

TĂNG TỶ TRỌNG

Giá mục tiêu	23,200	VNĐ
Giá đóng cửa	15,300	VNĐ
16/09/2015		

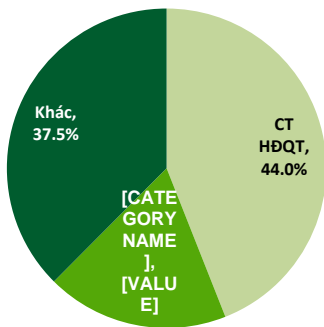
Nguyễn Hoàng Bảo Châu
(+84-8) 5413-5472
chaunguyen@phs.vn

Thông tin cổ phiếu

Mã CP	HAG
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	7,900
CP đang lưu hành (triệu)	790
Vốn hóa (tỷ đồng)	11,613
Biên độ 52 tuần (đồng)	14,400~26,400
KLGD trung bình 3 tháng	2,213
Beta	1.43
Sở hữu nước ngoài	18.5%
Ngày niêm yết đầu tiên	22/12/2008

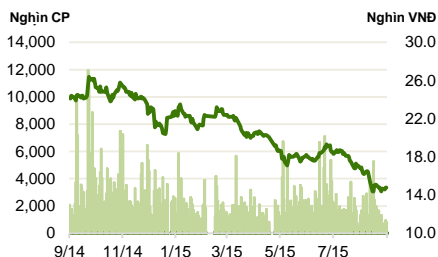
Cổ đông lớn

CT HĐQT	44.0%
Credit Suisse (Hong Kong) Ltd	4.3%
Deutsche Asset Management	3.9%



Biến động giá

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	-3.5	-7.7	-9.3
(%)	-19%	-34%	-39%



Doanh thu tăng mạnh ghi nhận từ mảng chăn nuôi bò

HAG dần chuyển hướng kinh doanh sang nông nghiệp

Từ một doanh nghiệp tư nhân chuyên sản xuất và kinh doanh gỗ, HAG tiến đến phát triển thành một tập đoàn đa ngành gồm kinh doanh bất động sản, khoáng sản, thủy điện, nông nghiệp... Cho đến nay, công ty tập trung chủ yếu vào 2 lĩnh vực chính là bất động sản và nông nghiệp. Hai lĩnh vực này phát triển ổn định trong những năm gần đây:

Về mảng bất động sản: HAG có lợi thế về quỹ đất chi phí thấp, khả năng tự thi công và cung cấp vật liệu xây dựng nên có thể hạ giá các dự án nhằm dễ dàng thu hồi vốn. Nhận thấy tiềm năng từ bất động sản ở Myanmar, HAG thu hẹp đầu tư bất động sản trong nước trong bối cảnh bất động sản trong nước đóng băng và đẩy mạnh đầu tư vào thị trường Myanmar từ những năm 2012. Nổi bật là Dự án khu phức hợp Hoàng Anh Gia Lai Myanmar Center với quy mô 1 trung tâm thương mại, 4 tòa nhà văn phòng cho thuê, 1 khách sạn 5 sao và 5 block căn hộ cao cấp với tổng diện tích xây dựng trên 650,000 m2. Dự án gồm 2 giai đoạn:

Giai đoạn 1: được khởi công từ 2013 dự kiến hoàn thành vào tháng 6/2015, dự án bao gồm trung tâm thương mại, 2 tòa văn phòng A&B và khách sạn 5 sao quy mô 429 phòng mang thương hiệu Melia Yangon.

Giai đoạn 2: khởi công từ tháng 6/2015 ước tính hoàn thành vào Quý 2/2017 gồm 2 tòa nhà văn phòng cho thuê C&D và 5 block căn hộ cao cấp với diện tích kinh doanh 94.189 m2 và 5 block căn hộ cao từ 27-30 tầng gồm hơn 1,000 căn.

Và đúng như tiến độ, vào ngày 23/06/2015, HAG đã tiến hành lễ bàn giao đưa vào sử dụng giai đoạn 1 của dự án, dự kiến doanh thu sẽ bắt đầu được ghi nhận từ Q3/2015. Với vị trí thuận lợi gần trung tâm thành phố Yangon và sân bay quốc tế Yangon dự án này hứa hẹn đem lại nguồn thu khá lớn cho HAG trong tương lai.

Về mảng nông sản:

Các sản phẩm nông nghiệp chủ lực của HAG gồm cao su, mía đường, bắp, dầu cọ và thịt bò.

Cao su: được trồng tại Việt nam, Lào và Campuchia với tổng diện tích là 42,500 ha, bắt đầu khai thác từ 2012. Sắp tới, công ty chuyển bớt 2,000 ha đất trồng cao su sang trồng cỏ chăn nuôi bò.

Mía đường: tổng diện tích đã trồng là 8,000 ha, chủ yếu trồng tại Lào.

Bắp: đã trồng 5,000 ha tại Lào và Campuchia. Phục vụ nhu cầu thức ăn của đàn bò hiện tại.

Cọ dầu: đã trồng 17,300 ha. Công ty sắp triển khai trồng thêm 13,000 ha để hoàn thành kế hoạch 30,000 ha trong năm 2015; ngoài ra, HAG lắp đặt thiết bị và hoàn thành nhà máy ép dầu cọ tại Campuchia để chuẩn bị cho công tác thu hoạch và chế biến cọ trong tháng 7/2015.

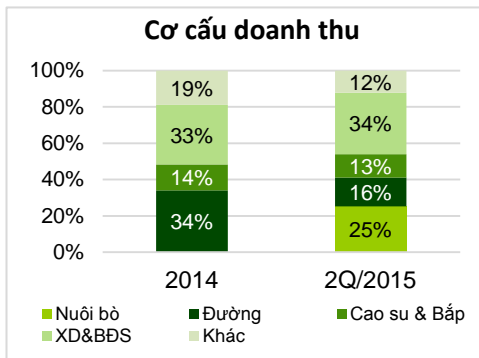
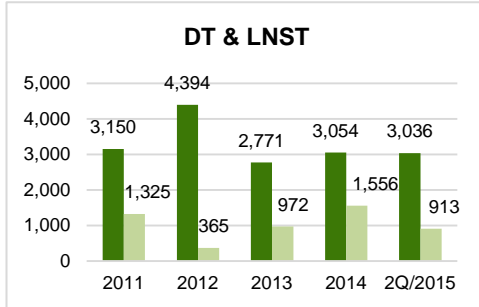
Chăn nuôi bò: công ty đang chăn nuôi 43,500 con bò. Trong đó, có 6,000 con bò sữa đang được chăn nuôi tại Gia Lai và 10% trong số này đang cho sữa. Tổng số lượng đàn bò dự kiến 236,000 con. Trong đó gồm 120,000 con bò sữa, 116,000 con bò thịt.

Nhìn chung, công ty đang dần chuyển hướng sang mảng nông nghiệp đặc biệt là mảng kinh doanh mới là chăn nuôi bò. Với lợi thế là quỹ đất rộng, việc áp dụng cơ giới và công nghệ cao trong nông nghiệp giúp HAG đạt được hiệu quả tối ưu trong sản xuất, đạt năng suất cao và hạ giá thành.

Ngoài ra, đầu ra của sản phẩm chăn nuôi cũng khá ổn định. HAG đã ký hợp tác liên minh với hai đối tác chiến lược là Công ty NutiFood để xây dựng nhà máy chế biến sữa với công suất trên 500 triệu lít/năm và tiêu thụ toàn bộ nguồn sữa do HAG cung ứng và Công ty VISSAN là đơn vị cung cấp thịt bò sạch từ các trang trại của HAG ra thị trường.

Trong bối cảnh giá các loại hàng hóa như mía đường, cao su đang giảm giá khá mạnh trong những năm gần đây do tình trạng dư cung, nhưng doanh thu lợi nhuận của HAG vẫn tăng trưởng bền vững. Vì vậy, chúng tôi tin rằng bức tranh lợi nhuận của HAG sẽ rất sáng sủa khi giá các loại hàng hóa này bước vào chu kỳ mới trong 1 đến 2 năm tới.

Kết quả kinh doanh tăng trưởng bền vững, doanh thu trong 2 quý đầu năm 2015 bắt đầu ghi nhận từ mảng chăn nuôi bò.



Năm 2014, kết quả kinh doanh HAG tăng trưởng tốt. Doanh thu thuần của HAG đạt 3,054 tỷ đồng (+10.2% YoY). Mía đường là mảng kinh doanh có tỷ trọng đóng góp lớn nhất trong doanh thu. Theo đó, doanh thu từ các sản phẩm ngành đường đạt 1,042 tỷ đồng (+24.3% YoY, đóng góp tỷ trọng 34%). Theo sau là xây dựng và bất động sản với doanh thu đạt 1,003 tỷ đồng (+28.6% YoY, đóng góp tỷ trọng 33%). Doanh thu từ xây dựng và bất động sản đã có sự thu hẹp khi mà doanh thu từ mảng này trong năm 2012 là 3,306 tỷ đồng (chiếm đến 75% tổng doanh thu). Tuy nhiên, trong tương lai, mảng XD&BDS sẽ có sự đột phá nhờ ghi nhận doanh thu từ dự án khu phức hợp HAGL Myanmar Center. Nhìn chung, cơ cấu doanh thu của HAG trong năm 2014 được đóng góp chủ yếu bởi mảng nông nghiệp và có sự thu hẹp doanh thu từ mảng bất động sản. Với việc thoái vốn đối với các dự án thủy điện tại Việt Nam và thu hẹp quy mô hoạt động của ngành khoáng sản, doanh thu từ hai mảng này không còn ghi nhận đáng kể.

Với định hướng kinh doanh mới, năm 2014 HAGL đã quyết định đầu tư phát triển mô hình chăn nuôi bò thịt và bò sữa tiên tiến theo tiêu chuẩn quốc tế. Trong quý 2/2015, doanh thu đã bắt đầu ghi nhận từ mảng nuôi bò và hoạt động chăn nuôi bò đã vượt qua mía đường để trở thành nguồn thu lớn nhất của HAG. Tính chung 6 tháng đầu năm, doanh thu bán bò đạt 766 tỷ đồng, đóng góp 25% trong tổng doanh thu. Doanh thu từ các mảng khác cũng có sự tăng trưởng tích cực trong 6 tháng đầu năm. Cụ thể doanh thu từ xây dựng và bất động sản đạt 1,030 tỷ (+151% YoY). Với sự phục hồi của giá cao su, doanh thu từ cao su trong 2 quý đầu năm đạt 105 tỷ đồng (+48% YoY). Doanh thu từ trồng bắp cũng ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng trong 2 quý đầu năm với doanh thu đạt 282 tỷ đồng (+147% YoY). Trong khi đó mảng mía đường, không còn giữ vai trò chủ đạo trong cơ cấu doanh thu. Tính chung 6 tháng đầu năm, tổng doanh thu thuần thu đạt 3,036 tỷ (+87% YoY, gần bằng cả năm 2014). Với kết quả này, doanh thu trong 2 quý đầu năm đã đạt 57% kế hoạch cả năm. Ngoài ra, tỷ suất lợi nhuận của HAG vẫn duy trì được mức cạnh tranh so với mặt bằng chung nhờ lợi thế quy mô và khoa học kỹ thuật.

Lợi nhuận hoạt động tài chính chiếm một tỷ trọng đáng kể trong tổng lợi nhuận. Năm 2014 khoản mục này ghi nhận 1,434 tỷ đồng (+80.4% YoY). Trong năm, công ty con là CTCP xây dựng và Phát triển Nhà hoàng Anh đã phát hành cổ phần riêng lẻ cho cổ đông bên ngoài với giá trị 1,100 tỷ đồng và khoản phụ trội 746 tỷ đồng được ghi nhận là thu nhập tài chính. Ngoài ra, lợi nhuận hoạt động tài chính một phần đến từ lãi cho các công ty khác vay. Trong 2 quý đầu năm 2015, lợi nhuận hoạt động tài chính cũng ghi nhận 487.1 tỷ đồng và chủ yếu đến từ tiền lãi cho công ty khác vay.

Chi phí lãi vay là một gánh nặng khá lớn đối với HAG. Năm 2014, chi phí lãi vay là 565.2 tỷ đồng (-4.5% YoY). Sang hai quý đầu năm 2015 chi phí lãi vay lên đến 459.3 tỷ đồng (+86% YoY), do nợ vay đã tăng mạnh nhằm tài trợ cho hàng loạt dự án đang triển khai của công ty. Điều này đã bào mòn một phần lợi nhuận kinh doanh của HAG.

Năm 2014, nhờ hoạt động kinh doanh chính có nhiều khởi sắc cùng với khoản lợi nhuận lớn từ hoạt động tài chính đã giúp lợi nhuận sau thuế đạt 1,474 tỷ đồng (+74.2% YoY). 2 quý đầu năm 2015, hoạt động kinh doanh chính có nhiều bứt phá nhờ ghi nhận thêm doanh thu đáng kể từ mảng chăn nuôi bò nhưng do gánh nặng từ chi phí lãi đã khiến tốc độ tăng trưởng của LNST khá thấp khi so với tốc độ tăng của doanh thu. Theo đó, lợi nhuận sau thuế 2 quý đầu năm 2015 đạt 913.1 tỷ (+34% YoY), bằng 43% kế hoạch lợi nhuận cả năm.

Bên cạnh những thuận lợi, vẫn còn nhiều thách thức và rủi ro cho mảng chăn nuôi khi Việt Nam đã và đang gia nhập hàng loạt hiệp định thương mại tự do. Điều này gây ra áp lực cạnh tranh khá lớn cho ngành thịt. Theo đó nhập khẩu thịt đông lạnh từ EU vào Việt Nam dự báo sẽ tăng mạnh do thuế suất về mức 0% theo lộ trình từ 3 - 7 năm.

Ngoài ra, HAG gặp phải rủi ro từ báo cáo của Global Witness, tổ chức phi chính phủ chuyên theo dõi các hoạt động khai thác tài nguyên đã ra báo cáo về những vấn đề khai thác rừng để trồng cao su, gây ảnh hưởng lớn đến môi trường và đời sống của người dân tại Lào và Campuchia. Báo cáo này cũng gây sức ép về trách nhiệm đạo đức lên các cổ đông lớn nước ngoài của HAG.

Khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG, với giá mục tiêu là 23,200 VND. Giá HAG hiện đang ở mức 15,300 đồng. Chúng tôi định giá cổ phiếu HAG ở mức 23,200 VND dựa trên 2 phương pháp: P/E (tỷ trọng 70%, P/B ước tính năm 2015 là 14.1x và EPS dự phóng cho năm 2015) và P/B (tỷ trọng 30%, P/B ước tính năm 2015 là 1.1x và doanh thu trên mỗi cổ phiếu kỳ vọng năm 2015). Chúng tôi khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG đối với cổ phiếu này.

	2013	2014	2015 KH	2015 E
Doanh thu thuần	2,771	3,054	5,347	4,573
%YoY	-36.9%	10.2%		49.7%
Lợi nhuận gộp	1,196	1,227		1,831
%YoY	-0.4%	2.6%		49.2%
Biên LN gộp	43.2%	40.2%		40.0%
Biên LN HĐKD	28.7%	29.6%		30.5%
Lợi nhuận trước thuế	999	1,773	2,100	1,278
LNST cổ đông công ty mẹ	846	1,474		1,211
% YoY	5.9%	2.2%		1.4%

Sơ lược công ty

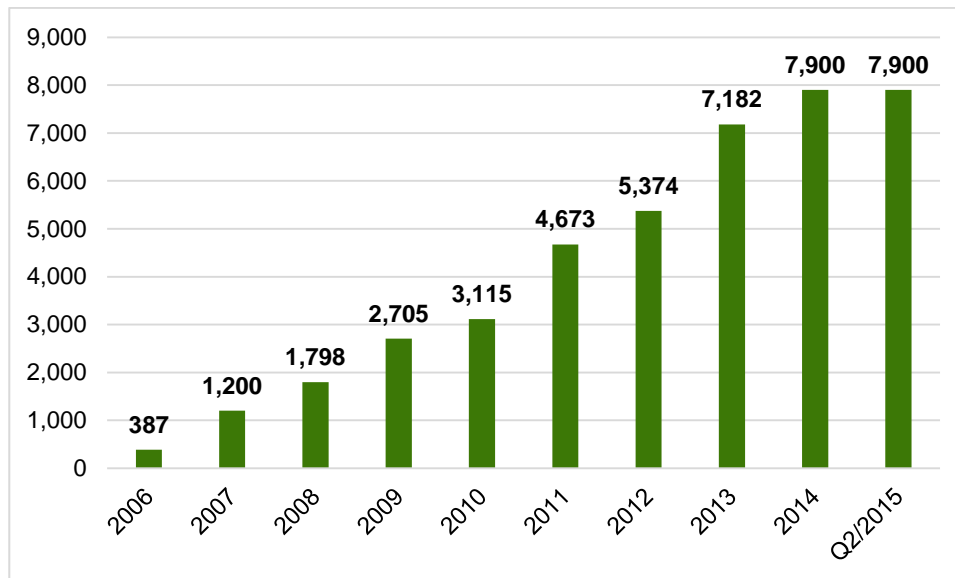
Tiền thân là xí nghiệp tư nhân Hoàng Anh được thành lập vào năm 1993 tại Gia Lai. Đến năm 2006, chuyển đổi mô hình thành CTCP Hoàng Anh Gia Lai và niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2008.



HAG khởi nghiệp là một doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh đồ gỗ. Với chiến lược kinh doanh đa ngành, công ty mở rộng thêm lĩnh vực kinh doanh bất động sản từ năm 2002. Tiếp theo sau đó là các lĩnh vực thủy điện, trồng trọt được mở rộng kể từ năm 2008. Hiện nay, HAG đang dần chuyển hướng chiến lược kinh doanh với việc tập trung chủ yếu vào hai mảng kinh doanh chính là nông nghiệp và bất động sản.

Trong lĩnh vực nông nghiệp, ngoài sản phẩm cao su, mía đường, bắp đã được đưa vào trồng trọt từ trước thì từ năm 2014, HAG đầu tư sâu rộng vào mảng chăn nuôi bò và mảng kinh doanh này cũng đem lại một phần lợi nhuận khá tốt cho công ty trong 2 quý đầu năm 2015. Còn về mảng bất động sản, thị trường đầu tư chính là ở TP.HCM, Đà Nẵng, Myanmar. Với sự đi xuống của bất động sản từ thời kỳ đóng băng, HAG quyết định thu hẹp dần mảng bất động sản trong nước, chỉ còn tập trung chủ yếu ở Myanmar mà tiêu biểu là dự án Khu phức hợp HAGL Myanmar Center tại Yangon, Myanmar đóng vai trò chủ lực.

Quá trình tăng vốn (tỷ VNĐ)



Nguồn PHS & HAG

Chỉ số tài chính (tỷ VNĐ)

Kết quả kinh doanh	2012	2013	2014	2015 E
Doanh thu thuần	4,394	2,771	3,054	4,573
Giá vốn hàng bán	3,194	1,575	1,827	2,742
Lợi nhuận gộp	1,201	1,196	1,227	1,831
Chi phí bán hàng	167	126	82	63
Chi phí QLDN	245	275	240	372
Lợi nhuận từ HĐKD	789	796	905	1,396
Lợi nhuận tài chính	231	795	1,434	1,089
Chi phí lãi vay	495	592	565	846
Lợi nhuận trước thuế	525	999	1,773	1,639
Lợi nhuận sau thuế	365	972	1,556	1,278
Lợi nhuận sau thuế CĐ công ty mẹ	350	846	1,474	1,211
Cân đối kế toán	2012	2013	2014	2015 E
Tài Sản Ngắn Hạn	14,309	9,741	10,112	12,883
Tiền và tương đương tiền	2,518	2,448	978	1,397
Đầu tư tài chính ngắn hạn	150	150	82	-
Phải thu ngắn hạn	6,982	5,093	6,670	8,022
Hàng tồn kho	4,265	1,838	2,085	3,180
Tài sản ngắn hạn khác	393	211	297	285
Tài Sản Dài Hạn	16,975	20,073	26,256	30,996
Phải thu dài hạn	-	3,636	5,382	7,851
Tài sản cố định	13,051	14,146	17,886	5,944
Bất động sản đầu tư	-	15	14	17
Chi phí xây dựng dở dang	9,951	10,433	12,582	15,300
Đầu tư tài chính dài hạn	3,054	815	1,538	339
Tài sản dài hạn khác	581	1,200	1,262	1,440
Lợi thế thương mại	288	261	174	106
Tổng cộng tài sản	31,285	29,813	36,369	43,880
Nợ phải trả	20,461	16,293	20,979	26,420
Nợ ngắn hạn	6,724	4,959	9,257	12,620
Nợ dài hạn	13,737	11,334	11,721	13,800
Vốn chủ sở hữu	9,753	12,853	14,238	17,460
Vốn điều lệ	5,374	7,182	7,900	7,900
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,070	667	1,153	-
Tổng nguồn vốn	31,285	29,813	36,369	43,880

Lưu chuyển tiền tệ	2012	2013	2014	2015 E
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	940	-2,060	-473	307
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	-5,833	-3,215	-5,808	-3,305
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	4,515	5,205	4,812	3,416
Tiền trong kỳ	-378	-70	-1,470	418
Tiền mặt đầu năm	2,896	2,518	2,448	978
Tiền mặt cuối năm	2,518	2,448	978	1,397
Định giá	2012	2013	2014	2015 E
EPS (VNĐ)	727	1,548	2,064	1,618
BVPS (VNĐ)	18,150	17,897	18,023	22,102
P/E	13.1	10.7	16.0	18.8
P/B	0.5	0.9	1.8	1.4
Chỉ số tài chính	2012	2013	2014	2015 E
Cơ cấu vốn				
TS ngắn hạn/Tổng TS	46%	33%	28%	29%
TS dài hạn/Tổng TS	54%	67%	72%	71%
Tổng Nợ/VCSH	2.1	1.3	1.5	1.5
Tổng Nợ/Tổng TS	0.7	0.5	0.6	0.6
Chỉ số chi trả lãi vay	2.1	2.7	4.1	2.9
Chỉ số thanh khoản				
Thanh khoản hiện thời	2.1	2.0	1.1	1.0
Thanh khoản nhanh	1.5	1.6	0.9	0.8
Hiệu quả hoạt động				
Số ngày tồn kho	481	420	411	417
Số ngày thu tiền	572	662	786	631
Số ngày phải trả	78	149	129	178
Vòng quay TS ngắn hạn	0.3	0.3	0.3	0.4
Vòng quay TS cố định	0.3	0.2	0.2	0.8
Vòng quay tổng TS	0.1	0.1	0.1	0.1
Tỷ suất lợi nhuận				
Tỷ suất LN gộp	27%	43%	40%	40%
Tỷ suất LN HĐKD	18%	29%	30%	31%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	8%	35%	51%	28%
ROE	4%	9%	11%	8%
ROA	1%	3%	4%	3%

Nguồn: HAG và PHS dự phóng

Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Tăng tỷ trọng = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Trung lập = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Giảm tỷ trọng = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.



Công ty cổ phần chứng khoán Phú Hưng

Tòa nhà CR3-04B, Tầng 4,

109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (84-8) 5 413 5479

E-mail: info@phs.vn

Call Center: (84-8) 39 33 99 66