

**CHIẾN LƯỢC GIAO DỊCH NGÀY**

Ngày: 27/12/2016

CHỈ SỐ	Mới nhất	Thay đổi	%	Tăng/giảm	KLGD (tr)	P/E	P/B
VN-index	663.86	1.41	0.21	122/128	160.24	15.91	1.97
HNX-index	78.87	(0.38)	(0.48)	74/60	26.00	10.11	0.97
VN30	623.46	1.73	0.28	15/14	33.54		
HN30	141.25	(0.49)	(0.34)	5/6	12.91		
Shanghai	3114.66	(7.91)	(0.25)	684/416	15213.72	17.66	1.72
Nikkei 225	19403.06	6.42	0.03	69/149	854.91	25.22	1.87
S&P 500	2263.79	2.83	0.13	312/178	301.66	21.20	2.91

**VN-INDEX: 666.86(1.41; 0.21%)**



**HNX-INDEX: 78.87(-0.38; -0.48%)**

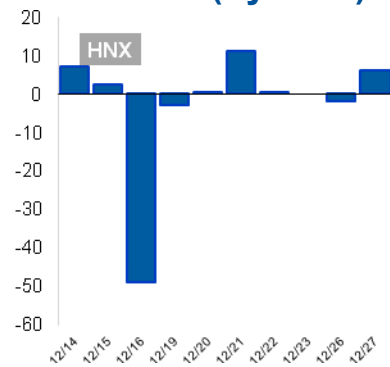
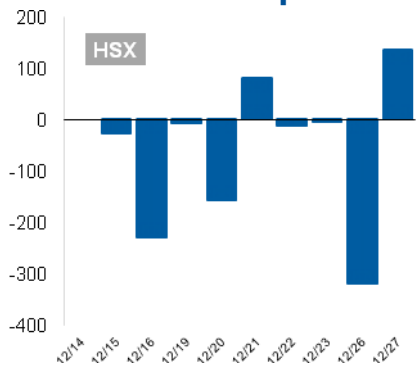


**TÂM ĐIỂM THỊ TRƯỜNG**

- Chỉ số chung VNX-Index tăng 2,30 điểm (+0,35%) lên 939,08 điểm. Trong đó, chỉ số VN-Index tăng 1,41 điểm (+0,21%) lên 663,86 điểm và chỉ số HNX-Index giảm 0,38 điểm (-0,48%) xuống 78,86 điểm. Tổng giá trị giao dịch trên cả hai sàn đạt hơn 3.600 tỷ đồng tăng 12,5% so với phiên trước, cụ thể, giá trị giao dịch trên HSX đạt 3.263 tỷ đồng (+13%) tương ứng 160,24 triệu cổ phiếu, giá trị giao dịch trên HNX đạt 347 tỷ đồng tương ứng 33 triệu cổ phiếu.
- Thị trường tiếp tục giao dịch giằng co khi dòng tiền có sự phân hóa mạnh tại nhóm cổ phiếu trụ cột. Trong đó, các cổ phiếu lớn thuộc ngành dầu khí, thép, chứng khoán và ngân hàng như GAS, PVD, HSG, HPG, CTD, SSI, VCB, BID, ACB,... đồng loạt giảm giá đã tạo áp lực lên cả hai chỉ số. Ở chiều ngược lại, thị trường chứng kiến sự bật tăng mạnh của cổ phiếu VNM sau thông tin DC Developing Markets Strategies Public Limited Company đăng ký mua 500.000 cổ phiếu VNM. Bên cạnh đó, các cổ phiếu lớn khác như FPT, BVH, VIC, MWG, SAB, ROS,... cũng đồng loạt tăng giá đã hỗ trợ rất lớn giúp củng cố sắc xanh của chỉ số VN-Index. Đáng chú ý, cổ phiếu C32 đã đảo chiều tăng trở lại 2.200 đồng lên 51.000 đồng/cp sau khi bị bán mạnh ở đầu phiên, với khối lượng khớp lệnh hơn 3,65 triệu cổ phiếu. Như vậy, nhiều khả năng Tổng Công ty SX-XNK Bình Dương TNHH MTV đã bán được toàn bộ hơn 3,36 triệu cổ phiếu C32 như đăng ký trước đó.
- Nhà đầu tư nước ngoài trở lại mua ròng trên HSX với giá trị 135,11 tỷ đồng, trong đó có giao dịch mua thỏa thuận SCR với giá trị 56 tỷ đồng. Ngoài ra, họ mua ròng các mã như VNM (+51,2 tỷ), HSG (+10,78 tỷ), SAB (+4,04 tỷ),... Ở chiều ngược lại, họ bán ròng các mã như BID (-5,33 tỷ), SKG (-3,71 tỷ), HHS (-2,68 tỷ), STB (-2,59 tỷ),... Trên HNX, khối ngoại cũng mua ròng 6,13 tỷ đồng và mua các mã như HUT (+2,53 tỷ), NET (+1,75 tỷ), BVS (+1,27 tỷ), PVS (+1,11 tỷ),... Hoạt động mua ròng trở lại của khối ngoại sẽ là yếu tố hỗ trợ đà hồi phục của thị trường trong thời gian tới.
- Về mặt kỹ thuật, sự phân hóa ở nhóm cổ phiếu trụ cột khiến cả hai chỉ số tiếp tục dao động giằng co quanh đường MA20 ngày tương ứng ngưỡng 663 điểm với VN-Index và 79,8 điểm với HNX-Index. Điểm tích cực ghi nhận là việc chỉ số VN30 tiếp tục nằm trên kháng cự MA20 ngày, chỉ số này có thể tiếp tục tăng điểm trong những phiên tiếp theo. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư duy trì tỷ trọng cổ phiếu hiện tại, nhằm tận dụng xu hướng hồi phục đang dần được hình thành.

VÀNG/TỶ GIÁ	Mới nhất	Mua vào	Bán ra
VND/USD	22,755	22,720	22,790
VND/USD (Tự do)	23,255	23,240	23,270
Vàng SJC (tr.đ)	36.30	36.10	36.50
Vàng thế giới (tr.đ)	31.73	31.73	31.73

**GIAO DỊCH CỦA NHÀ ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI (Tỷ VND)**



**HAG - Công ty Cổ phần Hoàng Anh Gia Lai (HOSE)**



**Kết quả kinh doanh quý III/2016 khá ảm đạm song điều này đã được dự báo trước**

- Quý III/2016, HAG đạt EPS là -43 đ/cổ phiếu và EPS 3 quý là -1134 đ/ cổ phiếu, chủ yếu do những khoản trích chi phí mạnh HAG đã trích trong năm 2016. Nhìn vào cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp của HAG trong quý III/2016, doanh thu bán bò suy giảm so với cùng kỳ năm trước tuy nhiên tính lũy kế 3 quý, doanh thu bán bò vẫn tăng trưởng 23% so với cùng kỳ. Mãng đường trong quá trình tái cơ cấu cũng có sự sụt giảm mạnh về doanh thu, do vậy, tính tới quý III/2016, doanh thu của HAG đạt 4910 tỷ từ các mảng kinh doanh chính, giảm nhẹ 6% so với cùng kỳ.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh so với cùng kỳ từ 29% (quý III/2015) còn 14,76%. Lý do chủ yếu là sự suy giảm lợi nhuận gộp của mảng bò chỉ còn 11% (so với 30% của năm 2015) của mảng đường do việc tái cơ cấu ảnh hưởng tới doanh thu trong khi chi phí giảm ít hơn. Mãng mủ cao su do khai thác thấp nên cũng ghi lỗ khoảng 30 tỷ cho quý III/2016 và lỗ 36 tỷ cho 3 quý đầu năm.

**Triển vọng 2017: Sự tăng giá trở lại của hàng hóa cơ bản là tín hiệu tích cực cho HAG**

Mặc dù tình hình kinh doanh của HAG cho tới quý III/2016 là không khả quan, điều này đã được phản ánh trong sự suy giảm mạnh của giá cổ phiếu (giảm 47% so với 31/12/2015). Chúng tôi cho rằng quý III/2016 có lẽ đã là điểm thấp nhất trong chu kỳ kinh doanh của HAG và tình hình kinh doanh sẽ được cải thiện mạnh mẽ trong năm 2017 nhờ những yếu tố sau:

- Giá cả hàng hóa đã tăng mạnh trong thời gian qua và được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì ở mức bằng giá cao do kỳ vọng giá dầu được neo ở mức 60 USD/thùng kéo theo các mức giá neo cao của hàng hóa đặc biệt là giá cao su. Trong khoảng 1 tháng qua, giá cao su thế giới neo ở mức 2300 – 2400 USD/tấn và giá cao su trong nước là khoảng 50 triệu đồng/tấn. Với giá thành sản xuất của HAG theo thông tin từ phía công ty là khoảng 35 triệu đồng/tấn, mủ cao su của HAG dự tính sẽ có lãi rất khả quan với biên lợi nhuận gộp là 30%. Theo kế hoạch thì HAG sẽ triển khai khai mủ từ 12.000 ha đến 19.000 ha trong năm 2017. Với kỳ vọng thấp (12.000 ha) và năng suất 1,5 tấn/ha thì chúng tôi kỳ vọng mủ cao su có thể đem lại doanh thu 900 tỷ và Lợi nhuận gộp 270 tỷ cho năm 2017. Trong dài hạn, với diện tích 38.000 ha và việc năng suất mủ sẽ tiến tới 2 tấn/ha thì biên lợi nhuận gộp cũng sẽ cải thiện mạnh mẽ cùng doanh thu và HAG có thể ghi nhận tới 1300 tỷ lợi nhuận gộp từ mủ cao su.

- Bên cạnh đó, mảng dầu cọ cũng sẽ trở thành trụ cột cho hoạt động của HAG. HAG hoàn thành nhà máy chế biến cọ dầu tại Campuchia năm 2016 và sẽ hoàn thành nhà máy tại Lào vào năm 2017. Đến cuối 2016, dự kiến HAG sẽ hoàn thành trồng khoảng 28.000 ha cây cọ dầu với công suất của 2 nhà máy là khoảng 450.000 tấn quả/năm. Hiện giá cọ dầu ổn định ở mức 660 USD/tấn. HAG không đưa ra các con số chính thức về chi phí trồng cọ dầu nhưng cho biết cọ dầu trồng hiệu quả hơn so với cao su do thời gian trồng ngắn. Theo tài liệu mà Wikipedia công bố, mỗi hecta cọ dầu, được thu hoạch quanh năm sẽ cho sản lượng hàng năm vào khoảng 10 tấn quả, từ đó có thể sản xuất được 3 tấn dầu cọ và 4 tấn xác khô dầu từ vỏ quả và thu được khoảng 750 kg hạt, từ đây lại có thể sản xuất ra 250 kg dầu cọ từ hạt có chất lượng cao và 500 kg bã hạt. Bã được dùng làm thức ăn cho gia súc, gia cầm. Chi phí đầu vào cho sản xuất cọ dầu bằng khoảng 2/3 so với trồng cao su trong khi HAG đồng thời có thể dùng bã hạt cho việc nuôi bò, qua đó sẽ cải thiện được hiệu quả của mảng bò. Trong trường hợp HAG, 28.000 ha ~ 280.000 tấn quả và 84.000 tấn dầu cọ/năm, cho doanh thu 55 triệu USD hay 1200 tỷ/năm cho mảng dầu cọ (từ vỏ) và 7000 tấn dầu cọ từ hạt ~ 230 tỷ/năm, tổng cộng doanh thu dự tính ~ 1450 tỷ/năm. Theo thông tin từ HAG thì chi phí trồng dầu cọ bằng ~ 2/3 chi phí trồng cao su và trên cơ sở trên chúng tôi ước tính giá vốn hiện tại cho toàn bộ diện tích cọ dầu là 1300 tỷ/năm. Giá dầu cọ phục hồi chậm hơn giá cao su nên tiềm năng của mảng này sẽ phụ thuộc nhiều vào diễn biến giá dầu cọ trong tương lai. Theo kế hoạch HAG đã từng công bố trước đây, năm 2017 HAG có thể khai thác đến 7000 ha cọ dầu và theo chúng tôi dự án này có thể cho lãi từ năm đầu tiên khai thác.

**Tái cơ cấu doanh nghiệp thành công sẽ làm giảm sức ép nợ vay, đảm bảo sức khỏe tài chính trong khi đem lại lợi nhuận bất thường cho HAG**

- Mặc dù kết quả kinh doanh 3 quý của HAG không khả quan nhưng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chính vẫn khá mạnh mẽ.
- Khả năng tái cơ cấu doanh nghiệp: Điểm trừ khiến cho giá cổ phiếu HAG đã giảm mạnh trong thời gian qua là cơ cấu tài chính rất yếu, sức ép trả lãi cao. Chúng tôi cho rằng HAG sẽ đẩy mạnh việc thoái các tài sản trong năm 2016 và 2017 để giảm nợ vay, qua đó có thể ghi nhận lợi nhuận tài chính trong khi đó giảm lãi vay và chi phí vay lãi, cụ thể:
  - ✓ HAG sẽ bán mảng đường cho Thành thành công bao gồm 6000 ha mía và nhà máy đường. Với giá bán 2200 tỷ trong khi chi phí đầu vào khoảng hơn 1500 tỷ, chúng tôi kỳ vọng HAG sẽ lãi được 600 tỷ - 700 tỷ từ thương vụ này.
  - ✓ HAG sẽ tiếp tục bán mảng thủy điện. HAG đã nhận tiền đặt cọc cho việc bán 2 dự án thủy điện với giá bán là vào khoảng 2800 tỷ trong khi giá đầu tư là 2500 tỷ, tương đương lợi nhuận 300 tỷ.
  - ✓ Bán lại một phần dự án tại Myanmar: HAG đã gặp nhiều khó khăn trong việc bán lại dự án do vấn đề thuế và đây là lý do HAG đã gặp khó khăn về dòng tiền. Với vốn đầu tư vào dự án được ghi nhận hiện tại là khoảng 4822 tỷ ( số liệu quý III/2016), chi phí đầu tư đất đai thấp (chỉ 750 USD/m<sup>2</sup>) và thời hạn sử dụng dài (70 năm), dự án này kỳ vọng sẽ đem lại khoản lãi lớn cho HAG. Dự án này hiện HAG đã hoàn thành giai đoạn 1 với 192.000 m<sup>2</sup> mặt sàn và sẽ tiếp tục triển khai dự án giai đoạn 2 với 130.000 m<sup>2</sup> mặt sàn. Hiện nay, giá căn hộ cao cấp tại Myanmar từ 2.500- 2.700 USD/m<sup>2</sup> tương đương với giá trị cho

giai đoạn I là 480 triệu USD quy đổi (Giá trị đầu tư khoảng 220 triệu USD) so với mặt bằng giá bán căn hộ cùng hạng hiện nay là 3500 USD/m<sup>2</sup> là khá cạnh tranh. Giai đoạn 2 kỳ vọng sẽ mang lại hiệu quả tương ứng do giá bất động sản cao cấp Myanmar hiện đã ở mức hợp lý so với vị trí và giá cho thuê (giá cho thuê văn phòng từ 45 uSD đến 75 USD/m<sup>2</sup> cho văn phòng hạng A). Ngay cả trong kịch bản không bán được dự án này thì HAG sẽ có dòng tiền từ bán căn hộ từ năm 2016 – 2017.

- ✓ Chúng tôi cho rằng, sau khi bán các dự án trên, HAG sẽ thu được khoảng 5000 tỷ, và tùy vào việc bán HAG land có thể thu thêm tới 10.000 tỷ, qua đó có thể đưa dư nợ về mức 11.000 đến 21.000 tỷ ( HAG cho đến hết quý III/2016 đang vay nợ hơn 26.000 tỷ đồng). Trong trường hợp HAG bán thêm 20.000 ha cao su (giá 8000-10.000 tỷ) thì thậm chí mức vay nợ có thể về 0 đ. Đây là phương án phức tạp hơn cho HAG.
- ✓ Với giá định trên, HAG có thể giảm nợ tối đa thì với mức vay nợ chỉ 11.000 tỷ và vốn chủ sở hữu 17.000 tỷ, tỷ lệ nợ/vốn CSH của HAG sẽ chỉ là 64% và nợ/VCSH là 1.1 lần là mức phù hợp. Trong trường hợp HAG không bán được HAG land thì tỷ lệ vay nợ/VCSH là 1.18 lần và tổng nợ/VCSH là 1.7 lần.

#### **Định giá**

- Định giá NAV: Xét về khía cạnh tài sản, HAG đang nắm giữ 89.000 ha có thể chuyển nhượng với giá chuyển nhượng là 366 tr ha (mía đường) , 400 tr – 500 tr ha (cao su) với diện tích trồng 38.000 ha, 28.000 ha trồng cọ dầu, còn lại là các diện tích nuôi bò, bắp. Ước tính sơ lược từ giá trị chuyển nhượng theo các công bố của công ty, chúng tôi đánh giá khối tài sản này có giá trị 49.000 tỷ (giá trị ghi sổ 30.346 tỷ), sau khi chiết khấu 30% cho thanh khoản thì giá trị đánh giá NAV là 35.600 tỷ. Sau khi loại trừ đi phần lớn các khoản đầu tư khác và khoản phải thu cho công ty An Phú và liên quan (11.000 tỷ) và chiết khấu 30% cho tài sản của HAG như trên và trừ đi 34,000 tỷ vay nợ thì giá trị vốn chủ sở hữu của HAG là 11.354 tỷ. Sau khi tiếp tục trừ đi phần của cổ đông không kiểm soát thì chúng tôi cho rằng giá trị ròng cho một cổ phiếu HAG tính theo kịch bản nói trên là 9.500 đ/ cổ phiếu.
- Chúng tôi cho rằng với mặt bằng giá hàng hóa cơ bản đang có lợi cho HAG, nếu kế hoạch bán tài sản được thông qua và sức ép nợ ngắn hạn qua đi, HAG sẽ có khả năng sẽ hồi phục trong trung hạn khi giá cổ phiếu đang có chiết khấu khá sâu so với ước tính NAV trên của chúng tôi. Nhà đầu tư trung dài hạn tin tưởng vào khả năng hồi phục của công ty có thể bắt đầu **Mua cổ phiếu ở mặt bằng giá hiện tại.**

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2015 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

### **CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

#### **MBS tự hào được nhìn nhận là:**

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

#### **MBS HỘI SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)