

CTCP HOÀNG ANH GIA LAI (HAG)

Ngày 27 tháng 4 năm 2015

BÁO CÁO CẬP NHẬT: NĂM GIỮ



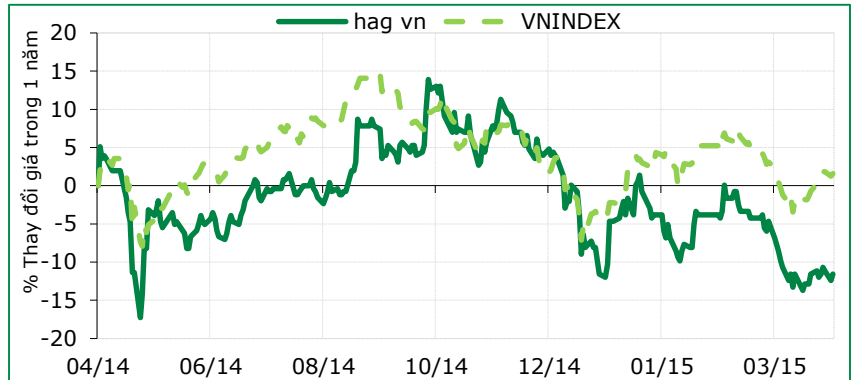
Giá hiện tại (24/04/2015)	VND	20.300	
Giá trị nội tại:	VND	22.300	
Khuyến nghị ngắn hạn	NĂM GIỮ		
Ngưỡng kháng cự		21.800	
Ngưỡng hỗ trợ		19.000	
Mã Bloomberg:	HAG VN	Sàn GD: HSX	
Ngành		Đa ngành	
Bêta (2 Năm)		1,01	
Giá cao / thấp nhất 52 tuần	26.400 /	19.182	
Số lượng CP (triệu)		790	
Vốn hóa (Tỷ đồng)		16.035	
Cổ phiếu lưu hành tự do (triệu)		433	
KLGDĐQ 12 tháng (cp)		2.922.618	
Sở hữu nước ngoài		25,81%	
Năm	Lợi tức	EPS (đồng)	
2016F	0,0%	1.391	
2015F	0,0%	882	
2014	0,0%	1.866	
2013	0,0%	1.315	
2012	2,5%	652	
	2010-14	2014	2014-2019
	CAGR	Tỷ đồng	CAGR
Revenues	-6,3%	3.054	30,8%
EBITDA	-8,9%	1.239	37,0%
Net income	-5,0%	1.474	18,1%
Chỉ số hiện tại	HAG	VNI	
P/E	10,88	12,51	
P/B	1,13	1,79	
EBIT/I	1,60	NA	
EV/EBITDA	25,11	8,77	
Nợ vay/VCSH	1,28	1,12	
Biên LN ròng	48,3%	9,9%	
ROA	4,7%	2,8%	
ROE	10,9%	14,7%	

Giới thiệu công ty:

Lịch sử công ty: CTCP Hoàng Anh Gia Lai (HAG) tiền thân là một xưởng gỗ nhỏ được thành lập từ năm 1993 tại tỉnh Gia Lai. Công ty được cổ phần hóa vào năm 2006 và niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh vào tháng 8/2008.

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, chăn nuôi) và bất động sản. HAG còn có hoạt động kinh doanh khác như thủy điện, khoáng sản, và dịch vụ.

Quy mô: Tính đến cuối năm 2014, tổng tài sản là 36.369 tỷ đồng và vốn chủ sở hữu là 14.238 tỷ đồng.



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

- ❖ **Xu hướng giảm giá của các sản phẩm nông nghiệp ảnh hưởng tới giá cổ phiếu:** Trong một năm qua, cổ phiếu HAG tăng trưởng thấp hơn so với VN-Index, phản ánh sự sụt giảm giá của các sản phẩm nông nghiệp mà HAG đang sản xuất.
- ❖ **Cao su và dầu cọ là những sản phẩm bị ảnh hưởng nhiều nhất bởi giá bán thấp:** Do đòi hỏi vốn đầu tư dài hạn và vốn vay lớn, trong những năm đầu cao su và dầu cọ có khả năng sinh lời thấp khi năng suất cây trồng vẫn còn thấp nhưng phải chịu chi phí khấu hao và chi phí lãi vay cao.
- ❖ **Mía đường vẫn là mảng kinh doanh tốt:** Mảng kinh doanh mía đường tiếp tục đối mặt với xu hướng giảm giá và tình trạng dư thừa nguồn cung. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mảng này sẽ tiếp tục sinh lời tốt nhờ vào năng suất cao.
- ❖ **Dự án Myanmar sẽ đóng góp lợi nhuận lớn từ năm 2015:** Giai đoạn 1 của dự án Myanmar dự kiến sẽ hoàn thành và tạo ra lợi nhuận đáng kể từ năm 2015. Việc chấm dứt thỏa thuận với Rowsley về dự án tại Myanmar có thể gây ra áp lực về nhu cầu vốn của HAG, tuy nhiên công ty cho biết đã có những giải pháp tốt khác để thay thế.
- ❖ **Mảng chăn nuôi bò thịt có tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận cao:** Chăn nuôi bò thịt có thể tạo ra lợi nhuận từ năm 2015 và HAG kỳ vọng mảng bò sữa sẽ tạo ra khả năng sinh lời rất lớn. Chúng tôi tin vào khả năng sinh lời cao của lĩnh vực chăn nuôi vào những thuận lợi hiện có của công ty. Tuy nhiên, việc HAG có thể phát triển đàn bò lên 100.000 con bò thịt và 13.000 con bò sữa vào cuối năm 2015 vẫn là điều chưa chắc chắn.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo

NỘI DUNG

KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2014	3
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NĂM 2014 & 2015	4
TRIỂN VỌNG NĂM 2015	6
ĐỊNH GIÁ	9
DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU.....	11
PHÂN TÍCH KỸ THUẬT	12
KẾT LUẬN	13
LIÊN HỆ	17

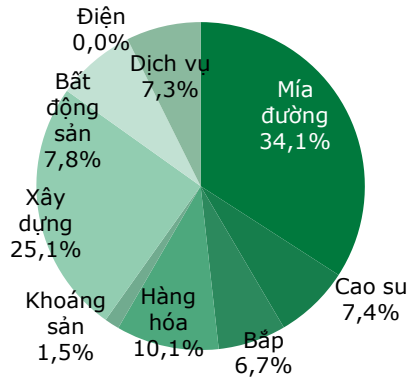
KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2014

Sự tăng trưởng doanh thu phần lớn nhờ vào sự đóng góp của mảng mía đường, bắp và xây dựng.

Doanh thu thuần tăng 10,2% so với năm trước chủ yếu đến từ mảng mía đường, bắp, và xây dựng.

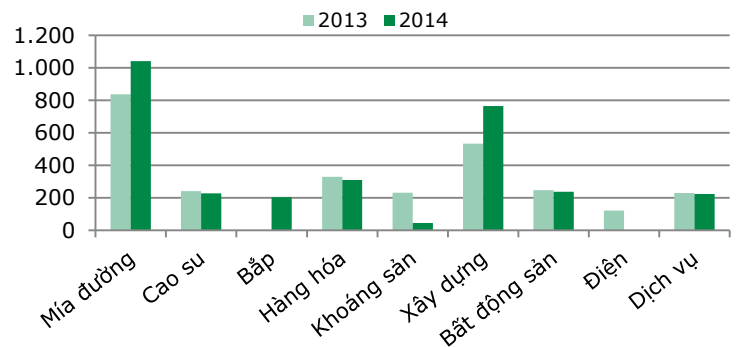
Trong năm 2014, HAG ghi nhận doanh thu thuần là 3.054 tỷ đồng, tăng 10,2% so với năm trước. Về cơ cấu doanh thu, mía đường đóng góp nhiều nhất với tỷ trọng là 34,1% (năm 2013 là 30,2%). Hầu hết sự tăng trưởng doanh thu đến từ mảng mía đường, bắp và xây dựng.

Cơ cấu doanh thu năm 2014



Nguồn: HAG

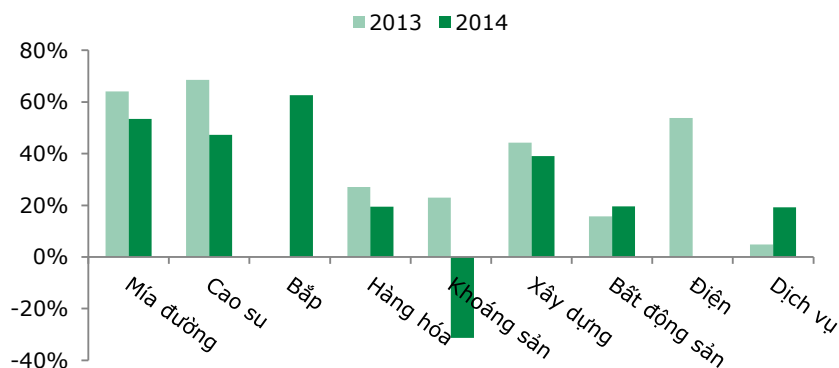
So sánh doanh thu năm 2013 và 2014 (tỷ đồng)



Nguồn: HAG

Biên lợi nhuận gộp giảm do xu hướng giảm giá của các mặt hàng nông sản nhưng vẫn còn ở mức cao. Biên lợi nhuận gộp đã giảm nhẹ từ mức 43,2% năm 2013 xuống còn 40,1% năm 2014, chủ yếu do giá các mặt hàng nông sản giảm. Trong các mảng kinh doanh của HAG, bắp có biên lợi nhuận cao nhất là 62,7%, trong khi mảng đường đóng góp lớn nhất vào lợi nhuận gộp với tỷ lệ là 45,4%.

So sánh biên lợi nhuận gộp năm 2013 và 2014



Nguồn: HAG

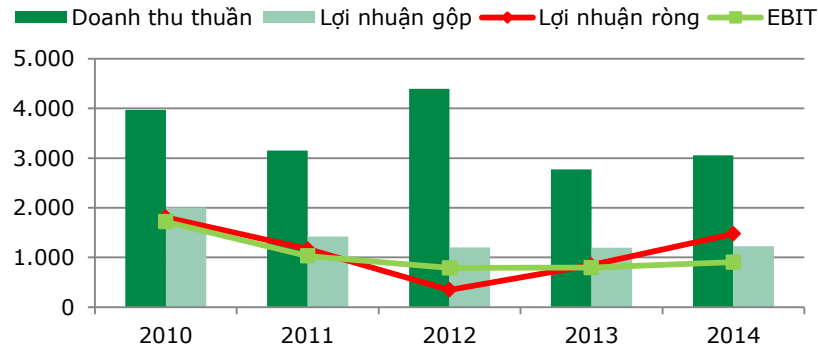
Lợi nhuận ròng tăng trưởng mạnh nhờ vào doanh thu tài chính.

Doanh thu tài chính đóng góp một phần đáng kể vào lợi nhuận ròng.

Trong năm 2014, lợi nhuận ròng đã tăng 60,2% so với năm trước đạt 1.556 tỷ đồng. Theo đó, HAG đã vượt kế hoạch về lợi nhuận trước thuế 6,6%. Phần lớn sự tăng trưởng lợi nhuận ròng đến từ doanh thu tài chính. Doanh thu tài chính đã tăng từ 1.003 tỷ đồng năm 2013 lên 1.478 tỷ đồng năm 2014 hầu hết nhờ vào việc bán cổ phần tại công ty con. Trong năm 2014, công ty con của HAG là

CTCP Xây dựng và Phát triển Nhà Hoàng Anh (HAGL Land) đã phát hành thêm 12,66% cổ phiếu cho Quỹ đầu tư HV Capital và ghi nhận doanh thu tài chính là 755 tỷ đồng.

Khả năng sinh lời qua các năm (tỷ đồng)



Nguồn: HAG

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NĂM 2014 & 2015

Diện tích trồng mía đường sẽ giảm còn 6.000 ha trong năm 2015.

Mía đường: Đây là mảng kinh doanh có khả năng sinh lời cao với biên lợi nhuận gộp là 53,4% trong năm 2014. Diện tích trồng trong mùa vụ 2013/2014 đã tăng lên 8.000 ha so với 5.500 ha trong mùa vụ 2012/2013, dẫn đến sản lượng sản xuất tăng đáng kể, chúng tôi ước tính sản lượng đường sản xuất năm 2014 là 85.500 tấn, tăng 30,4% so với năm trước. Vì vậy mặc dù giá bán đường đã giảm đáng kể trong năm 2014 (chúng tôi ước tính giá bán đường đã giảm khoảng 11-12% so với năm trước), doanh số bán đường của HAG đã tăng 24,1% so với năm 2013.

Tuy nhiên, mảng kinh doanh này đang đối mặt với xu hướng giảm của giá bán đường và tình trạng dư thừa nguồn cung tại thị trường trong nước cũng như thế giới. Trong năm 2015, HAG dự kiến sẽ trồng và thu hoạch mía đường trên diện tích 6.000 ha, sau khi chuyển 2.000 ha trồng mía đường sang trồng cỏ nuôi bò. Do vậy, doanh thu mía đường dự kiến sẽ giảm trong năm 2015.

Doanh thu mảng xây dựng chủ yếu đến từ hai dự án sân bay Attapeu và Nongkhang.

Xây dựng: Trong năm 2014, doanh thu mảng xây dựng đạt 765 tỷ đồng, tăng 43,4% so với năm trước, đóng góp 25,1% vào doanh thu thuần của công ty. Doanh thu xây dựng chủ yếu đến từ 2 dự án sân bay Attapeu và Nongkhang tại Lào. Chúng tôi cho rằng sân bay Attapeu sẽ hoàn thành trong năm 2015 và sân bay Nongkhang có thể hoàn thành trong năm 2016. Đến cuối năm 2014, HAG đã ghi nhận được 81,1% tổng khối lượng của sân bay Attapeu và 19,8% sân bay Nongkhang. Trong năm 2015, chúng tôi kỳ vọng rằng HAG sẽ ghi nhận phần còn lại là 18,9% tổng khối lượng sân bay Attapeu và 40% sân bay Nongkhang.

Năm 2015, HAG dự kiến chỉ khai thác cây cao su có kích thước phù hợp.

Cao su: Trong năm 2014, HAG đã chuyển 2.000 ha cao su sang dự án chăn nuôi bò. Do vậy diện tích cao su của HAG đã giảm từ 44.500 ha xuống 42.500 ha. Tổng diện tích cạo mủ cao su năm 2014 là khoảng 6.200 ha, tăng từ mức 2.500 ha trong năm 2013, dẫn đến việc sản lượng sản xuất gia tăng đáng kể. Tuy nhiên, do giá bán cao su đã giảm mạnh, doanh thu mảng cao su giảm nhẹ

HAG dự kiến mở rộng diện tích trồng cọ từ 17.300 ha lên 30.300 ha trong năm 2015.

Năm 2015 diện tích bấp giảm từ 5.000 ha xuống 3.000 ha. Toàn bộ sản lượng bấp trong năm 2015 sẽ dùng cho chăn nuôi bò.

Những thông tin liên quan đến đối tác đầu tư tại dự án Myanmar đã dẫn đến những lo ngại tuy nhiên giá cổ phiếu đã sớm hồi phục trở lại.

trong năm 2014. Thông thường cây cao su có thể cạo mủ từ năm thứ 7. Trong quá khứ, HAG có thể đưa cây cao su vào khai thác sớm từ năm thứ 5; tuy nhiên do giá cao su hiện tại đang ở mức thấp, HAG dự kiến sẽ giãn thời gian cạo mủ và chỉ cạo những cây có kích thước phù hợp, chờ đợi giá cao su phục hồi và năng suất cây cao su tăng lên. Điều này sẽ dẫn đến sản lượng cao su thấp nhưng sẽ tăng biên lợi nhuận gộp trong một vài năm tới.

Cọ dầu: HAG bắt đầu trồng cây cọ dầu từ năm 2012. Đến cuối năm 2014, công ty đã trồng được 17.300 ha cọ dầu. HAG dự kiến sẽ mở rộng diện tích cọ dầu lên 30.300 ha vào năm 2015. Trong năm 2015, chúng tôi kỳ vọng HAG có thể đưa 3.700 ha cọ dầu được trồng từ năm 2012 vào khai thác và tổng sản lượng dầu cọ là khoảng 8.200 tấn.

Bấp: HAG bắt đầu trồng bấp từ năm 2014 với diện tích là 5.000 ha. Mảng bấp đã đóng góp đáng kể vào sự tăng trưởng doanh thu và có biên lợi nhuận gộp cao nhất trong năm 2014. Trong năm 2015, HAG sẽ giảm diện tích trồng bấp xuống còn 3.000 ha; tuy nhiên HAG sẽ canh tác trên hai vụ trong một năm thay vì một vụ như năm 2014. HAG dự kiến sẽ dùng tất cả sản lượng bấp để dùng cho chăn nuôi; do vậy năm 2015 sẽ không có doanh thu từ bấp.

Hiện tại nhu cầu bấp của Việt Nam là rất cao và phải nhập khẩu hằng năm. Theo số liệu của Tổng cục Hải quan, trong năm 2014 Việt Nam đã nhập khoảng 4,7 triệu tấn bấp với giá trị là 1,2 tỷ USD, tương ứng tăng 119% và 81% so với năm trước. Với việc sử dụng tất cả sản phẩm bấp để nuôi bò và giảm diện tích trồng bấp trong năm 2015, chúng tôi cho rằng HAG đã rất tin tưởng vào khả năng sinh lời của dự án chăn nuôi bò.

Bất động sản: Bất động sản chỉ chiếm một phần nhỏ trong cơ cấu doanh thu năm 2014, khoảng 7,8%. Tất cả doanh thu bất động sản đều đến từ những dự án cũ của công ty bao gồm: Bàu Thác Gián – Đà Nẵng, Đầm Sinh Thái – Quy Nhơn, HAGL – BIDV Buôn Mê Thuột. Chúng tôi tin rằng HAG đã ghi nhận hầu hết doanh thu của các dự án cũ và từ năm 2015 doanh thu bất động sản chủ yếu đến từ dự án tại Myanmar.

Trong tháng 2/2015, HAG công bố thỏa thuận với Rowsley (Xinh-ga-po) về việc HAG sẽ bán 50% cổ phần tại HAGL Land cho Rowsley. Giá trị của giao dịch là 275 triệu USD (khoảng 5.900 tỷ đồng). Tuy nhiên, vào ngày 3/4/2015, HAG và Rowsley thông báo chấm dứt thỏa thuận trên. Theo HAG, Rowsley đề nghị được đầu tư trực tiếp vào Hoàng Anh Myanmar thay vì HAGL Land. Vì thuế suất trên lợi nhuận chuyển nhượng vốn tại Myanmar đang ở mức cao là 40% so với mức 22% tại Việt Nam, HAG đã từ chối đề nghị từ Rowsley. Giá cổ phiếu HAG đã giảm khoảng 2,5% ngay sau khi thông báo chấm dứt thỏa thuận với Rowsley, nhưng sau đó một tuần đã hồi phục lại mức ban đầu. HAG tự tin rằng công ty có thể tìm được nguồn vốn khác cho dự án, nhưng chưa công bố thông tin của những nhà đầu tư tiềm năng.

Hiện tại HAG đang xây dựng giai đoạn 1 của dự án Myanmar. HAG dự kiến sẽ hoàn thành và bàn giao trung tâm thương mại vào tháng 4/2015, và khu văn phòng cho khách hàng trong tháng 6/2015. Đối với khu khách sạn năm sao, HAG dự kiến đưa vào hoạt động từ tháng 9/2019.

HAG dự kiến sẽ khởi công giai đoạn 2 của dự án Myanmar từ năm 2016 và hoàn thành vào năm 2018. Vốn đầu tư cho giai đoạn này là 260 triệu USD (khoảng 5.579 tỷ đồng). Sau khi chấm dứt thỏa thuận với Rowsley, HAG đối mặt với áp lực về vốn cho giai đoạn 2 của dự án. Tại Đại hội cổ đông thường niên năm 2015, HAG cho biết công ty sẽ có hai giải pháp cho vấn đề vốn nêu trên:

1. HAG sẽ tìm kiếm đối tác tiềm năng khác để bán 50% cổ phần tại HAGL Land, giải pháp này đơn giản và an toàn nhưng HAG sẽ phải chia sẻ lợi nhuận tại dự án Myanmar.
2. HAG sẽ bắt đầu xây căn hộ để bán tại Myanmar trong năm 2015. HAG dự kiến chỉ cần bán 30-40% là có được nguồn thu như giải pháp thứ nhất. Căn hộ xây bán là một phần của giai đoạn 2 dự án Myanmar. Luật pháp Myanmar hiện cho phép HAG bán căn hộ trước khi hoàn thành xây dựng.

Thủy điện: Hiện tại HAG chỉ tập trung vào hai dự án thủy điện tại Lào là Nậm Kông 2 và Nậm Kông 3. HAG dự kiến sẽ hoàn thành nhà máy thủy điện Nậm Kông 2 vào cuối năm 2015 và tạo doanh thu từ năm 2016, trong khi chúng tôi cho rằng nhà máy Nậm Kông 3 có thể hoàn thành vào năm 2017.

Khoáng sản: Doanh thu năm 2014 là 44 tỷ đồng, giảm 80,8% so với năm 2013. Tại thời điểm ngày 31/12/2014, HAG không còn ghi nhận giá trị đầu tư của mảng này, thay vào đó HAG ghi nhận một khoản phải thu ngắn hạn có giá trị là 294,8 tỷ đồng.

Chăn nuôi: Hiện tại, HAG đã nuôi được tổng cộng 42.000 con bò thịt tại Việt Nam, Lào và Campuchia; trong khi số lượng bò sữa là hơn 1.500 con. Công ty dự kiến đạt mức 100.000 con bò thịt và 13.000 bò sữa vào cuối năm 2015. HAG cũng đặt mục tiêu tiêu thụ 60.000 con bò thịt trong năm 2015. HAG đã giới thiệu sản phẩm bò thịt ra thị trường trong những tháng đầu của năm 2015 và dự kiến bắt đầu có doanh thu từ tháng 4/2015.

Những hoạt động khác: HAG dự kiến sẽ niêm yết cổ phiếu CTCP Nông nghiệp Quốc tế Hoàng Anh Gia Lai trên sàn HSX trong tháng 7/2015. Công ty này hiện đang quản lý tất cả hoạt động nông nghiệp của HAG. Theo HAG, thông qua việc niêm yết, HAG muốn thị trường đánh giá giá trị của CTCP Nông nghiệp Quốc tế Hoàng Anh Gia Lai; và từ đó có một nhận định chính xác hơn về toàn bộ giá trị vốn chủ sở hữu của HAG.

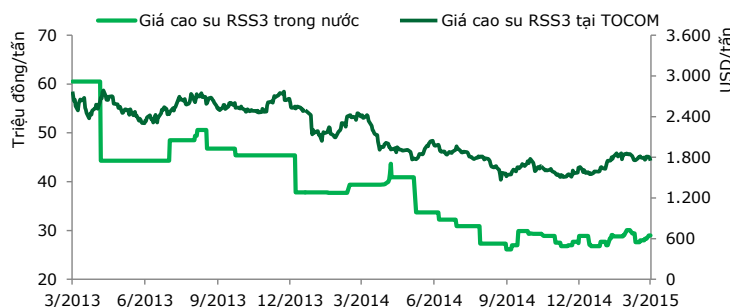
TRIỂN VỌNG NĂM 2015

Khả năng sinh lời của các sản phẩm nông nghiệp sẽ tiếp tục chịu ảnh hưởng từ giá bán thấp.

Giá bán cao su thiên nhiên và dầu cọ hiện đang ở mức thấp nhất trong vòng năm năm qua. Hai loại cây trồng này đòi hỏi vốn đầu tư dài hạn và vốn vay lớn, năng suất thường thấp trong những năm đầu khai thác trong khi phải chịu chi phí khấu hao và lãi vay cao; do đó giá bán thấp như hiện tại sẽ ảnh hưởng rất lớn đến khả năng sinh lời.

Khả năng sinh lời của mảng cao su thiên nhiên và dầu cọ sẽ bị ảnh hưởng nhiều nhất bởi giá thấp.

Giá cao su thiên nhiên trong nước và thế giới



Nguồn: Bloomberg, VPBS

Giá dầu cọ tại Ma-lai-xi-a

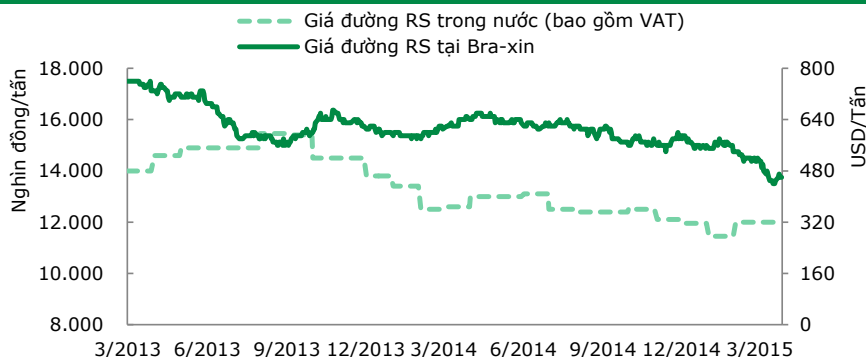


Nguồn: Ủy ban dầu cọ Ma-lai-xi-a, Bloomberg

Giá đường vẫn phải đối mặt với tình trạng dư thừa nguồn cung.

Mía đường vẫn phải đối mặt với tình trạng dư thừa nguồn cung tại Việt Nam cũng như trên thế giới dẫn đến áp lực về giảm giá bán. Tuy nhiên, nhờ vào năng suất cao của cây mía, chúng tôi tin rằng đây vẫn là một mảng kinh doanh tốt của HAG và sẽ tiếp tục đóng góp một tỷ trọng lớn vào doanh thu và lợi nhuận trong tương lai.

Giá đường trong nước và thế giới



Nguồn: Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn, Bloomberg, VPBS

Mảng xây dựng sẽ tiếp tục đóng góp đáng kể vào doanh thu nhưng thiếu triển vọng tăng trưởng

HAG hiện chỉ tập trung vào hai dự án là sân bay Attapeu và Nongkhang tại Lào. Chúng tôi cho rằng sân bay Attapeu sẽ hoàn thành trong năm 2015 trong khi sân bay Nongkhang có thể hoàn thành vào năm 2016. Do HAG hiện không có kế hoạch tìm kiếm những dự án khác, nên tỷ trọng đóng góp của mảng xây dựng sau năm 2016 là không thể xác định được. Trong quá khứ HAG đã từng tách mảng kinh doanh bất động sản tại Việt Nam và mảng khoáng sản ra thành những công ty độc lập, chúng tôi cho rằng HAG có thể làm như vậy đối với mảng xây dựng nếu như công ty tin rằng mảng này không còn tiềm năng nữa.

Đóng góp lớn từ mảng bất động sản

Giai đoạn 1 của dự án Myanmar dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2015. Theo đó chúng tôi kỳ vọng HAG có thể đưa vào hoạt động trung tâm thương mại với diện tích là 38.364 m² và khu văn phòng cho thuê với diện tích là 85.701 và khách sạn năm sao với 412 phòng. Chúng tôi ước tính giá cho thuê trung bình của trung tâm thương mại và khu văn phòng lần lượt là 35 USD/m² và 60

USD/m² và giá thuê khách sạn trung bình là 200 USD/phòng/ngày, từ đó chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp của dự án này năm 2015 lần lượt là 795 tỷ đồng và 381 tỷ đồng.

Chăn nuôi sẽ đóng góp nhiều nhất cho doanh thu và lợi nhuận

Chăn nuôi là mảng kinh doanh mới của HAG. Tuy nhiên điều này là có thể hiểu được khi HAG đang sở hữu những lợi thế để phát triển mảng này: (1) Có quỹ đất lớn và giá thuê đất rẻ. HAG dự kiến sẽ dành 4.000 ha để nuôi bò, trong đó 600 ha để xây chuồng trại và 3.600 ha để trồng cỏ. (2) Nguồn thức ăn có thể tự cung cấp. Theo HAG, thức ăn chiếm tới 75% chi phí sản xuất, trong đó HAG có thể tự cung cấp 70%.

Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của mảng chăn nuôi bò thịt là 37% trong năm 2015, tỷ lệ này tương đương với số liệu trong kế hoạch năm 2015 của HAG. Hiện tại, giá thịt bò hơi nhập khẩu từ Úc dưới 60.000 đồng/kg (đã bao gồm phí và thuế nhập khẩu), vì vậy chúng tôi cho rằng giá bán thịt bò hơi của HAG sẽ không thể cao hơn 60.000 đồng/kg. Chúng tôi dự báo trong năm 2015, doanh thu thuần của mảng bò thịt sẽ là 1.925 tỷ đồng và lợi nhuận gộp là 704 tỷ đồng (*Vui lòng xem thông tin chi tiết tại phần Định giá*).

So sánh dự phóng của VPBS và kế hoạch năm 2015 của HAG

Tỷ đồng	2014A	Kế hoạch 2015	% Thay đổi	VPBS dự báo 2015	% so với kế hoạch của HAG
Doanh thu thuần	3.054	5.347	75%	4.900	92%
- Chăn nuôi	0	2475		1.925	78%
- Xây dựng	765	785	3%	782	100%
- Bất động sản	238	769	223%	795	103%
- Mía đường	1.042	749	-28%	768	103%
- Cao su	227	214	-6%	238	111%
- Bắp	205	0	-100%	0	N.A
- Khoáng sản	44	0	-100%	0	N.A
- Cọ dầu	0	0	N.A	117	N.A
- Khác	533	355	-33%	274	77%
Lợi nhuận gộp	1.227	2.201	79%	1.897	86%
- Chăn nuôi	0	920		705	77%
- Xây dựng	299	300	0%	306	102%
- Bất động sản	47	423	807%	414	98%
- Mía đường	557	393	-29%	398	101%
- Cao su	107	83	-23%	26	32%
- Bắp	128	0	-100%	0	N.A
- Khoáng sản	-14	0	-100%	0	N.A
- Cọ dầu	0	0	N.A	-9	N.A
- Khác	103	82	-21%	57	69%
LNTT (*)	1.773	2.100	18%	1.118	53%

(*) Lợi nhuận trước thuế (LNTT) không bao gồm doanh thu tài chính nếu có từ việc bán cổ phần tại HAGL Land.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi cập nhật giá mục tiêu cho cổ phiếu HAG dựa trên cân nhắc việc giá các mặt hàng nông sản hiện đang ở mức thấp, sự sụt giảm giá cho thuê tại dự án Myanmar cũng như cập nhật hoạt động các mảng kinh doanh của HAG. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 22.300 đồng/cổ phiếu, thấp hơn 13,9% so với mức giá mục tiêu trước của chúng tôi vào tháng 11/2014.

Tỷ đồng	Phương pháp định giá	Giá trị
Bất động sản	NPV & NAV	9.195
Cao su	FCFF	10.040
Mía đường	FCFF & P/E	3.291
Cọ dầu	FCFF	2.997
Thủy điện	FCFF	1.771
Xây dựng và dịch vụ	FCFF & P/B	955
Chăn nuôi	P/E	4.451
Tổng giá trị doanh nghiệp		32.700
(-) Nợ vay		-18.176
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		-1.153
(+) Tiền		978
(+) Đầu tư (*)		3.270
Giá trị vốn chủ sở hữu		17.619
Số lượng cổ phiếu (triệu)		790,0
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)		22.300

(*) Đầu tư: là giá trị khoản phải thu dài hạn tại thời điểm ngày 31/12/2014 mà HAG đã cho CTCP Bất động sản An Phú vay. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 20% cho giá trị của khoản này.

Chi tiết các giả định và định giá

Cao su: Sản phẩm chính là SRV10, giá xuất khẩu hiện tại của sản phẩm này tại Việt Nam là 1.470 USD/tấn. Chúng tôi cập nhật những giả định cho mảng cao su như sau:

Cao su	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Diện tích cạo mủ (ha)	6.200	10.826	17.520	24.516	31.594
Sản lượng sản xuất (tấn)	7.554	13.506	22.736	33.487	45.675
Giá bán (Triệu đồng/tấn)					
- Cập nhật tháng 11 năm 2014	35,0	40,0	40,0	40,0	40,0
- Cập nhật mới	31,5	35,0	36,1	37,2	38,3
Giá bằng USD (USD/tấn)	1.470	1.617	1.649	1.682	1.716

(*) Diện tích cạo mủ có thể thay đổi do HAG có thể thay đổi thời gian cạo mủ cao su. Công ty có thể bắt đầu cạo mủ từ năm thứ 5 đến năm thứ 7.

Mía đường: Chúng tôi ước tính giá bán đường trung bình của HAG khoảng 12.188.000 triệu/tấn trong năm 2014. Chúng tôi kỳ vọng giá bán đường sẽ giảm khoảng 4,5% trong năm 2015. Bên cạnh đó, từ năm 2015 HAG sẽ giảm diện tích đường từ 8.000 ha xuống còn 6.000 ha, dẫn đến việc sụt giảm đáng kể doanh thu mảng mía đường cũng như định giá của mảng này.

Đường	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Diện tích thu hoạch (ha)	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000
Sản lượng đường (tấn)	66.000	66.000	66.000	66.000	66.000
Giá bán (Nghìn đồng/tấn)					
- Cập nhật tháng 11 năm 2014	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000
- Cập nhật mới	11.640	11.640	11.640	11.640	11.640

Cọ dầu: Có thể tạo ra doanh thu từ năm 2015. Có hai sản phẩm chính: dầu cọ sản xuất từ quả cọ dầu – gọi chung là dầu cọ, và dầu cọ sản xuất từ hạt cọ dầu – gọi là dầu nhân cọ. Giá hiện tại của dầu cọ là khoảng 630 USD/tấn trong khi giá bán dầu nhân cọ là khoảng 950 USD/tấn.

Cọ dầu	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Diện tích thu hoạch (ha)	3.736	7.356	17.303	30.000	30.000
Sản lượng dầu (tấn)	8.238	21.986	54.450	102.589	138.642
- Dầu cọ	7.397	19.742	48.894	92.121	124.495
- Dầu nhân cọ	841	2.243	5.556	10.468	14.147
Giá dầu cọ (USD/tấn)					
- Cập nhật tháng 11 năm 2014	800	800	800	800	800
- Cập nhật mới	630	630	630	630	630
Giá dầu nhân cọ (USD/tấn)					
- Cập nhật tháng 11 năm 2014	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
- Cập nhật mới	950	950	950	950	950

Bất động sản:

Dự án Myanmar (USD/m2 hoặc USD/phòng/ngày)	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Giá cho thuê trung bình khu văn phòng					
- Cập nhật tháng 11 năm 2014	80	80	80	80	80
- Cập nhật mới	60	60	60	60	60
Giá cho thuê trung bình trung tâm thương mại					
- Cập nhật tháng 11 năm 2014	35	35	35	35	35
- Cập nhật mới	35	35	35	35	35
Giá phòng trung bình (phòng/ngày)					
- Cập nhật tháng 11 năm 2014	200	200	200	200	200
- Cập nhật mới	200	200	200	200	200

Chăn nuôi: Mô hình định giá của chúng tôi chỉ bao gồm mảng chăn nuôi bò thịt. Đối với sản phẩm bò sữa, chúng tôi cần có thêm thông tin cũng như tính khả thi của dự án trước khi đưa vào mô hình định giá.

Chăn nuôi bò thịt	2015F
Số lượng bò thịt bán (Con)	60.000
Trong lượng trung bình bò thịt (Kg/con)	524
Tổng khối lượng thịt bò hơi bán	31.428.000
Giá thịt bò hơi (Đồng/kg)	58.000
Doanh thu bán thịt (Tỷ đồng)	1.823
Doanh thu khác (Phân bò) (Tỷ đồng)	102
Tổng doanh thu mảng bò thịt (Tỷ đồng)	1.925
Lợi nhuận biên (Tỷ đồng)	705
Lợi nhuận trước thuế (Tỷ đồng)	605
Lợi nhuận ròng (giá định thuế thu nhập doanh nghiệp là 22%) (Tỷ đồng)	472
Mức P/E mục tiêu (*)	8,16
Giá trị vốn cổ phần (Tỷ đồng)	3.851
(+) Nợ vay tại thời điểm 31/12/2014 (Tỷ đồng)	600
Giá trị doanh nghiệp (Tỷ đồng)	4.451

(*) P/E mục tiêu: Chỉ số P/E trượt của HAG tại ngày 24/4/2015 là 10,88; Chăn nuôi là mảng kinh doanh mới của HAG và đòi hỏi phải có thời gian để đánh giá mức độ thành công. Do đó chúng tôi cân nhắc áp dụng mức chiết khấu 25% trên chỉ số P/E trượt của HAG để áp dụng làm mức P/E mục tiêu cho việc định giá mảng chăn nuôi bò thịt.

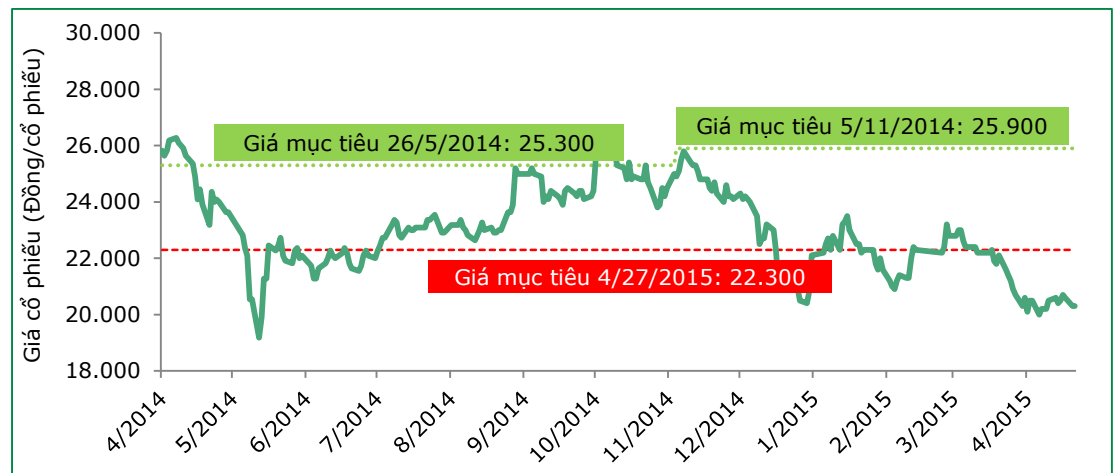
Xây dựng: Sau dự án sân bay Attapeu và Nongkhang, HAG không có kế hoạch cho những dự án khác. Do vậy chúng tôi định giá mảng kinh doanh này dựa trên giá trị sổ sách của hàng tồn kho và khoản phải thu.

Giá định khác:

Chi phí vốn	
Lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm	5,8%
Bêta (2 năm)	1,01
Phần bù rủi ro thị trường	8,86%
Chi phí vốn	14,8%
Chi phí lãi vay	
Lãi suất vay dài hạn	9,9%
Thuế suất	17,0%
Chi phí lãi vay sau thuế	8,2%

Dữ liệu cập nhật tại ngày 24/4/2015; Nguồn: Bloomberg, HAG, VPBS

DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU



Tại thời điểm phát hành báo cáo lần đầu về cổ phiếu HAG ngày 26/5/2014, cổ phiếu HAG giao dịch tại mức giá 21.800 đồng/cổ phiếu (đã điều chỉnh tỷ lệ chia cổ tức bằng cổ phiếu 10:1 trong quý 3/2014) và chúng tôi đã đưa ra khuyến nghị MUA với giá mục tiêu là 25.300 đồng/cổ phiếu (đã điều chỉnh). Cổ phiếu đã đạt được giá mục tiêu vào ngày 28/8/2014.

Vào ngày 5/11/2014, chúng tôi cập nhật giá mục tiêu là 25.900 đồng/cổ phiếu với khuyến nghị nắm giữ dài hạn.

Tuy nhiên do giá các sản phẩm nông nghiệp tiếp tục giảm cũng như việc HAG đã chuyển đổi một vài mảng kinh doanh, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu mới là 22.300 đồng/cổ phiếu với khuyến nghị NẮM GIỮ dài hạn.

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật cho thấy HAG đang nằm trong xu hướng giảm giá trung hạn sau khi rơi xuống dưới đường MA100 ngày vào tháng 11 năm ngoái. Hiện tại, HAG đang nằm dưới các đường trung bình động trung hạn như MA20, MA50 và MA100 ngày.

Trong ngắn hạn, đường giá HAG đang dao động quanh đường MA10 ngày với biên độ từ 20.000 đến 21.000 và không phát ra tín hiệu về xu hướng. Trong khi đó, HAG được hỗ trợ khá mạnh ở vùng 19.000, là vùng giá thấp nhất trong 1 năm qua.

Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu HAG.

Mã	HAG (đồng/cp)
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Cao nhất trong 3 tháng	23.200
Giá thấp nhất trong 3 tháng	19.800
MA50 ngày hiện tại	21.400
MA100 ngày hiện tại	21.800
Ngưỡng kháng cự trung hạn	21.800
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	19.000
Khuyến nghị	NĂM GIỮ



KẾT LUẬN

Mức giá thấp của các sản phẩm nông nghiệp như hiện tại ảnh hưởng đến hầu hết các mảng kinh doanh của HAG. Trong khi cao su thiên nhiên và cọ dầu là hai mảng chịu ảnh hưởng nhiều nhất do cần có vốn đầu tư lớn và dài hạn, thì chúng tôi cho rằng mảng mía đường sẽ tiếp tục tạo ra lợi nhuận và dòng tiền tốt cho HAG. Từ năm 2015, dự án tại Myanmar có thể đưa vào hoạt động và góp phần vào sự tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ của công ty. Thêm vào đó, tiềm năng tăng trưởng của HAG còn phụ thuộc rất lớn vào sự thành công của mảng chăn nuôi hiện vẫn còn chưa chắc chắn. Chúng tôi tin rằng khả năng sinh lời từ mảng chăn nuôi của HAG là rất cao nhờ vào những lợi thế hiện có của HAG để phát triển mảng này. Tuy nhiên chúng tôi chưa chắc chắn về quy mô của dự án. HAG dự kiến sẽ nâng số lượng đàn bò thịt lên 100.000 con vào cuối năm 2015, đây là một con số lớn và HAG phải đối mặt với rất nhiều vấn đề như nhu cầu vốn, thị trường đầu ra, quản lý chất lượng v.v.

Với mức giá mục tiêu là 22.300 đồng/cổ phiếu, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** dài hạn đối với cổ phiếu HAG.

Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Doanh thu								
1. Đường		838	1.042	768	768	768	768	768
2. Cao su	46	241	227	238	473	821	1.246	1.750
3. Cọ dầu				117	316	790	1.503	2.051
4. Bắp			205					
5. Chăn nuôi				1.925	1.908	2.034	2.047	2.693
6. Khoáng sản	360	231	44					
7. Xây dựng	477	533	765	782	638			
8. Bất động sản	2.829	247	238	795	2.124	4.760	5.681	3.545
9. Điện	139	122			299	302	512	517
10. Khác	543	559	533	274	294	311	330	350
Doanh thu thuần	4.395	2.771	3.054	4.900	6.820	9.785	12.087	11.675
<i>Tăng trưởng</i>		-37%	10%	60%	39%	43%	24%	-3%
1. Đường		301	485	370	370	370	370	370
2. Cao su	17	76	119	212	390	649	923	1.209
3. Cọ dầu				126	266	635	1.127	1.240
4. Bắp			76					
5. Chăn nuôi				1.220	1.245	1.308	1.311	1.606
6. Khoáng sản	271	178	58					
7. Xây dựng	358	297	466	476	389			
8. Bất động sản	2.070	209	191	381	740	2.158	2.036	987
9. Điện	52	56			97	98	163	165
10. Khác	425	458	430	217	233	246	261	276
Khấu hao trong giá vốn hàng bán	225	326	334	430	578	879	898	1.077
Giá vốn hàng bán	2.969	1.249	1.493	2.573	3.150	4.585	5.292	4.777
Lợi nhuận gộp	1.425	1.523	1.561	2.327	3.669	5.200	6.795	6.898
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>32%</i>	<i>55%</i>	<i>51%</i>	<i>47%</i>	<i>54%</i>	<i>53%</i>	<i>56%</i>	<i>59%</i>
Chi phí bán hàng	167	126	82	192	252	295	358	396
% Doanh Thu	3,8%	4,5%	2,7%	3,9%	3,7%	3,0%	3,0%	3,4%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	245	275	240	286	351	429	471	524
% Doanh Thu	6%	10%	8%	6%	5%	4%	4%	4%
Thu nhập từ công ty liên doanh	1							
EBITDA	1.015	1.122	1.239	1.849	3.067	4.477	5.966	5.978
<i>Biên lợi nhuận EBITDA</i>	<i>23%</i>	<i>40%</i>	<i>41%</i>	<i>38%</i>	<i>45%</i>	<i>46%</i>	<i>49%</i>	<i>51%</i>
Khấu hao	225	326	334	430	578	879	898	1.077
EBIT	790	796	905	1.418	2.488	3.598	5.067	4.901
Doanh thu tài chính	502	1.003	1.478	645	659	670	688	969
Chi phí tài chính	677	754	634	969	1.248	1.303	1.268	1.044
Chi phí lãi vay	495	592	565	901	1.180	1.234	1.200	976
Lợi nhuận tài chính ròng	(175)	249	844	(325)	(589)	(632)	(580)	(76)
Lợi nhuận khác	(90)	(46)	24	24	24	24	24	24
	-2,05%	-1,67%	0,80%	0,50%	0,36%	0,25%	0,20%	0,21%
Lợi nhuận trước thuế	525	999	1.773	1.118	1.923	2.990	4.512	4.850
Thuế TNDN	160	27	217	190	457	698	947	761
Lợi ích cổ đông thiểu số	15	126	82	118	189	327	527	699
Lợi nhuận ròng	15	126	82	118	189	327	527	699
Lợi nhuận ròng	350	846	1.474	810	1.277	1.964	3.037	3.390
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>8%</i>	<i>31%</i>	<i>48%</i>	<i>17%</i>	<i>19%</i>	<i>20%</i>	<i>25%</i>	<i>29%</i>
Số lượng cổ phiếu lưu hành trung bình	537	644	790	918	918	1.010	1.010	1.111
EPS (Đồng)	652	1.315	1.866	882	1.391	1.944	3.007	3.050

Cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Tài sản Ngắn hạn								
Tiền và tương đương tiền	2.518	2.448	978	1.274	1.492	1.851	7.457	5.279
Đầu tư ngắn hạn	150	150	82					
Phải thu khách hàng	6.982	5.093	6.670	5.417	4.676	3.718	3.337	3.035
Hàng tồn kho	4.265	1.838	2.085	2.163	2.943	2.102	1.261	1.261
Tài sản khác	393	211	297	477	664	952	1.176	1.136
Tổng tài sản ngắn hạn	14.309	9.741	10.112	9.330	9.775	8.624	13.232	10.712
Tài sản dài hạn								
Nguyên giá	3.331	4.075	5.806	14.190	16.244	18.915	28.622	29.966
Hao mòn lũy kế	424	452	660	1.091	1.669	2.548	3.446	4.523
Giá trị còn lại	2.907	3.623	5.146	13.099	14.575	16.367	25.176	25.443
Đầu tư dài hạn	3.055	815	1.538	1.538	1.538	1.538	1.538	1.538
Tài sản vô hình	180	91	158	158	158	158	158	158
Tài sản dài hạn khác	10.834	15.544	19.414	14.541	13.872	11.832	2.414	1.188
Tổng tài sản dài hạn	16.975	20.073	26.256	29.337	30.144	29.896	29.286	28.327
Tổng tài sản	31.285	29.813	36.369	38.667	39.919	38.519	42.518	39.039
Nợ ngắn hạn								
Phải trả người bán	2.462	872	1.162	1.310	1.750	990	942	550
Chi phí phải trả	724	284	303	168	151	136	123	110
Nợ ngắn hạn	2.517	3.130	6.840	4.801	7.726	3.945	7.104	5.002
Nợ ngắn hạn khác	1.021	674	953	1.528	2.127	3.052	3.770	3.641
Tổng nợ ngắn hạn	6.724	4.959	9.257	7.808	11.754	8.123	11.938	9.304
Nợ dài hạn								
Vay dài hạn	13.614	11.129	11.337	14.053	9.794	9.655	6.476	2.384
Nợ dài hạn khác	123	205	385	617	859	1.233	1.523	1.471
Tổng nợ dài hạn	13.737	11.334	11.721	14.670	10.653	10.888	7.999	3.855
Tổng nợ	20.461	16.293	20.979	22.478	22.407	19.011	19.937	13.159
<i>Nợ vay trên vốn đầu tư</i>	<i>62,3%</i>	<i>52,6%</i>	<i>56,1%</i>	<i>56,0%</i>	<i>52,3%</i>	<i>43,4%</i>	<i>39,8%</i>	<i>24,0%</i>
Nguồn vốn								
Vốn chủ sở hữu	5.374	7.182	7.900	9.185	9.185	10.103	10.103	11.113
Lợi nhuận giữ lại	2.881	3.544	3.539	1.927	3.042	3.833	6.477	8.249
Vốn khác	1.499	2.127	2.799	3.716	3.756	3.820	3.918	4.070
Tổng vốn chủ sở hữu	9.753	12.853	14.238	14.827	15.983	17.756	20.498	23.432
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.070	667	1.153	1.362	1.530	1.753	2.083	2.448
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	31.285	29.813	36.369	38.667	39.919	38.520	42.518	39.039

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ đồng)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	940	(2.060)	(473)	2.826	2.650	4.504	5.590	4.276
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(5.833)	(3.215)	(5.808)	(3.197)	(1.144)	(257)	2	(170)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	4.515	5.205	4.812	666	(1.288)	(3.888)	14	(6.284)
Số dư tiền đầu kỳ	2.897	2.518	2.448	978	1.274	1.492	1.851	7.457
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(378)	(70)	(1.470)	295	218	359	5.606	(2.178)
Số dư tiền cuối kỳ	2.518	2.448	978	1.274	1.492	1.851	7.457	5.279

Phân tích chỉ số	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Chỉ số định giá								
P/E			10,9 x	23,0 x	14,6 x	10,4 x	6,8 x	6,7 x
Tốc độ tăng P/E			0,3	(0,4)	0,3	0,3	0,1	4,6
EV/EBIT			34	21,9 x	12,5 x	8,6 x	6,1 x	6,3 x
EV/EBITDA			25	16,8 x	10,1 x	7,0 x	5,2 x	5,2 x
P/S			5,2 x	3,8 x	2,7 x	2,1 x	1,7 x	1,9 x
P/B			1,1	1,3 x	1,2 x	1,2 x	1,0 x	1,0 x
Lợi suất cổ tức	2,5%	0,0%	0,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Chỉ số sinh lời								
Biên LN gộp (không gồm khấu hao)	32,4%	54,9%	51,1%	47,5%	53,8%	53,1%	56,2%	59,1%
Biên EBITDA	23,1%	40,5%	40,6%	37,7%	45,0%	45,8%	49,4%	51,2%
Biên LN hoạt động	18,0%	28,7%	29,6%	28,9%	36,5%	36,8%	41,9%	42,0%
Biên LN ròng	8,0%	30,5%	48,3%	16,5%	18,7%	20,1%	25,1%	29,0%
ROA	1,3%	3,2%	4,7%	2,5%	3,7%	5,8%	8,8%	10,0%
ROE	3,7%	7,5%	10,9%	5,6%	8,3%	11,6%	15,9%	15,4%
Chỉ số đòn bẩy								
EBIT/ lãi vay	1,6	1,3	1,6	1,6	2,1	2,9	4,2	5,0
EBITDA / (I + Cap Ex)	0,2	0,3	0,2	0,5	1,3	3,0	5,0	5,2
Nợ/tổng nguồn vốn	62,3%	52,6%	56,1%	56,0%	52,3%	43,4%	39,8%	24,0%
Nợ/tổng vốn chủ sở hữu	165,4%	110,9%	127,7%	127,2%	109,6%	76,6%	66,2%	31,5%
Chỉ số thanh khoản								
Vòng quay tài sản (lần)	0,2 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,2 x	0,2 x	0,3 x	0,3 x
Vòng quay các khoản phải thu (ngày)	580	671	797	404	250	139	101	95
Vòng quay các khoản phải trả (ngày)	303	255	284	186	203	79	65	42
Vòng quay hàng tồn kho (ngày)	524	537	510	307	341	167	87	96
Hệ số thanh khoản hiện hành	2,1 x	2,0 x	1,1 x	1,2 x	0,8 x	1,1 x	1,1 x	1,2 x
Hệ số thanh khoản nhanh	1,4 x	1,6 x	0,8 x	0,9 x	0,5 x	0,7 x	0,9 x	0,9 x

HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như 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%

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích

barryw@vpbs.com.vn

Nguyễn Thế Duy

Chuyên viên Phân tích

duynt@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức

& Nhà đầu tư Nước ngoài

marcdjandji@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 158

Lý Đắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân

dungld@vpbs.com.vn

+844 3974 3655 Ext: 335

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1

Thành phố Hồ Chí Minh

phuongvv@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 130

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2

Thành phố Hồ Chí Minh

domalux@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ

Hà Nội

vinhtd@vpbs.com.vn

+844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai

Thành phố Hồ Chí Minh

vinhnd@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 146



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, Tp. 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



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, lượng 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 bị ảnh hưởng 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.