

Quick Report

HAG

12/06/2013

DVCSpeculator

Target thận trọng 2013: > 28.000 VNĐ/CP

(Chưa tính lợi thế BĐS Myanmar)

Công ty Cổ phần Hoàng Anh Gia Lai

(HAG - HOSE)

1. Thông tin cơ bản:

Năm 2012, HAG tiếp tục đối mặt với những khó khăn chung của nền kinh tế cũng như sự trầm lắng của thị trường BĐS. Tuy nhiên, nhờ vào lợi thế chi phí vốn thấp, HAG đã điều chỉnh giảm giá bán nhằm kích cầu, giải tỏa hàng tồn kho giải quyết được bài toán thanh khoản. Trong những năm tiếp theo, HAG tiếp tục kiên định theo đuổi mục tiêu đa ngành gồm (1) Trồng, khai thác và chế biến cao su, mía đường; (2) Thủy điện; (3) Khai khoáng; (4) Bất động sản nhằm tháo gỡ khó khăn chung do lợi nhuận suy giảm do doanh thu chính từ mảng BĐS suy giảm trong những năm vừa qua. Trong năm 2012, lĩnh vực bất động sản đóng góp 64% tổng doanh thu, xây dựng chiếm 11%, khoáng sản chiếm 8% tổng doanh thu, còn lại là doanh thu từ mù cao su, đồ gỗ trang trí, thủy điện và các hoạt động nhỏ lẻ khác. Hoạt động chính của các mảng như sau:

❖ **Mảng Khai thác chế biến cao su, mía đường:**

▪ **Cây cao su:**

Đến nay Hoàng Anh Gia Lai đã trồng xong 43.540 ha. Trong năm 2013 sẽ trồng hết phần diện tích còn lại và hoàn thành 51.000 ha cao su tại Tây Nguyên Việt Nam, Lào và Campuchia. Lứa cây đầu tiên đã cho sản phẩm trong năm 2012 và nhà máy chế biến mù cao su đầu tiên với công suất 25.000 tấn/năm đã đi vào hoạt động.

Với giống cây tốt, hệ thống tưới nước nhỏ giọt, mật độ cây lớn (550 cây/héc ta trong khi của tập đoàn cao su là 330 cây/ héc ta) cùng với chính sách thưởng cao trong quản lý chăm sóc và khai thác cao su, chúng tôi cho rằng năng suất cao su của HAG sẽ cao hơn so với các công ty cao su trong nước. Với giá thành hiện tại khoảng 1.250 USD/tấn trong khi giá cao su thế giới hiện đang có tín hiệu hồi phục ở mức 2.890 USD/tấn. Hiện nay, HAG đã ký hợp đồng bán cao su cho Michelin – một trong những nhà sản xuất lốp lớn nhất thế giới, tuy nhiên công ty chưa chốt mức giá bán. Với dự kiến sản lượng cao su khai thác trong năm nay đạt khoảng 9.600 tấn thì doanh thu dự kiến từ Cây cao su trong năm 2013 khoảng 582,62 tỷ đồng.

▪ **Mía đường:**

Trong năm 2012, HAG đã trồng hơn 5.530 ha mía và sang năm 2013 sẽ trồng thêm 4.470 ha để đạt 10.000 ha, toàn bộ tại tỉnh Attapeu, Lào. Nhà máy đường với công suất 7.000 tấn mía/ngày và nhà máy nhiệt điện

với công suất 30MW chạy bằng nguồn nhiên liệu là bã mía đã hoàn thành và đi vào hoạt động. Trong vụ mùa 2013, Tập đoàn sẽ xây dựng xưởng sản xuất phân vi sinh công suất 50.000 tấn/năm. Với hơn 10.000 ha mía thì dự kiến hàng năm sản lượng đường thành phẩm sẽ đạt trên 110.000 tấn. Dự kiến vụ mùa năm 2013, sản lượng đường đạt khoảng 45.700 tấn đường RS. Tập dụng quota nhập khẩu không giới hạn vào Châu Âu với giá đường hiện tại đạt 480 USD/tấn dự kiến doanh thu từ Mía đường năm nay của HAG đạt khoảng 460 tỷ đồng.

❖ **Mảng thủy điện:**

HAG hiện đang có 17 dự án thủy điện nằm tại Đắk Lắk, Gia Lai, Kon Tum và Lào với tổng công suất là 420 MW, trong đó các nhà máy đang vận hành là: Đắk Srông 2, Đắk Srông 2A, Đắk Srông 3B, Bá Thuốc 2 với tổng công suất đang hoạt động là 141,5 MW. Tổng công suất phát điện trong những năm tới sẽ tiếp tục tăng lên khi các nhà máy thủy điện hoàn thành và đưa vào hoạt động. Dự kiến doanh thu từ lĩnh vực thủy điện của HAG trong năm 2013 sẽ đạt khoảng 320 tỷ đồng do công suất hoạt động trung bình của các nhà máy thủy điện của HAG chỉ đạt khoảng 70-80% tổng công suất thiết kế do ảnh hưởng nguồn nước.

❖ **Mảng khai khoáng:**

Do có những khó khăn và rủi ro về chính sách đối với ngành khoáng sản, Hoàng Anh Gia Lai quyết định không mở rộng đầu tư khai thác các mỏ tại Campuchia và Lào. Tập đoàn sẽ chủ yếu khai thác và sản xuất từ mỏ Kbang tại Gia Lai và Mô Ray tại Kon Tum với sản lượng 260.000 tấn/năm. Tuy nhiên do giá quặng sắt tiếp tục giảm cũng như chi phí khai thác gia tăng khiến lĩnh vực này sẽ không được đầu tư mở rộng. Với sản lượng dự kiến tiêu thụ sập xỉ 260.000 tấn tương đương năm ngoài sẽ mang về khoảng 360 tỷ đồng.

❖ **Mảng Bất động sản:**

HAG hiện đang có 21 dự án bất động sản với tổng quỹ đất khoảng 700 nghìn m², chủ yếu nằm tại TP. Hồ Chí Minh, Đà Nẵng, và một phần nằm tại Myanmar (Yangon) và Thái Lan (Bangkok). HAG hiện đang triển khai 7 dự án, trong đó có 6 dự án xây dựng chung cư và 1 dự án bán đất nền. Ngoại trừ 2 dự án tại nước ngoài (dự án Bangkok và dự án Myanmar), các dự án còn lại của HAG chủ yếu thuộc phân khúc bình dân. HAG có lợi thế là quỹ đất rẻ, chi phí xây dựng thấp do nhiều loại vật liệu xây dựng có thể tự cung ứng từ các công ty thuộc tập đoàn.

Dự án có khả năng hạch toán doanh thu trong năm 2013 là dự án Minh Tuấn với 281 lô đất (diện tích trung bình khoảng 100 m²/lô) với giá bán từ 13 -18 triệu đồng/m². Đây là dự án được HAG chào bán từ tháng 9/2012 và Công ty hiện đang hoàn tất các thủ tục sổ đỏ để bàn giao cho khách hàng. Tổng doanh thu đất nền của dự án Minh Tuấn khoảng 400 tỷ đồng.

Trong năm 2013 sẽ bắt đầu đẩy mạnh đầu tư vào dự án khu phức hợp cao ốc văn phòng, khách sạn, trung tâm thương mại và căn hộ dịch vụ tại Yangon, Myanmar để có thể đưa khối văn phòng cho thuê vào hoạt động giữa năm 2014 và khối khách sạn vào hoạt động cuối năm 2014. HAG sẽ giãn tiến độ đầu tư vào các dự án tại Việt Nam để chờ thị trường hồi phục và chờ dòng tiền từ ngành trồng cây công nghiệp và thủy điện.

❖ Triển vọng kinh doanh năm 2013

Theo ước tính, trong năm 2013, HAG có thể đạt 2.122 tỷ đồng doanh thu và 530 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (tính toán ở mức rất thận trọng). Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng sẽ được cải thiện đáng kể so với năm 2012 do sự gia tăng đóng góp của mảng kinh doanh có biên lợi nhuận cao là mía đường và cao su. Lợi nhuận của HAG sẽ tăng ổn định từ năm 2015 khi: Diện tích, năng suất khai thác cây cao su tăng mạnh cũng như kỳ vọng về tăng trưởng giá cao su tự nhiên. Dự án bất động sản tại Myanmar hoàn thành giai đoạn 1 và bắt đầu sinh lợi nhuận. Tất cả các nhà máy thủy điện đi vào hoạt động tạo dòng tiền ổn định. Chi phí lãi vay giảm do đa số các khoản vay đáo hạn cũng như hoạt động đầu tư của HAG sẽ giảm dần. EPS năm 2013 của HAG năm 2013 ước đạt 821 đ/cp.

2. Đánh giá tài chính:

Doanh thu:

Tốc độ tăng trưởng doanh thu của HAG có sự suy giảm trong các năm gần đây do lĩnh vực bất động sản trầm lắng khiến tỷ trọng đóng góp của lĩnh vực này trong doanh thu và lợi nhuận giảm mạnh. Tuy nhiên từ năm 2011 Công ty đã có định hướng chuyển đổi trọng tâm đầu tư sang lĩnh vực cao su thiên nhiên và thủy điện. Do đó triển vọng tăng trưởng doanh thu của Công ty sẽ khả quan trở lại khi 50,000 ha cao su của Công ty đi vào khai thác đại trà từ năm 2014 trở đi đồng thời các dự án thủy điện của Công ty bắt đầu được đưa vào vận hành. Chúng tôi đánh giá cao tầm nhìn của ban lãnh đạo Công ty khi đã sớm chuyển dịch cơ cấu đầu tư và hoạt động kinh doanh trong các năm nền kinh tế và thị trường bất động sản Việt Nam hết sức khó khăn như năm 2011 và 2012.

Chúng tôi cho rằng trong một vài năm tới đóng góp chủ yếu cho doanh thu của Công ty sẽ là lĩnh vực cao su thiên nhiên và thủy điện. **Chúng tôi ước tính 50,000 ha cao su khi đi vào giai đoạn khai thác tốt có thể đem lại cho Công ty khoảng 6,000 tỷ VNĐ/năm.** Trong khi các nhà máy **thủy điện** đi vào hoạt động có thể đem lại cho HAG khoảng **1,000 tỷ VNĐ/năm.** Các nhà máy mía đường chính thức vận hành từ cuối năm ngoái cũng sẽ cho doanh thu trong năm nay. Chúng tôi đánh giá lĩnh vực **bất động sản (nội địa)** của Công ty tiếp tục trầm lắng và doanh thu của lĩnh vực này trong vài năm tới chỉ khoảng **400 – 500 tỷ/ năm.** Lĩnh vực **khóang sản** của Công ty vẫn ổn định song sẽ khó có đột biến khi Công ty không chú trọng mở rộng đầu tư. Chúng tôi dự phóng lĩnh vực này mỗi năm đem lại cho Công ty **doanh thu khoảng 400 tỷ.**

Công ty sẽ đặc biệt được hưởng lợi lớn nếu nhu cầu tiêu thụ cao su thiên nhiên và quặng sắt tăng cao dẫn đến giá bán các sản phẩm này tăng cao. Chúng tôi cho rằng, với đà phục hồi của kinh tế thế giới giá của các nguyên liệu cơ bản này sẽ có sự cải thiện trong các năm tới.

Doanh thu quý 1/2013 của HAG đã có sự sụt giảm so với cùng kỳ chủ yếu do doanh thu bất động sản giảm mạnh (chỉ còn 48 tỷ). Tuy nhiên doanh thu bán điện, mía đường đã bù đắp một phần cho sự sụt giảm này. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của HAG sẽ tăng mạnh từ 2014 trở đi do trong năm nay Công ty vẫn còn nhiều khoản đầu tư vào các Công trình thủy điện và nông trường cao su chưa hoàn thành.

Total Revenue	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10
HAG	1,880.74	4,365.31	3,969.12	3,150.25	4,405.07	3,554.10	2%
Personal & Household Goods	515.30	745.50	814.29	931.30	969.82	791.20	
%Δ diff of indus	265%	486%	387%	238%	354%	349%	
Revenue Growth		2009	2010	2011	2012	ave 4y	10
HAG		132.1%	-9.1%	-20.6%	39.8%	35.6%	2%
Personal & Household Goods		44.7%	9.2%	14.4%	4.1%	17.3%	
%D diff of indus		196%	-198%	-244%	863%	105%	

Chúng tôi dự kiến doanh thu của HAG trong năm 2013 sẽ ổn định như năm 2012 song sẽ tăng từ 25 – 40% từ năm 2014 trở đi (tùy mức độ giá bán của cao su thiên nhiên) giúp cải thiện đáng kể kết quả kinh doanh của Công ty.

Lợi nhuận:

Lợi nhuận của HAG sụt giảm nghiêm trọng trong năm 2012 do tiêu thụ các sản phẩm bất động sản khó khăn và nhu cầu vốn đầu tư cao khiến Công ty gia tăng vay nợ, do đó, chi phí tài chính tăng cao. Quy mô đầu tư của Công ty cũng mở rộng nhanh song các khoản đầu tư lâu dài chưa thể đem lại doanh thu ngay khiến chi phí quản lý tăng mạnh. Nhưng phải thừa nhận rằng trong bối cảnh hết sức khó khăn chung của ngành với nhiều công ty bất động sản ngừng sản xuất và phá sản, Công ty vẫn đứng vững và có lợi nhuận cho thấy sức cạnh tranh của Công ty là đáng được đánh giá cao. **Lợi nhuận của Công ty vượt trội so với mức trung bình ngành cho thấy triển vọng của Công ty là tích cực nếu nền kinh tế phục hồi. Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng lợi nhuận của HAG sẽ tăng mạnh từ năm 2014 trở đi chủ yếu nhờ vào khai thác mỏ cao su. Do đó mức lợi nhuận hiện tại không phản ánh được tiềm năng của Công ty.**

NI / Profit	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10
HAG	700.30	1,188.85	1,810.01	1,167.98	351.85	1,043.80	2%
Personal & Household Goods	51.13	82.41	116.16	85.01	40.27	74.67	
%Δ diff of indus	1270%	1343%	1458%	1274%	774%	1298%	

Chúng tôi đánh giá lợi nhuận của Công ty trong năm 2013 sẽ không cải thiện nhiều so với năm 2012. Lợi nhuận của Công ty chỉ khởi sắc từ năm 2014 trở đi.

Hiệu quả quản lý:

ROA và ROE của HAG bị suy giảm trong hai năm trở lại đây chủ yếu do các khó khăn chung của ngành bất động sản và của nền kinh tế vĩ mô. Quy mô tổng tài sản của Công ty tăng lên rất đáng kể do các khoản đầu tư hàng nghìn tỷ vào trồng cao su, các công trình thủy điện và nhà máy mía đường do đó ROA và ROE của Công ty giảm mạnh là có thể hiểu được. Tuy nhiên, **mức giảm này chỉ là tạm thời và chắc chắn ROE và ROA sẽ được cải thiện trong tương lai.**

ROE của Công ty trong các năm đều **lớn hơn bình quân ngành** (ngoại trừ năm 2012). Chúng tôi cho rằng ROE sẽ sớm khôi phục ở mức cao trong các năm tới. Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng, tỷ lệ đòn bẩy của

Công ty hiện nay là khá cao do Công ty phải gia tăng vay nợ để đầu tư tuy nhiên điều này sẽ được khắc phục khi dòng tiền từ các dự án sẽ về nhiều vào năm 2014 và đặc biệt hơn nữa là lãi suất hiện nay đang giảm khá mạnh. Chúng tôi đánh giá cao tầm nhìn của ban lãnh đạo Công ty.

ROE	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	6
HAG	0.17	0.23	0.21	0.12	0.03	0.13	2.5%
Personal & Household Goods	0.13	0.17	0.17	0.11	0.04	0.12	
%Δ diff of indus	29%	34%	20%	3%	-27%	10%	
ROA	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	5
HAG	0.08	0.10	0.10	0.05	0.01	0.05	2.5%
Personal & Household Goods	0.06	0.07	0.08	0.04	0.02	0.05	
%D diff of indus	42%	32%	23%	2%	-40%	9%	

Cơ cấu vốn:

Công ty chủ yếu sử dụng vốn vay dài hạn và giảm dần vốn vay ngắn hạn. Điều này khiến hoạt động của Công ty trở nên an toàn và hài hòa hơn. Chiến thuật sử dụng vốn vay dài hạn và trái phiếu chuyển đổi giúp cho Công ty đứng vững trong các biến động của thị trường và trong các năm khó khăn. Mức độ vay nợ của Công ty so với trung bình ngành là khá cao tuy nhiên tình trạng này chỉ mang tính tạm thời. Khi các dự án của Công ty phát huy hiệu quả chúng tôi cho rằng Công ty sẽ chủ động giảm dần mức độ vay nợ.

Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	4
HAG	1.25	1.50			1.89	1.49	3.3%
Personal & Household Goods	1.33	1.36	1.22	1.49	1.80	1.45	
%Δ diff of indus	-6%	11%	-	-	5%	2%	
Current Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	7
HAG	0.68	0.91			0.62	0.70	3.3%
Personal & Household Goods	0.98	1.04	0.95	0.90	0.90	0.94	
%D diff of indus	-31%	-12%	-	-	-31%	-25%	
Longterm Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0
HAG	0.57	0.59			1.26	0.78	3.3%
Personal & Household Goods	0.39	0.32	0.27	0.59	1.62	0.51	
%D diff of indus	46%	84%	-	-	-22%	52%	

Chúng tôi đánh giá mức độ vay nợ hiện nay của Công ty vẫn khá an toàn với vốn vay chủ yếu là dài hạn và trái phiếu chuyển đổi. Khả năng thanh khoản và khả năng thanh toán của Công ty đều cho thấy mức độ lành mạnh nhất định. Chúng tôi đánh giá cao khả năng phân bổ nguồn vốn của ban lãnh đạo Công ty khi vẫn giữ được mức độ thanh khoản lành mạnh trong bối cảnh lãi suất tăng cao.

Định giá:

PE và PB của HAG đều cao hơn nhiều so với mức trung bình ngành cho thấy thị trường đang kỳ vọng rất lớn vào triển vọng tăng trưởng tương lai của Công ty. Chúng tôi đánh giá mức kỳ vọng của thị trường là hợp lý do doanh thu và lợi nhuận tương lai của HAG đến từ các mảng khá chắc chắn.

Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng với dự báo **lợi nhuận trong năm 2014 sẽ khả quan hơn so với năm 2012** thì mức PE và PB của HAG trong các năm tới còn thấp hơn nữa và điều này sẽ chứng minh kỳ vọng của thị trường là hợp lý.

P/E	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0 6.7%
HAG	16.17	12.65	12.69	7.80	33.14	13.37	
Personal & Household Goods	5.84	8.73	8.23	4.44	6.10	6.88	
%Δ diff of indus	177%	45%	54%	76%	443%	94%	
P/B	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0 6.7%
HAG	3.02	4.48	2.89	0.97	1.19	2.39	
Personal & Household Goods	0.76	1.47	1.18	0.59	0.63	0.90	
%D diff of indus	297%	205%	144%	64%	90%	166%	
Valuation						2012	0 10%
HAG						12,196	
Price						22,700	
%D diff of indus						-46%	
Dividend in 2012			No of company		Paid	Plan	
HAG					0	1,500	
Personal & Household Goods			19		1,710	1,626	
%Δ diff of indus						-8%	

Chúng tôi cho rằng HAG nhiều khả năng sẽ đạt mức lợi nhuận khiêm tốn trong năm nay. Tuy nhiên sẽ đạt mức lợi nhuận **2500 tỷ VND trong năm 2014 và mức EPS dự kiến khoảng 4000 VNĐ/CP**. Với mức PE trung bình ngành ở mức thận trọng là 7-10, **mức giá thận trọng của HAG là 28,000 VNĐ/cp**.

Kết luận:

HAG là một công ty vững mạnh và đang được định giá khá thấp khi thị trường chưa phản ánh hết triển vọng của Công ty. Công ty có nhiều dự địa tăng trưởng trong năm 2014 trở đi. Chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại của Công ty là mức giá hợp lý để đầu tư.

Để hiểu sâu về mảng kinh doanh của HAG hiện nay như BDS Myanmar, Quặng Sắt, Cao Su, xin vui lòng đọc các Phụ lục ở cuối bài viết

3. Phân tích kỹ thuật (cập nhật dữ liệu giá đến 12/6/2013):

Theo phân lớp cổ phiếu thì nhiều khả năng từ cuối tháng 6/2013, đầu tháng 7/2013 nhóm cổ phiếu BĐS sẽ dẫn dắt thị trường tăng điểm mạnh, trong đó có HAG

Dùng chart tuần để phân tích HAG cho thấy HAG đang tạo 3 đáy dài hạn tại vùng 18 - 19 - 20 với đáy sau cao hơn đáy trước và khối lượng 3 đáy đều tăng dần cho thấy lực cầu bắt đáy tại vùng này đang tăng lên qua thời gian. MACD tuần cũng liên tục xuất hiện đáy sau cao hơn đáy trước. Đồng thời HAG đang có ngưỡng hỗ trợ mạnh tại vùng 20.4 +/- 0.2 (trend line)

Kết hợp giữa phân lớp cổ phiếu và PTKT HAG cho thấy nhiều khả năng từ đầu tháng 7/2013 trở đi HAG sẽ trở thành tâm điểm của thị trường sau khi tạo đáy tại vùng 20.4 +/- 0.2.

Tuy nhiên 1 điểm cần lưu ý rằng nếu hiện tượng sideway còn kéo dài trong 3 phiên tới thì nhiều khả năng HAG sẽ không còn cơ hội giảm về 20.4 +/- 0.2 để tạo đáy mà sẽ lên luôn từ mức giá này nhưng độ dốc sẽ thoải hơn kịch bản tạo đáy tại 20.4 +/-



PHU LUC 1

TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG BDS TẠI MYANMAR VÀ CÁC DỰ ÁN CỦA HAG

1. TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG BDS MYANMAR

Tổng quan về Yangon - Myanmar:

Yangon là thành phố lớn nhất Myanmar cũng vừa là trung tâm tài chính và thương mại với số dân 4 triệu người. Chính phủ Myanmar cũng đang có kế hoạch mở rộng hơn nữa thành phố này, mặc dù diện tích của

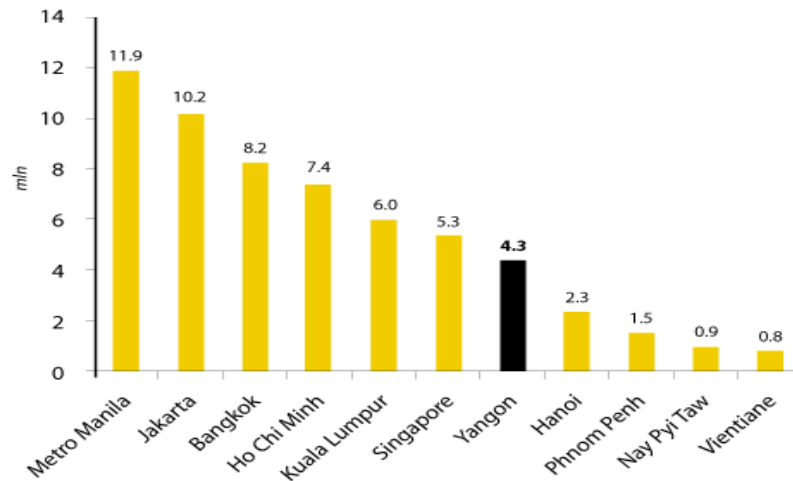
Yangon đã phát triển gấp hai lần trong 9 năm trở lại đây. Tuy Myanmar còn có trên một chục thành phố nữa có quy mô dân số nhỏ và vấn đề đô thị hóa chưa đáng lo ngại. Để giải quyết những thách thức do tốc độ đô thị hóa nhanh chóng, việc xây dựng các đô thị vệ tinh cũng hết sức cần thiết. Dân số Myanmar hiện nay vào khoảng trên 53 triệu người, dự kiến sẽ tăng lên đến 61 triệu người vào năm 2010. Tỷ lệ dân số đô thị và nông thôn hiện nay là 25% và 75%.

Theo giới thương gia, các công ty tư nhân của Myanmar đã tiến hành hầu hết các hoạt động đầu tư và lĩnh vực công nghiệp, tiếp sau đó là lĩnh vực bất động sản. Ủy ban Đầu tư Myanmar cho biết đầu tư tư nhân toàn quốc trong ngành công nghiệp đã lên tới 34,041 tỷ Kyat (27 triệu USD), trong khi đầu tư vào bất động sản đạt 30,081 tỷ Kyat (23,8 triệu USD).

Từ tháng 02/1998 Chính phủ Myanmar đã sớm ban hành Luật đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, do bị Mỹ và Phương tây cấm vận nên đầu tư bên ngoài vào Myanmar chưa nhiều. Tính tới cuối năm 2008, tổng số đầu tư nước ngoài đã đăng ký vào Myanmar đạt hơn 15 tỷ USD với 374 dự án từ 25 nước và lãnh thổ trong đó đầu tư từ các nước ASEAN chiếm 51,64% (chủ yếu là Thái Lan), nhưng hiệu quả đầu tư chưa cao, tỷ lệ giải ngân thấp (khoảng 50 %). Nguyên nhân chủ yếu là do chính sách thu hút đầu tư nước ngoài của Myanmar còn nhiều bất cập, hệ thống dịch vụ ngân hàng yếu kém, hệ thống thông tin lạc hậu, hàng rào thuế quan quá cao...

- Năm 2011 tới nay, khi Mỹ và EU dỡ bỏ cấm vận từng phần, dòng vốn đầu tư nước ngoài (FDI) đổ vào nước này trong năm tài khóa 2010-2011 đạt gần 20 tỷ USD, nhiều hơn con số cộng lại của cả 2 thập niên qua và thậm chí vượt cả Việt Nam . Trong đó, Trung Quốc là nhà đầu tư lớn nhất, với 8,27 tỷ USD từ đại lục và 5,39 tỷ USD từ Hồng Kông. Sau đó là các nhà đầu tư Thái Lan, với 2,49 tỷ USD. Khoảng 10,2 tỷ USD được đầu tư vào lĩnh vực dầu khí.

Major ASEAN cities by population



Source: ASEAN, UN

Nhu cầu tăng đẩy giá cho thuê tăng vọt đặc biệt tại Yangon:

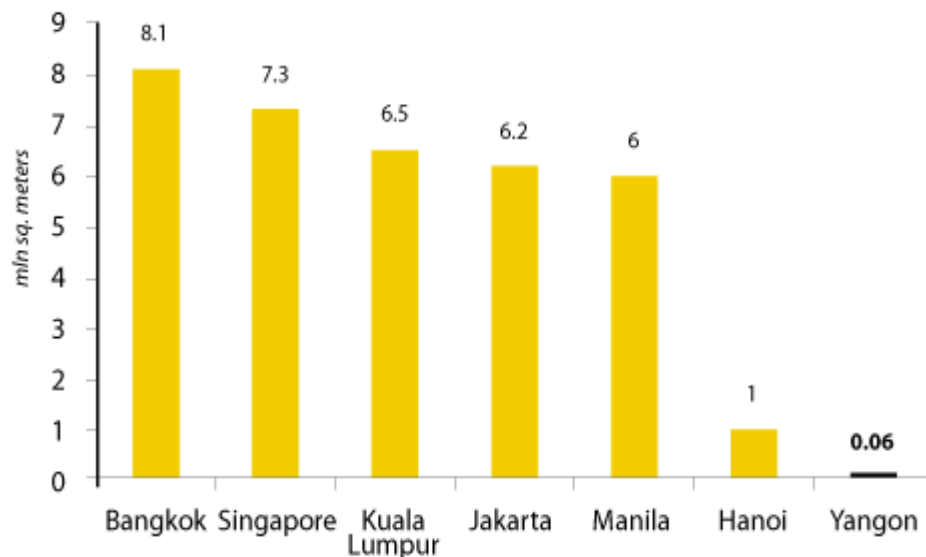
Thị trường BDS tại Myanmar thực sự còn khá mới và sơ khai nhất là đối với một nền kinh tế đang đón đầu một lượng vốn khá lớn từ quốc tế trong lộ trình mở cửa nền kinh tế. Đồ thị dưới đây sẽ cho thấy mức độ tiềm năng của thị trường BDS tại Myanmar mà cụ thể là Yangon - trung tâm kinh tế, tài chính của Myanmar. So với Hà Nội, Yangon có dân số bằng ½ cùng với số lượng văn phòng thấp hơn khoảng 17 lần so với Hà Nội.

Nhiều cơ hội để phát triển lĩnh vực BĐS: Thực tế có hàng tá cơ hội để đầu tư và phát triển vào các dự án BĐS ở rất nhiều phân khúc khác nhau khi văn phòng, khách sạn và cơ sở hạ tầng nhìn chung được xây dựng từ những năm 1990s và hầu như không có hoạt động đầu tư nào được tiến hành trong những thập kỷ gần đây.

Từ khi Myanmar mở cửa, giá đã tăng vọt. Trong tháng 9/2012, giá thuê trung bình mặt bằng văn phòng mỗi m² đã tăng 55%. Hầu như ko có diện tích trống và giá thuê tăng nhanh từ US\$ 65/m² lên mức US\$ 150/m². Khi tổng thống Thein Sein cho sửa đổi Luật đầu tư nước ngoài, giá thuê thậm chí có thể tăng cao hơn: đặc biệt là ở Yangon. Để giải quyết vấn đề thiếu hụt lượng cung phòng khách sạn, Myanmar đã cho thuê những tòa nhà thuộc sở hữu nhà nước ở trung tâm Yangon với thời hạn tới 30 năm. Nhưng giá thuê dự đoán cũng sẽ tăng khi luật đầu tư nước ngoài sửa đổi được thông quan, vì nó sẽ cho phép các cá nhân hoặc công ty nước ngoài được thuê đất từ các đơn vị tư nhân cũng với thời hạn 30 năm, có khả năng được gia hạn 2 lần, mỗi lần 15 năm. Trước đó thì người nước ngoài chỉ được thuê từ chính phủ

Phải mất ít nhất 4 năm nữa mới có thể thấy các dự án BĐS lớn. Với giả thiết là có sự cải thiện trong luật đầu tư và giá đất tăng, 1 vấn đề nghiêm túc được đặt ra là làm thế nào để xử lý với nguồn cầu khi đó. Điều này đồng nghĩa với việc khách du lịch sẽ phải trả \$600-\$700 cho 1 phòng khách sạn tiêu chuẩn. Nếu ko có sự kiểm soát của chính phủ, kể cả với 1 luật đầu tư tốt vẫn có thể đối mặt với nhiều vấn đề. Giá đất là trở ngại lớn trong việc thu hút đầu tư mới & tạo công ăn việc làm.

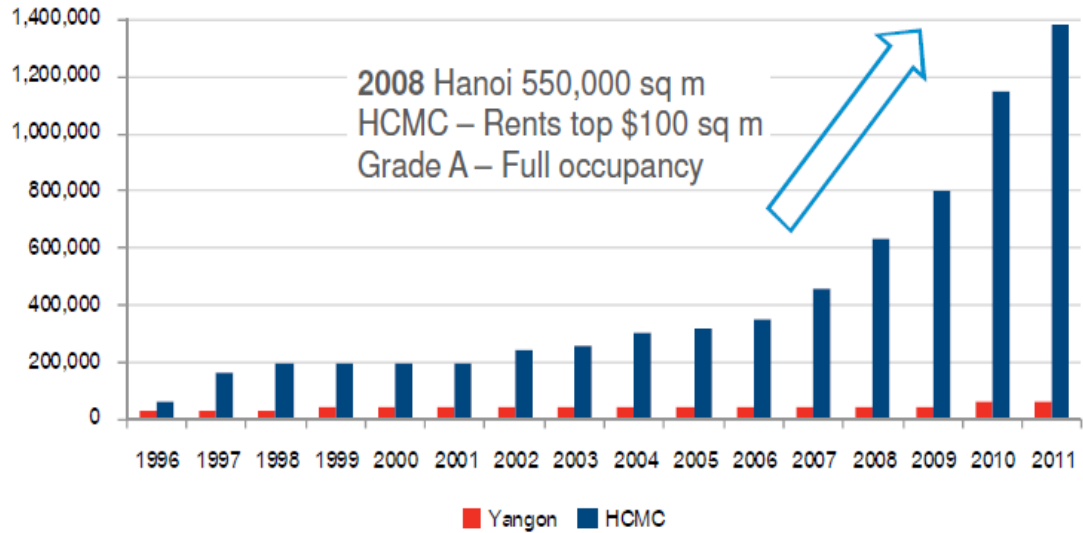
Total Stock of Office Space



Source: Colliers, CBRE, Savills, Cushman & Wakefield, Silk Road Management

Thị trường BĐS tại Myanmar hiện tại khá giống với giai đoạn bùng nổ của Việt Nam trong giai đoạn 2007-2008

HISTORICAL SUPPLY FOR YANGON AND HO CHI MINH CITY



Source : Colliers International Thailand Research

2. TỔNG QUAN VỀ CÁC DỰ ÁN CỦA HAG TẠI MYANMAR:

Phối cảnh và vị trí dự án:





Tổng quan dự án:

Dự án BDS của HAG tại Myanmar tọa lạc tại vị trí đẹp nhất của Yangon nằm tại khu trung tâm, đối diện hồ Inya, hồ lớn nhất của Yangon, ngay tại giao điểm của hai trục đường chính lớn nhất Yangon là Kabar Aye Pagoda và No1 Industry. Dự án có diện tích xây dựng 480.000m² trên tổng diện tích đất là 72.524 m² và thời hạn thuê 70 năm với giá đất trả một lần rất thấp. Khu này thường được gọi là “thung lũng vàng”, tập trung hầu hết các đại sứ quán, các biệt thự từ thời thuộc địa của Anh... với trục đường Kabaraye Pagoda xuyên suốt Yangon, đi qua viện bảo tàng đá quý, ngân hàng trung ương Myanmar.

Dự án Khu phức hợp Hoàng Anh Gia Lai Myanmar sẽ bao gồm khách sạn 5 sao, trung tâm thương mại, văn phòng cho thuê, và căn hộ dịch vụ với tổng diện tích sàn xây dựng là 639.842 m².

Theo kế hoạch, dự án sẽ được chia thành 2 giai đoạn. Giai đoạn 1 thực hiện trong 2 năm từ năm 2013 đến 2014 tập trung xây dựng **trung tâm thương mại, tòa nhà văn phòng cho thuê 1 và khách sạn 5 sao**. Giai đoạn 2 từ 2015 đến 2017, sẽ xây **khu căn hộ cho thuê và tòa nhà văn phòng cho thuê 2**.

Ngày 5/6, HAG chính thức khởi công dự án Myanmar Center tại thành phố Yangon với tổng giá trị dự án là 440 triệu USD. Riêng BIDV sẽ cung cấp tín dụng khoảng 50% số vốn đầu tư này, tức khoảng 220 triệu USD. Dự kiến giai đoạn 1 kết thúc vào cuối 2014, sẽ hoàn tất một Trung tâm thương mại và văn phòng 27 tầng với hơn 160 nghìn m² diện tích sàn xây dựng, một khách sạn 5 sao theo tiêu chuẩn quốc tế với quy mô 480 phòng nghỉ lưu trú, cao 23 tầng. Dự án hoàn tất sẽ giảm áp lực phòng khách sạn, đồng thời góp phần giảm giá văn phòng cho thuê tại Yangon xuống. **Hiện giá cho thuê văn phòng tại Yangon khá cao, từ 75-150USD/m² cho một văn phòng chưa phải hạng A.**

Giai đoạn	Hạng mục	Diện tích	Thời gian
Giai đoạn 1	Trung tâm thương mại & Văn phòng 27 tầng	160.000 m ²	2013-2014
	Khách sạn 5 sao 23 tầng	480 phòng	
Giai đoạn 2	Căn hộ cho thuê		2015-2017
	Nhà VP cho thuê		

PHỤ LỤC 2

PHÂN TÍCH NHANH TRIỂN VỌNG GIÁ CAO SU THIÊN NHIÊN VÀ GIÁ QUẶNG SẮT

Nhìn chung, cao su và quặng sắt đều thuộc nhóm hàng hóa cơ bản. Giá của chúng phụ thuộc vào nhu cầu và nguồn cung của một số ít các quốc gia trên thế giới. Bên cạnh đó giá của chúng còn phụ thuộc vào quan điểm của giới đầu cơ quốc tế và lượng tiền bơm vào các quỹ đầu tư hàng hóa.

Chúng tôi dự báo giá cao su và quặng sắt trong các năm tới sẽ có xu hướng giảm do hai nguyên nhân:

Nhu cầu của Trung Quốc và Ấn Độ, hai quốc gia đông dân và tăng trưởng nhanh, sẽ giảm khi tăng trưởng kinh tế chậm lại. Điều này là không thể tránh khỏi khi cả hai quốc gia này đều mắc phải các vấn đề về cơ cấu kinh tế và quá trình hạ nhiệt chắc chắn sẽ diễn ra.

Nhu cầu của các quỹ đầu cơ hàng hóa giảm khi các gói QE của Mỹ sẽ kết thúc vào năm sau khiến dòng tiền rẻ có xu hướng rút khỏi các quỹ này.

1. Giá quặng sắt

Giá quặng sắt trên thế giới hiện tại phụ thuộc phần lớn vào nhu cầu và nguồn cung của một số nước trên thế giới.

Về nhu cầu: Hiện tại Trung Quốc chiếm 64.5% lượng cầu nhập khẩu toàn thế giới với mức tiêu thụ năm 2012 là 765 triệu tấn. Do đó tăng trưởng kinh tế đặc biệt là tăng trưởng ngành công nghiệp, bất động sản của Trung Quốc đóng vai trò quyết định đối với giá quặng sắt thế giới.

Về nguồn cung: Úc và Braxin chiếm tỷ trọng lớn trong nguồn cung xuất khẩu. Trong năm 2012 Úc cung cấp 500 triệu tấn và Braxin cung cấp 300 triệu tấn. Dự kiến trong vài năm tới nguồn cung tại hai quốc gia này sẽ gia tăng khoảng 7%/năm khiến nguồn cung tổng thể có thể tăng đều đặn khoảng 5%/năm.

Biểu đồ giá quặng sắt trong năm năm vừa qua:



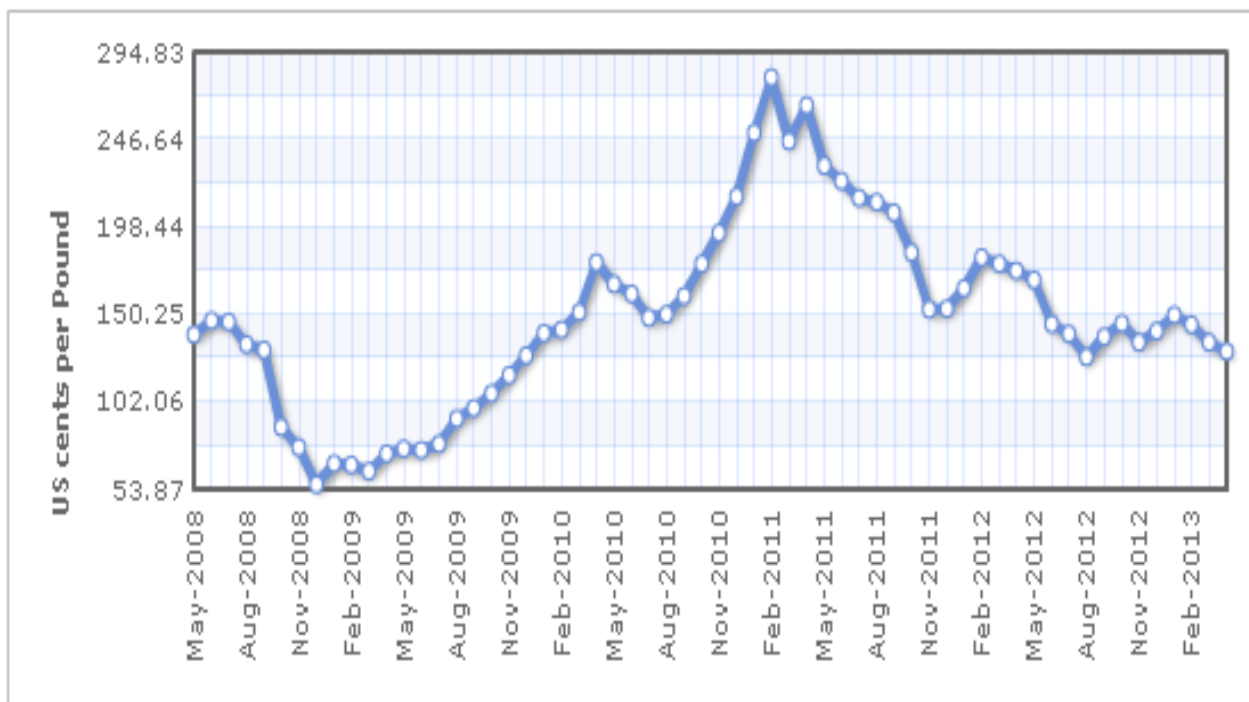
Từ đầu năm 2012 đến nay giá quặng sắt đã có xu hướng hạ nhiệt sau một thời gian dài tăng nóng do nhu cầu tại Trung Quốc tăng chậm. Hiện tại giá thép tại Trung Quốc đang hạ nhiệt nhanh do tăng trưởng kinh tế chững lại và bong bóng bất động sản đang căng. Dự kiến giá quặng sắt sẽ giảm xuống mức 120 USD/ tấn trong năm nay.

Về dài hạn giá quặng sắt sẽ không thể quay lại đỉnh cũ và nhiều khả năng sẽ giảm trong thời gian tới. Nếu tăng trưởng kinh tế Trung Quốc giảm xuống (điều này nhiều khả năng xảy ra khi tăng trưởng tín dụng tại Trung Quốc đã rất cao chiếm 185% GDP trong khi tăng trưởng GDP đã chững) thì nhu cầu quặng sắt nhập khẩu toàn cầu sẽ giảm khoảng 4 - 6% trong khi nguồn cung vẫn tăng. Dự báo giá quặng sắt sẽ giảm khoảng 10-15% trong các năm tới.

2. Giá cao su

Về nhu cầu: Theo Tổ chức Nghiên cứu Cao su thế giới (IRSG), nhu cầu cao su thiên nhiên và cao su tổng hợp trên thế giới năm 2013 được dự đoán sẽ tăng 4% so với năm 2012, đạt mức 27,7 triệu tấn. Dự báo của IRSG dựa trên các con số dự đoán mới nhất của Quỹ Tiền tệ Thế giới (IMF) về mức tăng trưởng kinh tế toàn cầu đạt 3,9% trong năm 2013. Ước lượng của IRSG dựa trên các con số dự đoán mới nhất của Quỹ Tiền tệ Thế giới (IMF) về mức tăng trưởng kinh tế toàn cầu đạt 3,9% trong năm 2013. Trong các năm tới nhu cầu cao su thiên nhiên và tổng hợp sẽ tiếp tục tăng nhưng mức độ tăng sẽ chậm dần do mức tăng nhu cầu tại Trung Quốc và Ấn Độ được dự báo sẽ giảm khi nền kinh tế tại hai quốc gia này hạ nhiệt.

IMF đã hạ mức dự báo tăng trưởng đối với Trung Quốc, cụ thể trong năm 2012 còn 8%, mức ước tính trước đó là 8,2% ; trong năm 2013 sẽ là 8,5%, cũng thấp hơn mức 8,8% trước đó. Tỷ lệ tăng trưởng sửa đổi này đã giúp IRSG ước tính nhu cầu cao su của Trung Quốc sẽ tăng 4,6% lên mức 9,1 triệu tấn trong năm 2013. Chiếm khoảng 30% sản lượng cao su thiên nhiên và cao su tổng hợp trên thế giới, Trung Quốc hiện là nước tiêu thụ cao su lớn nhất thế giới.



Về nguồn cung: Các nước trồng nhiều cao su thiên nhiên nhất là Thái Lan, Malaixia, Ấn Độ, Việt Nam. Sau khi giá cao su thiên nhiên tăng mạnh trong các năm 2006 – 2007 các nước này đã gia tăng nhanh diện tích cao su. Dự kiến từ năm 2013 trở đi nhiều diện tích trồng mới sẽ đưa vào khai thác khiến nguồn cung gia tăng khoảng 5- 7%/năm.

Trên thực tế giá cao su thiên nhiên đã tăng nóng và bong bóng vào năm 2010 và 2011 một phần do các gói nới lỏng tiền tệ của Mỹ khiến dòng tiền chảy mạnh vào các quỹ đầu cơ. Hiện nay xu hướng này đã chấm dứt và do đó khó có khả năng giá cao su thiên nhiên sẽ tăng lại.

Giá cao su thiên nhiên được dự báo sẽ giảm trong dài hạn tuy nhiên mức giảm sẽ tùy thuộc vào mức độ sụt giảm của kinh tế Trung Quốc. Chúng tôi dự báo giá cao su thiên nhiên có thể hạ thêm 5-10% so với hiện nay trong năm 2014.

3. Tác động của giá cao su và giá quặng sắt tới doanh thu và lợi nhuận của HAG

HAG đã đầu tư mạnh và lĩnh vực trồng cao su thiên nhiên (dự kiến mức đầu tư 6000 tỷ) và một số mỏ quặng sắt trong các năm trước do đó giá hai loại hàng hóa này sẽ tác động mạnh đến lợi nhuận Công ty.

Từ 2016 trở đi toàn bộ 50,000 ha cao su sẽ đi vào khai thác. Chúng tôi dự phóng mức năng suất sẽ đạt khoảng 2 tấn/ha (mức năng suất chưa cao do cao su chưa đến tuổi khai thác tốt nhất). Như vậy đến năm 2016, Công ty sẽ thu hoạch 100,000 tấn cao su/ năm. Chúng tôi ước tính giá bán sẽ chỉ khoảng 50 triệu VNĐ/Tấn do đó doanh thu sẽ đạt khoảng 5000 tỷ VNĐ. Với giá bán đó lợi nhuận gộp từ cao su năm 2016 sẽ đạt khoảng 1250 tỷ và tăng dần khoảng 5%/ năm trong 3 năm sau nhờ năng suất tăng.

Đối với quặng sắt, doanh thu quặng sắt của HAG sẽ không có nhiều đột biến trong các năm tới khi các mỏ tại Lào và Campuchia không phát huy hiệu quả do chính sách cấm xuất khẩu.

Do có những khó khăn và rủi ro về chính sách đối với ngành khoáng sản, Hoàng Anh Gia Lai quyết định không mở rộng đầu tư khai thác các mỏ tại Campuchia và Lào. Tập đoàn sẽ chủ yếu khai thác và sản xuất từ mỏ Kbang tại Gia Lai và Mô Ray tại Kon Tum với sản lượng 260.000 tấn/năm. Tuy nhiên do giá quặng sắt tiếp tục giảm cũng như chi phí khai thác gia tăng khiến lĩnh vực này sẽ không được đầu tư mở rộng.

Với giá quặng sắt trong các năm tới có thể giảm xuống khoảng 100 - 120 USD/ tấn doanh thu từ quặng sắt sẽ đạt mức 520 - 624 tỷ VNĐ/năm. Lợi nhuận gộp đem lại sẽ khoảng 100 – 120 tỷ/ năm.

Phòng phân tích DVCSpeculator

Đại diện: Nguyễn Tuấn Anh - Số ĐT 097 436 1111