

# CTCP HOÀNG ANH GIA LAI

Tháng 5, 2014

## BÁO CÁO LẦN ĐẦU: MUA



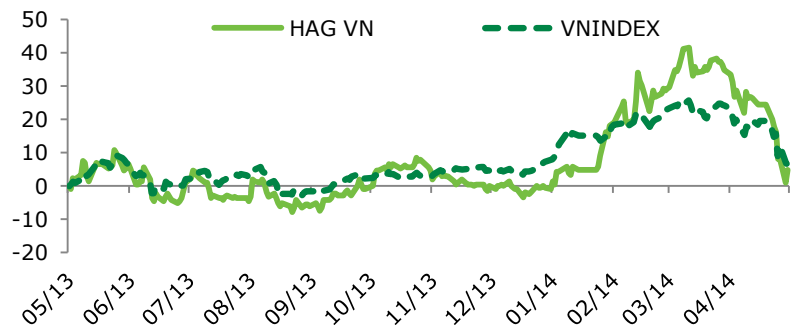
Giá hiện tại (26/05/2014):	(đồng)	24.000
<b>Giá mục tiêu:</b>	(đồng)	<b>27.800</b>
Mã Bloomberg: <b>HAG VN</b>	Sàn niêm yết:	HSX
Ngành:	Đa ngành	
Beta	1,14	
Giá cao/thấp nhất (52 tuần)	29.600–	19.200
Số lượng cổ phiếu	718.154.700	
Vốn hóa (tỷ đồng)	16.805	

KLGDBQ 10 phiên	2.561.859
Sở hữu nước ngoài (%)	31,88%

Năm	Lợi tức	EPS
2013	4,3%	1.181
2012		651
2011		2.174
Chỉ số tài chính	HAG	VNI
PE	16,9	12,8
PEG	0,1	na
P/B	1,31	1,82
EBIT/I	2,3	na
EV/EBITDA	25,96	9,78
ROE	8%	14,3%

### Giới thiệu về Công ty:

- Lịch sử công ty: Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai (HAG) tiền thân là một xưởng gỗ nhỏ được thành lập từ năm 1993 tại tỉnh Gia Lai. Công ty tiến hành cổ phần hóa vào năm 2006 và niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh vào tháng 8/2008 với mã HAG.
- Các hoạt động kinh doanh của Công ty: HAG hoạt động đa ngành bao gồm 2 lĩnh vực chính là nông nghiệp (cao su, mía đường, bắp, cọ dầu) và bất động sản. Ngoài ra, HAG còn kinh doanh các hoạt động khác như thủy điện, khoáng sản, dịch vụ...
- Quy mô: Tính đến cuối 2013, tổng tài sản là 34.143 tỷ đồng và tổng vốn chủ sở hữu là 14.059 tỷ đồng.



Trong báo cáo công ty lần đầu của CTCP Hoàng Anh Gia Lai (HAG), chúng tôi khuyến nghị **MUA** dài hạn dựa trên những lập luận sau :

- HAG là một trong những tập đoàn đa ngành lớn đang niêm yết với hai mảng kinh doanh chủ lực là nông nghiệp và bất động sản. HAG sở hữu diện tích đất lên tới 100.000 ha tập trung ở Lào, Campuchia và Việt Nam với các điều kiện thuận lợi để phát triển nông nghiệp như: diện tích đất liền thửa để sản xuất quy mô lớn, giá thuê đất rẻ và chất lượng đất tốt.
- Công ty đã hoàn thành cơ bản giai đoạn đầu tư vào lĩnh vực nông nghiệp và những năm sắp tới là thời điểm gặt hái thành quả. Trong năm 2013 HAG đã thu được những kết quả tích cực đầu tiên từ mía đường. Chúng tôi dự báo cao su sẽ là động lực tăng trưởng tiếp theo cho HAG khi phần lớn diện tích vườn cây được khai thác trong năm 2015.
- Trong năm 2015, chúng tôi kỳ vọng HAG có thể đưa dự án bất động sản Myanmar vào khai thác như kế hoạch, qua đó mang lại nguồn thu vào khoảng 150 triệu USD/năm từ năm 2016.
- Dựa trên triển vọng của mảng nông nghiệp và dự án Myanmar. Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR trong giai đoạn 2014-2018 là 42% và 33%. Đặc biệt LNST sẽ tăng trưởng mạnh từ năm 2015 trở đi. Tỷ lệ nợ vay cao là áp lực lớn cho HAG, tuy nhiên, tình hình tài chính Công ty đã được cải thiện và khá an toàn với tỷ lệ nợ/ vốn chủ sở hữu là 1.1x vào cuối năm 2013. Tỷ lệ này dự báo sẽ tiếp tục hạ xuống trong các năm tới.
- Cổ phiếu HAG đã giảm 21% từ mức đỉnh và hiện đang giao dịch ở mức 24.000 đồng/cp. Chúng tôi tin rằng giá cổ phiếu HAG chưa phản ánh đầy đủ triển vọng Công ty. Với mức giá mục tiêu ở mức 27.800 đồng/cổ phiếu, cao hơn 16% so với giá thị trường hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HAG

*\*Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này*

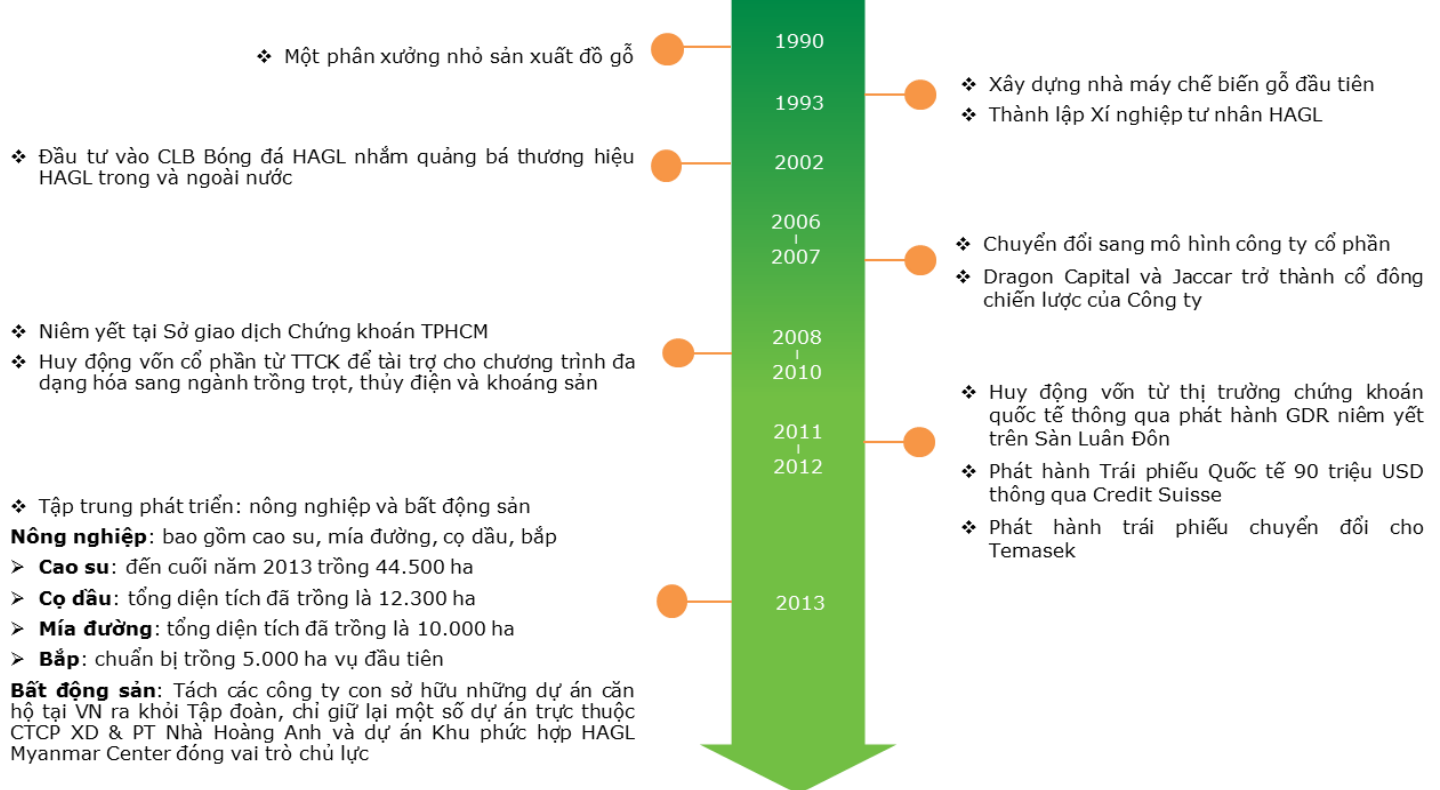
# NỘI DUNG

<b>TỔNG QUAN CÔNG TY</b> .....	3
Cấu trúc tập đoàn .....	4
Cơ cấu cổ đông .....	5
Ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm .....	5
<b>PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH</b> .....	6
Nông nghiệp là hoạt động cốt lõi với nhiều thuận lợi .....	6
Cao su- rủi ro thiếu lao động .....	7
Mía đường – thành quả tích cực đầu tiên .....	8
Bắp–Nguồn thu quan trọng .....	10
Cọ dầu – Tiềm năng cao .....	10
Tái cấu trúc bất động sản, tập trung nguồn lực cho siêu dự án Myanmar .....	10
Thủy điện: chỉ phát triển các dự án tại Lào nhờ giá bán điện cao .....	12
Khoáng sản: sẽ được chuyển nhượng do hiệu quả thấp .....	13
Gỗ và đá- không còn đóng góp doanh thu .....	14
Xây dựng- triển vọng không cao trong tương lai .....	14
Dịch vụ - Lỗ trong kinh doanh thể thao và bệnh viện .....	14
<b>PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH</b> .....	15
Doanh thu và lợi nhuận giai đoạn 2010 -2013 .....	15
Năm 2013 đánh dấu sự chuyển hướng từ bất động sản sang nông nghiệp .....	16
Doanh thu tài chính và chi phí tài chính .....	17
Đòn bẩy tài chính .....	18
<b>DỰ BÁO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH</b> .....	19
<b>Dự báo cho từng hoạt động kinh doanh chính</b> .....	19
Kết luận dự báo doanh thu: Bắt đầu một chu kỳ tăng trưởng mới .....	25
Doanh thu tài chính giảm mạnh .....	25
Chi phí tài chính không giảm .....	26
Thuế thu nhập .....	26
Lợi nhuận thuần sẽ tăng mạnh từ năm 2015 .....	26
Nhu cầu đầu tư cao năm 2014 nhưng dòng tiền sẽ vẫn đảm bảo .....	27
<b>ĐỊNH GIÁ</b> .....	29
<b>Phân tích kỹ thuật</b> .....	32
<b>KẾT LUẬN</b> .....	33

## TỔNG QUAN CÔNG TY

Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai (HAG) tiền thân là một xưởng gỗ nhỏ, chuyên đóng bàn ghế cho học sinh được thành lập từ năm 1993 tại tỉnh Gia Lai. Công ty tiến hành cổ phần hóa vào năm 2006 và niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh vào tháng 8/2008 với mã HAG. Trải qua hơn 20 năm thành lập, HAG là một trong những tập đoàn đa ngành lớn tại Việt Nam với mức vốn hóa thị trường gần 1 tỷ USD, và nằm trong nhóm 20 công ty niêm yết có vốn hóa lớn nhất.

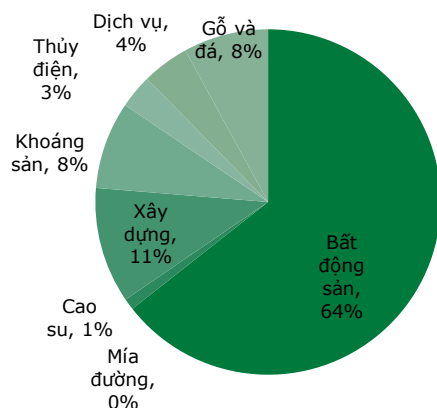
### Quá trình phát triển của HAG



*Nguồn: HAG*

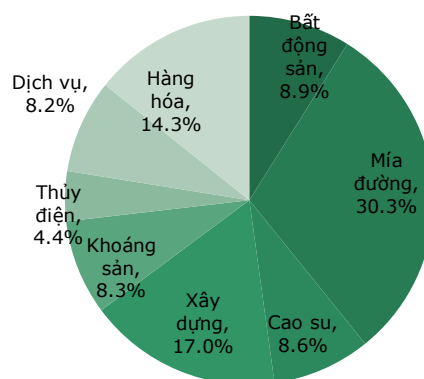
Trong giai đoạn 2010 -2012 hoạt động kinh doanh chính của công ty là bất động sản với doanh thu từ bất động sản chiếm khoảng 60%. Công ty cũng phát triển mảng kinh doanh hỗ trợ bất động sản như xây dựng, gỗ và đá để hình thành nên chu trình khép kín cho hoạt động kinh doanh của mình. Ngoài ra, công ty còn mở rộng ra các hoạt động kinh doanh khác như thủy điện, khoáng sản, nông nghiệp và dịch vụ. Trong năm 2013, nhằm mục đích cơ cấu lại tập đoàn, HAG đã rà soát lại các hoạt động kinh doanh của mình, tái cơ cấu các ngành nghề kinh doanh để chuyển vốn từ các tài sản sinh lời ít sang các tài sản có mức sinh lời cao hơn. HAG đã thoái vốn khỏi các mảng kinh doanh gỗ, đá, rút khỏi hầu hết các dự án thủy điện và bất động sản trong nước. Trong giai đoạn phát triển mới từ năm 2013, định hướng phát triển của HAG sẽ tập trung chủ yếu vào lĩnh vực nông nghiệp (với các loại cây cao su, mía đường, cọ dầu và bắp) và dự án bất động sản Myanmar. Các lĩnh vực khác như khoáng sản, khách sạn dịch vụ sẽ được chuyển nhượng trong thời gian tới.

Cấu trúc doanh thu năm 2012



Nguồn: HAG

Cấu trúc doanh thu năm 2013

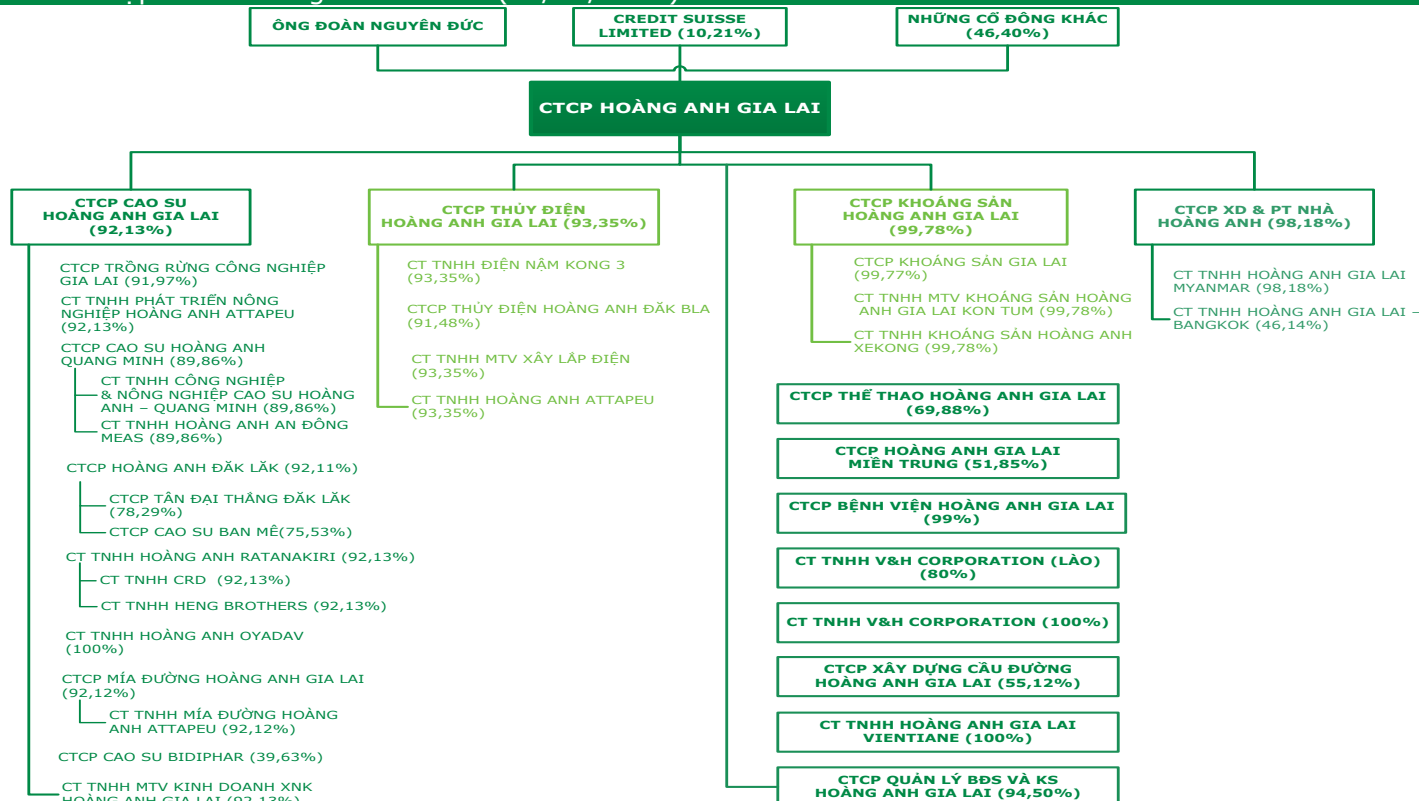


Nguồn: HAG

## Cấu trúc tập đoàn

HAG hiện nay đang hoạt động theo mô hình Tập đoàn, trong đó, Công ty mẹ đóng vai trò lập chiến lược và thu xếp vốn đầu tư cho các công ty con trong Tập đoàn. Các Công ty con sẽ là đơn vị thực hiện chiến lược mà Tập đoàn đề ra. Công ty mẹ với 4 tổng công ty quản lý ngành và 32 công ty con là những Công ty mà HAG nắm giữ cổ phần chi phối trên 50%

Cấu trúc tập đoàn Hoàng Anh Gia Lai (31/12/2013)



Nguồn: HAG, VPBS

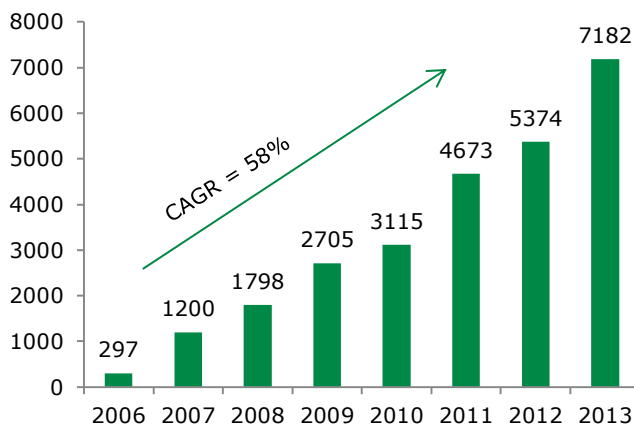
## Cơ cấu cổ đông

Ông Đoàn Nguyên Đức sở hữu 43,4% vốn điều lệ HAG

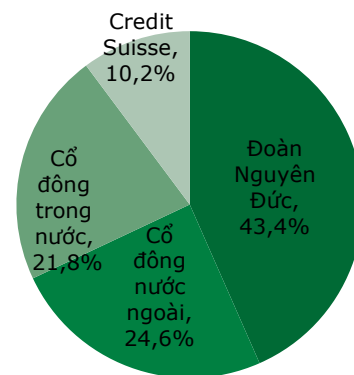
Đến cuối năm 2013 vốn điều lệ của HAG là 7.181 tỷ đồng, tương đương với 718 triệu cổ phiếu. Cổ đông lớn nhất của HAG là ông Đoàn Nguyên Đức, Chủ tịch hội đồng quản trị và cũng là người sáng lập ra HAG, chiếm 43,4%, tương đương với hơn 311,6 triệu cổ phiếu. Cổ đông nước ngoài chiếm 36,6%, trong đó Credit Suisse là cổ đông ngoại lớn nhất, chiếm 10,2% vốn điều lệ sau khi đã chuyển đổi 75 triệu USD trái phiếu với giá 21.500 đồng vào cuối tháng 5 năm 2013. Các nhà đầu tư nước ngoài khác chiếm 24,6% trong đó gồm hai nhà đầu tư chiến lược là Jaccar Fund và Dragon Capital. Đây là những quỹ có kinh nghiệm lâu năm tại Việt Nam với nhiều mối quan hệ lớn, đã hỗ trợ và có nhiều ảnh hưởng tích cực đến hoạt động kinh doanh đa ngành nghề của HAG.

Vốn điều lệ qua các năm (tỷ đồng)

Cơ cấu cổ đông Công ty đến 28/02/2014



Nguồn: HAG



Nguồn: HAG

## Ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm

Ông Đoàn Nguyên Đức người sáng lập và cũng là cổ đông lớn nhất của Công ty. Ông Đức khởi nghiệp là một thợ mộc và sau đó phát triển thành cơ sở sản xuất đồ gỗ. Sau đó, ông mở rộng lĩnh vực kinh doanh sang khách sạn. Ông cũng được biết đến với tên gọi Bầu Đức khi ông thành lập đội bóng Hoàng Anh Gia Lai và chính bóng đá đã giúp cho thương hiệu Hoàng Anh Gia Lai của ông được nhiều người biết đến. Năm 2008 ông Đức đã thực hiện quyết định quan trọng đưa HAG lên niêm yết và nhờ đó đã giúp HAG huy động được nguồn vốn lớn để mở rộng hoạt động kinh doanh sang các ngành nghề khác. Ông Đức là người có tầm nhìn chiến lược, bằng những quyết định nhanh chóng và kịp thời đã giúp HAG vượt qua những khó khăn và đạt được những kết quả tích cực trong bối cảnh suy thoái của thị trường bất động sản. Ông Đức cũng là một trong những người sớm nhất đầu tư sang Lào xin đất làm nông nghiệp, và đến nay HAG đang bắt đầu thu được những kết quả tích cực từ các dự án này. Ngoài ra, các thành viên khác trong Hội đồng quản trị lẫn Ban giám đốc đều có kinh nghiệm từ 15-36 năm trong vai trò quản lý và trên lĩnh vực tài chính và đầu tư và có nhiều năm làm việc trong công ty. Do đó, ban lãnh đạo có sự am hiểu sâu rộng về ngành nghề kinh doanh và gắn bó chặt chẽ với Công ty. Với đầu tàu vững chắc và ban lãnh đạo dày dặn kinh nghiệm, HAG có nền tảng vững chắc cho sự phát triển của Công ty trong tương lai.

## PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Nông nghiệp là hoạt động cốt lõi với nhiều thuận lợi

HAG là một trong số ít các doanh nghiệp Việt Nam đi đầu trong hoạt động đầu tư vào Lào và Campuchia, thông qua các hoạt động xã hội và phúc lợi HAG đã được thuê một diện tích đất lên tới gần 100.000 ha liền thửa để phát triển lĩnh vực nông nghiệp. Theo đó, chiến lược của HAG là trồng các loại cây từ ngắn ngày như mía đường đến trung hạn như cọ dầu và dài hạn là cao su.

Đến cuối năm 2013, Công ty đã trồng được 44.500 ha cao su, 8.000 ha mía đường và 12.300 ha cọ dầu. Trong kế hoạch phát triển của mình, HAG sẽ tiếp tục mở rộng diện tích nông nghiệp sang các loại cây ngắn ngày như trồng 10.000 bắp trong năm 2014-2015. Công ty cũng dự định sẽ tăng diện tích cọ dầu lên 30.000 ha vào năm 2015. Có thể nói quy mô hoạt động của HAG đã có thể so sánh với các công ty hàng đầu trong khu vực Đông Nam Á.

Quỹ đất nông nghiệp của HAG						
Nghìn Hecta	Quỹ đất	Đã trồng		Sẽ trồng trong 2014-2015		
		Cao su	Mía đường	Cọ dầu	Cọ dầu	Bắp
<b>Tổng</b>	<b>100</b>	<b>44,5</b>	<b>8</b>	<b>12,3</b>	<b>17,7</b>	<b>10</b>
Lào	40	26	8	2		2
Campuchia	50	9,7		10,3	17,7	8
Việt Nam	10	8,8				

Nguồn: HAG

Mặc dù là người đi sau nhưng HAG có những thuận lợi lớn khi đầu tư vào lĩnh vực này:

**Diện tích đất lớn, liền thửa tạo ra lợi thế về quy mô:** Quỹ đất công ty tập trung chính tại 3 khu vực Lào, Campuchia và Việt Nam. Tại mỗi nước, diện tích vườn cây của công ty đều liền thửa, nằm trong vòng bán kính 20- 30 km, do vậy rất thuận lợi cho việc canh tác quy mô lớn, áp dụng máy móc thiết bị trong công tác trồng, chăm sóc và thu hoạch, qua đó làm tăng năng suất và hạ giá thành sản phẩm.. Ngoài ra, các nhà máy của HAG được xây dựng trong vùng nguyên liệu giúp giảm được các chi phí vận chuyển.

**Chất lượng đất tốt, phù hợp với các loại cây nông nghiệp:** Hầu hết các vườn cây của Công ty nằm trên khu vực cao nguyên vốn trước đây là rừng, đặc tính của những khu vực này rất phù hợp để phát triển các loại cây công nghiệp như cao su, mía đường và cọ dầu. Thêm vào đó, HAG còn áp dụng các kỹ thuật khoa học như hệ thống tưới nhỏ giọt, cung cấp lượng nước tưới quanh năm cho các vườn cây. Trong các chuyến thăm thực tế đến các vườn cây tại Lào, Việt Nam và Campuchia, chúng tôi quan sát thấy cây cao su phát triển tốt ở mọi khu vực. Vườn cây cao su ở Lào đã có thể đủ tiêu chuẩn khai thác vào năm thứ 5 so với thông thường là 6 năm. Mía đường đạt năng suất lên tới 120 tấn/ha so với năng suất bình quân 70 tấn/ ha ở Việt Nam.



**Chi phí thuê đất rẻ:** Công ty được miễn tiền thuê đất trong giai đoạn đầu tư và chịu mức thuế thuê đất từ 5-6 USD/ năm khi bắt đầu thu hoạch. Nhờ vậy suất đầu tư của HAG rất cạnh tranh.

#### Phân bố vùng trồng nông nghiệp của HAG



Nguồn: HAG, VPBS

Ngành nông nghiệp của HAG nằm tại tam giác Đông Dương Việt Nam, Lào, Campuchia trong phạm vi cách khoảng 200 km, thuận lợi cho việc quản lý

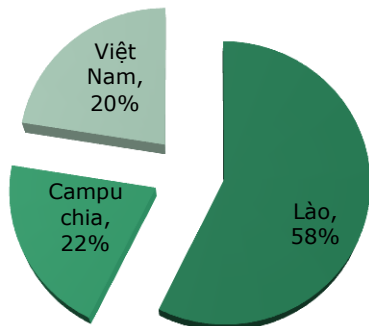
## Cao su- rủi ro thiếu lao động

**Không mở rộng diện tích trồng.** Vào năm 2007, HAG bắt đầu trồng 438 ha cao su đầu tiên tại tỉnh Attapue, Lào. Diện tích trồng cao su nhanh chóng được mở rộng và đến cuối năm 2013, HAG đã trồng được 44.500 ha cao su. Diện tích vườn cây của Công ty trải dài trên ba nước Đông Dương, bao gồm khu vực Tây Nguyên Việt Nam, Nam Lào và Đông Bắc Campuchia, trong đó tập trung nhiều nhất tại Lào với diện tích 26.000 ha (58% diện tích), tại Campuchia là 9.700 ha (21,8% diện tích) và diện tích tại Việt Nam (Gia Lai và Đắk Lắk) khoảng 8.800 ha (19,8% diện tích). Sau khi trồng xong 44.500 ha, HAG sẽ không mở rộng thêm diện tích cao su lên 51.000 ha như kế hoạch ban đầu, thay vào đó, Công ty chỉ tập trung vào chăm sóc diện tích cao su đã trồng.

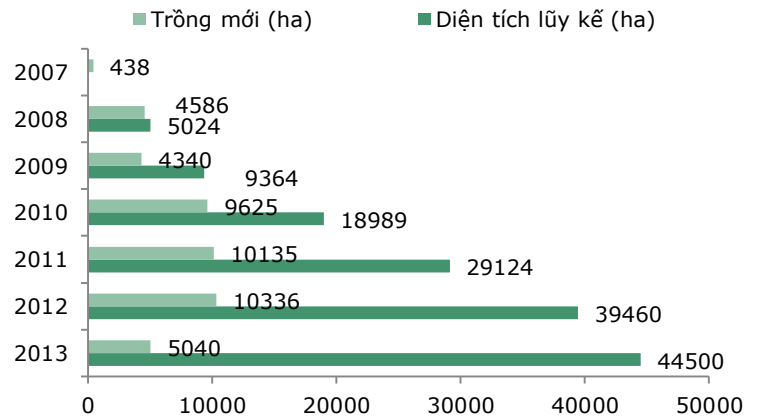
**Năng suất được kỳ vọng đạt mức cao.** HAG chọn giống cao su PB 260 (chiếm 81% diện tích) để phát triển các vườn cao su của mình. Đây là giống cao su được khuyến khích trồng rộng rãi tại các quốc gia cao su lớn. Đặc điểm của nhóm này là năng suất cao và khả năng chống sâu bệnh tốt. Năng suất vào giai đoạn trưởng thành có thể đạt 2,8 tấn/ha. Thêm vào đó, với chất lượng đất tốt và việc áp dụng hệ thống tưới nhỏ giọt (giúp cây cao su được cung cấp nước quanh năm nên giảm được các tác động tiêu cực trong mùa

khô kéo dài), chúng tôi cho rằng vườn cây của HAG có thể đạt năng suất cao như các công ty hàng đầu tại Việt Nam khi đi vào giai đoạn trưởng thành.

Diện tích trồng cao su theo quốc gia



Diện tích cao su đã trồng 2007-2013



Nguồn: HAG

Nguồn: HAG

HAG cũng đã xây dựng 1 nhà máy chế biến cao su trên diện tích 7 ha tại nông trường Attapue. Nhà máy có hai dây chuyền với công suất 2,5 tấn/ngày/dây chuyền. Sản lượng ước tính của nhà máy là 20.000 tấn cao su SVR.

**Giá thành cao su cạnh tranh cao.** Trong năm 2013, năm đầu tiên khai thác, doanh thu từ cao su đạt 238 tỷ đồng với sản lượng thực tế đạt 4.000 tấn. Đây cũng là mảng có tỷ suất lợi nhuận cao là 69%. Chúng tôi ước tính giá thành trong năm 2013 vào khoảng 24 triệu đồng/ tấn, thấp hơn so với giá thành của các công ty hàng đầu thuộc VRG như TRC, DPR vào khoảng 38 triệu đồng/tấn. Nguyên nhân là do HAG thực hiện khoán và kiểm soát tốt chi phí nhân công. HAG trả lương cho 1 công nhân là 250 USD/tháng tương đương vào khoảng 600 USD/tấn mủ thành phẩm (1 công nhân quản lý 2,5 ha). Ngoài ra, HAG còn kiểm soát được chi phí do Công ty kiểm soát kỹ lưỡng hoạt động đầu tư và chăm sóc của mình.

Giá cao su trong năm 2014 liên tục giảm mạnh và hiện đang ở mức 45 triệu đồng/tấn. Với giá thành sản xuất thấp, chúng tôi cho rằng HAG vẫn có thể đạt tỷ suất lợi nhuận cao ở mức giá cao su hiện tại.

**Lao động là một vấn đề lớn.** Vấn đề lo ngại với HAG trong việc khai thác cao su là nguồn lao động do tỉnh Attapue, khu vực tập trung 65% diện tích trồng cao su, là một tỉnh vùng sâu có trình độ dân trí và mật độ dân số thấp. Hiện tại, khi diện tích khai thác đang thấp, HAG hoàn toàn có thể giải quyết được vấn đề này, tuy nhiên chúng tôi lo ngại từ năm 2015 khi vườn cao su đi vào khai thác với diện tích lớn, ước tính HAG cần khoảng 20.000 lao động. Trong khi đó, theo quy định tại Lào, nhà đầu tư nước ngoài không được phép sử dụng trên 10% số lao động cần thiết. Do đó chúng tôi cho rằng HAG cần có những biện pháp để thu hút thêm lao động từ Việt Nam cũng như các tỉnh khác tại Lào.

## Mía đường – thành quả tích cực đầu tiên

Khu vực trồng mía của Công ty tập trung tại Attapeu, Lào với quy mô trồng 8.000 ha đến cuối năm 2013. Diện tích này nhỏ hơn kế hoạch ban đầu là



10.000 ha. HAG cũng đã xây dựng 1 nhà máy ép mía có công suất 7.000 tấn mía/ngày, đủ để ép khoảng 8.000 ha mía nguyên liệu. (Đây là lý do chính HAG giảm 2.000 ha mía để chuyển sang trồng bắp). Vị trí của nhà máy này nằm ngay cạnh vùng nguyên liệu và nhờ vậy rút ngắn được thời gian vận chuyển.

Ngoài ra, Công ty xây dựng một khu tổ hợp gồm một nhà máy nhiệt điện chạy bằng bã mía công suất 30 MW, nhà máy phân vi sinh công suất 50.000 tấn/năm và một nhà máy ethanol công suất 15.000 tấn/năm. Tổng chi phí đầu tư cho cụm dự án là 90 triệu USD, trong đó nhà máy đường và điện đã đưa vào vận hành từ năm 2013. Đây sẽ là tổ hợp sản xuất khép kín khi bã mía sẽ được đốt làm đầu vào cho sản xuất điện, sau khi đốt sẽ được làm phân vi sinh cung cấp phân bón cho chính các hoạt động trồng trọt của Công ty.

**Năng suất mía cao.** Theo số liệu HAG công bố, năng suất mía bình quân đạt 120 tấn/ha trong năm 2013, cao hơn nhiều so với mức trung bình 65-70 tấn tại Việt Nam. Chúng tôi cho rằng HAG có thể đạt năng suất cao như là kết quả từ quy mô canh tác lớn, diện tích mía được tưới quanh năm nhờ hệ thống tưới nhỏ giọt và chất lượng đất tốt. Toàn bộ diện tích mía của HAG tại đây đều áp dụng hệ thống tưới nước nhỏ giọt. Đây là công nghệ được HAG nhập khẩu từ Israel. Hệ thống tưới nhỏ giọt đảm bảo nước được cung cấp đủ đến từng gốc mía, do đó giúp cây mía có thể phát triển tốt quanh năm và cho năng suất cao hơn.

HAG cũng áp dụng cơ giới hóa hoàn toàn trong việc sản xuất mía đường, theo đó toàn bộ các khâu từ trồng đến thu hoạch đều được áp dụng máy móc.. HAG đã đầu tư khoảng 10 máy thu hoạch mía cùng với các phương tiện vận chuyển mía về nhà máy. Mỗi máy thu hoạch này có thể thay thế khoảng 20-50 lao động theo cách thu hoạch truyền thống. Nhờ vậy, HAG có thể giải quyết được bài toán thiếu hụt lao động. Ngoài ra, thu hoạch mía bằng máy và sau đó chuyển mía về nhà máy nhanh hơn còn giúp hạn chế được việc suy giảm chừa đường mía sau khi thu hoạch.

Nhờ năng suất cao và cơ giới hóa mạnh mẽ, sản phẩm của HAG có giá thành cạnh tranh hơn rất nhiều so với các đối thủ tại Việt Nam và Thái Lan. Theo HAG thì giá thành sản xuất đường của công ty khoảng 4,7 triệu đồng/tấn, thấp hơn khoảng 61% so với mức giá khoảng 11 triệu đồng/tấn tại Việt Nam.

Trong năm đầu tiên đi vào khai thác 2013, mía đường đã đóng góp ấn tượng vào kết quả kinh doanh HAG với 838 tỷ doanh thu (chiếm 30% doanh thu) và 551 tỷ đồng lợi nhuận gộp (chiếm 46%) và với tỷ suất lợi nhuận rất cao lên tới 64%. Sản phẩm của Công ty là đường Rs và với lợi thế về giá thành sản xuất, HAG đã được tiêu thụ hết tại Lào và xuất khẩu sang Trung Quốc.

Trong năm 2014, với diện tích canh tác được mở rộng lên 8.000 ha so với 5.000 ha trong năm 2013, sản lượng đường được dự báo sẽ tăng thêm đáng kể. Điều này làm dấy lên những quan ngại về khả năng HAG có thể tiêu thụ hết lượng đường sản xuất, tuy nhiên với việc HAG đã được chấp thuận xuất khẩu 30.000 tấn đường về Việt Nam, chúng tôi cho rằng lượng đường sản xuất sẽ được tiêu thụ hết và mía đường sẽ tiếp tục ghi nhận một năm thành công của Công ty.

## Bắp–Nguồn thu quan trọng

Với diện tích mía đường không thể mở rộng do nhà máy đã hết công suất, HAG đã chuyển sang trồng bắp, một loại cây lương thực ngắn ngày để tăng thêm nguồn thu ngắn hạn (cây bắp có thể thu hoạch sau 4 tháng trồng). Sau một thời gian trồng thử 2.000 ha với năng suất đạt khoảng 10 tấn/ha (cao gấp đôi so với tại Việt Nam), HAG sẽ mở rộng diện tích lên 5.000 ha trong năm 2014 và tăng lên 10.000 ha trong các năm sau.

Bắp được sử dụng chủ yếu làm thức ăn chăn nuôi. Hàng năm, Việt Nam nhập khẩu 2,5 triệu tấn bắp để bù đắp cho nguồn cung thiếu hụt trong nước. Do đó, đây là thị trường rất tiềm năng cho HAG. Việc nhập khẩu bắp vào Việt Nam cũng khá đơn giản, không bị kiểm soát bằng hạn ngạch như mía đường và chỉ chịu mức thuế nhập khẩu 5%. HAG cho biết đang làm việc với các đối tác trong nước để có thể xuất khẩu bắp về Việt Nam.

Cũng như mía đường, hoạt động trồng bắp cũng được HAG áp dụng các kỹ thuật cao như áp dụng công nghệ của Israel, tưới nước bón phân tới từng gốc bắp, đồng thời, quá trình trồng và thu hoạch bắp được cơ giới hóa hoàn toàn bằng máy thu hoạch. Nhờ áp dụng các kỹ thuật canh tác hiện đại, chúng tôi kỳ vọng HAG sẽ đạt năng suất bắp cao, giá thành thấp. Thêm vào đó, với thị trường đầu ra khá tiềm năng, chúng tôi cho rằng bắp sẽ là một nguồn thu quan trọng cho HAG từ năm 2014.

## Cọ dầu – Tiềm năng cao

HAG bắt đầu trồng cọ dầu từ năm 2012 và đến cuối năm năm 2013, Công ty đã trồng được 12.300 ha cọ dầu, trong đó tại Lào là 2.000 ha và tại Campuchia là 10.300 ha. Trong kế hoạch sắp tới, Công ty sẽ phát triển diện tích trồng cọ dầu lên 30.000 ha vào năm 2015, tập trung chủ yếu tại Campuchia.

So với cây cao su, suất đầu tư của cây cọ dầu thấp hơn, ở mức 70 triệu đồng/ha so với 120 triệu ha. Thêm vào đó với thời gian thu hoạch ngắn hơn khi thời gian trồng đến thời gian khai thác chỉ trong khoảng 3 năm và vòng đời cây cọ dầu tương tự cây cao su có vòng đời khai thác từ 25 đến 30 năm. Chính vì vậy mà chúng tôi cho rằng đây là lý do HAG đã không mở rộng trồng cao su tại Campuchia để tập trung phát triển cọ dầu. Thêm vào đó, chúng tôi cho rằng cọ dầu có tiềm năng rất cao vì tại Đông Dương (Việt Nam, Lào và Campuchia) gần như chưa có dự án dầu cọ nào được phát triển. Vì vậy, gần như 100% nhu cầu dầu cọ cho thị trường này đều phải được nhập khẩu. Chúng tôi ước tính cọ dầu sẽ bắt đầu có đóng góp từ năm 2015 trở đi.

## Tái cấu trúc bất động sản, tập trung nguồn lực cho siêu dự án Myanmar

HAG được biết đến như là một công ty bất động sản hàng đầu Việt Nam với những thế mạnh như: quỹ đất có vị trí thuận lợi, thương hiệu được nhiều người tiêu dùng nhận biết và tin tưởng, chi phí xây dựng thấp do HAG có công ty xây dựng và tự cung cấp một số nguyên liệu đầu vào như gỗ, đá... Bất

HAG đã tái cơ cấu mảng bất động sản trong năm 2013, chỉ giữ lại dự án chủ lực Myanmar

động sản cũng là mảng đóng góp nhiều nhất, chiếm hơn 50% doanh thu và lợi nhuận trong năm 2012 trở về trước.

Năm 2013, nhận định thị trường bất động sản vẫn còn trầm lắng trong một thời gian dài nữa HAG đã thực hiện tái cấu trúc lĩnh vực kinh doanh bất động sản, rút khỏi phần lớn các dự án bất động sản trong nước. Theo đó, HAG đã chuyển nhượng 12 dự án cho công ty An Phú và tách công ty này thành công ty độc lập. Sau động thái này, HAG chỉ giữ lại dự án Myanmar đóng vai trò chủ lực, dự án Hoàng Anh Bangkok cùng một số dự án khác như (Tân Phong, Kênh Tẻ tại TP HCM và 2/9 Đà Nẵng) do vị trí quỹ đất đẹp.

#### Các dự án mà HAG còn nắm giữ hiện nay

Tên dự án	Địa điểm	Diện tích đất (m <sup>2</sup> )	Diện tích sàn xây dựng (m <sup>2</sup> )	Diện tích sàn kinh doanh (m <sup>2</sup> )	Tiến độ
Khu phức hợp Hoàng Anh Gia Lai Myanmar Center	Yangon, Myanmar	72.524	600.724	351.823	Đã hoàn thiện phần móng
Khu phức hợp đường 2/9 Đà Nẵng (2.144 căn hộ + 42.000m <sup>2</sup> TMDV)	Đường 2/9, Phường Bình Hiên, Quận Hải Châu, Tp.Đà Nẵng	26.847	333.335	220.187	Đã có sổ đỏ, đã khoan thử tài
Khu căn hộ ven sông Tân Phong (số căn hộ: 1.120 căn hộ)	Quận 7, Tp.HCM	28.127	168.762	135.01	Đã có quyết định giao đất, sẽ san lấp mặt bằng, đã lập hàng rào toàn dự án
TTTM & VP cho thuê Hoàng Anh Gia Lai - Kênh Tẻ	Đầu cầu Kênh Tẻ, Quận 7, Tp.HCM	15.719	121.339	101.351	Đã san lấp mặt bằng, đã được phê duyệt quy hoạch chi tiết 1/500, đã lập hàng rào toàn dự án
Khu căn hộ cao cấp Hoàng Anh - Bangkok (số căn hộ: 140 căn)	Bangkok, Thái Lan	5.042	13.928	11.620	Đã có giấy phép xây dựng, xong một block trong tổng số hai block

Nguồn :HAG

Sau khi chuyển nhượng các dự án qua An Phú, HAG tập trung phát triển dự án lớn tại Yangon, Myanmar để tận dụng cơn sốt bất động sản mà thị trường tiềm năng Myanmar đang trải qua sau khi nước này tuyên bố mở cửa và thông qua Luật đầu tư nước ngoài với nhiều quy định thông thoáng.

HAG đang sở hữu một khu đất có diện tích 72.524 m<sup>2</sup>, tọa lạc tại thành phố Yangon, cửa ngõ quan trọng đón du khách quốc tế của Myanmar, lợi thế của HAG là đã ký hợp đồng thuê đất dài hạn 70 năm vào năm 2011 với giá đất vào khoảng 740 USD/ m<sup>2</sup>. Dự án khu phức hợp Hoàng Anh Gia Lai Myanmar sẽ bao gồm khách sạn 5 sao, trung tâm thương mại, văn phòng cho thuê, và căn hộ dịch vụ với tổng diện tích sàn xây dựng là 639.842 m<sup>2</sup>.

Dự án được khởi công vào tháng 6/2013 và được thực hiện theo 2 giai đoạn. Giai đoạn 1 được xây dựng trên diện tích 1,5 ha gồm 1 trung tâm thương mại và văn phòng cho thuê 27 tầng và 1 khách sạn 5 sao với 470 phòng. Tòa nhà có tổng diện tích sàn xây dựng là 145.000 m<sup>2</sup> và diện tích kinh doanh văn phòng là 85.700 m<sup>2</sup> và trung tâm thương mại với diện tích 38.000 m<sup>2</sup>. Chi phí đầu tư của Giai đoạn 1 dự kiến là khoảng 200 triệu USD; trong đó 140 triệu USD vay từ Eximbank.

Khoản vay có thời hạn 6 năm với lãi suất vào khoảng 8%/năm. Đến cuối năm 2013, HAG đã vay 1.480 tỷ cho giai đoạn 1 này. Hiện tại GD 1 đã được hoàn

Giai đoạn 1 có vốn đầu tư 200 triệu USD dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong Q1/2015

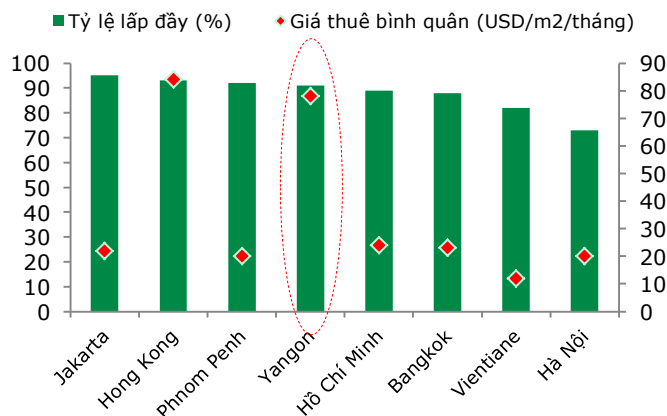
thiện phần móng và được triển khai với tốc độ nhanh 3 ca/ ngày. HAG kỳ vọng sẽ có thể đưa vào khai thác tòa nhà văn phòng trong Q1/2015 và khách sạn vào Q2/2015.

Giai đoạn 2 của dự án sẽ bắt đầu vào cuối năm 2014 và dự kiến hoàn tất trong năm 2016. Giai đoạn 2 sẽ bao gồm 1 một tòa nhà văn phòng cho thuê 48.000 m<sup>2</sup> và 1 toà nhà với 2.400 căn hộ cho thuê. Tổng vốn đầu tư là 240 triệu USD.

Từ sau khi mở cửa vào năm 2011, Myanmar đã trở thành thời nam châm thu hút đầu tư nước ngoài đến tìm kiếm cơ hội đầu tư. Hệ quả là đã dẫn đến sự thiếu hụt nguồn cung trầm trọng ở các phân khúc sản phẩm như văn phòng cho thuê, khách sạn, căn hộ cao cấp. Cụ thể, theo thống kê của Savills tại Yangon. Đến cuối năm 2013, tổng nguồn cung văn phòng Yangon đạt khoảng 69.000 m<sup>2</sup> từ 7 dự án. Nguồn cung văn phòng của Yangon thấp hơn so với các thành phố khác trong khu vực: chỉ bằng, 0,8% Bangkok, 1,4% Jarkarta và 5% thành phố Hồ Chí Minh. Do đó phân khúc văn phòng cho thuê luôn hoạt động đầy công suất với giá thuê bình quân 80 USD/m<sup>2</sup>/tháng. Đối với phân khúc khách sạn, giá thuê trung bình của phân khúc khách sạn 4 và 5 sao vào khoảng 210 USD/ phòng/ đêm. Phần lớn các khách sạn ở Yangon có công suất đạt từ 90% đến 100% vào cả những ngày thường và cuối tuần do tình trạng thiếu phòng. Về nguồn cung mặt bằng bán lẻ hiện đại, các dự án đều hoạt động công suất từ 90%- 100% với giá thuê trung bình là 23 USD/ m<sup>2</sup>/ tháng.

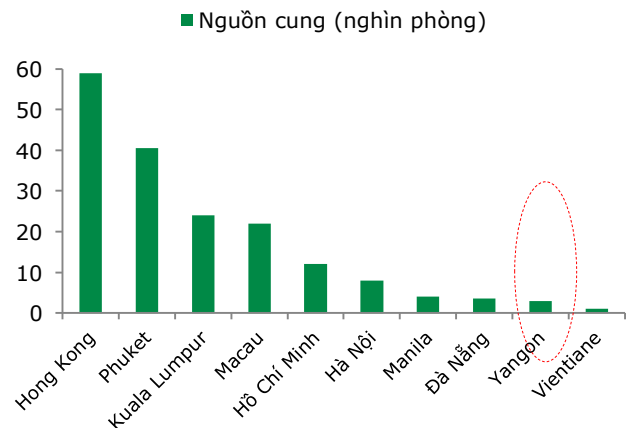
*Thị trường bất động sản Myanmar đang thiếu hụt nghiêm trọng nguồn cung khách sạn và văn phòng cho thuê*

Công suất cho thuê và giá cho thuê văn phòng tại Yagon



Nguồn: Savills

Nguồn cung khách sạn 3-5 sao tại Yangon



Nguồn: : Savills

Với sự thiếu hụt về văn phòng và khách sạn như vậy, chúng tôi cho rằng cơ hội của HAG là rất lớn khi dự án của Công ty là dự án đi đầu trong thị trường, tận dụng được sự bùng nổ của thị trường bất động sản Myanmar để có tỷ lệ lấp đầy cao và giá thuê tốt. Theo ước tính của chúng tôi dự án có thể mang lại 70 triệu USD doanh thu trong năm 2015 và 110 triệu USD trong năm 2016. Dầu vậy chúng tôi vẫn có những quan ngại về tiến độ xây dựng dự án vì sự thiếu hụt lao động ở thị trường này.

**Thủy điện: chỉ phát triển các dự án tại Lào nhờ bán điện cao**

HAG đã được cấp 08 dự án tại Tây Nguyên, Thanh Hóa và Lào với tổng công suất 323 MW. Các dự án thủy điện đầu tiên bắt đầu được xây dựng vào năm 2008, Nhà máy thủy điện Đắksrông 2 đã hòa lưới và chính thức phát điện vào tháng 10 năm 2010, nhà máy Thủy điện Đắksrông 2 bắt đầu hòa lưới và phát điện vào đầu tháng 6 năm 2011, nhà máy thủy điện Đắksrông 3B phát điện vào tháng 04 năm 2012 và Bá Thước 2 phát điện vào cuối tháng 11 năm 2012. Đến cuối năm 2012 Hoàng Anh Gia Lai có 4 nhà máy thủy điện vận hành khai thác với công suất 141,5 MW.

*Trong năm 2013, HAG đã chuyển nhượng 6 dự án thủy điện.*

Nằm trong chiến lược tái cơ cấu của tập đoàn, các nhà máy thủy điện ở Việt Nam không phải là ưu tiên trong giai đoạn hiện tại của HAG do hiệu suất sinh lời thấp (10-15%), đòi hỏi vốn đầu tư lớn và tầm nhìn dài hạn, thêm vào đó HAG đang cần nguồn tiền để tài trợ cho các dự án bất động sản tại Myanmar và trồng cây nông nghiệp. Do vậy, trong năm 2013, HAG đã chuyển nhượng 6 dự án thủy điện (bao gồm 4 dự án đã phát điện nêu trên và 2 dự án khác) cho nhà đầu tư với tổng giá trị giao dịch là 3.975 tỷ đồng, trong đó HAG nhận tiền mặt 2.099 tỷ đồng và giảm nợ vay 1.876 tỷ đồng.

*HAG chỉ phát triển các dự án thủy điện tại Lào có giá bán cao.*

Sau khi chuyển nhượng các dự án, HAG chỉ còn sở hữu 2 dự án tại Lào là dự án Nậm Kông 2 và Nậm Kông 3. Trước mắt, chúng tôi cho rằng HAG sẽ tiếp tục xây dựng dự án Nậm Kông 2 do giá bán điện tại Lào cao hơn 40% so với giá tại Việt Nam. Dự án Nậm Kông 2 có tổng công suất 66 MW với tổng vốn đầu tư là 1.320 tỷ đồng với cơ cấu vốn vay là 60%. HAG đã triển khai đầu tư từ năm 2012 và dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm 2015

### **Khoáng sản: sẽ được chuyển nhượng do hiệu quả thấp**

HAG được cấp phép thăm dò và khai thác các mỏ sắt tại ba nước Đông Dương với tổng trữ lượng ước tính 60 triệu tấn quặng thành phẩm. Trong thời gian qua, ngành này chịu ảnh hưởng bất lợi bởi những thắt chặt trong chính sách vĩ mô như cấm xuất khẩu, chính sách về tài nguyên và môi trường... Ngoài ra, giá quặng sắt trên thị trường thế giới cũng biến động lớn làm giảm lợi nhuận. Do đó, HAG đã ngừng phát triển các mỏ ở nước ngoài và chỉ khai thác và chế biến quặng từ các mỏ tại Việt Nam.

Tổng trữ lượng ước tính tại 3 mỏ nằm tại Việt Nam là khoảng 9,5 triệu tấn, trong đó mỏ có trữ lượng lớn nhất là mỏ Kbang, tiếp đến là mỏ Morai và cuối cùng là mỏ Thanh Hóa. Hiện tại HAG đã lắp đặt 10 dây chuyền chế biến tại Việt Nam với tổng công suất là 500.000 tấn/năm.

Các dự án khoáng sản			
Tên	Địa điểm	Trữ lượng (tấn)	Khoảng cách đến cảng vận chuyển hàng hóa
K'bang	Tỉnh Gia Lai	6.145.168	Cách cảng Quy Nhơn 100 km
Mô Rai	Tỉnh Kon Tum	1.910.523	Cách cảng Quy Nhơn 276 km
Thanh Hóa	Tỉnh Thanh Hóa	1.481.968	Cách cảng Lễ Môn, Thanh Hóa 120 km

*Nguồn: HAG*

Do chính sách cấm xuất khẩu quặng sắt của nhà nước, toàn bộ khối lượng sản xuất nội địa sẽ được bán trong nước. Hiện nay HAG chỉ có một khách hàng quặng sắt là công ty Hòa Phát (HPG) và số lượng khách hàng tiềm năng cho quặng sắt trong nước là khá hạn chế do các nhà máy trong nước chủ yếu sử dụng thép phế liệu làm đầu vào. Trong năm 2013 hoạt động này mang lại 231 tỷ doanh thu (chiếm 8%) và 53 tỷ đồng lợi nhuận gộp (chiếm 4,5%). Do

hiệu quả không cao, HAG dự định sẽ chuyển nhượng mảng kinh doanh khoáng sản trong thời gian tới.

### **Gỗ và đá- không còn đóng góp doanh thu**

Đây là ngành truyền thống và lâu đời nhất của Hoàng Anh Gia Lai. Hoàng Anh Gia Lai có rất nhiều thế mạnh trong lĩnh vực này như: có nguồn nguyên liệu gỗ và đá dồi dào, ổn định; nhà xưởng sản xuất rộng lớn. Đồ gỗ và đá granite tham gia vào quy trình xây dựng khép kín của HAG làm cho giá thành xây dựng của Công ty luôn ở mức cạnh tranh nhất trên thị trường. Tuy vậy, sau khi chuyển nhượng bất động sản qua An Phú, HAG cũng đã chuyển nhượng mảng kinh doanh này cho các cán bộ công nhân viên. Do đó mảng gỗ và đá sẽ không còn đóng góp cho HAG trong thời gian tới.

### **Xây dựng- triển vọng không cao trong tương lai**

Cũng giống như mảng gỗ và đá, xây dựng là mảng kinh hỗ trợ cho hoạt động bất động sản của HAG. Tuy nhiên khác với mảng gỗ và đá, mảng xây dựng vẫn duy trì được khối lượng công việc sau khi HAG dừng mảng bất động sản bằng các hợp đồng xây dựng cầu đường và dự án sân bay tại Lào. Năm 2013 mảng này mang lại 533 tỷ doanh thu (chiếm 19%) và lợi nhuận gộp đạt 236 tỷ đồng (chiếm 20%). Dầu vậy, chúng tôi cho rằng triển vọng của hoạt động này là không cao sau khi HAG hoàn thành các dự án sân bay này.

### **Dịch vụ - Lỗ trong kinh doanh thể thao và bệnh viện**

Các dịch vụ của Hoàng Anh Gia Lai bao gồm: Kinh doanh khách sạn và khu nghỉ dưỡng và các hoạt động về thể thao, giải trí và sức khỏe

Hiện tại, hệ thống HAGL Hotels và Resorts đang được điều hành kinh doanh với quy mô khá lớn tại các tỉnh Gia Lai, Lâm Đồng và Thành phố Đà Nẵng

- Tại Tp Pleiku tỉnh Gia Lai: khách sạn 12 tầng với 120 phòng nghỉ sang trọng tiêu chuẩn 4 sao
- Tại Thành phố Đà Lạt, tỉnh Lâm Đồng: khu nghỉ dưỡng cao cấp tọa lạc trên diện tích 2,5ha ngay trung tâm thành phố, quy mô 125 phòng nghỉ sang trọng đạt tiêu chuẩn 5 sao.
- Tại Thành phố Đà Nẵng: Plaza Hotel hiện đại tiêu chuẩn 5 sao, quy mô 188 phòng nghỉ, 3.000 m<sup>2</sup> văn phòng cho thuê, trung tâm hội nghị sang trọng, tọa lạc ngay vị trí đẹp nhất thành phố.

Hoạt động kinh doanh thể thao, giải trí và sức khỏe chủ yếu nhằm mục đích xây dựng thương hiệu cho tập đoàn và đóng góp xã hội cho địa phương. Điển hình nhất là việc thành lập và đi vào hoạt động của bệnh viện đa khoa Đại học Y Dược – Hoàng Anh Gia Lai vào năm 2011, dựa trên mô hình hợp tác với Trường ĐHYD TP.HCM để đáp ứng cho nhu cầu chăm sóc sức khỏe của người dân.

Năm 2013 mảng dịch vụ mang lại 229 tỷ doanh thu (chiếm 8%) và 11 tỷ đồng lợi nhuận gộp (chiếm 1%). Hiệu quả kinh doanh của mảng này là rất thấp, do ngoài mảng khách sạn có lợi nhuận tương đối, mảng kinh doanh thể thao và bệnh viện vẫn chịu lỗ. HAG cũng sẽ chuyển nhượng các dự án khách sạn nếu tìm được người mua.

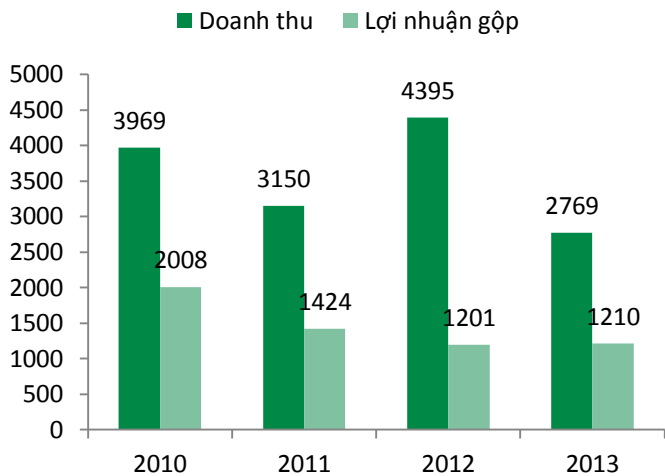


## PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

### Doanh thu và lợi nhuận giai đoạn 2010 -2013

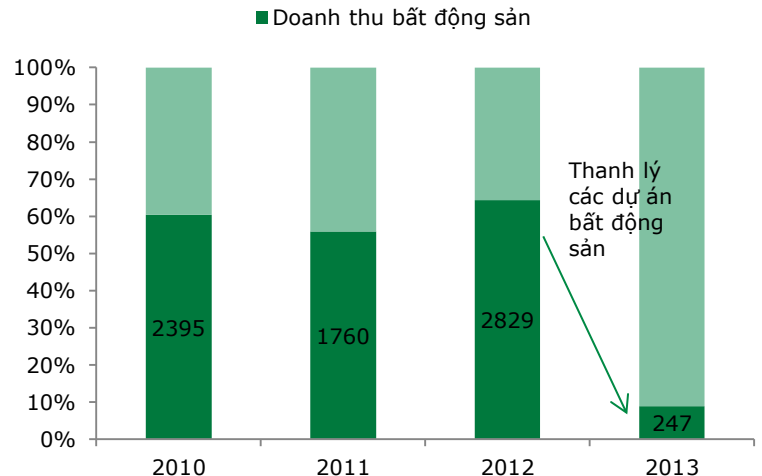
**Phụ thuộc vào hoạt động kinh doanh bất động sản**-Trong giai đoạn 2010-2013, doanh thu HAG khá biến động nhưng nhìn chung nằm trong xu hướng giảm dần. Mạng kinh doanh bất động sản là hoạt động chủ lực trong giai đoạn này và chiếm lần lượt 60%, 56%, 64% trong năm 2010, 2011 và 2012. Sự trầm lắng của thị trường bất động sản trong giai đoạn này là nguyên nhân chính làm cho doanh thu HAG biến động mạnh. Cụ thể, trong năm 2011, doanh thu HAG đạt 3.150 tỷ đồng, giảm 21% do doanh thu bất động sản giảm 27%, đạt 1.760 tỷ đồng. Sang năm 2012, nhận thấy sự trầm lắng của thị trường bất động sản còn kéo dài, HAG chủ động giảm mạnh giá bán các dự án để thu tiền về. Công ty đã hạ giá bán dự án An Tiến từ mức 18 triệu đồng/m<sup>2</sup> xuống còn 12 triệu đồng/m<sup>2</sup> và block 5 dự án Phú Hoàng Anh 1, nhờ đó đã bán hết được các dự án. Kết quả là doanh thu năm 2012 HAG đạt 4.394 tỷ đồng, tăng 39% nhờ doanh thu mảng bất động sản đạt 2,829 tỷ đồng, tăng 161%. Trong năm 2013, do đã bán hết các dự án, bất động sản chỉ ghi nhận 247 tỷ đồng doanh thu (giảm 91%) là nguyên nhân chính làm cho doanh thu HAG giảm mạnh 37%.

Doanh thu và lợi nhuận gộp 2010-2013



Nguồn: HAG

Doanh thu bất động sản 2010-2013

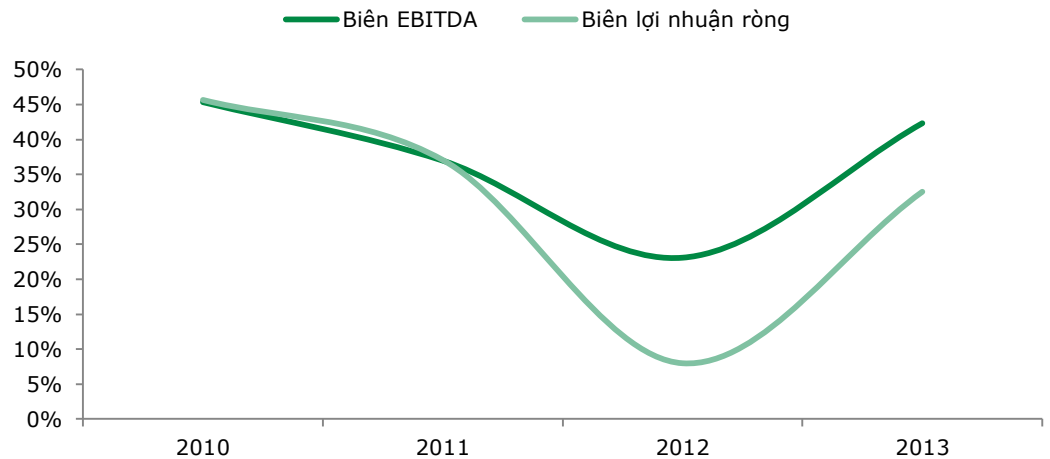


Nguồn: HAG

Do HAG giảm giá bán các dự án bất động sản, tỷ suất lợi nhuận gộp đã giảm từ 51% trong năm 2010 xuống còn 27% trong năm 2012. Theo đó, lợi nhuận gộp HAG đã giảm từ mức 2.008 tỷ trong năm 2010 xuống còn 1.424 tỷ trong năm 2011 và 1.200 tỷ trong năm 2012.

Sang năm 2013, dù không còn đóng góp của bất động sản nhưng lợi nhuận gộp vẫn không giảm, đó là kết quả từ việc chuyển đổi mô hình kinh doanh của Công ty sang nông nghiệp với sự đóng góp của mảng mía đường. Kết quả kinh doanh năm 2013 sẽ được phân tích chi tiết ở phần dưới đây.

## Biên EBITDA và biên lợi nhuận ròng

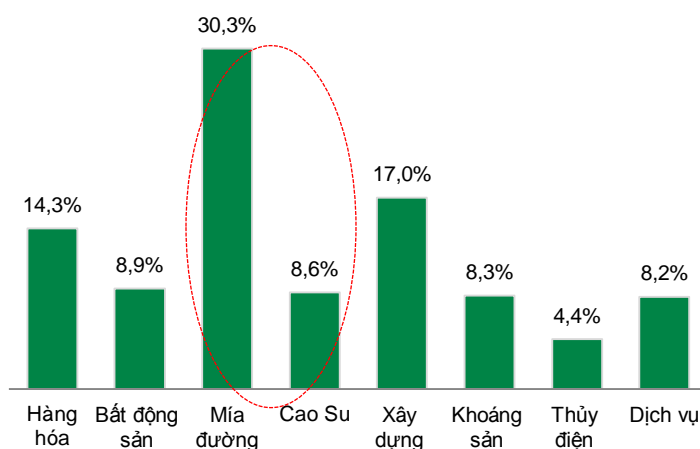


Nguồn: VPBS ước tính

## Năm 2013 đánh dấu sự chuyển hướng từ bất động sản sang nông nghiệp

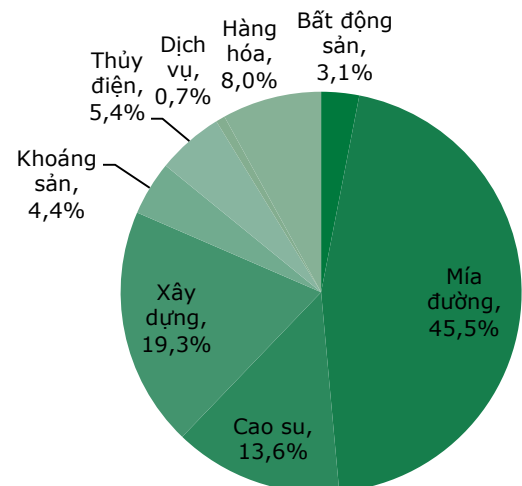
HAG đã công bố KQKD hợp nhất năm 2013 với doanh thu thuần đạt 2.769 tỷ đồng, giảm 37%. Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 901 tỷ đồng, tăng 158% so với năm trước. Như vậy HAG đã hoàn thành 77% kế hoạch doanh thu và 92% kế hoạch lợi nhuận. Trong năm 2013, cơ cấu doanh thu HAG đã có sự thay đổi đáng kể, thay vì tập trung vào bất động sản như trước đây đã chuyển hướng qua mảng nông nghiệp. Doanh thu từ bất động sản đã giảm từ mức 64% trong năm 2012 xuống còn 10% doanh thu, trong khi đó doanh thu từ mảng nông nghiệp (từ cao su và đường) đã tăng từ 1% lên 39% doanh thu.

### Cơ cấu doanh thu 2013



Nguồn: HAG

### Cơ cấu lợi nhuận gộp 2013



Nguồn: HAG

**Bất động sản.** Doanh thu từ mảng bất động sản đạt 247 tỷ đồng, giảm mạnh 91%. Trong năm 2013, HAG chỉ có một dự án bất động sản lớn tại Bầu Thạc Gián, Đà Nẵng và doanh thu từ dự án này là 174 tỷ đồng. Phần còn lại

70 tỷ đồng trong doanh thu được ghi nhận từ các dự án căn hộ nhỏ hơn như Đầm Sinh Thái, Quy Nhơn (28 tỷ đồng), Buôn Ma Thuột (22 tỷ đồng) và Hoàng Anh Mekong (20 tỷ đồng). Nhìn chung, HAG đã ghi nhận phần lớn các dự án bất động sản của mình trong các năm trước. Trong những năm sau, doanh thu từ mảng bất động sản chủ yếu được kỳ vọng từ dự án Myanmar.

**Mía đường** là hoạt động đóng góp quan trọng nhất vào doanh thu và lợi nhuận năm 2013 của HAG với 838 tỷ đồng doanh thu thuần, chiếm 30% tổng doanh thu và lợi nhuận gộp đạt 551 tỷ đồng, chiếm 46% tổng lợi nhuận gộp.

Tỷ suất lợi nhuận gộp của mía đường cũng khá cao, đạt 66% nhờ năng suất cao hơn trong khi đó chi phí bình quân giảm.

**Cao su.** Doanh thu từ cao su đạt 238 tỷ đồng, tăng trưởng 414% nhưng vẫn không đạt kế hoạch đề ra là 500 tỷ đồng. Nguyên nhân chính chủ yếu là do sản lượng thấp do diện tích đưa vào khai thác không như kỳ vọng.

Sản lượng thực tế năm 2013 đạt 4.000 tấn. Đây cũng là mảng có tỷ suất lợi nhuận cao (69%). Theo đó, lợi nhuận gộp của mảng cao su đạt 165 tỷ đồng, tăng trưởng 468% và đóng góp 13,6% vào tổng lợi nhuận gộp của HAG. Doanh thu từ cao su dự kiến sẽ cao hơn trong năm 2014 khi diện tích khai thác tăng thêm.

**Mảng khai khoáng** đạt 231 tỷ đồng, giảm 36% do sản lượng giảm trong bối cảnh công ty đang thu hẹp mảng kinh doanh này do nhu cầu thấp và có khả năng HAG sẽ bán cổ phần mảng khai khoáng trong tương lai gần.

**Mảng xây dựng** đạt 471 tỷ đồng, chiếm 17% doanh thu HAG năm 2013. Mảng xây dựng cũng có những đóng góp tích cực vào kết quả kinh doanh chung năm 2013 với mức tăng trưởng lợi nhuận gộp đạt 87%, chiếm 19,7% tổng lợi nhuận gộp. Doanh thu mảng xây dựng chủ yếu đến từ việc ghi nhận hai dự án sân bay tại Lào.

**Thủy điện.** Doanh thu từ mảng kinh doanh điện đạt 121 tỷ đồng, giảm 12%. Vào tháng 6 năm 2013, HAG đã bán 6 dự án thủy điện tại Việt Nam do đó, không còn doanh thu từ thủy điện trong 6 tháng cuối năm. Lợi nhuận gộp đạt 65 tỷ đồng, không thay đổi nhiều so với lợi nhuận gộp của 6 tháng đầu năm.

## Doanh thu tài chính và chi phí tài chính

Trong các năm qua, doanh thu tài chính đóng góp một nguồn đáng kể vào thu nhập của HAG. Doanh thu tài chính đến từ các nguồn chính gồm: lãi tiền gửi do hàng năm HAG duy trì một lượng tiền mặt lớn để duy trì hoạt động sản xuất kinh doanh nên thu được lượng tiền lãi ổn định qua các năm, thu lãi tiền gửi từ cho vay các công ty và chuyển nhượng cổ phần các công ty con và các dự án bất động sản.

Trong năm 2013, hoạt động tài chính mang lại cho HAG 1.003 tỷ doanh thu, trong đó thu nhập từ chuyển nhượng cổ phần là 644 tỷ đồng, thu nhập từ lãi tiền gửi 110 tỷ đồng và từ cho vay 164 tỷ đồng. Trong năm 2013 do mặt bằng lãi suất huy động giảm nên nguồn doanh thu này đã giảm 35% so với năm 2012. Tuy vậy, doanh thu từ chuyển nhượng cổ phần tăng mạnh do HAG đã thực hiện chuyển nhượng hàng loạt dự án và các công ty con. HAG đã

chuyển nhượng 6 dự án thủy điện và thu khoản lãi 198 tỷ đồng, chuyển nhượng dự án Thanh Bình thu lãi 150 tỷ đồng, chuyển nhượng cổ phần tại công ty gỗ cho cán bộ công nhân viên thu lãi 139 tỷ đồng, chuyển nhượng vốn tại Công ty Minh Thành thu lãi 73 tỷ đồng và từ chào bán Công ty An Phú thu lãi 83 tỷ đồng.

Doanh thu tài chính	2011	2012	2013
Lãi từ bán các khoản đầu tư	767	216	644
Lãi cho vay các công ty khác	53	98	164
Lãi tiền gửi	361	170	110
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	43	11	46
Thu nhập từ hoán đổi cổ phiếu	0	0	38
Các khoản khác	3	6	1
<b>Cộng doanh thu tài chính</b>	<b>1.227</b>	<b>502</b>	<b>1.003</b>
Chi phí tài chính			
Chi phí lãi vay	465	495	592
Chi phí phát hành trái phiếu	46	57	51
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	16	11	42
Lỗ từ hoán đổi cổ phiếu	-	65	-
Các khoản khác	11	49	69
<b>Cộng chi phí tài chính</b>	<b>537</b>	<b>677</b>	<b>754</b>
<b>Thu nhập tài chính ròng</b>	<b>690</b>	<b>-175</b>	<b>249</b>
<b>% trong lợi nhuận trước thuế</b>	<b>50%</b>	<b>-33%</b>	<b>25%</b>

Nguồn: HAG

Chi phí tài chính chủ yếu gồm chi phí lãi vay do HAG vay nợ để tài trợ cho các dự án đầu tư. Trong các năm gần đây, chi phí tài chính đang có xu hướng tăng dần do chi phí lãi vay tăng lên khi các dự án đầu tư của Công ty được đưa vào khác thác. Trong năm 2013, chi phí tài chính của Công ty là 754 tỷ đồng, tăng 11% do chi phí lãi vay tăng từ 494 tỷ đồng lên 591 tỷ đồng. Nguyên nhân là do HAG đã đưa dự án mía đường vào kinh doanh nên chi phí lãi vay không còn được vốn hóa. Trong các năm tới, chi phí tài chính sẽ tiếp tục tăng lên mạnh khi dự án cao su được đưa vào khai thác với số lượng lớn và dự án myanmar đi vào khai thác trong năm 2015. Trong năm 2013, ngoài khoản chi phí lãi vay đã ghi nhận, phần chi phí lãi vay đã được vốn hóa là 1.145 tỷ đồng.

### Đòn bẩy tài chính.

Việc đẩy mạnh hoạt động nông nghiệp và các ngành khác trong thời gian vừa qua đã gây áp lực nợ lớn cho HAG, đưa HAG vào tình trạng đòn bẩy cao. Trong năm 2013, bằng nhiều biện pháp tái cấu trúc, HAG đã giảm đáng kể tỷ lệ nợ của mình. Tính đến cuối năm 2013 tỷ lệ nợ trên VCSH được cải thiện mạnh từ 1,65 lần trong năm 2012 xuống còn 1,1 lần. Tuy vậy, khoản nợ vay HAG vẫn còn khá lớn với 14.200 tỷ đồng so với vốn chủ sở hữu 12.900 tỷ đồng.

## DỰ BÁO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Dự báo cho từng hoạt động kinh doanh chính

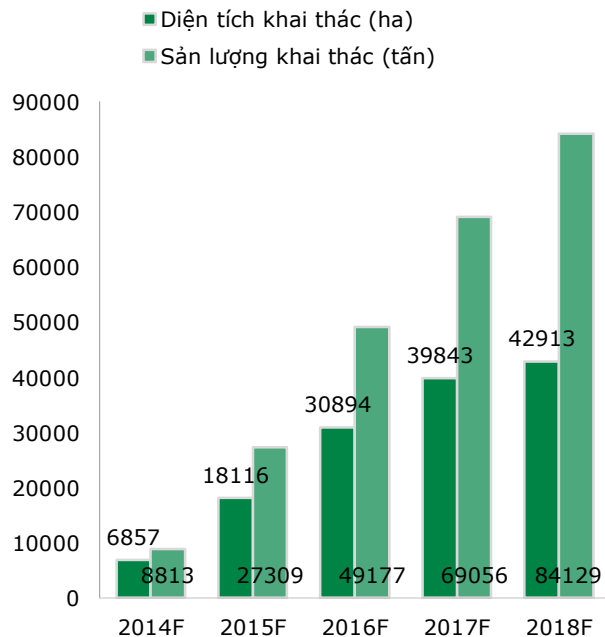
#### Cao su : Thời điểm gặt hái đã bắt đầu

Dự báo hoạt động kinh doanh trong mảng cao su của chúng tôi dựa vào các giả định sau:

Năm 2014 chúng tôi ước tính khoảng 7.000 ha sẽ sẵn sàng thu hoạch và đặc biệt diện tích cao su cho mùa sẽ tăng mạnh từ năm 2015 trở về sau. Theo đó diện tích khai thác đạt 18.000 ha trong năm 2015 và gần 31.000 ha trong năm 2016. Ước tính này của chúng tôi dựa trên giả định vườn cây cao su tại Lào và Campuchia sẽ có thể được khai thác sau 5 năm trồng nhờ được tưới nước quanh năm và chất lượng đất tốt. Đối với vườn cây tại Gia Lai, Đắk Lắk sẽ được khai thác sau 6 -7 năm tương tự như các công ty cao su khác tại đây. Về năng suất cao su, dựa trên số liệu năm 2013, chúng tôi ước tính năm suất trong năm đầu cạo mủ có thể đạt mức 1,3 tấn/ ha và tăng dần đến khi đạt mức đỉnh 2,8 tấn/ha.

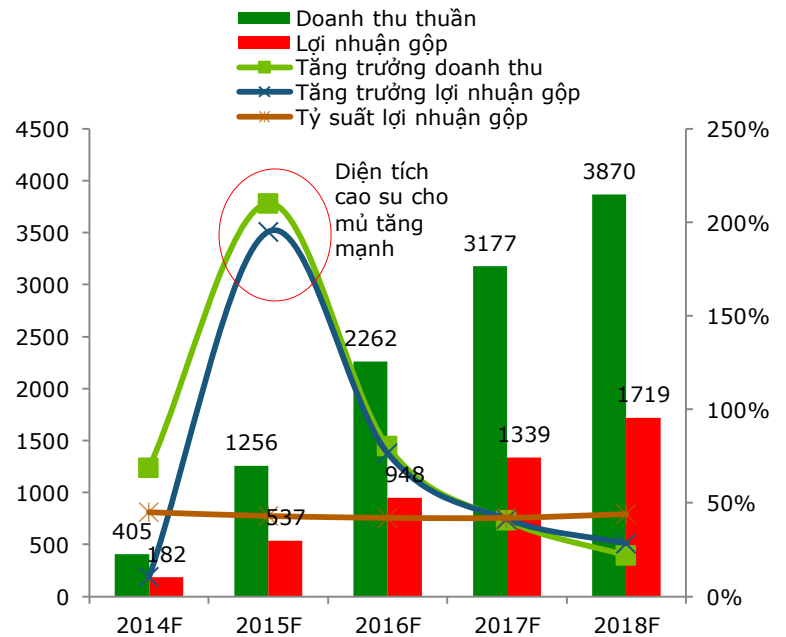
Giá cao su vẫn trong xu hướng suy giảm do tình trạng thặng dư và nhu cầu yếu của các nước tiêu thụ chính. Trong mô hình dự báo, chúng tôi sử dụng mức 46 triệu đồng/ tấn để dự báo cho năm 2014.

Dự báo diện tích và sản lượng khai thác



Nguồn: VPBS ước tính

Dự báo doanh thu và lợi nhuận



Nguồn: VPBS ước tính

Giá vốn hàng bán chủ yếu bao gồm chi phí khai thác (lương nhân công cạo mủ), khấu hao, chi phí chế biến, phân bón, tiền thuê đất và một số chi phí khác.

Chi phí nhân công và chi phí khai thác: Chúng tôi giả định giá nhân công trung bình là 14 triệu đồng/tấn mù. Chi phí cạo mù này được ước tính dựa trên mức lương 5-6 triệu đồng/tháng/công nhân với mỗi công nhân được giao 2 -2,5 ha để cạo mù.

Chi phí khấu hao được ước tính cho mỗi tấn sản phẩm và được tính dựa trên tổng vốn đầu tư chia cho sản lượng mù dự kiến khai thác trong vòng 25 năm. Theo đó chi phí khấu hao ước tính cho mỗi tấn sản phẩm là 3,35 triệu đồng/tấn.

Chi phí chế biến và phân bón được ước tính dựa theo mức của các công ty trong nước. Chúng tôi ước tính chi phí sản xuất vào khoảng 2 triệu đồng/tấn và chi phí phân bón là 3,2-3,5 triệu đồng/tấn.

Chi phí thuê đất vào khoảng 5-6 USD/ha/ năm và tăng 5% sau mỗi năm

Trên cơ sở đó, chúng tôi ước tính giá thành sản xuất cao su của HAG vào khoảng 25-26 triệu đồng tấn, thấp hơn 32% so với mức 38 triệu đồng tấn của các công ty TRC, PHR hay DPR. Với giá bán cao su hiện tại, chúng tôi cho rằng cao su vẫn mang lại nguồn lợi nhuận tốt cho công ty với tỷ suất lợi nhuận gộp ở mức 45%.

### **Ngành đường tiếp tục đóng góp mạnh vào thu nhập**

Trong năm 2013, HAG đã mở rộng diện tích trồng mía tại Lào từ 5.500 ha lên 8.000 ha. Công ty dự định sẽ duy trì diện tích này ổn định trong các năm sau. Trong mô hình của chúng tôi, diện tích mía sẽ được khai thác trong 5 năm và năng suất đạt mức 88 tấn/ ha trong năm đầu, năm 2 và 3 đạt 110 tấn/ ha và giảm xuống còn 100 tấn/ ha và 90 tấn/ ha vào năm thứ 4 và thứ 5. Dựa trên giả định này, sản lượng mía đường của HAG sẽ tăng lên 80.000 tấn trong năm 2014 và 95.000 tấn trong năm 2015. Về giá bán đường, chúng tôi áp dụng mức giá bán đường Rs tại Việt Nam là 12 triệu đồng/ tấn. Chúng tôi dự báo, doanh thu của mảng mía đường được dự kiến sẽ tăng đáng kể trong 2 năm tới với các con số tương ứng là 1.056 tỷ đồng trong năm 2014 và 1.267 tỷ đồng trong năm 2015. Trong các năm tiếp theo chúng tôi dự kiến doanh thu của ngành này sẽ không có sự tăng trưởng đột biến do sản lượng đường sẽ đi vào ổn định.

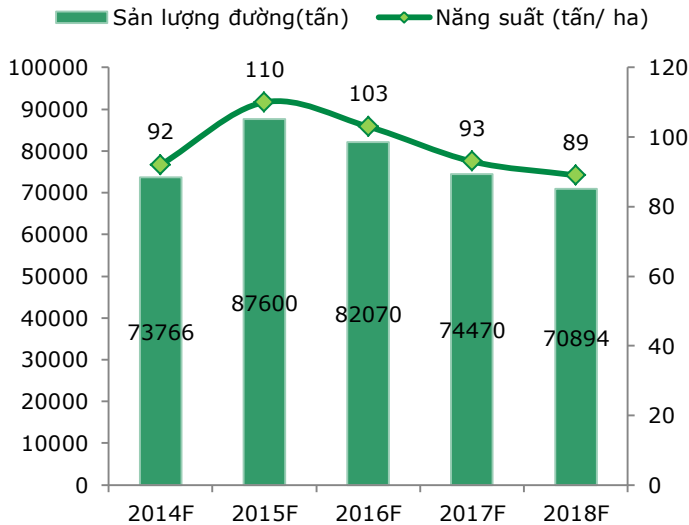
Ngoài doanh thu mía đường, HAG cũng sẽ ghi nhận doanh thu từ nhà máy phát điện bằng bã mía. Chúng tôi ước tính ngoài lượng điện tiêu thụ 20%, hàng năm HAG sẽ có nguồn doanh thu vào khoảng 60 tỷ đồng từ việc bán điện cho Lào với giá bán 1.250 đồng/KW. Tuy vậy nguồn thu này khá nhỏ, chỉ chiếm khoảng 5% so với doanh thu từ việc bán đường

Về chi phí, các giả định dự báo chi phí của chúng tôi như sau: Về giá thành sản xuất đường: 1/Chi phí nhân công tại chiếm khoảng 3,8%-4% tổng doanh thu. 2/ Chi phí khấu hao (chủ yếu là chi phí khấu hao nhà máy, thiết bị) được ước tính dựa trên tổng chi phí đầu tư 90 triệu USD và khấu hao trong vòng 16 năm (tương đương 117 tỷ đồng/năm, chiếm khoảng 10%-12% tổng doanh thu. 3/Chi phí nguyên vật liệu chế biến đường chiếm khoảng 25-27% tổng doanh thu. 4/Chi phí bán hàng và chi phí quản lý chiếm khoảng 4% tổng



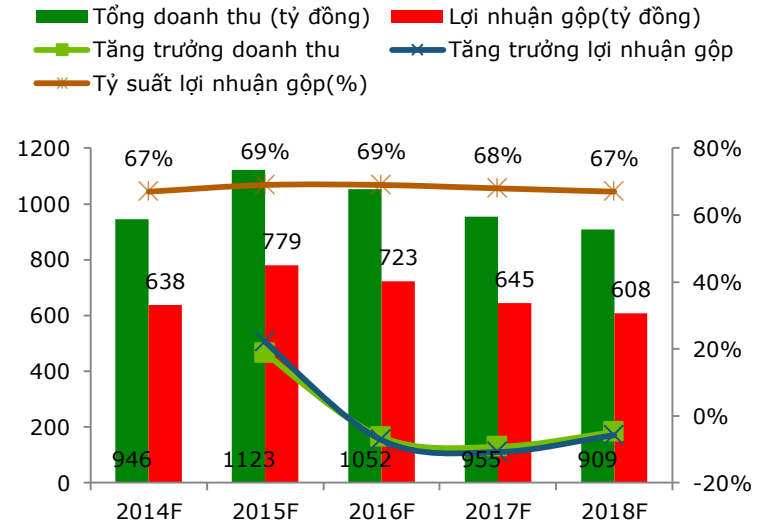
doanh thu. Về thuế thu nhập thì mảng kinh doanh đường được miễn thuế thu nhập đến hết năm 2015.

#### Dự báo năng suất và sản lượng đường



Nguồn: VPBS ước tính

#### Dự báo doanh thu và lợi nhuận đường



Nguồn: VPBS ước tính

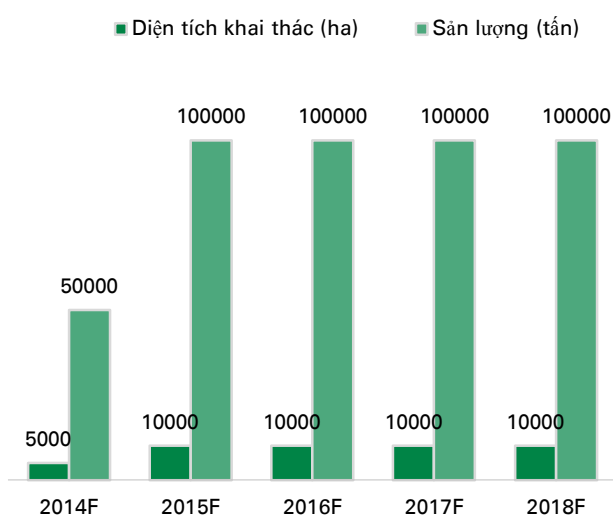
Như vậy với các giả định về chi phí như trên, chúng tôi tính toán rằng lãi gộp ngành mía đường của HAG khá cao, trung bình vào khoảng 60% một năm, lợi nhuận thuần trên 45% tuy nhiên sẽ giảm mạnh từ năm 2016 do bắt đầu ghi nhận thuế thu nhập.

#### Bắp

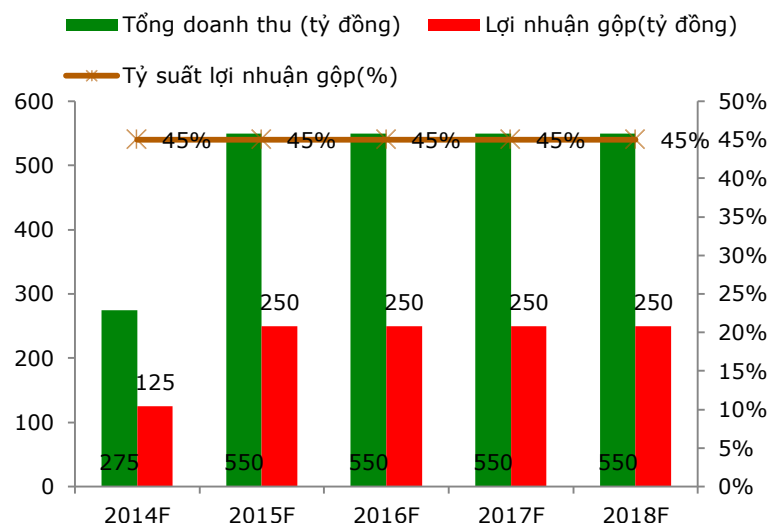
HAG cho biết năng suất trồng bắp đạt 10 tấn/ha trong diện tích trồng thử và kỳ vọng duy trì năng suất này. Với diện tích trồng 5.000 ha, sản lượng bắp ước đạt 50.000 tấn trong năm 2014. Doanh thu từ bắp ước đạt 300 tỷ đồng dựa trên giá bán bắp hiện ở mức 5.500 đồng/kg.

Chi phí trồng bắp dự báo trong mô hình là 30 triệu đồng/tấn, tương ứng giá thành là 3.000 đồng/kg. Do vậy, tỷ suất lợi nhuận gộp của bắp ước tính rất cao, đạt 45% trong giai đoạn dự báo.

Ngoài ra HAG cũng sẽ nuôi bò để tận dụng nguồn thức ăn từ bắp và sản phẩm cò đầu sau thu hoạch. Thức ăn chiếm 70% giá thành chăn nuôi nên HAG có thuận lợi khi sẽ chủ động được nguồn thức ăn. Tuy nhiên do chưa có đủ thông tin nên chúng tôi chưa đưa ngành này vào mô hình tính toán.



Nguồn: VPBS ước tính



Nguồn: VPBS ước tính

### Cọ dầu: Vẫn trong giai đoạn đầu tư

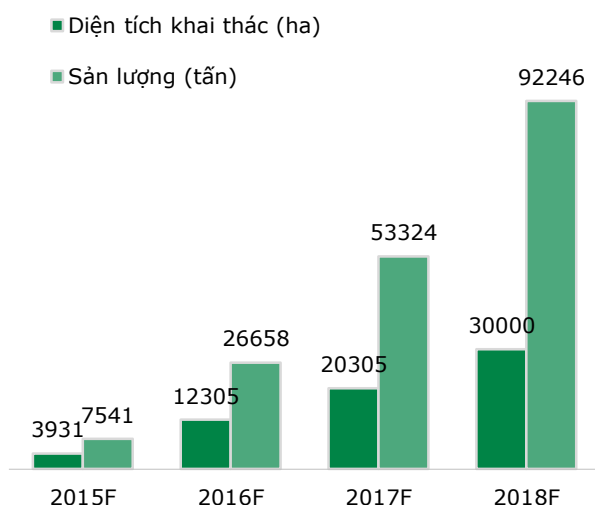
HAG bắt đầu trồng cọ dầu từ năm 2012 với diện tích 4.000 ha và đến cuối năm 2013 đã trồng được 12.300 ha tại Lào và Campuchia. Công ty dự kiến sẽ tiếp tục mở rộng tăng diện tích lên 30.000 ha vào năm 2015.

Cây cọ dầu có thể được thu hoạch sau 3 năm trồng do đó chúng tôi ước tính 4.000 đầu tiên sẽ được thu hoạch vào năm 2015. Năng suất dự báo trong năm đầu thu hoạch là 8 tấn cọ/ha và tăng dần đến khi đi vào giai đoạn cho sản lượng cao vào năm thứ 8. Chúng tôi ước tính tỷ lệ ép dầu là 22% từ quả và từ hạt là 2,5%. Giá bán dầu cọ thô là 17 triệu đồng/ tấn và dầu cọ tinh là 20 triệu đồng/ tấn.

Giá vốn hàng bán cọ dầu bao gồm chi phí khai thác, chi phí chăm sóc (phân bón, nước tưới, chi phí chế biến, khấu hao và tiền thuê đất). Chúng tôi ước tính chi phí khai thác là 28 triệu đồng/ha, chi phí chăm sóc vào khoảng 5 triệu/ ha. Chi phí khấu hao được ước tính dựa trên suất đầu tư là 62 triệu đồng/ha được khấu hao trong vòng 25 năm.

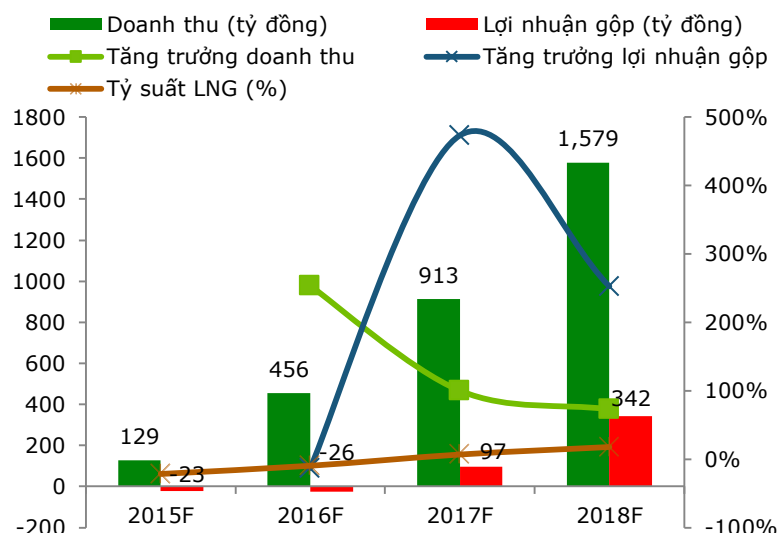
Dựa trên ước tính này, chúng tôi cho rằng cọ dầu sẽ chưa có lãi trong 2 năm đầu tiên đi vào khai thác do giá vốn/ tấn sản phẩm cao. Chúng tôi ước tính giá thành trong năm 2015 và 2016 là 21 và 19 triệu đồng/ tấn, thấp hơn giá bán. Tuy nhiên giá thành cọ dầu sẽ giảm khi các vườn cây bước vào giai đoạn trưởng thành. Tỷ suất lợi nhuận gộp theo đó sẽ tăng từ năm 2017 trở đi.

## Dự báo năng suất và sản lượng cò đầu



Nguồn: VPBS ước tính

## Dự báo doanh thu và lợi nhuận cò đầu



Nguồn: VPBS ước tính

### Bất động sản: kỳ vọng dự án Myanmar trong năm 2015

Trong mô hình dự báo của mình, chúng tôi cho rằng HAG sẽ đưa dự án tòa nhà văn phòng vào khai thác trong Q1/2015 và dự án khách sạn vào Q2/2015 như kế hoạch của Công ty. Theo đó chúng tôi ước tính dự án có thể đóng góp 1.500 tỷ doanh thu trong năm 2015 và tăng lên 3.000 tỷ vào năm 2016 khi công suất hoạt động của tòa nhà tăng lên. Đến cuối năm 2013, tổng nguồn cung văn phòng Yangon đạt khoảng 69.000 m<sup>2</sup> từ 7 dự án. Dự án HAG đưa vào khai thác sẽ làm nguồn cung văn phòng tăng thêm gấp đôi. Dầu vậy với sự thiếu hụt về văn phòng và khách sạn tại đây, chúng tôi cho rằng cơ hội của HAG vẫn là rất lớn khi dự án của Công ty là dự án đi đầu trong thị trường, tận dụng được sự bùng nổ của thị trường bất động sản Myanmar để có tỷ lệ lấp đầy cao và giá thuê tốt.

	2015F	2016F	2017F	2018F
Giá cho thuê văn phòng (USD/m <sup>2</sup> /tháng)	80	80	80	84
Tỷ lệ lấp đầy (%)	50%	90%	90%	80%
Giá cho thuê khách sạn (USD/phòng/đêm)	200	200	200	200
Công suất phòng (%)	50%	90%	90%	80%
<b>Doanh thu (tỷ đồng)</b>	<b>1.500</b>	<b>2.941</b>	<b>4.920</b>	<b>4.715</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	63,2%	60,2%	62,3%	61,8%
Chi phí hoạt động	552	1.170	1.855	1.801
Lãi vay	319	376	293	137
Chi phí bán hàng và quản lý	118	111	140	193
Lợi nhuận trước thuế	518	1.255	2.579	2.582
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>388</b>	<b>941</b>	<b>1.934</b>	<b>1.936</b>

Nguồn: VPBS

Dựa trên sự thiếu hụt về nguồn cung văn phòng và khách sạn tại Yangon, chúng tôi dự báo công ty có thể đạt công suất 50% ngay trong năm đầu hoạt động (do tòa nhà văn phòng sẽ hoạt động vào cuối Q1 và khách sạn sẽ đi vào hoạt động vào cuối Q2/2015). Trong 2 năm 2016 và 2017, chúng tôi dự báo

công suất cho thuê sẽ ở mức 90% do tòa nhà HAG là một trong những dự án được đưa vào hoạt động sớm nhất. Công suất cho thuê dự báo sẽ giảm còn 80% trong những năm sau do có thêm sự cạnh tranh từ các dự án khác. Về mức giá cho thuê, chúng tôi dự báo giá văn phòng là 80 USD/m<sup>2</sup>/ tháng và giá cho thuê phòng khách sạn là 200 USD/phòng/đêm.

### Thủy điện đóng góp trở lại từ năm 2015 với dự án tại Lào

HAG đã chuyển nhượng hết các dự án thủy điện và trước mắt chúng tôi cho rằng công ty sẽ chỉ phát triển dự án Nậm Kông 2, tại Attapue, Lào. Nhà máy sẽ bắt đầu phát điện vào năm 2015 với giá bán điện là 1.250 đồng/ Kwh. Chúng tôi ước tính doanh thu sẽ đạt 290 tỷ đồng/ năm khi nhà máy đi vào hoạt động ổn định

	2015F	2016F	2017F	2018F
Công suất thiết kế (MW)	66	66	66	66
Công suất huy động	90%	100%	100%	100%
Sản lượng điện hàng năm (triệu Kwh)	214	264	264	264
sản lượng điện trả cho Lào (triệu Kwh)	28	34	34	34
Sản lượng điện thương phẩm (triệu Kwh)	186	230	230	230
Giá bán điện( đồng/kwh)	1.258	1.258	1.258	1.258
<b>Doanh thu (ngàn đồng)</b>	<b>234</b>	<b>289</b>	<b>289</b>	<b>289</b>
Giá vốn hàng bán	64	75	76	77
trong đó chi phí khấu hao	46	51	51	51
Tỷ suất lợi nhuận gộp	73%	74%	74%	73%

*Nguồn: VPBS*

Giá vốn thủy điện bao gồm chi phí khấu hao, thuế tài nguyên và các chi phí bảo trì, bảo dưỡng. Trong đó chi phí khấu hao là chi phí lớn nhất, chiếm 70% giá vốn, ước tính vào khoảng 51 tỷ đồng năm. Chi phí khấu hao được ước tính dựa trên tổng chi phí đầu tư là 1.250 tỷ và khấu hao trong vòng 25 -30 năm tùy hạng mục. Các chi phí khác như chi phí bảo trì bảo dưỡng ước tính bằng 3% doanh thu và thuế tài nguyên bằng 2% doanh thu. Theo đó giá vốn thủy điện hàng năm là khoảng 75 tỷ đồng. Dựa trên các tính toán như trên, thủy điện sẽ là hoạt động có tỷ suất lợi nhuận gộp cao lên tới 73% trong giai đoạn dự báo

### Khoáng sản sẽ được chuyển nhượng trong năm 2014

Do chính sách cấm xuất khẩu quặng sắt của chính phủ nên HAG chỉ bán được một sản lượng hàng năm khiêm tốn cho HPG. HPG hiện là khách hàng duy nhất của Công ty do số lượng khách hàng tiềm năng cho quặng sắt trong nước không nhiều (các nhà máy thép chủ yếu sử dụng thép phế liệu làm đầu vào). Trong định hướng của mình, HAG dự kiến sẽ chuyển nhượng hoạt động khoáng sản. Do đó, trong mô hình của mình chúng tôi cho rằng HAG sẽ bán lại mảng kinh doanh này trong năm nay hoặc đầu năm sau. Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp năm 2014 sẽ tương tự như năm 2013, lần lượt đạt 231 tỷ doanh thu và 53 tỷ đồng lợi nhuận gộp và sau đó sẽ không còn đóng góp vào hoạt động Công ty

**Gỗ và đá:** Đã chuyển nhượng trong năm 2013 nên sẽ không còn đóng góp trong các năm sau

### Xây dựng

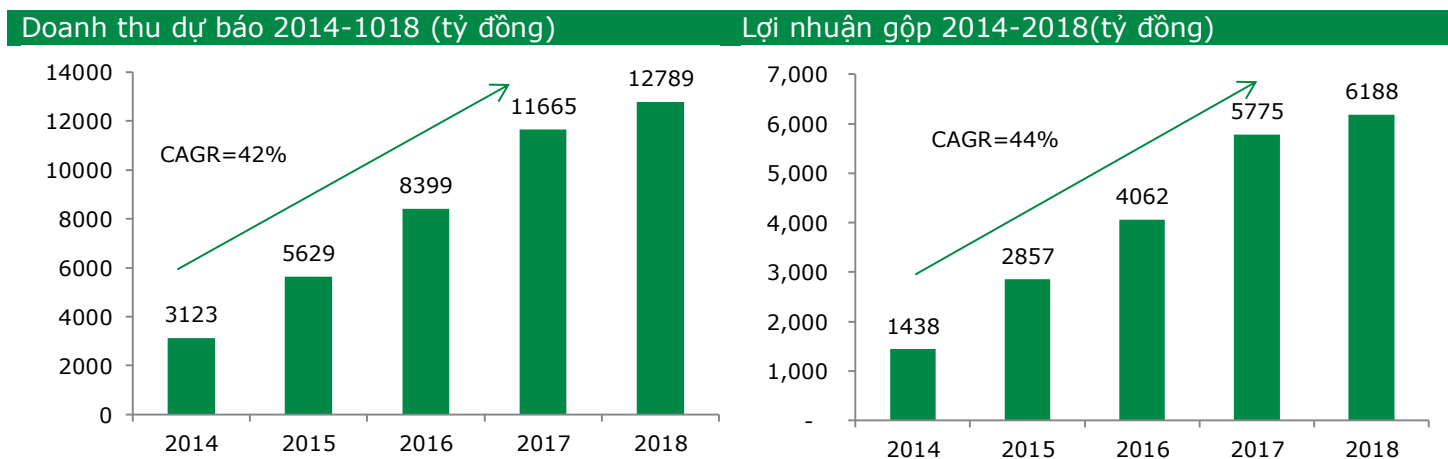
Chúng tôi dự báo doanh thu sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2014 dựa trên việc HAG sẽ ghi nhận doanh thu dự án sân bay Attapue trong quý 2/2014 và thực hiện mới dự án sân bay Hủa Phăn tại Lào. Theo đó, chúng tôi dự báo doanh thu xây dựng đạt 1.000 tỷ đồng theo như kế hoạch đề ra. Trong các năm sau, sau khi hoàn thành 2 dự án sân bay, chúng tôi cho rằng mảng xây dựng sẽ giảm lại do HAG đã không còn phát triển các dự án bất động sản tại Việt Nam và cũng đã hoàn thành việc xây dựng cơ sở hạ tầng tại các dự án của mình. Chúng tôi cũng cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng xây dựng sẽ ở mức 25% trong giai đoạn dự báo.

### Dịch vụ

Mảng kinh doanh này hoạt động ổn định và ít đột biến, trong mô hình dự báo chúng tôi dự báo doanh thu tăng trưởng bình quân 5%/ năm và tỷ suất lợi nhuận gộp duy trì như trong quá khứ.

### Kết luận dự báo doanh thu: Bắt đầu một chu kỳ tăng trưởng mới

Tổng hợp các dự báo về từng hoạt động kinh doanh, chúng tôi cho rằng doanh thu của HAG sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR trong giai đoạn 2014-2018 ở mức 42%. Trong năm 2014 chúng tôi dự báo doanh thu đạt 3.123 tỷ, tăng trưởng 13% so với 2013. Tốc độ tăng trưởng trong giai đoạn 2014-2018 cao do HAG bắt đầu tăng trưởng nhanh từ năm 2015 trở đi khi: án Myanmar được đi vào hoạt động và phần lớn diện tích trong 44.500 ha cao su được khai thác. Thêm vào đó diện tích cọ dầu trồng trong năm 2012 cũng bắt đầu được khai thác vào năm 2015 và thủy điện cũng bắt đầu có doanh thu trở lại với dự án Nậm Kông 2. Với sự đóng góp của các mảng kinh doanh mới, lợi nhuận gộp được dự báo tăng trưởng mạnh với tốc độ tăng trưởng CAGR là 44%. Tỷ suất lợi nhuận đạt mức cao 50% nhờ các lĩnh vực kinh doanh mới đều có tỷ suất lợi nhuận tốt.



Nguồn: VPBS ước tính

### Doanh thu tài chính giảm mạnh

Chúng tôi dự báo doanh thu hoạt động tài chính của HAG sẽ giảm do không còn nguồn thu nhập từ chuyển nhượng cổ phần. Trong năm 2011-2013, thu nhập từ hoạt động chuyển nhượng cổ phần chiếm 80% doanh thu tài chính. Trong năm 2014, HAG dự định chuyển nhượng dự án khoáng sản và một số khách sạn ở Đà Lạt, Đà Nẵng. Tuy nhiên do không chắc chắn về khả năng

thành công cũng như hiệu quả thu được nên chúng tôi không đưa vào dự báo nguồn thu nhập này. Do vậy, doanh thu tài chính chủ yếu gồm doanh thu từ lãi tiền gửi, doanh thu từ cho vay các công ty khác và ghi nhận khoản lãi cho vay An Phú với mức lãi suất 13%/năm. Trong năm 2014, doanh thu hoạt động tài chính dự báo đạt 673 tỷ đồng, giảm mạnh 33% so với năm 2013.

### Chi phí tài chính không giảm

Chi phí tài chính của HAG chủ yếu là chi phí lãi vay. Với tổng dư nợ gần 14.000 tỷ đồng, chi phí lãi vay của HAG vào năm 2013 là 1.737 tỷ trong đó ghi nhận 591 tỷ vào kết quả kinh doanh và 1.145 tỷ đồng được vốn hóa. Trong năm 2014, chi phí lãi vay dự báo sẽ chỉ tương tự như năm 2013 do không có thêm nhiều tài sản được đưa vào kinh doanh. Chi phí lãi vay dự báo sẽ tăng từ năm 2015 khi HAG đưa dự án Myanmar, phần lớn diện tích cao su được khai thác và thủy điện đi vào hoạt động.

Tỷ đồng	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu tài chính	673	543	366	253	256
Chi phí tài chính	471	902	950	851	693
Chi phí lãi vay	471	902	950	851	693

### Thuế thu nhập

Mô hình hoạt động HAG gồm nhiều công ty con và hoạt động trên nhiều quốc gia nên chịu nhiều mức thuế suất khác nhau. Tuy nhiên đặc điểm chung là các công ty được hưởng ưu đãi giảm thuế trong những năm đầu khai thác với các dự án đầu tư tại Lào, Campuchia. Cụ thể, tại Lào, Công ty Hoàng Anh Attapue được miễn thuế trong 7 năm đầu khi đi vào khai thác. Các công ty trồng cao su, cọ dầu tại Campuchia được hưởng mức thuế ưu đãi 9% trong 3 năm đầu khai thác. Riêng mảng bất động sản Myanmar chịu mức thuế 25%

Dựa trên các thông tin trên, chúng tôi dự báo mức thuế thu nhập doanh nghiệp thấp trong năm 2014 do nguồn thu trong năm này chủ yếu là từ mảng nông nghiệp được ưu đãi thuế, sau đó mức thuế tăng dần do thuế thu nhập của dự án Myanmar. Thuế TNDN của HAG ước tính 1% cho năm 2014, 6% trong năm 2015, 13% năm 2016 và 14% cho hai năm sau đó.

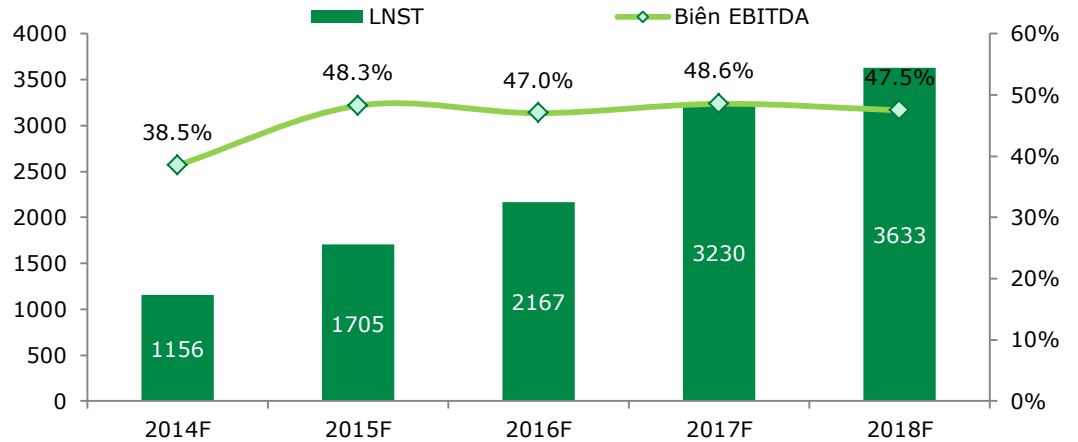
### Lợi nhuận thuần sẽ tăng mạnh từ năm 2015

Dựa trên các ước tính về doanh thu và chi phí ở trên, chúng tôi ước tính LNST sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR trong giai đoạn 2014-2018 là 33%. HAG có thể đạt 1.156 tỷ đồng LNST trong năm 2014, tăng 37% so với năm 2013. Dự báo này thấp hơn kế hoạch 1.460 tỷ đồng của HAG do không tính tới lợi nhuận bất thường từ chuyển nhượng dự án. Điểm rơi lợi nhuận HAG sẽ là năm 2015 với LNST ước đạt 1.705 tỷ đồng tăng 48% so với 2014 khi dự án Myanmar và phần lớn dự án cao su đi vào khai thác. Từ năm 2015-2018, LNST ước tính duy trì mức tăng trưởng bình quân 30%/ năm

Trong Q4 năm 2013, HAG đã tăng tỷ lệ sở hữu tại công ty đường (tăng sở hữu từ 76% lên 92%), cao su (tăng sở hữu từ 91% lên 92%) do đó tỷ lệ lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ trong các năm dự báo sẽ tăng lên so với năm 2013.



### Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng) và biên EBITDA

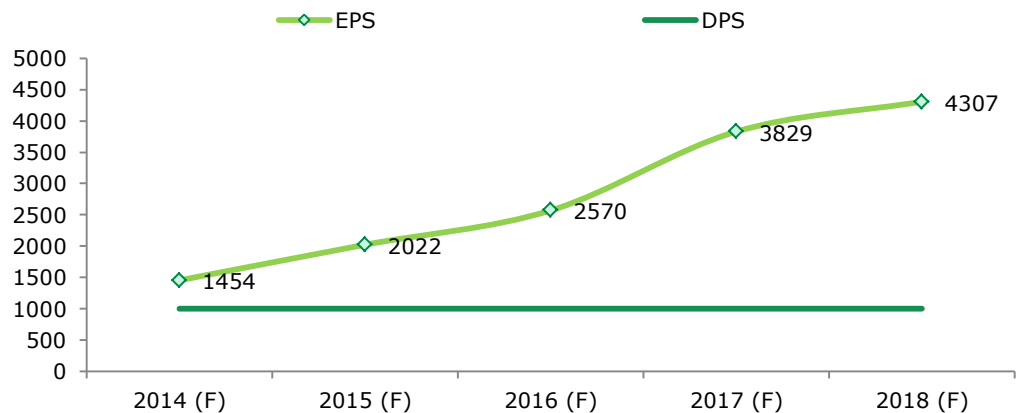


Nguồn: VPBS ước tính

### Lãi cơ bản và cổ tức trên cổ phiếu

Chúng tôi ước tính số lượng cổ phiếu lưu hành sẽ tăng thêm 10,7% trong năm 2014 do HAG trả cổ tức bằng cổ phiếu và phát hành cổ phiếu ESOP. Trong năm 2015, lượng cổ phiếu lưu hành dự báo sẽ tăng thêm 6,1% do chuyển đổi trái phiếu của Northbooks. Tuy vậy, nhờ lợi nhuận sau thuế tăng mạnh, EPS trong tương lai sẽ tăng trưởng tốt, đạt mức 1.454 đồng/cổ phiếu trong năm 2014, 2.022 đồng/cổ phiếu trong năm 2015 và tăng lên gấp đôi vào năm 2017, 2018. Về tỷ lệ chi trả cổ tức, do HAG vẫn tiếp tục đầu tư lớn trong giai đoạn 2014-2016 (cần khoảng 4.000 tỷ đồng mỗi năm) do đó chúng tôi cho rằng tỷ lệ chi trả cổ tức sẽ vẫn duy trì như năm 2013 vào khoảng 10% mệnh giá trong suốt giai đoạn dự báo.

### EPS và tỷ lệ chi trả cổ tức (DPS) dự báo



Nguồn: VPBS ước tính

### Nhu cầu đầu tư cao năm 2014 nhưng dòng tiền sẽ vẫn đảm bảo

Trong 2014 HAG chúng tôi dự báo HAG sẽ cần gần 4.000 tỷ cho hoạt động đầu tư, chủ yếu cho dự án Myanmar 2.000 tỷ, dự án thủy điện tại Lào 778 tỷ và 1.083 tỷ cho mảng nông nghiệp. Đối với mảng nông nghiệp, HAG đã hoàn thành việc trồng mới cao su và chi phí trong năm chủ yếu là chi phí chăm sóc. Mảng cò dầu sẽ trồng thêm diện tích ở Campuchia và cần thêm 468 tỷ đồng để triển khai.

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chính trong năm 2014 ước tính sẽ đảm bảo một phần cho kế hoạch đầu tư của HAG. Hoạt động kinh doanh chính có thể mang lại 2.106 tỷ đồng nhờ đóng góp của các hoạt động chính như mía đường, cao su. Chúng tôi được biết An Phú đã bán một dự án cho Him Lam với giá trị 1.050 tỷ đồng, do đó cũng kỳ vọng HAG sẽ thu được một phần từ khoản cho vay công ty An Phú trong năm nay.

Ngoài dòng tiền hoạt động kinh doanh, HAG cũng huy động thêm nợ vay để tài trợ cho hoạt động đầu tư. Chúng tôi dự báo HAG cần vay khoảng 3000 tỷ đồng tài trợ cho hoạt động đầu tư. Trong tháng 3/2014, HAG đã phát hành thành công 1000 tỷ trái phiếu có kỳ hạn 5 năm và 650 tỷ trái phiếu khác trong tháng 4/2014. Công ty cũng đã ký hợp đồng tín dụng 150 triệu USD tài trợ cho dự án Myanmar do vậy HAG sẽ không quá lo lắng về nguồn tài trợ.

<b>Dự báo dòng tiền năm 2014</b>			
<b>Dòng tiền vào</b>		<b>Dòng tiền ra</b>	
LNST	1.156	Nông nghiệp	(1.083)
Khấu hao	186	<i>Cao su</i>	(566)
		<i>Cọ dầu</i>	(468)
Thay đổi trong Vốn lưu động và vốn khác	803	<i>Mía</i>	(50)
<b>Dòng tiền từ HĐ kinh doanh</b>	<b>2.145</b>	Dự án Myanmar	(2.065)
		Thủy điện	(778)
		<b>Dòng tiền chi đầu tư</b>	<b>(3.927)</b>
<b>Tiền vay nợ ròng cần thêm</b>	<b>3.500</b>	<b>Dòng tiền trả gốc và lãi vay</b>	<b>(1.604)</b>
<b>Tổng dòng tiền vào</b>	<b>5.645</b>	<b>Tổng dòng tiền ra</b>	<b>(5.527)</b>
<b>Dư tiền đầu năm 2014</b>	<b>2.448</b>		
<b>Dư tiền cuối năm 2014</b>	<b>2.590</b>		

## ĐỊNH GIÁ

HAG hoạt động trong nhiều lĩnh vực kinh doanh khác nhau, do đó chúng tôi dùng các phương pháp khác nhau để định giá HAG theo từng hoạt động kinh doanh.

Đối với hoạt động nông nghiệp như mía đường, cọ dầu, bắp và măng thủy điện chúng tôi sử dụng phương pháp DCF do các hoạt động này vẫn đang trong giai đoạn đầu tư, chưa mang lại doanh thu và lợi nhuận ổn định.

Đối với mảng kinh doanh đường, do đã đi vào ổn định, chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh EV/EBIT để định giá.

Đối với mảng bất động sản chúng tôi sử dụng phương pháp NPV cho dự án Myanmar và phương pháp NAV cho các dự án bất động sản còn lại

Đối với các hoạt động khác như xây dựng và dịch vụ chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/B để xác định giá trị.

Trong mô hình DCF, chúng tôi sử dụng chi phí vốn chủ sở hữu là 16%, trong đó giả định: lãi suất phi rủi ro là 7,25%; hệ số beta là 1,13 và phần bù rủi ro là 7,8%. Chi phí vốn vay là 12,2% là lãi suất đi vay bình quân của HAG. Tuy nhiên, chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC) áp dụng cho từng mảng kinh doanh sẽ khác nhau và tùy thuộc vào cơ cấu vốn của từng mảng kinh doanh. WACC dài hạn cũng sẽ thay đổi do chúng tôi tính toán lại sau khi các mảng kinh doanh không còn được ưu đãi thuế sau các năm đầu hoạt động.

### Cao su

Dòng tiền của mảng cao su được dự báo dựa trên các giả định sau

Dòng tiền (tỷ đồng)	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>405</b>	<b>1.256</b>	<b>2.262</b>	<b>3.177</b>	<b>3.870</b>
LNST	89	368	721	1.045	1.319
Cộng: Khấu hao	29	91	165	231	281
Cộng: Lãi vay sau thuế	80	93	93	94	104
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	2	36	45	37	13
<b>Dòng tiền hoạt động</b>	<b>197</b>	<b>516</b>	<b>934</b>	<b>1.333</b>	<b>1.692</b>
Trừ: Chi phí vốn đầu tư	566	454	307	167	50
Chi phí sử dụng vốn bình quân	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,2%
<b>Dòng tiền tự do cho công ty (FCFF)</b>	<b>(368)</b>	<b>61</b>	<b>627</b>	<b>1.166</b>	<b>1.641</b>
Tỷ lệ chiết khấu	0,88	0,77	0,68	0,60	6,00
Giá trị hiện tại của dòng tiền	(323)	47	425	694	9,842
<b>Tổng giá trị hiện tại dòng tiền</b>	<b>10.685</b>				

Nguồn:VPBS

Thuế thu nhập doanh nghiệp được ước tính dựa trên mức thuế của từng công ty đang áp dụng (bao gồm cả các chính sách ưu đãi thuế) tại từng quốc gia

Thay đổi vốn lưu động được tính toán dựa trên nhu cầu vốn của các công ty cao su đang niêm yết như TRC, DPR, PHR. Chúng tôi cho rằng vốn lưu động không ảnh hưởng đáng kể đến dòng tiền của mảng cao su.

HAG đã cơ bản hoàn tất đầu tư cơ bản cho hoạt động trồng cao su, chi phí đầu tư trong những năm sau chủ yếu là chi phí chăm sóc vườn cây.

## Mía đường

Chúng tôi sử dụng phương pháp EV/EBIT để định giá mảng đường. Theo đó chúng tôi sử dụng dữ liệu của các công ty đường đang niêm yết để tính toán

Mã CP	Tên công ty	Giá (đồng)	Vốn hóa (tỷ đồng)	EV/EBIT
SBT	Mía đường Thành Thành Công	12.100	1.736	20,9
BHS	CTCP đường Biên Hòa	11.700	737	14,2
SEC	CTCP mía đường Gia Lai	10.700	410	8,9
LSS	CTCP mía đường Lam Sơn	10.800	540	7,5
KTS	CTCP mía đường Kontum	16.800	85	3,5
SLS	CTCP mía đường Sơn La	28.100	191	1,5
<b>Trung vị</b>				<b>8,2</b>

EBIT của mảng đường 2014 (Tỷ đồng)

603

Mức EV/EBIT mục tiêu

8,2

**Giá trị mảng mía đường (EV)(tỷ đồng) 4.934**

Nguồn: VPBS

Dựa trên mức EV/EBIT trung vị của các công ty mía đường là 8,2 lần, chúng tôi ước tính giá trị mảng mía đường là 4.934 tỷ đồng. Riêng giá trị của khoản nợ vay sẽ được trừ đi khi tính toán giá trị vốn chủ sở hữu của HAG.

## Cọ dầu

Dòng tiền cho cọ dầu được tính toán như sau:

Dòng tiền (tỷ đồng)	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Doanh thu thuần	-	129	456	913	1.579	2.045
LNST	-	(53)	(110)	(27)	173	506
Cộng: Khấu hao	-	5	18	35	61	79
Cộng: Lãi vay sau thuế	-	17	39	34	-	-
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	-	4	14	27	47	61
<b>Dòng tiền hoạt động</b>	<b>-</b>	<b>(35)</b>	<b>(67)</b>	<b>15</b>	<b>186</b>	<b>523</b>
Trừ: Chi phí vốn đầu tư	468	576	120	63	-	-
Chi phí sử dụng vốn bình quân	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,2%
<b>Dòng tiền tự do (FCFF)</b>	<b>(468)</b>	<b>(610)</b>	<b>(187)</b>	<b>(48)</b>	<b>186</b>	<b>523</b>
Tỷ lệ chiết khấu	0,88	0,77	0,68	0,59	0,54	6,60
Giá trị hiện tại của dòng tiền	(411)	(471)	(127)	(28)	100	3.452
<b>Tổng giá trị hiện tại dòng tiền</b>						<b>2.516</b>

Nguồn: VPBS

## Bắp

Dòng tiền cho bắp được tính toán như sau:

Dòng tiền (tỷ đồng)	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu thuần	300	600	600	600	600
LNST	120	240	240	223	221
Cộng: Khấu hao	-	-	-	-	-
Cộng: Thuế được điều chỉnh	-	-	-	-	-
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	6	12	12	12	12
<b>Dòng tiền hoạt động</b>	<b>114</b>	<b>228</b>	<b>228</b>	<b>211</b>	<b>209</b>
Trừ: Chi phí vốn đầu tư	-	-	-	-	-
Chi phí sử dụng vốn bình quân	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%	13.2%
<b>Dòng tiền tự do cho công ty (FCFF)</b>	<b>114</b>	<b>228</b>	<b>228</b>	<b>211</b>	<b>209</b>

Tỷ lệ chiết khấu	0,88	0,77	0,67	0,59	6,00
Giá trị hiện tại của dòng tiền	100	175	153	124	1.256
<b>Tổng giá trị hiện tại dòng tiền</b>	<b>1.809</b>				

Nguồn: VPBS

### Bất động sản

Chúng tôi tiến hành định giá mảng bất động sản dựa trên định giá dự án Myanmar và quỹ đất còn lại của HAG

Dự báo dòng tiền và định giá dự án Myanmar

Tỷ đồng	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Dòng tiền ra</b>	(1.827)	(2.065)	(2.924)	(2.423)	0	0	0
Chi phí xây dựng	(1.827)	(2.065)	(2.924)	(2.423)	0		
<b>Dòng tiền vào</b>			722	1.350	2.385	2.270	2.265
EIBT sau thuế			628	1.223	2.154	2.039	2.034
Khấu hao			95	127	231	231	231
<b>Dòng tiền ròng</b>	<b>(1.827)</b>	<b>(2.065)</b>	<b>(2.202)</b>	<b>(1.073)</b>	<b>2.385</b>	<b>2.270</b>	<b>2.265</b>
Tỷ lệ chiết khấu (11,8%)							
Hiện giá thuần FCFF	(2.043)	(2.065)	(1.969)	(858)	1.706	1.453	1.296
Hiện giá thuần dòng tiền năm 2019 về sau							11.053
<b>Tổng giá trị</b>	<b>8.572</b>						

Nguồn: VPBS

Đối với các dự án bất động sản còn lại, chúng tôi sử dụng phương pháp NAV để định giá lại giá trị đất. Tổng giá trị các quỹ đất ước tính 1.212 tỷ đồng.

### Thủy điện

Dòng tiền cho thủy điện được tính toán như sau:

Dòng tiền (tỷ đồng)	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
<b>Doanh thu thuần</b>	-	234	289	289	289
LNST	-	102	148	152	155
Cộng: Khấu hao	-	46	51	51	51
Cộng: Lãi vay điều chỉnh	-	63	61	56	51
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	-	-	-	-	-
<b>Dòng tiền hoạt động</b>	<b>-</b>	<b>212</b>	<b>260</b>	<b>259</b>	<b>257</b>
Trừ: Chi phí vốn đầu tư	778	-	-	-	-
Chi phí sử dụng vốn bình quân	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
<b>Dòng tiền tự do cho công ty (FCFF)</b>	<b>(778)</b>	<b>212</b>	<b>260</b>	<b>259</b>	<b>257</b>
Tỷ lệ chiết khấu	0,88	0,78	0,69	0,61	5,87
Giá trị hiện tại của dòng tiền	(687)	165	179	157	1,510
<b>Tổng giá trị hiện tại dòng tiền</b>	<b>1.324</b>				

Nguồn: VPBS

## Phân tích kỹ thuật

HAG đang trong quá trình hồi phục sau khi giảm điểm mạnh từ đỉnh 29.700 thiết lập ngày 21/3. Xu hướng tăng điểm trung hạn từ đầu năm của cổ phiếu này đã bị phá vỡ khi HAG đóng cửa phía dưới đường hỗ trợ MA50 ngày 16/4. Hiện tại, đường MA50 đang nằm tại mức 26.500.

Chúng tôi cho rằng trong nhịp phục hồi này, HAG có thể tăng giá ngắn hạn lên khoảng 26.500 để kiểm tra lại đường MA50 nói trên trước khi có thể giảm điểm trở lại. Sau đó, chúng tôi kỳ vọng giá HAG sẽ dao động trong biên độ từ 23.000 đến 26.500.

Do đó, với giá đóng cửa 24.000 ngày hôm nay, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với HAG tại thời điểm phát hành báo cáo với lợi nhuận kỳ vọng là 10%.

Mã	HAG
	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong ba tháng	29.700
Giá thấp nhất trong ba tháng	21.000
MA50 ngày hiện tại	26.500
MA100 ngày hiện tại	24.700
Ngưỡng cản trung hạn	26.500
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	21.000

Nguồn: VPBS

### Diễn biến giá cổ phiếu HAG trong thời gian gần đây



Nguồn: VPBS



## KẾT LUẬN

Giá trị của HAG sẽ là tổng giá trị của các mảng kinh doanh trên. Sau khi trừ đi nợ và lợi ích cổ đông thiểu số hợp nhất và cộng tiền mặt, chúng tôi xác định được giá trị hợp lý của HAG là 19.976 tỷ đồng. Điều đó nghĩa là giá trị hợp lý của cổ phiếu HAG là khoảng 27.815 đồng/cổ phiếu, cao hơn 16% so với giá trị thị trường hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** dài hạn đối với cổ phiếu HAG.

Tỷ đồng	Phương pháp định giá	Giá trị ước tính
Bất động sản	NPV and NAV	9.785
Cao su	FCFF	10.685
Mía đường	EV/EBIT	4.934
Cọ dầu	FCFF	2.516
Bắp	FCFF	1.809
Thủy điện	FCFF	1.324
Khoáng sản	EV/EBIT	750
Xây dựng và dịch vụ	Giá trị sổ sách	500
<b>Tổng giá trị</b>		<b>32.303</b>
(-) Nợ		14.258
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		667
(+) Tiền mặt (31/12/2013)		2.599
Giá trị vốn cổ phần		19.976
số lượng cổ phiếu (triệu cp)		718
<b>Giá mục tiêu(đồng)</b>		<b>27.815</b>

Nguồn:VPBS

<b>Báo cáo thu nhập (tỷ đồng)</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>4.394</b>	<b>2.771</b>	<b>3.123</b>	<b>5.629</b>	<b>8.399</b>	<b>11.665</b>	<b>12.789</b>
<i>Tốc độ tăng trưởng</i>		-37%	13%	80%	49%	39%	10%
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>3.194</b>	<b>1.573</b>	<b>1.685</b>	<b>2.772</b>	<b>4.337</b>	<b>5.890</b>	<b>6.601</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.426</b>	<b>1.524</b>	<b>1.625</b>	<b>3.251</b>	<b>4.580</b>	<b>6.480</b>	<b>6.969</b>
<i>Tốc độ tăng trưởng (%)</i>	32.4%	55.0%	52.0%	57.8%	54.5%	55.6%	54.5%
<b>Chi phí bán hàng &amp; chi phí QLDN</b>	<b>412</b>	<b>400</b>	<b>422</b>	<b>535</b>	<b>630</b>	<b>817</b>	<b>895</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1.014</b>	<b>1.124</b>	<b>1.203</b>	<b>2.716</b>	<b>3.950</b>	<b>5.664</b>	<b>6.074</b>
<i>Tốc độ tăng trưởng (%)</i>		11%	7%	126%	45%	43%	7%
<b>Khấu hao cho tài sản cố định</b>	<b>225</b>	<b>326</b>	<b>186</b>	<b>394</b>	<b>517</b>	<b>705</b>	<b>781</b>
<b>EBIT</b>	<b>789</b>	<b>798</b>	<b>1.017</b>	<b>2.322</b>	<b>3.432</b>	<b>4.959</b>	<b>5.293</b>
Doanh thu tài chính	<b>502</b>	<b>1.003</b>	<b>673</b>	<b>543</b>	<b>366</b>	<b>253</b>	<b>256</b>
Chi phí tài chính	<b>677</b>	<b>754</b>	<b>471</b>	<b>902</b>	<b>950</b>	<b>851</b>	<b>693</b>
Lợi nhuận khác	<b>(90)</b>	<b>(46)</b>					
Lợi nhuận từ Công ty liên doanh	<b>1</b>	<b>-</b>					
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>525</b>	<b>1.000</b>	<b>1.219</b>	<b>1.963</b>	<b>2.849</b>	<b>4.360</b>	<b>4.856</b>
Thuế trên lãi	<b>160</b>	<b>27</b>	<b>2</b>	<b>168</b>	<b>568</b>	<b>961</b>	<b>1.032</b>
<i>Mức thuế</i>	30.4%	2.7%	0.1%	8.6%	19.9%	22.0%	21.2%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>365</b>	<b>974</b>	<b>1.217</b>	<b>1.795</b>	<b>2.281</b>	<b>3.400</b>	<b>3.824</b>
Quyền lợi cổ đông thiểu số	<b>15</b>	<b>126</b>	<b>61</b>	<b>90</b>	<b>114</b>	<b>170</b>	<b>191</b>
<b>Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ</b>	<b>350</b>	<b>848</b>	<b>1.156</b>	<b>1.705</b>	<b>2.167</b>	<b>3.230</b>	<b>3.633</b>
<i>Tốc độ tăng trưởng (%)</i>		142%	36%	47%	27%	49%	12%
<b>EPS</b>	<b>651</b>	<b>1.181</b>	<b>1.454</b>	<b>2.022</b>	<b>2.570</b>	<b>3.829</b>	<b>4.307</b>

<b>Bảng cân đối tài sản</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>							
Tiền và tương đương tiền	2.518	2.448	2.591	2.049	2.376	2.307	2.627
Đầu tư ngắn hạn	150	150	150	150	150	150	150
Phải thu	2.536	1.147	1.293	1.970	2.520	2.916	3.197
Hàng tồn kho	4.265	1.838	1.968	970	1.301	1.473	1.650
Tài sản ngắn hạn khác	4.839	4.157	3.741	3.367	3.030	2.727	2.454
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>14.309</b>	<b>9.741</b>	<b>9.744</b>	<b>8.506</b>	<b>9.378</b>	<b>9.573</b>	<b>10.079</b>
<b>Tài sản dài hạn</b>							
Nguyên giá tài sản cố định	13.489	14.602	19.615	24.326	27.788	28.557	28.978
Khấu hao lũy kế	437	455	642	1.036	1.553	2.258	3.039
Giá trị ròng TSCĐ	13.051	14.146	18.973	23.291	26.235	26.299	25.938
Đầu tư dài hạn	3.054	815	815	815	815	815	815
Phải thu dài hạn	-	3.636	3.136	1.636	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	870	1.475	1.475	1.180	944	755	604
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>16.975</b>	<b>20.073</b>	<b>24.440</b>	<b>27.002</b>	<b>28.114</b>	<b>28.114</b>	<b>28.114</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>31.285</b>	<b>29.813</b>	<b>34.143</b>	<b>35.428</b>	<b>37.371</b>	<b>37.442</b>	<b>37.436</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>							
Phải trả	696	654	700	1.152	1.802	2.447	2.743
Chi phí phải trả	33						
Nợ ngắn hạn	2.860	3.130	3.123	3.377	3.360	3.500	3.837
Nợ ngắn phải trả khác	3.478	1.176	1.293	1.423	1.565	1.722	1.894
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>7.067</b>	<b>4.959</b>	<b>5.117</b>	<b>5.952</b>	<b>6.727</b>	7.668	8.473
<b>Nợ dài hạn</b>							
Nợ dài hạn	13.272	11.129	14.034	12.384	12.114	8.687	4.896
Nợ dài hạn khác	123	205	205	205	205	205	205
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>13.394</b>	<b>11.334</b>	<b>14.240</b>	<b>12.589</b>	<b>12.320</b>	<b>8.892</b>	<b>5.102</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>20.461</b>	<b>16.293</b>	<b>19.356</b>	<b>18.541</b>	<b>19.047</b>	<b>16.561</b>	<b>13.575</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>							
Vốn chủ sở hữu	5.374	7.182	7.950	8.435	8.435	8.435	8.435
Lợi nhuận giữ lại	1.497	1.969	2.407	3.317	4.641	7.028	9.817
Vốn khác	2.882	3.702	3.702	4.317	4.317	4.317	4.317
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>9.753</b>	<b>12.853</b>	<b>14.059</b>	<b>16.069</b>	<b>17.393</b>	<b>19.779</b>	<b>22.569</b>
Quyền lợi cổ đông thiểu số	1.070	667	728	818	932	1.102	1.293
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>31.285</b>	<b>29.813</b>	<b>34.143</b>	<b>35.428</b>	<b>37.371</b>	<b>37.442</b>	<b>37.436</b>

<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
Lợi nhuận sau thuế	848	1.156	1.705	2.167	3.230	3.633
Khấu hao tài sản cố định và tài sản vô hình	326	186	394	517	705	781
Thay đổi trên Vốn lưu động	2.155	303	1.276	249	537	282
Chênh lệch trên các khoản khác	(4.192)	500	1.795	1.872	189	151
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>(864)</b>	<b>2.146</b>	<b>5.170</b>	<b>4.806</b>	<b>4.661</b>	<b>4.847</b>
	-	-	-	-	-	-
Tiền chi đầu tư TSCĐ	(1.113)	(5.013)	(4.711)	(3.461)	(769)	(421)
Các hoạt động đầu tư khác	2.240	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư</b>	<b>818</b>	<b>(5.013)</b>	<b>(4.711)</b>	<b>(3.461)</b>	<b>(769)</b>	<b>(421)</b>
	-	-	-	-	-	-
.Chi trả cổ tức	(359)	(718)	(795)	(843)	(843)	(843)
Tăng/ giảm nợ ngắn hạn	270	(6)	254	(17)	140	337
Tăng giảm nợ dài hạn	(2.143)	2.906	(1.650)	(270)	(3.427)	(3.791)
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu, nhận vốn góp của chủ sở hữu	2.208	829	1.190	114	170	191
Tiền thu từ các hoạt động tài chính khác	-	-	-	-	-	-
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính</b>	<b>(25)</b>	<b>3.010</b>	<b>(1.002)</b>	<b>(1.016)</b>	<b>(3.961)</b>	<b>(4.106)</b>
	-	-	-	-	-	-
Tiền tồn đầu kỳ	2.518	2.448	2.591	2.049	2.376	2.307
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(70)	143	(542)	328	(70)	320
<b>Số dư tiền mặt cuối kỳ</b>	<b>2.448</b>	<b>2.591</b>	<b>2.049</b>	<b>2.376</b>	<b>2.307</b>	<b>2.627</b>

Chỉ số	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
<b>Chỉ số sinh lợi</b>							
Biên LN gộp (trừ khấu hao)	27,3%	43,2%	46,1%	50,8%	48,4%	49,5%	48,4%
Biên LN EBITDA	23,1%	40,6%	38,5%	48,3%	47,0%	48,6%	47,5%
Biên LN hoạt động	18,0%	28,8%	32,6%	41,3%	40,9%	42,5%	41,4%
Biên LN ròng	8,0%	30,6%	37,0%	30,3%	25,8%	27,7%	28,4%
ROA	1,2%	3,2%	3,8%	5,2%	6,3%	9,1%	10,2%
ROE	7,2%	7,5%	8,6%	11,3%	13,0%	17,4%	17,2%
<b>Chỉ số nợ vay</b>							
Chỉ số thanh toán lãi (EBIT/I)	1,6	1,3	2,2	2,6	3,6	5,8	7,6
EBITDA / (I + Cap Ex)	0,1	0,7	0,2	0,5	0,9	6,7	8,8
Nợ vay/vốn	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3
Nợ vay/VCSH	1,7	1,1	1,2	1,0	0,9	0,6	0,4
<b>Chỉ số thanh khoản</b>							
Vòng quay tài sản	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
Vòng quay phải thu	1,7	2,4	2,4	2,9	3,3	4,0	4,0
Vòng quay phải trả	6,3	4,2	4,5	4,9	4,7	4,8	4,7
Vòng quay tồn kho	1,0	1,5	1,6	5,8	6,5	7,9	7,7
Hệ số thanh toán hiện hành	2,0	2,0	1,9	1,4	1,4	1,2	1,2
Hệ số thanh toán nhanh	1,4	1,6	1,5	1,3	1,2	1,1	1,0

**Barry David Weisblatt**

Giám đốc phân tích  
barryw@vpbs.com.vn

**Lê Mai Thùy Linh**

Giám đốc – Phân tích cơ bản  
linhmt@vpbs.com.vn

**Hoàng Hồ Phú**

Chuyên viên phân tích cao cấp  
phuuh@vpbs.com.vn

**Đoàn Thanh Trà**

Trợ lý phân tích  
trad@vpbs.com.vn

**Hội sở Hà Nội**

362 Phố Huế  
Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

**Chi nhánh Hồ Chí Minh**

76 Lê Lai  
Quận 1 – Hồ Chí Minh  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

**Chi nhánh Đà Nẵng**

112 Phan Châu Trinh  
Quận Hải Châu – Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418

## Hướng dẫn khuyến nghị

Công ty Chứng khoán Ngân hàng Thương mại Cổ phần Việt Nam Thịnh vượng sử dụng hệ thống khuyến nghị sau:

**Mua:** Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

**Giữ:** Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến +15%

**Bán:** Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

## Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng ("VPBS"). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc biến hướng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên nhân viên giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.