

CTCP Nông nghiệp Quốc tế Hoàng Anh Gia Lai (HSX: HNG)

Báo cáo cập nhật

10/11/2017

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (đồng)	19.243
Tiềm năng tăng giá	129,0%
Cổ tức tiền mặt	0
Suất sinh lợi cổ tức	
Cổ tức cổ phiếu	

Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (đồng)	8.400
Số lượng CP lưu hành (Triệu cp)	767.143.895
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	7.333
% sở hữu nước ngoài	
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%

Biểu đồ giá



Liên hệ

Phí Quốc Tuấn

Chuyên viên phân tích cao cấp

E: tuan.phiquoc@mbs.com.vn

T: +84 943 069 690

Bước ngoặt từ Trái Cây

- Quy mô trồng trái cây nhiệt đới lớn hướng tới xuất khẩu.
- Bước ngoặt năm 2018 khi các loại trái cây chính đi vào thu hoạch sẽ đem về lợi nhuận lớn cho HNG.
- Hành động:** Khuyến nghị thành **MUA** với giá mục tiêu 12 tháng ở mức 19.243 đồng/cổ phiếu.

Chỉ số tài chính

Đơn vị: Tỷ VND	2017F	2018F	2019F	2020F
Doanh thu	4.065	8.393	12.349	16.322
LNST	1.250	1.664	2.939	4.236
EPS (VND)	1.364	1.815	3.205	4.621
PE	7,0	5,2	3,0	2,1

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu HNG của CTCP Hoàng Anh Gia Lai Nông Nghiệp với mức giá mục tiêu 19.243 VND, cao hơn 129,0% so với mức giá hiện tại.

- Kết quả kinh doanh quý 3 - LNTT đạt 111 tỷ VND. Màng trái cây tiếp tục đóng góp lớn hơn vào KQKD của HNG với 48% doanh thu và 63% lợi nhuận gộp. Dư nợ vay cũng giảm 5.300 tỷ VND, tổng dư nợ còn 15.000 tỷ VND so với mức 20.000 tỷ VND đầu năm. Dự kiến kết quả kinh doanh quý 4 sẽ khả quan khi cả 3 loại quả chanh dây, chuối, thanh long đều đóng góp vào KQKD.
- Với quy mô 18.686 ha, diện tích trái cây của HNG có thể nói là thuộc top các công ty lớn nhất thế giới. HNG tập trung vào các loại trái cây nhiệt đới, phù hợp khí hậu NG trồng trái cây theo quy chuẩn Global G.A.P giúp công có lợi thế cạnh tranh khi xuất khẩu vào các thị trường lớn khó tính. Diện tích Global G.A.P HNG mới được công nhận là diện tích lớn nhất từng được cấp tại Việt Nam.
- Mô hình trồng trái cây của HAGL xuất khẩu trực tiếp trái cây sang đầu mỗi Trung Quốc, khác hẳn với nông dân khi phải bán qua nhiều tầng lớp thương lái. HAGL có thể cắt giảm nhiều khâu trung gian và kiếm được nhiều lợi nhuận hơn.
- HNG trước mắt tập trung vào thị trường trái cây Trung Quốc đầy hấp dẫn với quy mô dân số 1.4 tỷ dân, tầng lớp trung lưu gia tăng và hệ thống phân phối đang phát triển mạnh. Thị trường trái cây nhập khẩu tăng trưởng 14% trong vòng 10 năm và trị giá 6 tỷ USD.
- Chanh dây, Chuối, Thanh Long, Ớt sẽ là loại quả chủ lực cho năm 2018. Đây là các loại quả bắt đầu thu hoạch trong năm 2017 và tọa được thành công bước đầu. Các loại quả này kỳ vọng sẽ đem lại bước ngoặt lớn về lợi nhuận cho HNG kể từ năm 2018.

Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu HNG ở mức 19.243 VND/ cổ phiếu dựa vào hai phương pháp so sánh PE và EV/EBITDA. Mức giá mục tiêu tương đương với PE forward 2018 và 2019 lần lượt là 10,5 lần và 6,0 lần

Rủi ro

Rủi ro thời tiết

Đây là rủi ro đáng ngại nhất với nông sản. Thời tiết bất lợi có thể khiến cây trồng giảm sản lượng hoặc chết cây trồng. HAGL cũng phân tán vùng trồng ra 3 nước là Lào, Campuchia và Việt Nam để giảm thiểu rủi ro diện rộng.

Rủi ro quản lý chất lượng, bệnh dịch

Rủi ro liên quan đến bệnh dịch có thể làm trái cây mất mùa, gây ảnh hưởng diện rộng. Việc áp dụng tiêu chuẩn Global G.A.P giúp giảm thiểu rủi ro này. Ngoài ra, việc phân tán vùng trồng sẽ giúp tránh lây lan ra diện rộng. HAGL hiện có 100 trang trại tách biệt cho việc trồng các loại cây này.

Rủi ro giá – mùa vụ

Rủi ro về giá là luôn hiện hữu với trái cây. Nhất là các loại mang tính mùa vụ cao. HAGL đa dạng hóa rủi ro này bằng việc trồng nhiều loại trái cây khác nhau để có bù trừ từng mùa vụ.

Rủi ro tỷ giá

Do HAGL chủ yếu hiện tại giao thương với Trung Quốc, nên rủi ro đồng NDT mất giá có thể làm giảm sức cạnh tranh của hàng hóa HAGL trong nội địa

Xung đột với Trung Quốc

Rủi ro xung đột với Trung Quốc có thể khiến hàng hóa Việt Nam bị cấm biên xuất khẩu sang Trung Quốc, ảnh hưởng tới hàng hóa của HAGL. Tuy nhiên, do phân bố tại cả Việt Nam, Lào, Campuchia nên rủi ro này cũng được giảm thiểu đáng kể.

Rủi ro trích lập vườn cây cọ dầu

Khả năng HNG sẽ chặt bỏ vườn cây cọ dầu và chuyển sang trồng trái cây là cao. Khi đó, HNG sẽ phải trích lập dần cho diện tích vườn cây bị chặt. Tổng mức đầu tư cho cọ dầu hiện tại khoảng 3.000 tỷ.

Kết quả kinh doanh quý 3 – và kế hoạch quý 4 - 2017

Biểu 1: Kết quả kinh doanh quý 3 - HNG

Đơn vị: Tỷ VND	2017-Q3	2017-9T	2016-9T	Chú thích
Doanh thu	934	2.678	3.578	
<i>Trái cây</i>	450	1,259	0	Doanh thu đóng góp chính đến từ chanh dây. Chuối và Thanh Long bắt đầu đóng góp từ quý 3
<i>Bò</i>	223	659	2,632	Màng bò đang bị cắt giảm mạnh do thiếu vốn
<i>Cao su</i>	189	402	51	HNG đẩy mạnh giai khác do giá cao su cao
Lợi nhuận gộp	288	870	412	
<i>Trái cây</i>	181	617	-	Biên lợi nhuận màng trái cây hiện ở mức cao 49%
<i>Bò</i>	66	151	306	
<i>Cao su</i>	27	78	(28)	
DT tài chính	154	1,299	228	Lãi do hồi tố lợi nhuận từ bán màng mía đường 979 tỷ.
Chi phí tài chính	(186)	610	706	Chi phí lãi vay tăng nhẹ nhưng bắt đầu giảm từ quý 3 do dự nợ vay giảm 5000 tỷ Chi phí tài chính giảm do giảm lỗ tỷ giá
Chi phí bán hàng	(19)	57	63	
Chi phí quản lý	(133)	390	136	Tăng mạnh do tăng chi phí màng trái cây và trích lập lợi thế thương mại
Lợi nhuận cty LK	12	8	(14)	
LN HĐKD	116	1,120	(278)	
Lợi nhuận khác	(4)	32	(419)	
LNTT	111	1,152	(696)	
LNST	115	1,128	(687)	

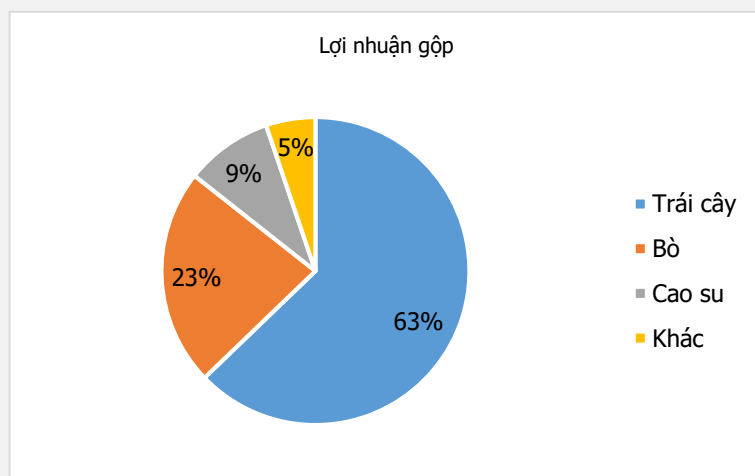
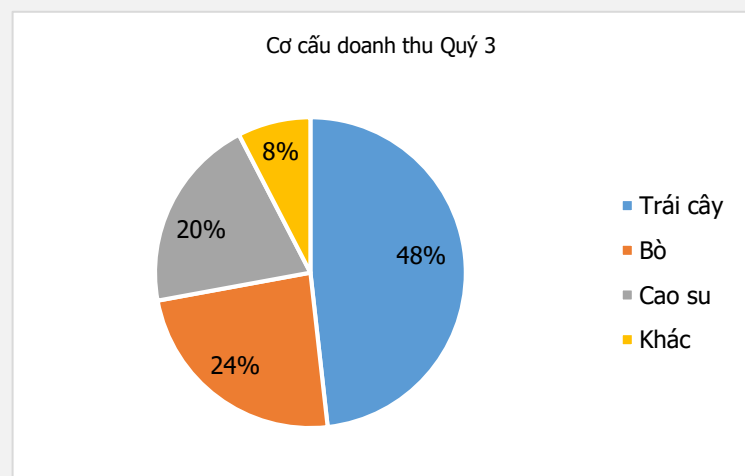
(Nguồn: BTCT HNG)

HNG ghi nhận doanh thu 934 tỷ tăng nhẹ so với cùng kỳ, tuy nhiên, lợi nhuận gộp đạt 288 tỷ, tăng gấp 4 lần cùng kỳ. LNTT đạt 111 tỷ. Kết quả kinh doanh quý 3, màng trái cây tiếp tục đóng góp tỷ trọng lớn hơn vào kết quả kinh doanh của HNG với tỷ trọng 48% doanh thu và 63% lợi nhuận gộp. Tính chung 9 tháng đầu năm 2017, màng trái cây đã đem lại 1.259 tỷ doanh thu và 617 tỷ lợi nhuận gộp. **Biên lợi nhuận gộp màng trái cây ở mức 49%, tương đối tốt.**

Theo kế hoạch kinh doanh Quý 4, màng trái cây tiếp tục đóng góp tỷ trọng lớn hơn vào KQKD của HAGL với thanh long thu hoạch và gia tăng sản lượng chuối và chanh dây.

Lợi nhuận từ hoạt động tài chính 9 tháng đạt 1.299 tỷ trong đó 979 tỷ đến từ thanh lý công ty con. Đây là khoản hồi tố lợi nhuận từ việc bán màng mía đường cho Thành Thành Công đã được công bố trong quý 2 trước đó.

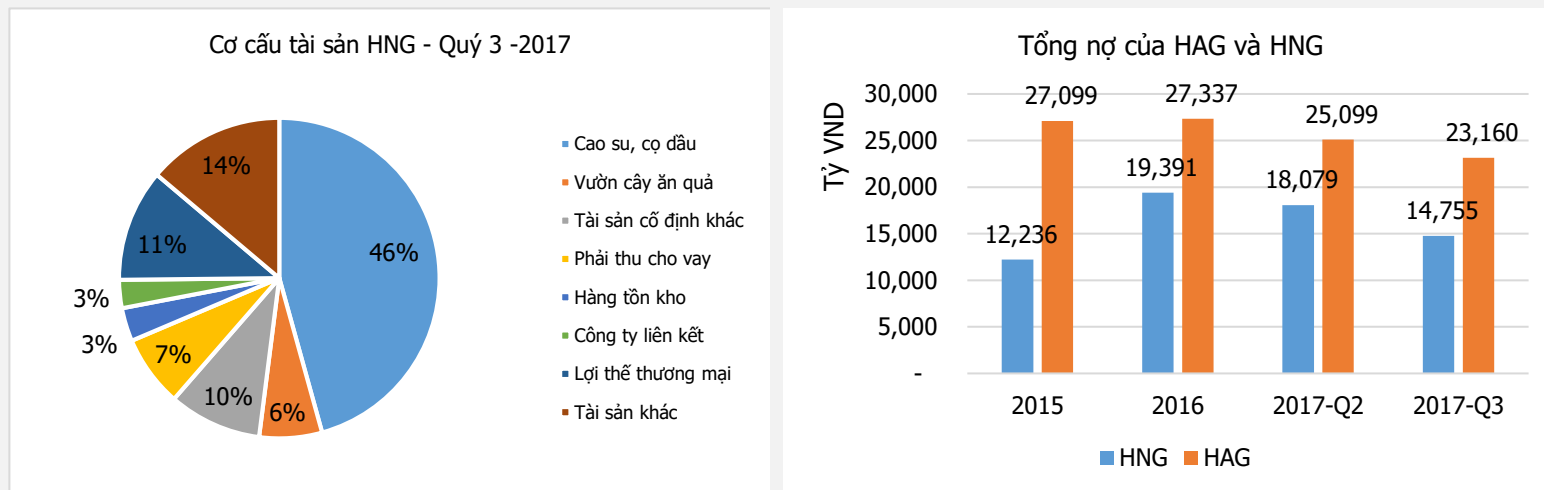
Biểu 02 – Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp Quý 3 - 2017



(Nguồn: HNG)

Điểm tích cực tiếp theo có thể thấy là dự nợ của HNG và cả công ty mẹ HAG đều đã giảm so với các quý trước đó. Dự nợ vay trong quý 3 cũng giảm mạnh 5337 tỷ so với đầu năm, hiện tổng nợ của HNG chỉ còn gần 15.000 tỷ VND.

Biểu 03 – Cơ cấu tài sản và Tổng nợ HAG, HNG



(Nguồn: BCTC HNG)

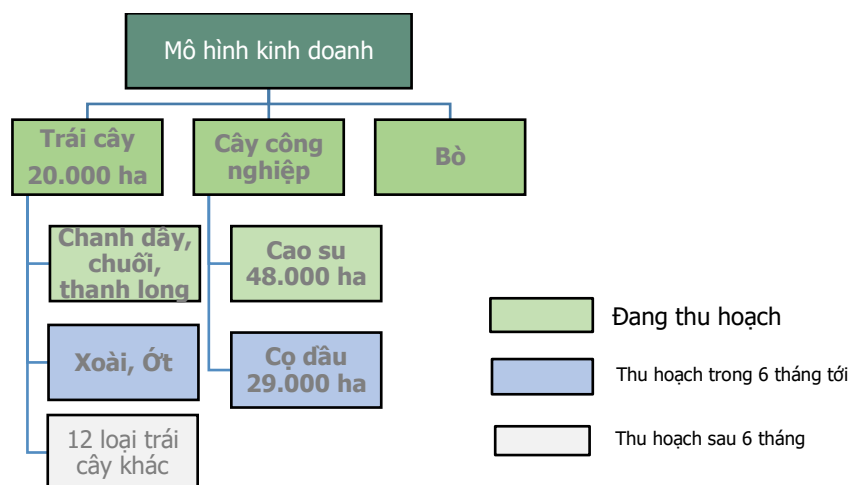
Dòng tiền từ HĐKD cũng tương đối tốt khi dương 1.869 tỷ , tuy nhiên do giảm nợ vay khiến dư tiền mặt của HNG vào quý 3 không còn nhiều.

Tài sản HNG hiện tại chủ yếu vẫn là vườn cây cao su và dầu cọ, chiếm 46% tổng tài sản. Tỷ trọng vườn cây ăn quả đang tăng lên, hiện chiếm 6% tổng tài sản. Chi phí đầu tư vườn cây hiện ở mức 2000 tỷ. Tuy nhiên, các khoản phải thu cho vay các bên liên quan vẫn chiếm đến 7% tài sản.

Kỳ vọng lớn từ hoạt động trồng trái cây

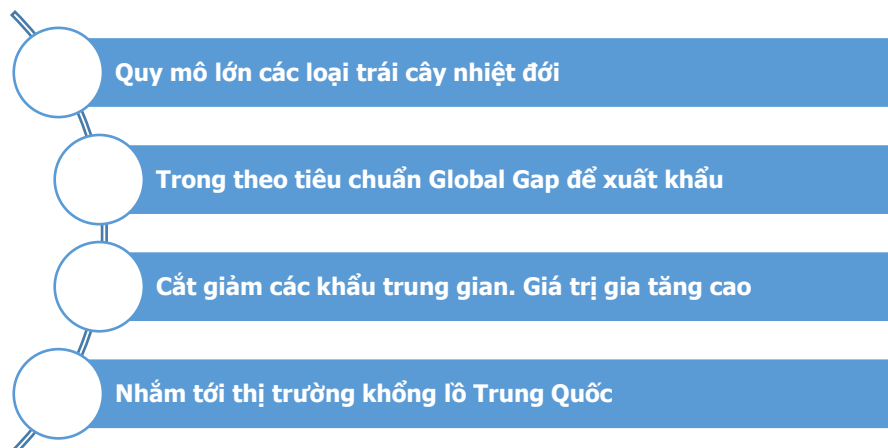
Định hướng của HAGL sẽ là nông nghiệp trong đó mảng trái cây là trọng điểm. Trái cây dự kiến sẽ chiếm tỷ trọng ngày càng lớn trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của HNG. Dự kiến đây sẽ là mảng kinh doanh chính của HNG trong nhiều năm tới. Cao su, Cọ dầu, bắp, bò là những thất bại của HNG trong mảng nông nghiệp và khiến HAGL sa lầy với kết quả kinh doanh thua lỗ trong những năm trước. Tuy nhiên, mảng kinh doanh trái cây mới liệu có thể đem lại bức trang tươi sáng hơn cho tập đoàn?

HNG công bố hoạt động kinh doanh trồng trái cây nhiệt đới của mình với tổng diện tích 18.686 ha từ hiện tích đất dôi dự. Ngoài ra, HNG còn trồng thêm gần 2000 ha ớt cho thu hoạch vào năm 2018.



(Nguồn: HNG)

Có 4 điểm chính về mảng kinh doanh mới này của Hoàng Anh Gia Lai.



Quy mô trồng rộng lớn tập trung vào các loại trái cây nhiệt đới

Hoàng Anh Gia Lai hiện tại đang có 18.686 ha diện tích trồng trái cây, bao gồm 17 loại trái cây khác nhau trong đó các loại cây chính chiếm diện tích lớn là Chanh dây, Chuối, Thanh Long, Xoài, Mít, Măng Cụt. HAGL tập trung chủ yếu vào các loại trái cây nhiệt đới, phù hợp với khí hậu như Chanh dây, Chuối, Thanh Long, Xoài, Măng Cụt, Mít.

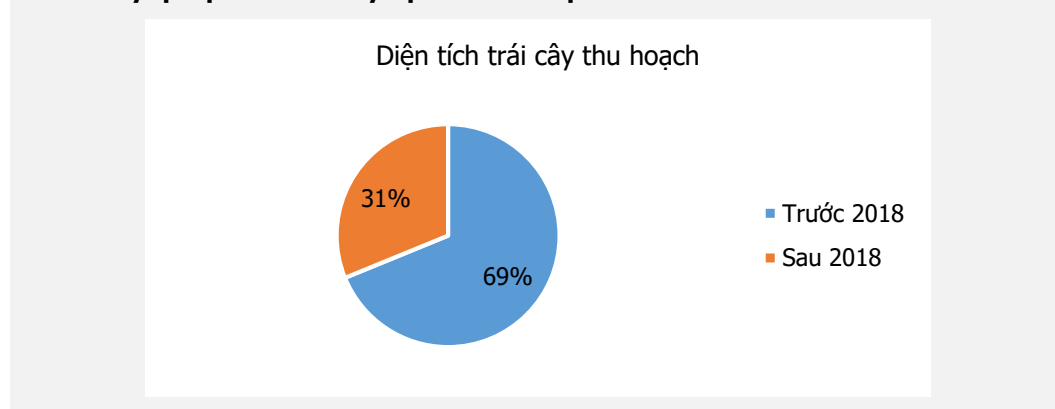
Với diện tích trái cây hiện tại, Hoàng Anh Gia Lai là công ty có diện tích trái cây sở hữu thuộc vào hạng lớn nhất thế giới có thể so sánh với các nhà sản xuất trái cây hàng đầu như là Dole, Del Monte, Chiquita, Fyffess. Có lẽ tham vọng của HNG sẽ ko dừng lại ở con số 18.686 ha mà có thể lên đến 30.000 ha những năm sau đó đưa HNG trở thành top doanh nghiệp hàng đầu về diện tích trái cây sở hữu

Diện tích (ha)	
Dole	47.000
Del Monte	25.000
Chiquita	16.000
Fyffess	10.000
HNG	18.686

(Nguồn: MBS Research)

Đặc điểm của các loại cây HNG trồng là có thời gian từ lúc trồng đến lúc thu hoạch khá ngắn, có thể giúp thời gian thu hồi vốn nhanh, đem lại dòng tiền cho HNG sớm. Đây là điểm khác biệt so với việc trồng cao su trước đây khi cho thời gian thu hoạch rất dài, thu hồi vốn lâu, khiến cho dòng tiền của HNG bị tắc nghẽn khi giá cao su không thuận lợi. Khoảng 69% diện tích trái cây của HNG trồng sẽ được thu hoạch trước năm 2018, đem lại lợi nhuận sớm cho HNG.

Biểu 4: Tỷ lệ diện tích trái cây dự kiến thu hoạch trước 2018



Biểu 5: Các loại trái cây HNG trồng

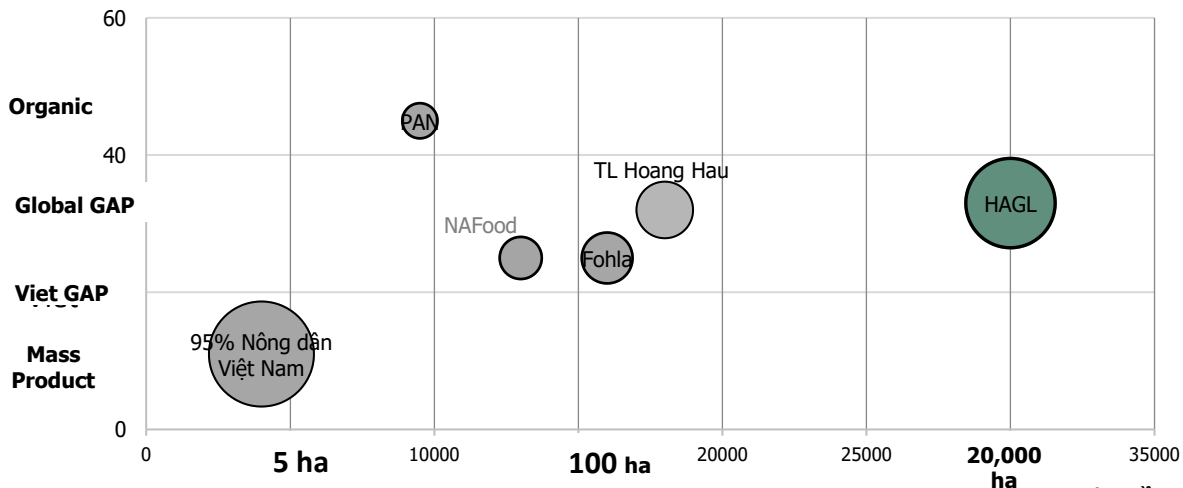
	Thu hoạch lần đầu (Tháng)	Vòng đời cây (Năm)	Diện tích (ha)	Năm đầu thu hoạch
Chanh dây (*)	6	3	1.483	2016
Chuối (*)	9	3	2.826	2017
Thanh Long (*)	12	15	2.988	2017
Ổi	8	15	131	2018
Xoài (*)	18	30	3.983	2018
Mít (*)	18	30	1.448	2018
Cam	20-24	5-15	510	2019
Bưởi	24	25	1.684	2019
Quýt	24	15	213	2019
Nhãn	30	20	654	2019
Bơ	30	30	464	2019
Na	30	15	181	2019
Chôm chôm	36	20	183	2020
Sầu riêng	40	20	495	2020
Dừa	40	25	1.198	2020
Măng cụt	48		72	2021
Vú sữa	48	20	173	2021
Tổng cộng			18.686	

(Nguồn: HNG)

Trái cây được trồng theo tiêu chuẩn Global Gap để xuất khẩu

TT	NÔNG TRƯỜNG	CÔNG TY	ĐỊA ĐIỂM	LOẠI CÂY	DIỆN TÍCH (HA)	THỜI HẠN	TÌNH TRẠNG CHỨNG CHỈ
1	Kon Thup	CTCP Chân nuôi Gia Lai	Gia Lai, Vietnam	Chanh dây	234	9/2016-9/2017	tháng 10 đánh giá gia hạn chứng chỉ
2	Pak Song 3	Công ty TNHH MTV Phát triển Nông nghiệp Đại Thắng	Pak Song, Champasak, Lào	Chanh dây	260	9/2016-9/2017	tháng 10 đánh giá gia hạn chứng chỉ
3	Koun Mom 3,4,6,8	Công ty TNHH Hoàng Anh Andong Meas	Kounmum, Rattanakiri, Campuchia	Chuối, Thanh long	400	9/2017-9/2018	đã nhận chứng chỉ
4	Ia Pa, Ia Puch	CTCP Cao su Trung Nguyên	Gia Lai, Vietnam	Thanh long	200	9/2017-9/2018	đã đánh giá chờ nhận chứng chỉ
5	Saysetha 16 a, b, c	Công ty TNHH Phát triển Nông nghiệp Hoàng Anh Attapeu	Saisetha, Attapeu, Lào	Chuối, Thanh long	200		tháng 10 đánh giá
6	Hoa Đào	CTCP Chân nuôi Gia Lai	Gia Lai, Vietnam	Chuối	70		tháng 10 đánh giá

Tính đến hiện tại, có khoảng 1.364 ha trái cây của HNG đã được cấp chứng nhận Global Gap. Vườn cây của HNG là vườn cây lớn nhất từng được cấp tại Việt Nam. Global G.A.P là công nghệ sản xuất có thể làm giảm những tác động của việc canh tác lên môi trường (đất và nước), giảm thiểu việc sử dụng hóa chất, sử dụng có hiệu quả các nguồn tài nguyên thiên nhiên, đồng thời bảo vệ sức khỏe của người lao động, vật nuôi và các sinh vật.



(Nguồn: HAGL)

Với quy chuẩn Global Gap, HNG sẽ có lợi thế cạnh tranh trong xuất khẩu đi các thị trường lớn và khó tính như Nhật Bản, Mỹ, EU. Hiện tại, tại Việt Nam có rất ít vườn cây đạt chứng nhận Global Gap. Các vườn chuối cao nhất cũng mới đạt đến VietGap trong khi Thanh Long, loại hoa quả xuất khẩu chủ lực của Việt Nam, chỉ có khoảng 300 ha trong tổng số 40.000 ha trên cả nước là có chứng nhận này và chỉ có khoảng 20% diện tích Thanh Long là đạt đến tiêu chuẩn VietGap.

Tính trên bình diện cả nước, trái cây được trồng chủ yếu bởi 95% nông dân với diện tích nhỏ hơn 5ha/hộ, không đủ tiêu chuẩn xuất khẩu. Việc áp dụng thành công Global G.A.P là minh chứng cho thấy năng lực sản xuất của HNG trong mảng trái cây này và sẽ là một lợi thế cạnh tranh lớn của HNG trong lĩnh vực xuất khẩu trái cây.

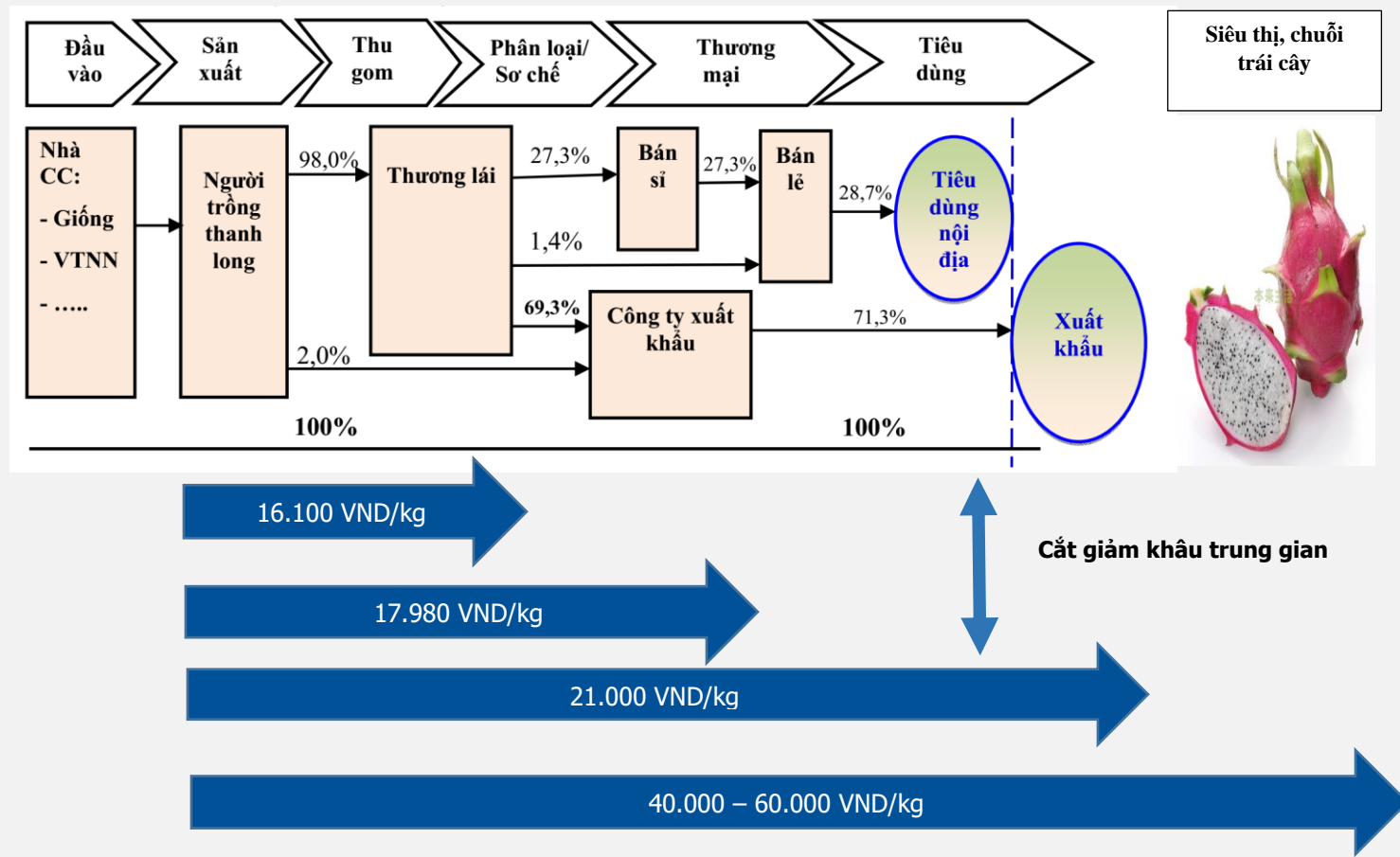
Chuỗi giá trị khép kín.

Chuỗi giá trị của nông sản Việt Nam nói chung đều đi qua nhiều khâu trung gian. Thông thường, rau quả Việt Nam thường được thương lái, vừa trái cây thu mua tại vườn với giá thấp. Sau đó bán lại cho các đầu mối lớn hoặc các công ty xuất khẩu rồi mới xuất khẩu hoặc bán vào siêu thị trong nước.

Từng khâu một như vậy giá trị gia tăng sẽ cao lên, mỗi một thực thể trong chuỗi giá trị sẽ có 1 phần lợi nhuận. Thực tế cho thấy giá bán tại vườn của các hộ nông dân chỉ bằng 20%-30% so với giá bán lẻ tại siêu thị.

Ví dụ điển hình là chuỗi giá trị xuất khẩu Thanh Long Việt Nam. Đây là loại quả chiếm 60% giá trị xuất khẩu trái cây của Việt Nam. Thanh Long trắng người nông dân bán ra 16.100 VND/kg, bán đến đầu mối bên Trung Quốc là 21.000 VND/kg. Giá bán lẻ Thanh Long trắng Việt Nam tại các siêu thị Trung Quốc là từ 40.000 -60.000 VND/kg, cao hơn rất nhiều so với giá bán ra của nông dân

Biểu 6: Chuỗi giá trị Thanh Long trắng Việt Nam



(Nguồn: ĐH Cần Thơ)

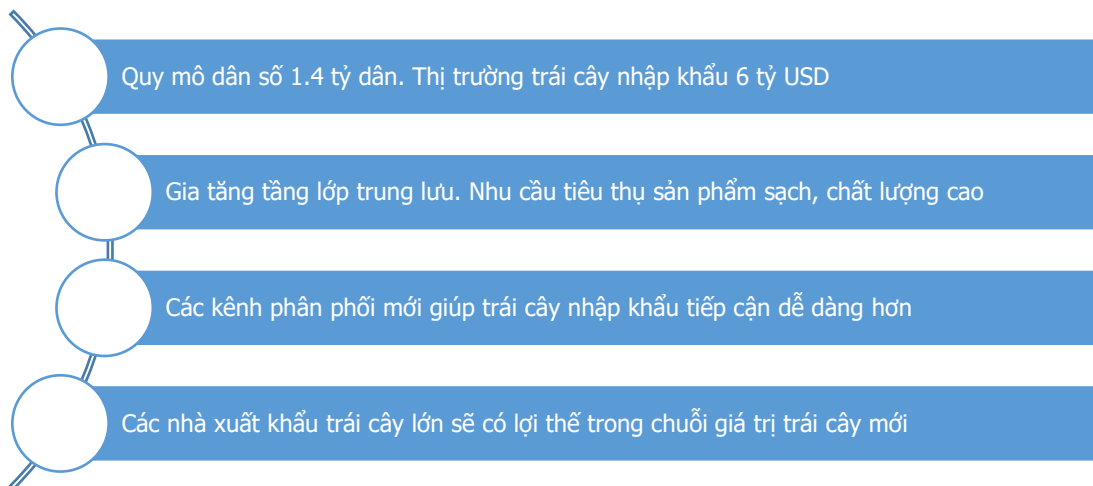
Có thấy thấy mô hình trồng trái cây của Hoàng Anh Gia Lai có thể kiếm được lợi nhuận không chỉ ở khâu trồng mà là toàn bộ chuỗi giá trị đến tận đầu môi xuất khẩu nước ngoài
Mô hình sẽ cắt giảm hết các khâu trung gian ở giữa so với nông dân.

Với lợi thế quy mô, HAGL có thể làm việc trực tiếp với đối tác nước ngoài và xuất khẩu trực tiếp với số lượng lớn. Lợi nhuận không chỉ đến từ việc bán trái tại vườn mà còn đến từ khâu logistics.

Ngoài ra, mô hình này cũng giúp nhà nhập khẩu nước ngoài hưởng lợi khi có đối tác cung cấp đầu vào lớn và ổn định, không cần phải thu gom nhỏ lẻ, manh mún.

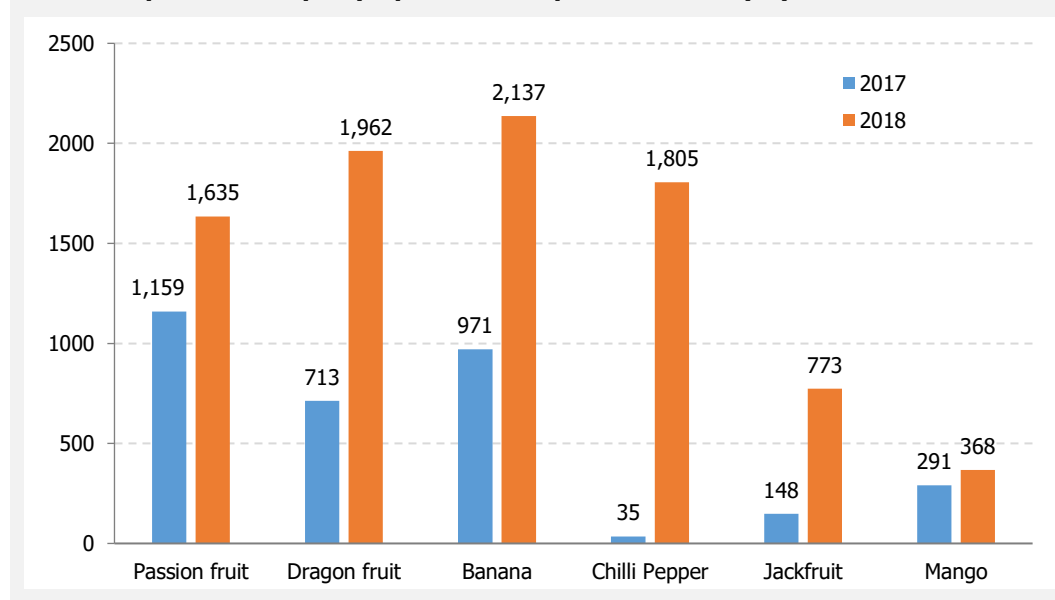
Thị trường khổng lồ Trung Quốc

Chúng tôi cho rằng thị trường trái cây là thị trường rất hấp dẫn cho các doanh nghiệp xuất khẩu trái cây ở bốn khía cạnh: ([Chúng tôi phân tích kỹ hơn về thị trường Trung Quốc ở trang 25](#))



Trong các loại trái cây của HAGL, Chuối, Thanh Long, Chanh dây là các loại quả sẽ đem lại doanh thu và lợi nhuận lớn năm 2018. Vì vậy, chúng tôi sẽ tập trung phân tích 3 loại quả này của HNG.

Biểu 7: Diện tích các loại cây dự kiến thu hoạch 2017-2018 (ha)

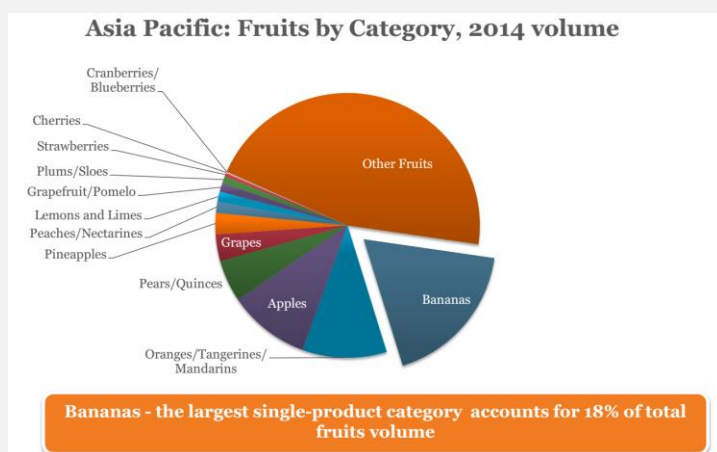


(Nguồn: HNG)

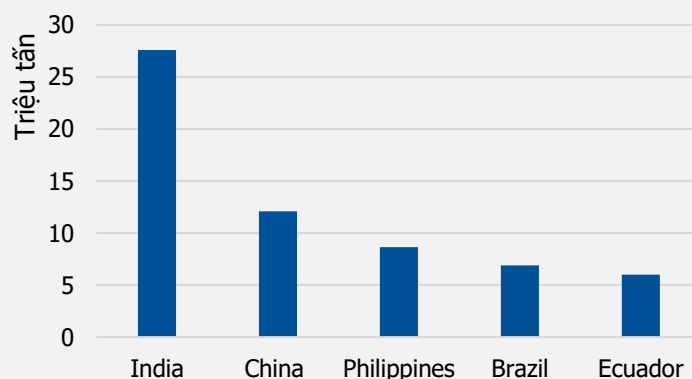
Chuối – Cơ hội lớn xuất khẩu

Chuối là loại quả phổ biến nhất trên thế giới do đặc tính ngắn ngày và dễ trồng cùng với hương vị được ưa chuộng trên thế giới. Riêng tại khu vực Châu Á, theo thống kê của Euromonitor, chuối là loại quả được tiêu thụ nhiều nhất tại khu vực này, chiếm 18% sản lượng. Cũng vì vậy, chuối là loại hoa quả thương mại phổ biến nhất trên thế giới.

Biểu 08 – Top các nước sản xuất chuối



Top các nước sản xuất chuối



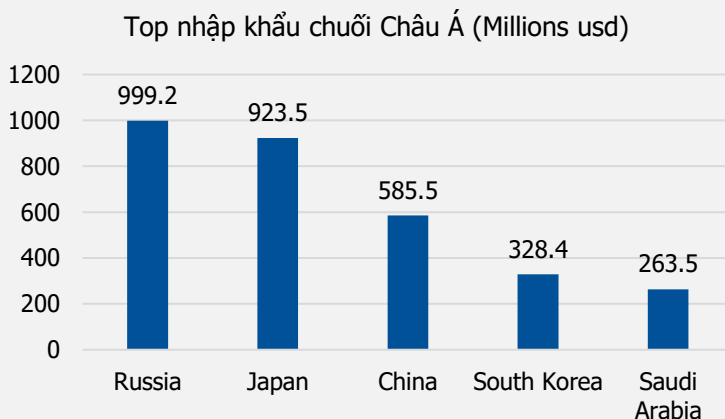
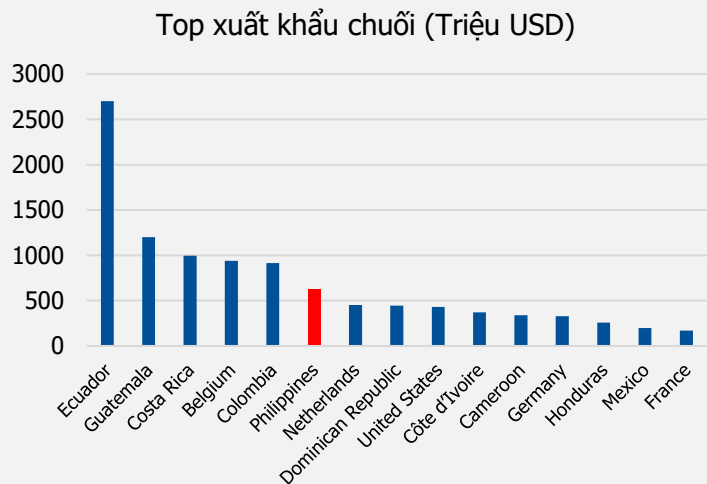
(Nguồn: Euromonitor)

Các nước sản xuất chuối nhiều nhất trên thế giới bao gồm Ấn Độ, Trung Quốc, Philippines, Brazil và Ecuador. Tuy nhiên, Ấn Độ và Trung Quốc hiện tại chỉ sản xuất sử dụng trong nước, thậm chí là nhập khẩu.

Các nước tại Nam Mỹ cùng với Philippines là các nước xuất khẩu chuối lớn nhất trên thế giới. Tuy nhiên, **hiện tại, chỉ có Philippines là quốc gia duy nhất tại Châu Á nằm trong top các nước xuất khẩu chuối trên thế giới.**

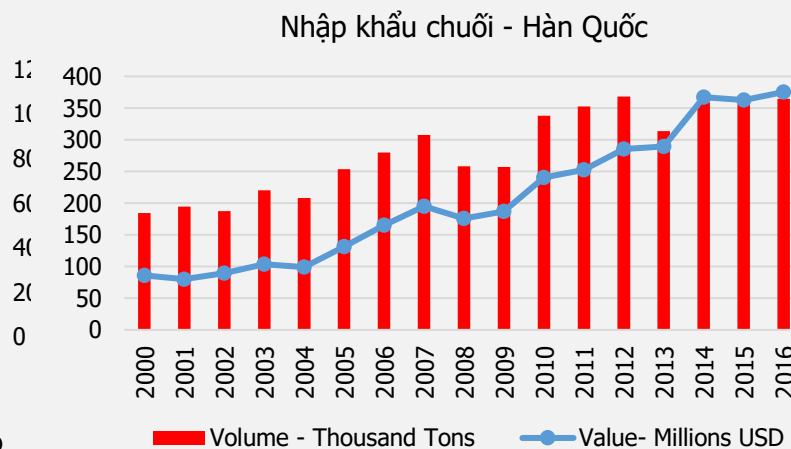
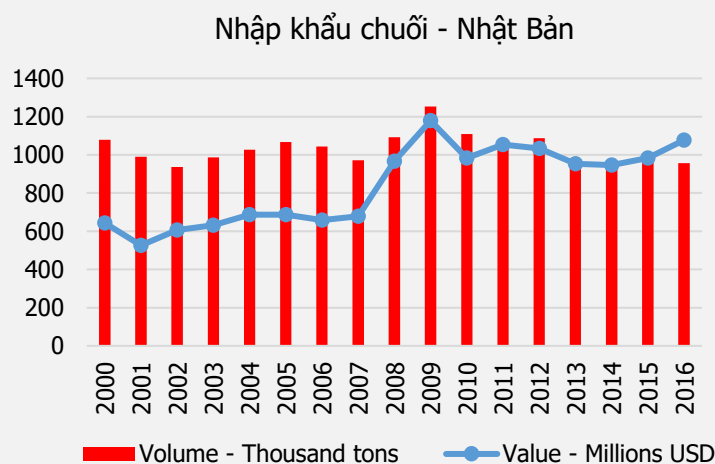
Trong khi đó, các nước như Nhật Bản, Trung Quốc, Hàn Quốc hàng năm đều nhập khẩu lượng lớn chuối. Nhật Bản hàng năm nhập khẩu trung bình 1 triệu tấn chuối / năm trong khi Hàn Quốc cũng nhập khẩu khoảng 350.000 tấn. Nguồn nhập khẩu hiện tại của các quốc gia này phần lớn hiện tại vẫn là Philippines.

Biểu 09 – Top các nước xuất khẩu và nhập khẩu chuối



(nguồn: Worldtopexport)

Biểu 10 – Sản lượng nhập khẩu chuối của Nhật Bản và Hàn Quốc



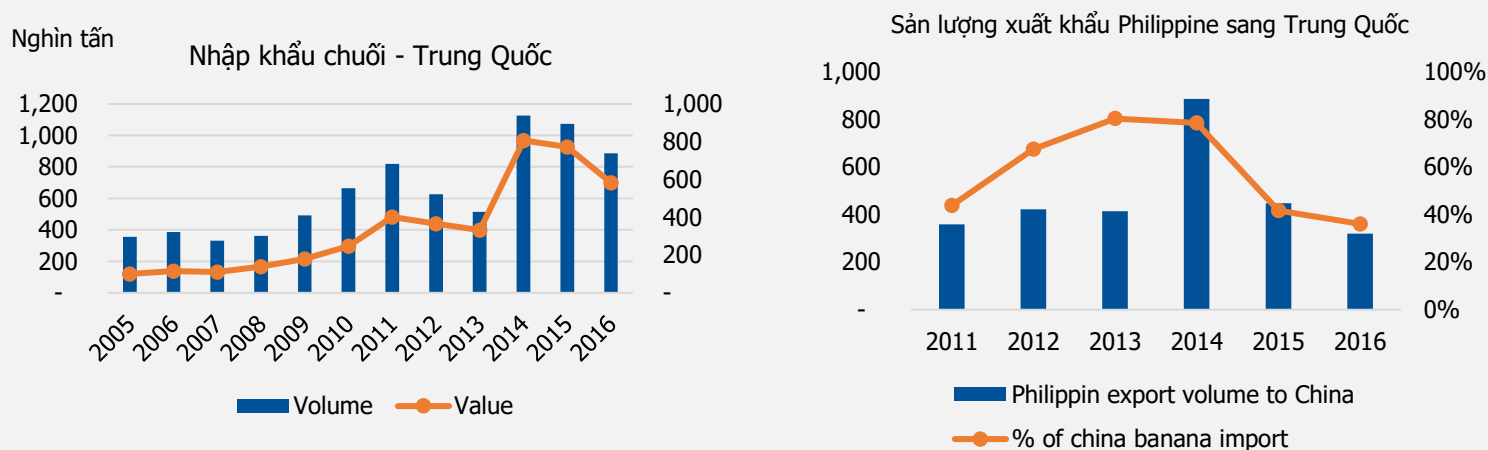
Nguồn: MBS research

Thị trường chuối Trung Quốc

Trung Quốc là nước tiêu thụ chuối lớn thứ 2 châu Á. Đến cuối năm 2015, Trung Quốc đang sản xuất được hơn 12 triệu tấn chuối và nhập khẩu hơn 1 triệu tấn.

Tiêu thụ chuối /đầu người của Trung Quốc hiện tại là 9.1 kg/ người, tăng gấp đôi trong vòng 1 thập kỷ qua. Tiêu thụ của Trung Quốc vẫn thấp hơn trung bình của thế giới là 11.9 kg/người /năm

Biểu 11 – Sản lượng nhập khẩu chuối của Trung Quốc và tỷ trọng nhập từ Philippines



(nguồn: PSA, MBS Research)

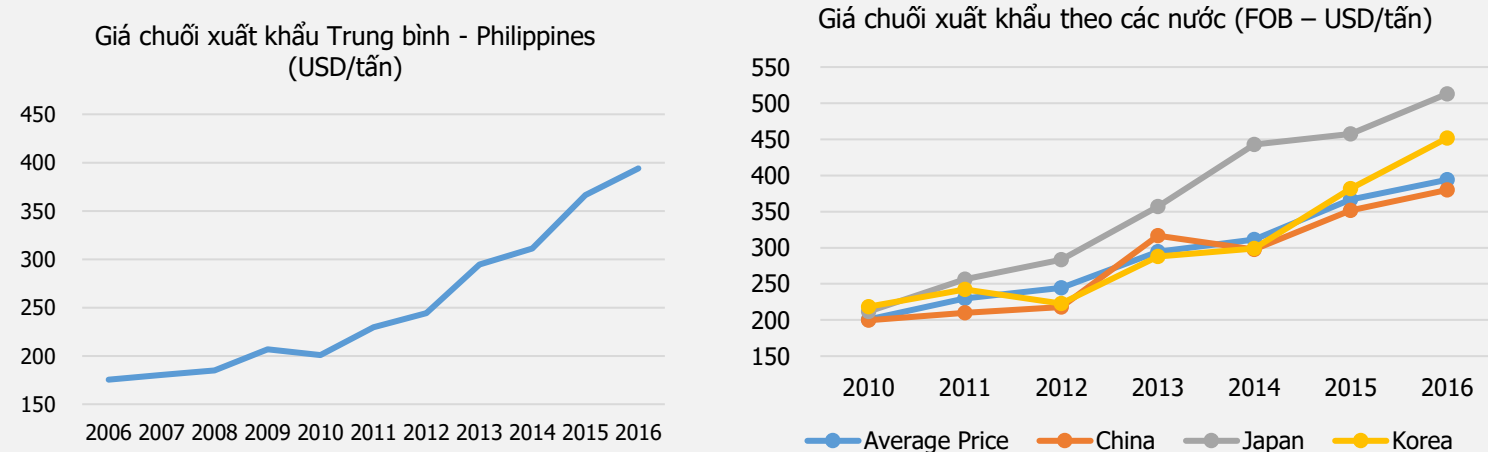
Sản lượng nhập khẩu của Trung Quốc tăng nhanh chóng trong năm 2014 với nguồn nhập khẩu chính từ Philippines, chiếm 80% sản lượng nhập khẩu vào Trung Quốc. Tuy nhiên, do căng thẳng chính trị giữa Trung Quốc và Philippine, Trung Quốc vào năm 2015 2016 đã hạn chế nhập khẩu chuối từ Philippines và tăng cường nhập khẩu từ các nguồn khác như Ecuador. ***Vi vậy, tỷ trọng của Philippines trong nhập khẩu vào Trung Quốc chỉ còn 30% vào năm 2016.***

Đây có thể coi là cơ hội lớn cho Việt Nam nói chung và HAGL nói riêng để gia nhập thị trường chuối trị giá hàng tỷ USD. Việt Nam có lợi thế hơn Philippines về điều kiện khí hậu khi mà vùng trồng có thể tránh được những cơn bão lớn và có lợi thế hơn các nước Nam Mỹ về mặt Logistic đến các vùng tiêu thụ tại Châu Á như Trung Quốc, Nhật Bản.

Giá chuối trong xu hướng tăng 10 năm.

Giống chuối HNG đang trồng hiện tại là giống chuối già Nam Mỹ, tương tự giống chuối Philippines và các nước Nam Mỹ xuất khẩu vào châu Á. Trong vòng 10 năm qua, theo số liệu thu thập, giá chuối xuất khẩu của Philippines tăng đều đặn hàng năm trong đó giá chuối xuất sang Trung Quốc ở mức thấp hơn so với các nước như Nhật Bản, Hàn Quốc. Việc giá chuối tăng đều đặn phản ánh nhu cầu ngày càng cao của người dân châu Á do xu hướng tiêu dùng thực phẩm thay đổi.

Biểu 12 – Sản lượng nhập khẩu chuối của Trung Quốc và tỷ trọng nhập từ Philippines

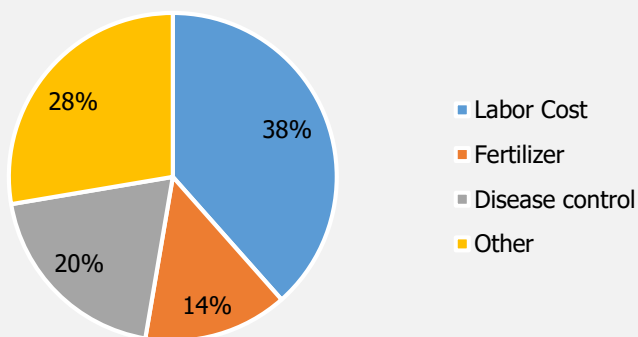


Biên lợi nhuận sẽ ở mức cao

Theo khảo sát của chúng tôi, chi phí sản xuất 1 ha chuối của Philippines hiện tại là 12.000 USD cho 1 ha và năng suất trung bình 60 tấn /ha, giá vốn chuối tại Vườn của Philippines sẽ chỉ khoảng 4.000-5000 VND/ tấn. Với giá bán hiện tại tại vườn là 5\$/box tương đương 8.5000 VND/tấn, biên lợi nhuận các vườn tại Philippines rơi vào khoảng 45%.

Biểu 13 – Cấu trúc giá vốn của chuối Philippines

Cấu trúc giá vốn



Giá vốn cho 1ha (USD/ha)



(Nguồn: MBS Research)

Với chuối xuất khẩu bao gồm cả khâu logistics sang cảng của các quốc gia đến. Giá bán 1 box chuối của Philippines hiện tại là 10-16\$ tương đương với 17.000 – 26.000 VND/kg chuối. Biên lợi nhuận cho hoạt động xuất khẩu rơi vào mức 50%.

Biểu 14 – Chuỗi giá trị chuối Philippines xuất khẩu



(Nguồn: MBS Research, HPG)

So sánh tương quan với HNG, công ty đã bắt đầu xuất khẩu chuối từ tháng 7/2017. Sau những lô đầu tiên bán thí điểm với giá 14.000 / kg, hiện tại giá bán chuối của HNG đã lên mức 17.000 HNG. HNG cũng bán giá chuối thấp hơn Philippines để tăng sức cạnh tranh.

Chuối của HNG hiện tại đã được bày bán rộng rãi tại các siêu thị ở Trung Quốc. Với sản phẩm mẫu mã đẹp, quy trình sản xuất Global gap với diện tích rộng cộng thêm lợi thế về logistics, chúng tôi cho rằng HNG có sức cạnh tranh lớn trong hoạt động kinh doanh chuối.

Ngoài xuất khẩu, 1 phần nhỏ chuối HNG hiện tại được bán tại Bách Hóa Xanh để tiếp cận thị trường trong nước. Chuối HNG là một trong những mặt hàng tiêu thụ mạnh nhất trong chuỗi của hàng của HNG.

Biểu 15 – Chuối của HNG được bán tại Bách hóa xanh và siêu thị Trung Quốc



Giá vốn chuối của HNG theo chia sẻ của công ty là 9.000 / kg bao gồm chi phí logistic sang cảng Trung Quốc. Biên lợi nhuận chuối của HNG sẽ ở mức 30%-50% với giá bán 13.000-17.000 .

Dự phóng KQKD của chuối

	2017	Kế hoạch 2017
Sản lượng (tấn)	45.760	50.000
Doanh thu (tỷ VND)	686	843
Lợi nhuận gộp (tỷ)	280	354

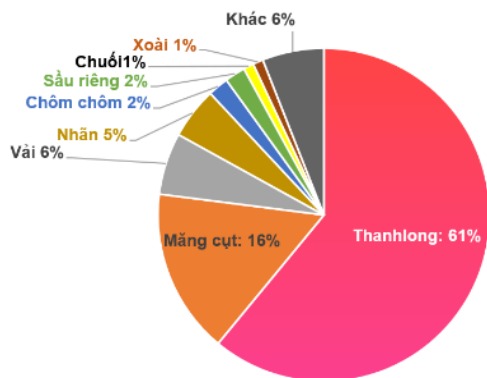
(Nguồn: HNG)

Sang năm 2018, hơn 2000 ha chuối của HNG sẽ được thu hoạch đồng loạt. Chúng tôi dự phóng HNG có thể thu hoạch gần 130.000 tấn chuối, thu về 1.923 tỷ doanh thu và 784 tỷ lợi nhuận gộp

Biểu 16: Dự phóng KQKD mảng chuối

Đơn vị tính: Tỷ VND	2017	2018	2019
Diện tích (ha)	970	2,137	2,826
Sản lượng (tấn)	45.760	128.220	169.560
Giá bán (VND)	15.000	15.000	15.000
Doanh thu (tỷ VND)	686	1,923	2,543
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	280	784	1,036
Biên LN Gộp	40,7%	40,7%	40,7%

(nguồn: MBS Research)



Thanh Long – Mặt hàng Tỷ USD của Việt Nam

Thanh Long là loại quả điểm điểm của HNG với diện tích 2.988 ha. Giống Thanh Long trồng là Thanh Long Tím Hồng và Thanh Long Đỏ. MBS cho rằng việc lựa chọn Thanh Long là chiến lược hoàn toàn phù hợp của ban lãnh đạo HNG.

Hiện tại, Thanh Long là loại quả Việt Nam có lợi thế cạnh tranh cao so với các nước khác và loại quả xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam. Thanh Long chiếm hơn 60% giá trị xuất khẩu hoa quả của Việt Nam. Thị trường chính của Thanh Long Việt Nam là thị trường Trung Quốc. **99% Thanh Long xuất khẩu của Việt Nam là sang thị trường Trung Quốc.**

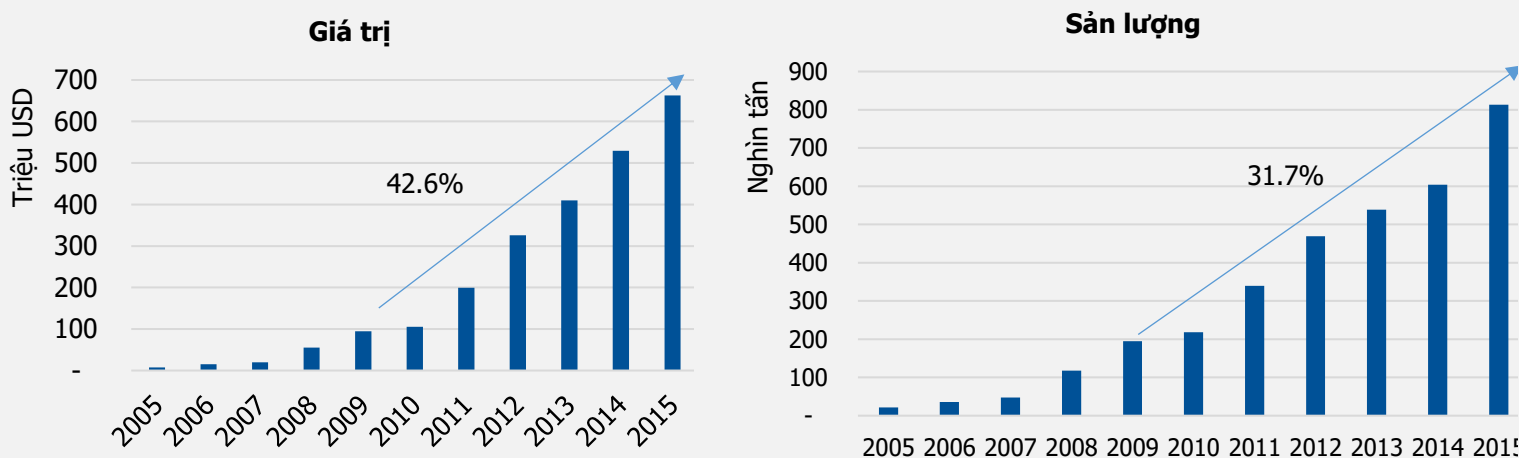
Đây là loại cây giống xương rồng, ưa nắng, phù hợp khí hậu nhiệt đới. Vì vậy, tại Trung Quốc sẽ khó trồng do khí hậu ôn đới, mùa đông lạnh thường cho sản lượng thấp, quả bé.

Nhu cầu bùng nổ ở Trung Quốc – Mặt hàng tỷ USD

Nhu cầu Thanh Long đang tăng trưởng mạnh ở thị trường 1.4 tỷ dân. Loại quả này ngày càng được ưa chuộng tại quốc gia đông dân nhất thế giới. Sản lượng và giá thị nhập khẩu Thanh Long Việt Nam từ Trung Quốc liên tục tăng cao trong 10 năm trở lại đây.

Tốc độ tăng trưởng kép về sản lượng là 31,7% và giá trị là 42,6% cho thấy sự bùng nổ nhu cầu ở thị trường này. MBS ước tính năm 2017, xuất khẩu Thanh Long có thể đem về 1 tỷ USD cho Việt Nam.

Biểu 17 – Giá trị và sản lượng xuất khẩu Thanh Long Việt Nam qua Trung Quốc



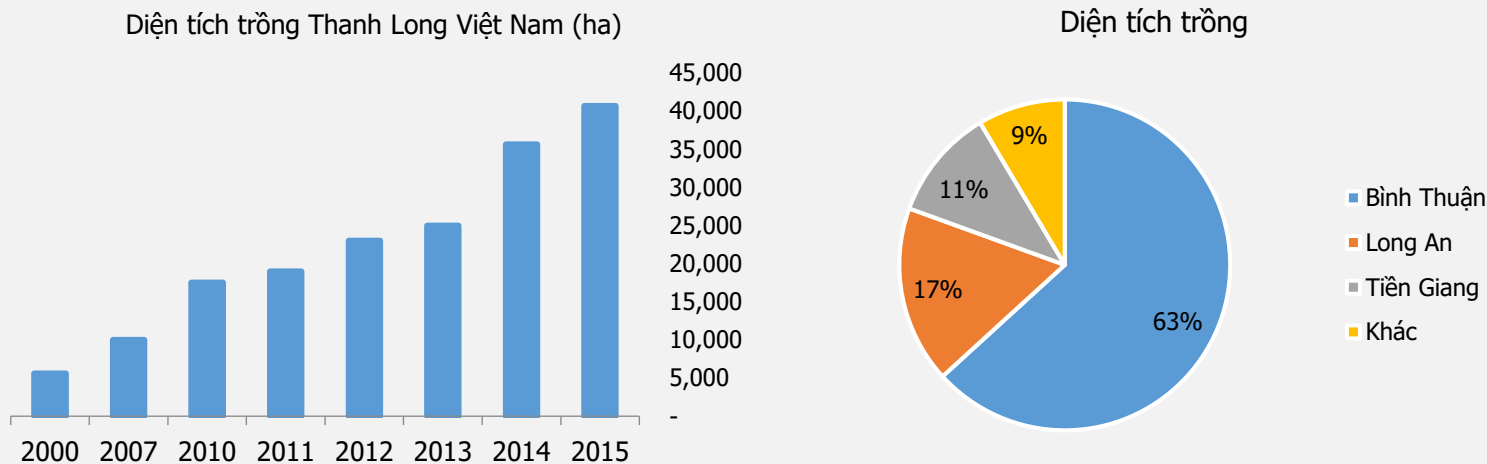
(Nguồn: Hải quan Trung Quốc, MBS Research)

Để đáp ứng nhu cầu từ Trung Quốc, diện tích Thanh Long của Việt Nam liên tục được mở rộng trong vòng 10 năm qua. Hiện tại diện tích Thanh Long cả nước đạt 40.000 ha trong đó 3 tỉnh Bình Thuận, Long an và Tiền Giang chiếm 91% diện tích. Khoảng hơn 70% sản lượng Thanh Long Việt Nam sản xuất được xuất khẩu qua Trung Quốc. Phần còn lại là tiêu thụ nội địa.

Theo ước tính, khoảng 80% diện tích trồng hiện tại là trồng giống Thanh Long trắng, có giá trị thấp hơn Thanh Long đỏ và tím hồng.

Theo quy hoạch của bộ nông nghiệp tỉnh Bình Thuận, hiện là tỉnh chiếm 63% diện tích trồng thanh long với 27.000 ha, đến năm 2025, tỉnh dự kiến chỉ tăng diện tích lên đến 30.000 ha.

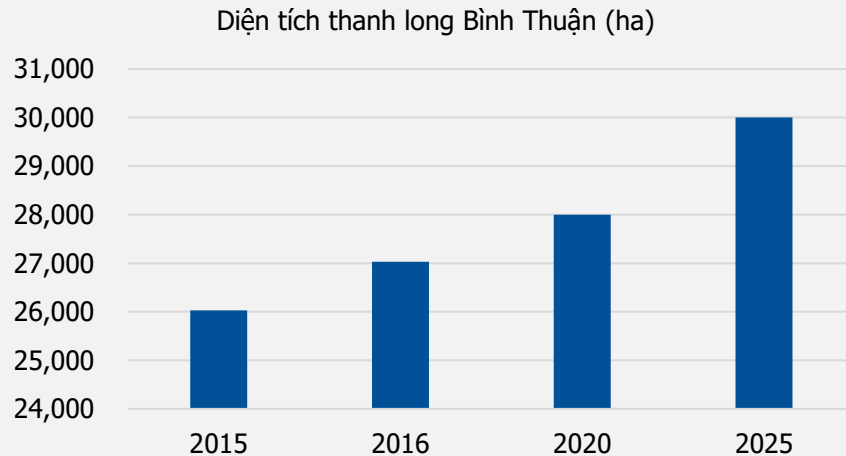
Biểu 18 – Diện tích trồng thanh long Việt Nam



(nguồn: Bộ nông nghiệp, MBS Research)

Khoảng 20% Thanh Long của Việt Nam mới chỉ áp dụng tiêu chuẩn cao nhất là VietGap trong khi HAGL áp dụng tiêu chuẩn Global GAP. Đây là lợi thế lớn cho HNG trong lĩnh vực xuất khẩu khi có khả năng thâm nhập những thị trường cao cấp hơn khi quy định về vệ sinh an toàn là cao hơn nhiều.

Biểu 19: Quy hoạch diện tích trồng Thanh Long Bình Thuận

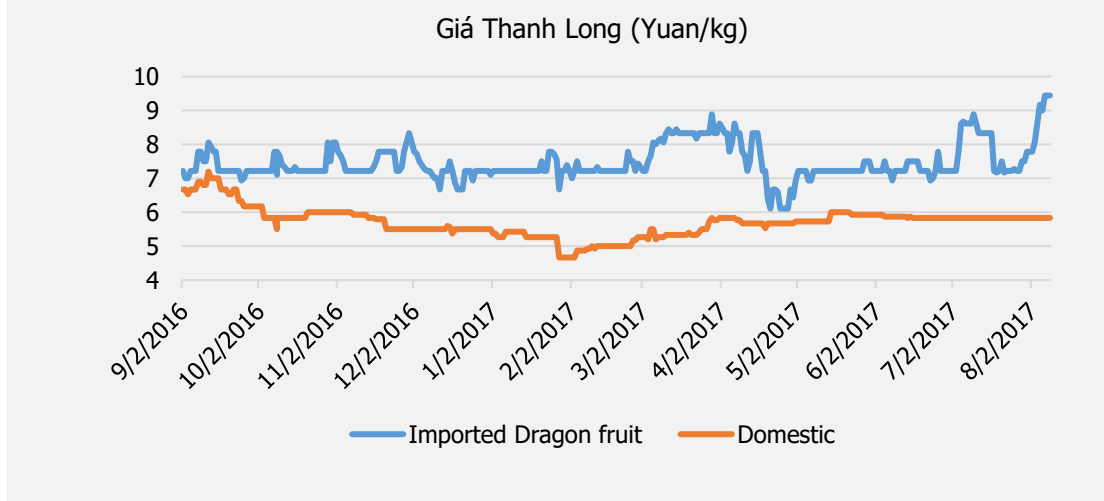


(Bộ nông nghiệp Bình Thuận)

Hộ trồng Thanh Long của Việt Nam hiện tại đang phải qua nhiều khâu trung gian mới có thể xuất khẩu. Thông thường người nông dân sẽ bán qua các khâu thương lái, công ty xuất khẩu rồi mới đến các chợ đầu mối bên Trung Quốc. Qua mỗi khâu giá trị gia tăng sẽ cao hơn. **Có thể thấy mô hình xuất khẩu trực tiếp của HNG sẽ có được toàn bộ chuỗi giá trị từ việc xuất khẩu Thanh Long và cắt giảm các khâu trung gian.**

Thanh Long Việt Nam cũng được đánh giá cao hơn thanh long nội địa Trung Quốc do chất lượng cao hơn, quả ngọt và to hơn. Vì vậy, giá bán thanh long nhập khẩu Việt Nam luôn cao hơn giá bán Thanh Long Trung Quốc cùng loại tại thị trường Trung Quốc

Biểu 20: Giá Thanh Long tại chợ Quảng Đông



(Nguồn: MBS research, chợ Quảng Đông)

Đầu tháng 10, HNG đã thu hoạch vụ Thanh Long đầu tiên với kết quả tương đối khả quan. Giai đoạn thử nghiệm cho kết quả với sản lượng 5-12 trái/trụ, mật độ trồng 1.000 - 1.100 trụ/ha, trọng lượng trung bình từ 400 gr - 800 gr/trái đủ tiêu chuẩn xuất khẩu. Ước tính năm đầu có thể đạt sản lượng 20-25 tấn / ha.

Thanh Long có thể khác thác lên đến 12 năm. Thông thường sản lượng năm đầu sẽ thấp. Bắt đầu từ năm 2, năm 3 trở đi năng suất sẽ cao hơn, đạt 30-35 tấn/ha. Sản lượng 20-30 tấn năm đầu của HNG đã tương đương với sản lượng ổn định của nông dân trồng Thanh Long tại Việt Nam.

Dự phóng kết quả kinh doanh Thanh Long

	2017	Kế hoạch 2017
Sản lượng (tấn)	9.000	17.000
Giá bán (VND)	35.000	
Doanh thu (Tỷ)	315	680
Lợi nhuận gộp (Tỷ)	167	303

(nguồn: HNG, MBS Research)

Thanh Long dự kiến năm 2017 có thể đem về cho HNG 315 tỷ doanh thu và 167 tỷ Lợi nhuận gộp. Sản lượng dự kiến 9.000 tấn quả trong năm 2017. Sản lượng này sẽ thấp hơn đáng kể kế hoạch năm của HNG là 17.000 tấn. Nguyên nhân là do Quý 3, HNG không thu hoạch Thanh Long mà để dưỡng cây, Thông thường từ tháng 10 đến tháng 3 sẽ vào trái vụ, giá bán Thanh Long thường ở mức cao, gấp đôi chính vụ. Vì vậy, HNG không thu hoạch quý 3 và dưỡng cây, tập trung thu hoạch vào Quý 4. MBS ước tính lợi nhuận gộp mảng Thanh Long trong năm 2017 sẽ đạt 53%.

Do đặc tính thu hoạch cuốn chiếu, dự kiến năm 2018 sẽ chỉ có trung bình 2000 ha Thanh Long được thu hoạch và đến năm 2019, toàn bộ 2.988 ha Thanh Long HNG đang trồng sẽ được thu hoạch. Thanh Long sẽ đóng góp rất lớn vào kết quả kinh doanh 2018 với dự kiến 1.717 tỷ Doanh thu và 1.059 tỷ LN gộp.

Biểu 21: Dự phóng KQKD Thanh Long

	2017	2018	2019
Diện tích (ha)	500	1962	2988
Sản lượng (tấn)	9.000	49.050	74.700
Giá bán (VND)	35.000	35.000	35.000
Doanh thu (tỷ VND)	315	1,717	2,615
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	167	1,059	1,613
Biên LN Gộp	53,1%	61,7%	61,7%

(Nguồn: MBS Research)

Chanh Dây

Chanh dây là loại quả được HNG trồng thí điểm đầu tiên và đem lại hiệu quả bước đầu ở mảng trái cây cho HNG. Hiện tại, chanh dây của HAG được phân phối qua chợ đầu mối Bằng Tường tại tỉnh Quảng Tây, Trung Quốc.

Thị trường chanh dây Việt Nam hiện tại rất phân mảnh, người trồng chủ yếu là nông dân với diện tích nhỏ. Trung Quốc hiện tại hàng năm tăng cường nhập khẩu từ Việt Nam để đáp ứng nhu cầu trong nước. Đây là loại cây nhiệt đới khó trồng và kết đất, thường chỉ trồng tốt ở vùng Tây nguyên Việt Nam. Đây là lợi thế cạnh tranh của Việt Nam đối với loại quả này. Ngoài ra, vấn đề logistics cũng là vấn đề quan trọng đối với chanh dây khi mà thời gian bảo quản ngắn. Các doanh nghiệp có đầu tư logistic chở thẳng lên các chợ đầu mối như HAGL là một lợi thế.

Kết quả kinh doanh quý 3, Chanh dây chỉ đóng góp khoảng 100 tỷ doanh thu, thấp hơn hẳn mức 600 tỷ của nửa đầu năm 2017. Nguyên nhân là thời điểm Quý 3 là mùa mưa ở khu vực Tây Nguyên, Appateu. Vì vậy, chanh dây bị rụng quả nhiều dẫn đến tỷ lệ loại 1 thấp, chỉ khoảng 15%-20%. Đa phần đều phải sử dụng làm chanh múc. HNG cũng chủ động dưỡng cây để chuẩn bị cho mùa thu hoạch vào quý 4. Tính tổng 9T2017, HNG xuất khẩu 30.000 chanh dây, đem lại 700 tỷ doanh thu và 328 tỷ EBITDA, tỷ suất 46.8%.

Trở lại vào Quý 4:

Vào quý 4, kết thúc mùa mưa, dự kiến sản lượng chanh dây loại 1 sẽ tăng mạnh trở lại. Đồng thời vào quý 4, HNG cũng sẽ đưa vào tổng cộng 1159 ha chanh dây vào khai thác so với 800 ha nửa đầu năm 2017. Sang năm 2018, toàn bộ 1.635 ha sẽ được đưa vào khai thác.

	Quý 4 - 2017	2017	Kế hoạch 2017
Sản lượng (tấn)	12.565	42.565	56.250
Giá bán (VND)			
Doanh thu (tỷ VND)	292	992	1.050
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	140	468	437

(nguồn: MBS Research)

Biểu 22: Dự phóng KQKD Chanh Dây

	2017	2018	2019
Diện tích (ha)	1.159	1.635	1.635
Năng suất (tấn/ha)		35	
Sản lượng (tấn)	42.565	57.225	57.225
Giá bán (VND)	23.000	21.000	21.000
Doanh thu (tỷ VND)	992	1.202	1.202
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	524	572	572

(Nguồn: MBS Research)

Các loại trái cây khác

Trong năm 2018, các loại trái cây Thanh Long, Chuối, Chanh Dây và Ót sẽ đóng góp chủ lực vào kết quả kinh doanh của HNG. Tuy nhiên, từ năm 2018, các loại trái cây khác cũng bắt đầu thu hoạch và đóng góp chúng vào kết quả kinh doanh của HNG. Xoài, Mít, Ổi, Bưởi da xanh, nhãn, với diện tích hàng nghìn ha dự kiến sẽ bắt đầu thu hoạch từ năm 2018.

Các diện tích trồng lớn sẽ cho thu hoạch vào năm 2018 bao gồm Bưởi, Mít và Xoài. 7 Loại quả lớn nhất của HNG chiếm đến 85% diện tích trồng của HNG.

	Diện tích (ha)	Thời gian khai thác
Mít Thái	1.448	2018
Xoài	3.983	2018
Bưởi da xanh	1.684	2018
Dừa	1.198	2020
Khác	2.945	2019-2021

(Nguồn: HNG)

Đây đều là các loại trái cây rất tiềm năng cho xuất khẩu. Bưởi Da Xanh của Việt Nam không những ưa chuộng trong nước mà xuất khẩu lượng lớn qua Đức, Canada, Hà Lan, Nga, Trung Quốc, Nhật... với giá cao nếu quả đạt chất lượng. Xoài Cát Chu – Hòa Lộc là hai giống xoài đặc trưng của Việt Nam cũng được các nước ưa chuộng. Với diện tích trồng lớn, dự kiến các loại quả này sẽ đem về lợi nhuận lớn cho HNG từ năm 2019 trở đi.

Biểu 23: Dự phóng kết quả kinh doanh một số loại trái cây chính.

Mít Thái	2018	2019	2020	2021
Diện tích (ha)	773	1.448	1.448	1.448
Sản lượng (tấn)	15.460	34.752	57.920	57.920
Giá bán (VND)	20.000	20.000	20.000	20.000
Doanh thu (tỷ)	309	695	1.158	1.158
Lợi nhuận gộp	124	278	463	463

Xoài	2018	2019	2020	2021
Diện tích (ha)	736	2.000	3.983	3.983
Sản lượng (tấn)	3.698	15.072	40.021	40.021
Doanh thu (tỷ)	232	946	2.511	2.511
Lợi nhuận gộp	89	507	1.538	1.538

Bưởi da xanh	2018	2019	2020	2021
Diện tích (ha)		505	1.684	1.684
Sản lượng (tấn)	-	10.104	23.576	33.680
Giá bán (VND)	-	50.000	50.000	50.000
Doanh thu (tỷ)	-	505	1.179	1.684
Lợi nhuận gộp	-	202	472	674

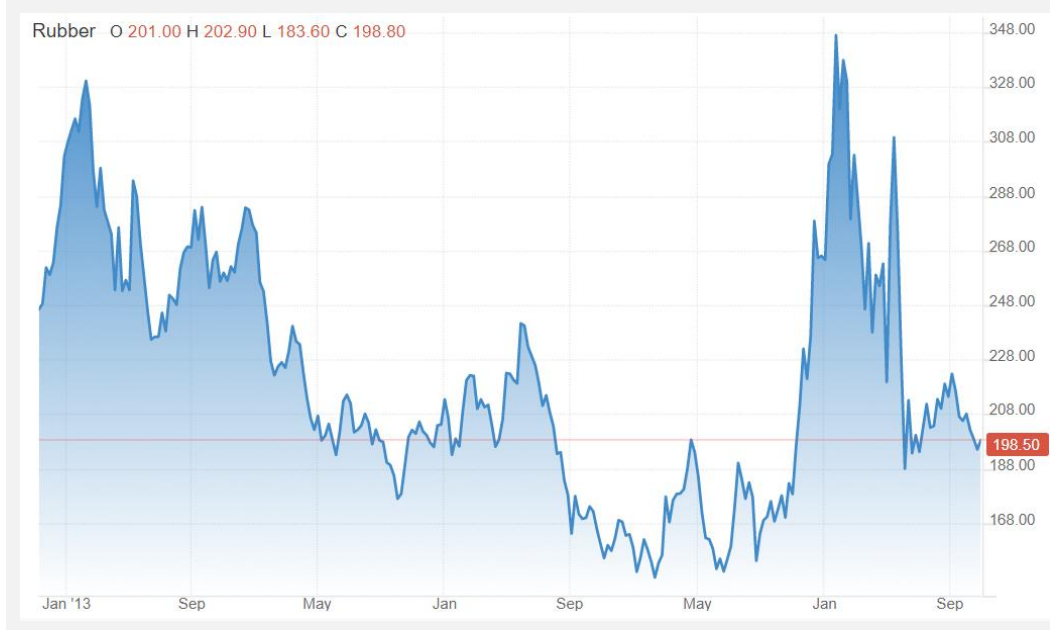
(Nguồn: MBS Research)

Cao Su

HNG bắt đầu trồng cao su từ cuối năm 2017 vào thời kỳ giá cao su đỉnh cao với diện tích gần 50.000 ha. Tổng mức đầu tư vào cao su hiện tại ở mức gần 10.000 tỷ. HNG bắt đầu khai thác cao su từ năm 2012. Tuy nhiên đến năm 2015, 2016 diễn biến giá cao su không thuận lợi khiến cho HNG phải cắt giảm khai thác. Đến năm 2017, HNG đã đẩy mạnh lại khai thác do diễn biến giá cao su thuận lợi. Hiện tại HNG đang khai thác lại hơn 11.000 ha cao su được trồng trước năm 2011.

Tuy nhiên, diễn biến giá Cao su đang khá thuận lợi cho các doanh nghiệp cao su từ đầu năm. Các doanh nghiệp cao su trên sàn cũng có giá bán cao từ đầu năm.

Biểu 24: Giá cao su thế giới



(Nguồn: Trading Economics)

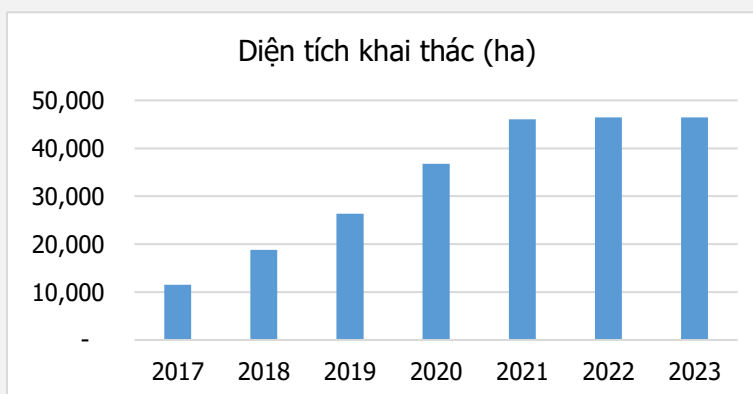
Kết quả kinh doanh của mảng cao su nửa đầu năm khai thác được 5.300 tấn, đạt doanh thu 212 tỷ, giá bán trung bình 40.1 triệu VND/tấn. Mảng cao su đem về lợi nhuận gộp 25 tỷ. Quý 3, HNG sẽ khai thác được 5.500 tấn cao. Vào quý 4, chúng tôi cho rằng HNG sẽ khai thác được 7.000 tấn cao su do Quý 4 là mùa cao điểm khai thác cao su. Về cơ bản, MBS cho rằng HNG có thể gần hoàn thành kế hoạch năm cho mảng cao su.

	1H2017	Quý 3 - 2017	Quý 4 - 2017	2017	Kế hoạch 2017
Sản lượng (tấn)	5.300	5.500	7.000	17.800	18.000
Doanh thu (tỷ)	212	189	280	701	745
Giá bán (triệu/tấn)	40.1		40		

(Nguồn: HNG, MBS Research)

Nếu giá cao su vẫn duy trì ở mặt bằng này, HNG sẽ tiếp tục đưa các vườn cây được trồng từ những năm tiếp theo vào khai thác. Diện kiến năm 2018, sẽ có khoảng gần 19.000 ha đưa vào khai thác và đến năm 2022, toàn bộ diện tích trồng của HNG gần 50.000 ha sẽ được đưa vào khai thác. Hiện tại, các vườn 6- 7 tuổi của HNG cho năng suất 1.4 tấn / ha trong khi các vườn 8-9 tuổi cho năng suất 1.7- 1.8 tấn / ha.

Biểu 25: Diện tích cao su dự kiến khai thác của HNG



(Nguồn: HNG, MBS Research)

Biểu 26: Dự phóng KQKD Cao Su

	2017	2018	2019	2020	2021
Diện tích (ha)	12.676	19.958	27.527	37.977	47.203
Sản lượng (tấn)	15.211	23.950	33.032	45.573	56.643
Giá (VND)	40	40	40	40	40
Doanh thu (Tỷ VND)	608	958	1.321	1.823	2.266
LN gộp (Tỷ VND)	114.1	179.6	247.7	341.8	424.8
Biên LN Gộp	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%

(nguồn: MBS Research)

Bò Thịt – Tiếp tục bị co hẹp. Bắp và cò dậu có thể bị thay thế bằng trái cây

Màng bò tiếp tục bị cắt giảm do HNG thiếu vốn lưu động và chuyển hướng tập trung vào trái cây.

Đơn vị: Tỷ VND	2015	2016	1H2016	1H2017
Doanh thu bò	2.541	3.537	1.864	436
Lợi nhuận gộp	743	345	211	73

(Nguồn: HNG)

Doanh thu 6 tháng đầu năm giảm -77% xuống còn 436 tỷ. Lợi nhuận gộp giảm còn 73 tỷ. Quy mô đàn bò giảm xuống chỉ còn khoảng 30.000 con trong khi năm 2016 là hơn 120.000 con. Chúng tôi cho rằng mảng kinh doanh này sẽ bị HNG cắt giảm dần trong những năm tới và chỉ tập trung vào trái cây.

Diện tích bắp và cò dậu đã trồng, khả năng HNG cũng sẽ chặt bỏ và chuyển qua trồng trái cây trong những năm tới.

Ớt – Cây trồng ngắn ngày đem lại hiệu quả cao

Loại cây này là loại cây ngắn ngày, dễ trồng chỉ sau 3 tháng là có thể thu hoạch. HAGL trồng ớt từ tháng 8/2017 với diện tích 700 ha. Giống ớt trồng là ớt chỉ thiên Dự kiến đến tháng 12 sẽ có đợt thu hoạch đầu tiên, liên tục đến tháng 3 /2018.

Dự kiến vào cuối tháng 11, diện tích trồng ớt của HNG sẽ lên đến 1.990 ha.

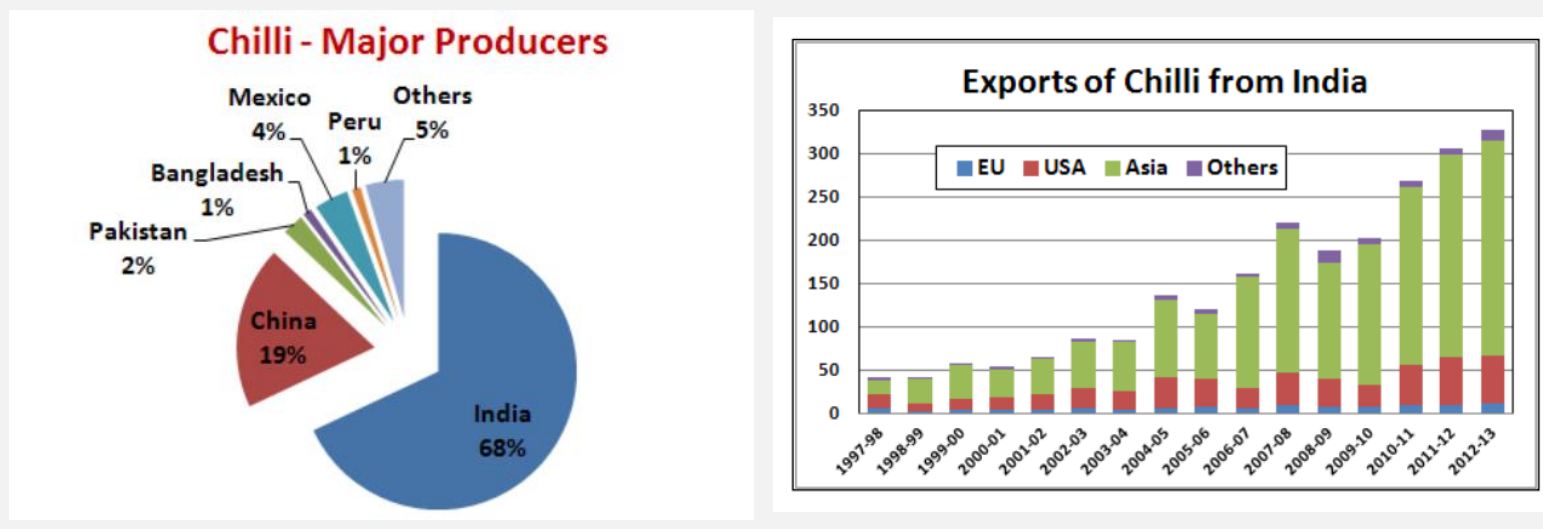
Biểu 27 – Hình ảnh trồng ớt của Hoàng Anh Gia Lai sau 20 ngày xuống giống



(Nguồn: MBS research)

Trung Quốc và Ấn Độ là 2 nước sản xuất ớt lớn nhất thế giới, chiếm 87% tổng sản lượng, đồng thời cũng là hai thị trường tiêu thụ lớn nhất thế giới với dân số lớn và khẩu vị ăn cay. Ấn Độ cũng là quốc gia xuất khẩu lớn nhất thế giới. Khoảng 70% ớt của Ấn Độ được xuất khẩu sang các nước châu Á. Hàng năm Trung Quốc vẫn phải nhập khẩu ớt của Ấn Độ và các nước lân cận như Việt Nam để tiêu dùng trong nước.

Biểu 28 – Top các nước sản xuất ớt và Khu vực nhập khẩu Ớt từ Ấn Độ



(Nguồn: MBS research)

Tại Việt Nam, giống ớt chỉ thiên được trồng nhiều tại vùng Trà Vinh và Đồng Tháp. Giá Ớt chỉ thiên hiện ổn định ở mức 20.000-30.000 VND/kg thương lái thu mua tại vườn. Thời điểm cận tết năm 2017, giá có lúc lên đến 60.000-70.000 VND/kg tại vườn.

Dự phóng KQKD Ớt

Ớt	2017	2018	2019	2020	2021
Diện tích (ha)		1.805	1.805	1.805	1.805
Sản lượng (tấn)	525	36.100	36.100	36.100	36.100
Giá bán (VND)	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000
Doanh thu (Tỷ)	13	903	903	903	903
Lợi nhuận gộp (tỷ)	5	361	361	361	361

Dự phóng kết quả kinh doanh

Biểu 29: Dự phóng doanh thu HNG

Đơn vị: Tỷ VND	2017	2018	2019	2020	2021
Doanh thu	4.065	8.393	12.349	16.322	17.783
Trái cây	1.993	5.383	9.275	12.746	13.764
Chanh leo	992	1.202	1.202	1.202	1.202
Thanh Long	315	1.717	2.615	2.615	2.615
Chuối	686	1.923	2.543	2.543	2.543
Xoài	-	232	946	2.511	2.511
Bưởi	-	-	505	1.179	1.684
Mít	-	309	695	1.158	1.158
Khác	-	-	769	1.539	2.052
Cao su	608	958	1.321	1.823	2.266
Ớt	13	903	903	903	903
Bò	900	600	300	300	300
Bán hàng hóa	550	550	550	550	550

Biểu 30: Dự phóng Lợi Nhuận Gộp HNG

Đơn vị : Tỷ VND	2017	2018	2019	2020	2021
Lợi nhuận gộp	1.278	3.397	5.304	7.192	7.682
Trái cây	971	2.628	4.517	6.310	6.718
Chanh leo	524	572	572	572	572
Thanh Long	167	1.059	1.613	1.613	1.613
Chuối	280	784	1.036	1.036	1.036
Xoài	-	89	507	1.538	1.538
Bưởi	-	-	202	472	674
Mít	-	124	278	463	463
Khác	-	-	308	615	821
Cao su	114	180	248	342	425
Ốt	5	451	451	451	451
Bò	150	100	50	50	50
Bán hàng hóa	39	39	39	39	39

(Nguồn: MBS Research)

Dự kiến trái cây sẽ đóng góp 49% doanh thu của HNG năm 2017 và khoảng 70% từ 2018 trở đi. Trong khi đó, Lợi nhuận gộp sẽ đóng góp khoảng 78% năm 2017 và gần 80% các năm sau đó.

Dự phóng kết quả kinh doanh của HNG.**Biểu 31: Dự phóng KQKD HNG**

Đơn vị: Tỷ VND	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
Doanh thu	4.791	4.065	8.393	12.349	16.322
Tăng trưởng		-15.2%	106.5%	47.1%	32.2%
Biên LN Gộp	4.3%	31.5%	40.5%	43.0%	44.1%
Lợi nhuận gộp	207	1.278	3.397	5.304	7.192
Chi phí bán hàng và quản lý	(296)	(642)	(772)	(1.136)	(1.502)
EBIT	-89	636	2.625	4.168	5.690
Lợi nhuận tài chính	305	1.464	205	205	205
Chi phí tài chính	-929	-820	-750	-700	-600
LN từ HĐKD	(713)	1.280	2.080	3.673	5.295
Lợi nhuận khác	-588	50	0	0	
LNTT	(1.301)	1.330	2.080	3.673	5.295
Thuế TNDN	13	-	(416)	(735)	(1.059)
LNST	(1.287)	1.330	1.664	2.939	4.236
EPS (VND)		1.451	1.815	3.205	4.621
PE			5.2	3.0	2.1

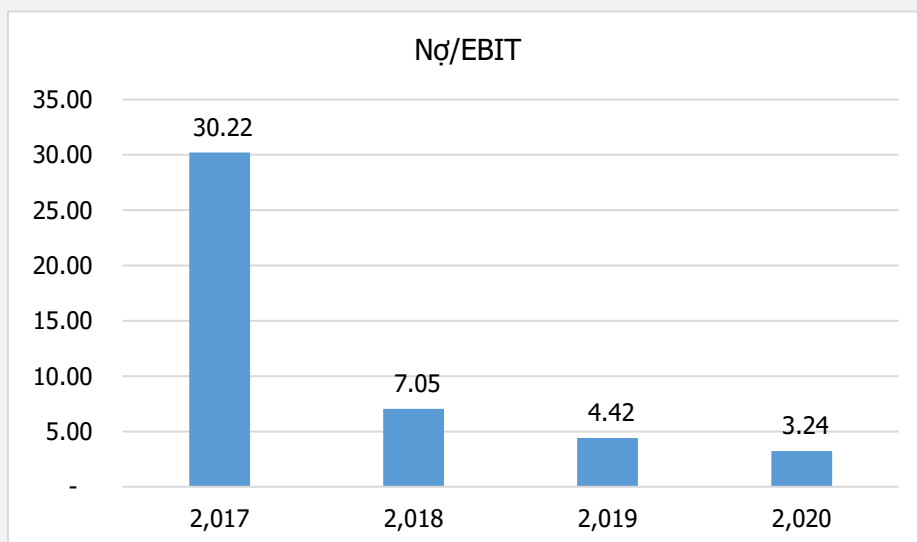
Lưu ý là trong Quý 4 -2017, HNG sẽ phát hành tổng cộng 149.7 cổ phiếu trong đó 119.7 cổ phiếu là để hoán đổi nợ và 30 triệu cổ phiếu phát hành riêng lẻ. Với đợt phát hành này, lượng cổ phiếu của HNG sẽ tăng lên 916.8 triệu cổ phiếu vào cuối năm 2017. Chúng tôi ước tính HNG có thể đạt 1.719 tỷ LNST năm 2018 và 3.133 tỷ vào năm 2019.

Tình hình tài chính sẽ được cải thiện mạnh

Dự kiến sau khi phát hành hoán đổi nợ và riêng lẻ, dự nợ của HAGL sẽ tiếp tục giảm xuống.

Với triển vọng trái cây tươi sáng, chúng tôi dự phóng tỷ lệ Nợ/EBIT của HNG sẽ giảm xuống mạnh chỉ còn 7.05 lần. Một mức tương đối hợp lý.

Biểu 32: Diện tích cao su dự kiến khai thác của HNG



(Nguồn: MBS Research)

Định giá:

Biểu 33: So sánh chỉ số các công ty cùng ngành

Cổ phiếu	Công ty	PE	EV/EBITDA	ROE
FDP US Equity	Fresh Del Monte Produce Inc	15,7	9,5	7,86%
CVGW US Equity	Calavo Growers Inc	34,1	19,1	15,95%
TOT ID Equity	Total Produce PLC	19,0	12,4	14,95%
BBTC In Equity	BomBay Burmah Trading Co	26,5	10,6	20,41%
PFGC US Equity	Performance Food Group Co	25,0	12,1	11,14%
DFM AU Equity	Dongfang Modern Agrei Holding	3,6	2,4	24,25%
LMNR US Equity	Limoneria Co	40,4	20,4	7,22%
DGL NZ Equity	Delegat Group Ltd	17,7	11,9	13,85%
CGC AU Equity	Costa Group Holding Ltd	35,1	22,0	15,07%
PAN VN Equity	PAN GROUP	10,3	15,2	6,96%
NAF VN Equity	Nafoods Group	11,6	10,2	3,93%
Trung vị		19,0	12,1	13,9%
Trung bình		21,7	13,2	12,9%

(Nguồn: Bloomberg)

Chúng tôi sử dụng mức chiết khấu 30% đối với các công ty cùng ngành đối với cổ phiếu HNG do

- Thứ nhất, HNG vẫn đang trong giai đoạn khó khăn, tỷ suất sinh lời ROE chưa đạt các công ty cùng ngành.
- Thứ hai, chúng tôi chiết khấu các mức định giá cho các mảng kinh doanh và tài sản kém là cao su, bò, cọ dầu.

Mức PE và EV/EBITDA đối với HNG sau khi chiết khấu 30% lần lượt sẽ là 13.3 lần và 8.46 lần

Định giá theo PE

	Giá trị
EPS 2018 (VND)	1.815
PE (lần)	13.3
Giá cổ phiếu (VND)	24.140

Định giá theo EV/EBITDA

(Đvt: Tỷ VND)	Giá trị	
EBITDA 2018 forward	3.575	
EV/EBITDA	8.46	
EV Value	30.245	
(-) Nợ vay	(14.755)	
(-) Phải trả tiền vay	(3.965)	
(+) Tiền mặt	30	
(+) Cho vay	1.145	Chiết khấu 50%
(+) Đầu tư tài chính	452	Chiết khấu 50%
Giá trị VCSH	13.153	
Số cổ phiếu (triệu cp)	917	
Giá cổ phiếu (VND)	14.346	

Trong mô hình EV/EBITDA, chúng tôi sử dụng mức chiết khấu 50% đối với các khoản cho vay công ty liên quan và đầu tư tài chính vì không chắc chắn khả năng thu hồi của các khoản này.

Tổng hợp định giá

	Tỷ trọng	Giá cổ phiếu
Phương pháp PE	50%	21.140
EV/EBITDA	50%	14.346
Tổng hợp (VND/cp)		19.243

Rủi ro

- Rủi ro thời tiết**

Đây là rủi ro đáng ngại nhất với nông sản. Thời tiết bất lợi có thể khiến cây trồng giảm sản lượng hoặc chết cây trồng. Mùa mưa vừa rồi làm ảnh hưởng sản lượng chanh leo trong quý 3 tác động đến lợi nhuận doanh nghiệp. Tuy nhiên, vùng trồng của HAGL cũng có lợi thế nhất định so với đối thủ khi không bị bão. Vùng trồng chuối Philippines và Trung Quốc thường xuyên chống chọi với đợt bão lớn, gây ảnh hưởng nặng nề. Ngoài ra, HAGL cũng phân tán vùng trồng ra 3 nước là Lào, Campuchia và Việt Nam để giảm thiểu rủi ro diện rộng.

- Rủi ro quản lý chất lượng, bệnh dịch**

Rủi ro liên quan đến bệnh dịch có thể làm trái cây mất mùa, gây ảnh hưởng diện rộng. Việc áp dụng tiêu chuẩn Global G.A.P giúp giảm thiểu rủi ro này. Ngoài ra, việc phân tán vùng trồng sẽ giúp tránh lây lan ra diện rộng. HAGL hiện có 100 trang trại tách biệt cho việc trồng các loại cây này.

- Rủi ro giá – mùa vụ**

Rủi ro về giá là luôn hiện hữu với trái cây. Nhất là các loại mang tính mùa vụ cao. HAGL đa dạng hóa rủi ro này bằng việc trồng nhiều loại trái cây khác nhau để có bù trừ từng mùa vụ. Ngoài ra, đối tác của HNG cũng là đối tác lớn nên sẽ có giá ổn định hơn so với nông dân.

- Rủi ro tỷ giá**

Do HAGL chủ yếu hiện tại giao thương với Trung Quốc, nên rủi ro đồng NDT mất giá có thể làm giảm sức cạnh tranh của hàng hóa HAGL trong nội địa

- Xung đột với Trung Quốc**

Rủi ro xung đột với Trung Quốc có thể khiến hàng hóa Việt Nam bị cấm biên xuất khẩu sang Trung Quốc, ảnh hưởng tới hàng hóa của HAGL. Tuy nhiên, do phân bố tại cả Việt Nam, Lào, Campuchia nên rủi ro này cũng được giảm thiểu đáng kể.

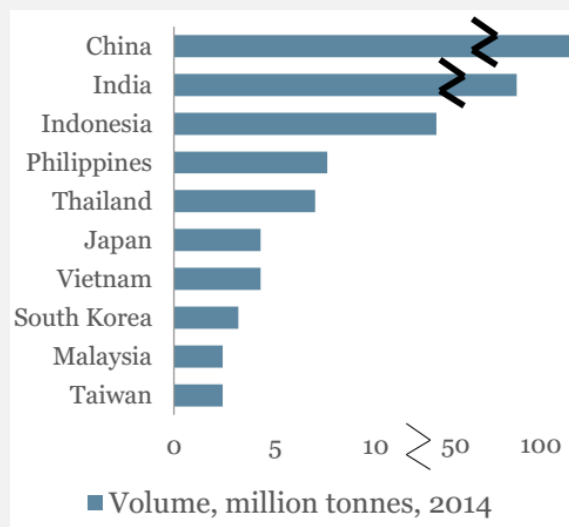
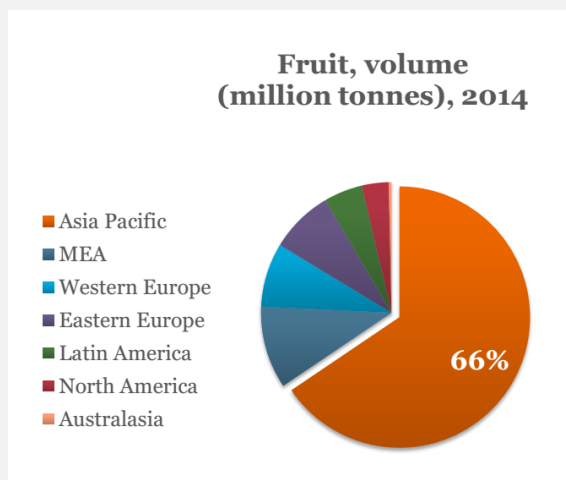
- Rủi ro trích lập vườn cây cọ dầu**

Khả năng HNG sẽ chặt bỏ vườn cây cọ dầu và chuyển sang trồng trái cây là cao. Khi đó, HNG sẽ phải trích lập dân cho diện tích vườn cây bị chặt. Tổng mức đầu tư cho cọ dầu hiện tại khoảng 3.000 tỷ.

Phụ lục

Thị trường trái cây Trung Quốc

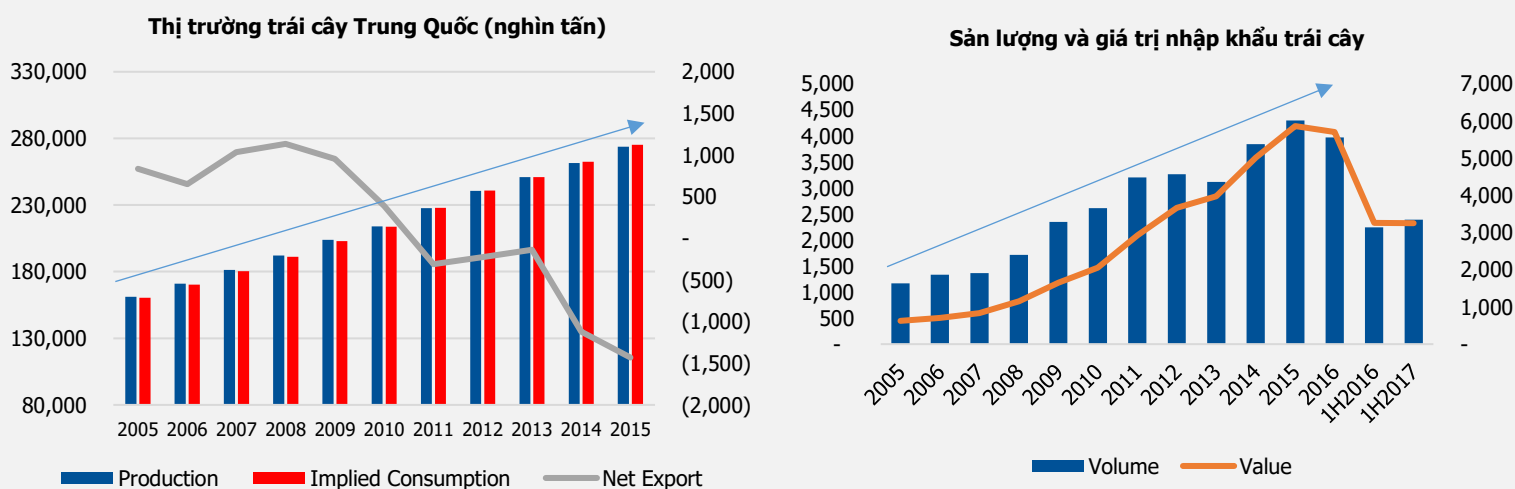
Biểu 34 – Thị trường trái cây tươi châu Á



(Nguồn: Euromonitor)

Châu Á là khu vực tiêu thụ trái cây chủ yếu trên thế giới, chiếm 66% sản lượng. Trong đó, Trung Quốc hiện tại là quốc gia tiêu thụ trái cây lớn nhất tại Châu Á, chiếm 55% tổng sản lượng tiêu thụ. Đứng thứ 2 là Ấn Độ với 22% sản lượng tiêu thụ. **Đây là thị trường tiêu thụ trái cây khổng lồ với 1.4 tỷ dân số.**

Biểu 35 – Tiêu thụ trái cây Trung Quốc và nhập khẩu

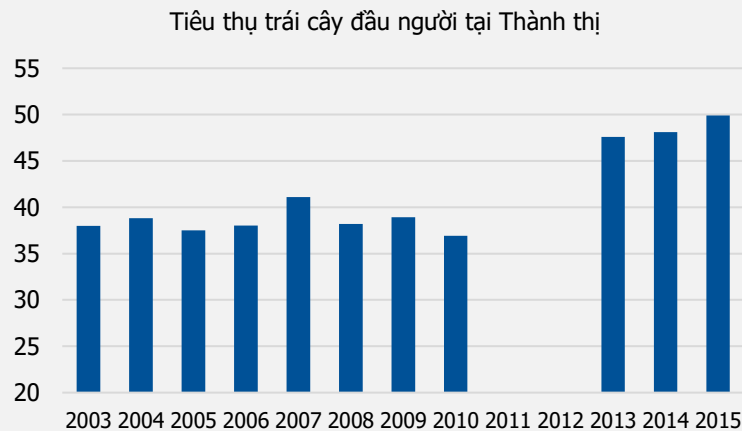
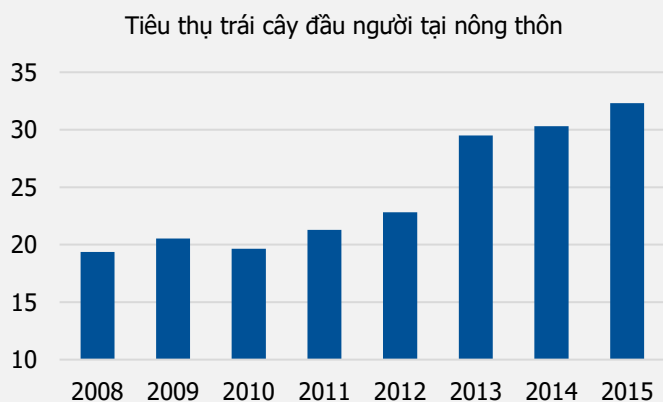


(Nguồn: Bloomberg, Bộ nông nghiệp TQ)

Trong vòng 10 năm, sản lượng sản xuất và tiêu thụ trái cây của Trung Quốc tăng trưởng trung bình 5.5% mỗi năm. Tuy nhiên, kể từ năm 2010, xu hướng tiêu dùng thay đổi khi Trung Quốc chuyển dịch từ nhập khẩu ròng sang xuất khẩu ròng Trái Cây. Nhập khẩu cũng mới chỉ chiếm 1.6% trong tổng lượng tiêu thụ của Trung Quốc.

Thị trường xuất khẩu tăng trưởng trung bình 14% / năm. Hiện tại, giá trị thị trường trái cây nhập khẩu Trung Quốc đạt gần 6 tỷ USD.

Biểu 36 – Tiêu thụ trái cây đầu người tại thành thị và nông thôn (kg/người/năm)

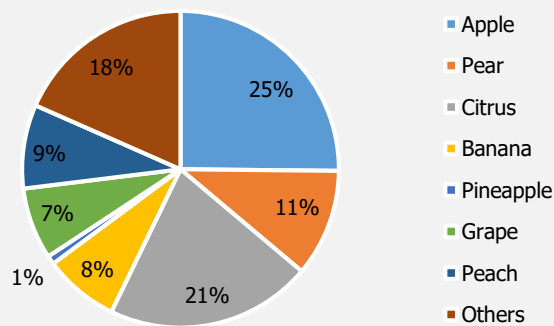


(Nguồn: Bộ nông nghiệp Trung Quốc)

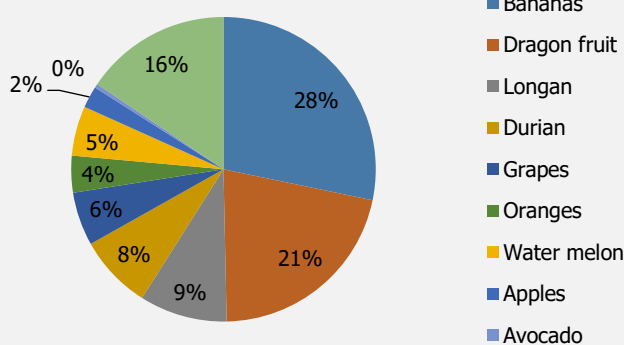
Tiêu thụ trái cây trên đầu người tại hai khu vực nông thôn và thành thị đã gia tăng mạnh so với giai đoạn trước. Người dân Trung Quốc cũng theo xu hướng của các nước phát triển tiêu thụ nhiều trái cây hơn trong bữa ăn.

Biểu 37 – Các loại trái cây Trung Quốc sản xuất và nhập khẩu

Sản lượng trái cây Trung Quốc (2014)



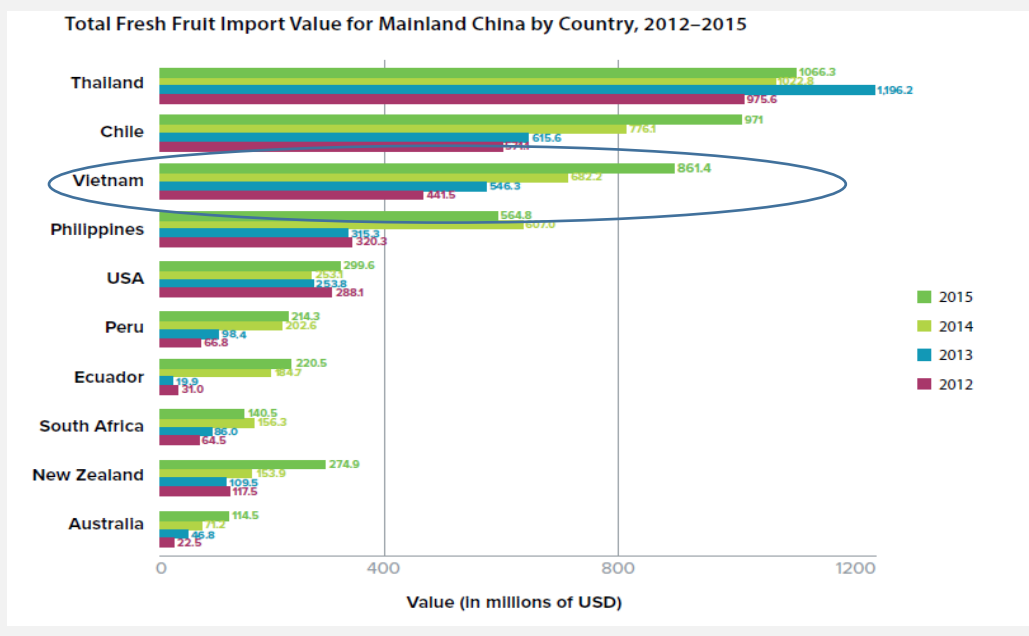
Sản lượng trái cây nhập khẩu (2015)



(Nguồn: Bộ NN TQ, MBS research)

Trung Quốc với khí hậu ôn đới chủ yếu sản xuất các loại hoa quả ôn đới như Táo, Lê, Cam, Chuối, Dứa. Trong khi đó, họ nhập khẩu phân khúc khác là các loại quả trồng ở vùng nhiệt đới như Chuối, Thanh Long, Long Nhãn. Các loại quả như Cam, Nho, Táo cao cấp cũng được nhập khẩu về từ các nước tiên tiến. **Kinh doanh hoa quả nhập khẩu là một ngành hàng mới tăng trưởng nhanh tại Trung Quốc do người dân ngày càng ưa chuộng các loại hoa quả nhập khẩu.**

Biểu 05 – Top các nước xuất khẩu Trái Cây vào Trung Quốc



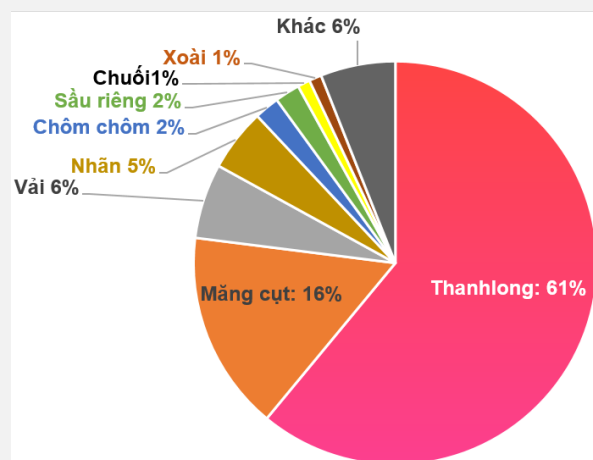
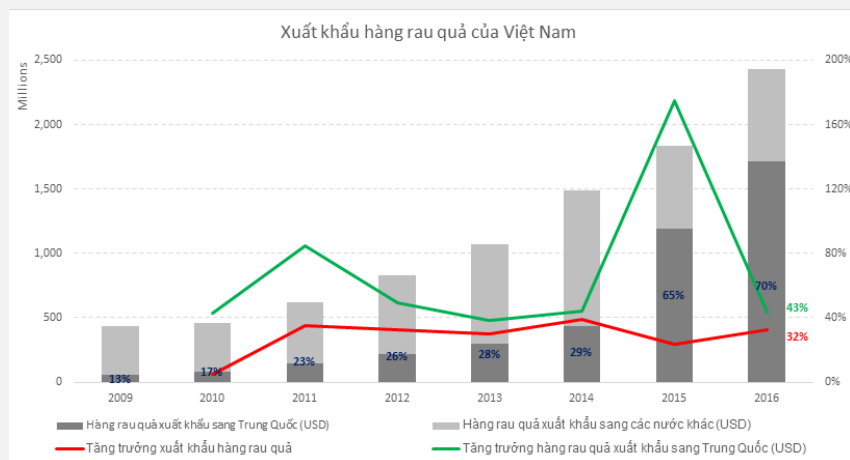
(PMA Research)

Việt Nam là nước hàng đầu riêng với Trung Quốc cũng được hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng tiêu dùng này. Với thế mạnh là các loại hoa quả nhiệt đới, Việt Nam là nước xuất khẩu hoa quả lớn thứ 3 vào Trung Quốc.

Giá trị rau quả xuất khẩu tăng trưởng trung bình 30% /năm. Các loại quả được xuất khẩu chính là Thanh Long, Mãng cụt, Vải, Nhãn.

Chúng tôi cho rằng, xu hướng tiêu dùng này sẽ còn tiếp tục tăng trưởng mạnh khi người tiêu dùng Trung Quốc đang dần thay đổi thói quen tiêu dùng của mình.

Biểu 38 – Xuất khẩu rau quả của Việt Nam và Tỷ trọng các loại hoa quả xuất khẩu



(Nguồn: Hải quan VN, MBS Research)

Thực tế cho thấy rằng người Trung Quốc nhờ 30 năm liên tục tăng trưởng cao ở mức trung bình 10%/năm đã trở thành quốc gia có mức thu nhập cao trên thế giới. Năm 2012, 90% số hộ gia đình

ở mức thu nhập thấp hơn 9000 usd/năm. Đến năm 2012, 54% hộ gia đình thuộc tầng lớp trung lưu trong khi chỉ còn 29% là tầng lớp thu nhập thấp. Dự kiến đến 2022, 54% hộ gia đình Trung Quốc sẽ thuộc tầng lớp khá giả với thu nhập bình quân từ 16.000-34.000 USD/năm.

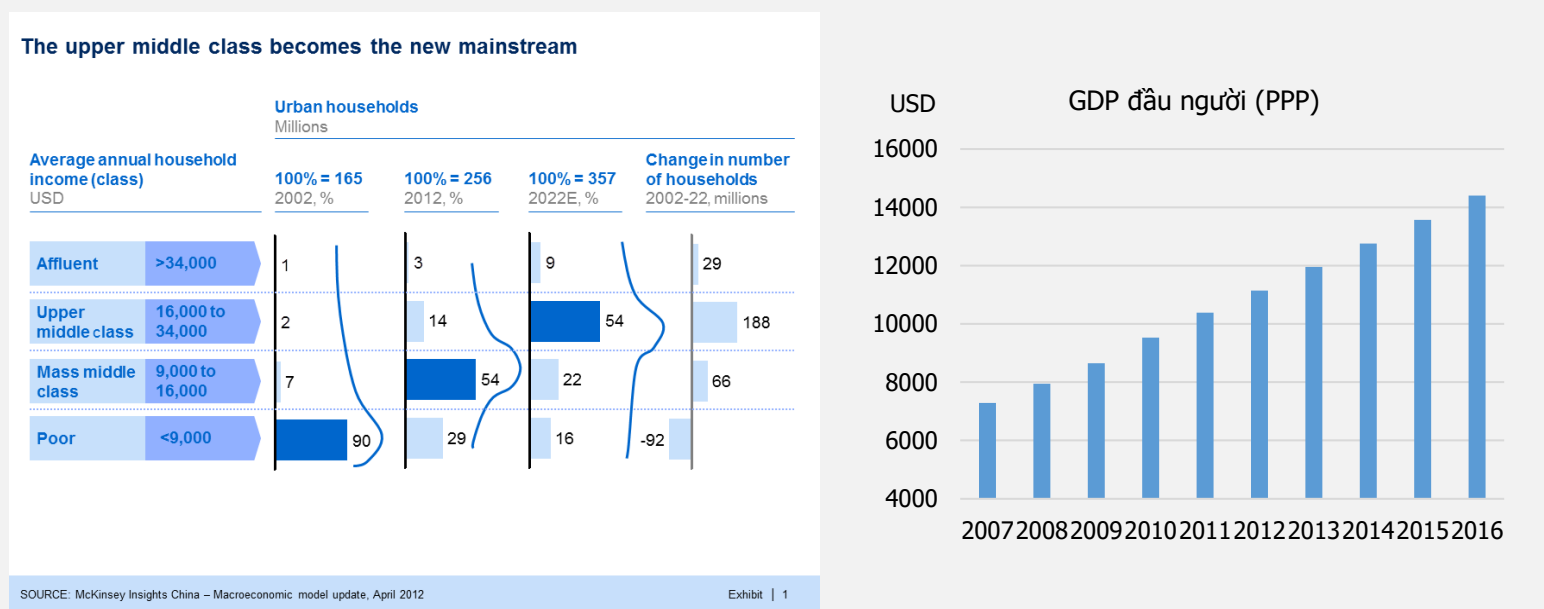
Với việc chuyển dịch tầng lớp, Xu hướng tiêu dùng của họ cũng có sự thay đổi. Người Trung Quốc đi du lịch khắp thế giới, đầu tư ở các quốc gia phát triển. Nhu cầu sống của người Trung Quốc cũng gia tăng, họ tiêu dùng những sản phẩm chất lượng cao hơn, những sản phẩm nhập khẩu.

Người tiêu dùng Trung Quốc cũng đang gia tăng quan ngại về các sản phẩm trong nước. Khảo sát của tổ chức Asia Fruit Congress cho thấy mỗi quan ngại của người Trung Quốc. 41% số người được hỏi trả lời đồng ý với câu hỏi " các sản phẩm tươi hiện tại không thực sự tươi"

Câu hỏi khảo sát	Số người đồng ý
Các sản phẩm tươi hiện nay không thực sự tươi	41%
Các sản phẩm tươi có vai trò lớn trong cuộc sống	77%
Mua nhiều sản phẩm tươi hơn nên có hệ thống gần nhà	80%

(Nguồn: Asia Fruit Congress)

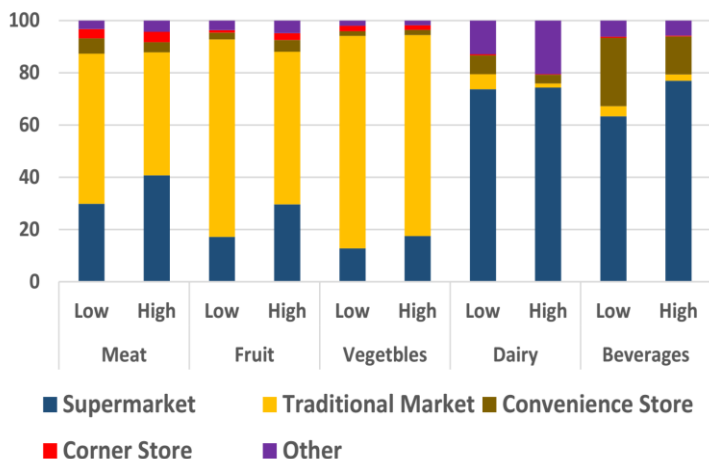
Biểu 39 – Thu nhập hộ gia đình Trung Quốc



(Nguồn: Trading economics, MBS Research)

Thay đổi trong thu nhập cũng làm cho các kênh phân phối có sự thay đổi lớn. Nhưng người thu nhập cao có xu hướng mua trái cây tại siêu thị cao hơn hẳn người có thu nhập thấp. **Để vào được những kênh phân phối như siêu thị, chuỗi bán lẻ hiện đại thì thực phẩm phải đảm bảo tiêu chuẩn vệ sinh thực phẩm, truy xuất nguồn gốc rõ ràng. Đây sẽ là lợi thế cho các doanh nghiệp sản xuất trái cây lớn.**

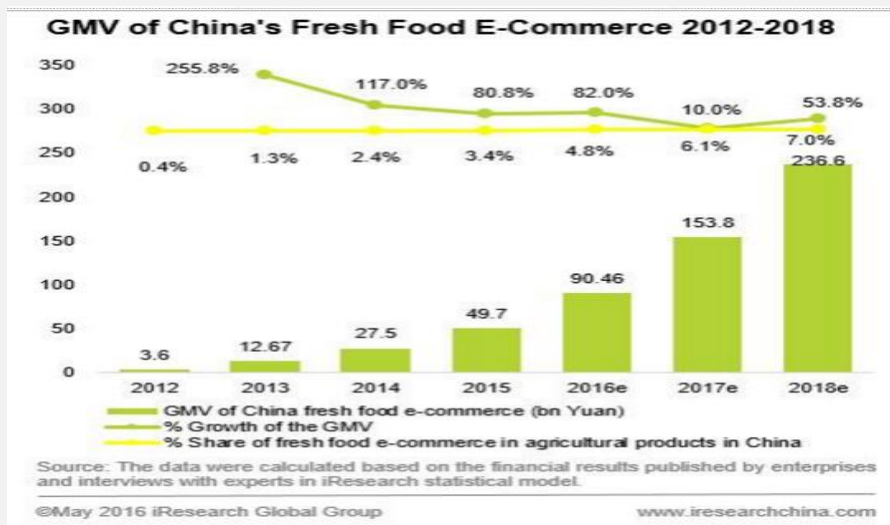
Biểu 40 – Khác biệt trong địa chỉ tiêu dùng của người thu nhập cao – thấp



(Nguồn Euromonitor)

Kênh bán hàng online cũng là phương thức phân phối đang bùng nổ tại Trung Quốc. Doanh số bán thực phẩm tươi online của Trung Quốc trong 5 năm đã tăng gần 30 lần. Xu hướng này dự báo tiếp tục bùng nổ nhờ thương mại điện tử.

Biểu 41 – Doanh số bán hàng thực phẩm tươi qua kênh online.



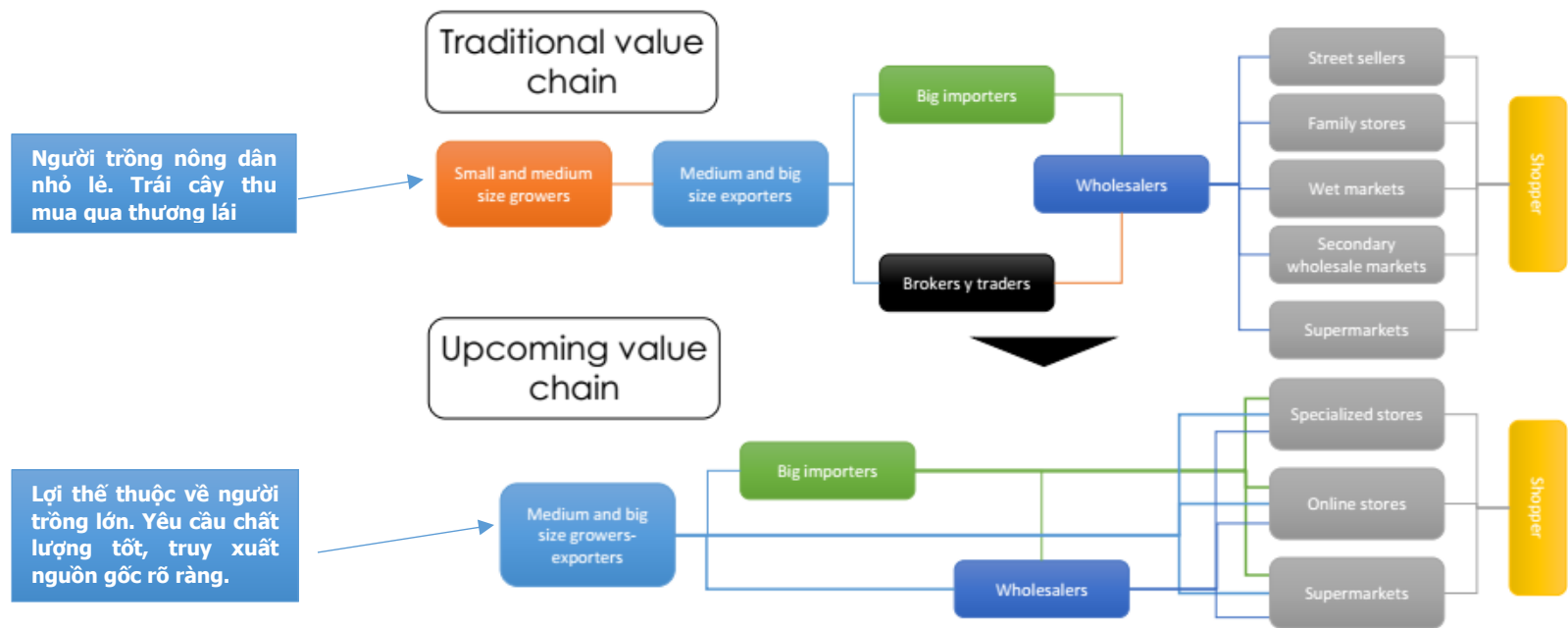
(Nguồn: iresearchchina.com)

Ngoài siêu thị, các chuỗi bán lẻ chuyên trái cây cũng đang bùng nổ ở Trung Quốc. Một số chuỗi điển hình như City Shop, Ole', City Super. Các chuỗi này có giá bán trái cây cao hơn cả siêu thị.



Cuộc chơi sẽ là của người chơi lớn

Với những sự thay đổi trong các xu hướng tiêu dùng và cách thức phân phối, thị trường trái cây nhập khẩu Trung Quốc sẽ có những thay đổi đáng kể. Cách thức gom hàng từ hồ nông dân nhỏ lẻ, diện tích nhỏ rồi xuất khẩu qua nhiều khâu sẽ nhường chỗ cho các nhà xuất khẩu lớn đủ điều kiện để bán hàng tại các cửa hàng trái cây cao cấp, siêu thị và bán online.



(Nguồn: PMA Research)

Liên hệ

MBS Equity Research

Phạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) - Trưởng bộ phận

Nguyễn Thị Huyền Dương – (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam

Ngân hàng

Phạm Thiên Quang (Quang.PhamThien@mbs.com.vn)

Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Nguyễn Thị Huyền Dương (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn)

Nguyễn Thạch Thảo (Thao.NguyenThach@mbs.com.vn)

Lâm Trần Tân Sĩ (Si.LamTranTan@mbs.com.vn)

Điện, Công nghiệp, Xây dựng

Nguyễn Ngọc Hoàng (Hoang1.NguyenNgoc@mbs.com.vn)

Cảng biển, Dầu khí, Vật liệu xây dựng

Phí Quốc Tuấn (Tuan.PhiQuoc@mbs.com.vn)

Cao su, Săm lốp

Trần Trọng Đức (Duc.TranTrong@mbs.com.vn)

Bất động sản, Bảo hiểm

Dương Đức Hiếu (Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)

MBS Institutional sales

Nguyễn Thị Minh Phương (Phuong2.NguyenMinh@mbs.com.vn)

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi [(giá mục tiêu – giá hiện tại) + cổ tức]/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

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

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 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.