

## Đa ngành

Báo cáo cập nhật

Tháng 7, 2015

Mã giao dịch: HAG

Reuters: HAG.HM

Bloomberg: HAG VN

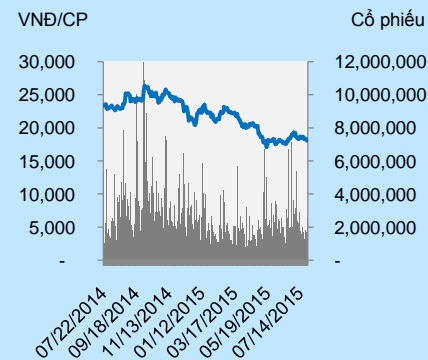
Khuyến nghị	-
Giá kỳ vọng (VNĐ/CP)	-
Giá thị trường (27/7/2015)	18.100
Lợi nhuận kỳ vọng	-

## Cần trọng áp lực tài chính trong năm 2015

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	17.100-26.400 VNĐ
Vốn hóa	14.297 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	789.899.283 cp
KLGD bình quân 10 ngày	1.715.986 cp
Sở hữu nước ngoài	23,98%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000 VNĐ/cp
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,5%
Beta	1,14

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
HAG	-22,5%	-4,7%	-5,7%	-18,8%
VN-Index	6,3%	7,2%	15,0%	9,4%

**Lợi nhuận từ hoạt động cốt lõi tăng trưởng tốt:** BVSC dự báo doanh thu và lợi nhuận trước thuế của HAG năm 2015 lần lượt đạt 5.330 tỷ đồng (+75% yoy) và lợi nhuận trước thuế đạt 1.441 tỷ đồng (-19% yoy). Nếu loại trừ khoản đột biến từ dự án Myanmar trong năm 2014 khoảng 750 tỷ đồng thì lợi nhuận năm nay tăng trưởng đến 41%. Điều này cho thấy các mảng hoạt động cốt lõi của HAG đang bắt đầu đóng góp đáng kể hơn, mang lại lợi nhuận và dòng tiền ổn định và bền vững. Như vậy sau khi trừ thuế TNDN và phần lợi ích cổ đông thiểu số, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông mẹ là 1.232 tỷ đồng (-16% yoy), tương ứng với EPS 1.560 đồng/cp và P/E dự phóng 11,6 lần.

**Áp lực tài chính đáng kể:** Các khoản vay trái phiếu đến hạn trong năm 2015 lên đến 3.950 tỷ đồng trong khi nhu cầu đầu tư của HAG trong năm nay có thể lên đến 5.900 tỷ đồng. Sau khi cân đối với lượng tiền mặt có sẵn, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, các khoản trái phiếu có khả năng gia hạn và tiền thu từ bán căn hộ ở dự án Myanmar, chúng tôi ước tính HAG có thể sẽ phải huy động thêm tối thiểu 6.000 tỷ đồng trong năm nay. Đây là rủi ro nhà đầu tư cần đặc biệt quan tâm.

**Niêm yết cổ phiếu HNG lên sàn HOSE:** Riêng đối với trường hợp niêm yết cổ phiếu HAGL Agrico (HNG) lên sàn ngày 20/07/2015, BVSC cho rằng mức giá tham chiếu 28.000 đồng/cổ phiếu là không thực sự hấp dẫn. Chúng tôi đưa ra mức giá hợp lý 26.700 đồng/cổ phiếu đối với HNG, thấp hơn 19% so với thị giá. Các nhà đầu tư có thể tham khảo các giả định trong quá trình chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của HNG ở phần dưới.

**Khuyến nghị đầu tư:** HAG đang giao dịch ở mức giá 18.100 đồng/cổ phiếu cuối phiên ngày 27/7/2015, giảm hơn 20% kể từ đầu năm và tương ứng với P/E dự phóng 2015 11,6 lần. Chúng tôi đánh giá đây là một mức giá khá rẻ xét trên tiềm năng tăng trưởng cao của HAG trong 5 năm tới khi hàng loạt các dự án đang bắt đầu có những đóng góp rõ nét về lợi nhuận và dòng tiền cho công ty. Tuy nhiên, các nhà đầu tư cũng cần lưu ý rằng việc HAG đang được thị trường định giá ở mức thấp như trên là do quan ngại chung về sự ổn định tài chính của công ty, đặc biệt là trong năm 2015. Do đó, cho đến khi tín hiệu dòng tiền của công ty khả quan hơn, BVSC tạm thời không đưa ra khuyến nghị nào đối với cổ phiếu HAG.

### Một số chỉ số tài chính của HAG

Chỉ số tài chính		2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	Tỷ VND	4.394	2.771	3.054	5.330
EBITDA	Tỷ VND	1.245	1.917	2.673	1.978
EBIT	Tỷ VND	1.020	1.590	2.338	1.523
LNST	Tỷ VND	350	846	1.474	1.297
EPS	VND	651	1.178	1.866	1.560
P/E	x	28,6	15,8	10,0	11,9
P/B	x	1,0	1,0	1,0	0,8
ROA	%	1%	3%	4%	3,4%
ROE	%	4%	7%	11%	7,9%

Chuyên viên phân tích

**Trương Sỹ Phú**

(84 8) 3914 6888 ext: 122

truongsyphu@baoviet.com.vn

**Báo cáo cập nhật**
**THÔNG TIN SỞ HỮU**

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	23,98%
Sở hữu khác	76,02%

**CƠ ĐỒNG LỚN**

Đoàn Nguyên Đức	44,03 %
Credit Suisse (HongKong) Ltd	8,87 %

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**
**Kết quả kinh doanh**

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	4.394	2.771	3.054	5.330
Giá vốn	3.194	1.575	1.827	3.408
Lợi nhuận gộp	1.201	1.196	1.227	1.922
Doanh thu tài chính	502	1.003	1.478	675
Chi phí tài chính	677	754	634	641
Lợi nhuận sau thuế	350	846	1.474	1.297

**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	2.518	2.448	978	348
Các khoản phải thu ngắn hạn	6.982	5.093	6.670	6.652
Hàng tồn kho	4.265	1.838	2.085	2.926
Tài sản cố định hữu hình	13.051	14.146	17.886	23.365
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	3.054	815	1.538	1.538
<b>Tổng tài sản</b>	<b>31.285</b>	<b>29.813</b>	<b>36.369</b>	<b>39.586</b>
Nợ ngắn hạn	2.517	3.130	6.840	2.974
Nợ dài hạn	13.614	11.129	11.337	14.686
Vốn chủ sở hữu	9.753	12.853	14.238	18.566
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>31.285</b>	<b>29.813</b>	<b>36.369</b>	<b>39.586</b>

**Chỉ số tài chính**

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	39,5%	-36,9%	10,2%	74,5%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-70,0%	141,8%	74,2%	-12%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	27,3%	43,2%	40,2%	36,1%
ROA (%)	1,2%	2,8%	4,5%	3,4%
ROE (%)	3,7%	7,5%	10,9%	7,9%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	65%	55%	58%	53%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	210%	127%	147%	113%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	651	1.178	1.866	1.560
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	18.150	17.897	18.023	23.502

## Lợi nhuận từ hoạt động cốt lõi tăng trưởng tốt.

BVSC dự báo doanh thu và lợi nhuận trước thuế của HAG năm 2015 lần lượt đạt 5.330 tỷ đồng (+75% yoy) và lợi nhuận trước thuế đạt 1.441 tỷ đồng (-19% yoy). Nếu loại trừ khoản đột biến từ dự án Myanmar trong năm 2014 khoảng 750 tỷ đồng thì lợi nhuận năm nay tăng trưởng đến 41%. Điều này cho thấy các mảng hoạt động cốt lõi của HAG đang bắt đầu đóng góp đáng kể hơn, mang lại lợi nhuận và dòng tiền ổn định và bền vững. Như vậy sau khi trừ thuế TNDN và phần lợi ích cổ đông thiểu số, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông mẹ là 1.232 tỷ đồng (-16% yoy), tương ứng với EPS 1.560 đồng/cp và P/E dự phóng 11,6 lần.

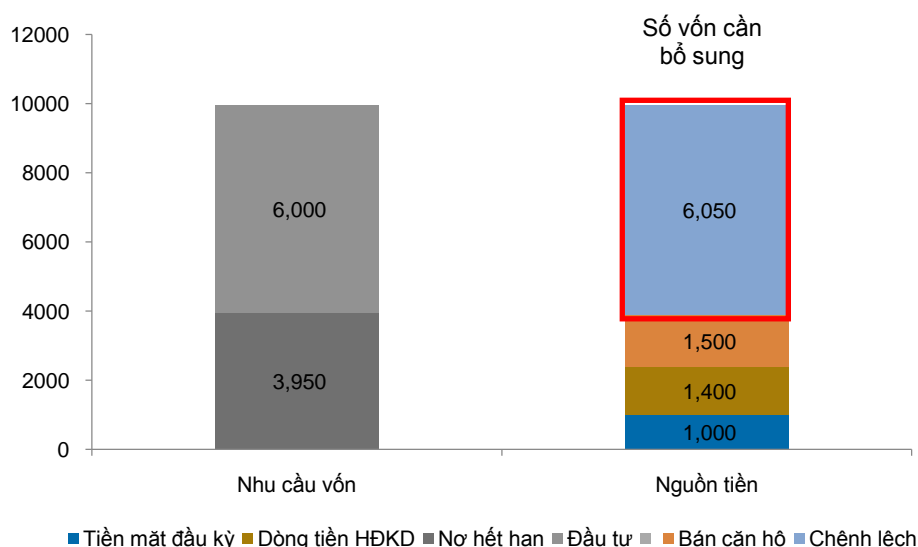
### Dự báo kết quả kinh doanh 2015

Chỉ tiêu	2014	2015F	Yoy (%)	Cơ sở dự báo
Doanh thu	3.054	5.330	+75%	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ <b>Cao su:</b> Diện tích cạo mù 4.747 hecta, năng suất bình quân 1,4 tấn mù khô/hecta và tổng sản lượng đạt 6.568 tấn mù khô. Giá bán bình quân 34.000 đồng/tấn.</li> <li>❖ <b>Mía đường:</b> Diện tích thu hoạch 6.000 hecta, năng suất bình quân 107 tấn mía/hecta và chừa đường 11 CCS. Tổng sản lượng đường đạt 71.262 tấn và giá bán bình quân 11.500 đồng/kg.</li> <li>❖ <b>Bò thịt:</b> Hiện tại tổng đàn bò thịt của HAG đã lên đến gần 90.000 con. Giả định trong năm 2015 công ty sẽ giết thịt 60.000 con, trọng lượng bình quân 550 kg/con và giá bán 70.000 đồng/kg hơi.</li> <li>❖ <b>Xây dựng:</b> Giả định HAG sẽ bám sát kế hoạch ghi nhận 785 tỷ đồng doanh thu trong năm 2015, bao gồm chủ yếu là từ sân bay Nông Khang và phần còn lại của sân bay Attapeu.</li> <li>❖ <b>Dự án Yangon – Myanmar:</b> HAG đã chính thức đưa giai đoạn 1 của dự án vào sử dụng kể từ 23/6/2015, bao gồm trung tâm thương mại, toà nhà văn phòng số 1 và khách sạn 5 sao. Hiện tại chúng tôi được biết tỉ lệ lấp đầy của khu vực TTTM gần như đạt 100% với giá thuê bình quân 47USD/m2/tháng. Tỉ lệ lấp đầy của toà văn phòng đạt 50% với giá thuê bình quân 62USD/m2/tháng. Phần khách sạn 5 sao sẽ được quản lý bởi tập đoàn Melia và cần có thời gian thử nghiệm (từ 6-9 tháng), do đó chúng tôi cho rằng mảng này sẽ chưa đóng góp doanh thu và lợi nhuận đáng kể trong năm nay. Trên cơ sở đó, BVSC dự báo doanh thu đóng góp từ dự án Yangon – Myanmar đạt 527 tỷ đồng trong năm 2015.</li> <li>❖ <b>Các mảng kinh doanh khác:</b> Giả định HAG sẽ bám sát kế hoạch năm đối với các mảng kinh doanh này.</li> </ul>
Giá vốn hàng bán	1.827	3.408	+87%	

Lợi nhuận gộp	1.227	1.922	+57%	Cao su: 34% Mía đường: 48% Bò thịt: 35% Xây dựng: 38% Yangon – Myanmar: 55%
Chi phí SG&A	322	399	+24%	Giả định tỷ lệ SG&A/doanh thu duy trì ở mức như Q1 2015
DT tài chính	1.478	675	-54%	Giảm mạnh do không còn ghi nhận khoản đột biến từ dự án Yangon – Myanmar. Phần còn lại chủ yếu là lãi tiền gửi và doanh thu lãi vay từ công ty bất động sản An Phú.
Chi phí tài chính	634	756	+19%	
LN trước thuế	1.773	1.441	-19%	Nếu loại trừ phần doanh thu tài chính đột biến trong năm trước thì lợi nhuận năm 2015 tăng trưởng đến 43%
Thuế TNDN	68	144	+117%	
LN sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ	1.474	1.232	-16%	

## Áp lực tài chính đang kể trong năm 2015

Các khoản vay trái phiếu đến hạn phải trả lên đến 3.950 tỷ đồng trong khi nhu cầu đầu tư của HAG trong năm nay có thể lên đến 5.900 tỷ đồng. Việc đưa HAGL Agrico lên sàn HOSE được xem như đã thoả điều kiện để khoản trái phiếu Temasek trị giá 1.130 tỷ đồng được gia hạn thêm 2 năm hoặc chuyển đổi. Ngoài ra, tiêu thụ căn hộ ở dự án Yangon đang diễn biến khá tích cực; nếu giả định trong năm 2015 HAG có thể bán 500 trong số 700 căn đang mở bán, lượng tiền mặt ước tính có thể thu về thêm là 1.500 tỷ đồng. Như vậy, chúng tôi ước tính HAG sẽ phải huy động thêm tối thiểu 6.050 tỷ đồng (bằng cách vay thêm, gia hạn nợ hoặc bán tài sản) để đảm bảo tiến độ đầu tư các dự án như kế hoạch. Đây có thể nói là một trong những rủi ro lớn nhất của HAG trong năm nay mà nhà đầu tư cần đặc biệt quan tâm.



(Nguồn: BVSC)

## Cập nhật việc niêm yết HAGL Agrico

CTCP Nông nghiệp Quốc tế Hoàng Anh Gia Lai (HAGL Agrico), tiền thân là CTCP Cao su Hoàng Anh Gia Lai thuộc 92,13% sở hữu của công ty mẹ HAG hoạt động trong lĩnh vực trồng cao su, cọ dầu, mía đường và chăn nuôi bò thịt – bò sữa. HAGL Agrico đã được niêm yết lên sàn HOSE với mã **HNG** và giao dịch ở giá tham chiếu 28.000 đồng/cp bắt đầu từ ngày 20/7/2015, biên độ dao động +/- 20%. Sau khi niêm yết, cơ cấu cổ đông của HNG sẽ có một số thay đổi như sau:

Nhóm cổ đông	Số lượng cổ đông	Tỷ lệ sở hữu
Công ty mẹ HAG	1	79,52%
Tổ chức khác trong nước	7	11,24%
Tổ chức nước ngoài	4	0,73%
CBCNV	4	0,00%
Cá nhân khác	388	8,51%

(Nguồn: HAGL Agrico)

Theo phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF, BVSC ước tính giá trị nội tại của cổ phiếu HNG là **26.700 đồng/cp**, thấp hơn 5% so với giá mở cửa ở phiên giao dịch đầu tiên ngày 20/7/2015, trên cơ sở những giả định như sau:

- ❖ **Tăng trưởng dài hạn: 0%**
- ❖ **Suất chiết khấu WACC ngắn hạn: 12,49%**
- ❖ **Suất chiết khấu WACC dài hạn: 9,66%**

Mảng hoạt động	Giả định
Cao su	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Diện tích khai thác: 4.747 ha (2015), 14.562 ha (2016), 39.541 ha (2017) và đạt mức tối đa 44.500 ha những năm sau đó</li> <li>- Năng suất khai thác: tăng dần về mức 2,5 tấn khô/hecta khi cây đạt năm tuổi thứ 10</li> <li>- Giá cao su ở mức thấp 34 triệu VND/tấn trong 2015, tăng 10% trong năm 2016 và 2%/năm trong những năm sau.</li> <li>- Lợi nhuận gộp: 33,7% (2015), 41% (2016) và 44% (2017)</li> </ul>
Cọ dầu	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Diện tích khai thác: 4.000 ha (2015), 12.300 ha (2016), 17.300 ha (2017) và 30.000 ha những năm sau đó</li> <li>- Năng suất khai thác: tăng dần về mức 25 tấn quả tươi/hecta ở năm thứ 10, tỉ lệ chiết xuất CPO 22% và PKO 2,5%.</li> <li>- Giá bán: 12,9 triệu VND/tấn (600USD/tấn) và tăng 2%/năm trong những năm tới</li> <li>- Lợi nhuận gộp: -1% (2015), 12% (2016) và 28% (2017)</li> </ul>
Mía đường	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Diện tích khai thác: ổn định ở mức 6.000 ha</li> <li>- Năng suất khai thác: 107 tấn mía/hecta và chữ đường bình quân 11 CCS</li> <li>- Giá bán: 11,5 triệu VND/tấn và tăng 2%/năm trong những năm tới</li> </ul>

**Bò thịt**

- Lợi nhuận gộp: 48% (2015), 50% (2016) và 51% (2017)
- Đàn bò: giá định giết thịt 60.000 con trong năm 2015 và bình quân 120.000 con/năm những năm sau đó.
- Trọng lượng bò giết thịt khoảng 550 kg/con, giá bán bình quân cho Vissan là 70.000 VND/kg hơi trong năm 2015. Tuy nhiên do sản lượng thịt được cung cấp ở quy mô lớn nên chúng tôi giả định giá thịt sẽ giảm 5%/năm trong 3 năm tiếp theo trước khi tăng đều 2%/năm trong những năm sau.
- Lợi nhuận gộp 35% trong năm 2015 và tăng dần lên mức 40% khi tỷ trọng bê con tự nuôi trong đàn tăng lên.

**Tại mức giá tham chiếu 28.000 đồng của cổ phiếu HNG, với tỷ lệ sở hữu của HAG là 79,52%, giá trị đem về cho cổ đông công ty mẹ HAG đã là 20.000 đồng/cổ phiếu HAG :** Giả sử cổ phiếu HNG sau ngày giao dịch đầu tiên 20/07/2015 có thể duy trì được mức giá 28.000 đồng/cổ phiếu, chỉ tính riêng phần sở hữu của HAGL tại công ty con này, cổ phiếu của HAG trên lý thuyết sẽ đáng giá ít nhất 20.000 đồng/cổ phiếu chưa tính đến phần các mảng hoạt động khác như bất động sản và thủy điện. Như vậy lý do mà cổ phiếu HAG vẫn đang được giao dịch ở mức giá thấp có thể bao gồm: (i) công ty con HNG nắm trực tiếp tài sản và ít nợ vay; (ii) công ty mẹ có rủi ro tài chính đáng kể hơn do có nhiều nợ vay và các khoản phải thu từ các bên liên quan có khả năng trở thành nợ khó đòi sau quá trình tái cơ cấu từ các năm trước.

## **Khuyến nghị đầu tư**

HAG đang giao dịch ở mức giá 18.100 đồng/cổ phiếu cuối phiên ngày 27/7/2015, giảm hơn 20% kể từ đầu năm và tương ứng với P/E dự phóng 2015 11,6 lần. Chúng tôi đánh giá đây là một mức giá khá rẻ xét trên tiềm năng tăng trưởng cao của HAG trong 5 năm tới khi hàng loạt các dự án đang bắt đầu có những đóng góp rõ nét về lợi nhuận và dòng tiền cho công ty. Tuy nhiên, các nhà đầu tư cũng cần lưu ý rằng việc HAG đang được thị trường định giá ở mức thấp như trên là do quan ngại chung về sự ổn định tài chính của công ty, đặc biệt là trong năm 2015. Do đó, cho đến khi tín hiệu dòng tiền của công ty khả quan hơn, BVSC tạm thời không đưa ra khuyến nghị nào đối với cổ phiếu HAG.

Riêng đối với trường hợp cổ phiếu HAGL Agrico (HNG) vừa mới lên sàn, BVSC đánh giá mức giá tham chiếu 28.000 đồng/cổ phiếu là không thực sự hấp dẫn. Chúng tôi đưa ra mức giá hợp lý 26.700 đồng/cổ phiếu đối với HNG, thấp hơn 19% so với thị giá. Các nhà đầu tư có thể tham khảo phương pháp và các giả định trong quá trình chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của HNG ở phần trên.

## THUYẾT MINH BÁO CÁO

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

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

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





## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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

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

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

## BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

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

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

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

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