

## HAG HOÀNG ANH GIA LAI

**Tập đoàn**

### ↑ KHẢ QUAN

**Giá hiện hành 8,650**


### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã chứng khoán	<b>HAG</b>
SLCP đang lưu hành (triệu)	790
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	6,833
Giá cao/thấp 52 tuần	4.9–10.3
KLGD trung bình 3 tháng	7,339,000
Hệ số Beta	3.24
Sở hữu nước ngoài (%)	6.84

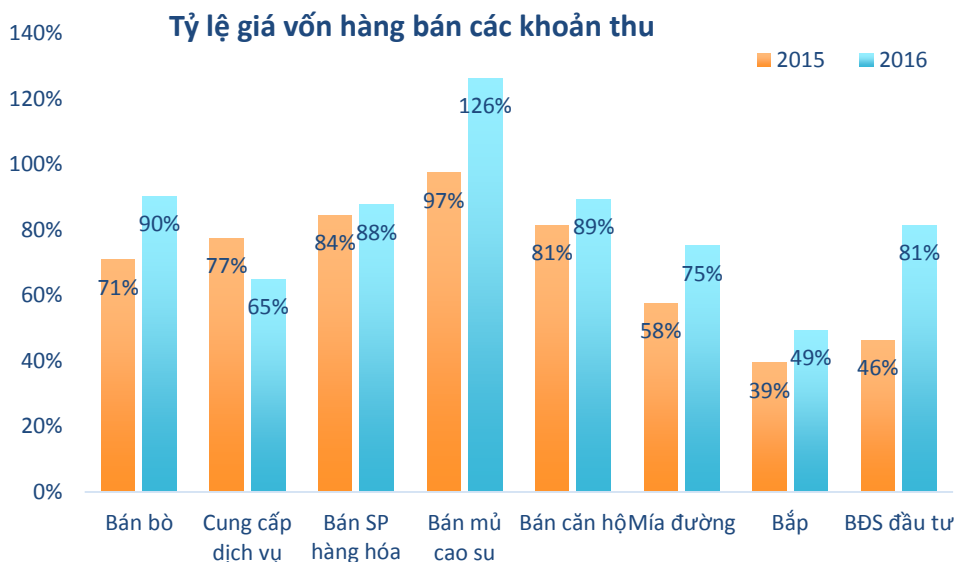
### CỔ ĐÔNG LỚN

Đoàn Nguyên Đức	44%
Deutsche Asset Management	4.9%

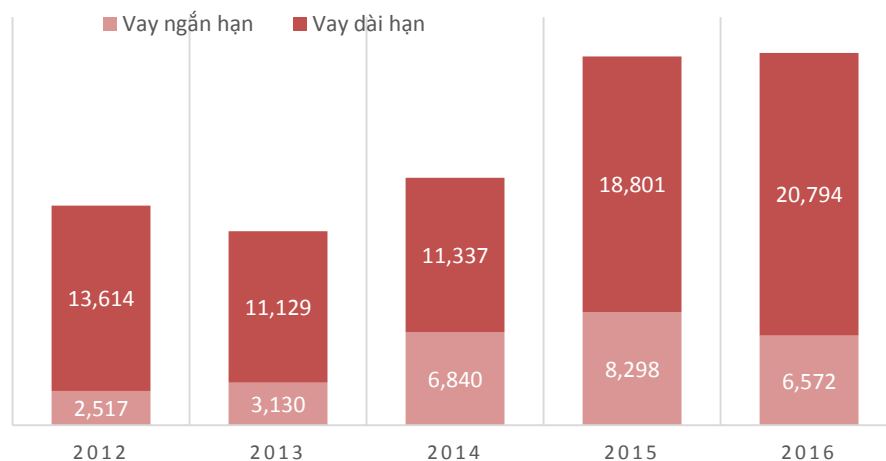
### Kết quả hoạt động 2016:

Hiện tại HAGL chưa công bố báo cáo tài chính kiểm toán năm 2016 và báo cáo Q1.2017. Theo báo cáo hợp nhất 2016 trước đó doanh thu hợp nhất toàn tập đoàn có sự tăng trưởng nhẹ từ 6,252 tỷ lên 6454 tỷ trong đó mảng bán bò chiếm doanh thu chính với trên 55%. Ngoài bán bò, khoản bất động sản đầu tư cũng có ghi nhận doanh thu tăng gấp đôi từ 241 tỷ lên 483 tỷ đồng. Các khoản còn lại như cao su, mía đường và bán bắp đều sụt giảm doanh thu khá nhiều. Giá vốn hàng bán trong năm 2016 tăng lên bất thường 15% so với năm trước. Nhất là khoản bán bò của HAGL có giá vốn tăng từ 71% lên 90%. Ở cao su chi phí còn tăng còn cao hơn cả doanh thu cho thấy trong năm 2016 hoạt động khai thác mỏ cao su của tập đoàn chỉ ở mức cầm chừng và chỉ đẩy khai thác mạnh trở lại vào cuối năm.

Ngoài lợi nhuận gộp giảm xuống thì khi chi phí lãi vay tăng thêm 500 tỷ cộng thêm chi phí khác hơn 500 tỷ góp phần tạo khoản lỗ hơn 1,400 tỷ năm tài chính 2016 của HAGL. Hiện tại chưa có báo cáo kiểm toán công bố vì vậy còn một số điểm chưa được thể hiện chi tiết.



## CÁC KHOẢN VAY CỦA HAG (TỶ VND)

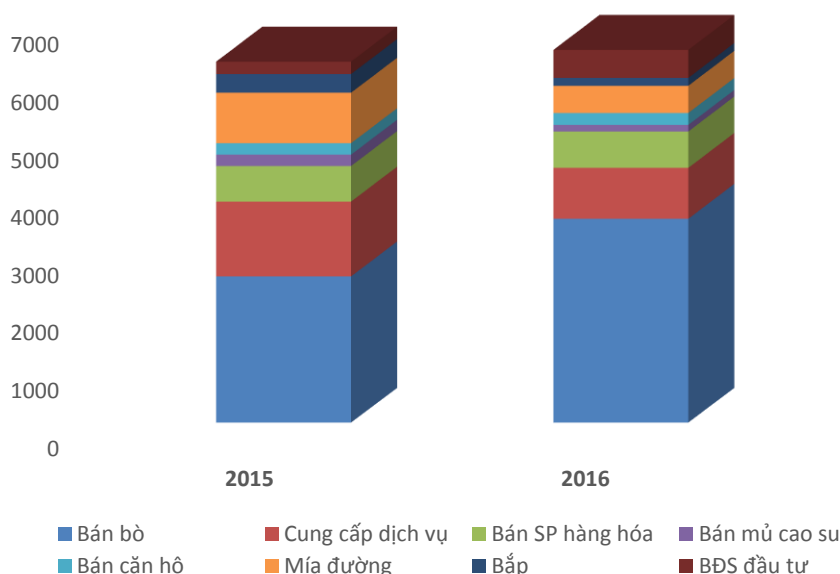


Tổng nợ của HAGL đến cuối năm là 36 ngàn tỷ đồng trong đó riêng vay ngắn hạn và dài hạn là hơn 27 ngàn tỷ. Năm 2016 tổng hai khoản vay này không giảm xuống mà chỉ thay đổi cơ cấu với một số khoản vay ngắn hạn được chuyển qua vay dài hạn sau cuộc họp của NHNN về HAGL vào năm trước đó. Các ngân hàng hiện đang là chủ nợ lớn nhất của HAG ở các khoản vay dài hạn là BIDV 3608 tỷ, Vpbank 2962 tỷ, NH liên doanh Lào Việt 1,391 tỷ. BIDV còn khoản trái phiếu 6,546 tỷ của HAG và được gia hạn từ 2021 – 2026.

Vừa qua tại cuộc họp ĐHCĐ của VPBank đã có nhắc đến khoản vay dài hạn của HAG. Các khoản vay này ở nhiều mảng hoạt động chủ yếu là cao su, dầu cọ, chăn nuôi, thủy điện... Hiện các khoản nợ này được ân hạn từ 2 đến 5 năm và hầu như được tính vào khoản mục nợ nhóm 1 và một ít ở nhóm 2. Việc VPBank gia hạn nợ cho HAG là một tín hiệu đáng mừng với tập đoàn này khi các chủ nợ vẫn tin tưởng vào khả năng chèo lái của doanh nghiệp đủ sức vượt qua khó khăn trong giai đoạn này. Tài sản của HAGL vẫn là niềm mơ ước của nhiều chủ đầu tư khác với 80,000 ha cao su, 10,000 ha dầu cọ, vùng nông nghiệp mía đường 6,000 ha, đàn bò hơn 100,000 con và khu phức hợp BĐS 8ha tại Myanmar... Trong trường hợp khó khăn nhất, HAGL vẫn có thể bán tài sản đủ để trả nợ vì vậy nhiều ngân hàng vẫn tiếp tục đặt niềm tin tập đoàn có khả năng hồi phục sau 2 đến 3 năm tới.

Gần đây HAGL thực hiện lấy ý kiến cổ đông thông qua điều chỉnh giá chuyển đổi trái phiếu phát hành cho Temasek, trị giá 1.100 tỷ đồng. Số trái phiếu này sẽ đáo hạn vào ngày 31/8 tới và hiện tại giá chuyển đổi là 19.645đ/cp, cao hơn 140% so với giá thị trường. Đây là một nỗ lực khác của HAGL trong việc tái cấu trúc nợ của tập đoàn. Chi phí lãi vay của số trái phiếu này cũng được hoãn lại. Vấn đề thanh khoản của HAGL về cơ bản sẽ được giải quyết sau khi khoản trái phiếu này được nhà đầu tư khác mua lại và điều chỉnh giá chuyển đổi.

Cơ cấu doanh thu HAGL 2015 - 2016



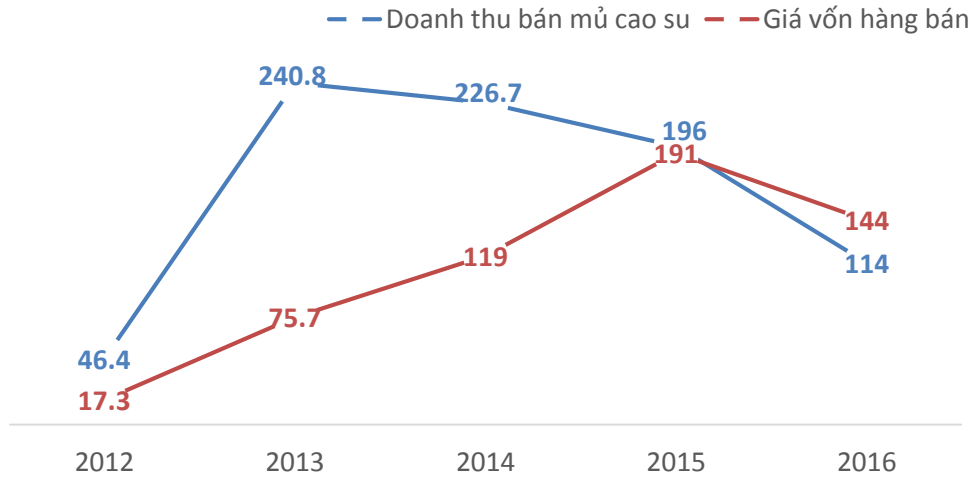
**Mảng mía đường** HAGL đã bán lại cho tập đoàn TTC với giá trị 2.200 tỷ đồng (khoảng 98 triệu USD) bao gồm nhà máy đường, một nhà máy điện nhỏ và vùng trồng với diện tích 6.000ha nằm cạnh nhà máy đường. Nhà máy đường của HAG được xây dựng vào năm 2012 tại Lào với vốn đầu tư là 1.474 tỷ đồng với công suất 1.050.000 tấn mía/năm, sản xuất khoảng 105.000 tấn đường/năm.

Ngoài ra HAG đã bán hai dự án thủy điện Nậm Kông 2 và Nậm Kông 3 tại Lào với tổng giá bán là 2.800 tỷ đồng. Báo cáo kế toán năm cũng thể hiện HAG đã nhận ứng trước 1,937 tỷ. Hai thương vụ các thủy điện tại Lào và mảng hoạt động mía đường dự kiến sẽ hoàn tất trong quý I/2017.

**Cao su:** Trong cuộc họp ĐHCĐ vào tháng 9 năm ngoái, Chủ tịch HAGL có nói về việc bán bán 20.000 ha cao su tại Lào trong tổng số 38.428 ha cao su và tổng diện tích đất trồng các loại là 89.000 ha. Số tiền thu về dự kiến vào khoảng 8.000-10.000 tỷ đồng. Tuy nhiên hiện tại tập đoàn đang tiến hành phát triển lại vụ cao su mới sau khi giá cao su có tín hiệu hồi phục vào năm 2016. Ngay trong vụ mùa 2016 HAGL đã quá vụ khai thác vì vậy không tận dụng được cơ hội. Vụ mùa cao su tháng 5 sắp tới HAG sẽ có vụ thu hoạch trở lại. Vào giai đoạn tốt nhất của HAG là 2012, 2013 khi giá cao su còn 2500 – 3000 USD/tấn có biên lợi nhuận gộp gần 70% và lợi nhuận gộp từ mảng này thu được trên 100 tỷ đồng các năm 2013 - 2014. Sang 2014 doanh thu vẫn ở mức cao nhưng giá vốn đã chiếm hơn 50% và cho đến nay thì hầu như không thể thu hoạch vì đã lỗ. Hiện giá cao su đang có trên quá trình tăng trở lại từ đáy sau khi các nước sản xuất cao su thiên nhiên hàng đầu như Thái Lan phối hợp cùng Malaysia và Indonesia đang giảm nguồn cung để bình ổn giá thị trường.

Ngoài ra ngành công nghiệp ô tô toàn cầu đang tăng trưởng 7% là nhân tố giúp giá cao su thiên nhiên tăng trở lại. Giá cao su hiện chỉ tạm qua giai đoạn đáy thấp nhất nhưng vẫn còn ở mức khá thấp. Các đồn điền của HAGL sẽ thu hoạch được từ cao su trở lại từ năm nay nhưng lợi nhuận từ mảng này cũng sẽ khiêm tốn và chỉ chiếm một phần nhỏ trong nguồn thu trong năm nay của tập đoàn.

#### NGUỒN THU CAO SU TỪ 2012 (TỶ VND)



**Bán bò:** Trong 2 năm qua mảng bán bò trở thành nguồn thu chính của tập đoàn với tỷ lệ doanh thu mảng này chiếm trên 50%. Tuy nhiên trong năm nay từ mức biên lợi nhuận gộp 30% chỉ còn 10% cho thấy mảng nuôi bò cũng đang có vấn đề. HAG nhập khẩu giống bò Brahman của Úc, thời gian nuôi khoảng 7 tháng để đạt trọng lượng 500 kg, sau đó sẽ xuất bán với biên lợi nhuận kỳ vọng 37%. Tuy nhiên do HAG nuôi giống bò Úc vì vậy đòi hỏi kỹ thuật nuôi khắt khe cùng với chất lượng thức ăn chăn nuôi tiêu chuẩn. Ngay cả trong giai đoạn di chuyển đường xa nếu không chăm sóc tốt bò có thể sinh trắng thịt, nhiều mỡ. Việc tiêu thụ bò của HAG mở rộng cả Lào, Campuchia và Việt Nam tùy đàn bò xuất chuồng tại đâu. Tại Việt Nam ngoài thị trường chính TPHCM thì HAG phải mở rộng tại các địa phương khác như Long An, Tiền Giang, Cần Thơ, Đồng Nai, Lâm Đồng... mới tiêu thụ hết.

Không như kỳ vọng ban đầu của tập đoàn. Bò Úc hiện nay được nhập vào VN quá nhiều đã xảy ra cạnh tranh giảm giá bán và từ đó biên lợi nhuận giảm xuống. Vừa qua HAG đã không còn kinh doanh mảng bò sữa mà chỉ tập trung vào bò thịt, tuy nhiên lợi nhuận gộp từ mảng kinh doanh này trong các năm tới có lẽ chỉ còn 7%-10%.

**Bất động sản:** Theo báo cáo từ tập đoàn, từ quý IV/2016, tập đoàn đã có lãi từ việc đưa giai đoạn I dự án Khu phức hợp Hoàng Anh Gia Lai tại Myanmar đi vào hoạt động. Giá trị đầu tư của giai đoạn I bao gồm Trung tâm thương mại, văn phòng cho thuê và khách sạn 5 sao Melia Yangon tại Myanmar theo số liệu từ báo cáo tài chính đạt gần 4.000 tỷ đồng. Giai đoạn 2 của dự án là hơn 1.100 căn hộ dịch vụ, mới được khởi công vào tháng 3 năm ngoái. Tập đoàn đang kỳ vọng đây sẽ là một trong những mảng sẽ mang lại kết quả kinh doanh tốt trong các năm sau. Có một rủi ro của việc kinh doanh bất động sản tại nước ngoài là chính sách hay thay đổi đột ngột. Vào 2016 Myanmar đã ban hành sắc thuế mới đánh vào các giao dịch mua bán bất động sản. Theo đó, đối với giao dịch có giá từ 30 triệu kyat trở xuống sẽ chịu mức thuế 15%, từ hơn 30 triệu cho đến 100 triệu kyat sẽ chịu mức 20%, và các giao dịch trên 100 triệu kyat sẽ bị đánh thuế 30%. Sắc thuế này cao hơn gấp 5 lần so với cuối năm 2015 và đang tạo áp lực với các nhà kinh doanh BĐS tại đây. Dù sao HAG vẫn có lợi thế là đang có quỹ đất lớn tại khu vực có giá đất đắt đỏ nhất vì vậy nếu việc kinh doanh không thuận lợi cũng có thể sang nhượng lại cũng thu hồi một lượng tiền mặt lớn.

Về ngắn hạn các khoản nợ dài hạn và trái phiếu đã được gia hạn từ 2021 đến 2026 vì vậy vấn đề thanh khoản của HAG sẽ bớt áp lực. Một số nguồn thu từ bất động sản, dịch vụ, bán bò và cao su sẽ mang lại dòng tiền chính trong năm nay bên cạnh việc thoái vốn từ mía đường và thủy điện. Tập đoàn sẽ còn phải tiếp tục cơ cấu lại các mảng đầu tư mà xu hướng sắp tới sẽ thu hẹp lại chỉ còn một số mảng chủ lực và tập trung vào việc sản sinh dòng tiền liên tục để trả nợ.

Điểm mạnh của tập đoàn là vẫn có quỹ đất nông nghiệp lớn và các khu vực tiềm năng khai thác bất động sản. Cách đây 10 năm hoạt động chính của HAG là bất động sản và sau đó mở rộng dần ra thủy điện, khoáng sản, khai thác gỗ, cao su và gần đây là mía đường, nuôi bò. Việc đa dạng hóa ngành là mục tiêu của tập đoàn để phòng ngừa rủi ro khi một ngành gặp khó khăn thì ngành khác sẽ hỗ trợ. Tuy nhiên do sự phát triển quá nhanh với việc phân bổ nguồn vốn quá lớn mà chủ yếu là nợ vay dài trả và đúng thời điểm các ngành chủ lực của tập đoàn liên tục gặp khó khăn như BĐS, khoáng sản, cao su đã dẫn đến tình trạng mất cân đối tài chính như hiện tại. Trong cơ cấu nguồn thu của tập đoàn những năm gần đây không có sự ổn định mà mỗi năm lại có một ngành mang lại nguồn thu chính. May mắn là những khoản đầu tư đất đai trong quá khứ của tập đoàn hiện nay nếu thoái vốn đều không lỗ nặng, trong đó nhiều vị trí đất nông nghiệp còn có thể có lời. Dù đang gặp khó khăn vì các khoản vay lớn nhưng tập đoàn vẫn có khả năng trả nợ nhờ vào nguồn tài sản dồi dào. Chính nhờ lợi thế này mà HAG được các ngân hàng kéo giãn nợ dài hạn giúp tập đoàn có thời gian cơ cấu lại hoạt động. Yếu tố này có thể xem là khả quan trong ngắn hạn đối với cổ phiếu.

Giá cổ phiếu HAG sau khi chạm mức 5,000 đã hồi phục và đang giao dịch quanh ngưỡng 8,000. Sắp tới các thông tin báo cáo kiểm toán 2016 và kết quả Q1 có thể tác động mạnh đến giá cổ phiếu. Chúng tôi đánh giá hiện tại đã khả quan hơn với cổ phiếu HAG dù khó khăn trong trung hạn là vẫn còn. Các thông tin tài chính có thể tác động liên tục đến giá cổ phiếu nhưng vùng giá 6,000 – 7,000 sẽ là ngưỡng hỗ trợ mạnh và có thể nắm giữ.



Phụ lục:

#### Chỉ số tài chính HAG

	2012	2013	2014	2015	2016
Số CP Lưu hành	537	718	790	790	790
EPS cơ bản	651	1,178	1,866	636	-1,291
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	1.40	0.87	0.80	1.16	1.23
Tổng công nợ/Vốn CSH	2.10	1.27	1.47	2.03	2.13
ROE %	3.65%	7.49%	10.88%	3.29%	-615%
ROA %	1.23%	2.77%	4.46%	1.17%	-200%
EBIT	789	796	905	1,393	363
EBITDA	1,014	1,122	1,239	1,765	1,064
Tỷ suất lợi nhuận gộp	27.32%	43.16%	40.17%	29.66%	15.50%

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. Công ty SBS cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. SBS sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và SBS hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu này.

### Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Thương Tín (Hội sở)

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3 TP HCM Việt Nam

Tel: +84 (8) 6268 6868 Fax: +84 (8) 6255 5957 [www.sbsc.com.vn](http://www.sbsc.com.vn)

### TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Tel: +84 (8) 6268 6868 (Ext: 8368)

Email: [sbs.research@sbsc.com.vn](mailto:sbs.research@sbsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6-7, 88 Lý Thường Kiệt Quận Hoàn Kiếm Hà Nội Việt Nam  
Tel: +84 (4) 3942 8076  
Fax: +84 (8) 3942 8075  
Email: [hanoi@sbsc.com.vn](mailto:hanoi@sbsc.com.vn)

#### Chi nhánh Sài Gòn

Lầu 6 - số 177-179-181 Nguyễn Thái Học, P.Phạm Ngũ Lão, Quận 1, TP.HCM  
Điện thoại: (08) 38 38 65 65  
Fax: (08) 38 38 64 16