

N/A

Giá hiện tại: 20.800 VND

 Nguyễn Trung Hòa
 hoa.nguyen@maybank-kimeng.com.vn
 (84) 8 44 555 888 (ext 8088)

Thông tin cổ phiếu
Mô tả: Tập đoàn đa ngành hàng đầu Việt Nam, đang đầu tư vào mía đường, cao su, dầu cọ, đồ gỗ nội thất và xây dựng.

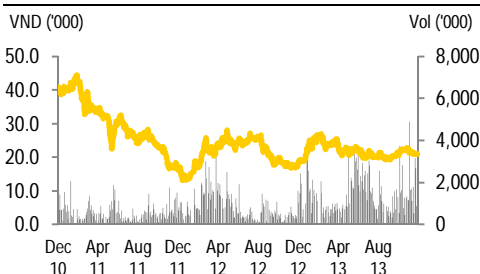
Mã cổ phiếu:	HAG VN
Số lượng cổ phiếu (triệu):	718,2
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	15.009
GTGD bình quân (tỷ đồng)	34,6
VN Index:	505,7
Tỷ lệ giao dịch tự do (%):	54,4

Cổ đông chính (%):

Doan Nguyen Duc (Chairman/Founder)	43,4
Deutsche Bank AG	5,0
Vietnam Century Fund	2,5

Các chỉ số cơ bản:

ROE (%)	9,4
Tiền mặt ròng (tỷ VND):	-12.627
Tài sản cố định/cổ phiếu (VND):	22.200
Khả năng trả lãi vay (x):	1,9

Biểu đồ giá

% thay đổi giá

Cao/thấp nhất 52 tuần VND28.242 / VND18.984

	1-tháng	3-tháng	6-tháng	1-năm	YTD
Giá CP	-3,7	2,0	-8,0	9,8	7,2
So với Index	-3,9	-3,4	-6,7	-14,2	-11,6

Hoàng Anh Gia Lai

Từ BĐS Sang Nông Nghiệp

Chúng tôi có chuyên tham quan các dự án cao su, mía đường và dầu cọ của HAG tại tỉnh Gia Lai (Việt Nam) và Attapeu (Lào) từ ngày 12 đến 14/12/2013. Dưới đây là những điểm chính của chuyến thăm vừa qua.

Nông nghiệp kỹ thuật cao. HAG áp dụng tối đa yếu tố “khoa học kỹ thuật” vào lĩnh vực nông nghiệp. Cả dự án mía đường và cao su đều được “cơ giới hóa” đến mức tối đa có thể từ khâu chăm sóc và thu hoạch. Các dự án này được tư vấn và hỗ trợ bởi các chuyên gia “giáo sư/tiến sĩ” nông nghiệp đến từ Israel, Thái Lan và Việt Nam. Ngoài ra quy mô các dự án của HAG cũng đủ lớn để tạo ra “lợi thế về quy mô”.

Thành công ban đầu với mía đường. Dự án mía đường gần 10.000ha của HAG đã cho thành quả đầu tiên trong năm 2013. HAG cho biết năng suất mía đạt khoảng 120 tấn/ha với chữ đường khoảng 14%. Trong 9T13 thì DT từ mía đường đạt 644 tỷ đồng (chiếm 32% tổng DT) với LN gộp biên lên đến 64%. Đây là nhân tố chính giúp HAG tăng DT và LN trong năm 2013.

Tiềm năng dài hạn từ cao su. HAG hiện đầu tư gần 50.000ha cao su tại Gia Lai (Việt Nam), Lào và Campuchia. Trong năm 2013 thì có hơn 4.500ha đã được đưa vào cạo mủ. Năng suất bình quân kỳ vọng của HAG khoảng 2,5-3 tấn mủ quy khô/ha. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng năng suất khả thi có thể đạt khoảng 2,5 tấn/ha. Đến 2016 thì có khoảng gần 30.000ha trong số diện tích này đang và sẽ được đưa vào cạo mủ và sẽ là lực đẩy tăng trưởng của HAG trong dài hạn.

Ấn tượng với chuỗi giá trị khép kín. Song song với việc phát triển nguồn nguyên liệu, HAG cũng tập trung đầu tư chuỗi giá trị để tăng DT và LN từ mía đường và cao su. Đối với mía đường thì ngoài nhà máy tinh luyện đường, HAG còn đầu tư nhà máy nhiệt điện để tận dụng phụ phẩm bã mía. Sắp tới HAG sẽ đầu tư nhà máy cồn để tận dụng mật rỉ và nhà máy phân bón để tận dụng bã bùn. Tương tự đối với cao su thì HAG cũng đầu tư nhà máy sản xuất sản phẩm cao su SVR10,20.

Phù hợp đầu tư dài hạn. Chúng tôi cho rằng mía đường vào cao su sẽ giúp ổn định DT và LN của HAG trong dài hạn. Hơn nữa, khi toàn bộ diện tích cao su đi vào khai thác trong 3-5 năm tới thì DT và LN của HAG sẽ có sự đột biến. Vì vậy, chúng tôi cho rằng HAG sẽ phù hợp cho nhà đầu tư dài hạn để mua vào.

HAG- Bảng tóm tắt KQKD

Năm tài khóa 31/12 (tỷ đồng)	2009	2010	2011	2012	9M13
Doanh thu	4.365	4.525	3.150	4.394	2.014
EBITDA	1.577	1.891	894	564	291
Lợi nhuận ròng	1.189	2.094	1.168	350	606
EPS	3.194	3.307	1.943	582	980
PER	12,7	12,7	7,8	33,2	25,9
EV/EBITDA (x)	13,6	14,7	15,8	25,8	-
Lợi tức (%)	1,3	-	-	-	-
P/BV(x)	4,5	2,9	1,0	1,2	1,1
Nợ ròng/VCSH (%)	0,6	0,2	0,9	1,2	0,9
ROE (%)	-	22,6	12,2	3,1	9,4
ROA (%)	-	13,5	5,3	1,2	1,9

Nguồn: Maybank Kim Eng

Chúng tôi có chuyến tham quan các dự án cao su, mía đường và dầu cọ của Hoàng Anh Gia Lai (HAG) tại tỉnh Gia Lai – Việt Nam và Attapeu – Lào từ ngày 12 đến 14/12/2013. Dưới đây là những điểm chính của chuyến thăm vừa qua.

Cảm nhận đầu tiên của chúng tôi là sự bài bản và chuyên môn cao trong các hoạt động đầu tư của HAG đối với các dự án mía đường vào cao su, những ngành chưa phải là thế mạnh của HAG. Trong đó công nghệ (khoa học kỹ thuật) được xem là nhân tố chủ lực trong việc tạo ra lợi thế cạnh tranh của HAG so với các công ty mía đường và cao su tại Việt Nam cũng như Thái Lan.

Các dự án mía đường và cao su đều được “cơ giới hóa” đến mức tối đa có thể từ khâu chăm sóc và thu hoạch. Ngoài ra, các dự án này đều được tư vấn và hỗ trợ bởi các chuyên gia “giáo sư/tiến sĩ” nông nghiệp đến từ Israel, Thái Lan và Việt Nam. Cuối cùng, HAG cũng đặc biệt chú trọng đến yếu tố “lợi thế về quy mô”. Mức độ tập trung của dự án mía đường và cao su rất cao: 10.000 ha diện tích của dự án mía đường và hơn 25.000 ha diện tích dự án cao su tại Lào tập trung tại cùng 1 khu vực rộng lớn. Nhờ đó HAG dễ dàng “cơ giới hóa” các dự án này và đây là lợi thế mà rất ít công ty mía đường hoặc cao su nào trên thế giới có thể có được.

Toàn cảnh dự án mía đường và cao su



Nguồn: Maybank Kim Eng

Hệ thống tưới nước nhỏ giọt – yếu tố tạo nên sự khác biệt

HAG là một trong số ít các công ty “trên thế giới” áp dụng công nghệ tưới nhỏ giọt vào lĩnh vực cao su và mía đường. Đây là công nghệ được HAG nhập khẩu “100%” từ Israel và là công nghệ tiên tiến nhất hiện nay. Ưu điểm của công nghệ này là đảm bảo cung cấp “đủ nước” cho cây mía và cao su theo cách “tiết kiệm nước” và chi phí tối đa. Cụ thể mỗi vị trí tưới sẽ cung cấp khoảng 1 lít nước/giờ cho cây mía và khoảng 2 lít nước/giờ cho cây cao su, đảm bảo cung cấp đủ nước cho cây trong mùa khô. Chi phí đầu tư cho hệ thống tưới nước nhỏ giọt này khoảng 2.000 đô-la/ha mía và khoảng 700 đô-la/ha cao su.

Nhờ được cung cấp đủ nước mà cây mía có thể phát triển liên tục 12 tháng trong năm và nhờ vậy năng suất và chữ đường cao hơn. Tương tự đối với cây cao su, nhờ được cung cấp đủ nước mà thời gian đưa vào khai thác sớm hơn, thời gian cạo mủ trong năm dài hơn và do đó năng suất cao hơn.

Hệ thống tưới nước nhỏ giọt cho cây mía và cao su



Nguồn: Maybank Kim Eng

Sử dụng công nghệ trong chăm sóc

Nhờ có hệ thống tưới nước nhỏ giọt mà HAG có thể chăm sóc cây mía và cao su theo cách không thể tiết kiệm hơn. Theo đó, HAG sẽ tiến hành phân tích mẫu đất để xác định nhu cầu dinh dưỡng thật sự của cây. Sau đó, phân bón hoặc dinh dưỡng sẽ được pha vào hồ chứa nước và cung cấp trực tiếp cho cây trồng thông qua hệ thống tưới nước nhỏ giọt.

Ưu điểm của phương pháp này là cây trồng có thể hấp thụ “đúng và đủ” nhu cầu dinh dưỡng và không cần phải tốn nhiều chi phí nhân công. Vì vậy, chi phí chăm sóc cây mía và cao su của HAG thấp hơn rất nhiều so với các công ty trong ngành tại Việt Nam và Thái Lan.

Năng suất cao nhất trong khu vực

Vì vậy chúng tôi không quá ngạc nhiên khi năng suất mía đường và cao của HAG đều thuộc hàng “tốt nhất” trong khu vực. Theo ước tính của công ty thì năng suất mía của HAG đạt khoảng 120 tấn/ha, với chữ đường (CCS) đạt khoảng 14% và năng suất cao su có thể đạt khoảng 2,5-3 tấn mủ quy khô trên mỗi ha.

Một cách thận trọng thì chúng tôi cho rằng HAG hoàn toàn có thể đạt mức năng suất khoảng 100 tấn mía/ha với chữ đường khoảng 10-12%. Năng suất này cao hơn rất nhiều so với khoảng 65 tấn/ha với mức CCS dưới 10% tại Việt Nam và so với khoảng 77 tấn/ha với chữ đường khoảng 10,4% tại Thái Lan (Nguồn: FAS).

Tương tự, năng suất cao su bình quân khoảng 2,5 tấn/ha cũng hoàn toàn khả thi đối với HAG, mức này cao hơn nhiều so với năng suất bình quân khoảng 1,7-1,8 tấn/ha tại Việt Nam.

Cơ giới hóa khâu thu hoạch

Nhờ có diện tích đất lớn liên tục nên toàn bộ khâu thu hoạch cây mía của HAG đều được cơ giới hóa, điều mà các đối thủ tại Việt Nam cũng như Thái Lan khó có thể ứng dụng được. HAG hiện có khoảng 10 máy thu hoạch mía, mỗi máy thu hoạch có thể thay thế từ 20-50 lao động. Mía sau khi thu hoạch sẽ được chở thẳng về nhà máy để ép. Nhờ vậy, HAG vừa có thể tiết kiệm được chi phí nhân công khá lớn vừa duy trì được chất lượng mía sau khi thu hoạch nhờ thời gian và khoảng cách vận chuyển ngắn.

Máy thu hoạch mía



Nguồn: Maybank Kim Eng

Đầu tư chuỗi giá trị khép kín

- Từ cây mía đến sản phẩm đường RS:** ngoài việc phát triển vùng nguyên liệu thì HAG cũng rất chú trọng đến chuỗi giá trị sau thu hoạch để tăng DT và LN. Công ty đã đầu tư 1 nhà máy tinh luyện đường RS có công suất 7.000 tấn mía/ngày, đảm bảo sử dụng hết 10.000ha diện tích mía nguyên liệu của công ty. HAG cũng đầu tư 1 nhà máy nhiệt điện để tận dụng phụ phẩm trong sản xuất đường là “bã mía” để phát điện. Nhà máy này có công suất 30MW, trong đó HAG chỉ sử dụng khoảng 20% và phần còn lại được bán cho chính phủ Lào với giá \$6 cent/kwh. Ngoài ra, HAG cũng đang có kế hoạch đầu tư thêm 1 nhà máy sản xuất cồn để sản xuất cồn từ mật rỉ (phụ phẩm trong sản xuất đường) và 1 nhà máy phân bón để sản xuất phân bón từ bã bùn (phụ phẩm trong sản xuất đường). Cuối cùng HAG đã đầu tư 1 nhà máy xử lý nước thải công suất khoảng 600m³/ngày để xử lý nước thải từ nhà máy đường. Nước thải sau khi xử lý sẽ được tái sử dụng để tưới nước cho cây mía thông qua hệ thống tưới nước nhỏ giọt.

Nhà máy đường và nhà máy nhiệt điện



Nguồn: Maybank Kim Eng

Sản phẩm đường RS bán lẻ và bán sỉ



Nguồn: Maybank Kim Eng

- **Từ cây cao su đến sản phẩm cao su SVR 10, 20:** bên cạnh gần 50.000ha diện tích cây cao su, HAG hiện đang có 1 nhà máy chế biến mủ cao su công suất 25.000 tấn mủ quy khô/năm tại Lào. Sản phẩm của nhà máy này chủ yếu là mủ khối SVR 10, 20 được sử dụng để sản xuất săm lốp. Ngoài ra, HAG cũng đầu tư 1 nhà máy xử lý nước thải tại đây để xử lý và tái sử dụng nước thải từ nhà máy này vào việc cung cấp nước cho cây cao su thông qua hệ thống tưới nhỏ giọt.

Nhà máy cao su và sản phẩm cao su SVR10,20



Nguồn: Maybank Kim Eng

Giá thành sản xuất rất cạnh tranh

Do đó, sản phẩm của HAG có giá thành cạnh tranh hơn rất nhiều so với các đối thủ tại Việt Nam và Thái Lan. Theo HAG thì giá thành sản xuất đường của công ty khoảng 4,7 triệu đồng/tấn, thấp hơn khoảng 41% so với mức giá khoảng 8 triệu đồng/tấn tại Thái Lan và thấp hơn khoảng 61% so với mức giá khoảng 12 triệu đồng/tấn tại Việt Nam. Nhờ vậy, tiến độ bán hàng của HAG rất thuận lợi mà theo công ty cho biết là có thể bán tất cả sản phẩm đường mà công ty sản xuất ra.

Tương tự, giá thành cao su của HAG cũng chỉ ở mức khoảng 23 triệu đồng/tấn (theo công bố của công ty), thấp hơn khoảng 40% so với giá thành khoảng 40 triệu đồng/tấn của Cao su Đồng Phú, công ty có tỷ suất lợi nhuận tốt nhất tại Việt Nam hiện nay.

Chiến lược “lấy ngắn nuôi dài” hợp lý

- **Ngắn hạn – Lĩnh vực mía đường:** Hiện nay HAG đang có khoảng 8.000 ha diện tích mía đường và có thể tăng lên khoảng 10.000 ha trong năm sau. Mía đường là cây công nghiệp hàng năm có đặc tính dễ trồng và không đòi hỏi vốn đầu tư quá cao. Hơn nữa, vòng quay thu hồi vốn của việc trồng mía khá nhanh trong vòng 1 năm kể từ ngày trồng. Vì vậy việc đầu tư vào lĩnh vực mía đường vừa giúp HAG thu hồi vốn đầu tư nhanh, duy trì dòng tiền vừa giúp tạo ra lợi nhuận trong khi các lĩnh vực mang tính trung và dài hạn như dầu cọ và cao su vẫn chưa đưa vào khai thác. Theo ước tính của chúng tôi thì với 10.000ha mía nguyên liệu thì HAG có thể sản xuất được khoảng 120.000 tấn đường RS/năm. Với đường thế giới hiện tại khoảng gần 500 đô-la/tấn thì DT từ mía đường hàng năm của HAG ước đạt khoảng 60 triệu đô-la.
- **Trung hạn – Lĩnh vực dầu cọ:** Hiện HAG đang trồng khoảng 6.000 ha diện tích dầu cọ, gồm 2.000 ha tại Lào và khoảng 4.000 ha tại Campuchia. Cây dầu cọ sẽ cho thu hoạch sau khoảng 2,5 năm kể từ khi trồng. Vì vậy, đây sẽ là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng của HAG trong trung hạn. Đây là lĩnh vực mà chúng tôi cho rằng có tiềm năng rất cao vì tại Đông Dương (Việt Nam, Lào và Campuchia) gần như chưa có dự án dầu cọ nào được phát triển. Vì vậy, gần như 100% nhu cầu dầu cọ cho thị trường này đều phải được nhập khẩu từ Malaysia. Tuy nhiên, hiện dầu cọ đang trong giai đoạn thử nghiệm nên chúng tôi chưa có ước tính DT của dự án này.
- **Dài hạn – Lĩnh vực cao su:** HAG hiện đang trồng khoảng 50.000 ha diện tích cao su tại Việt Nam, Lào và Campuchia. Đây là cây công nghiệp dài hạn bắt đầu cho thu hoạch trong khoảng 6-7 năm sau khi trồng. Vì vậy, lĩnh vực này đòi hỏi phải có nguồn vốn đầu tư lớn trong một thời gian dài cho đến khi thu hoạch. Chúng tôi ước tính thì trên 30.000ha trong diện tích cao su này sẽ bắt đầu được đưa vào khai thác từ năm 2016 và sẽ là động lực tăng trưởng của HAG trong dài hạn. Dựa vào năng suất ước tính khoảng 2,5 tấn mùn quy khô/năm thì tổng SL cao su của HAG khoảng 112.500 tấn/năm. Với giá bán hiện nay khoảng 2.400 đô-la/tấn thì DT từ cao su của HAG ước tính đạt khoảng 270 triệu đô-la/năm trong khoảng 3-5 năm tới.

Dòng tiền có thể sẽ “dễ thở” hơn trong khoảng 3 năm tới

Chúng tôi cho rằng HAG hiện có thể đã qua giai đoạn trọng điểm đầu tư. HAG hiện gần như đã hoàn thành đầu tư dự án mía đường với tổng trị giá 100 triệu đô-la. Hiện dự án này đã bắt đầu mang lại DT và LN nên HAG hiện đang thu hồi lại dòng tiền từ dự án này.

Dự án cao su cũng đã trải qua giai đoạn đầu tư quan trọng nhất là trồng mới gần 50.000ha. Trồng mới là giai đoạn yêu cầu vốn đầu tư cao nhất chiếm 50% tổng giá trị đầu tư của giai đoạn thiết kế cơ bản. Trong những năm sau thì chi phí đầu tư chăm sóc vườn cây trong giai đoạn thiết kế cơ bản sẽ giảm mạnh. Theo như ước tính của ngành cao su thì chi phí chăm sóc hàng năm sau khi trồng mới là khoảng 10 triệu đồng/ha. Như vậy nhu cầu vốn cho dự án cao su hàng năm của HAG là khoảng 500 tỷ/năm trong một vài năm tới.

Tuy nhiên tín hiệu lạc quan là sẽ có ngày càng nhiều diện tích cao su sẽ được đưa vào cạo mủ. Theo ước tính của chúng tôi thì sẽ có tổng

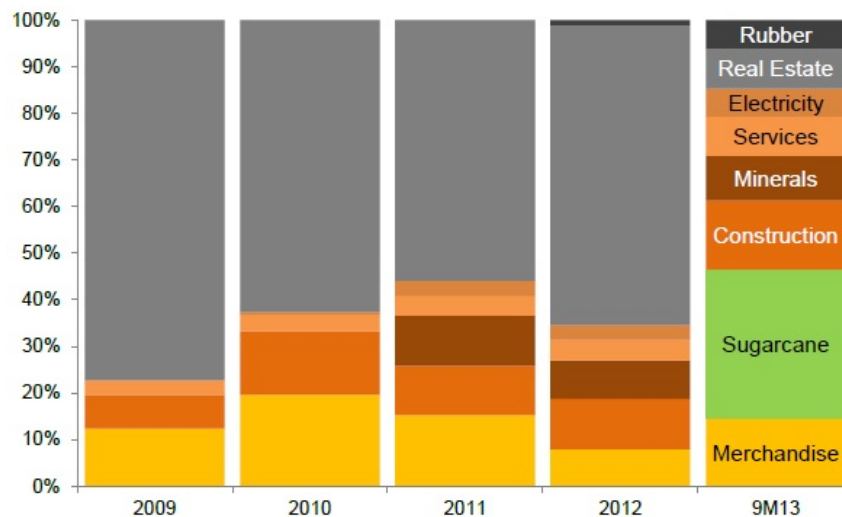
cộng gần 10.000ha cao su sẽ được đưa vào khai thác trong năm 2014 và tăng lên gần 19.000 trong năm 2015. Như vậy, phần diện tích cạo mủ này sẽ đem lại dòng tiền cho HAG để tái đầu tư vào phần diện tích đang trong giai đoạn thiết kế cơ bản. Do đó chúng tôi cho là dòng tiền từ dự án cao su của HAG hiện nay có thể xem như tạm ổn.

Điều quan ngại duy nhất đối với HAG lúc này là nhu cầu vốn cho dự án BĐS tại Myanmar, dự án rộng 8ha đã được khởi công trong tháng 6 vừa qua. Giai đoạn 1 của dự án này với tổng vốn đầu tư 200 triệu đô-la được dự kiến sẽ hoàn thành và đi vào hoạt động vào cuối năm 2014. Hiện HAG đã giải ngân khoảng 58 triệu đô-la vào dự án này dựa vào BCTC quý 3/2013. Mặc dù theo như thông tin từ HAG là Eximbank sẽ cho HAG vay 140 triệu đô-la để thực hiện giai đoạn 1 này nhưng phần chi phí đầu tư còn lại vẫn có thể là một gánh nặng đối với HAG hiện nay.

Nông nghiệp trở thành ngành trọng điểm

Theo BCTC kiểm toán lĩnh vực cao su chỉ chiếm chưa đến 1% tổng DT năm 2012 còn lĩnh vực mía đường thì vẫn chưa đi vào hoạt động Trong khi đó thì lĩnh vực Bất động sản vẫn còn chiếm 64% tổng DT năm 2012. Tuy nhiên, đóng góp từ lĩnh vực cao su đã tăng lên khoảng 6% tổng DT và lĩnh vực mía đường chiếm 32% tổng DT trong 9T13. Trong khoảng 3-5 năm tới khi toàn bộ diện tích cao su gần 50.000 ha của HAG đi vào khai thác thì cao su sẽ trở thành “lĩnh vực chủ lực” trong DT và LN của HAG.

Cơ cấu DT của HAG



Nguồn: HAG, Maybank Kim Eng

Thông tin chi tiết về dự án Mía đường:

Diện tích của dự án khoảng 10.000ha được chia thành 2 khu riêng biệt 6.000ha và 4.000ha, khối khu cách nhau không quá 30 phút di chuyển đường bộ bằng xe ô tô.

Vị trí của dự án này nằm tại tỉnh Attapeu – Lào. Vị trí này trước đây là diện tích rừng khộp đã được HAG khai thác và cải tạo. HAG cho biết vị trí này là lý tưởng cho phát triển cây công nghiệp, mỗi năm chỉ có 1 mùa mưa và 1 mùa khô. Hơn nữa, toàn bộ dự án được bao quanh bởi các con sông chính, đảm bảo cung cấp nước quanh năm cho cây mía.

Giống mía được sử dụng là loại giống mía có năng suất và chất lượng cao. Theo HAG cho biết mỗi gốc mía được sử dụng trong 5 mùa vụ liên tiếp (so với khoảng 3 vụ tại Việt Nam). HAG cũng có vườn ươm giống mía riêng đảm bảo cung cấp giống mới và tốt nhất cho diện tích mía của công ty.

Toàn bộ diện tích mía của HAG tại đây đều áp dụng hệ thống tưới nước nhỏ giọt. Đây là công nghệ được HAG nhập khẩu hoàn toàn từ Israel, đất nước có địa hình sa mạc và lượng mưa rất ít. Giá trị đầu tư hệ thống tưới nước nhỏ giọt này khoảng 2.000 đô-la/ha, có thể sử dụng trong 10 năm. Ngoài ra HAG cũng đầu tư hệ thống khoảng 5 hồ chứa nước, mỗi hồ chứa nước đảm bảo cung cấp đủ nước cho khoảng 2.000ha mía. Nhờ vậy, diện tích mía của HAG luôn đảm bảo được cung cấp đủ nước để phát triển quanh năm.

HAG cũng chăm sóc cây mía theo tiêu chí mà chúng tôi cho là đáp ứng “đúng và đủ” nhu cầu dinh dưỡng. Cụ thể, HAG sẽ phân tích đất để xác định thành phần dinh dưỡng trong đất. Sau đó sẽ bổ sung những dưỡng chất còn thiếu cho cây mía thông qua hệ thống tưới nước nhỏ giọt. Toàn bộ quá trình tưới nước và bón phân này đều hoàn toàn tự động.

Năng suất cây mía được HAG công bố là khoảng 120 tấn/ha với chữ đường bình quân khoảng 14%. Tuy nhiên một cách thận trọng thì chúng tôi cho rằng năng suất mía của HAG hoàn toàn có thể đạt khoảng 100 tấn/ha và chữ đường bình quân khoảng 10-12%. Năng suất này cao hơn rất nhiều so với khoảng 65 tấn/ha với mức ccs dưới 10% tại Việt Nam và so với khoảng 77 tấn/ha với chữ đường khoảng 10,4% tại Thái Lan (Nguồn: FAS).

Việc thu hoạch mía của HAG cũng được tự động hoàn toàn. HAG đã đầu tư khoảng 10 máy thu hoạch mía cùng với các phương tiện vận chuyển mía về nhà máy. Mỗi máy thu hoạch này có thể thay thế khoảng 20-50 lao động theo cách thu hoạch truyền thống. Nhờ vậy, HAG có thể tiết kiệm được chi phí lao động rất lớn trong giai đoạn này. Ngoài ra, thu hoạch mía bằng máy và sau đó chuyển mía về nhà máy nhanh hơn còn giúp hạn chế được việc suy giảm chữ đường mía sau khi thu hoạch.

HAG cũng xây dựng 1 nhà máy ép mía có công suất 7.000 tấn mía/ngày, đủ để ép khoảng 10.000ha mía nguyên liệu liên tục trong 6 tháng. Vị trí của nhà máy này nằm ngay cạnh vùng nguyên liệu và nhờ vậy rút ngắn được thời gian vận chuyển. Sản phẩm của nhà máy này là đường tinh luyện RS và thị trường tiêu thụ chủ yếu gồm có Trung Quốc và thế giới (qua cửa khẩu Việt Nam hoặc Thái Lan). Theo HAG thì giá bán sản phẩm đường của công ty từ 14.000-15.000 đồng/kg và giá thành chỉ khoảng 4.700 đồng/kg.

Cuối cùng HAG cũng tích cực đầu tư chuỗi giá trị để tận dụng phụ phẩm trong sản xuất đường. Cụ thể, HAG cũng đầu tư 1 nhà máy nhiệt điện để tận dụng phụ phẩm trong sản xuất đường là “bã mía” để phát điện. Nhà máy này có công suất 30MW, trong đó HAG chỉ sử dụng khoảng 20% và phần còn lại được bán cho chính phủ Lào với giá \$6 cent/kwh.

Ngoài ra, HAG cũng đang có kế hoạch đầu tư thêm 1 nhà máy sản xuất cồn để sản xuất cồn từ mật rỉ (phụ phẩm trong sản xuất đường) và 1 nhà máy phân bón để sản xuất phân bón từ bã bùn (phụ phẩm trong sản xuất đường).

Cuối cùng HAG đã đầu tư 1 nhà máy xử lý nước thải công suất khoảng 600m³/ngày để xử lý nước thải từ nhà máy đường. Nước thải sau khi xử lý sẽ được tái sử dụng để tưới nước cho cây mía thông qua hệ thống tưới nước nhỏ giọt.

Thông tin chi tiết về dự án cao su tại Lào:

Nằm ngay cạnh dự án mía đường là dự án cao su của HAG có diện tích lên đến khoảng 25.000 ha. Tương tự như mía đường, toàn bộ dự án cao su của HAG tại Attapeu – Lào đều tập trung tại 1 khu vực với hệ thống đường nội bộ khá tốt.

Toàn bộ dự án cao su này cũng được áp dụng hệ thống tưới nhỏ giọt và bón phân tương tự như dự án mía đường. Nhưng chi phí đầu tư hệ thống tưới nhỏ giọt cho cây cao su chỉ khoảng 700 đô-la/ha, thay vì 2.000 đô-la/ha như cây mía. Điều này là do khoảng cách giữa các hàng cao su xa hơn so với cây mía. HAG cho biết nhờ hệ thống tưới nước nhỏ giọt này mà cây cao su có đủ nước quanh năm và phát triển tốt và nhanh hơn. Nhờ vậy, giai đoạn thiết kế cơ bản cho đến khi thu hoạch được rút ngắn xuống còn khoảng 5 năm, thay vì 6 năm như phương pháp truyền thống.

Ngoài ra, trong giai đoạn thu hoạch thì do cây cao su có đủ nước nên cũng hạn chế được hiện tượng thay lá vào mùa khô. Nhờ đó, thời gian cạo mủ tại đây có thể kéo dài đến hơn 10 tháng, thay vì 9 tháng như tại Việt Nam. Đây chính là một trong những nguyên nhân HAG kỳ vọng năng suất cao su tại đây có thể đạt khoảng 2,5-3 tấn/ha.

Trong lần thực nghiệm lấy mủ ngẫu nhiên tại một khu vực trong dự án, con số năng suất ước tính là 3 tấn/ha. Việc xác định năng suất được tính như sau:

Lượng mủ cạo ngẫu nhiên từ 1 lần cạo	: 2 kg mủ nước/10 cây
Số lần cạo	: 100 lần/cây/năm
Bình quân số lượng cây có thể cạo mủ/ha	: 500 cây/ha
Tổng lượng mủ	: 10.000 kg mủ nước
Tỷ lệ mủ quy khô có thể thu hồi (30-35%)	: 3.000 kg/ha

Tuy nhiên chúng tôi cho rằng không phải tất cả các cây trong dự án đều có chất lượng đồng đều như nhau. Vì vậy chúng tôi cho rằng sau khi trừ đi các yếu tố như chất lượng cây không đồng đều, thời tiết, dịch bệnh thì năng suất khoảng 2,5 tấn/ha là khả thi đối với HAG. Mức năng suất này cao hơn nhiều so với bình quân khoảng 1,7-1,8 tấn/ha tại các công ty cao su tại Việt Nam.

Ngoài ra, HAG cũng đã xây dựng 1 nhà máy chế biến mủ cao su tại dự án này. Nhà máy có công suất 25.000 tấn mủ quy khô/năm với tổng vốn đầu tư khoảng 7,5 triệu đô-la. Sản phẩm của nhà máy này là cao su SVR10, 20 được sử dụng để sản xuất xăm lốp xe. HAG cũng cho biết khi toàn bộ diện tích cao su này đi vào hoạt động thì công ty sẽ xây thêm 2 nhà máy chế biến có công suất khoảng 25.000 tấn/nhà máy.

Theo thông tin được công bố HAG công bố trước đây thì giá bán cao su của công ty đạt khoảng 48-49 triệu đồng/tấn trong khi giá thành chỉ khoảng 23 triệu đồng/tấn. Như vậy, LN gộp biên của sản phẩm cao su của HAG đạt khoảng 50%, một tỷ lệ rất ấn tượng trong hoạt động đầu tư.

Thông tin chi tiết về dự án cao su tại Gia Lai:

HAG cũng đã trồng khoảng 10.000 ha diện tích cao su tại Gia Lai và Đắk Lắk. Tương tự như dự án cao su tại Lào, phần lớn diện tích này đều được đầu tư hệ thống với nhỏ giọt (trừ một phần nhỏ diện tích trên địa hình cao) và áp dụng công nghệ chăm sóc tương tự. Vì vậy, HAG kỳ vọng năng suất cao su tại dự án này có thể đạt khoảng 2,5 tấn/ha tương tự tại Lào. Một phần diện tích của dự án này được trồng từ năm 2008 đang bắt đầu cho mủ hiện nay. Năm 2014 thì phần nhiều các dự án này sẽ được đưa vào cạo mủ và theo HAG cho biết thì công ty sẽ xây dựng thêm 1 nhà máy chế biến mủ cao su tại Gia Lai có công suất khoảng 25.000 tấn/năm.

Ngoài ra, HAG còn có 6.000 ha dự án dầu cọ tại Lào và Campuchia và khoảng hơn 15.000ha diện tích cao su tại Campuchia. Tuy nhiên, do HAG chưa cung cấp nhiều thông tin về dự án dầu cọ cũng như dự án cao su tại Campuchia nên chúng tôi sẽ không đề cập chi tiết trong báo cáo lần này.

Dự án dầu cọ tại Lào

Nguồn: Maybank Kim Eng

KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đ)

Năm tài khóa 31/12	2009	2010	2011	2012	9M13
Doanh thu	4.365	4.525	3.150	4.394	2.014
Già vốn hàng bán	2.359	2.233	1.726	3.194	1.137
Lợi nhuận gộp	2.007	2.292	1.424	1.201	878
Chi phí bán hàng & QLDN	271	323	395	412	309
EBIT	1.736	1.969	1.029	789	568
Chi phí tài chính ròng	-19	1.045	690	-175	232
Lãi/ (lỗ) từ liên doanh	22	1	-18	-90	-44
Lãi/ (lỗ) khác	5	3	0	1	0
Thu nhập trước thuế	1.744	3.017	1.702	525	757
Thuế thu nhập	457	795	377	160	64
Lợi ích cổ đông thiểu số	98	128	157	15	87
LNST của CĐ công ty mẹ	1.189	2.094	1.168	350	606
EBITDA	1.577	1.891	894	564	291
EPS	3.194	3.307	1.943	582	980

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đ)

Năm tài khóa 31/12	2009	2010	2011	2012	9M13
Tổng tài sản	12.196	18.772	25.577	31.285	32.203
Tài sản ngắn hạn	7.404	11.232	13.308	14.309	15.437
Tiền và tương đương tiền	2.102	3.670	2.994	2.669	1.880
Hàng tồn kho	2.213	2.995	4.449	4.265	3.848
Phải thu khách hàng	2.956	4.362	5.517	6.982	9.259
Khác	132	204	349	393	450
Tài sản dài hạn	4.793	7.540	12.268	16.975	16.765
Đầu tư dài hạn	2.061	2.855	3.758	3.054	2.714
Tài sản cố định ròng	2.517	4.410	7.883	13.051	13.043
Khác	214	275	627	870	1.008
Nợ phải trả	7.085	8.679	15.493	20.461	18.457
Nợ ngắn hạn	4.311	5.128	6.778	6.724	7.245
Phải trả ngắn hạn	330	972	960	1.071	1.110
Vay ngắn hạn	2.992	3.093	3.202	2.517	3.427
Khác	990	1.063	2.616	3.135	2.709
Nợ dài hạn	2.774	3.551	8.715	13.737	11.212
Nợ dài hạn phải trả	2.249	2.782	8.424	13.614	11.081
Khác	525	769	291	123	131
Nguồn vốn	5.128	10.025	10.083	10.824	13.746
Vốn góp cổ đông	3.499	6.256	7.164	8.255	10.726
Các quỹ	1.212	2.903	2.235	1.499	2.184
Cổ đông thiểu số	416	866	685	1.070	836

Dòng tiền (tỷ đ)

Năm tài khóa 31/12	2009	2010	2011	2012	9M13
Dòng tiền hã kinh doanh	1.083	294	-994	940	-299
Lợi nhuận ròng	1.736	1.969	1.029	789	568
Khấu hao	159	77	136	225	278
Thay đổi vốn hoạt động	-831	-1.740	-2.148	5	-1.240
Khác	20	-12	-11	-78	95
Dòng tiền hã đầu tư	-1.673	-1.786	-5.299	-5.833	-3.691
Đầu tư TSCĐ ròng	-1.325	-2.293	-4.782	-5.870	-3.607
Thay đổi trong đầu tư	-434	342	-859	-173	-218
Khác	0	0	0	0	0
Dòng tiền sau hã đầu tư	86	165	341	210	134
Dòng tiền hã tài chính	2.003	2.553	6.180	4.515	3.201
Thay đổi vốn góp cổ đông	218	757	592	24	1.091
Thay đổi khoản nợ vay	2.144	2.088	5.592	4.493	2.116
Khác	0	0	-3	0	0
Cổ tức	-359	-292	0	-2	-6
Dòng tiền ròng	1.413	1.062	-113	-378	-789

CÁC CHỈ SỐ

Năm tài khóa 31/12	2009	2010	2011	2012	9M13
Tỷ lệ tăng trưởng (%)					
Doanh thu	-	3,7	-30,4	39,5	-
Thu nhập	-	13,4	-47,7	-23,4	-
EBITDA	-	20,0	-52,7	-36,9	-
Lợi nhuận ròng	-	76,1	-44,2	-70,0	-
EPS	-	3,6	-41,2	-70,0	-
Khả năng sinh lợi (%)					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	46,0	50,7	45,2	27,3	43,6
Tỷ suất EBIT	39,8	43,5	32,7	18,0	28,2
Tỷ suất EBITDA	36,1	41,8	28,4	12,8	14,4
Tỷ suất lợi nhuận ròng	27,2	46,3	37,1	8,0	30,1
ROA	-	13,5	5,3	1,2	1,9
ROE	-	22,6	12,2	3,1	9,4
Tình hình tài chính					
Nợ vay/VCSH (%)	1,0	0,6	1,2	1,5	1,1
Nợ vay ròng/VCSH (%)	0,6	0,2	0,9	1,2	0,9
Khả năng trả lãi vay (X)	9,1	10,1	2,9	2,2	1,9
K.năng trả lãi&vay NH (X)	0,6	0,7	0,4	0,5	0,3
Dòng tiền/lãi vay (X)	7,6	5,9	0,8	0,4	-0,2
Diện/lãi&nợ vay NH (X)	0,5	0,4	0,1	0,1	0,0
Khả năng TT hiện hành	1,7	2,2	2,0	2,1	2,1
Khả năng TT nhanh (X)	1,2	1,6	1,3	1,5	1,6
Tiền/(nợ) ròng (tỷ VND)	-3.139	-2.204	-8.632	-13.463	-12.627
Trên mỗi cổ phiếu (VND)					
EPS	3.194	3.307	1.943	582	980
CFPS	3.796	1.677	-188	-629	-1.275
BVPS	12.656	14.468	15.639	16.222	20.872
SPS	11.726	7.148	5.242	7.309	3.257
EBITDA/share	1.075	1.312	613	376	233
Cổ tức tiền mặt	518	-	-	-	-

Nguồn: Công ty, Maybank KE

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU PHÂN TÍCH – KHỐI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Nguyễn Thị Ngân Tuyền

Giám đốc

(84) 8 44 555 888 x 8081

tuyen.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

- Thực phẩm và đồ uống
- Dầu khí

Nguyễn Trung Hòa

Phó Giám đốc

(84) 8 44 555 888 x 8088

hoa.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

- Vĩ mô
- Thép
- Đường

Trịnh Thị Ngọc Diệp

(84) 4 44 555 888 x 8208

diiep.trinh@maybank-kimeng.com.vn

- Công nghệ
- Năng lượng
- Xây dựng

Trương Quang Bình

(84) 4 44 555 888 x 8087

binh.truong@maybank-kimeng.com.vn

- Cao su
- Săm lốp
- Dầu khí

Đặng Thị Kim Thoa

(84) 8 44 555 888 x 8083

thoa.dang@maybank-kimeng.com.vn

- Tiêu dùng
- Công nghiệp
- Thủy sản

Nguyễn Thị Sony Trà Mi

(84) 8 44 555 888 x 8084

mi.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

- Cảng biển
- Dược

Nguyễn Hoài Nam

(84) 4 44 555 888 x 8029

nam.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

- Phân tích kỹ thuật

Nguyễn Thanh Lâm

(84) 8 44 555 888 x 8086

thanhlam.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

- Phân tích kỹ thuật

Phục lục 1: Điều khoản cho việc cung cấp báo cáo và những khuyến cáo

Khuyến nghị

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích lưu hành chung và cung cấp thông tin và báo cáo này không có ý định hoặc được xem là những đề nghị mua hoặc bán cổ phiếu được đề cập ở đây trong bất kỳ trường hợp nào. Nhà đầu tư nên lưu ý rằng giá trị của những cổ phiếu này có thể dao động và giá trị hoặc giá của mỗi cổ phiếu có thể tăng hoặc giảm. Những quan điểm và khuyến nghị bao gồm ở đây đều dựa vào hệ thống đánh giá kỹ thuật và cơ bản. Hệ thống đánh giá kỹ thuật có thể khác hệ thống đánh giá cơ bản bởi vì việc định giá kỹ thuật sử dụng nhiều phương pháp khác nhau và chỉ dựa vào các thông tin về giá và khối lượng giao dịch được trích từ thị trường chứng khoán vào việc phân tích cổ phiếu. Do đó, lợi nhuận của nhà đầu tư có thể thấp hơn tổng số vốn đầu tư ban đầu. Các kết quả trong quá khứ không nhất thiết là những chỉ dẫn của các kết quả trong tương lai. Báo cáo này không nhằm mục đích cung cấp những tư vấn đầu tư cá nhân và cũng không xem xét mục đích đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và yêu cầu đặc biệt của những người nhận và đọc báo cáo này. Vì vậy nhà đầu tư chỉ nên tìm kiếm những ý kiến về tài chính, luật pháp và những khuyến nghị khác liên quan đến sự phù hợp của việc đầu tư vào bất kỳ cổ phiếu nào hoặc những chiến lược đầu tư được thảo luận và khuyến nghị trong báo cáo này.

Những thông tin trong báo cáo này được trích từ những nguồn được tin là đáng tin cậy nhưng những nguồn này không được xác minh một cách độc lập bởi Maybank Investment Bank Berhad, các công ty con và công ty liên kết (có thể được gọi là "MKE") và vì vậy không đại diện cho tính xác thực và đồng bộ của báo cáo này bởi MKE và do đó không nên dựa vào những nguồn như vậy. Vì vậy, MKE và tất cả nhân viên, giám đốc, chuyên viên và các tổ chức và/hoặc nhân viên liên quan (có thể gọi là "Đại diện") sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ những tổn thất hoặc thiệt hại trực tiếp hoặc gián tiếp mà có thể phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào báo cáo này. Bất kỳ những thông tin, quan điểm hoặc khuyến nghị nào bao gồm trong báo cáo này có thể thay đổi vào bất cứ lúc nào mà sẽ không được thông báo trước.

Báo cáo này có thể bao gồm những phát biểu dự báo mà thường hoặc không phải lúc nào cũng được nhận biết bằng cách sử dụng các từ ngữ như "đoán trước", "tin rằng", "ước tính", "dự tính", "kể hoạch", "kỳ vọng", "dự phóng" và "dự báo" và những phát biểu một sự kiện hoặc kết quả như "có thể", "sẽ", "có thể", hoặc "nên" xảy ra hoặc đạt được và những phát biểu tương tự khác. Những phát biểu dự báo như vậy được dựa vào những giả định và thông tin được công bố cho chúng tôi và có thể chịu những rủi ro và không chắc chắn mà có thể làm cho kết quả thực tế khác nhiều so với những kết quả được đưa ra trong những phát biểu dự báo. Người đọc phải cẩn thận không được thay thế những thông tin liên quan trước đó vào những phát biểu dự báo này sau ngày phát hành hoặc phản ánh sự xảy ra của những sự kiện không được dự báo trước.

MKE và tất cả chuyên viên, giám đốc và nhân viên bao gồm những người liên quan đến việc chuẩn bị và phát hành báo cáo này có thể tham gia hoặc đầu tư vào những giao dịch tài chính với tổ chức phát hành cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này (trong một vài trường hợp có thể được luật cho phép), thực hiện những dịch vụ hoặc thu hút việc kinh doanh từ những tổ chức phát hành và/hoặc có một vị trí hoặc đang nắm giữ hoặc những lợi ích quan trọng khác hoặc những giao dịch khác đối với những cổ phiếu hoặc những quyền hoặc những quan hệ đầu tư khác. Hơn nữa, công ty có thể công bố trên thị trường những cổ phiếu được đề cập bằng những công cụ được trình bày trong báo cáo này. MKE có thể (theo luật định) hành động dựa vào hoặc sử dụng những thông tin được trình bày ở đây, hoặc dựa vào những nghiên cứu hoặc phân tích trước khi những tài liệu này được phát hành. Một hoặc nhiều hơn các giám đốc, chuyên viên và/hoặc nhân viên của MKE có thể là giám đốc của những tổ chức phát hành những cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này.

Báo cáo này được thực hiện cho khách hàng của MKE sử dụng và không được báo cáo lại, thay đổi bất kỳ hình thức nào, chuyển giao, sao chép hoặc phân phối tới bất kỳ tổ chức nào hoặc bất kỳ hình thức nào mà không có sự đồng ý bằng văn bản của MKE và MKE và những đại diện đồng ý không có trách nhiệm gì đối với những hành động của các bên thứ ba trên khía cạnh này.

Báo cáo này không được hướng dẫn hay nhằm mục đích phân phối hoặc sử dụng bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức là công dân hoặc cư trú tại những địa phương, tỉnh (tiểu bang), quốc gia nơi mà việc phân phối, phát hành, hoặc sử dụng có thể trái với luật hoặc quy định. Báo cáo này chỉ được phân phối trong những trường hợp được chấp thuận bởi pháp luật hiện hành. Các cổ phiếu được đưa ra ở đây có thể phù hợp cho mục đích bán trong tất cả các khu vực hoặc đối với những nhà đầu tư nhất định. Không có định kiến đối với những dự báo sau này, người đọc nên lưu ý rằng những tuyên bố trách nhiệm khác, cảnh báo hoặc những hạn chế có thể được áp dụng dựa vào vị trí địa lý của cá nhân hoặc tổ chức tiếp nhận báo cáo này.

Malaysia

Những quan điểm hoặc khuyến nghị bao gồm ở đây trong mọi hình thức phân tích kỹ thuật hoặc cơ bản. Phân tích kỹ thuật có thể khác với phân tích cơ bản vì việc định giá kỹ thuật áp dụng những phương pháp khác nhau và chỉ dựa vào những thông tin về giá và khối lượng giao dịch được trích từ Bursa Malaysia Securities Berhad trong phân tích chứng khoán.

Singapore

Báo cáo này được thực hiện vào ngày và những thông tin trong đây có thể chịu sự thay đổi. Maybank Kim Eng Research Pte Ltd. ("Maybank KERPL") ở Singapore không có trách nhiệm phải cập nhật những thông tin này cho người nhận. Đối với việc phân phối báo cáo này tại Singapore, người nhận báo cáo này phải liên hệ với Maybank KERPL ở Singapore về những vấn đề phát sinh từ hoặc liên hệ với báo cáo này. Nếu người nhận báo cáo này không phải là nhà đầu tư được cấp phép, những nhà đầu tư chuyên nghiệp hoặc những tổ chức (được quy định tại Điều 4A của Luật về cổ phiếu và giao dịch tương lai của Singapore), Maybank KERPL sẽ chịu trách nhiệm pháp lý đối với nội dung của báo cáo này với những trách nhiệm được giới hạn theo quy định của pháp luật.

Thái Lan (Thailand)

Việc công bố những kết quả điều tra của Học Viện Hiệp hội các Giám Đốc của Thái Lan (Thai Institute of Directors Association - IOD) về quản trị doanh nghiệp được thực hiện bởi những người tham gia hoạch định chính sách của Văn phòng Ủy Ban Thị trường chứng khoán. Các điều tra của IOD dựa vào thông tin của những công ty niêm yết trên Thị trường Chứng khoán Thái Lan và Thị trường đầu tư tài sản thay thế được công bố rộng rãi và có thể được đánh giá bởi nhà đầu tư. Do đó, kết quả này là từ quan điểm của bên thứ ba. Nó không phải là việc đánh giá hoạt động và không dựa vào những thông tin nội bộ. Kết quả điều tra này sẽ được công bố trong báo cáo quản trị doanh nghiệp của các công ty niêm yết tại Thái Lan vào ngày phát hành. Vì vậy những điều tra này có thể bị thay đổi sau ngày phát hành. Maybank Kim Eng Securities (Thái Lan) Public Company Limited ("MBKET") không xác nhận hay chứng nhận về tính chính xác của những kết quả điều tra này.

Ngoại trừ khi được cho phép đặc biệt, không phần nào của báo cáo này có thể được viết lại hoặc phân phối lại dưới bất kỳ hình thức nào mà không có sự cho phép bằng văn bản trước của MBKET. MBKET sẽ không chịu trách nhiệm gì đối với mọi hành động của bên thứ ba về khía cạnh này.

Mỹ (US)

Báo cáo mà được thực hiện bởi MKE được phân phối tại Mỹ ("US") tới các nhà đầu tư tổ chức chủ yếu tại Mỹ (được quy định tại điều 15a-6 bởi Luật thị trường chứng khoán năm 1934 đã được sửa đổi) chỉ bởi Maybank Kim Eng Securities USA Inc ("Maybank KESUSA"), công ty môi giới đăng ký tại Mỹ (đăng ký tại Điều 15 của Luật thị trường chứng khoán sửa đổi năm 1934). Tất cả mọi trách nhiệm của việc phân phối báo cáo này của Maybank KESUSA tại Mỹ sẽ được thực hiện bởi Maybank KESUSA. Tất cả những kết quả giao dịch của các cá nhân và tổ chức tại Mỹ sẽ được thực hiện thông qua công ty môi giới đã đăng ký tại Mỹ. Báo cáo này sẽ không được hướng dẫn cho nhà đầu tư nếu MKE bị cấm hoặc bị giới hạn cung cấp cho nhà đầu tư bởi bất kỳ quy định hoặc điều luật nào tại các lãnh thổ. Nhà đầu tư nên chấp thuận trước khi đọc báo cáo mà Maybank KESUSA được phép cung cấp những công cụ nghiên cứu về đầu tư được quy định bởi những quy định và điều luật.

Anh (UK)

Báo cáo này được phân phối bởi Maybank Kim Eng Securities (London) Ltd ("Maybank KESL") được cấp phép và quy định bởi Cơ quan dịch vụ tài chính và chỉ cho mục đích cung cấp thông tin. Báo cáo này không nhằm mục đích phân phối tới những kỳ cá nhân nào được định nghĩa là khách hàng cá nhân được quy định tại Luật về thị trường và dịch vụ năm 2010 tại UK. Bất kỳ sự bao gồm nào của bên thứ ba nào đều chỉ cho sự thuận tiện của người nhận và công ty không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với những bình luận hay tính chính xác, và việc tiếp cận những mối liên hệ như thể là rủi ro riêng của những cá nhân. Không điều nào trong báo cáo này được xem như những tư vấn về thuế, kế toán hoặc luật pháp và những người nhận phù hợp nên tham khảo với những cơ quan tư vấn thuế độc lập.

Công bố thông tin

Công bố tổ chức hợp pháp

Malaysia: Báo cáo này được phát hành và phân phối tại Malaysia bởi Maybank Investment Bank Berhad (15938-H), là một tổ chức tham gia vào Bursa Malaysia Berhad và một tổ chức được cấp phép dịch vụ và thị trường tài chính được ban hành bởi Ủy ban Chứng khoán Malaysia. **Singapore:** Báo cáo này được phát hành và phân phối tại Singapore bởi Maybank KERPL (Co. Reg No 197201256N) được quy định bởi Cơ quan Tiền tệ Singapore. **Indonesia:** PT Kim Eng Securities ("PTKES") (Reg. No. KEP-251/PM/1992) là một tổ chức của Thị trường chứng khoán Indonesia và được quy định bởi BAPEPAM LK. **Thailand:** MBKET (Reg. No.0107545000314) là một thành viên của Thị trường chứng khoán Thái Lan và được quy định bởi Bộ tài chính và Ủy ban chứng khoán. **Philippines:** MATRKES (Reg. No.01-2004-00019) là một thành viên của Thị trường chứng khoán Philippines và được quy định bởi Ủy ban chứng khoán. **Việt Nam:** Công ty chứng khoán Maybank Kim Eng Việt Nam (giấy phép số 71/UBCK-GP) được cấp phép bởi Ủy ban chứng khoán nhà nước Việt Nam. **Hong Kong:** KESHK (Central Entity No AAD284) được quy định Ủy ban thị trường tương lai và chứng khoán. **Ấn Độ (India):** Công ty chứng khoán Kim Eng Ấn Độ ("KESI") là thành viên của Thị trường chứng khoán quốc gia Ấn Độ (Reg No: INF/INB 231452435) và thị trường chứng khoán Bombay (Reg. No. INF/INB011452431) và được quy định bởi Hội đồng thị trường chứng khoán Ấn Độ. KESI được đăng ký với SEBI tại Điều 1 Merchant Banker (Reg No 2377538) được cấp phép và quy định bởi Cơ quan dịch vụ tài chính.

Tuyên bố lợi ích

Malaysia: MKE và đại diện có thể giữ những vị trí hoặc có lợi ích quan trọng đối với những cổ phiếu được đề cập tại đây và có thể có những hoạt động khác như tạo lập thị trường hoặc có thể có những cam kết phát hành hoặc liên quan đến những cổ phiếu đó và cũng có thể thực hiện hoặc tìm kiếm những dịch vụ ngân hàng đầu tư, tư vấn và những dịch vụ khác hoặc có liên quan đến những công ty này.

Singapore: Vào ngày 20/8/2012, Maybank KERPL và chuyên viên phân tích phụ trách không có bất kỳ lợi ích nào trong những công ty được khuyến nghị trong báo cáo này.

Thailand: MBKET có thể có quan hệ kinh doanh với hoặc có thể là tổ chức phát hành quyền mua phái sinh trên những cổ phiếu hoặc công ty được đề cập trong báo cáo này. Do đó, nhà đầu tư nên tự có những đánh giá trước khi quyết định đầu tư. MBKET, chuyên viên và những giám đốc, những tổ chức liên quan và/hoặc nhân viên có thể có lợi ích và/hoặc những cam kết phát hành đối với những cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này.

Hong Kong: KESHK có thể có lợi ích tài chính liên quan đến tổ chức phát hành hoặc tổ chức niêm yết mới tiềm năng được định nghĩa bởi những quy định trong điều 16.5(a) của Quy định về Đạo đức nghề nghiệp cá nhân tại Hong Kong được cấp phép và đăng ký với Ủy ban thị trường cổ phiếu và tương lai.

Vào ngày 20/8/2012, KESHK và chuyên viên phân tích phụ trách không có bất kỳ lợi ích nào trong những công ty được khuyến nghị trong báo cáo này.

MKE có thể, trong ba năm qua, dịch vụ như là tổ chức phụ trách phát hành và đồng phụ trách phát hành cổ phiếu ra công chúng cho những tổ chức được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp hoặc đã cung cấp trong 12 tháng qua những tư vấn hoặc dịch vụ đầu tư liên hệ đến việc đầu tư và có thể nhận thù lao từ những dịch vụ cung cấp cho những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Những khuyến cáo khác

Xác nhận độc lập của chuyên viên phân tích

Những quan điểm được đề cập trong báo cáo này phản ánh chính xác những quan điểm cá nhân của chuyên viên phân tích về bất kỳ hoặc tất cả các cổ phiếu hoặc tổ chức phát hành; và chuyên viên phân tích đã, đang và sẽ không có bất kỳ sự bồi thường nào trực tiếp và gián tiếp liên quan đến những khuyến nghị hoặc quan điểm được đưa ra trong báo cáo này.

Lưu ý (Reminder)

Các chứng khoán cấu trúc là những công cụ phức tạp, tiêu biểu như bao gồm mức độ rủi ro cao và nhằm mục đích bán cho những nhà đầu tư cao cấp, những người có thể hiểu và chấp nhận những rủi ro liên quan. Giá trị thị trường của những chứng khoán cấu trúc (structured securities) có thể bị ảnh hưởng bởi những thay đổi về yếu tố kinh tế, tài chính và chính trị (bao gồm nhưng không giới hạn lãi suất hiện tại và tương lai), thời gian đáo hạn (time to maturity), điều kiện thị trường và những biến động và chất lượng tín dụng của tổ chức phát hành hoặc bảo lãnh phát hành. Những nhà đầu tư quan tâm đến việc mua những sản phẩm cấu trúc nên có những phân tích riêng về sản phẩm này và tham khảo với các tổ chức tư vấn chuyên nghiệp về những rủi ro liên quan đến giao dịch mua.

Không phần nào của báo cáo này có thể được sao chép, sao in hoặc lập lại trong bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại mà không có sự đồng ý của MKE.

Hệ thống khuyến nghị đầu tư

Maybank Kim Eng Research sử dụng hệ thống đánh giá như sau

MUA	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng hơn 15%
GIỮ	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng giữa -15% tới 15%
BÁN	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng dưới -15%

Áp dụng khuyến nghị đầu tư

Chuyên viên phân tích duy trì việc phân tích các cổ phiếu và danh sách cổ phiếu có thể được điều chỉnh tùy theo yêu cầu từng thời điểm. Khuyến nghị đầu tư chỉ áp dụng cho các cổ phiếu trong danh sách. Báo cáo về các công ty không nằm trong danh sách sẽ không thực hiện định giá và khuyến nghị.

Một số từ viết tắt sử dụng trong báo cáo

Adex = Advertising Expenditure (chi phí quảng cáo)	FCF = Free Cashflow (dòng tiền tự do)	PE = Price Earnings (Giá / lợi nhuận trên mỗi cổ phần)
BV = Book Value (giá trị sổ sách)	FV = Fair Value (Giá trị thị trường)	PEG = PE Ratio To Growth (hệ số PE tăng trưởng)
CAGR = Compounded Annual Growth Rate (tăng trưởng kép)	FY = Financial Year (Năm tài khóa)	PER = PE Ratio Hệ số P/E
Capex = Capital Expenditure (đầu tư TSCĐ)	FYE = Financial Year End (kết thúc năm tài khóa)	QoQ = Quarter-On-Quarter (so với quý trước)
CY = Calendar Year (Năm theo dương lịch)	MoM = Month-On-Month (so với tháng trước)	ROA = Return On Asset (tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản)
DCF = Discounted Cashflow (chiết khấu dòng tiền)	NAV = Net Asset Value (giá trị tài sản ròng)	ROE = Return On Equity (tỷ suất lợi nhuận trên vốn)
DPS = Dividend Per Share (cổ tức 1 cổ phần)	NTA = Net Tangible Asset (giá trị tài sản hữu hình ròng)	ROSF = Return On Shareholders' Funds (tỷ suất lợi nhuận trên VCSH)
EBIT = Earnings Before Interest And Tax (Lợi nhuận trước thuế và lãi vay)	P = Price (giá)	WACC = Weighted Average Cost Of Capital (Chi phí vốn bình quân)
EBITDA = EBIT, Depreciation And Amortisation (Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao)	P.A. = Per Annum (hàng năm)	YoY = Year-On-Year (so với cùng kỳ năm trước)
EPS = Earnings Per Share (Lợi nhuận 1 cổ phần)	PAT = Profit After Tax (Lợi nhuận sau thuế)	YTD = Year-To-Date (lưu kể từ đầu năm đến ngày hiện tại)
EV = Enterprise Value (giá trị doanh nghiệp)	PBT = Profit Before Tax (Lợi nhuận trước thuế)	

- Malaysia**
Maybank Investment Bank Berhad
 (A Participating Organisation of Bursa Malaysia Securities Berhad)
 33rd Floor, Menara Maybank,
 100 Jalan Tun Perak,
 50050 Kuala Lumpur
 Tel: (603) 2059 1888;
 Fax: (603) 2078 4194
- Stockbroking Business:
 Level 8, Tower C, Dataran Maybank,
 No.1, Jalan Maarof
 59000 Kuala Lumpur
 Tel: (603) 2297 8888
 Fax: (603) 2282 5136
- Philippines**
Maybank ATR Kim Eng Securities Inc.
 17/F, Tower One & Exchange Plaza
 Ayala Triangle, Ayala Avenue
 Makati City, Philippines 1200
- Tel: (63) 2 849 8888
 Fax: (63) 2 848 5738
- South Asia Sales Trading**
 Connie TAN
 connie@maybank-ke.com.sg
 Tel: (65) 6333 5775
 US Toll Free: 1 866 406 7447
- Singapore**
Maybank Kim Eng Securities Pte Ltd
Maybank Kim Eng Research Pte Ltd
 9 Temasek Boulevard
 #39-00 Suntec Tower 2
 Singapore 038989
- Tel: (65) 6336 9090
 Fax: (65) 6339 6003
- Hong Kong**
Kim Eng Securities (HK) Ltd
 Level 30,
 Three Pacific Place,
 1 Queen's Road East,
 Hong Kong
- Tel: (852) 2268 0800
 Fax: (852) 2877 0104
- Thailand**
Maybank Kim Eng Securities (Thailand) Public Company Limited
 999/9 The Offices at Central World,
 20th - 21st Floor,
 Rama 1 Road Pathumwan,
 Bangkok 10330, Thailand
- Tel: (66) 2 658 6817 (sales)
 Tel: (66) 2 658 6801 (research)
- North Asia Sales Trading**
 Eddie LAU
 eddielau@kimeng.com.hk
 Tel: (852) 2268 0800
 US Toll Free: 1 866 598 2267
- London**
Maybank Kim Eng Securities (London) Ltd
 6/F, 20 St. Dunstan's Hill
 London EC3R 8HY, UK
- Tel: (44) 20 7621 9298
 Dealers' Tel: (44) 20 7626 2828
 Fax: (44) 20 7283 6674
- Indonesia**
PT Kim Eng Securities
 Plaza Bapindo
 Citibank Tower 17th Floor
 Jl Jend. Sudirman Kav. 54-55
 Jakarta 12190, Indonesia
- Tel: (62) 21 2557 1188
 Fax: (62) 21 2557 1189
- Vietnam**
In association with
Maybank Kim Eng Securities JSC
 4A Fl, Vincom Center HCM City
 72 Le Thanh Ton Rd & 45A Ly Tu
 Trong Rd, Dist.1, HCMC, VN
- Tel : (84) 844 555 888
 Fax : (84) 838 271 030
- New York**
Maybank Kim Eng Securities USA Inc
 777 Third Avenue, 21st Floor
 New York, NY 10017, U.S.A.
- Tel: (212) 688 8886
 Fax: (212) 688 3500
- India**
Kim Eng Securities India Pvt Ltd
 2nd Floor, The International 16,
 Maharishi Karve Road,
 Churchgate Station,
 Mumbai City - 400 020, India
- Tel: (91).22.6623.2600
 Fax: (91).22.6623.2604
- Saudi Arabia**
In association with
Anfaal Capital
 Villa 47, Tujjar Jeddah
 Prince Mohammed bin Abdulaziz
 Street P.O. Box 126575
 Jeddah 21352
- Tel: (966) 2 6068686
 Fax: (966) 26068787

www.maybank-ke.com | www.kimengresearch.com.sg