

Cập nhật Doanh nghiệp

CTCP Hoàng Anh Gia Lai – HAG
In Fruit They Trust

BSC

Khuyến nghị

Giá mục tiêu	14,665
Giá đóng cửa	8,080
01/11/2017	
Upside	81.50%

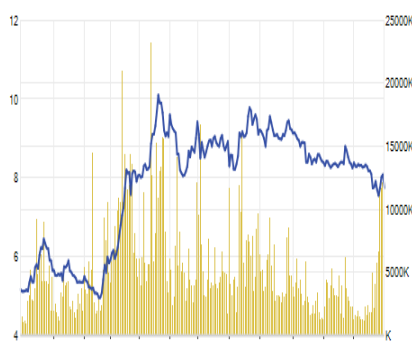
Dữ liệu thị trường

Số lượng CP lưu hành	927,399,283
Vốn hóa (tỷ đ)	7,493
KLGD TB	3.91 triệu

Cơ cấu cổ đông

Đoàn Nguyên Đức	37.5%
Van eck	1.92%

Diễn biến giá



Được thành lập từ năm 1990 khởi nghiệp là doanh nghiệp tư nhân sản xuất đồ gỗ, năm 2006 chuyển đổi sang mô hình CTCP và niêm yết trên sàn HSX từ năm 2008. Từ năm 2013 – nay, HAG tái cấu trúc Tập đoàn theo hai ngành chính là Nông nghiệp và Bất động sản tại Myanmar.

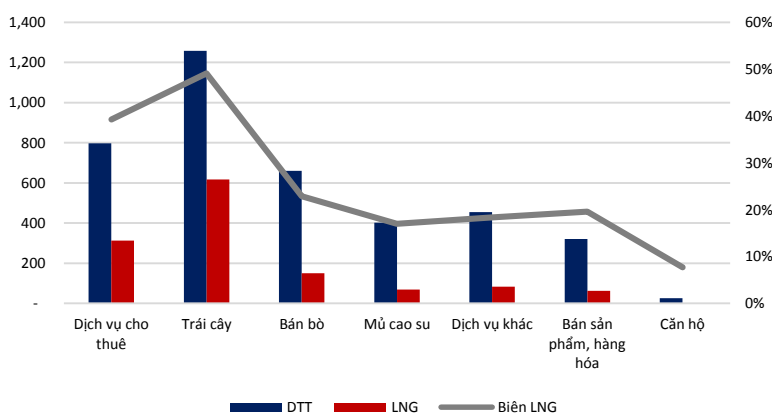
Ngày 31/10/2017 BSC đã tham dự buổi Họp mặt Nhà đầu tư của HAG – HNG và ghi nhận một số thông tin sau:

Cập nhật KQKD 9T2017. Theo BCTC hợp nhất được công bố của HNG, lợi nhuận trước thuế từ hoạt động kinh doanh cốt lõi (đã loại trừ doanh thu tài chính, tác động của chênh lệch tỷ giá và lợi thế thương mại) đạt 173.82 tỷ đồng, chuyển biến rõ rệt so với số lỗ 312.49 tỷ đồng của 9T2016.

Theo BCTC hợp nhất của HAG, LNTT 9T2017 từ hoạt động cốt lõi (đã loại trừ doanh thu tài chính, tác động của chênh lệch tỷ giá và lợi thế thương mại) là lỗ 152 tỷ đồng, cải thiện mạnh so với số lỗ 970 tỷ đồng của 9T2016.

Dự kiến trong Q4/2017, doanh thu hợp nhất của HAG sẽ đạt 1,770 tỷ đồng và LNTT hợp nhất là 180 tỷ đồng (chưa loại bỏ doanh thu tài chính và ảnh hưởng của ghi nhận lợi thế thương mại). Chúng tôi tạm ước nếu chỉ tính từ hoạt động cốt lõi thì LNTT Q4 sẽ là -14.5 tỷ đồng (Quý 4 2016 lỗ 184 tỷ đồng), chúng tôi cho rằng mặc dù chưa thoát lỗ nhưng HAG đang có sự chuyển mình khả quan.

Cơ cấu DT - LNG của HAG 9T2017



Nguồn: BCTC HAG

Trồng và kinh doanh Trái cây – Động lực tăng trưởng của doanh nghiệp. Đóng góp chủ yếu cho KQKD 9T2017 là từ mảng kinh doanh trái cây với doanh thu đạt 1,258 tỷ đồng, chiếm 31% cơ cấu tổng doanh thu HAG. LNG của mảng trái cây là 617 tỷ đồng (chiếm 71% cơ cấu LNG của HNG và 49% cơ cấu tổng LNG của HAG). Biên LNG của mảng trái cây đạt 49.09% trong 9T2017 trong đó biên LNG của Q2 và

Q3 lần lượt là 60% và 40%. Biên LNG giảm trong Q3 là do doanh nghiệp thực hiện xả đàn chanh dây, ngắt hoa thanh long để tập trung cho Q4/2017, và bắt đầu thu hoạch chuối. Sản lượng chuối tiêu thụ trong Q3 2017 đạt 15,000 tấn (diện tích khai thác 500ha), HAG cho biết sản lượng chuối xuất Trung Quốc khoảng 200 tấn/ngày và cho hệ thống Bách hóa Xanh là 2 tấn/ngày, doanh thu chuối Q3 đạt 230 tỷ đồng và EBITDA đạt 95 tỷ đồng (BSC ước tính tổng LNTT core của HNG trong Q3 2017 là hơn 90 tỷ đồng).

Dự kiến trong Q4/2017, các loại trái cây sẽ được thu hoạch là:

Trái cây	Diện tích khai thác (ha)	Tổng sản lượng (tấn)	Doanh thu (tỷ VND)	EBITDA (tỷ VND)
Chanh dây	1,431	12,534	306	138
Thanh long	713	3,572	141	98
Chuối	971	32,337	430	184
Ớt	35	525	21	14

Nguồn: HAG, HNG

Để bảo quản trái cây, doanh nghiệp đã đầu tư hệ thống 83 kho lạnh, diện tích 13,500 m2 tại Việt Nam, Lào, Campuchia và Trung Quốc. Đây là hệ thống kho tạm trữ trong quá trình phân phối. Nếu toàn bộ diện tích kho trên sử dụng để trữ chuối thì được khoảng 10,000 – 12,000 tấn chuối (về thể tích), nếu lưu trữ thông thường như hiện nay thì được khoảng 200 containers. Chi phí đầu tư kho lạnh tùy vùng miền sẽ dao động từ 1.5 – 2.5 triệu đồng/m2.

Với các hợp đồng xuất khẩu trái cây, khách hàng thường ký hợp đồng bao tiêu với HAG từ 1 – 3 năm và không đê giá. Giá sẽ thay đổi trong khoảng từ 7 – 10 ngày tham chiếu xu hướng giá của Philippines, Thượng Hải.

Về Bò thịt, LNG trong 9T2017 đạt 150.57 tỷ đồng (chiếm 11.91% cơ cấu LNG của HAG). Công ty cho biết đây là mảng kinh doanh rất tiềm năng, biên lợi nhuận tốt, nhưng vì thiếu vốn lưu động, đàn bò thể chấp ngân hàng nên việc quay vòng và nhân rộng đàn bò gặp nhiều khó khăn. HAG dự kiến trong Q4/2017 doanh thu đàn bò đạt 200 tỷ đồng và LNG đạt 40 tỷ đồng.

Về cao su, LNG trong 9T2017 đạt 68 tỷ đồng (chiếm 5.39% tổng LNG của HAG). Trong 9T2017, sản lượng khai thác đạt 10,100 tấn, doanh thu 402 tỷ đồng. Dự kiến trong Q4/2017, diện tích cao su khai thác sẽ là 12,800 ha, sản lượng kế hoạch là 5,500 tấn. Chúng tôi ước tính doanh thu cao su sẽ thấp hơn kế hoạch đề ra của doanh nghiệp, doanh thu Q4 của cao su sẽ khoảng 165 tỷ đồng và LNG là 32 tỷ đồng. (Kế hoạch của HAG là doanh thu cao su 200 tỷ và LNG 40 tỷ đồng trong Q4 2017).

Về mảng Bất động sản, LNG trong 9T2017 đạt 312.84 tỷ đồng (+95.57%yoy, chiếm 24.74% LNG của HAG). Hiện tại HAG đang thực hiện đàm phán với đối tác để chuyển nhượng dự án, một trong số đối tác đang đàm phán là Central Group của Thái Lan. Ban lãnh đạo doanh nghiệp nhận định tình hình chính trị tại Myanmar sẽ không ảnh hưởng tiêu cực

đến việc kinh doanh và chuyển nhượng dự án. Dự kiến doanh thu Q4 mảng cho thuê và dịch vụ đạt 350 tỷ đồng, lợi nhuận gộp 200 tỷ đồng. Ngoài ra sẽ tiếp tục triển khai giai đoạn 2, chuẩn bị mở bán 600 căn hộ.

Quá trình cơ cấu Nợ và Vốn vẫn đang tiếp tục. Theo BCTC 9T2017 của HAG, tổng Vay nợ giảm 4,176.52 tỷ đồng (giảm từ 27,337 tỷ đồng còn 23,160 tỷ đồng), chủ yếu nhờ giảm (1) khoản trái phiếu 1,100 tỷ do HAG phát hành thêm 137.5 triệu cổ phiếu giá 8,000 đồng để hoán đổi nợ, (2) khoản trái phiếu 433 tỷ đồng hoán đổi lấy cổ phiếu HNG thuộc sở hữu của HAG và (3) dòng tiền thu được từ việc chuyển nhượng nhóm Mía đường với Thành Thành Công (khoảng hơn 2,000 tỷ đồng).

Ngoài ra, việc trả lãi và gốc vay được thỏa thuận thực hiện chủ yếu bắt đầu từ năm 2019 nên sẽ giúp giảm áp lực dòng tiền cho doanh nghiệp khi mảng trái cây mới bắt đầu đem lại kết quả.

Trong thời gian tới, doanh nghiệp sẽ tiếp tục hoán đổi 500 tỷ đồng nợ và bán tài sản không thuộc lĩnh vực ưu tiên để tiếp tục giảm nợ, bổ sung vốn hoạt động. Cùng với đó sẽ phát hành riêng lẻ 30 triệu cổ phiếu, tương đương số vốn khoảng 300 tỷ đồng để bổ sung nguồn vốn lưu động cho mảng trái cây. Chúng tôi cho rằng việc bổ sung vốn lưu động là cần thiết để mảng trái cây mang lại kết quả tối ưu hơn.

Chi phí hoạt động tăng mạnh do phân bổ lợi thế thương mại. Trong 9T2017, chi phí QLDN chiếm tới 39% tổng lợi nhuận gộp, là do HAG phải phân bổ lợi thế thương mại là 239.7 tỷ đồng (chi phí này chiếm tới 49% chi phí QLDN). Tại ngày 30/09/2017, số dư lợi thế thương mại trên BCTC 9T2017 của HAG là 2,577 tỷ đồng.

Lợi thế thương mại của HAG phát sinh chủ yếu từ việc mua lại cao su Trung Nguyên trong năm 2016. Đây là việc xử lý kỹ thuật kế toán trong việc cơ cấu lại Tập đoàn. Giá gốc khoản đầu tư vào cao su Trung Nguyên là 3,278 tỷ đồng, trong khi Tài sản thuần của Trung Nguyên chỉ có 610.45 tỷ đồng, do đó lợi thế thương mại phát sinh là 2,001 tỷ đồng. Vì vậy sẽ làm tăng chi phí các năm tới của HAG khi lợi thế thương mại được trích lập qua các năm. Theo khảo sát, diện tích thuộc cao su Trung Nguyên đang được sử dụng để trồng cây Thanh long, Chuối, Mít, Xoài, với tổng diện tích đã trồng là 947.3 ha.

Chúng tôi cũng lưu ý, BCTC Quý 4 sẽ phát sinh thêm lợi thế thương mại do đang hoàn chỉnh hồ sơ hợp nhất Đại Thắng vào HNG và HAG, do đó chi phí quản lý sẽ tăng tương đối. Hiện tại diện tích trồng chanh dây của HAG là 1,483ha, trong đó 61% nằm tại Đại Thắng và 26.39% nằm tại Chăn nuôi Gia Lai. Ban lãnh đạo HAG cho biết doanh nghiệp đã hợp nhất Đại Thắng vào HAG từ Q4/2017 và tiếp tục hợp nhất Chăn nuôi Gia Lai trong năm 2018 sau khi hoàn thành tái cơ cấu doanh nghiệp này.

Hiện tại, nếu chưa Hợp nhất thì các công ty con vẫn chuyển hết lợi nhuận về cho công ty mẹ nhưng không ghi nhận thêm chi phí phân bổ lợi thế thương mại so với khi Hợp nhất. Chúng tôi cũng lưu ý là chi phí của việc phân bổ lợi thế thương mại sẽ không được dùng để giảm thuế thu nhập doanh nghiệp vì không thuộc hoạt động cốt lõi mà chỉ là việc xử lý kỹ thuật kế toán khi Hợp nhất doanh nghiệp.

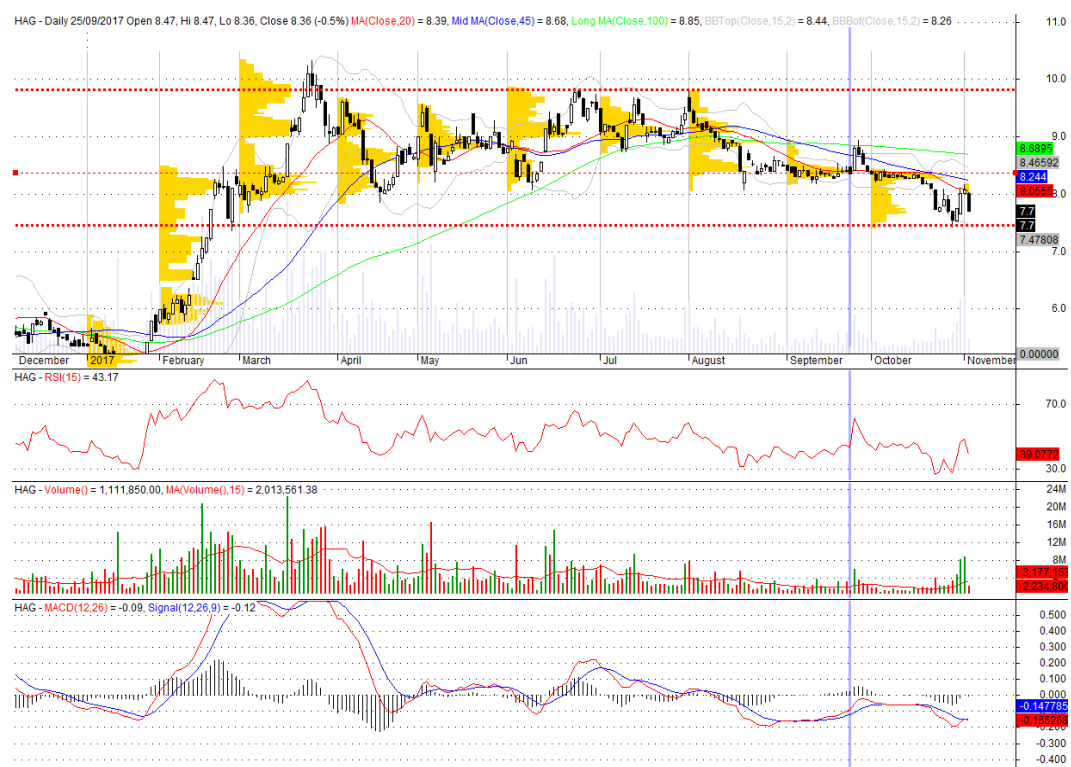
QUAN ĐIỂM KỸ THUẬT

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Xu hướng giảm
- Chỉ báo xu hướng MACD nằm dưới mức 0 và đang dao động quanh đường chỉ báo chậm, dấu hiệu đang trong xu hướng tích lũy, chỉ báo RSI đang ở mức trung tính
- Thanh khoản: thanh khoản tăng đột biến trong những phiên gần đây, khối lượng trung bình đạt 3.160.060 cp/phiên.

Nhận định: Cổ phiếu HAG đã giảm khá mạnh trong thời gian vừa qua, hiện tại đang kiểm tra lại ngưỡng hỗ trợ 7.45, tuy nhiên các chỉ báo xu hướng cho thấy HAG sẽ tiếp tục dao động tích lũy vùng này.

Khuyến nghị: Nhà đầu tư có khẩu vị chịu rủi ro cao có thể xem xét giải ngân tận dụng nhịp hồi nếu như HAG kiểm tra lại thành công ngưỡng hỗ trợ gần nhất là 7.45, tiếp tục theo dõi cổ phiếu cho đến khi xu hướng tăng được xác định. Giá mục tiêu 8.35, giá cut loss nếu thủng 7.45.



Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV<GO>