

HAG - RỦI RO NGẮN HẠN ĐANG TĂNG LÊN
ĐỒ THỊ GIAO DỊCH

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	Trung lập
Giá kỳ vọng	
Giá thị trường (14/5/2013)	21.4
Giá cắt lỗ	
Triển vọng 3 tháng	
Triển vọng 1 năm	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	644.8
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	14,187
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	9,385
Sở hữu nước ngoài (%)	34%
Giá hiện tại (đ/cp)	21.4
P/E hiện tại	31
P/B hiện tại	1.2
KLTB 10 ngày (cp)	621,423
Giá thấp nhất 52T (đ)	17.1
Giá cao nhất 52T (đ)	28.7
+/- 7 ngày qua	-7.7%
+/- 1 tháng qua	-4.9%

- ❖ **HAG vẫn tiếp tục quá trình tái cơ cấu hoạt động sản xuất kinh doanh**, với mục tiêu là đa dạng hóa với bốn mảng kinh doanh cao su, mía đường và thủy điện, bất động sản; và đa dạng hóa địa bàn trọng điểm tại khu vực ngã ba Đông Dương (Việt Nam, Lào, Cambodia) và Myanmar.
- ❖ **Dự báo trong năm 2013 doanh thu của HAG sẽ thấp hơn năm 2012 nhưng LNST sẽ tăng mạnh** do sự gia tăng đóng góp doanh thu của các mảng kinh doanh có biên lợi nhuận cao gồm cao su, mía đường và thủy điện.
- ❖ **Lợi nhuận của HAG dự kiến có thể tăng ổn định từ năm 2015 trở đi khi:**
 - Diện tích, năng suất khai thác cây cao su tăng mạnh cũng như kỳ vọng về tăng trưởng giá cao su tự nhiên. Các nhà máy thủy điện, mía đường đi vào hoạt động bắt đầu tạo dòng tiền ổn định.
 - Các dự án bất động sản tại Myanmar hoàn thành giai đoạn 1 và bắt đầu sinh lợi nhuận. Thị trường bất động sản tại Rangoon đang thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư nước ngoài.
 - Chi phí lãi vay giảm do đa số các khoản vay lớn đáo hạn cũng như hoạt động đầu tư của HAG sẽ giảm.
- ❖ **Rủi ro của HAG chúng tôi đánh giá là tăng lên đáng kể sau khi báo cáo của Global Witness được công bố ***. Ngay sau khi báo cáo Global Witness được công bố, trong phiên 14/05/2013, NĐTNN đã bán ròng hơn 1 triệu CP HAG, đẩy giá cổ phiếu này về mức 21.400 đồng/cp. Những quan ngại về đạo đức kinh doanh sẽ gây sức ép nhất định tới những cổ đông nước ngoài hiện tại của HAG. Những lo ngại về khả năng các NĐTNN có thể sẽ tiếp tục bán HAG cũng làm tăng thêm rủi ro cho việc nắm giữ cổ phiếu này.

Triển vọng chung của Hoàng Anh Gia Lai theo đánh giá của chúng tôi vẫn tốt, nhưng rủi ro công ty này đang gặp phải chưa có tiền lệ trên TTCKVN. Nhà đầu tư có mức độ chấp nhận rủi ro cao có thể quan tâm khi HAG nằm trong vùng giá hấp dẫn 18.500 – 19.500 đồng/cp.

Chuyên viên phân tích

Trần Anh Tuấn

Email: tuanta@bsc.com.vn

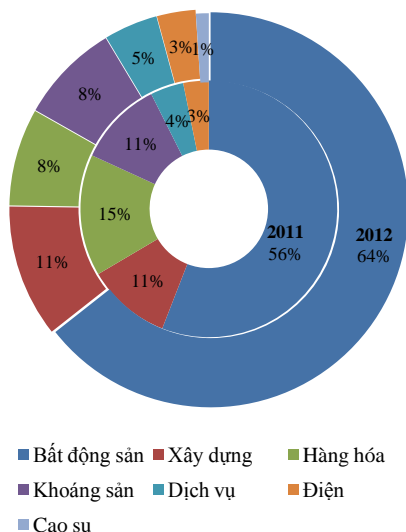
Tel: + 84 4 39352722

(*)Lưu ý: phần đánh giá rủi ro chi tiết trong báo cáo

Các chỉ tiêu tài chính	2008	2009	2010	2011	2012
Doanh thu thuần (tỷ đ)	1,881	4,365	4,525	3,150	4,394
% tăng trưởng y-o-y		132%	4%	-30%	39%
Tổng tài sản (tỷ đ)	8,872	12,196	18,772	25,577	31,285
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	3,729	4,695	9,159	9,399	9,753
Vốn điều lệ (tỷ đ)	1,798	2,705	3,115	4,673	5,374
LN sau thuế (tỷ đ)	700	1,189	2,094	1,168	350
% tăng trưởng y-o-y		70%	76%	-44%	-70%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	4,256	4,758	7,133	2,836	680
Giá trị sổ sách (đ/cp)	20,738	17,359	29,400	20,113	18,150
Lợi nhuận gộp biên	47.2%	45.9%	50.6%	45.2%	27.3%
ROS	37.2%	27.2%	46.3%	37.1%	8.0%
ROE	16.8%	23.3%	20.9%	11.6%	3.2%
ROA	7.9%	9.7%	11.2%	4.6%	1.1%

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT VÀ KINH DOANH

Cơ cấu doanh thu năm 2011 và 2012



Các dự án chính của HAG đang mở bán

Dự án	Diện tích sàn xây dựng (m ²)	Diện tích sàn sử dụng (m ²)	Giá bán (triệu đ/m ²)
Thanh Bình	127,128	101,020	12
Villa quận 9	68,333	68,333	12 – 18.5
Bầu Thạc Gián	64,924	48,966	12 - 15

Các dự án đang thi công

Dự án	GFA (m ²)
Phú Hoàng Anh 2	131,569
HAGL - Bangkok	13,928
VPTM Hoàng Anh	121,339
Hoàng Anh Incomex	95,609

HAG tiếp tục chiến lược phát triển theo hướng tập đoàn đa ngành nghề và tiếp tục thực hiện quá trình tái cơ cấu hoạt động sản xuất kinh doanh, đa dạng hóa với bốn mảng kinh doanh cao su, mía đường và thủy điện, bất động sản; và đa dạng hóa địa bàn trọng điểm tại khu vực ngã ba Đông Dương (Việt Nam, Lào, Cambodia) và Myanmar.

HAG cũng trong giai đoạn tăng tốc đầu tư sang các thị trường nước ngoài, trọng điểm là Lào, Campuchia, Thái Lan và Myanmar. Từ năm 2007 đến nay HAG đã đầu tư hơn 900 triệu USD vào các dự án cao su, thủy điện và mía đường tại các quốc gia này.

❖ Bất động sản vẫn là lĩnh vực kinh doanh chính

➤ Thị trường bất động sản trong nước

- **Hoạt động kinh doanh bất động sản vẫn là lĩnh vực chính.** Mặc dù thị trường bất động sản tiếp tục khó khăn nhưng mảng kinh doanh bất động sản vẫn đóng góp vào doanh thu (64%) và lợi nhuận (63%) của HAG trong năm 2012. Mặc dù doanh thu bất động sản tăng lên so với năm 2011 do HAG đã hạch toán doanh thu của toàn bộ dự án Hoàng Anh Gold House nhưng việc hạ mạnh giá bán dự án này đã làm biên lợi nhuận của mảng này giảm mạnh.
- **HAG có lợi thế về quỹ đất chi phí thấp, khả năng tự thi công** và cung cấp vật liệu xây dựng nên tập đoàn có thể hạ giá các dự án nhằm dễ dàng thu hồi vốn. HAG hiện đang triển khai 7 dự án, trong đó có 6 dự án xây dựng chung cư và 1 dự án bán đất nền, tập trung vào phân khúc giá rẻ.
- **Tiến độ bán các dự án bất động sản được đẩy mạnh thông qua việc giảm giá bán các căn hộ tại các dự án.** Hiện nay giá bán dự án Minh Tuấn (Quận 9) và dự án Thanh Bình (Quận 7) trung bình là 12 triệu/m², đều thấp hơn nhiều so với các dự án trong khu vực. Dự án Phú Hoàng Anh giai đoạn 2 có thể thay đổi diện tích để chuyển thành nhà ở xã hội
- **Dự án Minh Tuấn có khả năng hạch toán trong năm 2013 với doanh thu ước tính khoảng 530 tỷ đồng.** Dự án gồm 281 nền biệt thự và nhà liền kề với diện tích đất có thể bán là 44,033 m².

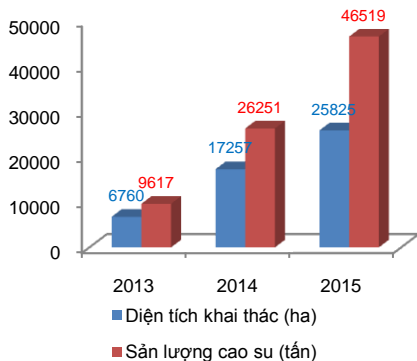
➤ Thị trường bất động sản tại nước ngoài

- **HAG tập trung đầu tư vào thị trường bất động sản tại Myanmar** với dự án Hoàng Anh Gia Lai Centre bao gồm: khách sạn quốc tế 5 sao, trung tâm thương mại, tòa nhà văn phòng và căn hộ dịch vụ cho thuê tại Rangoon. Hiện nay thị trường khách sạn và văn phòng cho thuê ở thị trường Myanmar đang nóng. HAG đã thu xếp được hạn mức cho vay giai đoạn 1 (văn phòng cho thuê) được 40 triệu USD
- **Tuy nhiên dự án tại Myanmar chỉ bắt đầu có doanh thu từ năm 2015** sau khi hoàn thành giai đoạn 1: khối văn phòng hạng A vào tháng 6/2014 và khách sạn 5 sao vào tháng 12/2014. Hoạt động kinh doanh văn phòng và khách sạn tại Myanmar sẽ đóng góp khoảng 160 triệu USD vào lợi nhuận của HAG hàng năm từ năm 2015 trở đi. Giai đoạn 2 từ năm 2015 đến 2017 sẽ xây khu căn hộ và tòa nhà văn phòng cho thuê.
- **Thị trường Thái Lan cũng ghi nhận khoản đầu tư hơn 20 triệu USD** của HAG với dự án khu căn hộ HAG tại Bangkok đang được thi công.

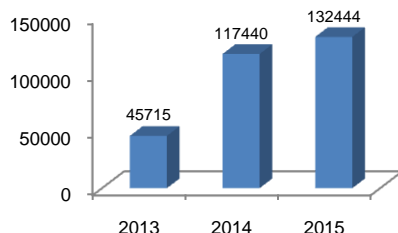
❖ Cao su sẽ đóng góp nhiều hơn trong năm 2013

- **HAG đã trồng được 43,540 ha cao su trên 51,000 ha kế hoạch giai đoạn 1.** Diện tích trồng chủ yếu tại Lào (53%), còn lại là Campuchia (27%), và Việt Nam (20%). Cao su đã bắt đầu khai thác lứa đầu tiên từ năm 2012.
- **Nhà máy cao su với công suất 25,000 tấn/năm tại Lào đã hoàn thành.** Nhà máy sẽ sử dụng nguồn nguyên liệu từ 7,000 ha cao su được trồng trong giai đoạn 2007 - 2009 và cho ra sản phẩm chính là SVR10. Hiện nay HAG đã ký hợp đồng bán cao su cho tập đoàn Michelin, một trong những nhà sản xuất lốp lớn nhất thế giới.
- **Diện tích cao su khai thác tăng lên trong năm 2013 sẽ mang lại doanh thu**

Diện tích khai thác và sản lượng cao su trong 3 năm tới



Sản lượng đường RS trong 3 năm tới



Các nhà máy thủy điện của HAG

Nhà máy	Công suất (MW)	Giá bán điện (đ/kwh)	Tình trạng
Dakrong 2	18	1100	Hoạt động
Dakrong 2A	24	1100	Hoạt động
Dakrong 3B	19.5	1100	Hoạt động
Bá Thước 2	80	750	Hoạt động
Dakrong 3A	13.5	1100	Thi công
Nậm Kông 2	66	1200	Thi công

khoảng 520 tỷ đồng, tương ứng với sản lượng khai thác mủ cao su trong năm 2013 là 9600 tấn.

- **Cây cao su mới khai thác có năng suất thấp**, khoảng 1 tấn/ha so với trung bình 1.5 tấn/ha. Giá cao su hiện tại đã giảm khá nhiều so với mức đỉnh năm 2011 và khó có khả năng hồi phục trong năm 2013. Tuy nhiên cao su của HAG vẫn có biên lợi nhuận gộp cao trong năm 2012 (60%) do vườn cao su của HAG có diện tích lớn, gần sông, được cơ giới hóa trong việc trồng, chăm sóc và khai thác.
- **Năng suất khai thác sẽ tăng mạnh từ năm 2015 đến năm 2025 khi vườn cây cao su vào thời kỳ khai thác tốt nhất.** Ngoài ra toàn bộ diện tích 51,000 ha cao su sẽ được khai thác vào năm 2018, sẽ đưa sản lượng mủ cao su lên tới 100,000 tấn/năm

❖ **Mía đường sẽ bắt đầu đóng góp doanh thu trong năm 2013**

- HAG đã trồng được 5,530 ha mía và đưa vào vận hành nhà máy đường (công suất 120,000 tấn/năm) và nhiệt điện từ bã thải của nhà máy đường (30MW) từ tháng 1/2013.
- Dự kiến mía đường sẽ đóng góp khoảng 600 tỷ đồng vào doanh thu năm 2013 với sản lượng khoảng 46,000 tấn đường RS. Tuy nhiên hiện tại nhà máy đường tại Lào đang hoạt động chỉ ở mức 50% công suất thiết kế do không đủ mía nguyên liệu. Đến năm 2014, HAG sẽ cung cấp đủ nguồn nguyên liệu cho nhà máy đường hoạt động gần hết công suất, khoảng 100,000 tấn đường/năm.
- Tuy nhiên khi hoạt động đủ công suất thì nguồn cung sẽ vượt quá nhu cầu của thị trường Lào vốn đang nhập khẩu chỉ 100,000 tấn đường/năm. Ngoài ra HAG cũng không thể đưa đường về Việt Nam do đã quá thừa cung trong nước. Do đó HAG phải tìm được thị trường xuất khẩu. Đường của HAG có lợi thế do nguồn gốc từ Lào nên không bị hạn chế quota nhập khẩu vào châu Âu.

❖ **Khoáng sản sẽ không được đầu tư mở rộng**

- HAG hiện đang khai thác tại các mỏ quặng tại Gia Lai và Kon Tum. Tuy nhiên do HAG chưa chế biến được quặng sắt nên không được phép xuất khẩu, do đó HAG sẽ chỉ tiếp tục khai thác tại các mỏ có sẵn. Đầu ra của quặng sắt phụ thuộc vào nhu cầu của khách hàng, quan trọng nhất là HPG. Do HPG hiện nay có thể tự chủ được khoảng 70% nguồn nguyên liệu quặng sắt nên HAG chỉ có thể bán cho HPG khoảng gần 200,000 tấn/năm.
- Biên lợi nhuận của hoạt động khai khoáng giảm mạnh trong năm 2012 do giá quặng sắt tiếp tục giảm cũng như chi phí khai thác và vận chuyển tăng lên
- Hoạt động khai thác quặng sắt tại Lào và Campuchia gặp nhiều khó khăn do chính sách hạn chế xuất khẩu quặng chưa qua chế biến cũng như do hạn tăng giá thông đến các mỏ này vẫn chưa được xây dựng. Do đó HAG sẽ không tiếp tục đầu tư vào lĩnh vực khai khoáng tại Lào và Campuchia.
- Với sản lượng tiêu thụ quặng sắt dự kiến là 260,000 tấn sẽ đóng góp khoảng 360 tỷ đồng doanh thu. Dòng tiền thu được từ bán quặng sắt chủ yếu để đầu tư cho ngành trồng trọt và thủy điện.

❖ **Thủy điện có kết quả kinh doanh chưa tốt trong năm 2012**

- Lĩnh vực thủy điện có kết quả kinh doanh không tốt trong năm 2012. Nguyên nhân chính là do các nhà máy thủy điện của HAG không có hồ để tích nước nên công suất phát điện giảm mạnh vào mùa khô. Thêm vào đó giá mua điện vào mùa khô của EVN cao hơn 15% giá mua điện vào mùa mưa, khi các nhà máy thủy điện của HAG có công suất phát điện lớn nhất. Ngoài ra nhà máy thủy điện có công suất lớn nhất là Bá Thước 2 đi vào hoạt động muộn hơn kế hoạch cũng làm giảm đáng kể doanh thu.
- Tổng công suất của các nhà máy thủy điện hoạt động trong năm 2013 sẽ được nâng lên 140 MW sau khi 2 tổ máy cuối cùng của nhà máy thủy điện Bá Thước đi vào hoạt động trong quý I 2013.
- Dự kiến doanh thu từ lĩnh vực thủy điện của HAG trong năm 2013 sẽ đạt khoảng 340 tỷ đồng do công suất hoạt động trung bình của các nhà máy thủy điện của HAG khoảng 80%. Dự báo đến năm 2016, khi tất cả các nhà máy điện hoàn

- thành sẽ nâng tổng công suất của HAG đạt 600 MW.
- HAG đang đầu tư xây dựng nhà máy thủy điện Nậm Krong tại Lào với công suất 66 MW. Giá bán điện HAG đã ký với Lào là 5.99 cent/kwh
- ❖ **Gỗ và đá có kết quả kinh doanh ổn định**
- Đây là ngành sản xuất truyền thống lâu đời của HAG. Ngoài việc bán ra thị trường, các sản phẩm gỗ, đá tham gia vào quy trình xây dựng khép kín của HAG
 - HAG có lợi thế về nguồn gỗ đầu vào từ việc giải phóng mặt bằng các dự án thủy điện, từ gỗ cây cao su thanh lý trong tương lai cũng như quyền được khai thác gỗ tại Lào để đổi lại khoản cho vay của tập đoàn xây dựng làng Seagame.

HAG - RỦI RO ĐANG TĂNG LÊN

Ngày 13/5/2013, Global Witness tổ chức phi chính phủ chuyên theo dõi các hoạt động khai thác tài nguyên ra báo cáo về những vấn đề của HAG và Tập đoàn cao su Việt Nam trong việc khai thác rừng để trồng cao su, gây ảnh hưởng lớn đến môi trường và đời sống của người dân tại Lào và Campuchia. Báo cáo cũng gây sức ép về trách nhiệm đạo đức lên 2 cổ đông lớn của HAG là Deutsche Bank và IFC (một bộ phận của Ngân hàng Thế giới, và đầu tư thông qua Dragon Capital). Báo cáo trên đã được khá nhiều hãng truyền thông và các báo lớn trên thế giới trích đăng lại.

Rủi ro từ báo cáo của Global Witness về HAG. Chúng tôi đánh giá rằng Báo cáo của Global Witness sẽ gây nhiều rủi ro cho HAG. Vấn đề đạo đức trong kinh doanh khá quan trọng tại các quốc gia phát triển, nên sẽ ảnh hưởng nhất định đến các cổ đông nước ngoài. Ngoài ra, chúng tôi cũng cho rằng báo cáo trên cũng sẽ phần nào gây khó khăn cho HAG trong việc phát hành trái phiếu quốc tế, cũng như tìm kiếm nhà đầu tư nước ngoài cho các dự án của công ty. HAG đã có những phản ứng đầu tiên, mời Global Witness khảo sát các dự án của công ty tại Lào, Campuchia. Chúng tôi hy vọng HAG sẽ có những bước đi thận trọng, thu được những phản hồi khả quan hơn từ Global Witness cũng như từ truyền thông quốc tế.

Rủi ro từ review quỹ ETF và room NĐTNN của HAG. Do HAG đã điều chỉnh room NĐT nước ngoài từ 43.71% xuống 37.82% nên room còn lại cho NĐT nước ngoài trên sàn hiện nay chỉ còn khoảng 3%. Nếu trái chủ của khoản trái phiếu chuyển đổi 1,100 tỷ chuyển đổi sang cổ phiếu đáo hạn vào tháng 8/2013 thì nguy cơ HAG sẽ bị loại khỏi FTSE ETF trong kỳ review tới do room cho vi phạm điều kiện "room NĐT nước ngoài lớn hơn 2%". Tuy nhiên giá hiện tại của HAG thấp hơn nhiều giá chuyển đổi (39,000 đ) và trái chủ có quyền gia hạn chuyển đổi trong 2 năm nên chúng tôi đánh giá khả năng sẽ không có việc chuyển đổi trái phiếu, ít nhất là trong năm 2013. Dù vậy, rủi ro này vẫn không loại trừ, và thời điểm review FTSE ETF cũng sẽ diễn ra sớm trong trung tuần tháng 6/2013.

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

• Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận giảm

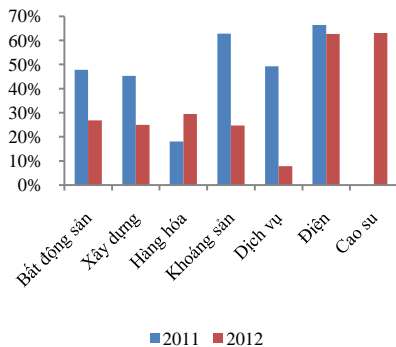
Doanh thu năm 2012 tăng trưởng mạnh 40% nhưng LNST giảm mạnh 72.3% do biên lợi nhuận gộp từ quặng sắt, bất động sản và thu nhập tài chính giảm mạnh. Năm 2012 là năm khó khăn nhất cho HAG do thị trường bất động sản suy giảm, các dự án cao su và mía đường đang trong giai đoạn đầu tư mạnh mẽ. Tuy nhiên tập đoàn vẫn giữ được tăng trưởng doanh thu tốt từ việc hạ giá bán các dự án bất động sản. Dòng tiền hoạt động dương 940 tỷ đồng sau nhiều năm âm (năm 2011 âm 994 tỷ) là tín hiệu tốt cho HAG.

• Hệ số nợ tiếp tục tăng

Tỷ lệ vốn vay của HAG khá lớn gây áp lực lớn cho tập đoàn về dòng tiền để trả chi phí lãi vay và nợ gốc đáo hạn. Hệ số nợ tăng trong năm 2012 sẽ tiếp tục giữ ở mức cao trong 2 năm 2013 và 2014 do nhu cầu đầu tư các lĩnh vực kinh doanh mới và chỉ có thể giảm nếu tập đoàn huy động thêm vốn cổ phần hoặc bán được



Biên lợi nhuận gộp thay đổi trong năm
2011 và 2012



bớt vốn từ các công ty con.

Tuy nhiên nhu cầu vốn này sẽ được đáp ứng một phần nhờ dòng tiền từ việc bán các dự án bất động sản và từ lợi nhuận của lĩnh vực mía đường, cao su và thủy điện. Ngoài ra các khoản nợ tăng phần lớn có kỳ hạn dài nên rủi ro thanh khoản không cao.

HAG hiện đang phát hành quyền mua cổ phiếu bằng mệnh giá cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 5:1. Nếu thành công sẽ làm tăng vốn điều lệ của HAG thêm 1070 tỷ đồng

Khả năng thanh toán vẫn ở mức an toàn

Mặc dù hoạt động trong lĩnh vực bất động sản và nhu cầu đầu tư lớn vào các lĩnh vực kinh doanh mới nhưng khả năng thanh toán của HAG vẫn ở mức an toàn, bình quân tiền mặt trong kỳ luôn lớn hơn 2,500 tỷ đồng. Hệ số thanh toán ngắn hạn và hệ số thanh toán nhanh chỉ tăng nhẹ trong năm 2012.

Chỉ tiêu về năng lực hoạt động được cải thiện

Vòng quay vốn lưu động đã có sự cải thiện đáng kể, chủ yếu nhờ sự giảm mạnh của thời gian tồn kho. Số ngày tồn kho năm 2012 giảm chỉ còn một nửa so với năm 2011 mặc dù hàng tồn kho ghi nhận thêm 583 tỷ từ dự án Minh Tuấn

Tỷ suất doanh thu trên tài sản tăng nhẹ nhưng vẫn ở mức rất thấp do HAG vẫn đang trong giai đoạn đầu tư cho các dự án cao su, mía đường và thủy điện.

Khả năng sinh lời giảm

Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng giảm mạnh so với năm 2011 do biên lợi nhuận mảng khoáng sản, bất động sản (giảm giá bán dự án căn hộ Hoàng Anh Gold House) và thu nhập tài chính giảm (tốc độ bán bớt cổ phần của các công ty con giảm). ROE và ROA cũng giảm mạnh và đang ở mức rất thấp.

Khả năng sinh lời của HAG sẽ phục hồi từ năm 2014 trở đi do mảng kinh doanh có biên lợi nhuận gộp cao như cao su, mía đường sẽ dần thay thế mảng kinh doanh có biên lợi nhuận đang thấp như bất động sản

Chi phí lãi vay tăng nhẹ so với năm 2011. Mặc dù lãi suất giảm nhưng chi phí lãi vay sẽ tăng trong năm 2013 do chi phí các khoản vay cho dự án Bá Thước, sản xuất đường và cao su sẽ không được vốn hóa như trước đây

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Dự báo KQKD 2013

Doanh thu	3596
COGS	2078
LN gộp	1518
Doanh thu tài chính	190
Chi phí tài chính	380
Chi phí bán hàng	144
Chi phí QLDN	180
LNTT	1005
LNST	753

Đơn vị: tỷ đồng

DỰ BÁO NĂM 2013

Năm 2013 HAG chủ yếu tập trung đầu tư vào thủy điện, mía đường, và cao su. Tập đoàn sẽ trồng thêm 11,500 ha cao su và 7,000 ha mía nguyên liệu. Tập đoàn cũng sẽ đầu tư vào dự án Dakrong 3A tại Gia Lai và Nậm Krong 2 tại Lào với tổng vốn đầu tư là 792 tỷ đồng.

Theo ước tính của BSC, doanh thu năm 2013 sẽ đạt khoảng gần 3,600 tỷ đồng (giảm 20%), LNST đạt khoảng 753 tỷ đồng (tăng 115%). Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng sẽ được cải thiện đáng kể so với năm 2012 do sự gia tăng đóng góp của mảng kinh doanh có biên lợi nhuận cao là mía đường và cao su

Lợi nhuận của HAG sẽ tăng ổn định từ năm 2015 khi:

- Diện tích, năng suất khai thác cây cao su tăng mạnh cũng như kỳ vọng về tăng trưởng giá cao su tự nhiên
- Dự án bất động sản tại Myanmar hoàn thành giai đoạn 1 và bắt đầu sinh lợi nhuận.
- Tất cả các nhà máy thủy điện đi vào hoạt động tạo dòng tiền ổn định
- Chi phí lãi vay giảm do đa số các khoản vay đáo hạn cũng như hoạt động đầu tư của HAG sẽ giảm

P/B của HAG hiện nay đạt 1.2, tuy nhiên P/E của HAG hiện nay khá cao (31x) do kết quả kinh doanh kém trong năm 2012. EPS năm 2013 của HAG năm 2013 ước đạt 1.170 đ/cp thì P/E forward của HAG vào khoảng 18x.

Dự báo kết quả kinh doanh của các mảng kinh doanh của của HAG trong năm 2013

	BDS và xây dựng	Cao su	Mía đường	Thủy điện	Khoán g sản	Đá và gỗ
Doanh thu	1728	520	600	340	360	50
COGS	1210	208	240	136	270	15
LN gộp	518	312	360	136	90	35

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Sau giai đoạn giảm giá mạnh trong tháng 4, giá HAG đã hồi phục trở lại sau khi chạm Fibonacci 50%. Tuy nhiên giá HAG vẫn trong xu hướng giảm giá trung hạn. Giá HAG sẽ giảm về vùng hỗ trợ dài hạn ở 19,500 đ/cp, trước khi hồi phục trở lại.



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NHĐT&PT VIỆT NAM

BSC Trụ sở chính

Tầng 1,10,11 BIDV Tower, 35 Hàng Vôi, Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8128508

Fax: 84 8 3 8128510

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH CƠ BẢN**Trần Thăng Long****Nguyễn Tuấn Anh****Trần Anh Tuấn****Nguyễn Thanh Hoa****Phạm Thị Thu Hằng****Trần Thị Bích Nhung****Khuyến cáo sử dụng:**

Miễn trách chung: Bản báo cáo này của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Xung đột lợi ích: BSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh, có thể giao dịch cho chính công ty theo những khuyến nghị đầu tư trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Bản quyền của Công ty chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Công ty Chứng khoán BIDV (BSC)

Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều là trái luật.