

**Trụ sở**  
152 Thụy Khuê, Tây Hồ,  
Hà Nội  
ĐT: (04) 37280921  
Fax: (04) 37280920

**Chi nhánh HCM**  
193 Trần Hưng Đạo,  
Quận 1  
ĐT: (08) 38386868  
Fax: (08) 39207542

**Website:**  
[www.tvsi.com.vn](http://www.tvsi.com.vn)  
**Email:**  
[contact@tvsi.com.vn](mailto:contact@tvsi.com.vn)

# Báo cáo phân tích

**Ngày 25/tháng 8/2009**



## Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai HOSE Mã CK: HAG

### Thông tin cổ phiếu

Tên công ty:	Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai
Tên viết tắt:	HAGL
Tên quốc tế:	HAGL Joint Stock Company
Mã chứng khoán:	HAG
Trụ sở chính:	15 Trường Chinh, Phù Đổng, Pleiku, Gia Lai
Điện thoại:	+84 059 382 0012
Fax:	+84 059 382 0555
Website:	<a href="http://www.hagl.com.vn">www.hagl.com.vn</a>

### MỤC LỤC

### Trang

Tóm tắt báo cáo	1
Giới thiệu doanh nghiệp	2
Đánh giá hiệu quả hoạt động	3
Phân tích SWOT	10
Nhận định đầu tư	11
Phụ lục	17

### Các mốc sự kiện chính & quá trình tăng vốn

2006	Lần 1: 30,000,000	Cổ phần hóa Khai trương HAGL hotel Pleiku
2007	Lần 2: 400,000,000 Lần 3: 440,000,000 Lần 4: 1,037,563,880 Lần 5: 1,199,563,880	Trải qua 4 lần tăng vốn Khởi công dự án New Saigon, Phủ Hoàng Anh... Khởi công Đaksrong 2, 2A...
2008	Lần 6: 1,798,145,010	Tiến hành dự án trồng 10,000ha cao su tại Lào Khởi công HA River view
2009		Đầu tư 266 tỷ vào khách sạn & trồng cao su tại Lào



## Biểu đồ giá cổ phiếu HAG trong vòng 01 năm qua



## Thông tin cổ phiếu (31/08/2009)

MCK: HAG

Sàn giao dịch: HOSE

Giá cổ phiếu: 96,500 VND

Tổng KL niêm yết: 179,814,501 CP

KL đang lưu hành: 177,022,366 CP

Tổng giá trị vốn hóa thị trường: 17.08 tỷ VND

Giá cao nhất trong 52 tuần: 96,500 VND

Giá thấp nhất trong 52 tuần: 47,500 VND

Thay đổi giá trong 3 tháng: +56.91%

Thay đổi giá trong 6 tháng: +85.58%

KLGD bình quân 30 ngày: 910,597,500 cp

Nước ngoài sở hữu: 22%

Cổ đông lớn: Ông Đoàn Nguyên Đức—62.86%

Công ty Jaccar Capital Fund —5.59%

## Lĩnh vực kinh doanh

Sản xuất và phân phối đồ gỗ, nội thất; Xây dựng kinh doanh căn hộ cao cấp, khách sạn & resort; Trồng và chế biến sản phẩm từ cao su; Khai thác thủy điện.

Các dự án lớn tham gia hiện tại:

- Dự án nhà ở Tân Phong: 28,000m<sup>2</sup>, 168,000 sản phẩm xây dựng tương đương 1,000 căn hộ.
- Dự án trồng 30,000 ha cao su tại Lào và Gia Lai
- Dự án thủy điện Đak Srông với tổng mức đầu tư là 2,200 tỷ VND
- Dự án Phú Hoàng Anh, Hoàng Anh river view, Bàu Thạc Gián; căn hộ Qui Nhơn, Đắc Lắc, Cần Thơ, An Tiến...
- Dự án khai thác và chế biến quặng sắt đang nghiệm thu, công suất 500,000 tấn/năm.

## CÔNG TY CỔ PHẦN HOÀNG ANH GIA LAI

### Nhận định đầu tư

- Qua phân tích dựa trên những báo cáo của HAG và thông tin thu nhận được, chúng tôi cho rằng HAGL thực sự có tiềm năng phát triển cả trong ngắn hạn và dài hạn. Bên cạnh đó rủi ro tiềm ẩn về nợ là mối lo ngại duy nhất, tuy nhiên chúng ta có thể quên đi mối lo ngại đó ngay khi nhìn thấy kế hoạch sản xuất kinh doanh khả thi, tầm nhìn chiến lược của công ty cũng như hiệu quả hoạt động của công ty. Những gì HAGL đã thể hiện xuất sắc trong bối cảnh không mấy tươi sáng của nền kinh tế trong nước và thế giới năm 2008, ta có thể thấy rằng tiềm lực to lớn của HAG là không thể phủ nhận. Chúng tôi tin rằng HAG sẽ giữ vững nhịp tăng trưởng và tiếp tục đà phát triển của mình nhưng cần phải cẩn trọng hơn với việc sử dụng đòn bẩy tài chính.**
- Với mức giá 88,500 VNĐ của ngày 25/08, P/E của HAG là 27.36 lần và đã xác lập mức giá cao nhất 52 tuần mới ở 91,000 VNĐ ngày 24/08. Thời gian vừa qua cổ phiếu bất động sản, đặc biệt là của những công ty lớn như HAGL đã thể hiện tính "đại gia" của mình khi tăng liên tục và tăng 15.3% nhanh hơn cả Vn-index ở mức 14.3%. Một phần do kết quả kinh doanh và kế hoạch lợi nhuận của HAGL hết sức ấn tượng, đồng thời cho thấy niềm tin của nhà đầu tư vào ngành bất động sản từ nay đến cuối năm cũng như trong dài hạn.**
- Với hai kịch bản lạc quan và thận trọng, chúng tôi tiến hành định giá HAG theo 3 phương pháp P/E, P/B và DDM dựa trên những giả định tốc độ tăng trưởng. Kết quả định giá của mỗi phương pháp tỏ ra đáng tin cậy với mỗi nhà đầu tư là khác nhau. Và theo góc nhìn của người phân tích đối với tỷ trọng mỗi phương pháp, khả năng xảy ra với hai kịch bản thì giá HAG được xác định giao động ở mức 81,000 VNĐ - 105,000 VNĐ.**
- Kết luận: HAG là cổ phiếu thực sự tiềm năng để nắm giữ dài hạn, nếu tiếp tục nhận được sự nâng đỡ của tình hình kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán thế giới HAG sẽ là lựa chọn tốt để mang lại lợi nhuận cho nhà đầu tư.**

### Chỉ tiêu tài chính

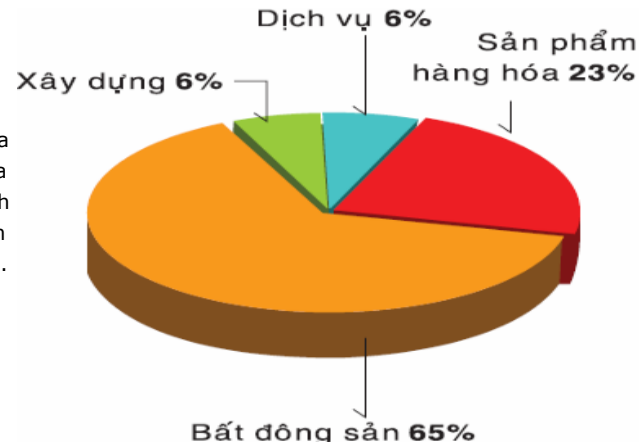
Chỉ tiêu	2006	2007	2008	2009QI	2009QII
LN thuần HĐSXKD	116,472,288	864,565,006	1,032,472,151	373,385,066	383,403,044
Thay đổi (%)	-	642.29	19.42	-	2.68
LNST	81,860,089	622,343,873	765,342,778	272,981,571	321,179,729
Thay đổi (%)	-	660.25	22.98	-	17.66
EPS	-	-	-	1.351	1.682
Thay đổi (%)	-	-	-	-	24.50
P/E	-	-	-	60.18	38.53
BVPS	-	-	-	20.534	22.046
P/B	-	-	-	3.96	3.69
ROE	16.10	18.36	20.52	7.39	8.10
ROA	6.06	9.82	8.63	3.03	3.40

## HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP

### Sản phẩm chính:



Hoạt động theo hình thức tập đoàn đa ngành đa lĩnh vực, sản phẩm của HAGL đa dạng và tập trung vào 4 lĩnh vực chính: bất động sản; sản phẩm gỗ và đá granite; thủy điện và cao su.



*Tập đoàn đa ngành đa lĩnh vực, mục tiêu phát triển trở thành công ty bất động sản số 1 Việt Nam.*

*Định hướng phát triển dài hạn là đầu tư vào cao su và thủy điện.*

Là lĩnh vực truyền thống, sản phẩm đồ gỗ ngoại thất xuất khẩu và nội thất tiêu thụ trong nước của HAGL không chỉ nổi tiếng trong nước mà còn được biết đến ở nhiều nước trên thế giới. Đồng thời với sự liên kết dọc giữa các ngành, sản phẩm đồ gỗ và đá granite được sử dụng trực tiếp cho các dự án bất động sản căn hộ cao cấp, khách sạn & resort của HAGL để xây dựng nên một HAGL— Bất động sản được biết đến với chất lượng đảm bảo, giá thành cạnh tranh. Hình ảnh của HAGL bất động sản gắn với: dự án căn hộ cao cấp Trần Xuân Soạn, New Sài Gòn, Phú Hoàng Anh, Hoàng Anh River view, Bàu Thạc Gián; khách sạn HAGL Pleiku, resort Quy Nhơn, Đà Lạt, plaza Hotel Đà Nẵng ...

Thủy điện và cao su là lĩnh vực được kỳ vọng tạo sự phát triển bền vững và lâu dài cho HAGL, tuy nhiên hiện nay vẫn đang trong giai đoạn đầu tư, chưa tạo ra được sản phẩm và doanh thu. Hoạt động đầu tư cho thủy điện được biết đến với các dự án thủy điện Sông Đăksrong 2, sông Đăksrong 2A, Bà Thước 2, sông Đăksrong 3 ... HAGL đã tiến được một bước xa khi chính phủ Lào cho phép trồng 15,000 ha cao su tại Lào nâng tổng diện tích cao su theo kế hoạch lên 28,090 ha và dự kiến sẽ có nguồn thu vào năm 2013.

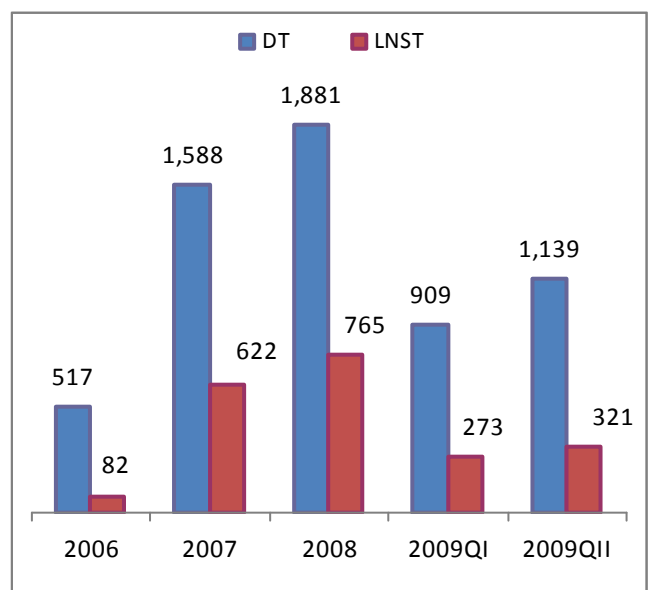
### Tăng trưởng doanh thu, LNST:

*Doanh thu và lợi nhuận sau thuế liên tục tăng qua các năm, tuy nhiên tốc độ gia tăng có xu hướng giảm dần.*

*Doanh thu tăng trưởng được đánh giá có chất lượng cao do tăng chủ yếu từ khu vực xây dựng và kinh doanh bất động sản.*

Doanh thu từ bán hàng và cung cấp dịch vụ của công ty 6 tháng đầu năm 2009 đạt 2,049.84 tỷ đồng, tăng 150% so với 6 tháng đầu năm 2008 (tương đương 682.7 tỷ đồng). Mức tăng doanh thu được xác định nhờ thành công trong việc bán các dự án Phú Hoàng Anh và Hoàng Anh River view, cùng những khoản thu từ phần còn lại dự án New Sài Gòn năm 2008 và từ các hợp đồng xây dựng.

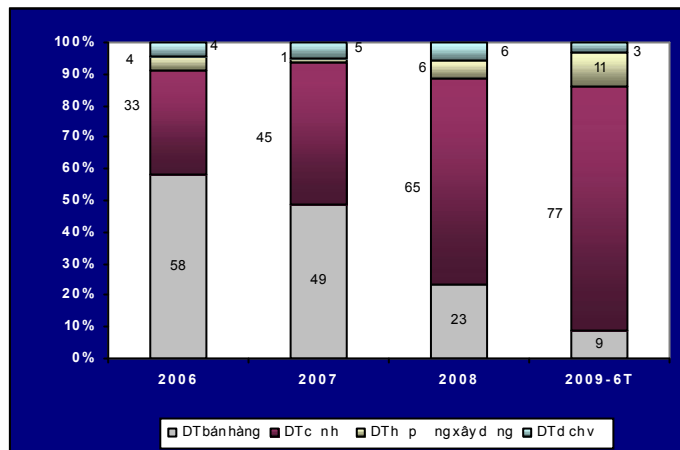
Xét riêng trong 6 tháng đầu năm nay, doanh thu quý II tăng 25% tương đương 227.6 tỷ đồng so với quý I, đồng thời lợi nhuận sau thuế tăng 48.2 tỷ đồng tương đương 17.7 % so với quý I.



Theo nghị quyết hội đồng quản trị của công ty ngày 10/7/2009, công ty điều chỉnh tăng doanh thu năm 2009 từ 3,129 tỷ lên 3,660 tỷ tăng 94% so với 2008, lợi nhuận sau thuế 1,050 tỷ tương đương tăng 50% lợi nhuận sau thuế thay vì 863 tỷ như trước. Điều đó cho thấy ban lãnh đạo công ty đã khẳng định sự phát triển của công ty trong thời gian tới.

## HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP

### Cơ cấu doanh thu:



Doanh thu từ bất động sản và xây dựng có xu hướng chiếm tỷ trọng lớn so với tổng doanh thu, trong khi doanh thu từ bán sản phẩm hàng hóa ngày càng giảm.

Cơ cấu doanh thu của HAGL có sự chuyển dịch theo hướng giảm mạnh doanh thu từ bán sản phẩm hàng hóa mà cụ thể là doanh thu bán sản phẩm gỗ và đá granite từ 45.3% xuống còn 23.2% năm 2008 và 8.5% trong 6 tháng đầu năm 2009; tăng nhanh doanh thu bất động sản và xây dựng từ 1% trong năm 2008 và trong 6 tháng đầu năm 2009 tăng lên 88.2%. Đồng thời tỷ suất lợi nhuận gộp từ sản phẩm gỗ & đá truyền thống giảm từ 30% xuống còn 20% trong năm 2008 và nửa đầu năm 2009, tương ứng với đó tỷ suất lợi nhuận gộp của lĩnh vực bất động sản tăng lên 61% năm 2008, 50% ở 6 tháng đầu năm 2009.

**Doanh thu từ sản xuất và phân phối gỗ và đá:** năm 2008 đã đóng góp 439 tỷ đồng trong tổng doanh thu trong đó 73% từ doanh thu xuất khẩu, doanh thu này giảm hẳn tỷ trọng ở năm 2009 chỉ đạt 177 tỷ trong 6 tháng đầu năm giảm hơn 40% so với 2008 mặc dù theo như kế hoạch đề ra thì doanh thu và lợi nhuận gộp trong năm này sẽ đạt 453 tỷ đồng (tăng 4% so với 2008) và 127 tỷ (tăng 45%). Hiện nay HAGL có 4 nhà máy gỗ và chế tác đá granite với tổng công suất đạt 2,150 container mỗi năm, công ty đang xây dựng một nhà máy gỗ ở Lào và dự tính sẽ gia công 3,000 m3 gỗ nhận được từ Lào trong vòng 3 năm, sau khi tài trợ không hoàn lại 4 triệu USD và cho vay 15 triệu USD không tính lãi suất với chính phủ Lào để xây làng Seagame năm 2008. Tuy nhiên chiến lược dài hạn của HAGL là không mở rộng hơn nữa hoạt động kinh doanh này và cũng đã thể hiện rõ qua cơ cấu doanh thu 6 tháng đầu năm 2009. Dự tính rằng hoạt động này của công ty sẽ tương đương với năm 2008 nhờ nguồn nguyên liệu gỗ có thể sẽ nhận được từ Lào trong thời gian tới.

Từ 2009—2012 sẽ ghi nhận nhiều khoản thu bất động sản và xây dựng từ các dự án lớn.

Dù có xu hướng giảm giá bán căn hộ nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp của lĩnh vực này vẫn cao.

**Bất động sản và xây dựng:** là nguồn doanh thu chính của năm 2008, 2009 đúng như chiến lược phát triển của công ty đã đề ra. Năm 2008 doanh thu ghi nhận từ 3 dự án: Trần Xuân Soạn công ty đã ghi nhận phần còn lại 197 tỷ đồng vào doanh thu năm 2008; Toàn bộ 1,104 căn hộ của dự án New Sài Gòn đã được bán hết với mức giá trung bình 20 triệu đồng/m2 và một phần doanh thu 806 tỷ đồng đã được ghi nhận năm 2008, phần còn lại ghi nhận trong năm 2009; Đối với Phú Hoàng Anh, công ty đã bán 36% số căn hộ và ghi nhận doanh thu 163 tỷ đồng trong năm 2008, phần còn lại thuộc về năm 2009.

Từ nay đến năm 2012, doanh thu bất động sản của HAGL sẽ còn ghi nhận thêm từ những dự án căn hộ Qui Nhơn, Đắk Lắk, Cần Thơ hiện đang đi vào hoàn thiện, căn hộ cao cấp An Tiến đã xong phần móng nền để bán, dự án New Sài Gòn dự kiến hoàn thành và ghi nhận phần doanh thu còn lại 847 tỷ. Cũng trong năm 2009 này, HAGL sẽ tiếp tục khởi công 3 dự án: 2 tòa nhà văn phòng 40 tầng tại đầu cầu Kinh Tế với tổng diện tích 130.000 m2 sàn; dự án 980 căn hộ An Tiến (Nhà Bè) với tổng diện tích 180.000 m2 sàn; dự án khu căn hộ Hoàng Anh Incomex 450 căn hộ, 72.000m2 sàn. Và trên quỹ đất hiện có, mỗi năm HAGL sẽ khởi công xây dựng 250.000m2 sàn xây dựng (tương đương 1.500 căn hộ từ nay đến năm 2015). Các dự án này sẽ đem lại lợi nhuận cho HAGL từ nay đến 2012 (chưa kể đến lợi nhuận từ những dự án đã và đang triển khai như 30.000 hecta cao su và 300 MW thủy điện). Từ kế hoạch trên, HAGL khẳng định từ năm 2010 trở đi, công ty sẽ thu về lợi nhuận 1.500 tỷ đồng trở lên cho mỗi năm.

## HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP

*Thủy điện và cao su sẽ là những nguồn doanh thu chính của công ty sau khi những dự án bất động sản kết thúc và là nguồn đảm bảo tăng trưởng dài hạn của HAGL.*

HAGL là một trong rất ít những công ty được phép hạch toán doanh thu và lợi nhuận từ các dự án bất động sản trước khi hoàn thành và chuyển giao cho khách, nhờ đó công ty có thể ghi nhận doanh thu theo tiến độ mà không cần phải đợi đến khi dự án hoàn thành và bàn giao. Bằng cách này công ty có thể duy trì tăng trưởng doanh thu liên tục và cũng cho thấy uy tín cùng sức mạnh thương hiệu của HAGL hiện nay.

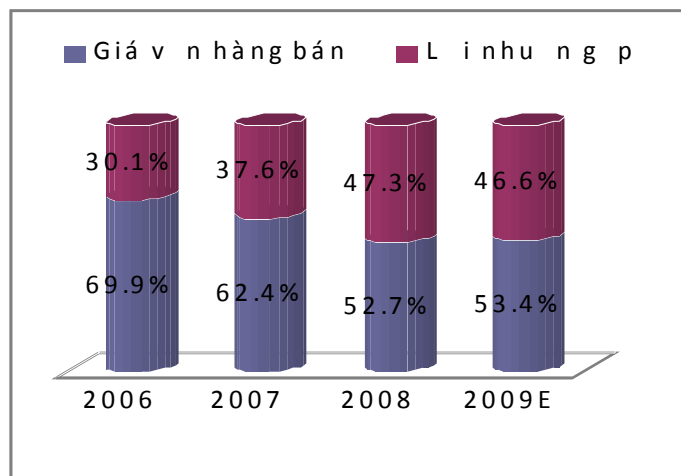
**Thủy điện:** đầu năm 2009, HAGL đã được chấp nhận triển khai 9 dự án thủy điện có quy mô vốn trung bình với tổng công suất 248 Mw và tổng vốn đầu tư 3,224 tỷ đồng được thực hiện đến 2012 tại Gia Lai, Kon Tum và Thanh Hóa với tổng công suất 176 Mw. Trong năm 2008, công ty đã khởi công 2 dự án Đăksrong và hoàn thành 60% tính đến đầu năm 2009.

**Khai thác khoáng sản:** HAGL sở hữu 9 mỏ quặng sắt có quy mô trung bình ở Gia Lai với trữ lượng 10-15 triệu tấn và hiện đang hoàn thiện thủ tục sở hữu thêm một số mỏ sắt với trữ lượng 20-30 triệu tấn tại Lào cùng kế hoạch xây dựng nhà máy thép ở Giai lai công suất 200,000 tấn/năm. Đây cũng là một nguồn thu hứa hẹn đáng quan tâm của HAGL trong dài hạn.

### Giá vốn hàng bán:

*Phát huy lợi thế tập đoàn đa ngành với 25 công ty con tạo ra sự liên kết dọc giữa các ngành để kiểm soát chi phí, giảm giá vốn hàng bán giúp gia tăng lợi nhuận gộp.*

*Công ty cũng có những chính sách hiệu quả nhằm kiểm soát giá vốn hàng bán trước biến động của thị trường nguyên vật liệu.*



Nhân tố tác động chính tới giá vốn hàng bán của công ty là giá nguyên liệu gỗ, vật liệu xây dựng và giá vốn kinh doanh bất động sản đầu tư. Tuy nhiên nguyên vật liệu được công ty tính toán và ký hợp đồng mua cho cả năm, nhờ đó hạn chế ảnh hưởng của việc thay đổi giá nguyên vật liệu tới giá vốn hàng bán trong năm. Điều này được thể hiện rõ trong năm 2008 khi giá gỗ tăng 13%, nguyên vật liệu xây dựng như sắt, phôi thép, xi măng đều tăng nhưng giá vốn hàng bán của công ty giảm gần 10%.

Có thể thấy rõ xu hướng giảm của giá vốn hàng bán qua các năm từ 2006 đến 2008, giảm từ 69.9% xuống còn 52.7% và tỷ lệ này được duy trì tăng nhẹ trong nửa năm đầu 2009. Với chính sách nguyên vật liệu của công ty hiện thời, có thể dự đoán rằng giá vốn hàng bán của công ty sẽ không có nhiều biến động trong 6 tháng cuối 2009, vẫn tiếp tục duy trì tỷ lệ như hiện nay và sẽ có xu hướng giảm nếu có thể tăng giá thành sản phẩm khi giá nguyên vật liệu tăng trong thời gian tới.

Trong tương lai, nguồn nguyên liệu gỗ của công ty sẽ được đảm bảo bởi gỗ khai thác từ cây cao su qua thời kỳ cho mủ ở các vườn cao su thuộc sở hữu của công ty, trước mắt là nguồn gỗ cung cấp từ Lào.



## HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP

### Chi phí bán hàng:

*Chi phí bán hàng là một nhân tố cơ bản trong cơ cấu chi phí.*

*Công ty chú trọng đầu tư để xây dựng thương hiệu mạnh không chỉ trong nước mà cả ở nước ngoài.*

Mục tiêu trở thành công ty bất động sản hàng đầu nhưng, sản phẩm truyền thống của công ty vẫn là những sản phẩm gỗ và đá granite, thêm vào đó là chi phí bán căn hộ và những chi phí dịch vụ kèm theo, vì vậy chi phí bán hàng vẫn là một nhân tố cơ bản trong cơ cấu chi phí của HAGL. Từ năm 2006 sang năm 2007 có sự tăng đột biến từ 1.9% lên 2.5% tương đương 29 tỷ đồng, 4% trong năm 2008 tương đương tăng 36 tỷ đồng và nửa đầu năm 2009 chi phí này là hơn 46 tỷ chiếm 2.25%. Lý do chính làm cho chi phí này chiếm tỷ lệ không nhỏ trong tổng doanh thu là chính sách marketing và xây dựng thương hiệu của công ty cùng với việc mở rộng quy mô sản xuất và phát triển thị trường. Hoạt động này đặc biệt được đẩy mạnh trong năm 2007 và 2008 và có xu hướng chậm lại trong 6 tháng đầu năm 2009. HAGL chi những khoản lớn nhằm xây dựng thương hiệu không chỉ trong nước mà còn cả trên thế giới, với một đội bóng hùng mạnh được đông đảo người hâm mộ, với hợp đồng quảng cáo tại Anh với câu lạc bộ bóng đá Arsenal của Anh và việc duy trì một đội bóng lớn được đông đảo người hâm mộ trong nước.

Cho đến nay, HAGL đã rất thành công trong việc xây dựng thương hiệu và củng cố hình ảnh của mình trong lòng người tiêu dùng, vì vậy trong thời gian tiếp theo ngoại trừ việc mở rộng mạng lưới thì chi phí bán hàng của doanh nghiệp sẽ duy trì tỷ lệ như ở mức hiện tại.

### Chi phí quản lý doanh nghiệp:

*Chi phí quản lý doanh nghiệp biến động cùng chiều và có tốc độ tăng nhanh hơn so với doanh thu và giá vốn hàng bán do chịu tác động của tình hình kinh tế vĩ mô và quá trình mở rộng quy mô của HAGL.*

Có một sự đồng điệu trong biến động của chi phí quản lý doanh nghiệp với doanh thu và giá vốn hàng bán. Năm 2007 chi phí này tăng thêm 25 tỷ đồng chiếm 3.15% tổng doanh thu, năm 2008 chiếm 6.64% tổng doanh thu tăng 75 tỷ đồng, năm 2009 quý II tăng so với quý I và 6 tháng đầu năm chi phí này chiếm 3.7% tổng doanh thu. Tuy nhiên tốc độ tăng chi phí bán hàng trong năm 2007 và 2008 cao hơn tốc độ tăng doanh thu, điều này được lý giải gần với tình hình kinh tế vĩ mô cũng như việc mở rộng quy mô của doanh nghiệp do chi phí quản lý ban đầu với các công ty con bao giờ cũng lớn, tất nhiên việc niêm yết giao dịch chứng khoán của công ty năm 2008 cũng có tác động làm tăng chi phí. Hai năm 2007, 2008 kinh tế suy thoái và lạm phát cao, vì vậy để duy trì hoạt động doanh nghiệp cũng như đảm bảo doanh thu bán hàng công ty đã đầu tư nhiều hơn hoạt động quản lý doanh nghiệp.

Việc tăng cường đầu tư cho hoạt động quản lý doanh nghiệp của công ty đã tỏ ra có hiệu quả khi doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp liên tục tăng mặc dù kinh tế suy thoái. Trong năm 2009 và thời gian tới, tỷ lệ chi phí này sẽ duy trì xu hướng giảm do doanh nghiệp đã đi vào hoạt động ổn định và tình hình kinh tế vĩ mô biến động theo chiều hướng tích cực.

### Doanh thu từ hoạt động tài chính:

*Doanh thu tài chính có giá trị lớn, song không phải thu từ đầu tư tài chính hay tiền lãi, dự báo giảm cho khoản thu này trong năm 2009.*

*Trong khi đó chi phí tài chính dự báo tăng do tăng chi phí lãi vay.*

Doanh thu từ hoạt động tài chính của công ty có giá trị thấp trong năm 2006 nhưng tăng cao đột biến vào năm 2007 và 2008. Tất nhiên một phần không nhỏ trong doanh thu tài chính của công ty là tiền lãi của những khoản tiền lớn nằm trong ngân hàng, tuy nhiên để tạo ra mức tăng lớn như vậy lại không phải do tiền lãi hay đầu tư chứng khoán do công ty không có khoản đầu tư đáng kể nào vào chứng khoán. Năm 2007 công ty thu từ lợi thế thặng dư 219.43 tỷ đồng nhờ hợp nhất kinh doanh giữa các công ty CP nhà Hoàng Anh Quy Nhơn và Sài Gòn, khoản thu này chiếm 53.6% so với tổng doanh thu từ hoạt động tài chính. Sang năm 2008, nguồn thu từ thanh lý đầu tư 400 tỷ đồng do bán 40% cổ phần của công ty cổ phần Giai Việt làm cho doanh thu từ hoạt động tài chính tiếp tục tăng thêm 7% so với năm 2007. Năm 2009 dự báo giảm cho khoản doanh thu này, do công ty không có kế hoạch thanh lý các khoản đầu tư cũng như hợp nhất các công ty con.

### Chi phí tài chính:

Khoản chi này của công ty chủ yếu do chi phí lãi vay ngân hàng quyết định, vì vậy khi công ty tăng các khoản vay ngân hàng vào năm 2007 và 2008 thì chi phí tài chính cũng tăng theo, tuy nhiên mức độ tăng chi phí tài chính so với tăng doanh thu tài chính vẫn thấp hơn đáng kể. Cuối năm 2008 công ty đã phát hành 1,000 tỷ đồng trái phiếu, năm 2009 công ty tiếp tục có những khoản vay lớn với ngân hàng BIDV, Vietcombank, SCB, phần lớn các khoản vay chịu lãi suất thả nổi vì vậy dự đoán rằng chi phí tài chính sẽ tiếp tục tăng vào thời gian tới.

## Đánh giá chỉ tiêu tài chính

Các chỉ tiêu tài chính là những nét vẽ cơ bản để vẽ lên bức tranh tình hình tài chính và hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, trên nền tranh là hoạt động của ngành và bối cảnh kinh tế nói chung. Đó là những nét vẽ chỉ ra: khả năng thanh toán, năng lực hoạt động, cơ cấu vốn, khả năng sinh lời và phân tích Dupont để đánh giá ROE của doanh nghiệp.

Chúng ta luôn cần một hệ quy chiếu để có thể so sánh và đưa ra những nhận xét, vấn đề đặt ra là HAGL là một tập đoàn lớn hoạt động đa ngành đa lĩnh vực, vì vậy thật sự khó để xác định được một công ty có nhiều nét tương đồng về hoạt động kinh doanh và quy mô vốn với HAGL. Tuy nhiên cần chú vào hoạt động kinh doanh hiện tại, chiến lược phát triển của công ty trong ngắn hạn và trung hạn, có thể thấy rằng công ty đã chuyển hướng hoạt động mạnh trong lĩnh vực bất động sản ở phân khúc căn hộ cao cấp, khách sạn & resort. Vì vậy, có thể so sánh HAGL với CTCP phát triển nhà ở Thủ Đức (TDH), một trong những công ty bất động sản hoạt động hiệu quả hàng đầu và có tham gia ở phân khúc căn hộ cao cấp, khách sạn & resort và Tổng công ty cổ phần đầu tư phát triển xây dựng (DIG) với mô hình tổ chức công ty mẹ con và liên kết dọc tương tự với HAG. Tuy nhiên chỉ là sự so sánh mang tính tương đối trên một số khía cạnh.

**Hệ số khả năng thanh toán:** cho biết mối quan hệ giữa khả năng thanh toán bao gồm tất cả tài sản mà doanh nghiệp có khả năng thanh toán theo giá trị thực tại thời điểm nghiên cứu với nhu cầu thanh toán là những khoản công nợ ngắn hạn và dài hạn đến hạn trả của doanh nghiệp.

Khả năng thanh toán (lần)	2008			2007			2006		
	HAG	DIG	TDH	HAG	DIG	TDH	HAG	DIG	TDH
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.78	0.98	3.50	2.26	1.21	3.15	1.48		4.50
Khả năng thanh toán nhanh	1.05	0.49	1.53	1.49	0.54	0.82	0.70		1.90
Khả năng thanh toán bằng tiền	0.21	0.19	0.41	0.79		0.07	0.24		0.31

Khả năng thanh toán của HAG liên tục được cải thiện qua các năm, mặc dù thấp hơn TDH nhưng vẫn đảm bảo an toàn thanh khoản của công ty.

So với DIG, HAG có khả năng thanh toán tốt hơn rõ ràng.

Để dàng nhận thấy sự khác biệt về khả năng thanh toán ngắn hạn của HAG và TDH trong 3 năm gần đây, TDH luôn quy trì cho mình khả năng thanh toán ở mức cao trung bình 3.7 lần trong khi chỉ số này của HAG chỉ trung bình ở 1.84 lần. Tuy nhiên đây vẫn là một mức cao, nó vẫn cho thấy HAGL không có khả năng gặp rủi ro không trả được nợ, hệ số này cũng có xu hướng được cải thiện qua các năm. Tăng từ 1.48 lên 2.26 lần năm 2007 do tài sản ngắn hạn trong năm này tăng gấp 5 lần, tăng thêm 3,206 tỷ so với năm 2006 tăng mạnh tất cả các khoản mục, mạnh nhất là tiền mặt, tiếp sau là các khoản phải thu và hàng tồn kho. Tương tự với tăng tài sản ngắn hạn, nợ ngắn hạn cũng gia tăng mạnh mẽ nhưng tốc độ chậm hơn, dễ dàng lý giải điều này vì giống như phân tích ở trên đối với tăng doanh thu bán hàng do việc mở rộng quy mô, mạng lưới bán hàng và tăng cường đầu tư xây dựng. Hệ số này có giảm trong năm 2008 do tăng tài sản ngắn hạn chậm hơn tăng nợ ngắn hạn với lý do trong năm 2008 HAGL khởi công nhiều dự án xây dựng, trồng rừng lớn nên cần nhiều vốn đầu tư.

Sản xuất gỗ & chế tác đá, xây dựng kinh doanh bất động sản là hoạt động với đặc trưng hàng tồn kho rất lớn, đương nhiên khi loại bỏ khoản mục này để tính hệ số khả năng thanh toán ngắn hạn cả TDH và HAG đều giảm, song TDH vẫn ở mức cao nhưng biến động hơn HAG mặc dù hệ số này của HAG được cải thiện rõ ràng qua các năm và đều lớn hơn 1 để đảm bảo an toàn cho tính thanh khoản của công ty.

Nếu đánh giá tiếp khả năng thanh toán bằng tiền của doanh nghiệp ta sẽ thấy hệ số này của cả TDH và HAG đều biến động mạnh tuy nhiên HAG có xu hướng giảm còn TDH có xu hướng tăng. Năm 2007, hệ số này của HAG tăng đột biến 0.79 lần nhờ tăng tiền do thặng dư vốn cổ phần, phát hành trái phiếu và tiền mặt chuẩn bị cho những dự án lớn của năm 2008, ngay lập tức hệ số này giảm còn 0.21 lần khi sang năm 2008. Duy trì một tỷ lệ tiền mặt vừa phải giúp doanh nghiệp tránh tình trạng vốn nhàn dỗi và tăng khả năng sinh lời mà vẫn đảm bảo an toàn thanh khoản cho doanh nghiệp.

**Hệ số năng lực hoạt động:** những vòng quay tổng tài sản, vốn lưu động, hàng tồn kho sẽ cho chúng ta thấy hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Những hệ số này sẽ phản ánh năng lực của doanh nghiệp đối với việc vận hành tất cả các tài sản nhằm mang lại doanh thu. Tài sản vận động càng nhanh càng tạo nhiều doanh thu và là điều kiện để nâng cao lợi nhuận, thể hiện năng lực hoạt động của doanh nghiệp càng tốt.

## Đánh giá chỉ tiêu tài chính (tiếp)

Hệ số năng lực hoạt động (lần)	2008			2007			2006		
	HAG	DIG	TDH	HAG	DIG	TDH	HAG		TDH
Vòng quay tổng tài sản	0.21	0.24	0.42	0.25	0.15	0.17	0.38		0.14
Vòng quay vốn lưu động	0.42	0.21	0.85	0.40		0.31	0.64		0.19
Vòng quay hàng tồn kho	0.53	0.51	0.73	0.72	0.31	0.24	0.85		0.19

Liên tục mở rộng quy mô tổng tài sản làm cho nhóm chỉ tiêu năng lực hoạt động của HAG có xu hướng giảm so với TDH. Nhưng so với DIG thì HAG tỏ ra hoạt động hiệu quả hơn.

Tuy nhiên thông qua tốc độ tăng trưởng doanh thu và kiểm soát giá vốn hàng bán lại cho thấy HAG có hướng đi hiệu quả và tiền năng tăng trưởng lớn.

Xu hướng chung các vòng quay của HAG là xu hướng giảm, và khác với TDH khi các hệ số này của TDH tăng mạnh qua các năm cho thấy điều rõ ràng rằng TDH đang dần nâng cao năng lực hoạt động của mình. Tuy nhiên không qua đó để kết luận rằng năng lực của HAG yếu vì rõ ràng nhóm chỉ số này của HAG cao hơn hẳn TDH trong những năm 2006, 2007 và giảm đi một chút trong năm 2008. Thêm vào đó để đánh giá được tốt nhất những chỉ số này cần đi sâu vào phân tích tốc độ tăng tài sản và doanh thu đặt trong môi trường cụ thể của doanh nghiệp.

Năm 2007 bằng việc mở rộng quy mô tổng tài sản của HAG đã tăng lên hơn 5 lần, đồng thời doanh thu tăng cũng tăng lên hơn 3 lần so với năm 2006. Năm 2008 mặc dù chịu ảnh hưởng của suy thoái kinh tế nhưng doanh thu của HAG vẫn tiếp tục tăng 1.2 lần và tổng tài sản tăng 1.4 lần cũng chậm đi nhiều so với năm 2008. Việc mở rộng quy mô mà vẫn đảm bảo tăng trưởng doanh thu như vậy cho thấy rằng năng lực hoạt động của HAG không hề yếu kém, trái lại cho thấy doanh nghiệp chọn hướng phát triển đúng đắn, phát huy được nguồn lực của mình và trong tương lai khi doanh nghiệp có thể đảm bảo chắc chắn khả năng tăng trưởng của mình khi vận hành tối đa tài sản hiện tại.

Vòng quay vốn lưu động của HAG năm 2008 tăng nhẹ so với 2007 trong khi vòng quay tổng tài sản tiếp tục giảm nhẹ là do năm 2008 HAG chủ yếu tăng tài sản dài hạn thay vì tăng tài sản lưu động do tăng các khoản chi phí xây dựng cơ bản dở dang cho các dự án văn phòng cho thuê, nhà xưởng, nhà máy thủy điện, trồng cây cao su.

Đẩy mạnh trong lĩnh vực xây dựng kinh doanh bất động sản nên hàng tồn kho trong đó chủ yếu là chi phí căn hộ đang xây để bán cũng như nguyên vật liệu gỗ, đá phục vụ xây dựng đều tăng liên tục qua các năm (tốc độ tăng giảm dần), trong khi doanh nghiệp có những chính sách rất hiệu quả đối với việc giảm giá vốn hàng bán như đã phân tích ở trên. Vì vậy tất yếu là vòng quay hàng tồn kho sẽ giảm hay nói cách khác số ngày của một vòng quay dài hơn, tuy nhiên điều đó không có nghĩa công ty quản lý tồn kho kém hiệu quả.

Trong năm 2009, nhiều dự án bất động sản đi vào hoàn thiện hứa hẹn đem lại nguồn thu lớn hơn cho HAGL và cũng là những căn cứ để mong đợi sự cải thiện của nhóm chỉ số này.

**Hệ số cơ cấu vốn:** cho chúng ta biết doanh nghiệp sử dụng bao nhiêu nợ, bao nhiêu vốn chủ để đảm bảo cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Kết hợp với doanh thu và lợi nhuận có thể đánh giá được tính hợp lý và hiệu quả của việc sử dụng nợ vay trong doanh nghiệp.

Hệ số cơ cấu vốn (lần)	2008			2007			2006		
	HAG	DIG	TDH	HAG	DIG	TDH	HAG		TDH
Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu	0.57	0.40	0.21	0.27		0.20	0.52		0.33
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.53	0.73	0.29	0.43	0.81	0.31	0.60		0.36

HAG tỏ ra khá mạnh bạo trong việc sử dụng đòn bẩy tài chính so với TDH và phần nào đã thể hiện tham vọng của HAG đối với lĩnh vực bất động sản khi tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu khá cao 80% trong năm 2007 và 125% năm 2008. Hệ số nợ và tỷ lệ dài hạn trên vốn chủ trong năm 2008 đều cao hơn hẳn so với TDH và các năm trước, cho thấy HAG đang mạnh tay hơn nữa trong việc vay nợ để đầu tư và cơ cấu nợ cũng cũng những thay đổi đáng kể khi tỷ trọng nợ dài hạn tăng từ 34% lên 47% năm 2008. Khác với HAG, DIG sử dụng ít nợ dài hạn hơn nhưng lại sử dụng nhiều nợ ngắn hạn và còn mạnh tay hơn HAG trong việc vay nợ.

Tính đến 31/12/2008 tổng nợ đã lên tới 4,672 tỷ đồng tăng 1,972 tỷ so với năm 2007, trong đó vay dài hạn ngân hàng là 938 tỷ đồng, vay ngắn hạn là 1,203 tỷ và 1,000 tỷ trái phiếu phát hành cuối năm 2008. Nguồn vay nợ huy động được nhằm tài trợ cho các dự án bất động sản, nhà máy thủy điện và cao su trong dài hạn. Hiện nay, công ty còn có hạn mức tín dụng bắt đầu được giải ngân lên tới 5,600 tỷ đồng từ BIDV, 1,000 tỷ đồng từ Vietcombank, và 500 tỷ đồng của SCB.

Đặc trưng của hoạt động xây dựng và kinh doanh bất động sản là khoản người mua trả tiền trước, chi phí thầu xây dựng và tiền mua đất chiếm tỷ trọng khá lớn trong nợ phải trả. Những khoản mục này của HAG tăng mạnh trong năm 2008, một mặt làm tăng hệ số nợ nhưng mặt khác cho thấy tiềm năng tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp trong tương lai.

Mạnh tay trong sử dụng nợ so với TDH cho thấy tham vọng phát triển của HAG với những dự án lớn và dài hạn. Một mặt làm tăng gánh nặng nợ mặt khác đảm bảo sự tăng trưởng dài hạn của công ty.



## Đánh giá chỉ tiêu tài chính (tiếp)

**Hệ số sinh lời:** thể hiện khả năng sinh lời của doanh nghiệp ở giai đoạn nghi ên cứu được mang lại từ doanh thu, sinh ra từ tổng tài sản, từ vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp.

Hệ số sinh lời (%)	2008			2007			2006		
	HAG	DIG	TDH	HAG	DIG	TDH	HAG		TDH
Lợi nhuận gộp/ Doanh thu	47	37	52	38		43	30		43
LN HĐSXKD/ Doanh thu	55	25	45	54	6	57	23		38
LNST / Doanh thu	40	39	35	39	4	87	16		68
LNST/ VCSH	21	21	21	18	3	22	16		15
LNST/ TTS	9	9.5	15	10	0.5	15	6		10

Hệ số sinh lời của HAG tăng liên tục qua các năm, nhìn chung là có sự ngang bằng với TDH và DIG.

Xét về quy mô thì HAG đang nắm giữ tiềm năng sinh lời lớn.

Có một sự đồng nhất trong xu hướng tăng khả năng sinh lời của HAG, trong khi với TDH là xu hướng trái chiều giảm của hệ số lợi nhuận từ HĐSXKD/Doanh thu với các hệ số khác.

Cùng với quá trình mở rộng quy mô tổng tài sản thì doanh thu và lợi nhuận của HAG đều tăng theo. Bảng nhóm hệ số năng lực hoạt động ta chưa thể khẳng định hiệu quả hoạt động của HAG, nhưng với những con số ở trên đã cho thấy khả năng sinh lời cao và đà tăng trưởng của HAG. Doanh thu tăng mạnh, trong khi giá vốn hàng bán giảm dần giúp tăng nhanh lợi nhuận gộp. Mặc dù chi phí tài chính và chi phí bán hàng, quản lý đều tăng nhưng do khoản thu từ thanh lý khoản đầu tư và lợi thế thương mại làm cho doanh thu hoạt động tài chính tăng mạnh, lợi nhuận từ HĐSXKD của HAG liên tục tăng chứ không bị giảm như TDH.

So sánh đơn giản có thể thấy rằng ROE của HAG ở mức ngang bằng so với TDH nhưng ROA lại thấp hơn do việc mở rộng quy mô liên tục của HAG trong thời gian qua.

**Phân tích Dupont:** ROE cho biết đồng vốn mà nhà đầu tư bỏ ra mang lại lợi nhuận là bao nhiêu, bởi vậy ROE là một tiêu chí quan trọng nhằm đánh giá cổ phiếu. Phương pháp Dupont tách ROE thành 3 nhân tố và đánh giá chính xác nguồn gốc làm thay đổi lợi nhuận của chủ sở hữu.

Phân tích Dupont	Đơn vị	2008			2007			2006		
		HAG	DIG	TDH	HAG	DIG	TDH	HAG		TDH
ROE (1)= 2*3*4	%	21	21	21	18		22	16		15
LNST / Doanh thu thuần (1)	%	41	39	35	39		87	16		71
Doanh thu thuần / Tổng TS (2)	lần	0.21	0.15	0.42	0.25		0.17	0.38		0.14
Tổng TS / Vốn chủ sở hữu (3)	lần	2.37	3.64	1.43	1.86		1.47	2.65		1.56

HAG đã sử dụng đòn bẩy tài chính một cách có hiệu quả và thể hiện hướng đi hợp lý nhằm phát triển tốt nhất khả năng sinh lời của vốn chủ sở hữu.

Xu hướng chung ROE của cả hai cổ phiếu đều là xu hướng tăng nhưng ROE của HAG tăng đều hơn so với TDH, xét cả giai đoạn TDH tăng thêm 7% trong khi HAG tăng thêm 5% tuy nhiên trong khi ROE của TDH giảm đi 1% vào năm 2008 thì HAG lại tăng thêm 3%. Trong năm này, mặc dù tài sản tăng nhanh dẫn đến hiệu quả sử dụng tổng tài sản của HAG không cao nhưng bù lại tỷ suất lợi nhuận biên của công ty vẫn lớn vì vậy vẫn đảm bảo cho ROE tăng trưởng so với năm 2007. DIG sử dụng đòn bẩy tài chính nhiều hơn song hiệu quả mang lại cũng chỉ tương đương HAG, cho thấy HAG sử dụng nợ tốt hơn DIG.

Phân tích Dupont cho thấy HAG hoạt động càng ngày càng hiệu quả hơn nhờ phát triển cả về quy mô lẫn chiều sâu trong, nói cách khác đi HAG đã phát triển đúng hướng và sử dụng nợ một cách có hiệu quả trong thời gian vừa qua.

## Phân tích SWOT

### Điểm mạnh

*Nguồn lực tài chính lớn, thương hiệu mạnh, tầm nhìn xa và những lợi thế do hoạt động đa ngành mang lại*

- ◆ Nguồn lực tài chính dồi dào, khả năng huy động vốn nhanh do có quan hệ lâu dài và tốt đẹp với nhiều ngân hàng cũng như đối tác chiến lược.
- ◆ Thương hiệu mạnh và chiến lược marketing lâu dài thông qua câu lạc bộ bóng đá HAGL
- ◆ Khả năng cạnh tranh và đấu thầu cho những dự án lớn
- ◆ Có sự liên kết dọc vì vậy có khả năng kiểm soát chi phí (thấp hơn 30% so với doanh nghiệp cùng ngành)
- ◆ Có quỹ đất lớn đặc biệt ở Tp HCM tạo ra sức cạnh tranh lớn trong lĩnh vực xây dựng và bất động sản
- ◆ Ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm, năng động, tâm huyết và có tầm nhìn xa

### Điểm yếu

*Phụ thuộc nhiều vào các đối tác nước ngoài về nguyên vật liệu gỗ. Hạn chế nhân lực trong quản lý chuỗi nhà hàng khách sạn & resort*

- ◆ Phụ thuộc nhiều vào nguồn nguyên liệu gỗ nhập khẩu nên chịu tác động của tỷ giá và tình hình kinh tế thế giới
- ◆ Năng lực quản lý với hệ thống kinh doanh khách sạn, nhà hàng & resort còn yếu kém do thiếu nhân lực.
- ◆ Cơ cấu công ty phức tạp so có nhiều công ty con và công ty liên kết.

### Cơ hội

*Kinh tế phục hồi, Việt Nam là điểm sáng về thu hút vốn đầu tư nước ngoài cũng như tiềm năng du lịch, cùng với nhu cầu tiêu thụ cao su của thế giới ngày càng tăng là cơ hội lớn cho HAGL*

- ◆ Dù trải qua suy thoái nhưng Việt Nam vẫn là điểm sáng đối với nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt trong lĩnh vực bất động sản. Sở hữu một quỹ đất lớn, HAGL sẽ có nhiều cơ hội đầu tư và phát triển trong lĩnh vực xây dựng bất động sản.
- ◆ Hệ thống nhà hàng khách sạn & resort của HAGL mới chỉ khai thác một phần công suất, với những dự báo tươi sáng về nền kinh tế Việt Nam cùng với tiềm năng du lịch sẵn có của đất nước đặc biệt khu vực phía nam, HAGL có nhiều tiềm năng trong lĩnh vực này.
- ◆ Cùng với dòng chảy của vốn đầu tư nước ngoài sẽ là nhu cầu thuê văn phòng và sự đi lên của đời sống, sẽ mang đến cho HAGL cơ hội phát triển đối với phân khúc bất động sản văn phòng cho thuê và căn hộ cao cấp.
- ◆ Nhu cầu tiêu thụ cao tiếp tục tăng cùng với đó Việt Nam khẳng định vị thế của mình trong lĩnh vực cung cấp cao su trên thế giới, là những cơ hội lớn cho 30,000 ha cao su của HAGL
- ◆ Nhu cầu tiêu thụ điện năng trong nước ngày càng lớn sẽ là cơ hội với các nhà máy thủy điện đang thi công và sắp đưa vào cung cấp điện năng của HAGL.

### Thách thức

*Quy mô ngành ngày càng mở rộng tạo áp lực cạnh tranh. Đảm bảo tiến độ cho hàng loạt dự án lớn trong điều kiện kinh tế nhiều biến động.*

- ◆ Cạnh tranh trong ngành lớn khi quy mô ngành ngày càng mở rộng
- ◆ Pháp luật về bất động sản của Việt Nam còn nhiều biến động.
- ◆ Sở hữu nhiều dự án lớn trong tình hình kinh tế nhiều biến động tạo ra thách thức với tiến độ hoàn thành

## Triển vọng phát triển

**Thị trường bất động sản:** Năm 2009, các nhà đầu tư BĐS đang đứng trước những thách thức lớn bởi sự suy thoái kinh tế đã và đang trực tiếp tác động vào VN; thị trường BĐS có xu hướng giảm hẳn các giao dịch và đi xuống. Mặc dù vậy, thị trường BĐS vẫn đầy tiềm năng và mở ra nhiều cơ hội tốt. Việc mở rộng các đô thị cũng như tốc độ đô thị hóa diễn ra nhanh chóng cùng với nền kinh tế tiếp tục tăng trưởng dương sẽ làm tăng nhu cầu về BĐS: nhà ở, văn phòng, khách sạn, trung tâm thương mại và các khu công nghiệp ... Một yếu tố khác có thể tác động tích cực vào thị trường BĐS là từ ngày 01/01/2009, chúng ta bắt đầu thực hiện Nghị quyết về việc thí điểm cho người nước ngoài được mua và sở hữu nhà ở có thời hạn tại VN (trong 80.000 người nước ngoài làm việc tại VN thì có 10.000 người có nhu cầu). Vừa qua, Chính phủ đã công bố gói đầu tư về nhà ở xã hội cho thị trường BĐS "hi vọng gói đầu tư vào thị trường nhà ở xã hội sẽ có tác động như một cú hích lớn của Nhà nước làm cho thị trường này lành mạnh hơn." Trên thực tế, chênh lệch cung cầu của thị trường BĐS vẫn còn rất lớn. Cho nên tại thời điểm này nhiều DN vẫn quyết định mạnh dạn đầu tư cho những dự án có tính khả thi cao. Dù bị ảnh hưởng của suy thoái kinh tế thế giới nhưng nền kinh tế VN đang trong quá trình phát triển khiến thị trường BĐS vẫn có những cơ hội tốt cho các nhà đầu tư trong cũng như ngoài nước.

Sở hữu một quỹ đất lớn được mua với giá rẻ từ những năm trước và hàng loạt dự án bất động sản căn hộ cao cấp cùng với chuỗi nhà hàng khách sạn và resort cao cấp, thêm vào đó là khả năng liên kết dọc kiểm soát chi phí ở mức thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành, mang lại cho HAGL tiềm năng tăng trưởng lớn trong lĩnh vực này. Và kèm theo đó chính là sự đảm bảo cho lĩnh vực sản xuất kinh doanh gỗ, đá và khai khoáng của HAGL trong thời gian tới.

**Thị trường cao su:** rất nhiều tiềm năng phát triển khi giá được đẩy lên cao do cầu liên tục tăng trong khi cung giảm do sản lượng cao su tự nhiên trên thế giới giảm, nguồn dâu mỗ khan hiếm làm cho giá cao su tổng hợp—sản phẩm thay thế của cao su tự nhiên tăng mạnh. Việt Nam có diện tích lớn đất và khí hậu phù hợp để trồng cây cao su cũng như nguồn nhân lực dồi dào lại càng có lợi hơn khi tham gia vào thị trường cao su thế giới.

HAGL đã nhận rõ được tiềm năng này nên đã triển khai trồng thêm 30,000 ha cao su nhằm tạo nguồn thu dài hạn cũng như nguồn cung gỗ cho sản xuất đồ gỗ.

**Thị trường điện:** vẫn được coi như thị trường độc quyền bởi đòi hỏi vốn lớn và đầu tư dài hạn cùng với nguồn cầu luôn vượt quá cung trong nhiều năm liền.

Tận dụng quy mô lớn và hình thức hoạt động tập đoàn của mình, HAGL đẩy mạnh đầu tư vào thủy điện trong những năm gần đây, cho thấy tầm nhìn chiến lược của những nhà lãnh đạo HAGL.

**Hiện nay HAGL đang đầu tư vào những ngành có thể nói rằng giàu tiềm năng của nền kinh tế, cùng với kế hoạch kinh doanh và tầm nhìn chiến lược của những người đứng đầu, HAGL đang thể hiện một vóc dáng khỏe mạnh và một tiềm năng phát triển có thể vượt xa dự đoán trong tương lai.**

## **NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ**

Trong phần này chúng tôi sẽ định giá cổ phiếu HAG dựa trên 2 kịch bản mà chúng tôi tin rằng có nhiều khả năng xảy ra nhất đối với DN. Việc đưa ra các kịch bản nhằm dự báo doanh thu và lợi nhuận của DN. Mức độ tăng trưởng của DN được chia làm 2 giai đoạn tăng trưởng. Giai đoạn 1, chúng tôi cho rằng sẽ có mức độ tăng trưởng nhanh trong vòng 10 năm tới (giai đoạn 2009-2019 trong đó từ 2009-2013 tăng trưởng doanh thu chủ yếu do bất động sản và sản phẩm gỗ đá, 2013-2019 giảm bớt doanh thu bất động sản tăng trưởng doanh thu nhờ thủy điện và cao su), đi vào ổn định trong giai đoạn 2 ở mức tăng trưởng thấp hơn.

### **Kịch bản 1—Triển vọng lạc quan**

#### **Một số giả định đối với nền kinh tế:**

- Gói kích cầu của chính phủ phát huy hiệu quả tích cực, kinh tế phục hồi tăng trưởng GDP năm 2009 đạt mức 5%, tăng trở lại 6.5% khi suy thoái kinh tế chấm dứt.
- Lạm phát tăng lên mức 2 con số, lãi suất ngân hàng điều chỉnh tăng lên 8%.
- Đầu tư nước ngoài tăng trưởng mạnh và tiếp tục xu hướng đầu tư vào bất động sản.
- Tỷ giá và biến động giá vàng được kiểm soát tốt.
- Thị trường chứng khoán sôi động trở lại tăng lên 550 điểm cuối năm 2009 và tiếp tục tăng trong những năm tiếp theo.
- Giá nguyên vật liệu giữ giá như trong giai đoạn giảm từ năm 2008.

#### **Giả định về doanh thu giai đoạn 1 từ 2009 -2013:**

Danh mục hiện tại có quy mô khá lớn khoảng hơn 20 dự án với 2.5 triệu m<sup>2</sup> sàn và sẽ được hoàn thành vào năm 2012, hứa hẹn mang lại doanh thu muộn nhất là năm 2013.

Trước mắt, nguồn doanh thu của công ty trong năm 2009 sẽ đến từ các dự án New Saigon, Phú H àng Anh và Hoàng Anh River view. Dự án New Saigon đã được bán hết với mức giá trung bình là 20 triệu/m<sup>2</sup> và một phần doanh thu 806 tỷ đồng đã ghi nhận năm 2008, phần còn lại 847 tỷ sẽ ghi nhận trong năm nay. Đối với dự án Phú Hoàng Anh giai đoạn 1 với mức bán 1,250\$/m<sup>2</sup> thì tổng doanh thu từ dự án này được ước tính khoảng 2,406 tỷ đồng trong đó khoảng 30% doanh thu được ghi nhận trong năm nay. Tổng doanh thu dự án Hoàng Anh River view ước tính đạt 2,344 tỷ đồng doanh thu trong đó khoảng 35% doanh thu được hạch toán ngay trong năm. Như vậy, tổng doanh thu từ các dự án của HAGL trong năm 2009 ước tính khoảng 2,390 tỷ đồng, tính đến hết tháng 4/2009 khách hàng đã ký hợp đồng và trả trước hơn 30% giá trị căn hộ, cùng với tình hình ấm lên của thị trường bất động sản cũng như những dấu hiệu hồi phục của kinh tế trong nước cũng như thế giới, chúng tôi cho rằng công ty còn có thể vượt xa mức kế hoạch này. Tiếp theo những dự án kể trên, các dự án căn hộ Quy Nhơn, Đắk Lắk, Cần Thơ đang đi vào hoàn thiện, tháng 8/2009 có thể xong phần móng nền để bán cho dự án căn hộ cao cấp An Tiến, cùng nhiều dự án khác trình bày trên bảng trên nếu đúng như tiến độ hoàn thành, doanh thu từ bất động sản của HAGL sẽ được đảm bảo. Thêm vào đó giá căn hộ tại Tp HCM trong thời gian qua có xu hướng tích cực vì vậy nhiều khả năng giá bán sẽ tăng hơn so với dự tính.

Hiện nay, HAGL có 8,000m<sup>2</sup> văn phòng cho thuê với giá 13-15\$/m<sup>2</sup>, tuy nhiên doanh thu từ nhóm này khá khiêm tốn chỉ ở mức 23 tỷ đồng/năm. Đồng thời chuỗi nhà hàng khách sạn & resort cao cấp của HAGL đều chưa vận hành quá 30% công suất nên doanh thu thấp 74 tỷ đồng. Như vậy tiềm năng khai thác của những mảng này là rất lớn hứa hẹn tăng doanh thu nếu thời gian tới lượng khách du lịch nước ngoài cũng như trong nước và nguồn vốn đầu tư nước ngoài kéo theo nhu cầu thuê văn phòng có thể làm cho giá thuê văn phòng tăng lên khoảng 25-30\$/m<sup>2</sup>, giá thuê phòng khách sạn trung bình 6 tháng đầu năm 2009 là 81\$/đêm và có thể tăng lên khoảng 87\$/đêm.

#### **Cao su và thủy điện**

Theo ước tính việc trồng cao su được hoàn thành có thể tạo ra 1,912 tỷ đồng doanh thu, đồng thời 30,000 ha cao su dự tính sẽ tạo ra 1,7 triệu m<sup>3</sup> gỗ trước khi việc lấy mù hoàn tất, tuy nhiên phải mất 5-7 năm để có thể khai thác mù.

Dự án thủy điện Sông Đắkrong sẽ hoàn thành năm 2010 và sau đó sẽ tạo doanh thu khoảng 170 tỷ đồng/năm. Nhìn chung những dự án thủy điện sẽ bắt đầu hoàn thành vào năm 2011, cung cấp nguồn điện 1.2 tỷ Kwh với doanh thu kỳ vọng 840 tỷ đồng/năm đảm bảo cho HAGL lợi nhuận ổn định lâu dài.

Sở hữu nhiều mỏ quặng sắt và nhà máy luyện phôi gang đã hoàn thành hồi tháng 4, hứa hẹn mang lại doanh thu trong năm nay.

Với những phân tích ở trên có thể ước tính tổng doanh thu ước tính của HAGL năm 2009 sẽ vào khoảng 3,450 tỷ đồng tăng 183% so với năm 2008.

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Dựa trên những phân tích trên về doanh thu, giả định về giá nguyên vật liệu xây dựng ta có được những giả định sau:

### Giả định về giá vốn hàng bán

Được kiểm soát ở mức thấp tương đương năm 2008 khoảng 52% trong năm 2009. Tiếp tục giảm ở các năm tiếp theo xuống mức 51% ở các năm nhờ nguyên nguyên liệu gỗ được cung cấp từ vườn cây cao su và sắt cung cấp từ nhà máy luyện phôi vừa mới hoàn thành hồi đầu năm 2009.

### Giả định về doanh thu từ hoạt động tài chính

Không có những khoản thanh lý đầu tư thì chi phí tài chính của HAGL trong năm 2009 vào khoảng 71.12 tỷ. Khoản này sẽ tăng lên trong những năm tiếp theo 84, 01 tỷ đồng năm 2010, 100.82 tỷ đồng, 123 tỷ đồng v à 147.6 tỷ đồng trong các năm 2011, 2012, 2013.

### Giả định về chi phí tài chính

Sẽ tăng lên khoảng 290.91 tỷ đồng trong năm 2009, 2010 v à 2011 do thanh toán các khoản lãi trái phiếu và nợ dài hạn ngân hàng. Trái phiếu sẽ đáo hạn vào năm 2011 vì vậy chi phí tài chính có thể giảm xuống 116 tỷ đồng năm 2012 và 2013 nếu doanh nghiệp vẫn duy trì nợ dài hạn tương đương 2009.

### Giả định về chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

Sẽ duy trì ở mức 2,25% đối với chi phí bán hàng và 3% đối với chi phí quản lý doanh nghiệp trong năm 2009 v à các năm tiếp theo do doanh nghiệp hướng tới khai thác tối đa công suất v à hiệu quả kinh doanh của quy mô hiện tại.

**Dựa trên những giả định của kịch bản lạc quan chúng ta có đ ược kết quả kinh doanh của HAG:**

Đơn vị: '000 VNĐ

Năm	2008	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1,880,744,407</b>	<b>3,660,000,000</b>	<b>4,318,800,000</b>	<b>5,182,560,000</b>	<b>6,322,723,200</b>	<b>7,587,267,840</b>
Giá vốn hàng bán	990,631,593	1,830,000,000	2,202,588,000	2,643,105,600	3,224,588,832	3,869,506,598
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>890,112,814</b>	<b>1,830,000,000</b>	<b>2,116,212,000</b>	<b>2,539,454,400</b>	<b>3,098,134,368</b>	<b>3,717,761,242</b>
Doanh thu từ hoạt động tài chính	438,618,705	71,198,572	84,014,315	100,817,178	122,996,957	147,596,349
Chi phí tài chính	95,797,943	290,100,000	290,100,000	290,100,000	116,560,000	116,560,000
Chi phí bán hàng	75,252,461	82,350,000	97,173,000	116,607,600	142,261,272	170,713,526
Chi phí quản lý doanh nghiệp	125,208,964	109,800,000	129,564,000	155,476,800	189,681,696	227,618,035
Lợi nhuận trước thuế	1,006,158,258	1,418,948,572	1,683,389,315	2,078,087,178	2,772,628,357	3,350,466,029
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>765,342,778</b>	<b>1,064,211,429</b>	<b>1,262,541,986</b>	<b>1,558,565,383</b>	<b>2,079,471,268</b>	<b>2,512,849,521</b>



## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

### Định giá theo kịch bản 1

Chúng tôi sử dụng 3 phương pháp định giá P/E, P/B và chiết khấu dòng tiền FCFE. Với hai phương pháp so sánh ngang P/E và P/B, chúng tôi nhận thấy việc so sánh với các doanh nghiệp có cùng quy mô đang niêm yết trên TTCK Việt Nam hoạt động trong ngành bất động sản là khá phù hợp, bởi các doanh nghiệp này có cơ cấu doanh thu và lĩnh vực hoạt động tương đồng với HAG.

MCK	Vốn hóa TT (tỷ đồng)	Giá (VNĐ) ngày 25/8	EPS	P/E	BVPS	P/B
SJS	4,849.5	147	5,060	29.05	29,280	5.02
NTL	1,321.6	95.5	11,660	8.19	18,290	5.22
BCI	2,373.9	51	1,924	26.51	20,271	2.52
LCG	822.8	75	6,639	11.30	29,900	2.51
STL	374	68.2	3,160	21.58	13,880	4.91
TDH	1,653	81	9,830	8.24	42,120	1.92
<b>Trung bình</b>	-	-	-	<b>15.94</b>	-	<b>3.315</b>

**P/E** trung bình ngành tại ngày 25/08 được xác định tại mức 15.94 lần, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của HAG giai đoạn 2006 -2008 gấp 1.53 lần trung bình ngành nên P/E điều chỉnh của HAG bằng 24.4, cổ phiếu HAG được định giá bằng **78,871 VNĐ** (EPS trailing tính trong 4 quý gần nhất là 3,234 VNĐ).

**P/B** trung bình ngành tại ngày 25/08 được xác định tại mức 3.315 lần theo đó kết quả định giá cổ phiếu HAG bằng **81,549 VNĐ** (BVPS hiện tại là 24,600 VNĐ)

### Chiết khấu cổ tức DDM

Dựa trên giả định trong kịch bản 1, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu luồng cổ tức doanh nghiệp DDM theo 2 giai đoạn: giai đoạn 1 kéo dài trong 5 năm từ 2009-2013 với giả định tốc độ tăng trưởng của HAG là 30%; giai đoạn 2 từ năm 2013, công ty sẽ đi vào tăng trưởng ổn định ở mức 8%. Tiến hành chiết khấu dòng tiền của HAG về thời điểm hiện tại với chi phí vốn chủ sở hữu 14.05% xác định theo mô hình CAPM với lãi suất phi rủi ro bằng lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn 9.75%, phần bù rủi ro là 5% và  $\beta$  của HAG là 0.875. Giá của HAG được xác định bằng **130,179 VNĐ**

		First Stage Growth Rate				
	VND130,179	20%	25%	30%	35%	40%
Duration	5.0	42,736	51,629	61,999	74,027	87,906
of Growth	10.0	63,669	91,321	130,179	184,224	258,636
	15.0	90,574	153,888	260,937	439,456	732,928
	20.0	125,155	252,514	511,710	1,030,609	2,050,524
	25.0	169,602	407,981	992,654	2,399,804	5,710,839
	30.0	226,729	653,048	1,915,027	5,571,049	15,879,288
	35.0	300,154	1,039,353	3,683,994	12,916,100	44,127,496
	40.0	394,527	1,648,296	7,076,592	29,928,270	122,601,740

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

### Kịch bản 2—Dự báo thận trọng

#### Một số giả định đối với nền kinh tế:

- Nền kinh tế phục hồi chậm, tăng trưởng kinh tế chỉ ở mức 4.5% năm 2009, 6% năm 2010, 7% năm 2011 và 8% trong năm 2012, tăng trưởng chậm cho đến khi kinh tế thực sự phục hồi.
- Lạm phát tăng lên mức 1 con số, lãi suất ngân hàng tiếp tục duy trì ở mức thấp 7%.
- Đầu tư nước ngoài giảm sút và không có dấu hiệu tăng trở lại, mất đi xu hướng đầu tư vào bất động sản.
- Căng thẳng cung cầu ngoại hối tái diễn, không có đồng tiền nào có khả năng thay thế co USD, chính phủ khó kiểm soát biến động lãi suất và giá vàng.
- Thị trường chứng khoán kết thúc chu kỳ tăng điểm, rơi vào chu kỳ giảm điểm mới ở mức 450 điểm cuối năm 2009 và giảm tiếp hoặc tăng nhẹ trong những năm tiếp theo.
- Giá nguyên vật liệu xây dựng tăng mạnh sau giai đoạn giảm giá từ năm 2008.

#### Giả định về doanh thu giai đoạn 1 từ 2009 -2013:

Vẫn với những dự án kể trên nhưng giá bán căn hộ giảm từ 34%-46% làm giảm doanh thu bất động sản, giá thuê văn phòng và phòng khách sạn giảm 50% doanh thu từ sản phẩm gỗ, đá, khai khoáng đều sụt giảm. Doanh thu năm 2009 khoảng 2,553 tỷ đồng tăng 35.4% so với năm 2008.

#### Giả định về giá vốn hàng bán

Mất kiểm soát với chi phí nguyên vật liệu, tăng giá vốn hàng bán lên khoảng 65% trong năm 2009. Giảm không đáng kể xuống mức 63% ở các năm tiếp theo.

#### Giả định về doanh thu từ hoạt động tài chính

Giảm khoản thu từ lãi tiền gửi ngân hàng, không có khoản thu từ lợi nhuận công ty liên kết và phải bù cho những khoản chênh lệch tỷ giá trong năm 2009 vào khoảng 38.62 tỷ. Khoản này sẽ tăng nhẹ trong những năm tiếp theo 41.71 tỷ đồng năm 2010, 44.21 tỷ đồng, 47.75 tỷ đồng và 51.57 tỷ đồng trong các năm 2011, 2012, 2013.

#### Giả định về chi phí tài chính

Chi phí tài chính chủ yếu là tiền lãi của những khoản vay hiện tại vì vậy khả năng tăng lên sẽ ít hơn khoảng 290.91 tỷ đồng trong năm 2009, 2010 và 2011, giảm xuống 116 tỷ đồng năm 2012 và 2013.

#### Giả định về chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

Sẽ tăng lên tới mức 3% đối với chi phí bán hàng và 2% đối với chi phí quản lý doanh nghiệp trong năm 2009 và các năm tiếp theo.

#### Dựa trên những giả định của kịch bản thận trọng chúng ta có được kết quả kinh doanh của HAG:

Đơn vị: '000 VNĐ

Năm	2008	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1,880,744,407</b>	<b>2,953,000,000</b>	<b>3,130,180,000</b>	<b>3,380,594,400</b>	<b>3,786,265,728</b>	<b>4,316,342,930</b>
Giá vốn hàng bán	990,631,593	1,624,150,000	1,972,013,400	2,129,774,472	2,385,347,409	2,719,296,046
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>890,112,814</b>	<b>1,328,850,000</b>	<b>1,158,166,600</b>	<b>1,250,819,928</b>	<b>1,400,918,319</b>	<b>1,597,046,884</b>
Doanh thu từ hoạt động tài chính	36,200,000	71,198,572	41,710,000	44,210,000	47,750,000	51,570,000
Chi phí tài chính	95,797,943	290,100,000	290,100,000	290,100,000	116,560,000	116,560,000
Chi phí bán hàng	56,422,332	88,590,000	93,905,400	101,417,832	113,587,972	129,490,288
Chi phí quản lý doanh nghiệp	75,229,776	125,208,964	62,603,600	67,611,888	75,725,315	86,326,859
Lợi nhuận trước thuế	698,862,763	866,661,036	755,767,600	839,440,208	1,146,615,033	1,264,669,738
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>503,181,189</b>	<b>649,995,777</b>	<b>566,825,700</b>	<b>629,580,156</b>	<b>859,961,275</b>	<b>948,502,303</b>

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

### Chiết khấu dòng cổ tức DDM

Dựa trên giả định trong kịch bản 1, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu luồng cổ tức doanh nghiệp DDM theo 2 giai đoạn: giai đoạn 1 kéo dài trong 10 năm từ 2009-2019 với giả định tốc độ tăng trưởng của HAG là 25%; giai đoạn 2 từ năm 2013, công ty sẽ đi vào tăng trưởng ổn định ở mức 7%. Tiến hành chiết khấu dòng tiền của HAG về thời điểm hiện tại với chi phí vốn chủ sở hữu 14.05% xác định theo mô hình CAPM với lãi suất phi rủi ro bằng lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn 9.75%, phần bù rủi ro là 5% và  $\beta$  của HAG là 0.875. Giá của HAG được xác định bằng **81,574 VND**

### Phân tích độ nhạy:

		First Stage Growth Rate				
	VND 81,574	21%	22%	23%	24%	25%
Duration	5.0	39,149	40,650	42,200	43,798	45,445
of Growth	10.0	61,419	65,952	70,808	76,008	81,574
	15.0	91,255	101,275	112,411	124,784	138,523
	20.0	131,228	150,585	172,909	198,643	228,294
	25.0	184,782	219,425	260,885	310,487	369,803
	30.0	256,531	315,527	388,819	479,849	592,867
	35.0	352,656	449,689	574,860	736,309	944,489
	40.0	481,439	636,983	845,398	1,124,661	1,498,759

Theo lý thuyết, định giá là việc ước lượng giá trị của doanh nghiệp với mức độ tin cậy cao nhất vì vậy giá trị ước tính luôn mang tính tham khảo và khác nhau với cách nhìn của mỗi nhà đầu tư. Thêm vào đó mỗi phương pháp định giá đều có những ưu nhược điểm riêng, phù hợp để áp dụng với một hoặc một số loại hình doanh nghiệp nhất định và không phương pháp nào cho kết quả chính xác tuyệt đối.

Phương pháp định giá dựa theo P/E, P/B phụ thuộc vào biến động ngành và cho phép nhà đầu tư đưa ra quyết định trong ngắn hạn. Vì vậy với những nhà đầu tư ưa lướt sóng và có chiến lược trong ngắn hạn cũng như tâm lý ít ngại rủi ro có thể sử dụng kết quả định giá theo hai phương pháp này.

Khác với P/E và P/B, phương pháp chiết khấu dòng tiền tương lai đo lường giá trị nội tại của doanh nghiệp dựa trên những giả định về tốc độ tăng trưởng, vì vậy mà kết quả định giá hết sức nhạy cảm với sự thay đổi tốc độ tăng trưởng và phụ thuộc vào góc nhìn của người định giá với cổ phiếu đó. Phương pháp này sẽ tỏ ra đáng tin cậy với các nhà đầu tư có danh mục đầu tư dài hạn với tâm lý thận trọng.

Quan điểm cá nhân người phân tích cho rằng phương pháp chiết khấu luồng tiền đáng tin cậy hơn, vì vậy xác định tỷ trọng giữa các phương pháp sẽ dành cho DDM tỷ trọng cao hơn là 40% và 30% đối với hai phương pháp còn lại.

Kịch bản lạc quan:  $P_{HAG} = 78,871 \times 30\% + 81,549 \times 20\% + 130,179 \times 50\% = 105,061 \text{ VND}$

Kịch bản thận trọng:  $P_{HAG} = 78,871 \times 30\% + 81,549 \times 20\% + 81,574 \times 50\% = 80,756 \text{ VND}$

**Phụ Lục—Bảng cân đối kê toán**

ĐV: '000VND

<b>TÀI SẢN</b>	<b>Quý II/ 2009</b>	<b>Quý I/ 2009</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>
<b>A-TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>4,990,491,440</b>	<b>4,450,238,978</b>	<b>4,524,792,761</b>	<b>4,011,680,725</b>	<b>804,711,089</b>
<b>I.Tiền và các khoản tương đương tiền</b>	<b>548,722,343</b>	<b>456,243,436</b>	<b>531,085,394</b>	<b>1,290,907,575</b>	<b>132,797,218</b>
<b>II. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn</b>		-	-	<b>115,202,515</b>	-
<b>III. Các khoản phải thu ngắn hạn</b>	<b>2,157,290,061</b>	<b>1,738,790,877</b>	<b>1,984,810,093</b>	<b>1,117,125,828</b>	<b>227,591,328</b>
1. Phải thu khách hàng	1,437,149,173		719,302,322	325,765,251	99,883,763
2. Trả trước cho người bán	429,404,047		658,867,521	448,036,718	121,596,639
3. Các khoản phải thu khác	291,839,435		607,452,842	343,536,451	6,323,518
4. Dự phòng phải thu ngắn hạn khó đòi	(1,102,594)		(812,592)	(212,592)	(212,592)
<b>IV. Hàng tồn kho</b>	<b>2,095,497,206</b>	<b>2,091,547,305</b>	<b>1,852,454,887</b>	<b>1,370,091,461</b>	<b>426,899,776</b>
<b>V. Tài sản ngắn hạn khác</b>	<b>188,981,830</b>	<b>163,657,360</b>	<b>156,742,867</b>	<b>118,353,346</b>	<b>17,422,767</b>
<b>B. TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>4,462,601,396</b>	<b>4,573,792,839</b>	<b>4,346,767,572</b>	<b>2,323,140,479</b>	<b>545,696,619</b>
<b>I. Các khoản phải thu dài hạn</b>	-	-	-	<b>1,800,000</b>	-
<b>II. Tài sản cố định</b>	<b>2,027,440,029</b>	<b>1,795,978,564</b>	<b>1,870,421,130</b>	<b>705,583,335</b>	<b>511,381,041</b>
1. Tài sản cố định hữu hình	712,050,873	625,605,363	613,167,958	551,494,264	334,630,047
2. Tài sản cố định vô hình	86,725,053	113,075,696	111,900,030	71,329,308	56,418,765
3. <i>Chi phí xây dựng dở dang</i>	1,228,664,103	1,057,297,505	1,145,368,811	82,759,763	120,332,229
<b>III. Bất động sản đầu tư</b>	-	-	-	-	-
<b>IV. Các khoản đầu tư tài chính dài hạn</b>	<b>2,204,214,297</b>	<b>2,368,140,704</b>	<b>2,090,737,140</b>	<b>1,306,447,392</b>	<b>6,030,000</b>
<b>V. Tài sản dài hạn khác</b>	<b>230,947,070</b>	<b>409,673,571</b>	<b>385,609,302</b>	<b>309,309,752</b>	<b>28,285,578</b>
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>9,453,092,836</b>	<b>9,024,031,817</b>	<b>8,871,560,333</b>	<b>6,334,821,204</b>	<b>1,350,407,708</b>
<b>NGUỒN VỐN</b>					
<b>A. NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>5,081,961,020</b>	<b>4,816,301,409</b>	<b>4,672,353,582</b>	<b>2,700,106,197</b>	<b>805,183,240</b>
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>2,255,181,929</b>	<b>2,535,391,521</b>	<b>2,535,177,690</b>	<b>1,776,243,032</b>	<b>542,272,516</b>
1. Vay và nợ ngắn hạn	970,855,405		1,203,108,474	649,474,370	278,788,563
2. Phải trả người bán	285,920,045		373,885,772	98,828,933	15,303,241
3. Người mua trả tiền trước	156,890,804		98,426,140	512,816,168	4,943,050
4. Thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	43,610,477		152,269,861	142,704,393	16,507,052
5. Phải trả người lao động	10,297,660		31,555,135	9,238,377	5,331,952
6. Chi phí phải trả	334,362,509		367,849,188	286,059,744	114,012,390
7. Các khoản phải trả, phải nộp ngắn hạn khác	453,245,029		308,083,120	77,121,047	107,386,268
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>2,826,779,091</b>	<b>2,280,909,888</b>	<b>2,137,175,892</b>	<b>923,863,165</b>	<b>262,910,724</b>
<b>B. NGUỒN VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>3,981,657,333</b>	<b>3,711,849,630</b>	<b>3,747,497,350</b>	<b>3,402,401,066</b>	<b>509,764,344</b>
<b>I. Vốn chủ sở hữu</b>	<b>3,964,266,635</b>	<b>3,692,305,437</b>	<b>3,728,927,874</b>	<b>3,389,054,490</b>	<b>508,382,474</b>
<b>II. Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>17,390,698</b>	<b>19,544,193</b>	<b>18,569,476</b>	<b>13,346,576</b>	<b>1,381,870</b>
<b>C. LỢI ÍCH CỦA CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ</b>	<b>389,474,483</b>	<b>495,880,778</b>	<b>451,709,401</b>	<b>232,313,941</b>	<b>35,460,124</b>
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	<b>9,453,092,836</b>	<b>9,024,031,817</b>	<b>8,871,560,333</b>	<b>6,334,821,204</b>	<b>1,350,407,708</b>

**Phụ Lục—Báo cáo kết quả kinh doanh**

Chỉ tiêu	Quý II/2009	Quý I/2009	2008	2007	2006
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	1,138,735,050	911,100,349	1,885,145,765	1,589,430,005	517,945,728
Các khoản giảm trừ	-162,572	-1,818,621	-4,401,358	-1,398,947	-806,720
Doanh thu thuần từ bán hàng và cung cấp dịch vụ	1,138,572,478	909,281,728	1,880,744,407	1,588,031,058	517,139,008
Giá vốn hàng bán	-663,093,379	-430,274,340	-990,631,593	-991,085,747	-361,674,253
<b>Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ</b>	<b>475,479,099</b>	<b>479,007,388</b>	<b>890,112,814</b>	<b>596,945,311</b>	<b>155,464,755</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	23,287,056	12,272,230	438,618,705	409,345,618	1,688,795
Chi phí tài chính	47,458,933	-63,633,895	-95,797,943	-52,557,974	-16,018,288
<b>Trong đó: chi phí lãi vay</b>	<b>47,414,225</b>		<b>-88,500,954</b>	<b>-49,800,958</b>	<b>-14,763,272</b>
<b>Chi phí bán hàng</b>	<b>28,243,508</b>	<b>-17,989,274</b>	<b>-75,252,461</b>	<b>-39,150,114</b>	<b>-9,883,446</b>
<b>Chi phí quản lý doanh nghiệp</b>	<b>39,660,670</b>	<b>-36,271,383</b>	<b>-125,208,964</b>	<b>-50,017,835</b>	<b>-14,779,528</b>
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>383,403,044</b>	<b>373,385,066</b>	<b>1,032,472,151</b>	<b>864,565,006</b>	<b>116,472,288</b>
Thu nhập khác	30,723,253	2,092,897	12,717,959	29,462,915	1,370,910
Chi phí khác	2,016,301	-16,097,502	-39,031,852	-24,313,703	-3,436,656
<b>Lợi nhuận khác</b>	<b>28,706,952</b>	<b>-14,004,605</b>	<b>-26,313,893</b>	<b>5,149,212</b>	<b>-2,065,746</b>
<b>Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế</b>	<b>412,109,996</b>	<b>359,380,461</b>	<b>1,006,158,258</b>	<b>869,714,218</b>	<b>114,406,542</b>
<b>Thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành</b>	<b>0</b>	<b>-86,398,890</b>	<b>-153,680,790</b>	<b>-165,592,015</b>	<b>-21,691,580</b>
<b>Thuế thu nhập hoãn lại</b>	<b>90,930,267</b>		<b>-87,134,691</b>	<b>-81,778,330</b>	<b>-10,854,873</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp</b>	<b>321,179,729</b>	<b>272,981,571</b>	<b>765,342,778</b>	<b>622,343,873</b>	<b>81,860,089</b>
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông thiểu số	23,651,034	33,782,396	65,037,809	22,559,772	
<b>Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ</b>	<b>297,528,695</b>	<b>239,199,175</b>	<b>700,304,969</b>	<b>599,784,101</b>	<b>81,860,089</b>
<b>Lãi cơ bản trên cổ phiếu</b>	<b>1,682</b>	<b>1.351</b>	<b>3.923</b>	<b>7.170</b>	<b>2.110</b>

**Dự án bất động sản của HAGL**

Tên dự án	Vị trí	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Diện tích sàn (m2)	Tỷ lệ sở hữu của HAGL	Tiến độ xây dựng
<b>Dự án đã hoàn thành</b>					
Khu căn hộ Lê Văn Lương	Quận 7, HCMC	296	63,000 m2 với 420 căn hộ	100%	2004-2006
Khu căn hộ đường Hoàng Văn Thụ	Gia Lai	70	26,000 m2 với 200 căn hộ	100%	2006
Khu căn hộ đầm Sinh Thái	Quy Nhơn	450	80,000 m2 với 500 căn hộ	100%	2006-2008
Cao ốc văn phòng Safomec	Quận 10, HCMC		8,000 m2 văn phòng cho thuê	100%	2007
<b>Dự án đang thực hiện</b>					
Căn hộ cao cấp New Saigon	Quận 7, HCMC	1,200	160,000 m2 với 1,200 căn hộ	90%	đang xây dựng, 2007-2009
Căn hộ cao cấp Hoàng Anh River View	Quận 2, HCMC	1,618	112,000 m2 với 580 căn hộ	100%	đang xây dựng, 2008-2011
Phù Hoàng Anh	Quận 7, HCMC	6,750	500,000 m2 với 4,000 căn hộ	73%	đang xây dựng, 2007-2011
Căn hộ Trần Xuân Soạn	Quận 7, HCMC	326	77,000 m2 với 460 căn hộ	100%	đang xây dựng
Hoàng Anh BIDV - Daklak	Buôn Mê Thuột	450	80,000 m2 với 700 căn hộ	55%	đang xây dựng, 2007-2009
Khu căn hộ nam Cần Thơ	Cần Thơ	250	63,000 m2 với 500 căn hộ	45%	2006-2008
Khu căn hộ Hồ Thác Gián	Đà Nẵng	336	48,000 m2 với 400 căn hộ	100%	2009-2011
Cao ốc văn phòng tại đầu cầu Kênh Tế	Quận 7, HCMC	1,200	40 tầng với 130,000 m2	100%	2008-2011
Hoàng Anh Incomex	Quận 4, HCMC	576	90,000 m2 với 700 căn hộ	80%	2008 - 2010
Hoàng Anh - An Tiến	Huyện Nhà Bè, HCMC	1,500	200,000 m2 với 1,500 căn hộ	80%	2009-2011
Cao ốc căn hộ thương mại Hoàng Anh Gia Lai	Gia Lai	300	50,000 m2 với 350 căn hộ và 4,673 m2 trung tâm thương mại	100%	khởi công năm 2009
Khu phức hợp đường 2/9, Đà Nẵng	Đà Nẵng	3,500	500,000 m2	100%	2009-2012
Khu phức hợp quận 9	Quận 9, HCMC	1,125	10ha với 150 biệt thự và 6 block căn hộ	100%	2009-2012
Khu căn hộ đường Lũy Bán Bích	Quận Tân Phú HCMC	472	63,000 m2 với 500 căn hộ	100%	2009-2010
Khu nhà ở ven sông Tân Phong	Quận 7, HCMC	1,260	168,000 m2 với 1,000 căn hộ	45%	2009-2010
Căn hộ cao cấp TTTM&DV đường Phan Văn Khỏe	Quận 6, HCMC	450	6,000 m2 đất	51%	đang xây dựng, 2009-2011
TTTM, khách sạn, văn phòng Saigon Twin Tower	Quận 1, HCMC	1,050	140,000 m2	38%	đang xây dựng, khởi công năm 2010
Tổ hợp căn hộ cao cấp TTTM&DV Phú Định	Quận 6, HCMC	1,425	190,000 m2	51%	2009-2011
Chợ Lớn Plaza	Quận 6, HCMC	2,400	320,000 m2	51%	2010-2012
Căn hộ cao cấp HAGL Bangkok	Thái Lan	20.4 triệu USD		49%	khởi công trong năm 2008

Nguồn - Công ty



## Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) 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. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

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

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

### PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ ĐẦU TƯ

#### *Trưởng phòng Phân tích và Đầu tư*

TS Phạm Thị Vân Hà

haptv@tvs.com.vn

#### *Chuyên viên phân tích*

**Lưu Thị Hương****huonglt@tvs.com.vn**

Trương Trần Dũng

dungtt@tvs.com.vn

Võ Lan Phương

phuongvl@tvs.com.vn

Vũ Thị Oanh

oanht@tvs.com.vn

Lê Thùy Ngọc Khanh

khanhltn@tvs.com.vn