

## CTCP Hoàng Anh Gia Lai

(HOSE: HAG)

## Hồi sinh

**Mua**  
(Bảo cáo lần đầu)Giá mục tiêu:  
**VND 12,300**  
(Upside +29.2%)

CTCP Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam

## Khuyến nghị và định giá

- Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu cho cổ phiếu HAG với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 12,300 đồng. Giá mục tiêu được xác định bằng phương pháp P/E với hệ số 11.2x (trung bình ngành) áp dụng trên EPS dự phóng pha loãng trung bình của năm 2022/23.

## 5T2022 – KQKD tốt hơn dự kiến

- HAG báo lãi sau thuế ước tính 431 tỷ đồng trong 5T2022 nhờ xuất khẩu 65,000 chuối và tiêu thụ khoảng 6,000 tấn thịt lợn. Biên lợi nhuận gộp của mảng chuối ước tính 47,5% và của mảng lợn thịt ước tính vượt 32%. Đây là biên lợi nhuận rất cao trong bối cảnh giá thức ăn chăn nuôi tăng mạnh do chiến tranh Nga – Ukraina và giá thịt lợn trong nước đi xuống trong nửa đầu năm 2022.
- KQKD 5T2022 của HAG tốt hơn dự kiến do Trung Quốc đẩy mạnh mua chuối Việt Nam khi buộc phải giảm nhập khẩu chuối từ Phillipine và Ecuador trong bối cảnh giá vận chuyển đường biển tăng và cảng Thượng Hải phải đóng cửa do chính sách Zero-covid. Bên cạnh đó, hiệp định RCEP cũng là một xúc tác đặc biệt giúp trái cây xuất khẩu chính ngạch từ Việt Nam vào Trung Quốc tăng trưởng trong dài hạn. Không chỉ vậy, việc sử dụng chuối thải, loại (chiếm 40% tổng sản lượng chuối) để nuôi lợn cũng giúp HAG giữ được biên lợi nhuận cao trong khi các doanh nghiệp chăn nuôi cùng ngành đang rất khó khăn.

## Dự phóng 2022 lãi đậm

- Doanh thu hợp nhất 2022 của HAG dự phóng tăng 101.9% lên 4,234 tỷ đồng và lợi nhuận ròng hợp nhất tăng 355% lên 924 tỷ đồng.
- Cơ sở của tăng trưởng doanh thu là sản lượng chuối thương phẩm tiêu thụ đạt 170,000 tấn (nhờ diện tích khai thác trung bình đạt 5,700ha) và sản lượng lợn thịt đạt 18,650 tấn (nhờ thị phần tăng mạnh khi các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ buộc phải ngừng nuôi lợn do chi phí quá cao).
- Biên lợi nhuận gộp 2022 dự phóng tăng mạnh 14,2 điểm phần trăm so CK nhờ giá chuối dự phóng tăng 12% so CK đồng thời tỉ trọng doanh thu chuối trong doanh thu hợp nhất tăng từ 45% lên 58%. Bên cạnh đó, lỗ tài chính cũng dự phóng giảm 58 tỷ đồng trên cơ sở giả định đợt phát hành riêng lẻ 162 triệu cổ phiếu trong nửa sau 2022 sẽ thành công.
- Chúng tôi kỳ vọng HAG tiếp tục đạt tăng trưởng lợi nhuận ròng ở mức 59% và 21% trong giai đoạn 2023-2024 nhờ sản lượng trái cây, lợn thịt tiếp tục tăng trưởng cao ở mở rộng thị phần ở Trung Quốc và Việt Nam.

## Dữ liệu quan trọng



## Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	9.2	-27.9	71.5
Tương đối	15.6	-7.2	86.1

Giá hiện tại (04/07/2022, VND)	9.520	Vốn hóa (Tỷ đồng)	8,829
Lợi nhuận ròng (22F, Tỷ đồng)	924	Số CP lưu hành (Triệu CP)	927
Tăng trưởng EPS (22F, %)	355	Tỉ lệ lưu hành tự do (%)	64.4
P/E cơ bản hiện tại (TTM, x)	16.8	Tỉ lệ SH nước ngoài (%)	0.9
P/E cơ bản forward 2022 (x)	9.6	Hệ số Beta (12M)	1.2
P/E thị trường hiện tại (x)	12.8	Thấp nhất 52 tuần (VND)	4,560
		Cao nhất 52 tuần (VND)	16,200

## Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính (31/12)	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần (Tỷ đồng)	2,097	4,234	5,448	6,161
Lợi nhuận từ HĐKD (Tỷ đồng)	552	1,370	1,821	2,162
TT LN từ HĐKD (so CK)	-127.6%	148.2%	32.9%	18.7%
LN ròng (Tỷ đồng)	203	924	1,474	1,785
TT LN Ròng (So CK)	-116.2%	355.0%	59.5%	21.1%
EPS Pha Loãng (Đồng)	186	848	1,353	1,638
Tăng trưởng EPS pha loãng (So CK)	-116.2%	355.0%	59.5%	21.1%
ROE%	2.8%	13.6%	17.9%	17.9%
ROA%	0.7%	4.7%	6.8%	7.9%
Cổ tức tiền mặt/mệnh giá (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Ghi chú: EPS pha loãng đã loại trừ quỹ khen thưởng phúc lợi  
 Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

**5T2022 – HỒI SINH NHỜ TRÁI CHUỐI VÀ CON HEO****Mục tiêu LNST 2022 tăng 10 lần so CK ... đã hoàn thành gần 40% sau 5 tháng**

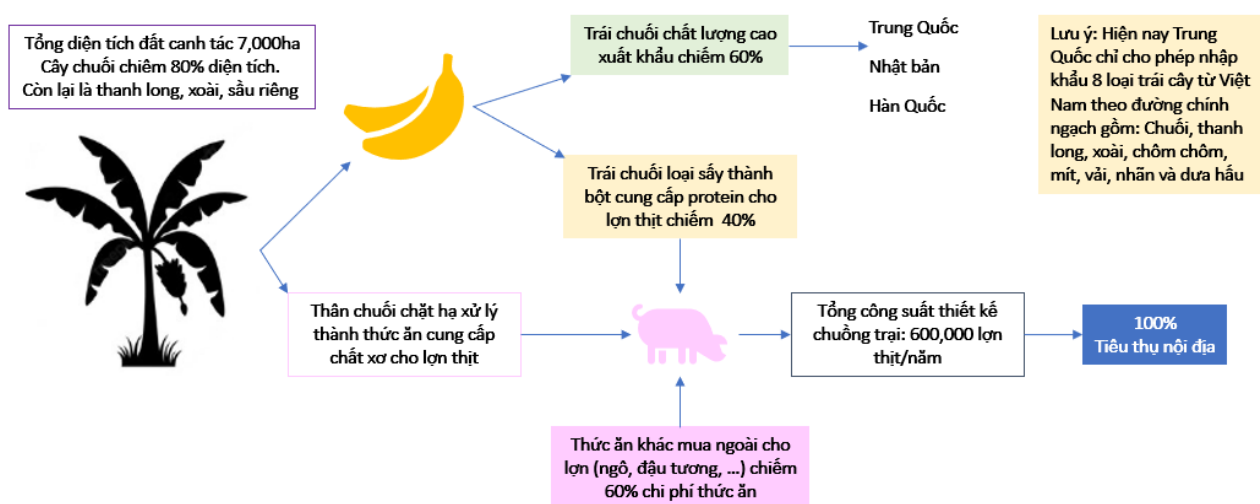
Sau cả thập kỷ chìm trong khó khăn và gánh nặng tài chính, tập đoàn Hoàng Anh Gia Lai (HAG) đã chính thức thoái vốn khỏi HNG kể từ cuối năm 2021. Nhờ quyết định này, HAG đã ghi nhận lợi nhuận dương trở lại (128 tỷ đồng) trong năm 2021 sau khi lỗ 2,383 tỷ trong năm trước đó.

Kể từ năm 2022, HAG chỉ còn 3 mảng kinh doanh bao gồm cây ăn trái (7,000ha chủ yếu trồng chuối), chăn nuôi lợn thịt (công suất tối đa 600,000 con/năm) và thương mại vật tư trồng trọt, chăn nuôi. Trong đó, mảng thương mại vật tư trồng trọt, chăn nuôi chủ yếu phục vụ nhu cầu nội bộ hoặc hỗ trợ cho các hộ trồng trọt, chăn nuôi theo hợp đồng bao tiêu với HAG. Năm 2022, HAG đặt mục tiêu LNST tăng gần 10 lần lên 1,120 tỷ đồng.

**Hình 1. Năng lực sản xuất của HAG năm 2022 sau khi tái cấu trúc**

		2021	2022P
<b>Trồng trọt</b>	Tổng diện tích canh tác (hécta)	5,000	7,000
	Năng suất cực đại (tấn/hécta/năm)	50	50
	Sản lượng cực đại (tấn/năm)	250,000	350,000
	Sản lượng thương phẩm cực đại (tấn/năm)	215,000	302,000
<b>Chăn nuôi</b>	Tổng quy mô lợn thịt cực đại (con/năm)	400,000	600,000
	Tổng sản lượng lợn hơi cực đại (tấn/năm)	N/a	60,000
<b>Kết quả kinh doanh</b>	Doanh thu thuần	2,097	4,820
	Lợi nhuận sau thuế	128	1,120

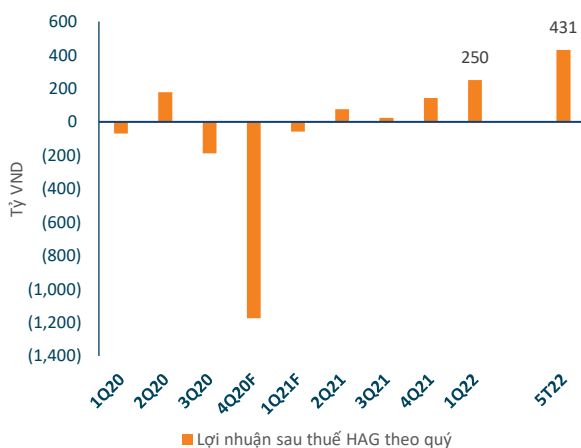
Nguồn: HAG, Mirae Asset Research ước tính

**Hình 1. Mô hình kinh doanh lấy cây ăn quả làm trung tâm của HAG năm 2022**

Nguồn: HAG

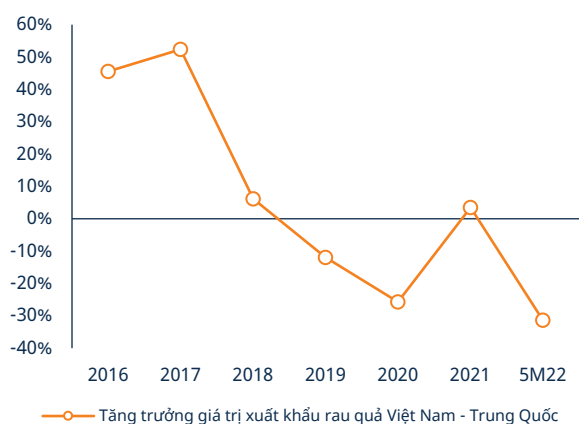
HAG bất ngờ công bố lãi sau thuế dự kiến 5T2022 là 431 tỷ đồng sau khi đạt mức lợi nhuận khá cao 250 tỷ đồng trong Q1/2022. Như vậy, sau 5 tháng HAG đã hoàn thành 39% kế hoạch lợi nhuận sau thuế của cả năm 2022. Đây là mức lãi ấn tượng trong điều kiện hoạt động chăn nuôi và trồng trọt tại Việt Nam đang trải qua giai đoạn rất khó khăn khi giá thức ăn chăn nuôi tăng cao do tác động của chiến tranh Nga – Ukraina và việc Trung Quốc (nhà nhập khẩu hoa quả lớn nhất của Việt Nam) hạn chế hàng hóa các cửa khẩu do Covid-19. Đáng chú ý hơn cả là biên lợi nhuận gộp của hai mảng kinh doanh chính là trái cây và chăn nuôi đều đạt kết quả rất cao (47.8% với trái cây và 32.8% với hoạt động chăn nuôi). Theo chúng tôi, lợi nhuận khả quan của HAG trong năm 2022 là kết quả của mô hình kinh doanh mới sau khi tái cấu trúc. Theo công bố của HAG thì doanh nghiệp tiêu thụ được 65,000 tấn chuối và 6,200 tấn thịt lợn trong 5T2022.

**Hình 3. Lợi nhuận sau thuế HAG liên tục tăng sau quá trình tái cấu trúc vốn...**



Nguồn: HAG

**Hình 4. ... Trong lúc xuất khẩu hoa quả Việt Nam tới Trung Quốc đang gặp khó khăn do Covid-19**



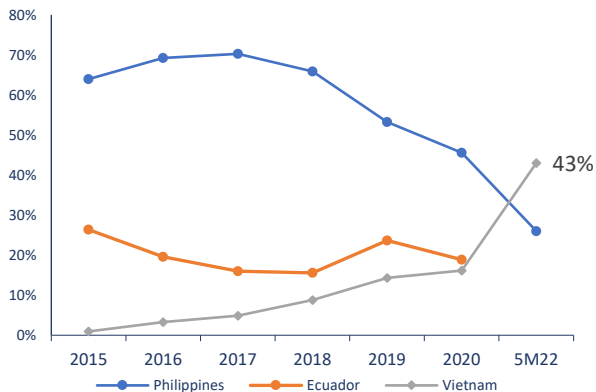
Nguồn: Tổng cục thống kê

### HAG hưởng lợi trực tiếp từ chính sách Zero-Covid của Trung Quốc và hiệp định RCEP

Thị phần chuối Việt Nam tại Trung Quốc tăng nhanh từ 2017 khi RCEP dần có hiệu lực. Trước 2017, 85-90% chuối nhập khẩu vào Trung Quốc chủ yếu nằm trong tay 2 quốc gia Phillipine và Ecuador. Tuy nhiên trong giai đoạn 2017-2020, Việt Nam nhanh chóng vươn lên trở thành nhà cung cấp lớn chuối thứ 3 tại Trung Quốc với thị phần 16% vào cuối năm 2020. Đây là kết quả của hiệp định RCEP, trong đó có 8 loại hoa quả (bao gồm chuối) được nhập khẩu vào Trung Quốc theo đường chính ngạch.

Cùng lúc đó, Trung Quốc cũng hạn chế tối đa việc nhập khẩu theo đường tiểu ngạch với các sản phẩm này. Một bộ phận không nhỏ nông hộ tại Phillipines và Ecuador không thể đáp ứng điều kiện xuất khẩu chuối chính ngạch (tiêu chuẩn chất lượng, truy suất nguồn gốc) dẫn đến thị phần của hai nước này giảm dần. Ngược lại, một số doanh nghiệp Việt Nam triển khai canh tác chuối quy mô công nghiệp trong những năm gần đây đã tận dụng tốt cơ hội này, trong đó có HAG. Theo tuyên bố của HAG, toàn bộ chuối của HAG đều được đủ tiêu chuẩn xuất khẩu chính ngạch và HAG chỉ xuất khẩu chính ngạch.

Thượng Hải phong tỏa giúp thị phần chuối Việt Nam tại Trung Quốc 2022 tăng đột biến. Theo thông tin của Hiệp hội rau quả, trong 5 tháng đầu năm 2022, thị phần chuối nhập khẩu tại Trung Quốc đã có sự thay đổi lớn khi Việt Nam vươn lên trở thành nhà xuất khẩu lớn nhất với 740 nghìn tấn tăng 10% so cùng kỳ, chiếm 43%, còn Phillipine chỉ còn 22%. Nguyên nhân sự tăng đột biến thị phần này là do chuối cung ứng chuối Phillipine vào Trung Quốc bị gián đoạn do cảng Thượng Hải bị phong tỏa liên tục theo chính sách Zero-Covid. Chúng tôi tin rằng chính sách này sẽ tiếp tục làm giảm nguồn cung chuối Phillipine vào Trung Quốc trong 6 tháng cuối năm 2022 tạo cơ hội lớn cho sản phẩm chuối của Việt Nam.

**Hình 5. Thị phần chuối xuất khẩu Việt Nam tại Trung Quốc tăng dần sau 2017 và tăng đột biến năm 2022**

Nguồn: HAG

**Hình 6. Trung quốc dựng hàng rào biên giới trên bộ và hạn chế giao dịch tiểu ngạch theo RCEP**

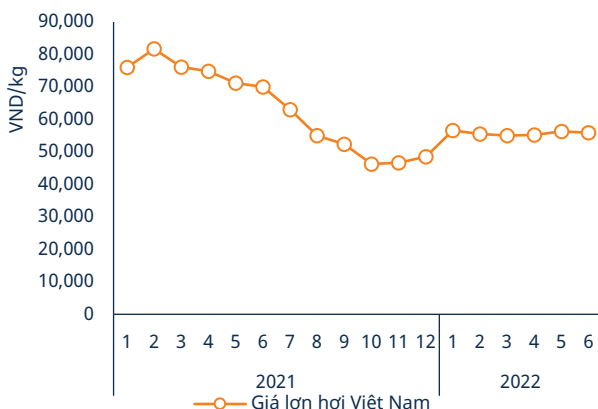
Nguồn: Tổng cục thống kê

### Giá thịt lợn trong nước tăng trước áp lực lạm phát và chi phí đầu vào. Mô hình Chuối – Lợn trở thành điểm sáng trong đêm đen

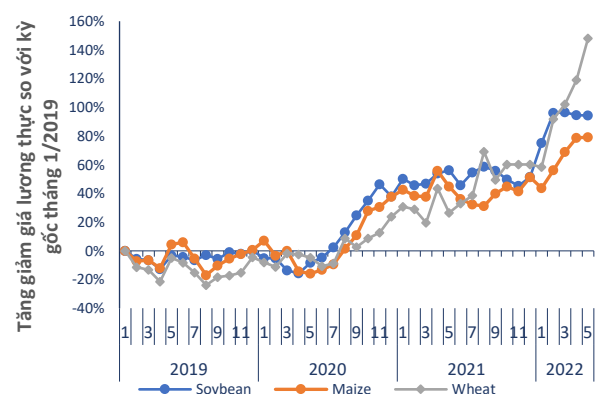
*Doanh nghiệp tận dụng chuối làm thức ăn cho lợn.* Thức ăn là thành phần chiếm tỷ trọng 60% tổng chi phí chăn nuôi lợn. Thân cây chuối là loại thức ăn được người Việt Nam sử dụng để nuôi lợn từ lâu đời. Tuy nhiên khoảng 20 năm trở lại đây loại thức ăn này không được sử dụng trong chăn nuôi ở quy mô công nghiệp do hệ số chuyển đổi thức ăn thấp. Cắm công nghiệp thay vào đó được sử dụng rộng rãi trong chăn nuôi nhờ hệ số chuyển đổi cao và được cung cấp trên quy mô lớn.

Năm 2021 và 2022 giá lương thực thế giới tăng mạnh, đặc biệt là bột mì, ngô và đậu tương khiến giá thức ăn chăn nuôi theo đó tăng phi mã. Điều này khiến lợi nhuận của các doanh nghiệp chăn nuôi ở Việt Nam sụt giảm mạnh, còn các hộ chăn nuôi nhỏ không chủ động được nguồn thức ăn và con giống thì đang lỗ.

Tuy nhiên, HAG chỉ chịu sức ép nhỏ trong vấn đề này nhờ tận dụng được thức ăn từ thân cây chuối (bổ sung chất xơ) và trái chuối loại (nguồn protein). Theo ước tính của chúng tôi, tỷ lệ chuối loại không đủ điều kiện xuất khẩu chiếm khoảng 16% tổng sản lượng chuối của HAG. Nguồn thức ăn này giúp HAG tiết kiệm được khoảng 40% chi phí thức ăn cho lợn. Nhờ vậy, HAG có biên lợi nhuận gộp của mảng chăn nuôi ở mức trên 30% trong Q1/2022 mặc dù giá thịt lợn giảm mạnh so với cùng kỳ. Với đặc điểm này, khi giá thịt lợn trong nước tăng trước sức ép lạm phát và giá thức ăn chăn nuôi cao thì HAG sẽ là doanh nghiệp có biên lợi nhuận gộp tăng cao nhất trong ngành.

**Hình 7. Giá thịt lợn tháng 6/2022 vẫn duy trì ở mức thấp hơn 20% so với cùng kỳ**

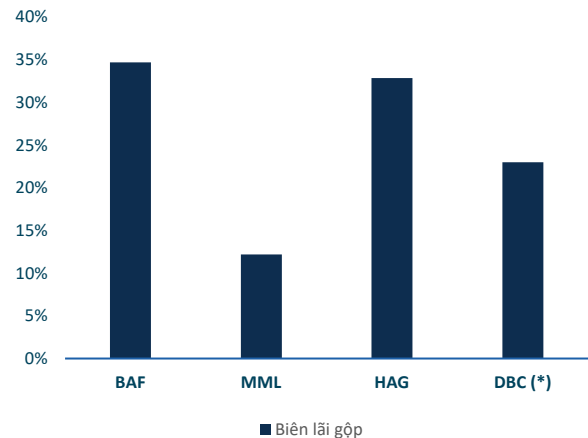
Nguồn: HAG

**Hình 8. Giá thức ăn chăn nuôi tăng phi mã do ảnh hưởng của Covid và chiến tranh**

Nguồn: Tổng cục thống kê

**Hình 9. Biên lợi nhuận gộp măng chần nuôi của HAG cải thiện bất chấp các điều kiện bất lợi của giá thịt lợn**

Nguồn: HAG

**Hình 10. Tương quan biên lợi nhuận gộp HAG so với các doanh nghiệp cùng lĩnh vực**

Nguồn: Doanh nghiệp, Mirae Asset Securities

Lưu ý: Số liệu của BAF, MML, HAG cập nhật Q1/2022. Số liệu của DBC do Mirae Asset Securities ước tính

## DỰ PHÓNG LÃI LỚN NĂM 2022

### Doanh thu 2022 dự phóng đạt 4,234 tỷ đồng, tăng 101,9% so CK

Tăng trưởng doanh thu trái cây dự kiến đạt 151.6% so CK nhờ sản lượng tiêu thụ và giá bán đều tăng. Năm 2022, HAG đã mở rộng diện tích trồng cây ăn trái từ 5,000 lên 7,000ha. Tuy nhiên do đặc tính sinh trưởng của cây chuối cần 12-14 tháng từ khi trồng đến khi thu hoạch nên hiện tại chỉ có khoảng 5,000ha đã cho quả và có thể khai thác. Chúng tôi ước tính trong nửa sau 2022 thì tổng diện tích khai thác của HAG sẽ tăng lên 5,700ha dẫn đến sản lượng chuối thương phẩm cả năm ước tính khoảng 283.000 tấn. Bên cạnh đó, do cuối năm thường là giai đoạn chuối có giá cao hơn đầu năm và nhu cầu cao đến từ Trung Quốc dẫn đến việc giá chuối tiêu thụ trung bình của HAG cả năm ước đạt 14,800 đồng/kg (cao hơn 12% so với hiện tại). Dựa trên các yếu tố trên, dự phóng doanh thu từ chuối của HAG năm 2022 đạt 2,526 tỷ đồng, tăng 151.6% so CK.

Doanh thu thịt lợn khả năng sẽ tăng mạnh nhờ tăng thị phần. Theo khảo sát của chúng tôi thì ở thời điểm tháng 6/2022 các hộ chăn nuôi lợn nhỏ lẻ không tự chủ được con giống tại Việt Nam đang chịu lỗ khoảng 3,000VND/kg thịt lợn với giá thức ăn chăn nuôi như hiện tại. Điều này dẫn đến hệ quả là các hộ này sẽ không thể tiếp tục tái đàn trong nửa sau 2022. Ngược lại HAG vẫn đang có lãi tốt nhờ tận dụng chuối thải, loại để làm thức ăn chăn nuôi nên thị phần của HAG sẽ nhanh chóng tăng trong nửa cuối năm 2022. Chúng tôi tin rằng HAG có thể tiêu thụ 18,600 tấn thịt lợn cho cả năm 2022 (gấp 3 lần so với tiêu thụ thực tế 5T2022) nhờ thị phần tăng. Doanh thu cả năm của mảng chăn nuôi ước tính đạt 1,076 tỷ đồng, tăng 92% so CK.

### Biên lợi nhuận gộp dự phóng 2022 cải thiện 13.3 điểm phần trăm nhờ măng trái cây

Biên lợi nhuận gộp măng chuối tăng mạnh. Q4/2021, biên lợi nhuận gộp măng chuối của HAG chỉ đạt 37.4%. Tuy nhiên con số này đã tăng mạnh trong Q1/2022 lên 47.8% nhờ giá chuối xuất khẩu tăng. Chúng tôi tin rằng biên lợi nhuận gộp 47.8% sẽ tiếp tục được duy trì trong cả năm 2022 nhờ nhu cầu nhập khẩu của Trung Quốc vẫn cao khi áp dụng chính sách zero-covid. Không chỉ thế, nhờ tỷ trọng doanh thu của mảng trái cây năm 2022 dự phóng tăng lên 58% trên tổng doanh thu so với mức 48% cùng kỳ cũng giúp biên lợi nhuận gộp hợp nhất của HAG cải thiện mạnh.

Măng chần nuôi được kỳ vọng duy trì biên lợi nhuận 34.4% cho cả năm 2022. Với diễn biến giá thức ăn chăn nuôi cũng như giá thịt lợn trong nước những tháng gần đây, chúng tôi tin rằng giá các mặt hàng này sẽ tăng trong nửa sau 2022 do áp lực của thức ăn chăn nuôi và nguồn cung thu hẹp. Trên cơ sở này, chúng tôi kỳ vọng hoạt động chăn nuôi của HAG sẽ giữ được biên lợi nhuận ổn định 34.4% cho cả năm, đóng góp 370 tỷ lợi nhuận gộp vào kết quả hợp nhất của tập đoàn.

### Chi phí tài chính dự phóng giảm nhờ phát hành cổ phiếu riêng lẻ

Đại hội cổ đông thường niên 2022 của HAG đã thông qua kế hoạch phát hành riêng lẻ 161.9 triệu cổ phiếu với tổng giá trị 1,700 tỷ đồng cho 9 nhà đầu tư. Khoản tiền thu được sẽ sử dụng để trả nợ gốc trái phiếu đến hạn trong năm 2022 (500 tỷ đồng) và phần còn lại được sử dụng để bổ sung vốn lưu động cho tập đoàn. Chúng tôi ước tính khoản vốn này nếu được huy động thành công sẽ giúp HAG giảm 58 tỷ lỗ tài chính so với cùng kỳ 2021.

### Lợi nhuận ròng 2022 dự phóng tăng 355.0% so cùng kỳ

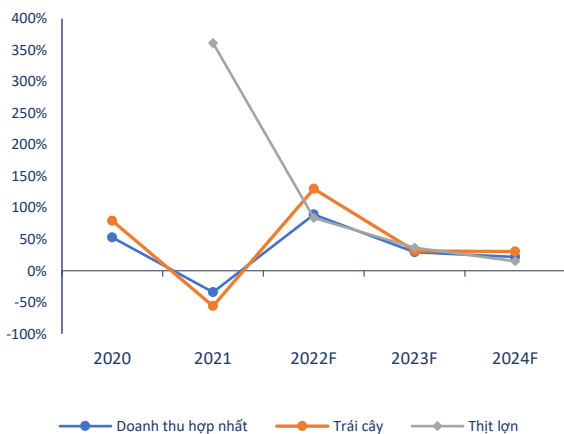
Trên cơ sở giả định HAG sẽ thực hiện thành công đợt phát hành riêng lẻ trong nửa sau năm 2022 và dự phóng một cách thận trọng nhất, chúng tôi tin rằng HAG năm 2022 sẽ đạt lợi nhuận sau thuế 924 tỷ đồng, tăng 355% so cùng kỳ nhờ các yếu tố thuận lợi như đã trình bày ở trên. EPS 2022 dự phóng (với giả định đợt phát hành riêng lẻ thành công) đạt 848 đồng/CP.

Hình 10. Dự phóng LNST của HAG tăng trưởng tốt trong giai đoạn 2022-24

	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Doanh thu hợp nhất</b>	<b>2,097</b>	<b>4,234</b>	<b>5,448</b>	<b>6,161</b>
Trái cây	1,004	2,526	3,280	3,777
Thịt lợn	558	1,076	1,468	1,689
Khác	317	632	700	696
<b>LNG hợp nhất</b>	<b>507</b>	<b>1,624</b>	<b>2,148</b>	<b>2,532</b>
Trái cây	419	1,206	1,566	1,804
Thịt lợn	192	370	529	675
Khác	24	48	53	53
<b>Lỗ tài chính</b>	<b>(355)</b>	<b>(297)</b>	<b>(186)</b>	<b>(180)</b>
<b>LN ròng</b>	<b>203</b>	<b>924</b>	<b>1,474</b>	<b>1,785</b>
<b>EPS</b>	<b>186</b>	<b>848</b>	<b>1,353</b>	<b>1,638</b>

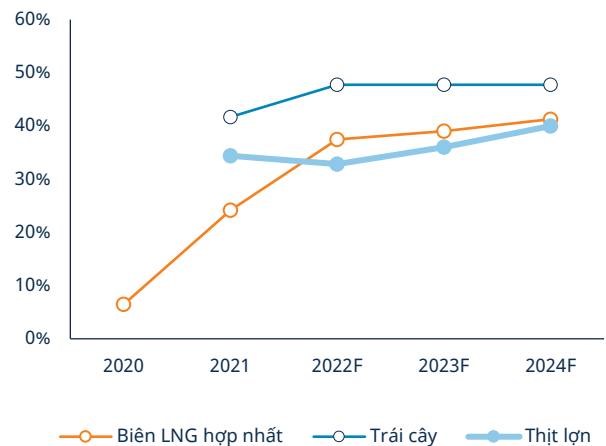
Nguồn: HAG, Mirae Asset Research ước tính

Hình 11. Doanh thu dự phóng tiếp tục tăng mạnh trong giai đoạn 2022-24



Nguồn: HAG, Mirae Asset Research

Hình 12. Biên LNG dự phóng tăng tốt trong giai đoạn 2022-24



Nguồn: HAG, Mirae Asset Research

### Khuyến nghị và định giá

Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu với cổ phiếu HAG với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 12,300 đồng. Cổ phiếu được định giá bằng phương pháp P/E với hệ số 11.2x áp dụng trên EPS dự phóng trung bình giai đoạn 2022/23. Trong đó, hệ số mục tiêu được chiết khấu 10% so với trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành trồng trọt, chăn nuôi do HAG có hệ số nợ/vốn lớn hơn.

HAG đã trải qua một thập kỷ khó khăn khi chuyển đổi qua lĩnh vực nông nghiệp. Chúng tôi cho rằng những kinh nghiệm trong thời gian này đã giúp HAG tạo ra được mô hình kinh doanh kết hợp giữa trồng trọt – chăn nuôi hiệu quả cao để phát triển trong thời gian tới. Chúng tôi cho rằng HAG sẽ đạt được tăng trưởng trong dài hạn và sớm lấy lại được vị thế tài chính ổn định trong 3-5 năm tới.

Hình 13. Mô hình định giá theo P/E

Lợi nhuận ròng dự phóng 2022	Tỷ VND	924
Lợi nhuận ròng dự phóng 2023	Tỷ VND	1,474
<b>LNR trung bình</b>	<b>Tỷ VND</b>	<b>1,199</b>
Số cổ phiếu lưu hành bình quân	Triệu CP	1,089
<b>EPS trung bình</b>	<b>VND/CP</b>	<b>1,100</b>
<b>Hệ số P/E mục tiêu</b>	<b>Lần</b>	<b>11.2</b>
<b>Giá trị hợp lý của cổ phiếu</b>	<b>VND</b>	<b>12,300</b>

Nguồn: HAG, Mirae Asset Research ước tính

Hình 14. So sánh HAG và các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành chăn nuôi – trồng trọt

		Market capital (Tỷ VND)	EPS TTM (VND)	BVPS TTM (VND)	ROE TTM (%)	ROA TTM (%)	Nợ/VCSH (x)
<b>MML</b>	Masan MEATLife	21,499	4,515	17,721	20.12%	9.61%	0.80
<b>VHC</b>	Vinh Hoan Corp.	16,504	8,341	34,515	25.81%	17.30%	0.43
<b>HAG</b>	HAGL Corporation	7,493	531	4,967	10.05%	2.68%	1.82
<b>IDI</b>	I.D.I International Development & Investment	4,940	1,389	14,010	10.05%	4.17%	1.18
<b>DBC</b>	DABACO	4,404	1,955	19,378	10.03%	4.37%	0.80
<b>BAF</b>	BAF Vietnam Agriculture	4,392	2,574	10,083	N/a	N/a	N/a
<b>FMC</b>	Sao Ta Foods	4,061	4,587	27,320	15.94%	10.36%	0.29
<b>VSN</b>	VISSAN	2,031	1,815	15,290	12.28%	6.89%	0.24
<b>CMX</b>	CAMIMEX Group	1,562	1,238	12,118	7.31%	3.54%	0.64

Nguồn: HAG, Mirae Asset Research



BC Kết quả kinh doanh (Tóm tắt)

VND tỷ	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	2,097	4,234	5,448	6,161
Giá vốn hàng bán	(1,590)	(2,610)	(3,300)	(3,629)
Lợi nhuận gộp	507	1,624	2,148	2,532
Chi phí bán hàng và QLDN	45	(254)	(327)	(370)
Lợi nhuận hoạt động	552	1,370	1,821	2,162
Lợi nhuận ngoài HĐKD chính	(683)	(336)	(171)	(164)
Lợi nhuận trước thuế	(131)	1,034	1,650	1,998
Thuế TNDN	258	(79)	(126)	(152)
Lợi nhuận sau thuế	128	956	1,525	1,846
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	203	924	1,474	1,785
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	(75)	32	51	62

Bảng cân đối kế toán (Tóm tắt)

VND tỷ	2021	2022F	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	7,052	7,672	8,521	9,564
Tiền	78	469	839	1,436
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0
Phải thu ngắn hạn	6,536	6,686	6,807	6,928
Tồn kho	410	490	560	630
Khác	28	28	315	570
Tài sản dài hạn	11,388	12,692	13,745	13,916
Đầu tư liên kết liên doanh	1,779	986	986	986
Tài sản cố định hữu hình	6,367	7,555	8,458	9,411
Tài sản dài hạn khác	3,242	4,150	4,301	3,519
Tổng tài sản	18,440	20,364	22,266	23,479
Nợ ngắn hạn	6,755	7,255	7,908	8,128
Phải trả ngắn hạn	3,977	3,877	3,757	3,637
Vay nợ ngắn hạn	2,510	3,132	3,960	4,355
Nợ ngắn hạn khác	268	246	191	136
Nợ dài hạn	7,013	5,889	5,661	4,866
Nợ vay dài hạn	5,777	4,654	4,426	3,631
Nợ dài hạn khác	1,236	1,235	1,235	1,235
Tổng nợ (1)	13,767	13,144	13,569	12,994
Tổng vốn chủ sở hữu (2)	4,487	7,030	8,503	10,288
Vốn cổ phần	9,275	10,894	10,894	10,894
Quỹ khác	-4,788	-3,864	-2,390	-605
Lợi ích của cổ đông thiểu số (3)	187	190	193	197
Tổng nguồn vốn (4)	18,440	20,364	22,266	23,479

Lưu ý: (4) = (1) + (2) + (3)

BC lưu chuyển tiền tệ (Tóm tắt)

VND tỷ	2021	2022F	2023F	2024F
Lợi nhuận trước thuế	-131	1,034	1,650	1,998
Khấu hao và phân bổ	972	875	586	480
Điều chỉnh khác	(472)	336	171	164
LC tiền từ HĐKD trước TĐ vốn LĐ	268	1,723	2,224	2,615
Tăng/giảm tài sản ngắn hạn không phải tiền mặt	(869)	(230)	(191)	(191)
Tăng giảm nợ ngắn hạn không phải nợ vay	29	(122)	(175)	(175)
Tăng giảm khác	(68)	(953)	(711)	(632)
LC tiền từ HĐ Kinh doanh	(640)	418	1,146	1,617
Mua sắm tài sản cố định	(988)	(835)	(500)	(500)
Tăng giảm đầu tư dài hạn	3,224	793	-	-
Tăng giảm tài sản dài hạn khác	(947)	(1,104)	(876)	(120)
LC Tiền từ HĐ Đầu tư	1,289	(1,146)	(1,376)	(620)
Phát hành cổ phiếu (*)	0	1,619	-	0
Mua lại cổ phiếu	-	-	-	-
Tăng/giảm dư nợ	(667)	(500)	600	(400)
Chi trả cổ tức và tăng giảm khác	-	-	-	-
LC tiền từ HĐ tài chính	(667)	1,119	600	(400)
LC tiền thuần trong năm	(19)	390	370	597
Số dư đầu năm	97	78	469	839
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	-	-	-	-
Số dư cuối năm	78	469	839	1,436

Các chỉ số chính

	2021	2022F	2023F	2024F
EPS pha loãng (VND)	186	848	1,353	1,638
Giá trị sổ sách/CP	4,838	6,453	7,806	9,444
Nợ vay/CP	8,934	7,148	7,698	7,331
Tăng trưởng doanh thu	-34.0%	101.9%	28.7%	13.1%
Tăng trưởng EBITDA (%)	-237.2%	21.2%	29.1%	17.6%
Tăng trưởng LN hoạt động (%)	-127.6%	148.2%	32.9%	18.7%
Tăng trưởng EPS (%)	-116.2%	355.0%	59.5%	21.1%
Vòng quay phải thu (x)	0.3	0.6	0.8	0.9
Vòng quay tồn kho (x)	3.9	5.3	5.9	5.8
Vòng quay phải trả (x)	0.5	1.1	1.5	1.7
ROA (%)	0.7%	4.7%	6.8%	7.9%
ROE (%)	2.8%	13.6%	17.9%	17.9%

Source: Company report, Mirae Asset Vietnam Research



# Appendix 1

## Important disclosures and disclaimers

### Two-year rating and TP history

Company	Date	Rating	TP (VND)
Hoang Anh Gia Lai Group	07/04/2022	BUY	12,300



### Stock ratings

Buy	Expected 12-month performance: +20% or greater
Trading Buy	Expected 12-month performance: +10% to +20%
Hold	Expected 12-month performance: -10% to +10%
Sell	Expected 12-month performance: -10% or worse

### Sector ratings

Overweight	Expected to outperform the market over 12 months
Neutral	Expected to perform in line with the market over 12 months
Underweight	Expected to underperform the market over 12 months

Rating and TP history: Share price (—), TP (—), Not Rated (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆)

\* Our investment rating is a guide to the expected return of the stock over the next 12 months.

\* Outside of the official ratings of Mirae Asset Co., Ltd., analysts may call trading opportunities should technical or short-term material developments arise.

\* The TP was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on estimates of future earnings.

\* TP achievement may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

### Analyst certification

The research analysts who prepared this report (the “Analysts”) are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC (MAS) policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst’s area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

### Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations. No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

### Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: Mirae Asset is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

All other jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

## Mirae Asset Securities International Network

<b>Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)</b> One-Asia Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea  Tel: 82-2-3774-2124	<b>Mirae Asset Securities (HK) Ltd.</b> Units 8501, 8507-8508, 85/F International Commerce Centre 1 Austin Road West Kowloon Hong Kong Tel: 852-2845-6332	<b>Mirae Asset Securities (UK) Ltd.</b> 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom  Tel: 44-20-7982-8000
<b>Mirae Asset Securities (USA) Inc.</b>  810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA  Tel: 1-212-407-1000	<b>Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.</b>  555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA  Tel: 1-213-262-3807	<b>Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM</b> Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia Sao Paulo - SP 04551-060 Brazil Tel: 55-11-2789-2100
<b>PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia</b> Equity Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190 Indonesia Tel: 62-21-515-3281	<b>Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.</b> 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore  Tel: 65-6671-9845	<b>Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC</b> 7F, Le Meridien Building 3C Ton Duc Thang St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam  Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)
<b>Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC</b>  #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia  Tel: 976-7011-0806	<b>Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd</b> 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China  Tel: 86-10-6567-9699	<b>Beijing Representative Office</b>  2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China  Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
<b>Shanghai Representative Office</b> 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China  Tel: 86-21-5013-6392	<b>Ho Chi Minh Representative Office</b> 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam  Tel: 84-8-3910-7715	<b>Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited</b> Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098 India  Tel: 91-22-62661336