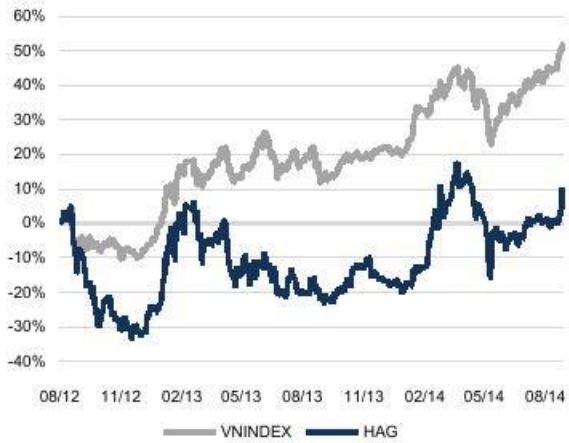
CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN HOÀNG ANH GIA LAI (HSX:HAG)

Ngô Kinh Luân
Phạm Lê Duy Nhân
Chuyên viên phân tích
Điện thoại: (84) – 8 6290 8686 - Ext : 7595

Diễn biến suất sinh lợi cổ phiếu HAG



Thông tin giao dịch	
Giá hiện tại (VNĐ/cp)	25.000
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	29.600
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	19.700
Số lượng CP niêm yết (cp)	718.154.693
Số lượng CP lưu hành (cp)	789.970.162
KLGD b/quân 3 tháng (cp/phiên)	2.618.811
% sở hữu nước ngoài	36,06%
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	718,15
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	19.749

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai
Địa chỉ	Quốc lộ 14, Xã Chưhdrông, TP.Pleiku
Doanh thu chính	Đường, Cao su, Bắp, Bất động sản, Xây dựng, Khoáng sản
Chi phí chính	Xây dựng, chăm sóc, khai thác và chế biến
Lợi thế cạnh tranh	Kinh nghiệm, Uy tín, Đa ngành
Rủi ro chính	Vay nợ cao, dòng tiền chưa ổn định

Danh sách cổ đông	Tỷ lệ %
Chủ tịch Đoàn Nguyên Đức	43,39
Credit Suisse Hong Kong Ltd.	10,21
Deutsche Bank AG & Deutsche Asset	4,99
Vietnam Century Fund	2,99
Market Vectors ETF	1,22
Khác	37,20

TÓM TẮT

Tổng kết 6 tháng đầu năm 2014, doanh thu thuần đạt 1.623 tỷ đồng tăng 14,7% so với cùng kỳ 2013 và đạt 48% kế hoạch 2014. Doanh thu tăng có sự đóng góp lớn từ mảng đường (+24% YoY), hợp đồng xây dựng (+578% YoY), mảng bắp lần đầu tiên đóng góp doanh thu (đạt 113,8 tỷ đồng). Lợi nhuận gộp theo đó tăng 21%, đạt 722,3 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế đạt 684 tỷ đồng, tăng 72,4% so với cùng kỳ 2013.

Mảng mía đường: doanh thu và lãi gộp từ đường vẫn là thành phần đóng góp nhiều nhất trong kết quả kinh doanh của công ty nhưng hiệu quả đang giảm. Doanh thu đường 6 tháng đầu năm đạt 787 tỷ đồng, tăng 24% so với cùng kỳ, đóng góp 48,5% trong tổng doanh thu thuần của công ty. Lợi nhuận gộp đạt 439 tỷ đồng, tăng 7% so với cùng kỳ, đóng góp 60,8% trong tổng lợi nhuận gộp của công ty.

Theo chúng tôi, sản lượng tiêu thụ năm 2014 ước tính đạt 84.000 tấn, doanh thu dự phóng đạt 1.071 tỷ đồng, đạt 95% kế hoạch, lợi nhuận gộp ước đạt 576 tỷ đồng, đạt 85% kế hoạch cả năm.

Mảng cao su: diện tích khai thác tăng 936 ha so với năm 2013, giúp sản lượng khai thác tăng khoảng 30%. Tuy nhiên do giá cao su giảm mạnh so với cùng kỳ (giảm 26% từ 2.250 USD/tấn còn 1.400-1.660 USD/tấn), theo đó doanh thu chỉ tăng 19% so với cùng kỳ. Lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm đạt 40,9 tỷ đồng tăng 9% so với cùng kỳ tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận giảm từ 63% cùng năm 2013 còn 57% trong 6 tháng đầu năm nay.

Theo chúng tôi, dự kiến năm nay công ty sẽ tiêu thụ khoảng 7.693 tấn, đạt 100% kế hoạch, tuy nhiên với giá bán cao su đang giảm mạnh như hiện nay thì theo chúng tôi doanh thu thuần của mảng này chỉ có thể đạt 300 tỷ đồng, hoàn thành 88% kế hoạch năm. Tỷ suất lợi nhuận gộp năm nay ước tính chỉ ở mức 55% giảm mạnh so với mức 69% của năm 2013. Theo đó, lợi nhuận gộp năm nay có khả năng đạt 165 tỷ đồng, tương đương 67% kế hoạch năm.

Mảng bắp: đây là năm đầu tiên công ty có đóng góp doanh thu từ bắp (bắt đầu từ quý 2/2014). Trong quý 2/2014, công ty tiêu thụ được 22.860 tấn, doanh thu đạt mức 113,8 tỷ đồng, đóng góp 7% doanh thu của toàn công ty. Theo tổng hợp cho thấy công ty sẽ tiếp tục tiêu thụ khoảng 25.600 tấn bắp trong 6 tháng cuối năm. Tuy nhiên, trước tình hình giá bắp đang có chiều hướng giảm từ đầu năm đến nay, chúng tôi ước tính doanh thu 6 tháng cuối năm chỉ có thể tăng nhẹ 1-2% so với 6 tháng đầu năm nhờ sản lượng tiêu thụ tăng. Theo đó, doanh thu cả năm từ mảng này sẽ đạt khoảng 229 tỷ đồng, đạt 76% kế hoạch, lợi nhuận gộp ước tính đạt 140 tỷ đồng, đạt 80% so với kế hoạch.

Mảng tài chính: Doanh thu mảng này trong 6 tháng đầu năm đã giảm 35% so với cùng kỳ năm 2013,đạt 364 tỷ đồng. Nguyên nhân giảm là do: (1) Lãi tiền gửi Ngân hàng giảm 67% từ 64 tỷ đồng về còn

24 tỷ đồng; (2) Lãi từ chuyển nhượng dự án giảm mạnh do năm 2013 công ty chuyển nhượng 6 dự án Thủy Điện, sang năm 2014 không còn phát sinh nữa. Theo đó, lợi nhuận từ mảng này chỉ còn 47 tỷ đồng so với mức 103 tỷ đồng cùng kỳ năm 2013.

Mảng hợp đồng xây dựng: Trong 6 tháng đầu năm nguồn đóng góp chủ yếu đến từ hợp đồng xây dựng sân bay Huaphan, Nong Khang (Lào). Dự kiến thu về khoảng 300 tỷ lợi nhuận gộp trong 6 tháng cuối năm 2014. Theo nhận định của chúng tôi, mảng hoạt động này công ty sẽ đạt xấp xỉ kế hoạch đề ra. Theo đó, dự kiến lợi nhuận gộp đóng góp từ mảng này trong năm nay sẽ vào khoảng 415 tỷ đồng.

Mảng bất động sản: Nguồn thu 6 tháng đầu năm 2014 chủ yếu là của dự án Bàu Thạc Gián. Doanh thu và lợi nhuận gộp trong nửa đầu năm thu về lần lượt là 120,6 tỷ đồng (+18% YoY) và 23,8 tỷ đồng (+36% YoY). Riêng mảng kinh doanh này chúng tôi dự kiến sẽ mang về 44 tỷ lợi nhuận gộp trong năm nay, đạt 96% kế hoạch.

Cập nhật dự án Myanmar:

Các hạng mục của giai đoạn 1: Trung tâm thương mại cao 5 tầng (38.000 m^2), 2 tòa cao ốc văn phòng A&B cao 22 tầng (tổng diện tích kinh doanh lên tới 85.700 m^2), khách sạn 5 sao (480 phòng, 24 tầng).

- *Hạng mục khách sạn 5 sao đã xây dựng xong tầng 5.*
- *Hai tòa cao ốc văn phòng lần lượt xây xong tầng 5 và tầng 7.*
- *Trung tâm tiện ích và khu bán lẻ đang được thi công.*

Công ty tiếp tục triển khai công tác xây dựng 3 ca/ngày đối với các hạng mục của giai đoạn 1 để hoàn thành và đưa 2 block văn phòng đầu tiên cùng với trung tâm thương mại vào hoạt động cuối quý 1/2015. HAGL sẽ hợp tác với 1 đối tác chuyên về quản lý và điều hành khách sạn 5 sao để vận hành khách sạn này. Vì vậy, riêng khu khách sạn 5 sao phải cần thêm 5-6 tháng để công ty quản lý khách sạn tiến hành thử nghiệm, dự kiến đến quý 4/2015 mới chính thức hoạt động.

Giai đoạn 2: nếu tiến độ giai đoạn 1 được đảm bảo dự kiến giai đoạn 2 được khởi công vào cuối quý 3/2016. Các hạng mục bao gồm: 2 tòa cao ốc văn phòng cho thuê hạng A với diện tích kinh doanh 94.189 m^2 cao 30 tầng và 5 tòa căn hộ cao 27-32 tầng bao gồm hơn 1.000 căn (trong đó khoảng 400 căn là căn hộ dịch vụ).

Mảng chăn nuôi bò sữa, bò thịt

Tổng mức đầu tư cho dự án này dự kiến vào khoảng 12.000 tỷ đồng, trong đó tỷ lệ góp vốn lần lượt của các bên là HAG (50%), Vissan và Nutifood (50%).

- **Nutifood sẽ đầu tư khoảng 5.000 tỷ đồng theo 2 giai đoạn:**
- ***Giai đoạn 1 (3.500 tỷ):*** *xây dựng nhà máy sản xuất sữa tươi 100% công nghệ Đức và Thụy Điển có công suất 290 triệu lít sữa/năm, dự kiến khởi công từ 08/2014 và hoàn tất trong khoảng thời gian từ 9-12 tháng sau đó.*
- ***Giai đoạn 2 (1.500 tỷ):*** *nâng cấp công suất nhà máy sữa tươi lên 500 triệu lít sữa/năm. Nhà máy rộng đặt tại Khu Công nghiệp Trà Đa – Gia Lai, cách trang trại bò sữa của HAG khoản 40 km.*

- **HAGL:** Tổng mức đầu tư 6.300 tỷ, chia tương ứng ra 2 giai đoạn. Trong đó vốn góp của HAG chiếm 30%, 70% từ vốn vay.
- **Vissan:** đầu tư nhà máy chế biến thịt gia súc với công suất 78.000 tấn/năm, giá trị đầu tư khoảng 700 tỷ đồng.

HAGL dự kiến nuôi tổng cộng 120 ngàn con bò thịt. Giống bò được nhập từ vùng Đông Bắc-Thái Lan và Darwin-Úc. Đối với bò sữa, công ty lên kế hoạch nuôi tổng cộng 116 ngàn con bò sữa. Giống bò được nhập từ New Zealand và Mỹ.

Tiến độ hiện nay: Tính đến thời điểm hiện tại thì HAGL vẫn đang trong giai đoạn xây dựng cơ bản (chuồng trại) và trồng cỏ. Theo lãnh đạo công ty chia sẻ, HAGL sẽ dành ra 3.400 ha để trồng cỏ và 600 ha để xây dựng nhà máy, hạ tầng chuồng trại. Dự kiến đến tháng 9/2014 mới có thể nhập bò từ Úc về. Đối với mảng kinh doanh này hiện tại theo chúng tôi còn quá mới đối với HAGL và vẫn chưa có đủ cơ sở để đánh giá hiệu quả đầu tư cũng như khả năng khai thác các nhà máy của các đối tác Vissan và Nutifood trong tương lai khi tiêu thụ sản phẩm thịt và sữa của HAGL. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi và đánh giá mảng kinh doanh này để cập nhật cho quý nhà đầu tư các thông tin xác thực nhất trong các báo cáo tiếp theo.

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2014

Theo dự phóng của chúng tôi, năm nay có khả năng công ty đạt 102% kế hoạch doanh thu, tương đương 3.441 tỷ đồng. Tuy nhiên theo quan điểm đánh giá của chúng tôi, với mặt bằng giá bán của các sản phẩm nông nghiệp (bắp, cao su, đường) đang giảm mạnh như hiện nay sẽ là một khó khăn và trở ngại lớn đối với công ty để đạt kế hoạch lợi nhuận gộp như mong đợi. Theo dự phóng của chúng tôi, lợi nhuận gộp có khả năng hoàn thành ở mức 89% kế hoạch, đạt 1.428 tỷ đồng. **LNST cũng chỉ đạt khoảng 91% kế hoạch, đạt 1.322 tỷ đồng (chưa bao gồm các khoản bất thường từ chuyển nhượng bất động sản tại Đà Nẵng và Đà Lạt). EPS năm nay sẽ vào khoảng 1.673 đồng/cp (đã pha loãng 10% cổ tức bằng cổ phiếu năm 2013). Theo đó, HAG đang giao dịch với mức PE forward là 15x, theo chúng tôi các nhà đầu tư nên duy trì trạng thái Nắm giữ đối với cổ phiếu HAG với mục đích đầu tư trung-dài hạn.**

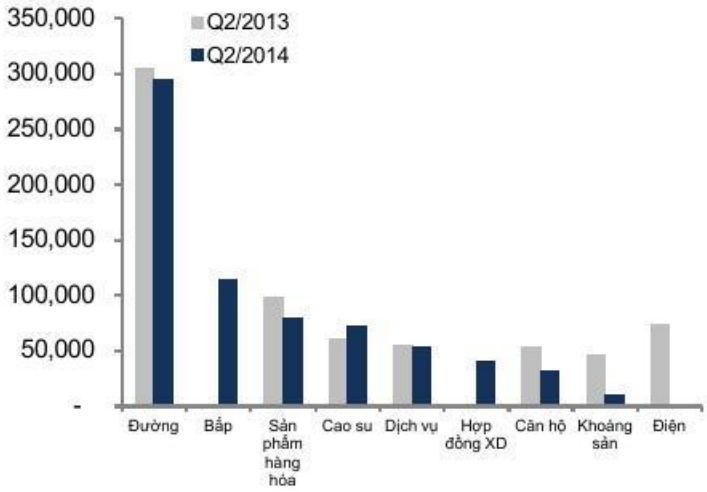
Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2014

Mảng kinh doanh	Doanh thu	LN gộp	Tỷ suất LN gộp	Tỷ trọng LN gộp	KH doanh thu 2014	% so với KH	KH LN gộp 2014	% so với KH
Bán SP, hàng hóa	**242**	**56**	23%	4%	-	**-**	-	**-**
Đường	**1.071**	**576**	54%	40%	1.132	**95%**	678	**85%**
Cao su	**300**	**165**	55%	12%	341	**88%**	246	**67%**
Bắp	**229**	**140**	61%	10%	300	**76%**	175	**80%**
Cọ dầu	**-**	**-**						
HĐ Xây dựng	**1.050**	**415**	40%	29%	1.050	**99%**	420	**99%**
Khoáng sản	**-**	**-**			-		-	
Dịch vụ	**250**	**13**	5%	1%	250	**100%**	13	**100%**
Điện	**-**	**-**			-		-	
Bất động sản	**200**	**44**	22%	3%	200	**96%**	46	**96%**
Khác	**100**	**20**	20%	1%	100	**100%**	20	**100%**
Tổng	**3.441**	**1.428**		**100%**	**3.373**	**102%**	**1.598**	**89%**

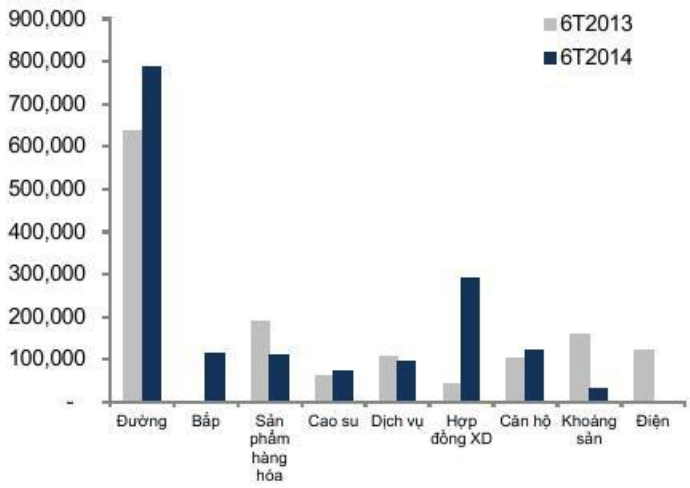
Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2014

Chỉ tiêu doanh thu thuần (triệu đồng)	6T/2013	6T/2014	% Thay đổi	KH2014	%KH2014
Đường	635.435	**787.439**	+24%	1.132.000	70%
Bắp	-	**113.813**	-	300.000	38%
Sản phẩm hàng hóa	189.689	**111.887**	-41%	100.000	112%
Cao su	60.195	**71.603**	+19%	341.000	21%
Dịch vụ	106.440	**97.254**	-9%	250.000	39%
Hợp đồng XD	42.707	**289.649**	+578%	1.050.000	28%
Căn hộ	102.093	**120.641**	+18%	200.000	60%
Khoáng sản	157.970	**30.290**	-81%	-	-
Điện	120.444	**561**	-100%	-	-
Tổng doanh thu thuần	1.414.972	**1.623.137**	+14,7%	3.373.000	48,1%
LNST	455.214	**684.322**	+50,3%	1.460.000	46,9%
LNST cty mẹ	370.576	**638.979**	+72,4%		

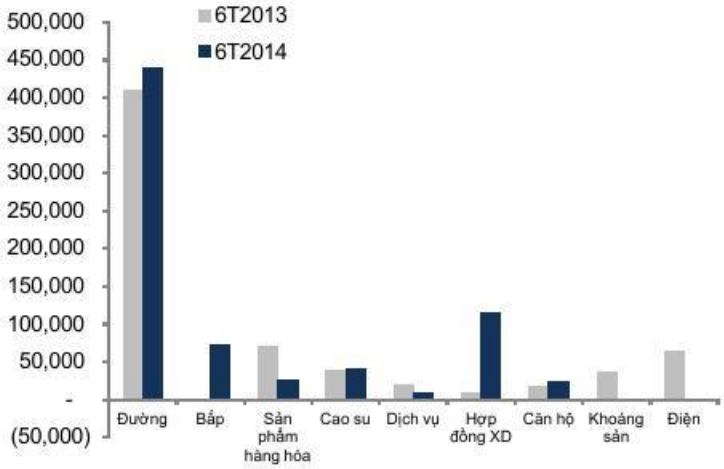
Doanh thu thuần quý 2



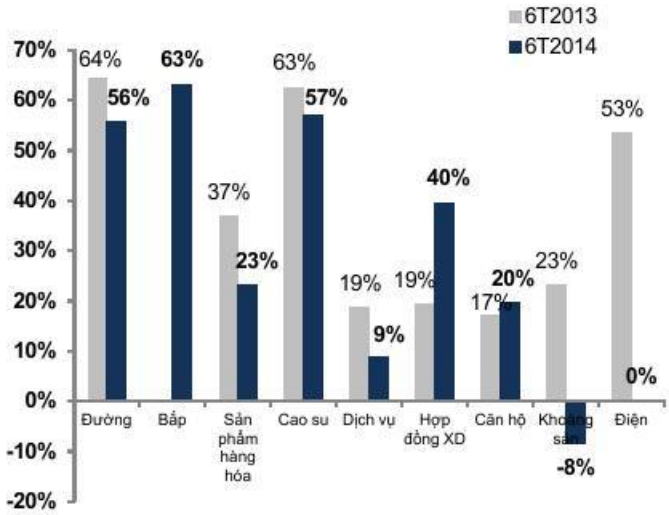
Doanh thu thuần 6 tháng đầu năm



Lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm



Tỷ suất lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm

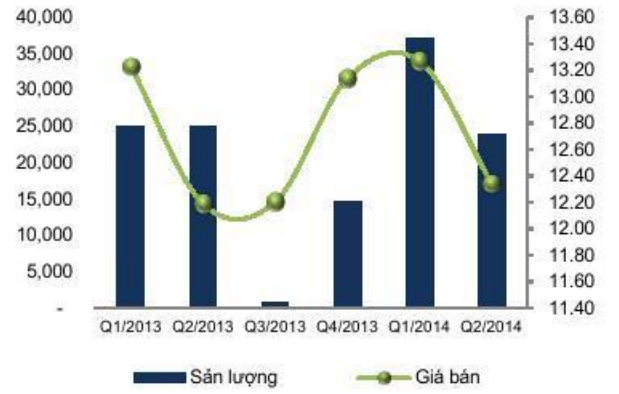


Nguồn: BCTC soát xét của HAGL

Mảng mía đường:

Doanh thu – Biên LN gộp theo quý

Sản lượng – Giá bán theo quý



Doanh thu và lãi gộp từ đường vẫn là thành phần đóng góp nhiều nhất trong doanh thu nhưng hiệu quả đang giảm.

Doanh thu đường Q2/2014 đạt 295 tỷ đồng (-3,1% YoY), trong đó sản lượng tiêu thụ đạt 23,9 ngàn tấn (-4,4% YoY) và giá bán bình quân ước khoảng 12,35 triệu đồng/tấn. Nếu so với quý liền trước, chúng tôi nhận thấy có sự sụt giảm mạnh cả về sản lượng tiêu thụ lẫn giá bán đường RS của HAG.

Biên lãi gộp bán đường Q2/2014 chỉ đạt 48,2%, thấp nhất kể từ lúc HAG bắt đầu sản xuất và kinh doanh đường (loại trừ Q3/2013 do sản lượng không đáng kể). Trong khi giá bán bình quân giảm (-7% QoQ), chúng tôi nhận thấy giá thành đang có xu hướng tăng khá mạnh (+44,4% QoQ).

Chúng tôi cũng được biết rằng HAG vẫn chưa bán đường cho BHS dưới hình thức tạm nhập tái xuất như đã thoả thuận.

Trước đó vào đầu tháng 3/2014, theo công văn số 1113/VPCP-QHQT của Văn phòng Chính phủ gửi Bộ Công thương, Bộ tài chính và UBND tỉnh Lào Cai, Thủ tướng Chính phủ chính thức cho phép Công ty cổ phần Đường Biên Hòa (BHS) được nhập khẩu 30 nghìn tấn đường thô của Công ty TNHH Mía đường Hoàng Anh Attapeu (Lào) - một công ty con của Hoàng Anh Gia Lai (HAG) để tinh luyện, xuất khẩu. Tuy nhiên ngày 8/8 vừa qua, Cục Xuất nhập khẩu (Bộ Công thương) đã có văn bản số 7552 gửi tới các DN về việc tạm ngừng tạm nhập, tái xuất đường qua cửa khẩu phụ trên địa bàn tỉnh Lào Cai. Trên thực tế, Bộ đã tạm ngừng cấp phép hoạt động tạm nhập, tái xuất đường từ nhiều tháng trước.

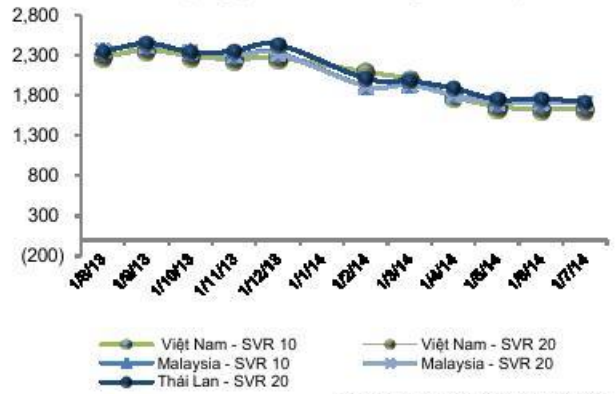
Mặc dù trước đây, chúng tôi cũng đã không kỳ vọng hoạt động tạm nhập tái xuất đường giữa HAG và BHS sẽ diễn ra trong 1H2014. Tuy nhiên, với những điều kiện hiện tại thì có lẽ hoạt động này cũng sẽ khó diễn ra trong năm nay.

Dự báo doanh thu và lợi nhuận bán đường 2H2014

Tồn kho đường tại thời điểm 30/06/2014 của HAG đạt hơn 22.340 tấn, cộng thêm lượng sản xuất những tháng đầu của vụ mới 2014/15 khoảng 16.920 tấn thì sản lượng đường của HAG trong 2H2014 đạt 39.260 tấn. Doanh nghiệp dự kiến tiêu thụ khoảng 23 ngàn tấn đường cho giai đoạn nửa sau của năm. Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu bán đường của HAG trong 2H2014 đạt 284 tỷ đồng (+40,1% YoY), lãi gộp ước đạt 136,8 tỷ đồng (+6,5% YoY). Tính chung cả năm, doanh thu và lợi nhuận gộp bán đường ước đạt lần lượt là 1.071 tỷ đồng và 576 tỷ đồng.

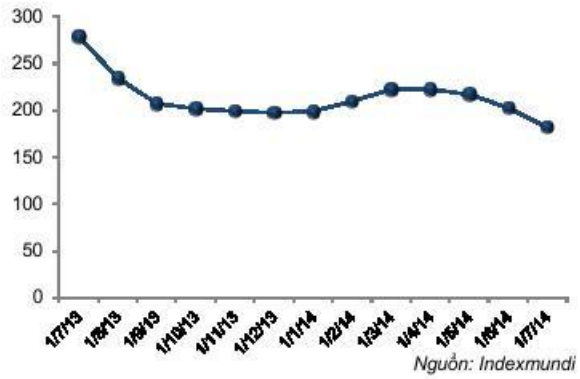
Doanh thu – Biên LN gộp theo quý

Biến động giá cao su trong 1 năm qua



Nguồn: AFET, VRG, Malaysia Rubber

Giá bắp nguyên liệu trên thị trường 1 năm qua



Nguồn: Indexmundi

Mảng Cao su:

Năm 2013 diện tích khai thác đạt 5.200 ha, sang năm 2014 diện tích khai thác của công ty tăng lên mức 6.136 ha, tương đương tăng 936 ha. Sau khi trải qua mùa rụng lá cao su (Q1/2014), sang Q2/2014 sản lượng mủ cao su khai thác đã tăng mạnh. Với 2 nguyên nhân này đã giúp cho doanh thu cao su Q2/2014 tăng trở lại đạt 71,6 tỷ đồng, tăng 19% so với cùng kỳ. Đây cũng là mức doanh thu của mảng này trong 6 tháng đầu năm.

Tuy nhiên do giá cao su giảm mạnh so với cùng kỳ (giảm 26% từ 2.250 USD/tấn về còn 1.660 USD/tấn) dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này trong 6 tháng đầu năm giảm từ 63% (6 tháng đầu năm 2013) về mức 57%. Mặc dù tỷ suất lợi nhuận gộp giảm nhưng do doanh thu tăng mạnh 19% nên giúp cho lợi nhuận gộp tăng 9% so với cùng kỳ.

Theo kế hoạch, trong 6 tháng cuối năm công ty sẽ thu hoạch thêm 5.817 tấn. Với mức giá cao su SVR 10 và 20 hiện chỉ còn 34-37 triệu đồng/tấn (giảm 12-19% so với giá bán trong 6 tháng đầu năm của công ty). Vì vậy, theo tính toán của chúng tôi cho thấy rằng năm nay doanh thu cao su sẽ đạt khoảng 300 tỷ đồng, đạt 88% kế hoạch cả năm, tương ứng với mức sản lượng tiêu thụ ước tính đạt 7.693 tấn. Về lợi nhuận gộp, chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp 6 tháng cuối năm sẽ thấp hơn 6 tháng đầu năm, đạt mức 54%. Theo đó, lợi nhuận gộp cả năm ước tính đạt 165 tỷ đồng, hoàn thành 67% kế hoạch cả năm.

Mảng Bắp:

Năm nay là năm đầu tiên công ty có doanh thu từ bắp. Theo như trao đổi với công ty thì bắp được tiêu thụ từ tháng 06/2014, vì vậy doanh thu chỉ mới có từ quý 2 vừa qua. Trong quý 2/2014, công ty tiêu thụ được 22.860 tấn, doanh thu đạt mức 113,8 tỷ đồng, đóng góp 7% doanh thu của toàn công ty. Công ty sẽ tiếp tục bán lượng hàng tồn kho bắp còn lại trong 2 quý cuối năm. Theo tổng hợp cho thấy công ty sẽ tiếp tục tiêu thụ khoảng 25.600 tấn bắp trong 6 tháng cuối năm. Tuy nhiên, trước tình hình giá bắp đang có chiều hướng giảm từ đầu năm đến nay, chúng tôi ước tính doanh thu 6 tháng cuối năm chỉ có thể tăng nhẹ 1-2% so với 6 tháng đầu năm. Theo đó, doanh thu cả năm từ mảng này sẽ đạt khoảng 229 tỷ đồng, đạt 76% kế hoạch, lợi nhuận gộp ước tính đạt 140 tỷ đồng, đạt 80% so với kế hoạch.

Mảng tài chính:

Doanh thu mảng này trong 6 tháng đầu năm đạt 364 tỷ đồng đã giảm 35% so với cùng kỳ năm 2013. Nguyên nhân giảm là do: (1) Lãi tiền gửi Ngân hàng giảm 67% từ 64 tỷ đồng về còn 24 tỷ đồng; (2) Lãi từ chuyển nhượng dự án giảm mạnh do năm 2013 công ty chuyển nhượng 6 dự án Thủy Điện, sang năm 2014 không phát sinh nữa. Theo đó, lợi nhuận từ mảng này chỉ còn 47 tỷ đồng so với mức 103 tỷ đồng cùng kỳ năm 2013.

Mảng hợp đồng xây dựng:

Trong 6 tháng đầu năm chủ yếu đóng góp từ hợp đồng xây dựng sân bay Huaphan, Nong Khang (Lào). Dự kiến thu về khoảng 300 tỷ lợi nhuận gộp trong 6 tháng cuối năm 2014. Như vậy cả năm dự kiến lợi nhuận gộp từ mảng này sẽ vào khoảng 415 tỷ đồng, đạt 99% kế hoạch đặt ra.

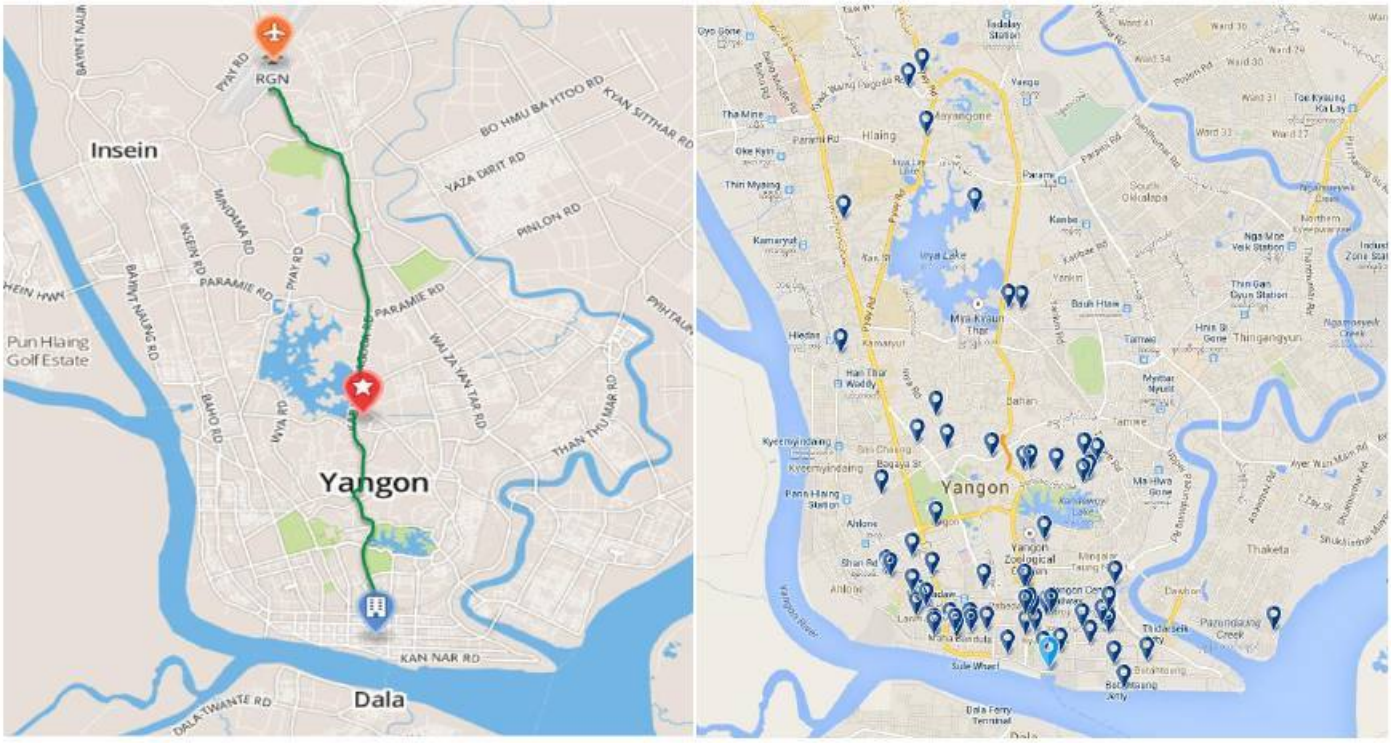
Mảng Bất động sản:

Nguồn thu 6 tháng đầu năm 2014 chủ yếu là của dự án Bàu Thạc Gián. Doanh thu và lợi nhuận gộp trong nửa đầu năm thu về lần lượt là 120,6 tỷ đồng (+18% YoY) và 23,8 tỷ đồng (+36% YoY). Riêng mảng kinh doanh này chúng tôi dự kiến sẽ mang về 44 tỷ lợi nhuận gộp trong năm nay, đạt 96% kế hoạch.
Sau khi tái cấu trúc thì HAGL giữ lại dự án Myanmar và một số dự án chưa triển khai tại Việt Nam. Doanh thu của những dự án này chưa phát sinh. Dự án Myanmar được chúng tôi cập nhật chi tiết như bên dưới.

Dự án khu phức hợp tại Myanmar:

Dự án của HAGL nằm ngay trục đường nối từ trung tâm thành phố Yangon đến sân bay quốc tế Yangon. Đường khá lớn với lộ giới khoảng 25 m. Dự án cách trung tâm 7,1 km và cách sân bay 11 km. Đối diện dự án là Hồ Inya, xung quanh khu vực này hiện chỉ có 1 khách sạn 5 sao (Sedona Hotel sát cạnh dự án của HAGL); 2 khách sạn 4 sao; 1 khách sạn 3 sao và 11 khách sạn từ 1 đến 2 sao. Vào trung tâm thành phố Yangon có thêm khoảng 8-10 khách sạn 5 sao, còn lại khoảng 30 khách sạn chuẩn từ 1-4 sao. Với thống kê này cho thấy số lượng khách sạn 5 sao tại Yangon không phải là ít. Theo chúng tôi khả năng đưa vào khai thác khách sạn 5 sao của HAGL sẽ gặp sự cạnh tranh gay gắt của nhóm khách sạn 5 sao ở khu vực trung tâm Yangon và rất nhiều các khách sạn 1-4 sao khá dày đặt với giá thuê < 100 USD/ngày tại khu vực xung quanh dự án trải dài đến trung tâm thành phố Yangon. Tham khảo bản đồ khách sạn tại thành phố Yangon, Myanmar (Link).

Vị trí địa lý của dự án HAGL và sơ đồ thống kê các khách sạn hiện có tại Thành phố Yangon



Các hạng mục của giai đoạn 1: Trung tâm thương mại cao 5 tầng (38.000 m^2), 2 tòa cao ốc văn phòng A&B cao 22 tầng (tổng diện tích kinh doanh lên tới 85.700 m^2), khách sạn 5 sao (480 phòng, 24 tầng).

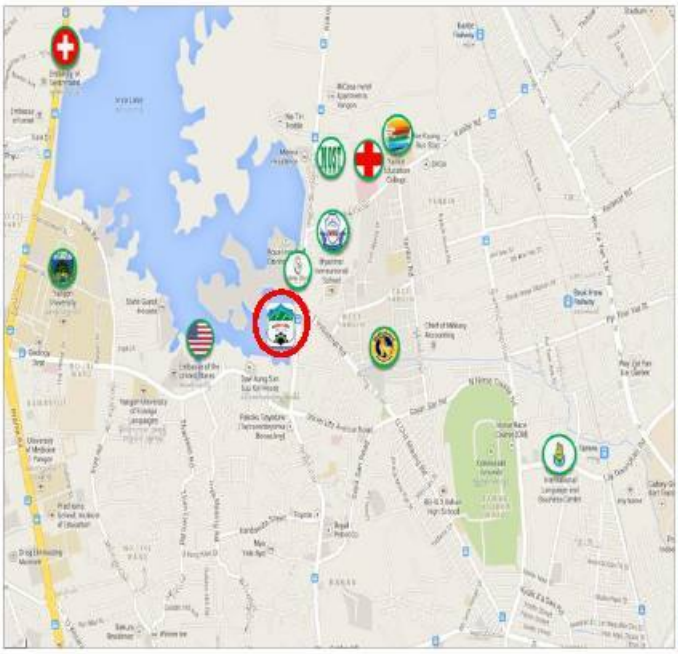
- Hạng mục khách sạn 5 sao đã xây dựng xong tầng 5.
- Hai tòa cao ốc văn phòng lần lượt xây xong tầng 5 và tầng 7.
- Trung tâm tiện ích và khu bán lẻ đang được thi công.

Hình ảnh thực tế của dự án tính đến tháng 08/2014

Công ty tiếp tục triển khai công tác xây dựng 3 ca/ngày đối với các hạng mục của giai đoạn 1 để hoàn thành và đưa 2 block văn phòng đầu tiên và trung tâm thương mại vào hoạt động cuối quý 1/2015. Riêng khu khách sạn 5 sao, HAGL đang kết hợp với 1 đối tác để quản lý và điều hành vì vậy sau khi xây dựng xong phải cần thêm 5-6 tháng để công ty quản lý khách sạn tiến hành thử nghiệm, dự kiến đến quý 4/2015 mới chính thức hoạt động.

Giai đoạn 2: nếu tiến độ giai đoạn 1 được đảm bảo, dự kiến giai đoạn 2 được khởi công vào cuối quý 3/2016. Các hạng mục bao gồm: 2 tòa cao ốc văn phòng cho thuê hạng A với diện tích kinh doanh 94.189 m^2 cao 30 tầng và 5 tòa căn hộ cao 27-32 tầng gồm hơn 1.000 căn (trong đó khoảng 400 căn là căn hộ dịch vụ).

Hình ảnh mô phỏng và vị trí của dự án HAGL tại Myanmar



Mức giá kế hoạch đối với các dự án của HAGL như sau:

- Giá thuê mặt bằng văn phòng dự kiến sẽ dao động từ 70-75USD/m^2/tháng.
- Giá thuê mặt bằng bán lẻ trung bình dự kiến là 40-45USD/m^2/tháng.

Bảng so sánh giá tại Tp.HCM và Yangon

Thành phố	Giá bán căn hộ cao cấp khu vực trung tâm (USD/m^2)	Giá cho thuê bình quân văn phòng hạng A (USD/m^2/tháng)	Giá thuê trung tâm thương mại (USD/m^2/tháng)	Giá thuê bình quân khách sạn 5 sao (USD/ngày)
Tp.HCM	**3.000 - 4.500**	**47,4**	**89 - 118**	**>172**
Dự án điển hình	Ben Thanh Times Square, Saigon Pavillon	Vincom, Time Square, Sunwah,...	Diamond, Parkson Saigon Tourist, Rex Arcade	Majestic, Caravelle, Sheraton, New World
Yangon	**3.000 - 5.000**	**80 - 90**	**10 - 40**	**180-350**
Dự án điển hình	Golden City 68 Residence	Centre Point Sakura Tower	Junction Square Parkson	Sedona Hotel

Nguồn: FPTS thu thập

Mảng chăn nuôi bò thịt và bò sữa:

Hoạt động chăn nuôi bò thịt và bò sữa

Ngày 09/06/2014 đã diễn ra lễ ký kết hợp tác kinh doanh giữa HAG và Vissan, Nutifood. Dự án liên kết ba bên này được mô tả như sau: *(1)* HAG cung cấp bò thịt cho Vissan giết mổ, chế biến và tiêu thụ, *(2)* HAG cung cấp sữa nguyên liệu để Nutifood sản xuất sữa tươi. Trước đó, vào ngày 20/05/2014 UBND tỉnh Gia Lai đã ra công văn số 1769/UBND-NL đồng ý cho phép HAG đầu tư chăn nuôi bò thịt, bò sữa, chế biến sữa, thịt, thức ăn gia súc, sản xuất phân bón và trồng cây hồ tiêu với quỹ đất thực hiện dự án là 4.000 ha.

Doanh nghiệp tự tin cho biết sẽ tận dụng tối đa các phụ phẩm nông nghiệp như đọt mía, mật đường, hạt bắp, thân bắp, cành cọ dầu và bã cọ dầu *(giá nhập khẩu từ Indonesia là 300 USD/tấn)* để chủ động nguồn thức ăn cho bò, gia tăng tính khép kín hoạt động nông nghiệp. Thức ăn gia súc theo HAG chiếm đến 70-80% giá thành trong chăn nuôi. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng nguồn dinh dưỡng cho bò sữa không chỉ từ thức ăn thô (40%-50%) mà còn phải phối hợp với các loại thức ăn tinh (*hạt ngũ cốc và bột từ hạt ngũ cốc, bột và khô dầu đậu tương, lạc...)* và thức ăn bổ sung *(urê và hỗn hợp khoáng - vitamin,...)*. Như vậy việc chủ động nguyên liệu của HAG chỉ có thể dừng lại ở việc cung cấp thức ăn thô còn những loại thức ăn khác vẫn phải mua ngoài.

1. **Tổng mức đầu tư** cho dự án này dự kiến vào khoảng 12.000 tỷ đồng, trong đó tỷ lệ góp vốn lần lượt của các bên là HAG (50%), Vissan và Nutifood (50%).

+ **Nutifood:** Tổng mức đầu tư của Nutifood theo doanh nghiệp này cho biết vào khoảng 5.000 tỷ đồng chia làm 2 giai đoạn. **Giai đoạn 1 (3.500 tỷ):** xây dựng nhà máy sản xuất sữa tươi 100% công nghệ Đức và Thuỵ Điển có công suất 290 triệu lít sữa/năm, dự kiến khởi công từ 08/2014 và hoàn tất trong khoảng thời gian từ 9-12 tháng sau đó. **Giai đoạn 2 (1.500 tỷ):** nâng cấp công suất nhà máy sữa tươi lên 500 triệu lít sữa/năm. Nhà máy rộng đặt tại Khu Công nghiệp Trà Đa – Gia Lai, cách trang trại bò sữa của HAG khoản 40 km.

** Tham khảo: Nhà máy sữa nước Việt Nam của VNM có tổng mức đầu tư giai đoạn 1 là 2.400 tỷ đồng với công nghệ Tetra Pak (Thuỵ Điển) và công suất thiết kế 400 triệu lít sữa/năm, sản lượng sữa nước tiêu thụ của VNM năm 2013 đạt khoảng hơn 420 triệu lít. Trong khi đó nhà máy của TH Milk đã đưa vào hoạt động có công suất khoảng 200 triệu lít/năm.*

+ **HAG:** Tổng mức đầu tư 6.300 tỷ, chia tương ứng ra 2 giai đoạn. Trong đó vốn góp của HAG chiếm 30%, 70% vốn vay còn lại hiện đang trình ngân hàng xét duyệt.

+ **Vissan:** đầu tư nhà máy chế biến thịt gia súc với công suất 78.000 tấn/năm, giá trị đầu tư khoảng 700 tỷ đồng.

2. Hoạt động chăn nuôi bò thịt

Tổng số lượng bò thịt Việt Nam hiện giờ giảm từ mức 7 triệu con xuống còn 5 triệu con, trải đều khắp các vùng trên cả nước. Trọng lượng giống bò vàng của Việt Nam chỉ đạt 250 kg/con so với trọng lượng của các giống bò nhập lên đến 500-600 kg/năm. Hằng năm Việt Nam nhập khoảng 500 ngàn con bò từ Úc, Lào, Thái Lan. Nhu cầu tiêu thụ cả nước là 3.000 con bò/ngày, riêng Tp.HCM 600 con bò/ngày.

HAG dự kiến nuôi tổng cộng 120 ngàn con bò thịt. Giống bò được nhập từ vùng Đông Bắc-Thái Lan và Darwin-Úc. Lứa bò nhập về dự kiến có độ tuổi trên 18 tháng (young steer), mỗi ngày tăng trọng 1-1,4 kg. Sau 7 tháng có thể đạt trọng lượng 500 kg và có thể xuất bán cho Vissan để giết mổ. HAG và Vissan cho biết giá bò Úc nhập là 3,2 USD/kg hơi, giá bán lẻ 300.000 đồng/kg thịt. HAG dự kiến lợi nhuận từ hoạt động chăn nuôi bò thịt năm 2015 đạt 30 triệu USD.

3. Hoạt động chăn nuôi bò sữa

HAG dự kiến nuôi tổng cộng 116 ngàn con bò sữa. Giống bò được nhập từ New Zealand và Mỹ. Do nhà máy của Nutifood dự kiến hoàn thành vào Q3/2015 nên doanh thu từ hoạt động cung cấp sữa nguyên liệu từ HAG cho Nutifood theo tính toán cũng sẽ được ghi nhận vào Q3/2015.

Sẽ còn khá nhiều vấn đề để bàn về tính khả thi của dự án chăn nuôi bò sữa này của HAG. Trước mắt, chúng tôi nhận thấy HAG có lợi thế ban đầu về quỹ đất và chủ động được 1 phần thức ăn cho bò. Bò sữa, do đặc thù khí hậu và đất đai tại Việt Nam sẽ phải áp dụng phương thức nuôi tại chuồng thay vì bò được chăn thả và ăn trên đồng cỏ. Về giống bò, có thể sẽ là bò HF với năng suất trung bình từ 6-9 tấn/chu kỳ sữa *(300 ngày)*. Chúng tôi chưa có cơ sở để dự báo năng suất cho sữa của bò sữa HAG, tuy nhiên có thể sẽ không thấp hơn mức trung bình của TH Milk và VNM.

Tuy HAG khá lạc quan về năng suất sữa cũng như giá thành, nhưng theo chúng tôi được biết thì một trang trại bò phải 4 đến 5 năm mới có thể có lời. Giá thành sữa ban đầu sẽ cao do chi phí đầu tư cơ bản lớn nhưng tổng đàn ít và sản lượng sữa ít, như tham khảo trang trại bò của VNM ban đầu giá thành sữa có thể lên đến trên 20.000 đồng/lít so với mức giá thu mua 12.000-13.000 đồng/lít trên thị trường. Thêm vào đó, việc chăn nuôi quy mô lớn ngay lập tức sẽ khó khả thi do cần phải xử lý môi trường, tiểu khí hậu, ngăn ngừa dịch bệnh trước khi nhập bò sữa về. Một ví dụ tham khảo đó là sự tăng trưởng tổng đàn bò sữa của Vinamilk trong 3 năm vừa qua là khá thấp *(2011: 6.712; 2012: 8.214; 2014: 8.818)* dù tiềm lực của doanh nghiệp này là có thừa và quỹ đất cũng có khá lớn *(Thống Nhất: 2.500 ha, Tây Ninh: 800 ha)*. Ngoài ra, chi phí đầu tư ở mức 4.000 USD/con bò sữa cũng là một gánh nặng tài chính không nhỏ cho doanh nghiệp nếu muốn tăng đàn nhanh. Như vậy chúng tôi sẽ không kỳ vọng tổng đàn bò sữa của HAG sẽ đạt mức 116 ngàn con trước 2018.

Tính đến thời điểm hiện tại thì HAG vẫn đang trong giai đoạn xây dựng cơ bản (chuồng) và trồng cỏ. Theo lãnh đạo công ty chia sẻ, HAGL sẽ dành ra 3.400 ha để trồng cỏ và 600 ha để xây dựng nhà máy, hạ tầng chuồng trại dự kiến đến tháng 9 mới có thể nhập bò từ Úc về.

Đối với mảng kinh doanh này hiện tại theo chúng tôi còn quá mới đối với HAGL và vẫn chưa có đủ cơ sở để đánh giá hiệu quả đầu tư cũng như khả năng khai thác các nhà máy của các đối tác Vissan và Nutifood trong tương lai khi tiêu thụ sản phẩm thịt và sữa của HAGL. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi và đánh giá mảng kinh doanh này để cập nhật cho nhà đầu tư các thông tin xác thực nhất trong các báo cáo tiếp theo.

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2014

Mảng kinh doanh	Doanh thu	LN gộp	Tỷ suất LN gộp	Tỷ trọng LN gộp	KH doanh thu 2014	% so với KH	KH LN gộp 2014	% so với KH
Bán SP, hàng hóa	**242**	**56**	23%	4%	-	**-**	-	**-**
Đường	**1.071**	**576**	54%	40%	1.132	**95%**	678	**85%**
Cao su	**300**	**165**	55%	12%	341	**88%**	246	**67%**
Bắp	**229**	**140**	61%	10%	300	**76%**	175	**80%**
Cọ dầu	**-**	**-**						
HĐ Xây dựng	**1.050**	**415**	40%	29%	1.050	**99%**	420	**99%**
Khoáng sản	**-**	**-**			-		-	
Dịch vụ	**250**	**13**	5%	1%	250	**100%**	13	**100%**
Điện	**-**	**-**			-		-	
Bất động sản	**200**	**44**	22%	3%	200	**96%**	46	**96%**
Khác	**100**	**20**	20%	1%	100	**100%**	20	**100%**
Tổng	**3.441**	**1.428**		**100%**	**3.373**	**102%**	**1.598**	**89%**

Nhìn chung trong 6 tháng đầu năm 2014, hoạt động kinh doanh của HAGL có sự khởi sắc rõ ràng so với cùng kỳ 2013. Với sự góp mặt của sản phẩm Bắp (đóng góp 7% doanh thu và 10% lợi nhuận gộp), diện tích và sản lượng đường tiêu thụ tăng trưởng so với cùng kỳ, cùng với các khoản thu được từ hợp đồng xây dựng sân bay tại Lào đã giúp cho kết quả kinh doanh của công ty được cải thiện đáng kể.

Theo dự phóng của chúng tôi, năm nay có khả năng công ty đạt 102% kế hoạch doanh thu, tương đương 3.441 tỷ đồng. Tuy nhiên theo quan điểm đánh giá của chúng tôi, với mặt bằng giá bán đang giảm mạnh của các sản phẩm nông nghiệp như hiện nay sẽ là một khó khăn và trở ngại đối với công ty để đạt kế hoạch lợi nhuận gộp như mong đợi. Theo dự phóng của chúng tôi, lợi nhuận gộp có khả năng hoàn thành ở mức 89% kế hoạch, đạt 1.428 tỷ đồng. Trong đại hội cổ đông đầu năm, HAGL có lên kế hoạch tìm kiếm đối tác để bán lại khách sạn tại Đà Nẵng và Resort tại Đà Lạt. Đến nay vẫn chưa có thông tin cụ thể về vấn đề này vì vậy chúng tôi tạm thời không đưa vào dự báo kết quả kinh doanh năm nay. Theo đó, **LNST năm 2014 sẽ đạt khoảng 91% kế hoạch, đạt 1.322 tỷ đồng (chưa bao gồm các khoản bất thường). EPS năm nay sẽ vào khoảng 1.673 đồng/cp (đã pha loãng 10% cổ tức bằng cổ phiếu năm 2013). Theo đó, HAG đang giao dịch với mức PE forward là 15x.**

Khuyến nghị Nắm giữ đối với cổ phiếu HAG.

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Diễn giải về mức khuyến nghị đầu tư

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị tiềm năng so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư có giá trị trong vòng 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với mức phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu **cao hơn** giá thị trường trên 18%
Thêm	Nếu giá mục tiêu **cao hơn** giá thị trường trong khoảng 7% đến 18%
Theo dõi	Nếu giá mục tiêu **so với** giá thị trường từ -7% đến 7%
Giảm	Nếu giá mục tiêu **thấp hơn** giá thị trường trong khoảng -7% đến -18%
Bán	Nếu giá mục tiêu **thấp hơn** giá thị trường trên -18%

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy. có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên. chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS nắm giữ 277 cp HAG và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại https://ezsearch.fpts.com.vn hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính
Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh, Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.4) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh
Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.
ĐT: (84.8) 6 290 8686
Fax: (84.8) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng
100, Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888