

## Đa ngành

Báo cáo cập nhật

30 tháng 10, 2014

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **30,200**

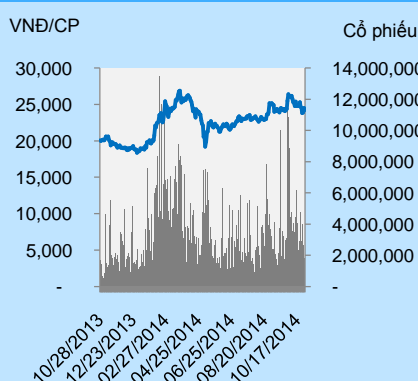
Giá thị trường (30/10/2014) **24,200**

Lợi nhuận kỳ vọng **24.8%**

## THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	18.300-26.900 VNĐ/CP
Vốn hóa	19.116 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	789.899.283 CP
KLGD bình quân 10 ngày	3.056.992 CP
% sở hữu nước ngoài	32,66%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	-
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	-
Beta	1,08

## BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
HAG	20,6%	-7,3%	4,8%	13,8%
VN-Index	18,7%	-3,7%	-2,9%	11,3%

Chuyên viên phân tích

**Trương Sỹ Phú**

(84 8) 3914 6888 ext: 122

truongsyphu@baoviet.com.vn

# Công ty Cổ phần Hoàng Anh Gia Lai

Mã giao dịch: HAG

Reuters: HAG.HM

Bloomberg: HAG VN

## Lợi nhuận sau thuế 2014 tăng trưởng đột biến nhờ ghi nhận doanh thu tài chính bất thường. Triển vọng 2015 tích cực

**Nông nghiệp tăng trưởng tốt, doanh thu 2014 dự báo đạt 3,174 tỷ đồng, tăng 14.5%:**

- Mía đường: diện tích vùng nguyên liệu được nâng lên 8,000 hecta từ mức 5,530 hecta của năm 2013, qua đó sản lượng đường RS năm nay dự báo đạt 82,000 tấn, tăng 25%; doanh thu ước đạt 1,048 tỷ đồng, tăng trưởng 25%.
- Bắp: mảng trồng bắp lần đầu tiên đóng góp vào tổng doanh thu của HAG. Sản lượng bắp năm nay dự báo ở mức 45,000 tấn; doanh thu ước đạt 236 tỷ đồng.
- Cao su: diện tích cạo mủ được nâng lên 7,200 ha, sản lượng ước đạt 9,194 tấn mủ khô; doanh thu ước đạt 344 tỷ đồng, tăng trưởng 43%.

**Ghi nhận doanh thu tài chính bất thường, lợi nhuận sau thuế 2014 đạt 3,229 tỷ đồng, tăng trưởng 233%:** Trên quan điểm hợp nhất, việc phát hành riêng lẻ trên mệnh giá ở HAGL Myanmar được xem là một hình thức HAG giảm sở hữu ở công ty con. Do đó phần thặng dư được quy cho HAG dựa trên sở hữu 70% vốn điều lệ sau phát hành sẽ được ghi nhận vào doanh thu tài chính hợp nhất, tổng cộng 2,040 tỷ đồng, trong đó 750 tỷ đã được ghi nhận trong Q3 2014 và 1,290 tỷ còn lại sẽ được ghi nhận trong Q4 2014.

**Triển vọng 2015 tích cực:** Nhờ sản lượng cao su và bắp trong năm 2015 đều tăng mạnh, BVSC dự báo tổng doanh thu của HAG đạt 5,491 tỷ đồng (+73%) và lợi nhuận sau thuế đạt 1,845 tỷ đồng (-43%), giả định rằng giá các loại hàng hoá tiếp tục ổn định ở mức hiện tại và dự án khu phức hợp tại Yangon hoàn thành đúng tiến độ. Nếu chỉ xét trên hoạt động kinh doanh chính thì lợi nhuận HAG năm 2015 tăng trưởng đến 55%.

**Khuyến nghị:** BVSC đánh giá HAG là một cổ phiếu cơ bản có tiềm năng tăng trưởng tốt và mang tính ổn định cao trong dài hạn nhờ vào mảng nông nghiệp được đầu tư bài bản, khoa học và có lợi thế về quy mô. Bên cạnh đó, dự án khu phức hợp Myanmar cũng hứa hẹn mang lại lợi ích lớn cho công ty nhờ đầu tư đúng thời điểm, định hướng sản phẩm đúng vào nhu cầu hiện tại của thị trường bất động sản tại Yangon, thế mạnh về giá thuê đất và vị trí dự án. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu HAG đối với mục tiêu đầu tư dài hạn, giá kỳ vọng **30,200 đồng/cp**. Ở mức giá 24,200 đồng/cp ngày 30/10/2014, HAG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng F2014 6.2x và F2015 13.4x. Nhà đầu tư cũng cần lưu ý đến những rủi ro tài chính và chính trị liên quan đến HAG mà chúng tôi đề cập ở phần cuối báo cáo.

## Một số chỉ số tài chính HAG

Chỉ số tài chính		2011	2012	2013	2014F
Doanh thu	Tỷ VNĐ	3,150	4,405	2,771	3,174
EBITDA	Tỷ VNĐ	2,302	1,244	796	1,447
EBIT	Tỷ VNĐ	2,167	1,020	469	1,177
LNST	Tỷ VNĐ	1,325	365	972	3,300
EPS	VND	2,174	651	1,180	3,718
P/E	x	12.47	41.61	20.68	6.7
P/B	x	1.35	1.49	1.34	1.21
ROA	%	6%	1%	3%	4%
ROE	%	15%	4%	9%	9%

## Báo cáo cập nhật HAG

### THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	32.66%
Sở hữu khác	67.34%

### CỔ ĐÔNG LỚN

Đoàn Nguyên Đức	43.39%
Credit Suisse (Hong Kong) Ltd	10.21%
Deutsche Bank AG & Asset Management (Asia) Ltd	4.99%

### Chỉ số tài chính dự báo

#### Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013	2014F
Doanh thu	3,969	3,150	4,400	2,773	3,174
Giá vốn	1,961	1,726	3,194	1,575	1,817
Lợi nhuận gộp	2,008	1,424	1,424	1,196	1,357
Doanh thu tài chính	1,262	1,227	502	1,003	2,750
Chi phí tài chính	217	537	677	754	643
Lợi nhuận sau thuế	2,081	1,325	365	972	3,229

#### Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013	2014F
Tiền & khoản tương đương tiền	3,589	2,896	2,518	2,448	1,029
Các khoản phải thu ngắn hạn	4,362	5,517	6,982	5,093	5,200
Hàng tồn kho	2,995	4,449	4,265	1,838	1,604
Tài sản cố định	4,410	7,883	13,051	14,146	18,900
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	2,855	3,758	3,055	815	815
<b>Tổng tài sản</b>	<b>19,043</b>	<b>25,577</b>	<b>31,285</b>	<b>29,813</b>	<b>32,612</b>
Nợ ngắn hạn	7,051	6,778	6,724	4,959	3,361
Nợ dài hạn	3,211	8,715	13,737	11,334	13,001
Vốn chủ sở hữu	8,192	9,399	9,753	12,853	16,250
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>19,043</b>	<b>25,577</b>	<b>31,285</b>	<b>29,813</b>	<b>32,612</b>

#### Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng doanh thu (%)	-9,2%	-21%	40%	-37%	15%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	62%	-36%	-72%	166%	233%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>					
Lợi nhuận gộp biên (%)	51%	45%	27%	43%	43%
Lợi nhuận thuần biên (%)	52%	42%	8%	35%	102%
ROA (%)	13%	6%	1%	3%	4%
ROE (%)	32%	15%	4%	9%	8%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	57%	63%	69%	55%	50%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	125%	165%	210%	127%	100%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>					
EPS (đồng/cổ phần)	4,176	2,174	651	1,180	3,850
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	30,289	20,113	18,172	17,900	20,364

## Lợi nhuận Quý 3 đột biến - Dự báo cả năm 2014

**Ghi nhận doanh thu tài chính, lợi nhuận Q3 2014 tăng đột biến so với cùng kỳ:** theo nghị quyết HĐQT HAG ngày 15/10/2014, lợi nhuận sau thuế hợp nhất Q3 đã được thống nhất ở mức 972 tỷ đồng, tăng 4.1 lần so với cùng kỳ. Nguyên nhân dẫn đến sự đột biến này là do công ty đã ghi nhận 750 tỷ đồng doanh thu tài chính trên báo cáo hợp nhất mà về bản chất chỉ là phần thặng dư được quy cho công ty mẹ HAG dựa trên 70% sở hữu vốn điều lệ của HAGL Myanmar sau khi phát hành riêng lẻ 29 triệu cổ phiếu với mức giá trung bình gần 38,000 VND/cp đợt đầu tiên. Nếu loại bỏ phần doanh thu tài chính thì lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi của HAG ở mức 225 tỷ đồng, giảm 5.5% so với cùng kỳ và tương đối sát với dự báo trước đây của chúng tôi (228 tỷ đồng).

**Tiếp tục ghi nhận phần doanh thu tài chính còn lại trong Q4 2014, lợi nhuận sau thuế cả năm đạt 3,229 tỷ đồng:** HAG sẽ tiếp tục phát hành thêm 56 triệu cổ phiếu ở HAGL Myanmar và qua đó ghi nhận thêm 1,290 tỷ doanh thu tài chính trong Q4. Như vậy, lợi nhuận sau thuế quý tới có thể đạt 1,568 tỷ đồng (+512% yoy), trong đó phần từ hoạt động kinh doanh chính là 278 tỷ đồng (+8% yoy); lợi nhuận sau thuế cả năm ước đạt 3,229 tỷ đồng (+233%), EPS F2014 đạt 3,850 VND/cp tương ứng với P/E dự phóng 6.2 lần.

## Triển vọng 2015 – Hoạt động kinh doanh cốt lõi tiếp tục đà tăng trưởng tốt

Nhìn chung, kết quả hoạt động kinh doanh năm 2015 của HAG dự báo sẽ được phản ánh nhiều bởi các hoạt động kinh doanh cốt lõi hơn là các khoản bất thường như trong năm 2014. Doanh thu từ mảng nông nghiệp dự báo tăng mạnh khi diện tích cạo mủ cao su được nâng từ 7,200 ha lên hơn 18,000 ha, diện tích trồng bắp nâng từ 5,000 ha lên 10,000 ha và bắt đầu canh tác 2 vụ/năm, ngoài ra còn có sự đóng góp lần đầu tiên của các mảng dầu cọ và bò thịt, riêng mảng mía đường sẽ tiếp tục giữ nguyên mô hình 8,000 ha như năm 2014 và không tiếp tục mở rộng. Do tình hình kinh tế thế giới còn nhiều khó khăn đi kèm nhiều bất ổn chính trị, quan điểm của BVSC là giá của cao su, cọ dầu, bắp và đường sẽ tiếp tục đi ngang ở mức thấp và kỳ vọng năm 2015 sẽ là đáy của các loại hàng hoá này. Đây cũng là giả định quan trọng nhất để chúng tôi có được dự báo về hoạt động kinh doanh của HAG trong năm 2015, năm mà mảng nông nghiệp sẽ bắt đầu nắm vai trò chủ đạo trong chu kỳ tăng trưởng dài hạn của công ty. Riêng về mảng bất động sản, chúng tôi tạm thời chưa bao gồm dự án Myanmar vào dự báo cho các năm sau do quan ngại về tiến độ xây dựng mà chỉ tách riêng để tiến hành định giá NPV. Nếu thực hiện đúng như kế hoạch, dự án này có thể đóng góp thêm 1,100 tỷ đồng doanh thu và 316 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong năm 2015, tương ứng với EPS 1,800 VND/cp và P/E F2015 13.4x.

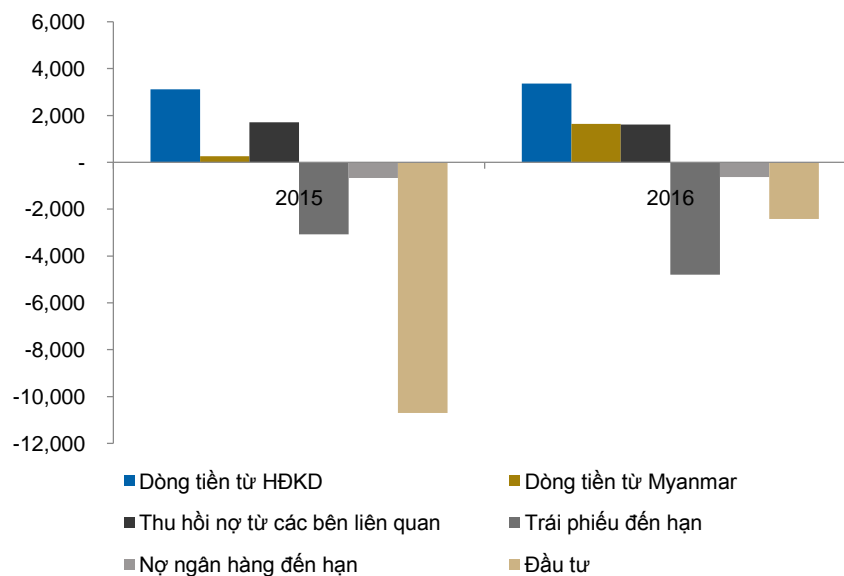
**Dự báo kết quả kinh doanh 2015**

Chỉ tiêu	2014F	2015F	Yoy (%)	Cơ sở dự báo
Doanh thu	3,174	5,305	+67%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sản lượng cao su tăng mạnh 2.6 lần, đạt gần 24,000 tấn trong năm 2015</li> <li>Sản lượng bắp tăng lên 174,300 tấn so với mức 45,000 tấn trong năm 2014 do tăng diện tích trồng lên gấp đôi và canh tác 2 vụ/năm</li> <li>Cọ dầu lần đầu đóng góp doanh thu, ước tính 66 tỷ đồng, tương ứng với 4,140 tấn dầu cọ thành phẩm</li> </ul>
Giá vốn hàng bán	1,817	3,105	+71%	
Lợi nhuận gộp	1,357	2,201	+62%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cao su (52%), đường (53%), cọ dầu (-47%), bắp (62%), bò (38%)</li> <li>Giả định giá các loại hàng hoá trên không biến động mạnh trong 2015</li> </ul>
Chi phí SG&A	223	373	+67%	
DT tài chính	2,800	568	-80%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Doanh thu tài chính giảm mạnh do không còn khoảng bất thường từ Myanmar.</li> <li>Thu nhập tài chính từ khoản cho An Phú vay ước tính 315 tỷ đồng trong năm 2015</li> </ul>
Chi phí tài chính	643	787	+22%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Chi phí lãi vay là 570 tỷ, tăng 25%</li> <li>Tổng nợ vay đến hạn là 4,225 tỷ</li> </ul>
LN trước thuế	3,350	1,609	-52%	
LN sau thuế	3,229	1,529	-53%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Do doanh thu tài chính giảm mạnh, lợi nhuận sau thuế năm 2015 dự báo giảm 53%. Tuy nhiên, so sánh trên hoạt động kinh doanh cốt lõi, lợi nhuận năm 2015 tăng trưởng 29% so với năm 2014 (mức lợi nhuận này chưa bao gồm dự án Myanmar)</li> </ul>

## Khả năng cân đối dòng tiền trong các năm sau

**Áp lực huy động vốn lớn trong năm 2015:** Theo tính toán của BVSC, tổng chi phí đầu tư của HAG trong năm 2015 có thể lên đến 10,700 tỷ đồng, trong đó hơn 5,000 tỷ đồng là cho dự án Myanmar để đúng tiến độ hoàn thành giai đoạn 2 trong Q3 2015, 1,400 tỷ đồng cho dự án trồng cọ dầu, 1,000 tỷ cho các dự án thủy điện tại Lào và phần còn lại bao gồm các dự án cao su và bò thịt. Trong khi đó, tổng các khoản trái phiếu và nợ ngân hàng đến hạn trong năm 2015 là gần 3,800 tỷ đồng. Như vậy, sau khi đã bù trừ các khoản trên cho dòng tiền dự kiến từ hoạt động kinh doanh, dòng tiền từ dự án Myanmar và các khoản thu hồi nợ từ các bên liên quan, ở trường hợp tiêu cực nhất HAG có thể phải huy động thêm gần 6,900 tỷ đồng nếu số trái phiếu chuyển đổi đến hạn có tổng trị giá 2,230 tỷ đồng không được chuyển đổi hoặc không được gia hạn trong năm sau. Tuy nhiên, BVSC cho rằng khả năng trái chủ thực hiện quyền là khá cao khi xét về tiềm năng tăng trưởng dài hạn của cổ phiếu HAG, cộng thêm giá chuyển đổi sau khi điều chỉnh cho đợt chia tách 10:1 vừa qua ước tính chỉ ở mức 17,860 VND, thấp hơn 28% so với giá thị trường. Do đó, ở trường hợp tích cực, tổng nhu cầu huy động thêm vốn của HAG dự báo ở mức 4,670 tỷ đồng.

**Bảng 1: Dự phóng nhu cầu huy động thêm vốn của HAG trong năm 2015-2016**



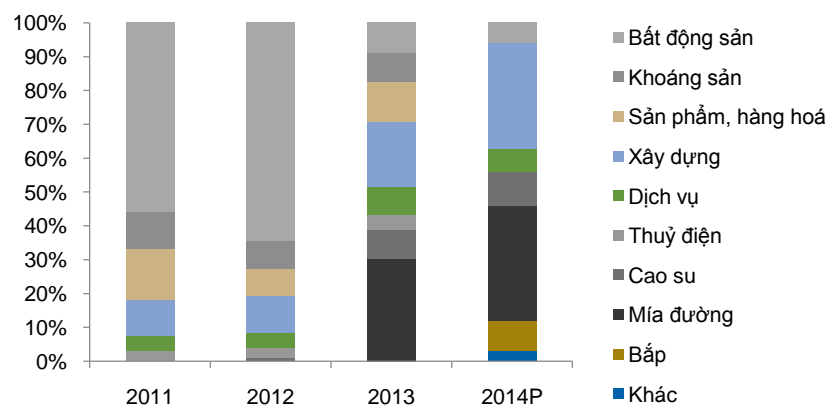
(Nguồn: BVSC)

**Dòng tiền sẽ cân đối hơn kể từ năm 2016:** Nếu HAG có thể thu xếp vốn và hoàn thành dự án Myanmar đúng tiến độ, dòng tiền từ dự án này sẽ có những đóng góp rất lớn để công ty đầu tư dứt điểm phần diện tích còn lại của dự án cọ dầu và nhà máy thủy điện Nậm Kông 3 tại Lào. Như vậy nhu cầu huy động thêm vốn của HAG trong năm 2016 ước tính chỉ ở mức gần 1,000 tỷ đồng. Kể từ năm 2017, chi phí đầu tư giảm mạnh trong khi các dự án nông nghiệp, thủy điện và bất động sản đều đi vào hoạt động ổn định ở công suất cao, HAG hoàn toàn có thể dùng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh để giảm vay ngân hàng và mua lại cái khoản trái phiếu nhằm cải thiện cơ cấu tài chính vốn có tỉ lệ đòn bẩy cao.

## Tổng quan về chiến lược Tập Đoàn Hoàng Anh Gia Lai

**Tái cơ cấu hoạt động, nông nghiệp trở thành mảng kinh doanh trọng điểm:** Trong bối cảnh thị trường bất động sản Việt Nam trầm lắng, ngành thủy điện đòi hỏi chi phí đầu tư lớn nhưng giá điện không có những cải thiện tích cực, ngành khoáng sản vấp phải nhiều khó khăn với những quy định khắc khe về môi trường của chính phủ, tập đoàn Hoàng Anh Gia Lai (HAG) trong hai năm qua đã triệt để tái cơ cấu, thu gọn bộ máy tổ chức, đưa các dự án không hiệu quả thuộc các ngành nêu trên ra khỏi cấu trúc tập đoàn. Riêng bất động sản chỉ giữ lại dự án tại Myanmar làm trọng tâm, trong khi mảng thủy điện chỉ còn lại dự án Nậm Kóng 2 và 3 tại Lào và đang trong quá trình thoái vốn hoàn toàn khỏi mảng khoáng sản. Sự thay đổi lớn này đã thể hiện rất rõ nét lên cơ cấu doanh thu của HAG trong những năm vừa qua, tỷ trọng của mảng bất động sản giảm mạnh, dần mất đi vị thế là mảng kinh doanh chủ đạo, trong khi mía đường trở thành mảng đóng góp doanh thu lớn nhất trong năm 2013 và kế hoạch năm 2014.

**Bảng 2: Cơ cấu doanh thu của HAG trong giai đoạn 2011-2014P**



(Nguồn: HAG, BVSC)

**Tái cơ cấu mang lại lợi ích lớn trong dài hạn:** Do nền kinh tế còn gặp nhiều khó khăn, ngân hàng trở nên thận trọng trong việc lựa chọn doanh nghiệp để cấp vốn. Với một cơ cấu tài chính có nhiều nợ vay như hiện tại, việc huy động thêm vốn để đầu tư dự án là không hề dễ dàng cho HAG. Sở hữu cơ cấu tổ chức gọn nhẹ sẽ làm giảm đáng kể áp lực phân bổ vốn đầu tư, tạo điều kiện cho HAG tập trung vào những dự án có hiệu quả cao và mang lại lợi ích tốt nhất. Ngoài ra, việc thanh lý các dự án cũng tạo điều kiện để HAG cản trừ các khoản nợ vay ở lãi suất cao trong các năm trước, điển hình là việc chuyển nhượng 6 dự án thủy điện trong năm 2013 đã giúp công ty giảm gần 2,000 tỷ đồng nợ vay. Như vậy, sau đợt tái cơ cấu vào năm 2013, các mảng kinh doanh chính trực thuộc HAG sẽ là nông nghiệp, bất động sản và thủy điện với tỷ lệ sở hữu lần lượt là 92.13%, 92.78% và 98.18%.

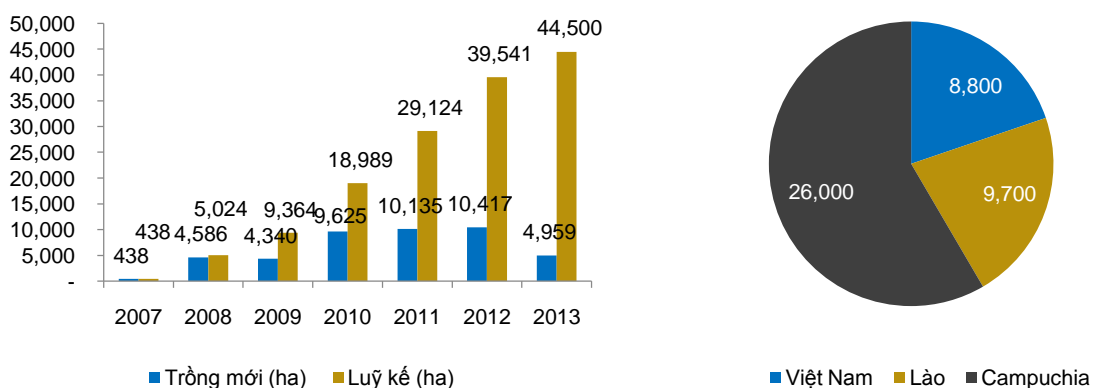
**Chiến lược lấy ngắn nuôi dài:** Cao su và cọ dầu có thể nói là hai dự án trọng điểm trong mảng nông nghiệp của HAG, là các loại cây trồng lâu năm có giá trị kinh tế cao nhưng lại đòi hỏi mức đầu tư lớn và tốn một khoảng thời gian nhất định để có thể tạo ra dòng tiền (cao su trung bình 5 năm và cọ dầu là 3 năm). Do đó, HAG đã chủ động tiếp cận hai cây trồng ngắn ngày là mía và bắp, là những cây trồng mang tính ổn định cao và vòng quay hoạt động nhanh, góp phần tạo điều kiện để HAG chi trả các khoản lãi vay, duy trì hoạt động ổn định cho đến khi các dự án trọng điểm có thể đi vào khai thác. Chiến lược này bước đầu tiên đã cho thấy những hiệu quả nhất định khi mảng mía đường trong năm 2013 đóng góp đến 30.2% tổng doanh thu và 45% lợi nhuận gộp biên của cả tập đoàn. Riêng kế hoạch năm 2014, mía đường, bắp và cao su dự kiến đóng góp 53% tổng doanh thu và 69% lợi nhuận gộp biên.

## Các lĩnh vực hoạt động của Tập Đoàn Hoàng Anh Gia Lai

### 1. Cao su – Biên lợi nhuận vẫn được duy trì ở mức hấp dẫn dù giá bán giảm mạnh

**Diện tích vườn cao su về cơ bản đã hoàn thiện:** HAG bắt đầu trồng cao su từ năm 2007 với 438 ha đầu tiên tại tỉnh Attapue, Lào. Diện tích vườn cây cao su liên tục được mở rộng và đạt 44,500 ha vào cuối năm 2013. Công ty cho biết đây sẽ là diện tích cuối cùng của dự án cao su, thấp hơn 12.8% so với kế hoạch 51,000 ha ban đầu. Về vị trí địa lý, vườn cao su của HAG trải dài ở khu vực biên giới Việt Nam – Lào – Campuchia mà trong đó 26,000 ha được trồng ở Lào (58% diện tích), 9,700 ha được trồng ở Campuchia (22% diện tích) và 8,800 ha còn lại được trồng ở tỉnh Gia Lai và Đắk Lắk – Việt Nam (20% diện tích).

**Bảng 1: Diện tích cao su trồng mới và cơ cấu vườn cây theo khu vực trồng**



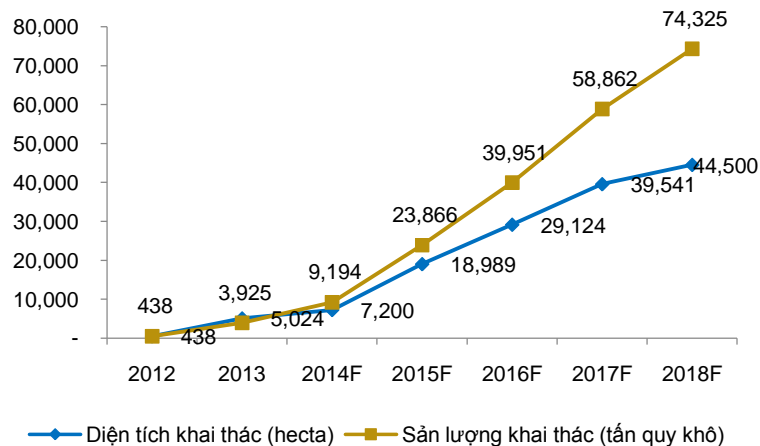
(Nguồn: HAG, BVSC)

**Tập trung sản xuất các loại mủ cao su để tiêu thụ:** Để đảm bảo đầu ra ổn định, HAG đã chủ động thiết kế danh mục sản phẩm đầu ra bao gồm các loại mủ khối SVR 5, SVR 10 và mủ tờ RSS, đây là các loại cao su được dùng chủ yếu trong ngành công nghiệp lốp xe. Ngoài ra, công ty còn hợp tác với các chuyên gia từ Bridgestone và Michelin để tư vấn và kiểm định chất lượng của sản phẩm mủ cao su tại các nhà máy của mình nhằm đáp ứng nhu cầu kỹ thuật của khách hàng.

**Năng suất và giá thành mủ cao su cạnh tranh nhờ lợi thế về vị trí địa lý – khoa học kỹ thuật:** Thế mạnh lớn nhất của vườn cao su HAG là nằm trên vùng đất bằng phẳng, rộng lớn và liền thửa, tạo điều kiện tốt nhất cho công tác quản lý, chăm sóc và thu hoạch. Ngoài ra, nhờ khu đất của công ty được bao quanh bởi các con sông, HAG có thể xây dựng các trạm bơm nhằm cung cấp nước và phân bón liên tục cho các diện tích cao su thông qua hệ thống tưới nhỏ giọt theo công nghệ Israel. Đây là đặc điểm làm nên sự vượt trội về năng suất và giá thành sản phẩm của HAG khi so sánh với các doanh nghiệp tại Việt Nam khi các diện tích cao su trong nước chủ yếu được bón phân bằng lao động và hầu như chỉ phụ thuộc vào nguồn nước tự nhiên vào mùa mưa vì chi phí tưới tiêu thường xuyên rất cao. Do đó, năng suất bình quân của cao su tại Việt Nam năm 2013 theo ước tính của chúng tôi chỉ đạt 1.74 tấn quy khô/hecta trong khi vườn cây của HAG có thể đạt hơn 2.5 tấn quy khô/hecta. Với những ưu thế như vậy, mảng cao su đã mang lại cho công ty 241 tỷ đồng doanh thu với tỉ suất lợi nhuận gộp lên đến 69% trong năm 2013, khá cao khi so sánh với các doanh nghiệp cao su hàng đầu trong nước như Cao su Đồng Phú (DPR) 38.6% và Cao su Phước Hoà (PHR) 26.2%. Trong riêng 9 tháng đầu năm 2014, HAG đã ghi nhận doanh thu bán mủ cao su 144 tỷ đồng và biên lợi nhuận gộp vẫn được duy trì ở mức 58% dù giá cao su đã giảm đáng kể gần 37% trong 9 tháng trở lại đây.

**Diện tích khai thác còn thấp, chưa bị ảnh hưởng mạnh bởi giá cao su giảm:** IRSG dự báo thị trường cao su thế giới sẽ thừa 652,000 tấn trong năm 2014 và 483,000 tấn trong năm 2015. Dựa trên mối tương quan giữa giá cao su, cung – cầu và tăng trưởng GDP thế giới, BVSC dự báo giá cao su tự nhiên sẽ tiếp tục đi ngang ở mức thấp trong năm 2015 trước khi có sự hồi phục kể từ năm 2016. Xu hướng giảm liên tục gần đây của giá cao su đã có những hệ quả tiêu cực đến ngành cao su tại Việt Nam, thể hiện qua kim ngạch xuất khẩu cao su giảm đến 32% về giá trị và 10% về sản lượng trong 7 tháng đầu năm 2014. Tuy nhiên, do HAG cũng chỉ mới bắt đầu khai thác hơn 16% tổng vườn cây tương ứng với 8% sản lượng tối đa hằng năm nên hiệu quả của dự án cao su vẫn chưa bị ảnh hưởng đáng kể. Ở góc nhìn xa hơn, việc tiếp tục tích lũy ở mức thấp sẽ tạo điều kiện để giá cao su có thể bật lại trong tương lai khi cung – cầu được cân đối, kinh tế thế giới được cải thiện và quan trọng nhất là lúc phần lớn vườn cao su của HAG có thể đi vào khai thác. Như vậy, lợi ích dài hạn của dự án cao su vẫn còn rất khả quan.

**Bảng 2: Diện tích và sản lượng cao su khai thác của HAG qua các năm**

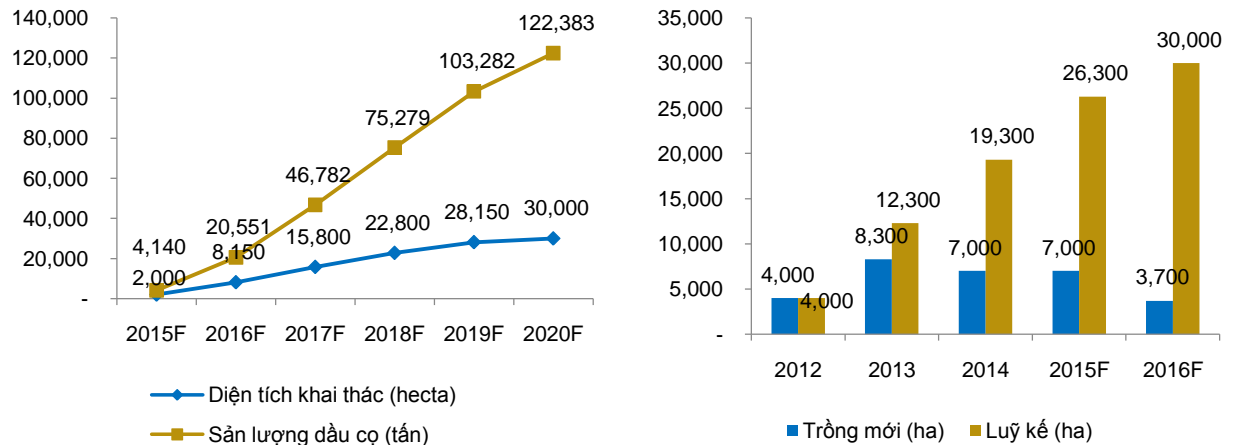


(Nguồn: BVSC dự phóng)

## 2. Cọ dầu – Tiềm năng lớn

**Tiếp tục kế hoạch trồng 30.000 hecta cọ dầu tại Lào và Campuchia:** HAG bắt đầu trồng những hecta cọ dầu đầu tiên từ năm 2012 và đến cuối 2013 diện tích lũy kế đã đạt 12.300 hecta. Dự kiến công ty sẽ tiếp tục trồng thêm khoảng 7,000 hecta trong năm 2014, theo đó đến năm 2016 hoàn thành kế hoạch 30,000 hecta. Công ty cũng đang tiến hành xây dựng nhà máy công suất 270,000 tấn quả tươi/năm tại Campuchia với tổng đầu tư 15 triệu USD, cố gắng hoàn thành đúng tiến độ vào cuối năm nay để chuẩn bị cho công tác sản xuất từ đầu năm 2015. So sánh với dự án cao su, cọ dầu tạo dòng tiền nhanh hơn khi có thể bắt đầu khai thác ở năm thứ 3 thay vì năm thứ 5 ở cây cao su. Ngoài ra, tiềm năng phát triển của dự án này cũng rất lớn khi hầu như chưa có dự án cọ dầu tương tự nào đang được phát triển ở khu vực Việt Nam – Lào – Campuchia. Do đó, BVSC cho rằng đây cũng là lý do chính vì sao HAG dừng mở rộng vườn cao su ở mức 44,500 ha và chuyển phần đất còn lại trong kế hoạch sang canh tác cọ dầu. Tuy nhiên, do thời gian đầu năng suất chưa cao, chúng tôi dự phóng lợi nhuận gộp của mảng cọ dầu vẫn còn tương đối thấp ở 2 – 3 năm đầu khai thác. Ở giai đoạn khai thác ổn định, dự án có thể mang về hơn 3,500 tỷ đồng doanh thu mỗi năm cho HAG với mức biên lợi nhuận ổn định hơn, trung bình 55%.

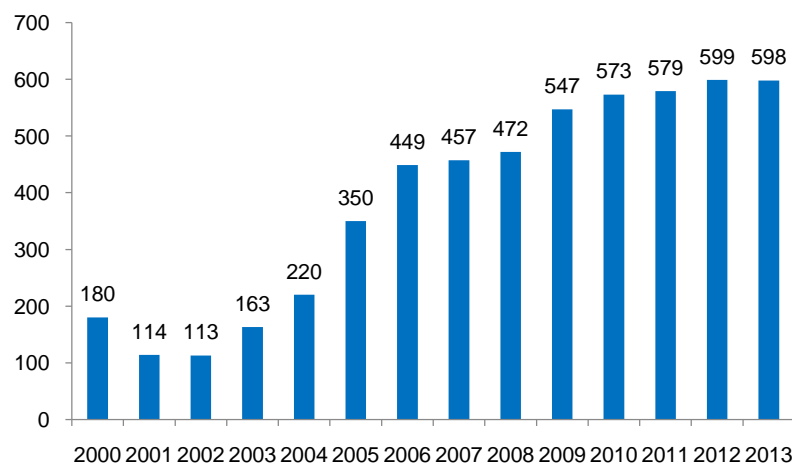
**Bảng 3: Diện tích và sản lượng dầu cọ khai thác qua các năm**



(Nguồn: BVSC dự phóng, HAG)

**Tập trung khai thác nhu cầu nhập khẩu dầu cọ tại Việt Nam:** Là nguyên liệu có mặt trong hầu hết các nhu yếu phẩm hàng ngày như bánh kẹo, thực phẩm, dầu tắm, dầu gội và nhiều loại mỹ phẩm, thị trường tiêu thụ dầu cọ được đánh giá mang tính ổn định cao và có giá trị cao. Tại thị trường nội địa, hàng năm Việt Nam tiêu thụ một lượng lớn dầu cọ trong khi phải nhập khẩu 100%, phần lớn là để làm nguyên liệu sản xuất dầu thực vật. Riêng trong năm 2013 theo USDA, Việt Nam đã nhập gần 600,000 tấn dầu cọ, chủ yếu là từ Malaysia, tương ứng với một thị trường có quy mô hơn 400 triệu USD. Con số này đánh dấu mức tăng trưởng gần 232% trong tiêu thụ cọ dầu tại Việt Nam kể từ năm 2000. Với quy trình đầu tư bài bản và khoa học như đã làm với cây cao su, BVSC cho rằng dầu cọ của HAG hoàn toàn có thể cạnh tranh tốt với các sản phẩm dầu cọ từ Malaysia và Indonesia, nhờ vào giá thành thấp và lợi thế về vị trí địa lý trong khâu vận chuyển thành phẩm.

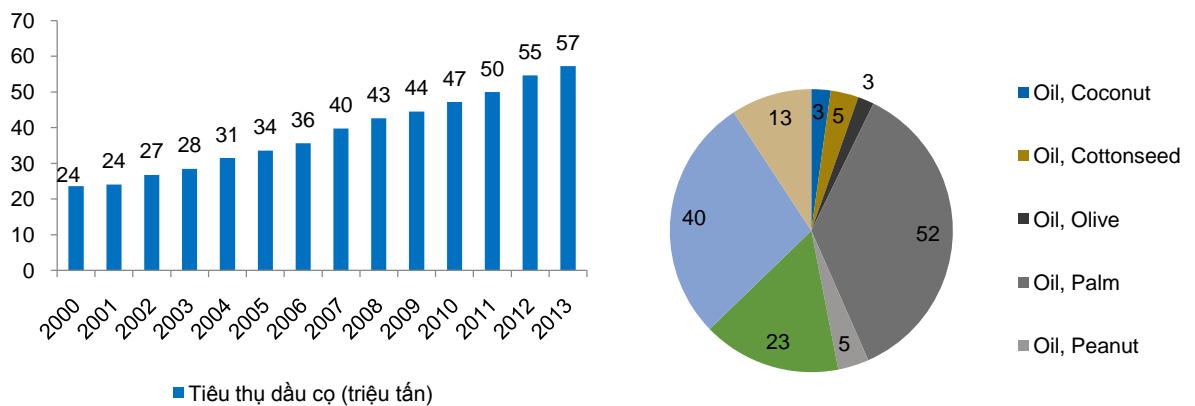
**Bảng 4: Nhập khẩu cọ dầu tại Việt Nam (Đvt: Nghìn tấn)**



(Nguồn: USDA)

**Tiềm năng xuất khẩu sang các thị trường trong khu vực và thế giới cũng rất đáng quan tâm:** Kể từ năm 2000, tiêu thụ cọ dầu trên toàn thế giới đã tăng 140%, tương ứng với mức tăng trưởng kép (CAGR) 6.53%/năm, đến cuối năm 2013 vượt hơn 57 triệu tấn. Với đặc tính vượt trội trong cả sản xuất và khả năng ứng dụng trong nhiều lĩnh vực, dầu cọ đã vượt qua dầu đậu tương trở thành loại dầu thực vật chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng tiêu thụ toàn thế giới. Do đó, BVSC đánh giá cao tiềm năng xuất khẩu dầu cọ sang các thị trường ngoài Việt Nam khi sức tiêu thụ mặt hàng này trên toàn thế giới là rất lớn và không ngừng tăng trưởng nhưng 85% sản lượng dầu cọ sản xuất hằng năm lại chỉ tập trung ở khu vực Malaysia và Indonesia.

**Bảng 5: Tiêu thụ dầu cọ giai đoạn 2000-2013 và cơ cấu tiêu thụ dầu thực vật trên toàn thế giới năm 2013**



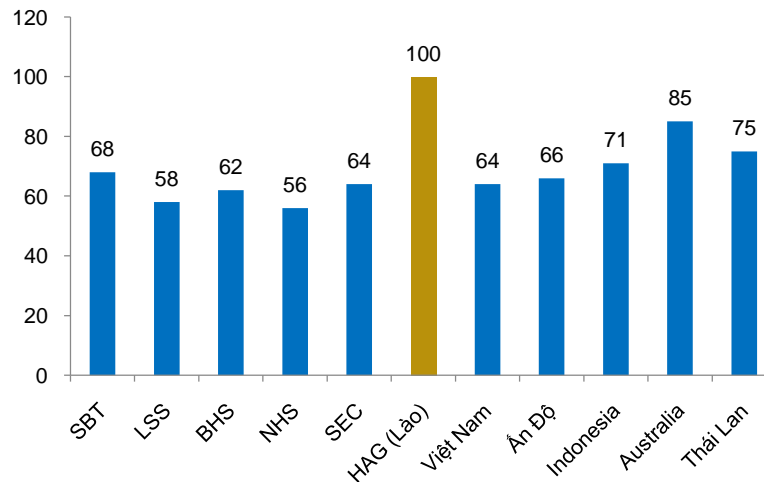
(Nguồn: USDA)

### 3. Mía đường – Nguồn lợi nhuận chính trong ngắn hạn

**Mía đường có biên gộp ấn tượng nhờ lợi thế quy mô và khoa học – công nghệ:** Với việc đường thế giới giảm mạnh cùng với tình hình dư cung trong nước, các doanh nghiệp trong ngành mía đường tại Việt Nam gặp khá nhiều khó khăn. Nguyên nhân chủ yếu là do chi phí sản xuất kém cạnh tranh khi các công ty trong nước hầu như không trực tiếp sở hữu vùng nguyên liệu mà chỉ hỗ trợ và thu mua từ nông dân. Điều này dẫn đến tình trạng canh tác manh mún, nhỏ lẻ và không đồng nhất về sản lượng – chất lượng mía. Trong bối cảnh khó khăn như vậy, hoạt động sản xuất đường của HAG năm 2013 vẫn ghi nhận mức lợi nhuận gộp biên lên đến 64% so với trung bình 13% trong nước. Sở dĩ công ty có thể đạt được thành quả trên là do trực tiếp sở hữu vùng mía nguyên liệu rộng lớn và liền thửa, tạo điều kiện để cơ giới hoá 100% khâu gieo trồng và chăm sóc, cộng thêm hệ thống tưới nước nhỏ giọt nhập từ Isreal với khả năng cung cấp đủ nước và chất dinh dưỡng cho từng gốc cây mía một cách tiết kiệm nhất. So sánh về giá thành đường thành phẩm, HAG chỉ ở mức 5 triệu đồng/tấn trong khi mức trung bình tại Việt Nam có thể lên đến hơn 10 triệu đồng/tấn. Trong 9 tháng đầu năm, công ty đã ghi nhận 968 tỷ doanh thu từ mảng mía đường và lợi nhuận gộp biên vẫn được duy trì ở mức 55% dù giá đường đã giảm gần 9% trong 12 tháng gần nhất.

**Năng suất và chất lượng mía thuộc loại cao nhất trong khu vực:** Theo ước tính của BVSC, vụ mía 2012/2013 đầu tiên của HAG đạt năng suất trên 100 tấn mía/hecta và chữ đường bình quân khoảng 11 CCS. Ở Việt Nam hiện nay, năng suất và chữ đường mía đạt được bình quân 64 tấn/hecta và 9.5 CCS, chỉ có một số khu vực như ĐBSCL đạt được mức năng suất trên 80 tấn/hecta nhưng chữ đường lại khá thấp 8 CCS. Ngay cả Thái Lan, đối thủ cạnh tranh trực tiếp của đường sản xuất tại Việt Nam trong nhiều năm qua cũng chỉ đạt năng suất bình quân khoảng 75 tấn/hecta và chữ đường từ 11-12 CCS. (Theo USDA)

**Bảng 6: Năng suất mía tại Việt Nam và một số nước trong khu vực (Đơn vị: tấn/hecta)**



(Nguồn: VSSA, SBT, HAG, BVSC tổng hợp)

**Mía đường mang lại hiệu quả lớn trong ngắn hạn nhưng tiềm năng tăng trưởng không lớn:** Theo dự báo của OECD và USDA, cuối năm năm 2014 tồn kho đường toàn thế giới đạt khoảng 43 triệu tấn đường, tăng 26%; trong khi ngay tại Việt Nam, VSSA khuyến cáo lượng tồn kho trong nước có thể lên đến 700,000 tấn, tăng gần 300,000 tấn so với năm trước. Như vậy, khả năng mở rộng tiêu thụ ra khỏi thị trường Lào của HAG trong tình cung cầu hiện nay là khá thấp. Vùng mía nguyên liệu vụ 2013/2014 của công ty được nâng từ 5,530 lên 8,000 hecta, qua đó sản lượng đường thành phẩm năm nay có thể đạt đến 82,000 tấn, tăng 25% so với năm 2013. Trong thời gian tới, HAG cho biết cũng chỉ quy hoạch tối đa 8,000 hecta để trồng mía (chuyển 2,000 hecta sang trồng bắp), đủ cung cấp nguyên liệu để khởi nhà máy đường – nhiệt điện – phân bón vi sinh vận hành ở công suất cao.

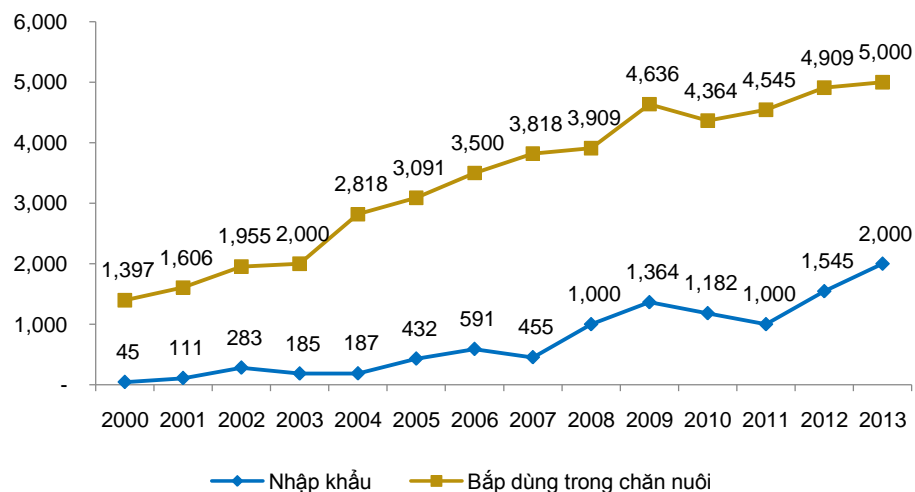
#### 4. Bắp chăn nuôi – Hướng đến thị trường tiềm năng trong nước

**Mảng trồng bắp bắt đầu đóng góp doanh thu trong năm 2014:** Trong năm nay, HAG sẽ trồng 5,000 hecta bắp, đặt mục tiêu năng suất vụ đầu từ 9 – 10 tấn/hecta/vụ và chỉ trồng một vụ để tập trung vào công tác chuẩn bị đất, tiến hành trồng 10,000 hecta bắp từ năm 2015, mỗi năm đều đặn 2 vụ, năng suất tối đa lên đến 14 tấn/hecta/vụ. Trên cơ sở đó, BVSC dự báo sản lượng bắp năm 2014 có thể đạt 45,000 tấn và trung bình khoảng 240,000 tấn những năm sau đó. Trong riêng 9 tháng đầu năm 2014, mảng trồng bắp đã đóng góp 202 tỷ đồng doanh thu cho HAG với lợi nhuận gộp biên lên đến 63%; chúng tôi ước tính công ty sẽ tiếp tục ghi nhận thêm 35 tỷ doanh thu từ mảng này trong quý cuối năm nay.

**Chi phí sản xuất thấp nhờ đầu tư quy mô lớn, áp dụng công nghệ hiện đại:** Cũng như mảng trồng mía, nhờ cơ giới hoá tối đa vùng nguyên liệu tập trung, áp dụng hệ thống tưới nước nhỏ giọt, sử dụng các phần mềm phân tích đất hiện đại, quá trình chăm sóc và thu hoạch bắp được thực hiện một cách khoa học và tiết kiệm. Bên cạnh đó, với khả năng cung cấp đủ nước cho cây bắp quanh năm, HAG có thể tiến hành trồng ngay trong mùa nắng, góp phần đẩy mạnh khả năng quang hợp của cây bắp và giảm thiểu sâu bệnh vốn rất phổ biến nếu trồng vào mùa mưa. Như vậy, giá thành mỗi tấn bắp mà HAG sản xuất chỉ khoảng 2.5 triệu đồng/tấn so với mức 4.5 – 5 triệu đồng/tấn tại Việt Nam.

**Tập trung vào thị trường bắp chăn nuôi có nhiều tiềm năng tại Việt Nam:** Trong những năm trở lại đây, nhu cầu sử dụng bắp khô trong chăn nuôi trong nước đã không ngừng tăng lên, đánh dấu mức tăng trưởng gấp 3.6 lần vào năm 2013 trong giai đoạn 2000 - 2013. BVSC cho rằng quy mô thị trường thức ăn chăn nuôi, trong đó có bắp, tại Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt khi hàng loạt các công ty lớn như Vinamilk (VNM) và Đức Long Gia Lai (DLG) mở rộng các dự án nuôi bò trong bối cảnh cả đàn bò thịt và bò sữa trong nước chưa đáp ứng được nhu cầu nguyên liệu nội địa. Bên cạnh đó, nhập khẩu bắp cũng tăng đều đặn bởi các hộ chăn nuôi có xu hướng ưa chuộng bắp ngoại hơn nhờ giá cả cạnh tranh, độ ẩm phù hợp đảm bảo giảm thiểu rủi ro trong quá trình bảo quản. Theo USDA, Việt Nam đã nhập khoảng 2 triệu tấn bắp ngoại trong năm 2013, tương ứng với một thị trường nhập khẩu gần 500 triệu USD. BVSC đánh giá cao khả năng cạnh tranh của sản phẩm bắp sấy khô HAG tại thị trường Việt Nam nhờ vào chi phí sản xuất thấp, chất lượng bắp cao với độ ẩm chỉ ở mức 14% (độ ẩm chuẩn tại Mỹ là 15% - theo World of Corns)

**Bảng 7: Tiêu thụ và nhập khẩu bắp chăn nuôi tại Việt Nam giai đoạn 2000 - 2013**



(Nguồn: USDA; Đơn vị: nghìn tấn)

## 5. Tiếp tục mở rộng sang mảng chăn nuôi bò thịt – bò sữa

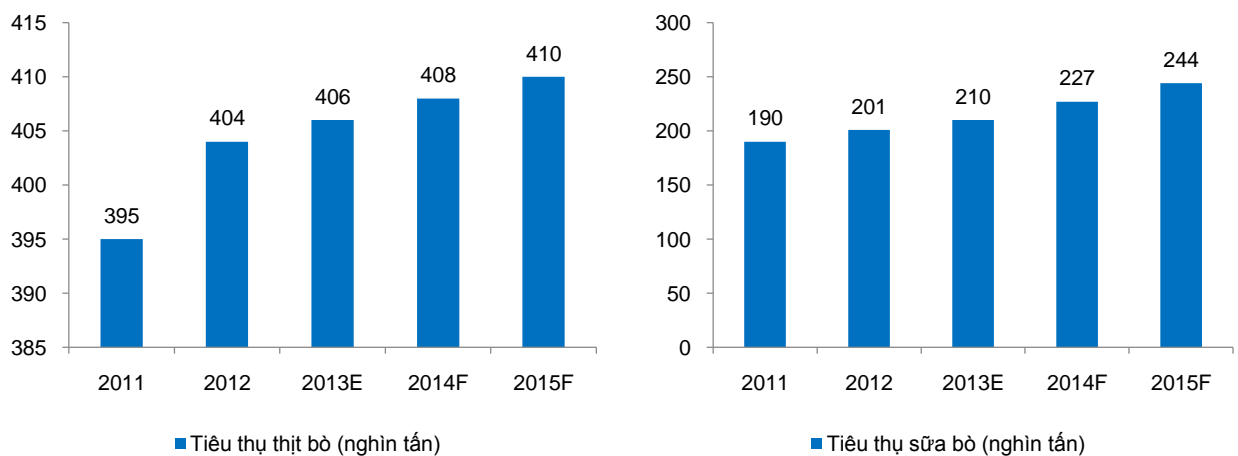
**Lên kế hoạch nuôi 236,000 con bò tại Việt Nam – Lào – Campuchia:** HAG cho biết dự án có tổng đầu tư là 6,300 tỷ đồng, trong đó giai đoạn 1 sẽ được triển khai trong 2 năm 2014 – 2015 với mức đầu tư 3,150 tỷ đồng; giai đoạn 2 sẽ được tiến hành trong năm 2016 – 2017. Eximbank được cho là đơn vị ngân hàng sẽ cấp vốn để HAG thực hiện dự án này. Về cơ cấu đàn bò, công ty cho biết giai đoạn 1 sẽ bao gồm 40,000 con trong đó 20,000 con bò thịt sẽ được nhập trước trong năm 2014. Về kỹ thuật nuôi bò, HAG sẽ sử dụng công nghệ nuôi bò tiên tiến của Israel, quản lý tình hình sức khỏe và nhu cầu dinh dưỡng của từng con bò bằng máy tính và nhờ đó sản lượng sữa có thể đạt 45 lít/con/ngày.

**Biên lợi nhuận hấp dẫn nhờ tận dụng các sản phẩm và phụ phẩm nông nghiệp:** Với việc 70% giá thành trong chăn nuôi là thức ăn, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận từ mảng nuôi bò của HAG sẽ rất hấp dẫn khi công ty có thể tận dụng các nguồn đầu ra của các dự án khác như hạt bắp, cùi bắp, mật rỉ, bánh dầu cọ và lá cọ để làm thức ăn cho bò. Ngoài ra, nhờ lợi thế về quỹ đất lớn, công ty cũng tiến hành trồng các loại cỏ có năng suất cao trên quy mô lớn nên giá thành cỏ tươi sẽ rất cạnh tranh. So sánh giữa bò thịt và bò sữa, chúng tôi dự đoán biên lợi nhuận của bò thịt sẽ cao hơn do yêu cầu về đầu tư hạ tầng và công nghệ thấp hơn bò sữa.

**Đầu ra được bao tiêu bởi 2 nhà sản xuất và phân phối thịt – sữa bò hàng đầu Việt Nam:** Theo nội dung của buổi lễ ký kết hợp đồng 3 bên giữa HAG, Vissan và Nutifood, toàn bộ các sản phẩm thịt và sữa tươi từ trang trại bò của HAG sẽ hoàn toàn được tiêu thụ bởi Vissan và Nutifood. Ngoài ra, hai đơn vị này cũng sẽ trực tiếp xây nhà máy chế biến thịt và sữa tươi tại Gia Lai với tổng đầu tư gần 6,000 tỷ đồng. BVSC đánh giá đây là thông tin hết sức tích cực vì: (1) rủi ro đầu ra được đảm bảo và (2) HAG có thể toàn lực tập trung vào công tác nuôi bò mà không phải quan tâm đến việc đầu tư công nghệ xử lý, chế biến sản phẩm và phát triển mạng lưới phân phối.

**Tích cực khai thác thị trường trong nước giàu tiềm năng:** Theo hiệp hội chăn nuôi Việt Nam, tiêu thụ thịt bò trong nước đang tăng nhanh hơn khả năng đáp ứng dẫn đến tổng đàn bò giảm mạnh từ 7 triệu con vào năm 2007 đến nay chỉ còn 5 triệu con. Tỷ trọng tiêu thụ thịt bò trong tổng tiêu thụ thịt tại Việt Nam chỉ vào khoảng 6% trong khi số bình quân của thế giới là 23%. Điều này có nghĩa tiêu thụ thịt bò vẫn còn có thể tiếp tục tăng trưởng trong thời gian tới. Bên cạnh thịt bò, thị trường sữa bò trong nước cũng rất hứa hẹn khi doanh số hằng năm, theo Euromonitor, đã tăng từ mức 4.8 nghìn tỷ vào năm 2008 lên hơn 14.4 nghìn tỷ đồng vào năm 2013, tức tăng 200%. Tuy vậy, tiêu thụ sữa nếu tính theo bình quân đầu người tại Việt Nam vẫn chỉ ở mức 16 lít/người/năm, khá thấp so với mức 21 lít/người/năm tại Thái Lan hay 27-28 lít/người/năm tại Trung Quốc. Do đó, BVSC cho rằng mức tiêu thụ bình quân này sẽ tiếp tục tăng lên khi đời sống người Việt Nam ngày càng được cải thiện.

**Bảng 8: Dự báo tiêu thụ thịt bò và sữa bò tại Việt Nam**

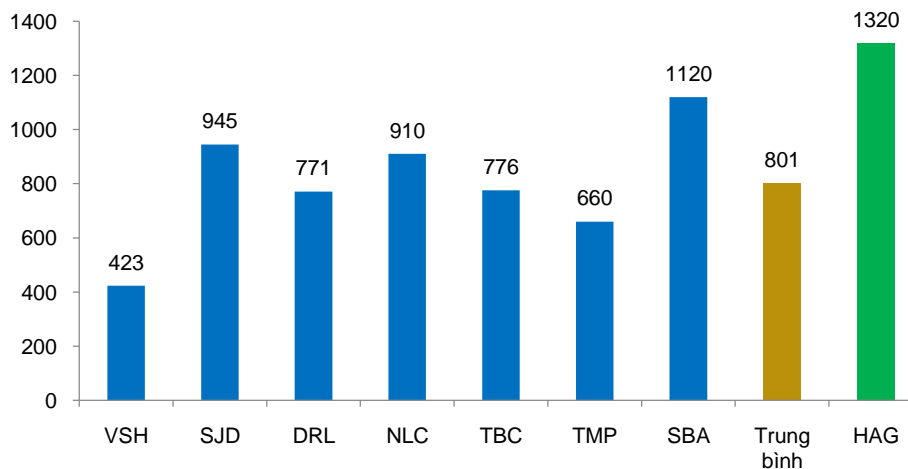


(Nguồn: Euromonitor, USDA)

## 6. Thủy điện tại Lào – Nguồn thu ổn định từ năm 2016

**Tiếp tục khai thác thủy điện tại Lào:** Sau quá trình tái cơ cấu năm 2013, 6 dự án thủy điện tại Việt Nam bao gồm các nhà máy ĐăkSrông và Bá Thước đã được HAG chuyển nhượng, giúp công ty giảm nợ vay 1,876 tỷ đồng và doanh thu 2,099 tỷ đồng. Chỉ có dự án tại Lào là Nậm Kông 2 và 3 được HAG giữ lại để tiếp tục xây dựng và khai thác do giá điện hiện tại ở Lào đang ở mức 1,320 đồng/kWh, cao hơn 65% so với mức trung bình khoảng 800 đồng/kWh tại Việt Nam. Theo BVSC, sự chênh lệch về giá chủ yếu là do chính sách phát triển thủy điện của chính phủ Lào nhằm tận dụng triệt để lợi thế địa hình cao và mưa nhiều, qua đó hoàn thành định mức xuất khẩu năng lượng sang các nước lân cận vào năm 2020 trong đó có Thái Lan 7,000MW và Việt Nam 5,000MW (Theo Nepal Journals).

**Bảng 9: So sánh giá điện nửa các đơn vị niêm yết trong nước năm 2013 (Đơn vị: VND/kWh)**



(Nguồn: BVSC)

**Dự án thủy điện Nậm Kông 2:** nhà máy có công suất 66MW, tổng đầu tư dự kiến là 1,975 tỷ đồng đến cuối 2013 đã hoàn thành 32%, tương đương với mức 575 tỷ đồng. Theo kế hoạch, dự án sẽ hoàn thành vào Q4/2015 và nhiều khả năng sẽ được đưa vào hoạt động từ đầu năm 2016. BVSC ước tính sản lượng điện hằng năm của nhà máy này có thể đạt 260,000 MW, đóng góp 320 tỷ đồng doanh thu và 154 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế hằng năm cho HAG.

**Dự án thủy điện Nậm Kông 3:** nhà máy có công suất 45MW, tổng đầu tư dự kiến là 1,399 tỷ đồng đến cuối 2013 đã hoàn thành 15%, tương đương với mức 192 tỷ đồng. Nhiều khả năng nhà máy này sẽ hoàn thành và đưa vào khai thác từ cuối 2016 và đầu 2017. BVSC ước tính sản lượng điện hằng năm của nhà máy này có thể đạt 177,000 MW, đóng góp 217 tỷ đồng doanh thu và 95 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế hằng năm cho HAG.

## 7. Khu phức hợp tại Yangon (Myanmar) – Thị trường BĐS đang nóng sốt

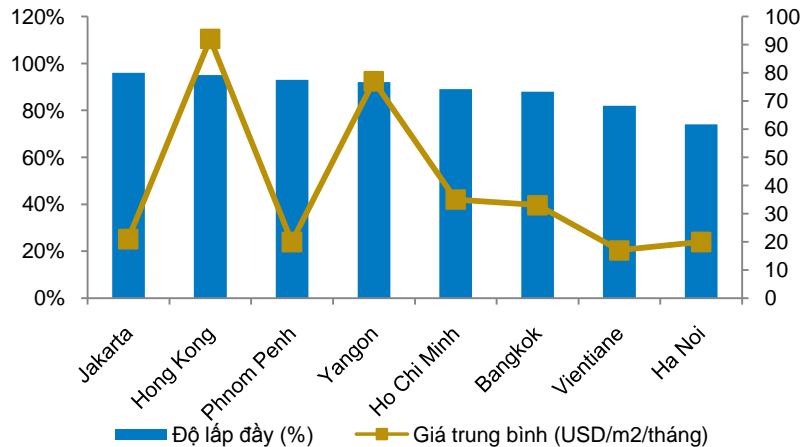
**Chi phí thuê đất rẻ tạo nên thế mạnh lâu dài:** Dự án khu phức hợp tại Yangon (Myanmar) được triển khai trên một diện tích rộng 73,352 m2, giá thuê đất trung bình từ chính phủ Myanmar chỉ ở mức 740 USD/m2, thời gian sử dụng lên đến 70 năm. Về vị trí, dự án của HAG nằm giáp đường Kaba Aye Pagoda thuộc khu vực Bahan Township, có mặt trước hướng ra mặt hồ Inya. BVSC đánh giá đây là một vị trí rất tốt, có cảnh quan rộng và sang trọng khi nằm gần nhiều dự án chung cư và khách sạn cao cấp khác. Ngoài ra đây còn là khu vực có hạ tầng tương đối tốt và nằm cách xa các khu vực đông dân vốn thường rất ô nhiễm, giao thông ùn tắc kèm với các dịch vụ tiện ích cộng đồng khá kém. Giá trị của mảnh đất mà công ty đang sở hữu hiện tại là 10,000 USD/m2, cao hơn rất nhiều so với mức mà HAG phải đóng tiền sử dụng. Như vậy, với chỉ gần 1,140 tỷ đồng, HAG có thể khai thác một khu đất vàng rộng lớn trong một khoảng thời gian dài; đây là thế mạnh quan trọng trong việc cạnh tranh với các dự án sắp được triển khai trong khu vực.

**Nguồn cung tại Yangon chưa đáp ứng được nhu cầu, giá bất động sản tiếp tục tăng mạnh:**

- **Mảng văn phòng:** tổng diện tích cho thuê tại Yangon đang ở mức 60,000 m2 trong 2H 2013, chỉ bằng 0.7% nguồn cung tại Hồng Kông, 0.9% so với Bangkok và 5% so với TP Hồ Chí Minh. Do đó, mức lấp đầy trung bình cao trên 92% và mặt bằng giá thuê chung đang ở mức 77 USD/m2, tăng 7% so với 1H 2013; thậm chí giá thuê ở một số dự án còn tăng đến 19% (Theo Savills). Đây là mức khá cao khi so sánh với giá thuê văn phòng loại A tại TP Hồ Chí Minh trung bình là 35 USD/m2. BVSC cho

rằng nhu cầu văn phòng tại Yangon sẽ tiếp tục ở mức cao khi nguồn vốn đầu tư FDI vào Myanmar trong 6 tháng đầu 2014 vượt hơn 50% số ước của Chính Phủ và tăng trưởng 11% so với cùng kỳ.

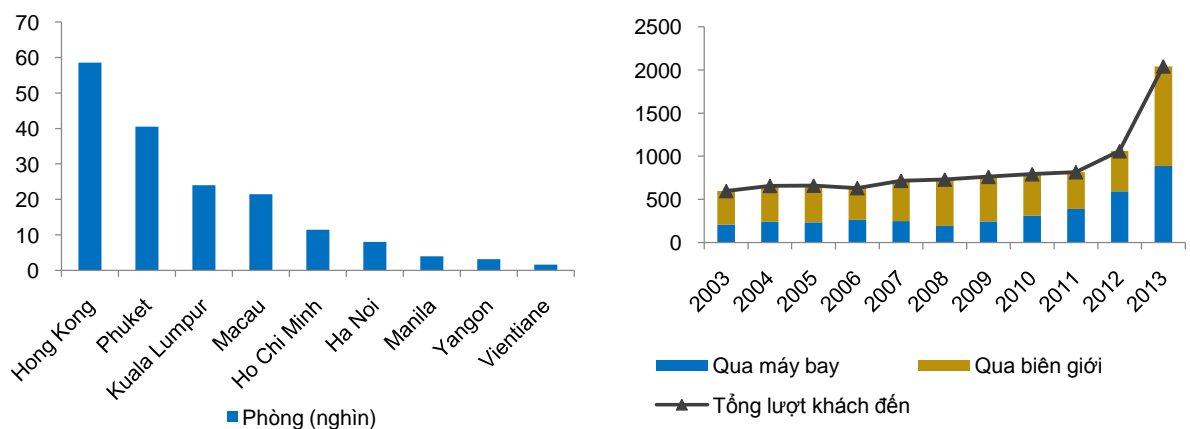
**Bảng 10: So sánh độ lấp đầy và giá thuê văn phòng bình quân**



(Nguồn: Savills)

- **Mảng bán lẻ:** tổng nguồn cung mặt bằng bán lẻ hiện đại tại Yangon đang ở mức 162,000 m2 trong 2H 2013, trong đó đa số các dự án hầu như đang hoạt động ở mức độ lấp đầy 100%. Mật độ bán lẻ tại Yangon là 0.04 m2/người, thuộc loại thấp nhất trong khu vực khi so sánh với Viêng Chăn 0.058 m2/người, Hà Nội 0.13 m2/người và Kuala Lumpur 0.64 m2/người. Giá cho thuê bằng mặt trung bình tại đây là 32 USD/m2, tăng 39% so với 1H 2013 (Theo Savills).
- **Mảng khách sạn:** tổng nguồn cung khách sạn từ 3 đến 5 sao tại Yangon đang ở mức 3,200 phòng, chỉ bằng 13% Kuala Lumpur, 26% TP Hồ Chí Minh và 41% Hà Nội. Do đó, hầu hết các khách sạn trong khu vực đang hoạt động với công suất cao trên 90% do lượng khách du lịch đến đây không ngừng tăng, đạt 1.3 triệu lượt đến trong 9 tháng đầu 2013, tăng trưởng 22% so với năm 2012 (Theo Savills). BVSC cho rằng mảng kinh doanh khách sạn tại Yangon sẽ tiếp tục hưởng lợi nhờ tiềm năng phát triển du lịch của khu vực này khi có nhiều di tích lịch sử và cảnh quan đẹp.

**Bảng 11: So sánh nguồn cung khách sạn 3-5 sao và Lượt du khách đến Myanmar từ 2003-2013**



(Nguồn: Savills & Myanmar Ministry of Hotels & Tourism)

- **Mảng căn hộ dịch vụ:** tổng nguồn cung tại thời điểm 2H 2013 ở Yangon là 750 căn, chỉ bằng 35% Phnom Penh, 25% Hà Nội, 19% TP Hồ Chí Minh và 4% Bangkok. Tỷ lệ lấp đầy lên đến hơn 94% với giá thuê hàng tháng dao động từ 2,300 đến 12,500 USD/căn tùy theo diện tích và nội thất. Hiện đang

## Báo cáo cập nhật HAG

có 7 dự án nhấm vào thị trường căn hộ dịch này và tổng nguồn cung trong tương lai dự báo có thể tăng thêm 3,000 căn trong đó 300 căn sẽ được chào ra thị trường trong năm 2014 (Theo Savills).

- **Căn hộ cao cấp:** tổng số căn hộ đang được chào bán tại thời điểm 2H 2014 ở Yangon là 3,453 căn từ 19 dự án khác nhau với bán trung bình dao động từ 1,075 đến 4,300 USD/m<sup>2</sup> chưa bao gồm thuế. Hiện tại dòng tiền đang đổ vào mảng căn hộ cao cấp rất mạnh, đặc biệt là khu vực gần dự án khu phức hợp của HAG mà ví dụ điển hình là dự án 68 Residence khi chỉ mới bắt đầu khởi công xây dựng nhưng đã bán gần hết số căn hộ trong kế hoạch.

### Cập nhật tình hình dự án khu phức hợp tại Yangon – Myanmar:

- **Giai đoạn 1:** dự kiến sẽ hoàn thành và đưa vào hoạt động từ đầu Q2 2015, bao gồm hai toà cao ốc văn phòng, 1 khách sạn 5 sao và trung tâm thương mại. Tuy nhiên, riêng khu khách sạn sẽ cần 5 đến 6 tháng vận hành thử nghiệm trước khi đưa vào hoạt động chính thức từ đầu Q4 2015. Về tiến độ thực hiện, hai toà cao ốc văn phòng đã xây xong 15 tầng, khách sạn đã xây xong 9 tầng.
- **Giai đoạn 2:** bao gồm 5 toà căn hộ và 2 toà cao ốc văn phòng, dự kiến sẽ giao vào Q3 2015. Trong đó, 3 block căn hộ sẽ cho thuê ở mức 3,000 USD/căn/tháng và 2 block còn lại sẽ được chào bán ở mức giá 3,800 USD/m<sup>2</sup>.

## Một số rủi ro cần quan tâm

**Rủi ro từ tỷ lệ nợ vay trên tổng vốn chủ sở hữu cao.** Cuối năm 2013, tổng vay dài hạn và ngắn hạn của HAG đã lên đến 14,258 tỷ đồng trong khi vốn chủ sở hữu chỉ ở mức 12,852 tỷ đồng. Việc có nhiều nợ vay trong cơ cấu nguồn vốn không chỉ làm tăng rủi ro tài chính của HAG mà còn ảnh hưởng khá lớn đến khả năng huy động thêm vốn đầu tư, nhất là ở thời điểm hiện tại khi HAG đang ở giai đoạn đầu tư trọng điểm nhiều dự án lớn như cọ dầu, bất động sản, thủy điện và sắp tới là dự án nuôi bò sữa – bò thịt. Nói cách khác, thiếu hụt nguồn vốn có thể làm chậm trễ tiến độ thực hiện, làm ảnh hưởng đến hiệu quả trong tương lai của các dự án trên.

**Dòng tiền tài chính sẽ bị thắt chặt trong năm 2015 – 2016.** Theo tính toán của BVSC, tổng số nợ vay đến hạn trả gốc lần lượt là 4,200 tỷ đồng và 6,100 tỷ đồng vào năm 2015 – 2016. Trong đó, hai khoản trái phiếu chuyển đổi với tổng trị giá 2,230 tỷ đồng sẽ đến hạn vào năm 2015 và các điều khoản chuyển đổi không phải là bắt buộc mà phụ thuộc vào quyết định của trái chủ. Do đó, đây sẽ là thời điểm khó khăn đối với HAG áp lực tái cơ cấu nợ là rất lớn.

**Rủi ro nợ xấu từ các bên liên quan sau quá trình tái cơ cấu.** Sau đợt tái cấu trúc vào năm 2013, gần như toàn bộ các dự án bất động sản tại Việt Nam của HAG đã được chuyển ra khỏi tập đoàn. Tuy nhiên, quá trình này vẫn chưa hoàn toàn tạo ra dòng tiền thời điểm đó; ví dụ điển hình là công ty bất động sản An Phú – trước đây là công ty con trực thuộc HAG hiện vẫn đang nợ công ty khoản vay lên đến 3,600 tỷ đồng, thời hạn vay 3 năm và lãi suất hàng năm khoảng 13%. Thời gian gần đây, An Phú đã chuyển nhượng thành công dự án bất động sản tại Thủ Đức cho Him Lam thu về hơn 1,100 tỷ đồng; thông tin tích này phần nào làm giảm đi rủi ro cho khoản phải thu từ An Phú. Ngoài ra, HAG còn có khoản phải thu khác từ các bên liên quan từ trước khi tái cơ cấu với tổng giá trị lên đến hơn 2,000 tỷ đồng vào cuối 2013; các khoản này đến hết Q3 2014 vẫn còn ở mức cao.

**Rủi ro chính trị:** theo tờ The Financial Times (HK) thì các vấn đề chiếm dụng đất tại Campuchia đã được trình lên tòa án tội phạm quốc tế, điều này có thể tạo nên những ảnh hưởng khó lường đến hoạt động kinh doanh của HAG. Quỹ đất tại Campuchia đang được công ty sử dụng để làm các dự án nông nghiệp hiện tại ước tính hơn 30,000 ha, chiếm gần 30% tổng quỹ đất tại 3 nước Việt Nam – Lào – Campuchia.

## Khuyến nghị đầu tư

BVSC đánh giá HAG là một cổ phiếu cơ bản có tiềm năng tăng trưởng tốt và mang tính ổn định cao trong dài hạn nhờ vào mảng nông nghiệp được đầu tư bài bản, khoa học và có lợi thế về quy mô. Bên cạnh đó, dự án khu phức hợp Myanmar cũng hứa hẹn mang lại lợi ích lớn cho công ty nhờ đầu tư đúng thời điểm, định hướng sản phẩm đúng vào nhu cầu hiện tại của thị trường bất động sản tại Yangon, thế mạnh về giá thuê đất và vị trí dự án. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu HAG đối với mục tiêu đầu tư dài hạn, giá kỳ vọng **30,200 đồng/cp**. Ở mức giá 24,200 đồng/cp ngày 30/10/2014, HAG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng F2014 6.2x và F2015 13.4x. Nhà đầu tư cũng cần lưu ý đến những rủi ro tài chính và chính trị liên quan đến HAG mà chúng tôi đã đề cập ở phần cuối báo cáo.

## THUYẾT MINH BÁO CÁO

**Giá kỳ vọng.** Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA, etc). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 3 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

### Các mức khuyến nghị

Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999