

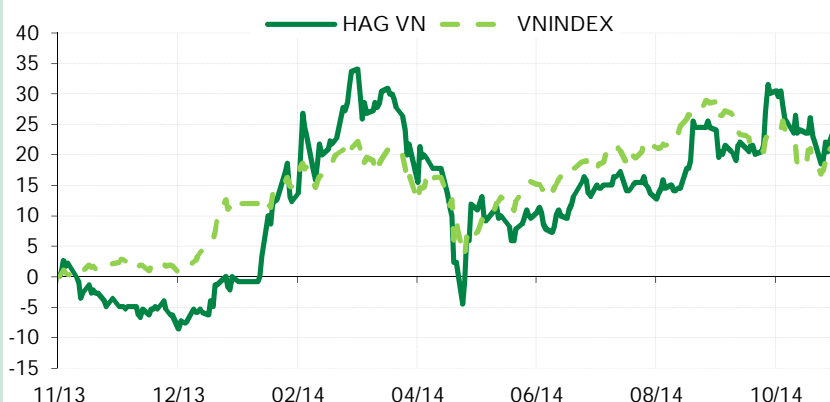
CTCP HOÀNG ANH GIA LAI

Tháng 11 năm 2014

BÁO CÁO CẬP NHẬT: NĂM GIỮ



Giá hiện tại (05/11/2014):	Đồng	25.100
Giá mục tiêu:	Đồng	25.900
Khuyến nghị ngắn hạn		Năm giữ
Ngưỡng kháng cự	Đồng	26.500
Ngưỡng hỗ trợ	Đồng	24.700
Mã Bloomberg: HAG VN	Sàn giao dịch: HSX	
Ngành:	Đa ngành	
Beta		0,96
Giá cao/thấp nhất 52 tuần		29.600-18.300
KLCP lưu hành (triệu)		789,9
Vốn hóa (tỷ đồng)		19.826
Tỷ lệ Free-float (triệu)		351,7
KLGDBQ 6 tháng		9.593
Sở hữu nước ngoài (%)		28,81%
Năm	Lợi tức	EPS (đồng)
2015 (VPBS dự báo)	5,9%	1.788
2014 (VPBS dự báo)	3,9%	3.810
2013		1.315
2012		651
	2010 – 13	2014E
	CAGR	(tỷ đồng)
Doanh thu	-11%	3.068
EBITDA	-14%	1.306
Lợi nhuận ròng	-22%	3.028
Chỉ số tài chính	HAG	VN-Index
2015 PE	13,5	14,9
P/B	1,36	1,99
ROA	5,6%	2,6%
ROE	13,7%	13,7%



Chúng tôi cập nhật mức giá mục tiêu của CTCP Hoàng Anh Gia Lai (HAG) với khuyến nghị **NĂM GIỮ** dài hạn dựa trên những lập luận sau:

- KOKD 9 tháng tăng trưởng tốt. HAG đã công bố KOKD hợp nhất 9 tháng khả quan với doanh thu thuần đạt 2.400 tỷ đồng, tăng 19% so với cùng kỳ và hoàn thành 71% kế hoạch năm. LNST đạt 1.586 tỷ đồng, tăng mạnh 162% và hoàn thành vượt 8,6% kế hoạch.
- LNST năm 2014 tăng trưởng mạnh nhờ hoạt động tài chính: Chúng tôi ước tính HAG có thể đạt 3.028 tỷ đồng LNST trong năm 2014 nhờ việc ghi nhận 1.300 tỷ lợi nhuận tài chính khi bán tiếp cổ phần đợt 2 của HAG Land (một công ty con của HAG) trong Q4. Theo đó, EPS 2014 kỳ vọng tăng 189% và ước đạt 3.810 đ/cp.
- Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính vẫn tăng trưởng tốt: LNST 9 tháng năm 2014 vẫn tăng 38% so với cùng kỳ nếu loại trừ khoản lợi nhuận bất thường 750 tỷ khi HAG Land phát hành cổ phần cho đối tác chiến lược (đợt 1) trong Q3/2014.
- Xu hướng giá đường có thể sẽ không hỗ trợ sự tăng trưởng doanh thu: 40% lợi nhuận của HAG đến từ mía đường tuy nhiên giá đường đã giảm 11% kể từ đầu năm 2014, mức giá này thậm chí ở mức thấp nhất trong vòng 05 năm trở lại đây. Ngoài ra, giá đường được dự báo sẽ không tăng trong năm 2015 do cung vượt cầu.
- Triển vọng năm 2015 khá lạc quan nhờ các mảng kinh doanh mới: những mảng kinh doanh mới bao gồm: dự án Myanmar, cọ dầu, thủy điện tại Lào và nuôi bò có thể đóng góp doanh thu 2.411 tỷ đồng trong năm 2015, theo đó doanh thu và EBIT dự báo sẽ tăng 98% và 110%.

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

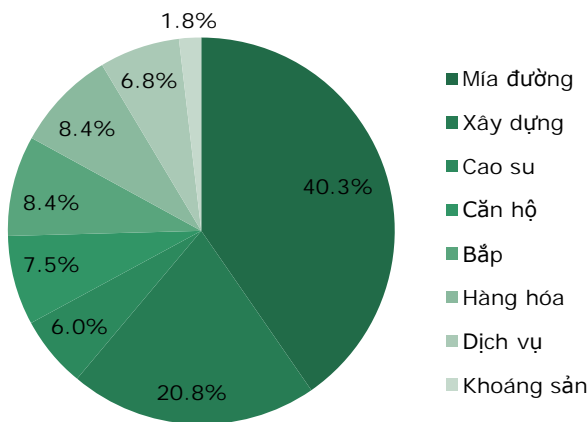
CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 9 THÁNG 2014

Doanh thu phù hợp kế hoạch nhưng LNST tăng trưởng mạnh nhờ lợi nhuận bất thường.

HAG đã công bố KQKD hợp nhất 9 tháng rất khả quan. Doanh thu thuần đạt 2.400 tỷ đồng, tăng 19% so với cùng kỳ và hoàn thành 71% kế hoạch năm. Lợi nhuận ròng của cổ đông công ty mẹ đạt 1.586 tỷ đồng, tăng mạnh 162% và hoàn thành vượt 8,6% kế hoạch cả năm là 1.460 tỷ đồng.

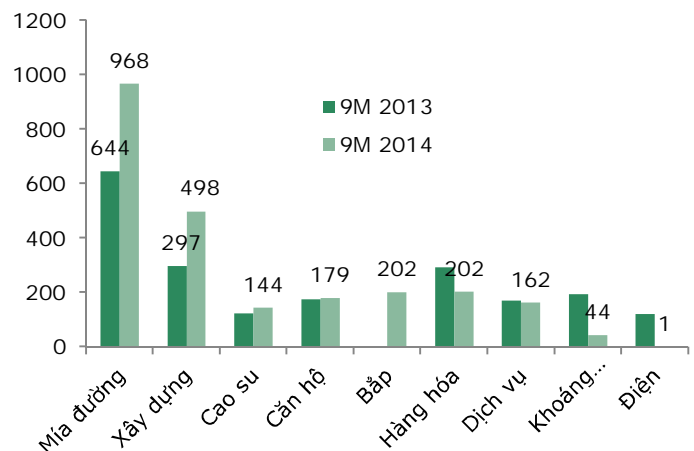
Doanh thu tăng trưởng tốt nhờ sự đóng góp chính của mía đường tăng 50%, xây dựng tăng 68%, cao su tăng 18% và sự đóng góp của sản phẩm nông nghiệp mới là bắp với 202 tỷ đồng, chiếm 8,5% doanh thu. Trong khi đó, các hoạt động khác vốn có tỷ trọng khiêm tốn trong cơ cấu doanh thu, đều giảm như khoáng sản giảm 77%, điện giảm 99%, hàng hóa giảm 31% và dịch vụ giảm 5%. Mặc dù doanh thu chỉ tăng 19% nhưng LNST tăng mạnh 162% nhờ khoản thu nhập tài chính bất thường khi Công ty Hoàng Anh Land (công ty con HAG sở hữu 98%, chủ dự án Myanmar) phát hành thêm cổ phần cho đối tác chiến lược.

Cơ cấu doanh thu 9 tháng 2014



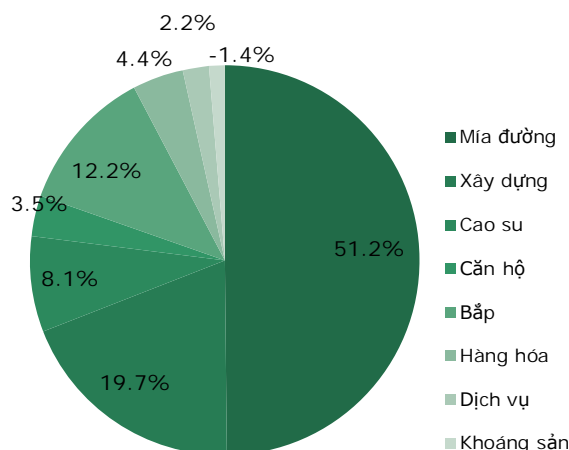
Nguồn: BCTC HAG

Doanh thu theo từng lĩnh vực kinh doanh (tỷ đồng)

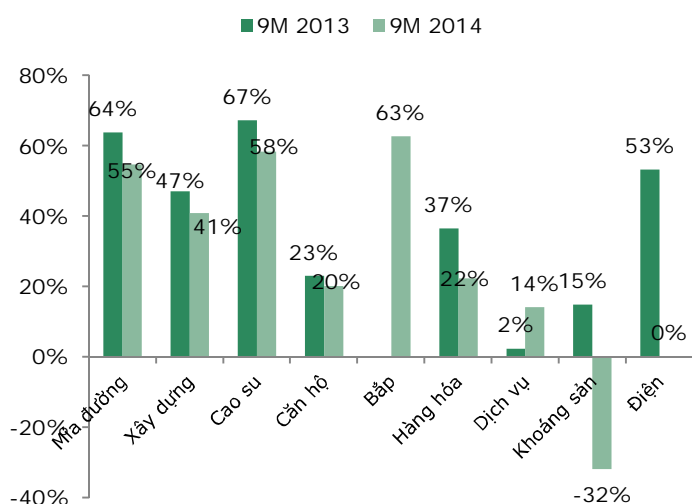


Nguồn: BCTCHAG

Tỷ suất lợi nhuận gộp vẫn duy trì ở mức cao trong bối cảnh giá bán các sản phẩm chính suy yếu. Tỷ suất lợi nhuận gộp 9 tháng 2014 đạt 43,1% so với 43,5% cùng kỳ, đây là điểm tích cực trong bối cảnh các sản phẩm chính như mía đường và cao su (chiếm 46% doanh thu) đều giảm giá mạnh trong bối cảnh dư cung trên toàn cầu. Cụ thể, giá đường đã giảm 11% và giá cao su đã giảm bình quân 20% từ đầu năm đến nay. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp của mía đường, cao su đã giảm lần lượt từ 64% và 67% trong 9 tháng đầu năm 2013 xuống còn 55% và 58% trong 9 tháng đầu năm 2014. Thêm vào đó, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng xây dựng (chiếm 21% doanh thu) cũng giảm từ 47% xuống còn 41%. Tuy vậy, nhờ đóng góp của mảng kinh doanh mới là bắp có tỷ suất lợi nhuận gộp cao, đạt 68%, đã giúp tỷ suất lợi nhuận gộp HAG không giảm so với cùng kỳ. Lợi nhuận gộp 9 tháng 2014 đạt 1.034 tỷ đồng, tăng 18% so với cùng kỳ.



Nguồn: BCTC HAG



Nguồn: BCTC HAG

Hoạt động tài chính tăng mạnh nhờ ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường.

Hoạt động tài chính đã có sự chuyển biến mạnh với lợi nhuận tài chính ròng đạt 835 tỷ đồng so với cùng kỳ là 232 tỷ đồng, tăng 260%. Doanh thu tài chính đạt 1.285 tỷ đồng, tăng 48% nhờ ghi nhận 750 tỷ đồng lợi nhuận thu được từ đợt phát hành cổ phiếu mới của Công ty của Hoàng Anh Land, chủ dự án Hoàng Anh Gia Lai Myanmar và lãi cho vay đạt 464 tỷ đồng (tăng 314%)

Tỷ đồng	9M 2014	9M 2013	(+_%)
Lãi chuyển nhượng cổ phần	760	570	33%
Lãi cho vay	464	112	314%
Khác	61	189	-68%
Tổng doanh thu HĐTC	1.285	871	48%
Chi phí lãi vay	375	514	-27%
Khác	75	125	-40%
Tổng chi phí HĐTC	450	639	-30%
Thu nhập tài chính ròng	835	232	260%

Về khoản lợi nhuận bất thường. HAG hiện đang sở hữu 98,2% cổ phần Hoàng Anh Land với vốn điều lệ 2.000 tỷ đồng. Trong Q3/2014, HAG Land đã ký hợp đồng phát hành thêm 30% cổ phần, tương đương 85 triệu cổ phần cho đối tác chiến lược Xingapo ước tính thu về 150 triệu USD. Sau khi phát hành, HAG Land sẽ có vốn điều lệ là 2.850 tỷ đồng, trong đó HAG sở hữu 69%.

HAG đang áp dụng chuẩn mực và chế độ kế toán Việt Nam (VAS) để lập báo cáo tài chính hợp nhất. Nghiệp vụ phát hành này về bản chất được xem là nghiệp vụ bán bớt tỷ lệ sở hữu của HAG tại HAG Land và do đó khoản thặng dư sau khi phát hành sẽ có thể được ghi nhận vào thu nhập tài chính. Trong khi đó, nếu theo Chuẩn mực Báo cáo Tài chính Quốc tế (IFRS), khoản thặng dư này sẽ được ghi nhận thẳng vào vốn chủ sở hữu thay vì vào kết quả kinh doanh. Và do áp dụng theo VAS, HAG có thể ghi nhận khoản thu nhập tài

chính lên tới 2.050 tỷ đồng cho thương vụ này. Trong quá khứ, chúng tôi thấy HAG đã ghi nhận nghiệp vụ tương tự, với khoản thu nhập tài chính 202 tỷ đồng khi Công ty Thủy điện Hoàng Anh Gia Lai phát hành thêm 5% vốn điều lệ cho một nhà đầu tư Đài Loan vào năm 2012.

Đợt phát hành của HAG Land gồm 2 giai đoạn với số tiền thu về trong mỗi giai đoạn là 1.100 tỷ và 2.050 tỷ đồng. Trong Q3/2014, HAG Land đã phát hành 1.100 tỷ cho đối tác chiến lược và theo đó HAG đã ghi nhận khoản phụ trội 750 tỷ đồng này vào thu nhập tài chính trong báo cáo hợp nhất. Giai đoạn 2 sẽ được thực hiện trong Q4/2014 và HAG sẽ ghi nhận tiếp 1.300 tỷ đồng vào thu nhập tài chính.

Lãi cho vay tăng mạnh chủ yếu là từ Công ty An Phú. Lãi cho vay 9 tháng đạt 464 tỷ đồng (tăng 314%) do HAG hạch toán lãi 350 tỷ đồng từ cho vay Công ty An Phú, trong khi cùng kỳ năm trước chưa có khoản lãi cho vay này. Tại thời điểm 30/09/2014, dư nợ khoản cho vay này là 3.826 với lãi suất 13%/năm.

Chi phí tài chính giảm 30% nhờ chi phí lãi vay giảm. Chi phí tài chính 9 tháng là 450 tỷ đồng, trong đó chi phí lãi vay là 375 tỷ đồng giảm 27% so với cùng kỳ. Mặc dù tổng dư nợ công ty tại thời điểm 30/09/2014 là 17.063 tỷ đồng, tiếp tục tăng thêm 20% so với đầu năm, chúng tôi cho rằng nguyên nhân chi phí lãi vay giảm là do i)lãi suất vay đã giảm ii)HAG đã chuyển nhượng các dự án thủy điện trong vào tháng 6/2013 nên chi phí lãi vay của các khoản đầu tư này không còn và iii)các khoản đầu tư như cao su, cọ dầu và dự án Myanmar vẫn chưa đi vào khai thác hoặc chỉ mới khai thác một phần nhỏ nên vẫn đang được vốn hóa.

LNST 9 tháng **đạt 1.586 tỷ đồng, vượt 8.6% kế hoạch năm.**

Như vậy, nhờ lợi nhuận gộp của các hoạt động kinh doanh chính tăng trưởng tốt và thu nhập bất thường từ bán cổ phần của HAG Land, HAG đã ghi nhận 1.586 tỷ LNST và hoàn thành vượt kế hoạch năm. Nếu loại trừ lợi nhuận bất thường, LNST của HAG vẫn tăng trưởng 38% so với cùng kỳ. Đây là điểm tích cực trong bối cảnh các sản phẩm nông nghiệp chính của Công ty như mía đường, cao su vẫn trong xu hướng giảm giá kéo dài. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính là nhờ i) sản lượng mía đường, cao su tăng lên bù đắp cho tỷ suất lợi nhuận giảm và ii) chiến lược đa dạng nguồn thu, đẩy mạnh các sản phẩm nông nghiệp ngắn ngày như bắp đã mang lại thành công cho Công ty.

CẬP NHẬT CHI TIẾT CÁC HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Mía **đường** là mảng kinh doanh tốt, đóng góp chính vào tăng trưởng doanh thu HAG, doanh thu mía đường đạt 968 tỷ đồng (chiếm 40% doanh thu) và tăng 50% so với cùng kỳ. Doanh thu tăng do sản lượng tiêu thụ ước đạt 76.500 tấn, tăng 66% kỳ nhờ vùng nguyên liệu mở rộng hơn. Diện tích canh tác trong mùa vụ 2013/2014 đã tăng lên 8.000 ha mía, tăng so với năm trước đó là 5.500 ha. Tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận gộp đã giảm từ 64% xuống còn 55% chủ yếu do giá bán bình quân giảm. Theo ước tính của chúng tôi, giá bán bình quân trong 9 tháng đầu năm là 12.657 đồng/kg giảm khoảng 10% so với cùng kỳ. Đáng chú ý là xu hướng giá bán giảm vẫn chưa có dấu hiệu

dừng lại khi giá bán giảm từ mức 13.260 đồng/kg trong Q1 xuống còn 12.340 đồng/ kg trong Q2 và chỉ còn 11.700 đồng trong Q3/2014.

Xây dựng. Doanh thu mảng xây dựng đạt 498 tỷ đồng (chiếm 21% doanh thu), tăng mạnh 68% và cùng với mía đường là nhóm đóng góp nhiều nhất vào tăng trưởng doanh thu của HAG. Doanh thu mảng này chủ yếu đến từ 2 dự án sân bay ở Lào là Huaphan và Attapue với giá trị hợp đồng lần lượt là 65 triệu USD và 28 triệu USD. Trong 9 tháng đầu năm, HAG đã ghi nhận phần còn lại của dự án sân bay Attapue và một phần doanh thu dự án sân bay Huaphan. Trong kỳ, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng xây dựng đã giảm từ 47% xuống còn 41%.

Cao su. Doanh thu 9 tháng năm 2014 đạt 144 tỷ đồng (chiếm 6% doanh thu), tăng 18% so với cùng kỳ nhờ sản lượng khai thác tăng trong khi giá bán tiếp tục giảm. Trong năm 2014, HAG không mở rộng thêm diện tích trồng mới và tập trung chăm sóc 44.500 ha đã trồng. Diện tích khai thác cao su trong năm nay của HAG đã tăng thêm 2.500 ha, lên mức 6.200 ha giúp sản lượng khai thác tăng so với cùng kỳ. Tuy nhiên, do giá bán bình quân đã giảm khoảng 30%, còn khoảng 40 triệu đồng/tấn trong 9 tháng đầu năm nên tỷ suất lợi nhuận gộp đã giảm từ mức 67% còn 58%. Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm ít hơn so với giá bán vì chúng tôi cho rằng giá thành cao su của HAG đã giảm xuống nhờ năng suất tăng lên khi vườn cây đã đi vào năm thứ 2 và thứ 3 khai thác.

Căn hộ. Doanh thu căn hộ đạt 170 tỷ đồng, tăng nhẹ 3% so với cùng kỳ. HAG hiện đã ngưng phát triển mới các dự án bất động sản tại Việt Nam và chỉ tập trung vào dự án Myanmar. Doanh thu trong kỳ chủ yếu đến từ dự án cũ còn lại là dự án Bàu Thạc Gián. Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm nhẹ từ 23% xuống còn 21%.

Bắp là sản phẩm nông nghiệp ngắn ngày được HAG đưa vào nhằm tăng cường nguồn thu ngắn hạn. Trong năm 2014, HAG đã trồng 5.000 ha tại Lào và Campuchia. Sản phẩm bắp đầu được thu hoạch từ Q2/2014 và đã mang đến kết quả tích cực với doanh thu 9 tháng đạt 202 tỷ đồng và tỷ suất lợi nhuận gộp lên tới 63%, cao nhất trong các mảng kinh doanh của HAG.

Khoáng sản. Doanh thu khoáng sản đạt 44 tỷ đồng, giảm mạnh 77% so với cùng kỳ do HAG định hướng rút dần khỏi mảng kinh doanh này. Tỷ suất lợi nhuận gộp là -32% so với cùng kỳ ở mức 15% do giá bán (75 -80USD/ tấn) và sản lượng khai thác thấp. Do đó, lợi nhuận gộp lỗ 14 tỷ so với mức lãi 29 tỷ cùng kỳ. Đây cũng là hoạt động duy nhất lỗ trong 9 tháng năm 2014.

Thủy điện. HAG không còn doanh thu thủy điện do công ty đã chuyển nhượng 6 dự án thủy điện vào tháng 6 năm 2013. Hiện HAG chỉ đang tập trung phát triển dự án Nậm Kong 2 tại Lào với chi phí xây dựng cơ bản dở dang tại thời điểm 30/09/2014 là 1.534 tỷ đồng, tăng thêm 537 tỷ đồng so với đầu năm. Dự án có công suất 66 MW và sẽ phát điện trong Q1 năm 2015.

Hàng hóa. Doanh thu hàng hóa đạt 202 tỷ đồng (chiếm 8.4% doanh thu), giảm 31% so với cùng kỳ. Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ 36% xuống còn 22%. Doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp giảm do HAG đã bán mảng kinh doanh gỗ và đá, vốn có tỷ suất lợi nhuận gộp khá tốt, vào Q3 năm 2013.

TRIỂN VỌNG NĂM 2014 VÀ 2015

Sản lượng đường vụ 2013-2014 của thế giới đạt kỷ lục 181 triệu tấn nhưng tiêu thụ chỉ ở mức 176 triệu tấn dẫn đến thặng dư gần 5 triệu tấn. Theo đó giá đường thô đã sụt giảm 11% tính từ đầu năm đến nay và xuống mức thấp nhất 5 năm gần đây.



Page | 6

Trong Q4/2014, chúng tôi ước tính HAG sẽ tiêu thụ lượng tồn kho còn lại của vụ 2013/2014 và tiêu thụ một phần sản lượng vụ mía 2014/2015. Theo đó, ước tính HAG sẽ tiêu thụ thêm 9.000 tấn đường với giá bán tương tự Q3/2014 là 11.700 đồng. Doanh thu Q4 ước đạt 105 tỷ đồng. Lũy kế năm 2014 doanh thu mía đường ước đạt 1.073 tỷ đồng và lợi nhuận gộp là 582 tỷ đồng.

Trong vụ mía 2014-2015, diện tích trồng mía của HAG sẽ duy trì ổn định ở mức 8.000 ha. Trong mô hình của chúng tôi, năng suất mía ước đạt 110 tấn/ha và tỷ lệ ép đường là 10%. Theo đó sản lượng đường ước đạt 90.600 tấn trong năm 2015. Về giá bán chúng tôi ước tính giá bán sẽ giảm nhẹ 2.5% so với giá bán bình quân năm 2014. Doanh thu ước đạt 1.123 tỷ đồng và lợi nhuận gộp là 606 tỷ đồng.

Xây dựng sẽ hoàn tất hai hợp đồng sân bay trong năm 2015.

Như đã đề cập, doanh thu chính từ hoạt động xây dựng đến từ 2 dự án sân bay tại Lào. Trong 9 tháng năm 2014, mảng này đã ghi nhận 498 tỷ đồng doanh thu. Chúng tôi dự báo HAG sẽ ghi nhận 200 tỷ đồng doanh thu trong Q4 nâng lũy kế doanh thu cả năm lên gần 700 tỷ đồng. Trong năm 2015, theo kế hoạch HAG sẽ hoàn thành dự án Hủa Phan do đó sẽ ghi nhận 750 tỷ đồng còn lại từ hợp đồng này. Chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận gộp trong năm 2015 sẽ duy trì tương tự như trong 9 tháng năm 2014 là 41%.

Diện tích cao su khai thác tăng lên bù đắp cho sự sụt giảm của giá bán.

Tương tự như giá đường, triển vọng của giá cao su cũng không khả quan trong bối cảnh nhu cầu tăng trưởng chậm và nguồn cung tiếp tục tăng lên. Mức thặng dư cao su toàn cầu trong năm 2014 vẫn ở mức cao là 200.000 tấn. Tính từ đầu năm 2014 giá cao su đã giảm khoảng 20% và hiện giá cao su SVR 10 đang ở mức 35 triệu đồng/ tấn. Theo tổ chức cao su quốc tế (IRGS), tình trạng thặng dư cao su dự báo sẽ vẫn tiếp tục đến năm 2016. Do đó, giá bán cao su dự báo chưa có khả năng hồi phục trong năm 2015.

Trong Q4/2014, chúng tôi ước tính HAG sẽ tiêu thụ 4.400 tấn cao su với giá bán bình quân là 35 triệu. Doanh thu ước đạt 154 tỷ đồng. Lũy kế cả năm 2014, doanh thu cao su đạt 298 tỷ đồng và lợi nhuận gộp là 171 tỷ đồng. Trong năm 2015, chúng tôi ước tính diện tích khai thác sẽ tăng lên 18.000 ha với năng suất cao hơn đạt 1,5 tấn/ ha. Sản lượng dự báo đạt 27.300 tấn, tăng 241%. Với giả định giá bán cao su là 35 triệu đồng/ tấn, chúng tôi dự báo doanh thu cao su năm 2015 đạt 956 tỷ đồng, tăng 221% và lợi nhuận gộp là 507 tỷ đồng, tăng 191%.

Bắp sẽ không mở rộng quy mô lên 10.000 ha như kế hoạch, dành quỹ đất nuôi bò. Với 5.000 ha bắp đã trồng trong năm 2014 và năng suất 10 tấn/ ha, chúng tôi ước tính sản lượng bắp năm 2014 là 50.000 tấn. Dựa trên doanh thu 9 tháng năm 2014 là 202 tỷ đồng và giá bán bình quân 4.800 đồng/kg, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ còn lại trong Q4 là 8.000 tấn. Theo đó doanh thu Q4 ước đạt 38 tỷ đồng.

Thời gian cho một vụ bắp vào khoảng 100 ngày nên năm 2015 HAG dự định sẽ trồng 2 vụ/năm trên diện tích 5.000 ha. Với năng suất 10 tấn/ ha chúng tôi ước tính sản lượng năm 2015 đạt 100.000 tấn. Do HAG dự kiến sẽ nuôi bò và

sử dụng một phần lượng bắp để làm thức ăn, chúng tôi giả định 50% sẽ được bán ra ngoài và 50% sử dụng cho nhu cầu nội tiêu. Doanh thu bắp năm 2015 ước đạt 250 tỷ đồng và lợi nhuận gộp là 163 tỷ đồng.

Khoáng sản. Mảng kinh doanh này dự kiến sẽ thu hẹp hoạt động, tìm kiếm cơ hội để chuyển nhượng. Do đó chúng tôi dự báo doanh thu sẽ ở mức tương tự năm 2014 là 55 tỷ đồng.

Hàng hóa và dịch vụ. Chúng tôi ước tính doanh thu của hàng hóa và dịch vụ trong năm 2014 là 282 tỷ đồng và 222 tỷ đồng và giả định tăng trưởng 5% trong năm 2015.

Bảng tóm tắt dự báo các ngành kinh doanh HAG

Ngành kinh doanh	Doanh thu		Lợi nhuận gộp	
	2014E	2015	2014	2015
Mía đường	1.073	1.123	582	606
Xây dựng	698	750	286	291
Cao su	298	956	171	507
Căn hộ	200	662	41	359
Bắp	240	240	151	163
Hàng hóa	282	296	63	66
Dịch vụ	222	233	31	33
Khoáng sản	55	55	(19)	(19)
Điện	-	234	-	171
Cọ dầu		129		(28)
Nuôi bò		1.386		433
Tổng cộng	3.068	6.074	1.306	2.581

VPBS ước tính

Đóng góp từ các hoạt động kinh doanh mới

Dự án Myanmar vẫn đang đúng tiến độ và sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu trong năm 2015.

Hiện tại HAG đang triển khai giai đoạn 1 của dự án gồm 1 trung tâm thương mại và văn phòng cho thuê và 1 khách sạn 5 sao 470 phòng với tổng vốn đầu tư dự kiến là 200 triệu USD. HAG đã xây dựng đến tầng 11 trên 22 tầng của tòa nhà văn phòng. Nhìn chung tiến độ vẫn như kế hoạch và HAG dự định sẽ tiếp tục thực hiện xây dựng với cường độ cao (3 ca/ ngày) để đưa 2 block văn phòng với diện tích 85.700 m2 và trung tâm thương mại với diện tích 38.000 m2 vào hoạt động cuối Q1/2015. Với khu khách sạn 5 sao, HAG dự kiến sẽ đưa vào hoạt động trong Q4/2015 vì cần thêm thời gian cho giai đoạn vận hành thử nghiệm trước khi đi vào hoạt động chính thức.

Với ước tính thận trọng chúng tôi dự báo tòa nhà văn phòng sẽ đi vào hoạt động vào cuối Q2/2015. Với giá thuê văn phòng ước tính 80 USD/m2 và giá cho thuê trung tâm thương mại là 35 USD/m2 chúng tôi ước tính dự án có thể mang lại 662 tỷ doanh thu và 359 tỷ đồng lợi nhuận gộp trong năm 2015. Nguồn thu sẽ tăng đáng kể trong năm 2016 khi tòa nhà cho thuê hoạt động trọn năm và khu khách sạn đưa vào khai thác. Chúng tôi ước tính doanh thu

và lợi nhuận gộp lần lượt là 2.411 tỷ đồng và 1.394 tỷ đồng khi đi vào hoạt động ổn định trong năm 2016.

Cọ dầu sẽ bắt đầu có doanh thu trong năm 2015 nhưng sẽ cần thêm thời gian để mang lại hiệu quả.

HAG bắt đầu trồng cọ dầu từ năm 2012 và đến nay Công ty đã trồng được 17.300 ha cọ dầu. Trong năm 2015, HAG sẽ đưa vào khai thác 4.000 đầu tiên vào khai thác. Hiện công ty đang xây dựng nhà máy ép cọ dầu tại Campuchia để chuẩn bị cho kế hoạch này.

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 (26 tấn/ha) 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. Theo đó, chúng tôi ước cọ dầu có thể đạt 129 tỷ doanh thu trong năm 2015.

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, cao hơn giá bán. Tuy nhiên giá thành cọ dầu sẽ giảm khi các vườn cây bước vào giai đoạn trưởng thành. Trong mô hình của mình, chúng tôi ước tính doanh thu sẽ tăng lên 456 tỷ đồng trong 2016 (+234%) và cọ dầu sẽ có lợi nhuận từ năm 2017.

Thủy điện. Dự án Nậm Kong 2 tại Attapue, Lào sẽ đi vào hoạt động trong Q1/2015.

Mảng thủy điện sẽ phát sinh doanh thu trở lại trong Q1/2015 khi HAG đưa dự án Nậm Kong 2 vào phát điện. Đây là một trong 2 dự án thủy điện còn lại mà HAG có kế hoạch triển khai. Nhà máy có công suất 66 MW với giá bán điện là 1.250 đồng/ Kwh. Chúng tôi ước tính doanh thu sẽ đạt 234 tỷ đồng trong năm 2015 và đạt 264 tỷ đồng trong các năm sau khi đi vào ổn định. Tỷ suất lợi nhuận gộp của dự án ước đạt 73% trong giai đoạn dự báo.

Chăn nuôi bò sẽ giúp HAG tối ưu hóa lợi thế của mình.

Trong tháng 6/2014, HAG đã công bố kế hoạch phát triển chăn nuôi bò thịt và bò sữa thông qua việc ký hợp tác với 2 đối tác là Vissan và Nutifood. Theo đó, HAG sẽ nuôi và bán bò thịt cho Vissan giết mổ và cung cấp sữa nguyên liệu cho Nutifood sản xuất sữa tươi. Hai doanh nghiệp trên sẽ xây dựng nhà máy chế biến gần khu vực chăn nuôi của HAG để bao tiêu sản phẩm đầu ra.

Tổng nhu cầu vốn của dự án là 6.300 tỷ đồng trong đó 70% là vốn vay từ Eximbank sẽ được triển khai trong 2 giai đoạn. Giai đoạn 1 sẽ được thực hiện trong năm 2014-2015 với vốn đầu tư là 3.150 tỷ đồng. Số vốn cho giai đoạn 2 dự kiến tương đương giai đoạn 1. Trong giai đoạn 1, HAG sẽ nuôi 236.000 con bò trong đó 120.000 con để lấy thịt và 116.000 con để lấy sữa.

Cũng như mía đường hay cao su trước đây, nuôi bò cũng là lĩnh vực kinh doanh HAG chưa có kinh nghiệm. Tuy nhiên việc này rất dễ để lý giải với các lợi thế mà HAG đang sở hữu i) Công ty có quỹ đất rộng và chi phí thuê đất thấp ii) tự cung cấp được một phần nhu cầu thức ăn chăn nuôi. HAG dự kiến sẽ dành 4.000 ha để nuôi bò trong đó 600 ha để xây dựng chuồng trại và 3600 ha để trồng cỏ. Về nguồn thức ăn, HAG có thể tận dụng phụ phẩm từ các sản phẩm nông nghiệp như đọt mía, mật đường, bắp và thân bắp, cành cọ hay bã cọ dầu làm thức ăn. Công ty cho biết thức ăn chiếm khoảng 75%-80% giá thành chăn nuôi và HAG có thể cung cấp được 30% nhu cầu. Với các lợi thế như vậy, giá thành chăn nuôi kỳ vọng sẽ có sức cạnh tranh cao.

Mô hình chăn nuôi bò thịt khá đơn giản. HAG nhập bò, nuôi 7- 8 tháng và xuất bán. Trong khi đó, mô hình chăn nuôi bò sữa phức tạp hơn và phụ thuộc và việc Nutifood có kịp đưa nhà máy vào hoạt động trong tháng 8/2015 hay không. Do đó, với ước tính thận trọng chúng tôi chưa đưa doanh thu bò sữa vào dự báo trong năm 2015.

Trong tháng 9 năm 2014, HAG đã nhập 15.000 con bò để nuôi tại Lào và Gia Lai. Lứa bò nhập về có độ tuổi trên 18 tháng với trọng lượng 250 kg/ con và sau 7-8 tháng nuôi có thể xuất bán với trọng lượng đạt 550 kg/con. HAG dự định sẽ nhập thêm 15.000 con trong Q4. Giá vốn ước tính vào khoảng 25 triệu đồng/con bò dựa trên ước tính chi phí mua bò là 16 triệu đồng/ con và chi phí nuôi bò (thức ăn + các chi phí khác) là 9 triệu đồng. HAG dự kiến giá bán vào khoảng 3 USD/kg hơi. Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu bò thịt năm 2015 ước đạt 1.386 tỷ đồng (số lượng tiêu thụ là 40.000 con bò) và lợi nhuận gộp là 433 tỷ đồng.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2014 VÀ 2015

Dựa trên các ước tính như trên, trong năm 2014 chúng tôi ước tính HAG sẽ đạt 3.069 tỷ doanh thu, tăng 11% so với năm 2013. Chúng tôi cũng ước tính HAG sẽ ghi nhận thêm 1.300 tỷ lợi nhuận bất thường trong Q4, theo đó LNST năm 2014 ước đạt 3.029 tỷ đồng, tương ứng EPS là 3.810 đ/cp. Nếu loại trừ khoản thu nhập bất thường (2.050 tỷ đồng), LNST năm 2014 là 979 tỷ đồng, tương ứng EPS là 1.231 đ/cp.

Trong năm 2015, HAG sẽ có thêm nguồn doanh thu mới bao gồm: dự án Myanmar, cọ dầu, thủy điện tại Lào và nuôi bò. Doanh thu và lợi nhuận trước thuế ước đạt 5.306 tỷ đồng và 1.535 tỷ đồng, tương ứng EPS là 1.720 đồng (giả định tính trên vốn điều lệ mới 8.345 tỷ đồng sau khi chuyển đổi 1100 tỷ đồng trái phiếu cho Northbooks).

Tại mức giá 25.100 đồng (05/11/2014) HAG đang giao dịch ở mức P/E 2014 là 6.6x (nếu loại trừ khoản lợi nhuận bất thường, P/E 2014 sẽ là 20.4x) và P/E năm 2015 là 14.6x

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi cập nhật lại mức giá mục tiêu cho HAG là 25.900 đồng, giảm so với mức giá mục tiêu trong báo cáo lần đầu là 27.800 đồng do điều chỉnh tỷ lệ pha loãng khi HAG trả cổ tức 10% cổ phiếu trong Q3/2014. Trong mô hình định giá, chúng tôi đã điều chỉnh giảm giá trị mảng cao su để phản ánh sự

tiếp tục sụt giảm của giá cao su. Chúng tôi bổ sung mảng kinh doanh mới là bò thịt với giá trị là 3.200 tỷ đồng vào mô hình, được tính theo phương pháp P/E. Chi tiết kết quả định giá được trình bày như bảng dưới đây:

Tỷ đồng	Phương pháp định giá	Giá trị ước tính
Bất động sản	NPV, NAV	9.859
Cao su	FCFF	9.689
Mía đường	EV/EBIT	4.934
Cọ dầu	FCFF	4.581
Bắp	FCFF	1.111
Thủy điện	FCFF	1.324
Khoáng sản	P/B	750
Xây dựng và dịch vụ	P/B	800
Nuôi bò	P/E	3.200
Tổng giá trị		36.248
(-) Nợ		17.064
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		1.062
(+) Tiền mặt (30/09/2014)		2.360
Giá trị vốn cổ phần		20.481
Số lượng cổ phiếu (tr cp)		790
Giá mục tiêu		25.927

Phân tích kỹ thuật

Biểu đồ phân tích kỹ thuật cho thấy xu hướng giảm giá của HAG từ mức 26.800 tới ngưỡng hỗ trợ MA100 khoảng 23.600 trước khi bật lại

HAG đã đi qua mức kháng cự trung hạn của MA50 và tạo ra tín hiệu đi lên đầu tiên cho cổ phiếu.

Chúng tôi kỳ vọng lượng cầu HAG sẽ tiếp tục tăng trong vài phiên tới và củng cố xu hướng đi lên của HAG, cho phép HAG có thể đi lên và thử thách ở mức giá đỉnh lần trước tại 26.800.

Do đó, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** cho cổ phiếu HAG tại thời điểm báo cáo này.

Mã	HAG
	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong ba tháng	26.800
Giá thấp nhất trong ba tháng	22.500
MA50 ngày hiện tại	24.700
MA100 ngày hiện tại	23.800
Ngưỡng cản trung hạn	26.500
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	24.700
Khuyến Nghị	NẮM GIỮ

Nguồn: VPBS

Diễn biến giá cổ phiếu HAG trong thời gian gần đây



Nguồn: VPBS

Báo cáo thu nhập (tỷ đồng)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu							
Mía đường	-	838	1.073	1.123	1.052	955	909
Cao su	46	241	298	956	1.967	2.762	3.365
Bắp	-	-	240	250	250	250	250
Bất động sản, căn hộ	2.829	247	200	662	2.411	4.512	4.421
Xây dựng	477	533	698	750	375	375	375
Khoáng sản	360	232	55	55	-	-	-
Dịch vụ	193	229	222	233	245	257	270
Hàng hóa	-	-	282	296	296	296	296
Gỗ và đá	350	329	-	-	-	-	-
Thủy điện	139	122	-	234	289	289	289
Bò thịt	-	-	-	1.386	2.079	2.599	3.119
Cọ dầu	-	-	-	129	456	913	1.579
Tổng doanh thu	4.394	2.771	3.068	6.074	9.42	13.208	14.873
<i>Tăng trưởng</i>		-37%	11%	98%	55%	40%	13%
Giá vốn hàng bán	3.194	1.573	1.762	3.493	5.433	7.333	8.414
Lợi nhuận gộp	1.426	1.524	1.306	2.581	3.987	5.875	6.459
	-	-	-	-	-	-	-
Chi phí bán hàng & chi phí QLDN	412	400	320	504	707	925	1.041
EBITDA	1.014	1.124	1.306	2.471	3.798	5.656	6.199
Khấu hao	225	326	320	394	517	705	781
EBIT	789	798	986	2.077	3.28	4.951	5.418
Doanh thu tài chính	502	1.003	2.723	543	366	253	256
Chi phí tài chính	677	754	616	929	990	897	755
Lợi nhuận khác	-90	-46	-	-	-	-	-
Lợi nhuận từ Công ty liên doanh	1	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	525	1	3.093	1.692	2.656	4.306	4.918
Thuế trên lãi	160	27	65	16	477	872	950
<i>Mức thuế</i>	0	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận ròng	365	974	3.028	1.675	2.179	3.434	3.968
Quyền lợi cổ đông thiểu số	15	126	-	168	283	446	516
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	350	848	3.028	1.508	1.896	2.988	3.452
EPS	651	1.181	3.810	1.788	2.248	3.542	4.093

Bảng cân đối tài sản	2012 A	2013 A	2014 (F)	2015 (F)	2016 (F)	2017 (F)	2018 (F)
Tài sản ngắn hạn							
Tiền và tương đương tiền	2.518	2.448	3.132	3.150	3.595	3.782	4.455
Đầu tư ngắn hạn	150	150	82	82	82	82	82
Phải thu	2.536	1.147	1.534	2.126	2.826	3.302	3.718
Hàng tồn kho	4.265	1.838	2.058	1.222	1.630	1.833	2.104
Tài sản ngắn hạn khác	4.839	4.157	5.404	4.863	4.377	3.939	3.545
Tổng tài sản ngắn hạn	14.309	9.741	12.210	11.443	12.510	12.938	13.904
-	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn	-	-	-	-	-	-	-
Nguyên giá tài sản cố định	13.489	14.602	19.465	24.176	27.638	28.407	28.828
Khấu hao lũy kế	437	455	775	1.169	1.687	2.392	3.173
Giá trị ròng TSCĐ	13.051	14.146	18.690	23.007	25.951	26.015	25.655
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
Tổng tài sản dài hạn	16.975	20.073	24.440	27.002	28.114	28.114	28.114
Tổng tài sản	31.285	29.813	36.326	38.081	40.220	40.523	40.978
Nợ ngắn hạn							
Phải trả	696	654	732	1.451	2.258	3.047	3.496
Chi phí phải trả	33	-	-	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn	2.860	3.130	3.068	3.644	3.768	3.962	4.462
Nợ ngắn phải trả khác	3.478	1.176	1.293	1.423	1.565	1.722	1.894
Tổng nợ ngắn hạn	7.067	4.959	5.094	6.518	7.591	8.731	9.852
Nợ dài hạn							
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
Tổng nợ dài hạn	13.394	11.334	14.240	12.589	12.320	8.892	5.102
Tổng nợ	20.461	16.293	19.333	19.108	19.910	17.623	14.953
Vốn chủ sở hữu							
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	4.279	4.992	6.045	8.189	10.798
Vốn khác	2.882	3.702	3.702	4.317	4.317	4.317	4.317
Tổng vốn chủ sở hữu	9.753	12.853	15.931	17.744	18.797	20.941	23.550
Quyền lợi cổ đông thiểu số	1.070	667	1.062	1.230	1.513	1.959	2.475
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	31.285	29.813	36.326	38.081	40.220	40.523	40.978

2013A 2014F 2015F 2016F 2017F 2018F

Lợi nhuận sau thuế	848	3.028	1.508	1.896	2.988	3.452
Khấu hao tài sản cố định và tài sản vô hình	326	320	394	517	705	781
Thay đổi trên Vốn lưu động	2.155	(1.658)	1.633	327	704	329
Chênh lệch trên các khoản khác	(4.192)	500	1.795	1.872	189	151
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	(864)	2.190	5.330	4.613	4.586	4.713
Tiền chi đầu tư TSCĐ	(1.113)	(4.863)	(4.711)	(3.461)	(769)	(421)
Các hoạt động đầu tư khác	2.240	69	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	818	(4.795)	(4.711)	(3.461)	(769)	(421)
Chi trả cổ tức	(359)	(718)	(795)	(843)	(843)	(843)
Tăng/ giảm nợ ngắn hạn	270	(62)	576	124	194	499
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	1.163	1.268	283	446	516
Tiền thu từ các hoạt động tài chính khác	-	-	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	(25)	3.289	(601)	(706)	(3.630)	(3.619)
Tiền tồn đầu kỳ	2.518	2.448	3.132	3.150	3.595	3.782
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(70)	684	17	445	187	674
Số dư tiền mặt cuối kỳ	2.448	3.132	3.150	3.595	3.782	4.455

Phân tích chỉ số	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Chỉ số sinh lợi							
Biên LN gộp	27,3%	43,2%	42,6%	42,5%	42,3%	44,5%	43,4%
Biên LN EBITDA	23,1%	40,6%	42,6%	40,7%	40,3%	42,1%	39,9%
Biên LN hoạt động	18,0%	28,8%	32,1%	34,2%	34,8%	36,7%	34,6%
Biên LN ròng	8,0%	30,6%	98,7%	24,8%	20,1%	21,9%	21,4%
ROA	1,2%	3,2%	9,2%	4,5%	5,6%	8,3%	9,1%
ROE	7,2%	7,5%	21,0%	9,0%	10,4%	14,5%	14,3%
Chỉ số nợ vay							
Chỉ số thanh toán lãi (EBIT/I)	1,6	1,3	1,6	2,2	3,3	5,4	6,8
EBITDA / (I + Cap Ex)	0,1	0,7	0,2	0,4	0,9	6,2	7,8
Nợ vay/vốn	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3
Nợ vay/VCSH	1,7	1,1	1,1	0,9	0,8	0,6	0,4
Chỉ số thanh khoản							
Vòng quay tài sản	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4
Vòng quay phải thu	1,7	2,4	2,0	2,9	3,3	4,0	4,0
Vòng quay phải trả	6,3	4,2	4,4	5,3	5,2	5,4	5,4
Vòng quay tồn kho	1,0	1,5	1,5	5,0	5,8	7,2	7,1
Hệ số thanh toán hiện hành	2,0	2,0	2,4	1,9	1,9	1,7	1,6
Hệ số thanh toán nhanh	1,4	1,6	2,0	1,7	1,6	1,4	1,4

PHỤ LỤC 2 – Diễn biến giá cổ phiếu



Trong báo cáo phân tích lần đầu HAG vào ngày 26/5/2014, chúng tôi đã đưa ra khuyến nghị MUA dài hạn với giá mục tiêu là 25.300 đồng/cổ phiếu (đã điều chỉnh tỷ lệ chia cổ tức 10:1 trong quý 3 năm 2014). Vào thời điểm đó, HAG giao dịch trên thị trường với giá 21.800 đồng (đã điều chỉnh cho tỷ lệ chia cổ tức). Giá cổ phiếu HAG sau đó đã chạm giá mục tiêu vào ngày 28/8, và hiện đang giao dịch ở mức 25.100 đồng, tương đương mức tăng 15%. Mức giá mục tiêu mới của chúng tôi đưa ra là 25.900 tương đương mức tăng trưởng 4% so với mức giá ngày 5 tháng 11 năm 2014.

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 gần 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 trọng 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.

Barry David Weisblatt

Giám đốc phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Lê Mai Thùy Linh

Giám Đốc – Phân tích cơ bản
linhlm@vpbs.com.vn

Hoàng Hồ Phú

Chuyên viên phân tích cao cấp
phuho@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