng vẫn cần kết quả thực tế kiểm chứng. Lợi nhuận và dòng tiền từ thủy điện tăng trưởng tốt nhưng mức độ đóng góp cho công ty là không nhiều trong khi kinh doanh gỗ đá vẫn tương đối ổn định.

Tháng 7/2012, HAG đã mua lại trái phiếu Credit Suisse 15 triệu USD với giá mua bằng 97% mệnh giá, qua đó tiến hành giải tỏa các điều kiện ràng buộc quan trọng (EBITDA/ tổng lãi vay của tập đoàn xuống dưới mức 3,5) và giải chấp tài sản đảm bảo, hiện nay các trái phiếu này chỉ còn được thế chấp bởi vốn cổ phần của CTCP Khoáng sản Hoàng Anh Gia Lai. Đến ngày 15/08/2012 HAG đã hủy niêm yết 90 triệu USD trái phiếu trên sở giao dịch Singapore. Ngay sau đó, HAG đã chào bán thành công 850 tỷ đồng trái phiếu. Chúng tôi cho rằng các hoạt động này của HAG là cơ cấu lại nguồn vốn huy động để giảm bớt áp lực đảm bảo điều kiện ràng buộc cho HAG trong giai đoạn đầu tư, tăng khả năng vay nợ giúp giảm bớt áp lực dòng tiền cho HAG.

Hiện nay, nhu cầu vốn đầu tư của công ty không nhiều như các năm trước, áp lực dòng tiền vẫn còn và chi phí lãi vay vẫn lớn nhưng đều đã được giảm bớt. Các dự án trồng trọt mặc dù có nhiều tiềm năng nhưng theo chúng tôi, cần thêm thời gian để kiểm chứng thực tế kết quả. Do đó, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên tiếp tục NĂM GIỮ cổ phiếu HAG tại mức giá hiện tại sau khi bị chiết khấu quá đà. HAG vẫn còn khó khăn trong ngắn hạn nhưng đã giảm thiểu khá nhiều và dòng tiền khả năng lớn sẽ tốt hơn trong năm 2013. Mảng cao su dự kiến thu được 200 tỷ đồng cho năm 2013 và có thể tăng lên.

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) nhằm cung cấp thông tin tổng quan hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như phân tích thực trạng và triển vọng phát triển của doanh nghiệp.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. 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 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 VIETCOMBANK

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>