

**CÔNG TY CỔ PHẦN HOÀNG ANH GIA LAI (HSX: HAG)**
**Ngô Kinh Luân**
**Phạm Lê Duy Nhân**

Chuyên viên phân tích

 Email: [luannk@fpts.com.vn](mailto:luannk@fpts.com.vn)

Điện thoại : (84) – 8 6290 8686 – Ext : 7595

**Diễn biến giá cổ phiếu HAG**

**Thông tin giao dịch**

Giá hiện tại	20.700
Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	30.800
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	19.700
Số lượng CP niêm yết (cp)	718.154.693
Số lượng CP lưu hành (cp)	718.156.322
KLGD bình quân 30 phiên(cp)	1.926.491
% sở hữu nước ngoài hiện tại	36,54%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	7.181
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	14.865,8

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai
Địa chỉ	Quốc lộ 14, Xã Chưhrông, TP.Pleiku
Doanh thu chính	Bất động sản, Đường, Cao su, Khoáng sản, Điện
Chi phí chính	Xây dựng, chăm sóc, khai thác và chế biến
Lợi thế cạnh tranh	Kinh nghiệm, Uy tín, Đa ngành
Rủi ro chính	Vay nợ cao

**Danh sách cổ đông (06/2013)**

	Tỷ lệ (%)
Chủ tịch Đoàn Nguyên Đức	43,39%
Credit Suisse Hong Kong Ltd.	10,21%
Deutsche Bank AG & Deutsche Asset	3,86%
Vietnam Century Fund	2,99%
Deutsche Bank Trust	1,12%
Khác	38,43%

**Cập nhật thông tin từ chuyến đi Lào và Gia Lai**

Sau chuyến công tác thực tế với đại diện CTCP HAGL tại Gia Lai và Lào, chúng tôi xin gửi một số thông tin cập nhật như sau:

**Cao su tại Lào**

Năm	2013	2014	2015	Đến 2018
Diện tích khai thác kế hoạch (ha)	6.700-7.000	10.000	18.900	50.500

**Vùng nguyên liệu**

- Đến cuối năm nay sẽ trồng hết 50.500 ha cao su tại Lào, Campuchia và Việt Nam.
- Hiện năm nay chỉ khai thác khoảng 4.000-5.000 ha tại Lào thấp hơn kế hoạch đặt ra là 7.000 ha. Vì vậy có khả năng sẽ không đạt kế hoạch 512 tỷ đồng doanh thu từ cao su trong năm nay.

Đến 2018 toàn bộ 50.500 ha cao su tại 3 nước Việt Nam, Lào, Campuchia sẽ đến tuổi khai thác. Trong đó, Lào đạt 25.300 ha, Việt Nam đạt 10.000 ha, Campuchia khoảng 15.200 ha.

- Tiền thuê đất tại Lào: \$30/ha/năm trong 50 năm.
- Cây cao su được cạo theo phương pháp D3 (mỗi cây được cạo 3 ngày/lần), công nhân cạo mủ được trả lương khoảng 300 USD/tháng, mỗi người được phân công cạo 2 ha.
- Toàn bộ cao su tại Lào được trồng trên đất rừng khộp (theo đánh giá thì đây là đất nhiều sỏi và không tốt). HAGL đã dùng giải pháp đào sâu hơn 1,2 m để loại bỏ lớp đất xấu bên trên (tại Việt Nam chỉ đào 0,6 m). Song song đó là kết hợp hệ thống tưới nước nhỏ giọt (2 lít/giờ), bón phân theo công nghệ hiện đại của Israel nhằm nâng cao hiệu quả chăm sóc và phát triển của cây.
- Diện tích cao su tại Lào theo thực tế thì đang phát triển rất tốt. Với hệ thống tưới nước nhỏ giọt, bón phân hiện đại của Israel kết hợp với 4 con sông bao quanh đã giúp cho việc chăm sóc diễn ra khá hiệu quả. Với kỹ thuật tưới nước như vậy sẽ giúp tạo độ ẩm cho cây, giúp cây phát triển tốt trong mùa khô và tăng năng suất cho mủ, như thực tế quan sát: cây phát triển tốt, ít rụng lá, vườn cây phát triển đều,...



### Cao su thành phẩm



### Hệ thống tưới nhỏ giọt Israel



- Chi phí đầu tư hệ thống tưới nhỏ giọt cho 1ha cao su khoảng 700 USD, mía đường lên đến 2.000 USD. Lý do chi phí đầu tư cho mía đường cao hơn là vì mật độ cây mía dày đặc hơn cao su, số lượng van dùng để nhỏ giọt nhiều hơn và ống được chôn dưới đất để tưới thẳng vào gốc.
- Hiện tại HAGL có 1 nhà máy chế biến cao su tại Lào với công suất 25.000 tấn/năm, vốn đầu tư 7,5 triệu USD. Khấu hao trong 10 năm. Trong tương lai gần sẽ đầu tư thêm 1 nhà máy tương đương tại Gia Lai nhằm đáp ứng vùng nguyên liệu tại đây.
- Theo đại diện HAGL cho biết, năng suất vườn cây có thể lên 2,5-3 tấn/ha/năm quy khô. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn nghi vấn về vấn đề này. Cần phải chờ đến những năm cây trưởng thành có đạt mức năng suất cao như đại diện HAGL chia sẻ hay không. Vấn đề này cần phải tiếp tục quan sát qua từng năm khai thác để đánh giá thực tế.

### Sản phẩm và thị trường tiêu thụ

- Sản phẩm chủ yếu là SVR 10 và 20 (dùng trong xăm lốp). Giá thành vào khoảng 24.000.000 đ/tấn.
- Đại diện phía HAGL không công bố cụ thể đối tác tiêu thụ mà chỉ cho biết rằng sẽ tiêu thụ tại Việt Nam, Lào, Trung Quốc và Thái Lan. Kế hoạch bao tiêu bởi Michellin như đầu năm công bố cũng không được nhắc đến. Tuy nhiên khả năng Michellin tiêu thụ là rất cao.

### Cao su tại Gia Lai

- Diện tích: 10.000 ha. Đang trong giai đoạn trồng kiến thiết cơ bản, chưa đưa vào khai thác.
- Năng suất dự kiến 2,2-2,5 tấn/ha/năm.

### Doanh thu 2013 ước tính của mảng cao su

Do diện tích khai thác thấp hơn kế hoạch và sản lượng năm đầu khai thác còn thấp vì vậy khả năng công ty sẽ không đạt kế hoạch doanh thu năm nay. Ước tính như sau:

Năm	Ước tính 2013	KH2013	% KH2013
Diện tích khai thác (ha)	6.700	7.000	95,7%
Sản lượng (tấn)	6.700		
Doanh thu ước tính (tỷ đồng)	325	512	63,5%



### Cọ dầu tại Lào

- Không được đề cập nhiều trong chuyến đi vừa qua do diện tích khá nhỏ so với mía đường và cao su.
- Hiện tại chỉ mới trồng tại Lào khoảng 2.000 ha. Sang năm 2014 theo kế hoạch sẽ hoàn thành 5.000 ha. Năm 2015 sẽ bắt đầu xây dựng nhà máy và khai thác. Cụ thể vẫn chưa rõ ràng.

### Cao su tại Lào



### Nhà máy Cao su tại Lào



### Cọ dầu tại Lào



## Mía đường tại Lào

### Vùng nguyên liệu



- Niên vụ 2013/2014 HAG đã trồng được khoảng 8.000 ha mía so với 5.500 ha cùng kỳ năm trước. Qua thu hoạch niên vụ đầu tiên, từ phía doanh nghiệp vẫn khẳng định năng suất mía đạt ở mức rất cao 110-120 tấn/ha và giá mía nguyên liệu chỉ vào khoảng 300.000 đồng/tấn nhờ áp dụng cơ giới hóa vào canh tác và đặc biệt là hệ thống tưới tiêu nhỏ giọt theo công nghệ Israel.
- Hệ thống này có mức đầu tư 2.000 USD/ha và được khấu hao trong 5 năm, tương ứng với 5 niên vụ cho một gốc mía. Tất cả ruộng mía đều được chôn đường ống gần van điều áp nhỏ giọt khoảng cách 50cm dọc theo các rãnh. Ưu điểm của công nghệ này là nước và phân được đưa vào từ đầu đường ống đến cuối đường ống đều có dung lượng bằng nhau, khoảng 2 lít/giờ. Như vậy để cung cấp nước cho toàn bộ diện tích trồng mía dự kiến vào khoảng 10.000 ha, HAG phải bỏ ra đến 20 triệu USD.
- Trong khi đó theo báo cáo của USDA cho niên vụ 2013/2014 của Thái Lan, năng suất trung bình chỉ đạt mức 75 tấn/ha và giá mía nguyên liệu quy đổi theo tỷ giá hiện hành lên đến hơn 600.000 đồng/ tấn. Trên thực tế, Thái Lan là nước xuất khẩu đường lớn thứ hai trên thế giới chỉ sau Brazil. Nếu những con số mà HAG cung cấp là chính xác thì sản phẩm đường của doanh nghiệp rõ ràng có lợi thế rất lớn về mặt giá thành trên thị trường thế giới. Tuy nhiên, từ doanh thu và lợi nhuận thu được cho mảng kinh doanh mía đường trong niên vụ 2012/2013 của HAG, chúng tôi ước tính năng suất mía trung bình chỉ vào khoảng 90 tấn/ha.

### Cụm nhà máy sản xuất ( tổng mức đầu tư hiện tại 68,7 triệu USD)



- Nhà máy chế biến mía đường với công suất ép 7.000 tấn mía/ngày, sản xuất khoảng 700 tấn đường thành phẩm. Nhà máy chỉ hoạt động 6 tháng trong năm theo thời gian thu hoạch mía. Thời gian còn lại sẽ bảo trì. Theo ước tính, nếu giữ nguyên công suất này thì HAG tối đa chỉ khai thác được vùng nguyên liệu rộng khoảng 10.000 ha thay vì 12.000 ha như đã công bố trước đó.
- Nhà máy nhiệt điện bao gồm 2 tua bin, tổng công suất 30 Mwh chạy liên tục trong vụ ép mía kéo dài từ tháng 11 hằng năm





đến tháng 4 năm sau. HAG cho biết 20% công suất điện sản xuất ra được cung cấp để vận hành toàn bộ cụm nhà máy sản xuất, 80% còn lại được hòa vào lưới điện của Lào với giá bán 6 cent/kw.

- Nhà máy Ethanol công suất 30.000 tấn/năm hiện vẫn đang trong quá trình xây dựng và dự kiến vẫn chưa được đưa vào vận hành trong niên vụ 2013/2014. Mật rỉ thu được từ quá trình kết tinh đường được xuất bán cho CTCP Mía đường Thành Thành Công Tây Ninh (SBT).
- Nhà máy phân vi sinh công suất 50.000 tấn/năm cung cấp phân bón cho vùng nguyên liệu mía của HAG.

### Sản phẩm và thị trường tiêu thụ



- Hiện nay HAG vẫn chỉ sản xuất đường kính trắng (RS) được đóng trong 2 loại bao bì 1kg và 50kg. Loại đường này chủ yếu dùng trong tiêu dùng hằng ngày hoặc có thể tinh luyện thành đường RE để cung cấp cho các doanh nghiệp chế biến thực phẩm. Phía doanh nghiệp từ chối không nêu cụ thể thị trường tiêu thụ của gần 50.000 tấn đường đã sản xuất được trong niên vụ trước mà chỉ cho biết có thể tiêu thụ tại các thị trường Lào, Thái Lan, Trung Quốc hay Việt Nam nhờ giá thành sản xuất cạnh tranh.



- Chúng tôi cho rằng, trong niên vụ trước toàn bộ sản lượng đường được tiêu thụ tại thị trường nội địa của Lào. Ước tính niên vụ 2013/2014 HAG sản xuất được hơn 72.000 tấn đường, cho nên việc doanh nghiệp và CTCP Đường Biên Hòa (BHS) hợp tác xin giấy phép tạm nhập 30.000 tấn đường để tinh luyện và tái xuất sang Trung Quốc được xem một động thái nhằm tìm đầu ra cho lượng đường sản xuất dư thừa trong niên vụ này. Ông Đoàn Nguyên Đức, chủ tịch HĐQT HAG cũng cho biết khả năng lớn chính phủ Việt Nam sẽ thông qua quyết định cho phép HAG và BHS hoàn tất thương vụ này.

### Giá thành sản xuất và giá bán đường thành phẩm

- Giá mía nguyên liệu theo doanh nghiệp công bố là 300.000 đồng/tấn cho mía có chữ đường trên 10 CCS. Với tỷ lệ cơ giới hóa cao đạt trên 90%, chúng tôi ước tính mía nguyên liệu chỉ chiếm khoảng 60% giá thành sản xuất đường, 40% còn lại là chi phí khấu hao và nhân công. Ước tính giá thành 1 tấn đường do HAG sản xuất tại Lào chỉ vào khoảng 4,7 triệu đồng.
- Doanh nghiệp cho biết giá bán đường trong niên vụ 2012/2013 dao động xung quanh mức 15.000 đồng/kg, tuy

nhiên chúng tôi không cho rằng đây là mức giá hợp lý cho đường RS kể cả khi doanh nghiệp xuất bán được tại thị trường có giá đường cao do bảo hộ như Việt Nam hoặc nơi có nhu cầu tiêu thụ cao như Trung Quốc. Chúng tôi ước tính giá bán đường giao tại kho của HAG vào khoảng 13.000 đồng/kg.

#### **Doanh thu và lợi nhuận ước tính cho niên vụ 2013/2014**

Một niên vụ mía thường kéo dài từ tháng 11 hằng năm đến tháng 4 năm sau. Trong niên vụ 2012/2013, HAG không ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ mảng kinh doanh mía đường trong năm 2012 mà chuyển toàn bộ sang năm 2013. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng, trong niên vụ này, doanh nghiệp sẽ ghi nhận một phần doanh thu và lợi nhuận cho năm 2013 nhằm bù đắp thiếu hụt doanh thu từ cao su. Chúng tôi ước tính doanh thu từ mía đường và các sản phẩm phụ trong niên vụ 2012/2014 như sau:

##### **▪ Doanh thu mía đường**

Chỉ tiêu	Đơn vị tính	Niên vụ 2012/2013	Niên vụ 2013/2014
Diện tích trồng	ha	5.500	8.000
Năng suất	tấn/ha	90	90
Sản lượng mía ép	tấn	495.000	720.000
Sản lượng đường	tấn	49.500	72.000
Giá bán	đồng/kg	13.000	13.000
Doanh thu	tỷ đồng	644	936
Giá thành	đồng/kg	4.700	4.700
Giá vốn	tỷ đồng	233	338,5
LN gộp	tỷ đồng	411	597,5

##### **▪ Doanh thu nhiệt điện**

Chỉ tiêu	Đơn vị tính	Niên vụ 2013/2014
Công suất lắp máy	Mwh	30
Số giờ vận hành	Giờ	3.960
Tổng công suất sản xuất	Mw	118.800
Tổng công suất bán	Mw	95.040
Giá bán điện	đồng/kw	1.200
Doanh thu nhiệt điện	tỷ đồng	114

##### **▪ Doanh thu mật rỉ**

Chỉ tiêu	Đơn vị tính	Niên vụ 2013/2014
Sản lượng mía ép	tấn	720.000
Sản lượng mật/tấn mía	kg	40
Tổng sản lượng mật	tấn	28.800
Giá bán	triệu đồng/tấn	2,8
Doanh thu mật rỉ	tỷ đồng	81

**Theo đánh giá thì từ nay đến cuối năm sẽ không có gì đột biến trong hoạt động kinh doanh của công ty. Sang năm 2014 sẽ là năm hoạt động mía đường và cao su được đẩy mạnh. Hứa hẹn sẽ góp phần gia tăng doanh thu và lợi nhuận cho công ty. Trong đó, mía đường sẽ đóng góp trong 6 tháng đầu năm và cao su sẽ tập trung trong 6 tháng cuối năm.**

**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, CTCP Chứng khoán FPT nắm 65 cổ phiếu và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Trụ sở chính**

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,  
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam  
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.4) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1,  
Tp.Hồ Chí Minh, Việt Nam  
ĐT: (84.8) 6 290 8686  
Fax: (84.8) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

124 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận Hải  
Châu, Tp.Đà Nẵng, Việt Nam  
ĐT: (84.511) 3553 666  
Fax: (84.511) 3553 888