

MUA

CTCP Nông nghiệp Quốc tế HAGL – HNG In Fruit They Trust

BSC

Định giá

Khuyến nghị

Giá mục tiêu	20,086
Giá đóng cửa 11/7/2017	10,100
Upside	98%

Dữ liệu thị trường

Số lượng CP lưu hành	767,143,895
Vốn hóa (tỷ đ)	8,554
KLGD TB	2.75 triệu

Cơ cấu cổ đông

HAG	64.8%
Cao su An Thịnh	4.11%
Cao su Cường Thịnh	3.58%

Diễn biến giá



Thực hiện: BSC HCM Research

HNG được thành lập từ năm 2010, HNG đóng vai trò quan trọng trong chiến lược kinh doanh cốt lõi của HAG với việc phát triển mảng Nông nghiệp, xét trong giai đoạn 2012 – 2016, tỷ trọng doanh thu của HNG trên doanh thu HAG hợp nhất tăng từ 3.04% (2012) lên mức 74.16% (2016), cho thấy sự dịch chuyển trọng tâm sang mảng Nông nghiệp của HAGL.

HNG là cổ phiếu gây nhiều quan điểm trái chiều do hoạt động kinh doanh trái cây quy mô lớn. Công ty đã thu được những kết quả đầu tiên từ chanh dây. Nếu các loại trái cây khác được trồng và tiêu thụ thành công thì lợi nhuận và dòng tiền sẽ có sự cải thiện lớn, đi kèm với mức chấp nhận giá của NĐT tăng.

Trong trường hợp thuận lợi KQKD sẽ tăng trưởng mạnh từ 2018, EPS 2018 có thể đạt 2,511 đồng với các thông số về kế hoạch thị trường và diện tích khai thác của doanh nghiệp. Khi đó mức giá hợp lý cho mỗi cổ phiếu HNG năm 2018 là 20,086 VND/cp (~ P/E 8x). Ngược lại nếu hoạt động kinh doanh trái cây không thành công, thì DN sẽ đứng trước khó khăn rất lớn về cả tài chính và mô hình kinh doanh, đi kèm với mức giá cổ phiếu thấp hơn đáng kể trước.

Điểm nhấn đầu tư

- Diện tích dự án trái cây lớn (18,686 ha), trái dọc 3 nước Đông Dương, lợi thế khí hậu nhiệt đới
- Lợi nhuận = Trồng cây + logistic. Lợi thế từ chuỗi cung ứng hoàn thiện, giữ biên lợi nhuận ở mức cao.
- Nhu cầu trái cây nhiệt đới tăng mạnh tại Trung Quốc do thay đổi chế độ ăn uống khoa học và thu nhập bình quân tăng

Catalyst

- Hoàn thành quá trình tái cấu trúc Nợ vay
- Chuyển nhượng các tài sản chưa hiệu quả (mía đường...)
- Đa dạng hóa thị trường tiêu thụ thành công

Rủi ro đầu tư

- Thị trường, biến động giá, sản lượng và chất lượng trái cây
- Áp lực dòng tiền lớn nếu dự án trái cây không thuận lợi
- Hợp nhất từ Cty chăn nuôi Gia Lai và Đại Thắng
- Cơ cấu cổ đông biến động do quá trình hoán đổi CP

Đơn vị: tỷ đồng	2012	2013	2014	2015	2016
DTT	134	1,630	2,212	4,731	4,776
Tổng tài sản	10,571	13,241	17,124	26,736	35,468
VCSH	5,311	6,204	6,855	9,749	10,484
Lợi nhuận gộp	40	915	1,028	1,237	510
LNST	3	685	736	744	(1,020)
Biên LNG	29.77%	56.13%	46.46%	26.15%	10.68%
ROA	0.03%	5.18%	4.30%	2.78%	-2.88%
ROE	0.05%	11.05%	10.73%	7.63%	-9.73%

Nguồn: BSC Research

Tổng quan ngành và doanh nghiệp

HNG là cổ phiếu gây nhiều tranh cãi và chứa nhiều rủi ro, do quy mô lớn và hoạt động kinh doanh trái cây. Giá trị chấp nhận của TTCK với doanh nghiệp sẽ phụ thuộc nhiều vào KQKD trong 1-2 năm tới đây. Trường hợp HNG thành công với các sản phẩm trái cây như đã làm với Chanh dây và như kế hoạch đề ra, KQKD có khả năng cải thiện mạnh từ 2018, dẫn đến EPS 2018 đạt 2,511 đồng, đi kèm với mức chấp nhận giá hợp lý cho mỗi cổ phiếu HNG năm 2018 là 20,086 VND/cp (~ P/E 8.0x). Ngược lại, các khó khăn tài chính và các hoạt động kinh doanh kém hiệu quả sẽ kéo mức chấp nhận giá của cổ phiếu về thấp hơn đáng kể.

Mảng Trái cây
Kỳ vọng cuối cùng

- **Quy mô trồng trái cây lớn, trái dọc tam giác Đông Dương:** Tính đến cuối tháng 5/2017, tổng diện tích trồng của HNG đạt 18,686 ha so với Del Monte (25,374ha) – nhà cung cấp chuối lớn thứ 3 thế giới. Lợi thế của doanh nghiệp trên 3 mặt **(1) quy mô, (2) khí hậu và (3) chu kỳ thu hoạch ngắn.**
- **HNG đang có lợi thế về chuỗi cung ứng.** nhờ lợi thế quy mô lớn, HNG có thể xây dựng chuỗi cung ứng hoàn chỉnh từ trồng cây đến khâu phân phối đến đầu mỗi tiêu thụ, giảm thiểu tình trạng bị ép giá, giữ mức biên lợi nhuận cao hơn trung bình.
- **Lực cầu tăng từ thị trường Trung Quốc:** sản lượng tiêu thụ trái cây nhiệt đới tại Trung Quốc tăng cao, trong đó, Việt Nam đang đứng thứ 3 top các nước xuất khẩu trái cây vào Trung Quốc đại lục, kỳ vọng nhu cầu sẽ tiếp tục tăng mạnh.
- **Case study Chanh Dây - liệu HAGL có thành công với chuỗi giá trị hoa quả.** Đây là loại quả được HAGL trồng sớm nhất và bắt đầu thu hoạch từ tháng 10/2016. Theo ước tính của doanh nghiệp, mang lại doanh thu gần 500 tỷ đồng trong 8 tháng qua. Xét theo 3 điểm nhấn phía trên về quy mô, chuỗi giá trị thì **HAGL đang thu được kết quả khá tốt với sản phẩm chanh dây nhờ (1) Quy mô sản lượng, (2) Chuỗi giá trị phân phối và (3) Nhu cầu từ thị trường đặc biệt là Trung Quốc.**
- **Doanh nghiệp đặt kỳ vọng KQKD từ 2017.** Theo kế hoạch năm 2017 (trong báo cáo thường niên 2016 của HAGL), doanh thu từ mảng trái cây sẽ đến chủ yếu từ (1) Chanh dây với sản lượng 56,250 tấn – DT 1,055 tỷ đồng / LNG 437 tỷ đồng, (2) Thanh Long với sản lượng 17,000 tấn – DT 680 tỷ đồng / LNG 303 tỷ đồng, (3) Chuối với sản lượng 50,000 tấn – DT 843 tỷ đồng / LNG 354 tỷ đồng. Đặc biệt từ 2018, diện tích khai thác sẽ tăng mạnh với 4 loại quả chính chanh dây, thanh long, xoài và chuối

An toàn Tài chính được cải thiện

- An toàn tài chính được cải thiện sau khi được tái cơ cấu Nợ từ cuối năm 2016, thoái vốn mảng mía đường.
- Chi phí hoạt động sẽ bị tăng cao trong những năm tới do phát sinh lợi thế thương mại. Lợi thế TM tăng trong năm 2016 là 2,837 tỷ đồng, ~ 390 tỷ cho việc trích lập lợi thế thương mại mỗi năm.

Rủi ro đầu tư

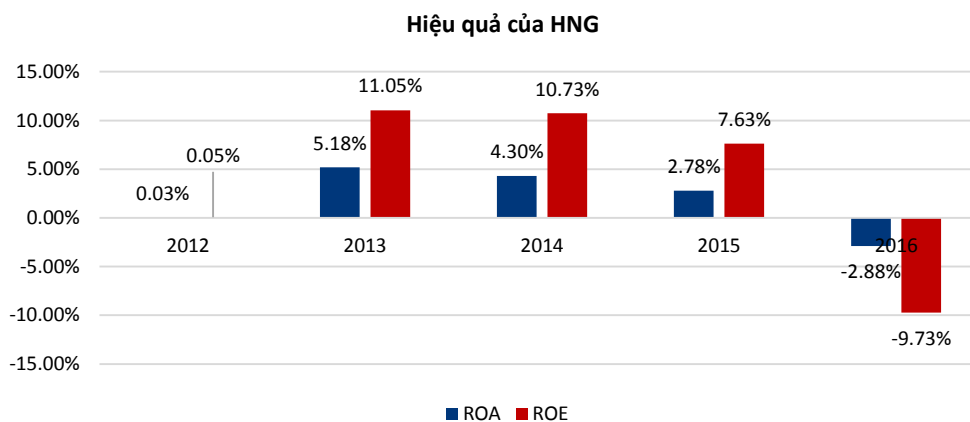
- Cao su: Chi phí sản xuất cao, khoảng 35 triệu đồng/tấn, Hiệu quả khai thác thấp do: Định hướng cơ hẹp cạo mủ và Thời tiết/ điều kiện đất đai không tốt.
- Rủi ro Hợp nhất Chăn nuôi Gia Lai và Đại Thắng vào HNG tăng lợi thế thương mại
- Rủi ro trồng và thu hoạch các loại trái cây không đạt chất lượng như kỳ vọng, giá bán không theo chiều hướng thuận lợi, phụ thuộc đối tác Trung Quốc,
- Rủi ro vay nợ lớn, khó khăn tài chính sẽ tiếp diễn nếu dự án trái cây không thuận lợi
- Thay đổi cơ cấu cổ đông. Do ảnh hưởng từ việc hoán đổi cổ phiếu HNG của HAGL, cơ cấu cổ đông của HNG sẽ còn nhiều thay đổi.

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Nông nghiệp Quốc tế Hoàng Anh Gia Lai, niêm yết trên sàn HSX với mã chứng khoán HNG, trước đây là CTCP Cao su Hoàng Anh Gia Lai phụ trách mảng Nông nghiệp. Hiện tại tỷ lệ sở hữu của HAG tại HNG giảm từ 70.45% xuống còn 64.80%. Năm 2016, HAGL lỗ 1,020 tỷ đồng nguyên nhân hoạt động kinh doanh không hiệu quả và gánh nặng chi phí lãi vay.

Sa lầy trong khó khăn

Nhìn lại giai đoạn 5 năm vừa qua 2012 – 2016, doanh thu thuần của HNG tăng từ 133.5 tỷ đồng (2012) lên mức 4,776 tỷ đồng (2016), tương ứng tốc độ tăng trưởng CAGR = 144.56%. Tuy nhiên, hiệu quả kinh doanh lại không được cải thiện tương ứng. Công ty đã triển khai các mảng kinh doanh nông nghiệp và lần lượt thu được kết quả không tốt như: cao su (48,793 ha), cọ dầu (29,307ha), mía đường (chuyển nhượng cho TTC năm 2017), bắp, chăn nuôi bò (122,740 con năm 2016)...



Nguồn: BCTC HNG, BSC Research

Tái cơ cấu Doanh nghiệp

Năm 2016, HNG đã chuyển hướng sang lĩnh vực trồng trái cây với tổng cộng 18,686 ha và 18 loại quả. Trong đó chanh dây đã bắt đầu kinh doanh từ T10/2016. Bên cạnh chanh dây, thanh long và chuối cũng có thể được thu hoạch và xuất bán trong năm 2017. Nếu so sánh với cao su và cọ dầu, trái cây là loại cây ngắn ngày thu hoạch nhanh, dòng tiền về sau 3 ngày xuất bán, biên lợi nhuận gộp trung bình lên đến 40%, giúp cải thiện vòng quay vốn của doanh nghiệp

Đầu năm 2016, HNG đã chuyển hướng sang mảng hoạt động mới là trồng và kinh doanh trái cây. Việc tái cơ cấu Nợ vào cuối năm 2016 cũng là cơ hội vực dậy doanh nghiệp sau giai đoạn sa lầy với các dự án cao su, dầu cọ,... Dự án Trái cây thành công hay không sẽ có tác động quyết định tới tương lai và vận mệnh của HNG cũng như công ty mẹ HAG.

Điểm nhấn đầu tư

Diện tích trồng trái cây quy mô lớn tại khu vực trái dọc 3 nước Đông Dương

HAGL sở hữu diện tích trồng trái cây quy mô lớn. HNG đã bắt đầu trồng cây ăn quả từ tháng 02/2016, tính đến tháng 5/2017, HAGL đã đầu tư 18,686 ha cho 18 loại cây ăn quả tại Việt Nam, Campuchia, Lào. Quy mô này dẫn đến lợi thế của doanh nghiệp trên 3 mặt **(1) quy mô, (2) khí hậu và (3) chu kỳ thu hoạch ngắn.**

(1) Quy mô lớn: so sánh với hai doanh nghiệp trái cây lớn nhất Thế giới là Del Monte (diện tích cây ăn trái sở hữu là 25,374 ha; diện tích đi thuê là 18,049 ha) và Dole Food (tổng diện tích cây ăn trái 47,348 ha) thì diện tích và quy mô của HNG đang ở mức tương đối lớn và tiềm năng so với khu vực. Nếu so sánh với các đơn vị trồng trái cây lớn tại khu vực châu Mỹ và Châu Âu, nông trại trồng táo/lê có diện tích lớn nhất là 3,642 ha, trồng nho có diện tích lớn nhất là 16,187 ha và trồng quả hỗn hợp có diện tích lớn nhất là 3,361ha, đều nhỏ hơn so với diện tích của HAGL. Nhờ vậy HAGL có lợi thế khi áp dụng tiêu chuẩn chất lượng (Global Gap) và lợi thế khả năng cung cấp cho đối tác

Diện tích trồng trái cây của Del Monte

Vị trí	Diện tích khai thác		Sản phẩm
	Diện tích sở hữu (ha)	Diện tích đi thuê (ha)	
Costa Rica	17,321	2,509	Chuối, Dứa, Dưa gang
Guatemala	3,723	1,619	Chuối, Dưa gang
Brazil	1,012	-	Chuối, loại khác
Chile	1,619	849.84	Trái cây ôn đới
Kenya	-	4,330	Dứa
Philippines	-	7,810	Chuối, Dứa
United States	1,700	931	Dưa gang, Cà chua và loại khác
Tổng cộng	25,374	18,049	

Nguồn: BCTN Del Monte, BSC Research (Del Monte là nhà cung cấp chuối lớn thứ 3 thế giới, 39% sản lượng chuối tiêu thụ trong năm 2016 được cung cấp bởi các trang tại do Công ty kiểm soát, phần còn lại mua từ bên ngoài)

(2) HNG tập trung vào các loại trái cây nhiệt đới, phù hợp khí hậu. Không chỉ có lợi thế về quỹ đất nông nghiệp trái rộng khu vực tam giác Đông Dương, HNG đang và sẽ tập trung vào các loại trái cây nhiệt đới, phù hợp với điều kiện khí hậu tự nhiên, bao gồm Thanh long, Chanh dây, Chuối và Xoài. Dự kiến đến cuối năm 2018, HNG sẽ đưa thêm Mít, Bưởi, Cam, Ổi vào tiêu thụ. Đây được coi là lợi thế cạnh tranh của HNG khi hướng tới thị trường xuất khẩu, mà trước mắt là thị trường Trung Quốc (trái cây nhiệt đới chỉ được trồng ở phía Nam Trung Quốc – đảo Hải Nam, chuối và xoài là trái cây nhiệt đới được TQ nhập khẩu nhiều nhất).

Diện tích trồng hiện tại của HNG

Loại	Diện tích (ha)	% tỷ trọng	Năng suất dự kiến (tấn/ha)	Thời gian thu hoạch (năm)	Thời kỳ kinh doanh (năm)	Tấn/năm
Xoài	3,983	21.30%	30	1.5	30	119,493
Thanh Long	2,988	16.00%	50	1	15	149,410
Chuối	2,520	13.50%	60	0.7	3	151,212
Bưởi	1,684	9.00%	40	2	25	67,348
Chanh dây	1,483	7.90%	50	0.5	4	74,170
Mít	1,448	7.70%	60	1.5	30	86,856
Dừa	1,198	6.40%	16,000 trái	3.3	25	
Nhãn	654	3.50%	30	2.5	20	19,632
Cam	510	2.70%	50	1.7 – 2	15	25,505
Sầu Riêng	495	2.70%	40	3.3	20	19,816
Bơ	464	2.50%	40	2.5	30	18,556
Chuối Sứ	306	1.60%	60	0.7	3	18,342
Quít	213	1.10%	50	2	15	10,665
Chôm chôm	183	1.00%	40	3	20	7,324
Na	181	1.00%	40	2.5	15	7,220
Vú sữa	173	0.90%	40	N/A	N/A	6,920
Ổi	131	0.70%	40	0.7	15	5,240
Mãng cụt	72	0.40%	40	N/A	N/A	2,892
Tổng	18,686	100%				790,601

Nguồn: HNG

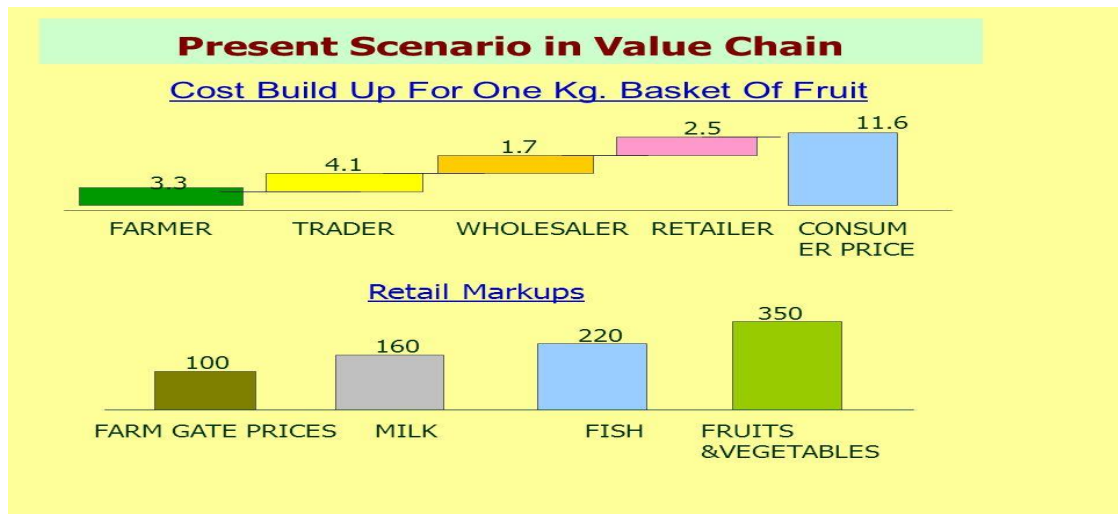
(3) Chu kỳ thu hoạch ngắn từ 0.5 năm đến 3.3 năm. Ưu điểm của một số cây trồng ăn trái như chanh dây, chuối hay thanh long là thời gian trồng ngắn có thể khắc phục được điểm yếu của các loại cây dài ngày (cao su, cọ dầu). Diện tích mảng trái cây của HNG dự kiến đến cuối năm 2017 sẽ đạt khoảng 20,800 ha bao gồm Campuchia (10,000 ha), Lào (8,000 ha) và Việt Nam (2,800 ha).

HAGL kỳ vọng biên lợi nhuận tốt hơn nhờ lợi thế về Quy mô và Chuỗi giá trị trái cây

Nghịch lý siêu thị. Trên thị trường tiêu thụ nông sản có tình trạng phổ biến về chênh lệch giữa giá bán lẻ tới tay người tiêu dùng và giá bán của người nông dân. Bên cạnh đó giá bán lẻ cũng ít biến động hơn rất nhiều so với giá bán đầu vào. Do vậy mỗi khi có chênh lệch về cung cầu thì sẽ diễn ra tình trạng giải cứu nông sản (như thịt lợn, bí đỏ, dưa hấu...) và người nông dân thu được lợi nhuận bấp bênh nhất so với cả chuỗi giá trị.

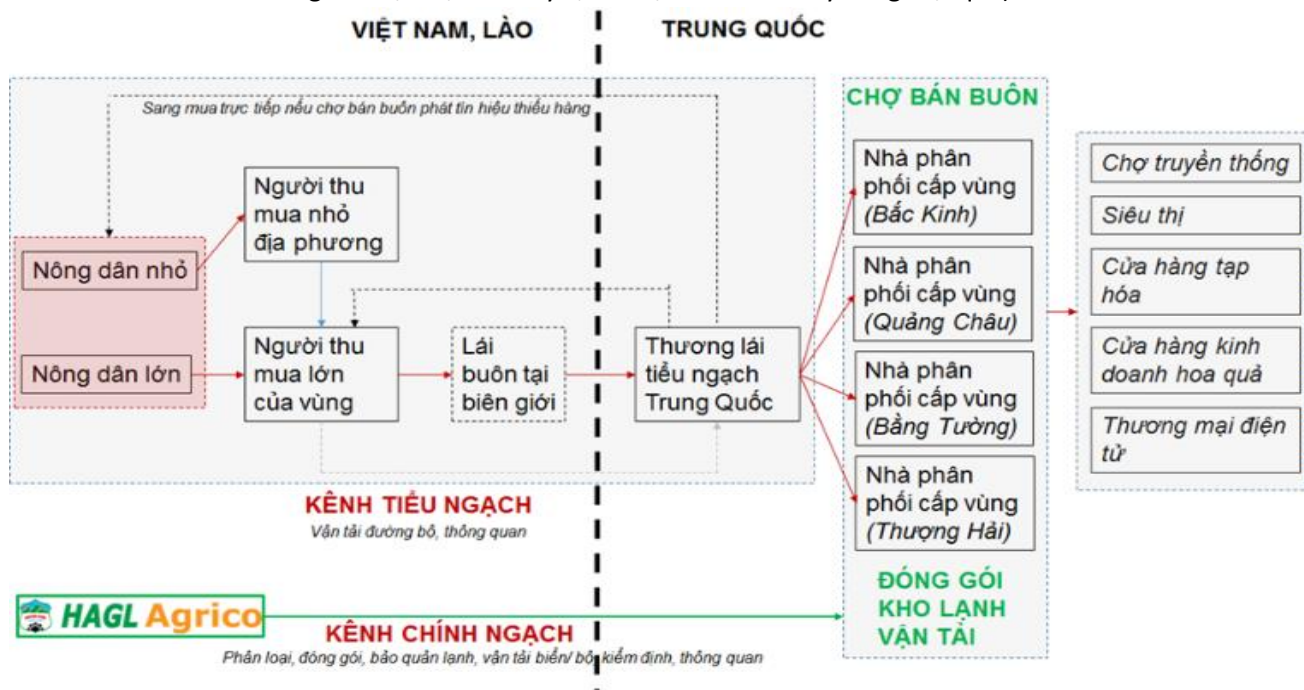
Chuỗi giá trị của ngành trái cây. Trong số các mặt hàng nông sản thì trái cây là mặt hàng mà có chênh lệch giữa giá bán của người nông dân và giá bán lẻ lớn nhất. Điều này được giải thích bởi cấu thành của chuỗi giá trị trái cây nghiêng phần lớn vào khâu phân phối (gồm nhiều người trung gian), trong khi người nông dân phổ biến chỉ nhận được từ 10 – 25% giá trị so với giá bán cuối cùng.

Cơ cấu giá 1 Kg Trái cây tại Ấn Độ



Nguồn: Dr Kulkarni

Tại sao doanh nghiệp kỳ vọng biên lợi nhuận tốt hơn. Hiện tại, biên lợi nhuận mảng trái cây của nông dân khá thấp do (1) Đầu ra bấp bênh, (2) Sản lượng thấp, tiêu chuẩn không thống nhất, do vậy trái cây phần lớn phải bán qua nhiều đầu mối thương lái. So sánh với trung bình tại Việt Nam (phần lớn trang trại dưới 1ha), HNG có diện tích gieo trồng lớn và thửa lớn, dẫn đến 2 lợi thế lớn nhất của doanh nghiệp so với các hộ trồng trái cây (1) Quy mô sản lượng đủ lớn để làm việc trực tiếp với người mua lớn mà không phải qua khâu trung gian (thường từ 3-4 người trung gian) như giao dịch thông thường của Nông dân (thương lái gom hàng từ nông dân để đủ số lượng xuất khẩu); (2) Tăng chất lượng và mức độ đồng đều của sản phẩm (áp dụng tiêu chuẩn Global Gap, so với nông dân tại Việt Nam tỷ lệ chỉ đạt tầm 0.5% tùy từng loại quả)



Biên lợi nhuận đến từ đâu ? Lợi nhuận = LN trồng cây + LN Logistic. Trong khi đó HNG đang có lợi thế về chuỗi cung ứng khép kín từ trồng cây -> Thu hoạch -> Phân loại, đóng gói, bảo quản lạnh -> Kiểm định, vận tải bộ/biển, thông quan -> Các nhà phân phối tại chợ đầu mối. Nhờ vào lợi thế của chuỗi giá trị này, biên lợi nhuận của HNG có thể cao hơn hẳn so các thương lái nội địa và công ty xuất nhập khẩu. Biên lợi nhuận được kỳ vọng đến từ phần lợi nhuận (1) Cây trồng và (2) Phân phối (bỏ qua khâu trader: thương lái).

Sức tiêu thụ ngày càng tăng hoa quả nhiệt đới

Thị trường hoa quả nhập khẩu thế giới có quy mô 8,7 tỷ USD. Trong đó Việt Nam đang nằm cạnh 2/10 thị trường nhập khẩu trái cây lớn nhất (1) Trung Quốc (7.2 tỷ USD) và (2) Nhật Bản (2.3 tỷ USD). Trong đó theo số liệu của USDA, tiêu thụ trái cây tại Trung Quốc đang tiếp tục tăng (trên 200 triệu tấn/năm) do (1) thay đổi chế độ ăn uống và (2) Thu nhập cải thiện. Tiêu thụ trái cây trên đầu người tại Trung Quốc ước tính là 198 grams/ngày, tương đối thấp so với 303 grams/ngày tại Hoa Kỳ và 426 grams/ngày tại Italy, và đang trên đà tăng trưởng.

Tính đến 5T/2017, Trung Quốc hiện đang chiếm 75% thị phần xuất khẩu rau củ quả của Việt Nam. Giá trị và sản lượng nhập khẩu trái cây tươi của Trung Quốc tăng trưởng khá vững chắc với CAGR giai đoạn 2012-2015 lần lượt đạt 14.5% và 6.3%.

Trung Quốc nhập khẩu trái cây tươi	2012	2013	2014	2015
Giá trị (tỷ USD)	4.8	5.1	6.5	7.2
% yoy		6.3%	27.5%	10.8%
Sản lượng (triệu tấn)	4.5	3.7	5.0	5.4
% yoy		-18%	35%	8%

Nguồn: BSC Research, PMA – Produce marketing association

Trái cây nhiệt đới chiếm phần lớn trong cơ cấu nhập khẩu trái cây tươi của Trung Quốc và tiếp tục tăng nhanh. Với dân số khoảng 1.4 tỷ người, tiềm năng về tiêu thụ trái cây của Trung Quốc khá cao. Do đặc thù về địa lý, hằng năm Trung Quốc nhập khẩu một lượng lớn trái cây nhiệt đới nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu thụ nội địa, trong đó chủ yếu là Chuối (28%), Thanh Long (21%), Nhãn (9%), Sầu riêng (9%). Tăng trưởng của sản lượng nhập khẩu trong giai đoạn 2014-2015 của một số loại trái cây chính Trung Quốc đang nhập khẩu như sau Chuối (+27%), Thanh Long (+15%).

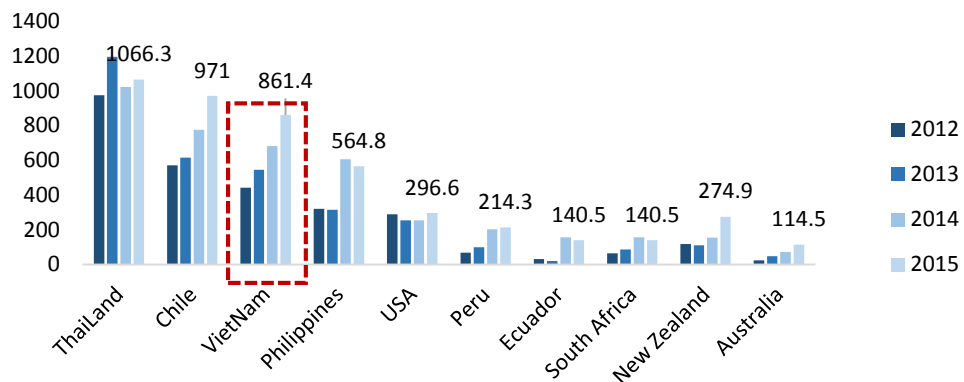
Mã thuế quan	Loại trái cây	Sản lượng nhập khẩu của TQ năm 2015 (nghìn tấn)	% tăng trưởng bình quân 2014-2015	Giá trị (triệu USD)	% thị phần sản lượng
8039000	Chuối	1,073.8	27%	772.8	28%
8092900	Trái anh đào	91.5	34%	672.5	2%
8109080	Thanh Long	813.5	15%	662.8	21%
8106000	Sầu riêng	298.8	-2%	567.9	8%
8109030	Nhãn	354.1	-1%	341.9	9%
8045030	Mãng Cụt	104.5	-3%	266.6	3%

8045000	Xoài	112.9	-	260.2	3%
8105000	Trái Kiwi	90.2	23%	260	2%
8094000	Mận	34.8	2%	105.2	1%
8061000	Nho	215.9	5%	-	6%
8071100	Dừa Hấu	200.8	-7%	-	5%
8051000	Cam	148.4	19%	-	4%
8081000	Táo	87.6	31%	-	2%
8043000	Dứa	84.4	29%	96.2	2%
8109010	Vải	50.5	10%	24.8	1%
Tổng		3,834.7	11%	4,994.3	

Nguồn: BSC Research

Năm 2015, Việt Nam đứng thứ 3 trong cơ cấu nhập khẩu vào Trung Quốc đại lục và duy trì tốc độ tăng trưởng khá cao CAGR giai đoạn 2012-2015 đạt 25%. Với yêu cầu đặc thù của mẳng trái cây tươi về thời gian và nhiệt độ trong quá trình bảo quản, Việt Nam đang có lợi thế cạnh tranh khi nằm sát biên giới Trung Quốc.

Xuất khẩu trái cây tươi của Việt Nam vào Trung Quốc



Nguồn: BSC Research, PMA – Produce marketing association

Case study Chanh Dây: liệu HAGL có thành công với chuỗi giá trị hoa quả

Đây là loại quả được HAGL trồng sớm nhất và bắt đầu thu hoạch từ tháng 10/2016. Theo ước tính của doanh nghiệp, mang lại doanh thu gần 500 tỷ đồng trong 8 tháng qua. Xét theo 3 điểm nhấn phía trên về quy mô, chuỗi giá trị thì **HAGL đang thu được kết quả khá tốt với sản phẩm chanh dây nhờ (1) Quy mô sản lượng, (2) Chuỗi giá trị phân phối và (3) Nhu cầu từ thị trường đặc biệt là Trung Quốc.**

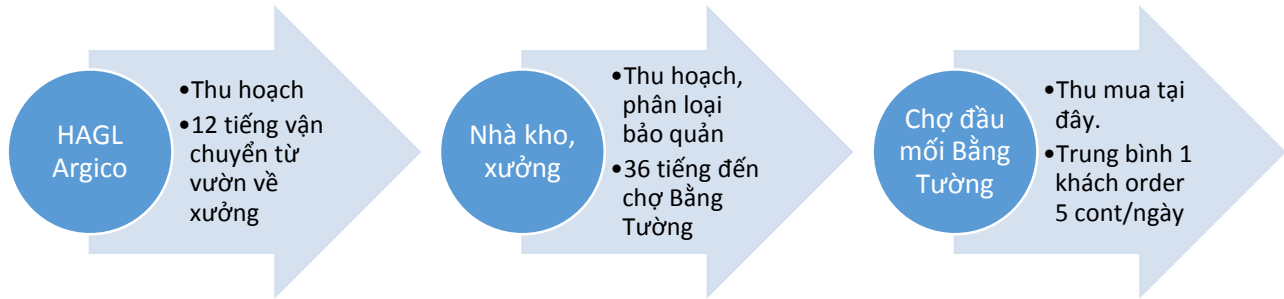
(1) Quy mô sản lượng: Hiện tại, tổng diện tích trồng của HNG cho mẳng chanh dây là 1,484 ha. Như đề cập ở trên, KQKD Q1/2017 vẫn chưa phản ánh mẳng chanh dây do phần lớn diện tích trồng đều thuộc công ty Đại Thắng và chăn nuôi Gia Lai. Khả năng hợp nhất sẽ sớm diễn ra để HNG có thể ghi nhận doanh thu từ mẳng Thanh Long, xoài trong năm 2017 do thời điểm bắt đầu thu hoạch là từ tháng 10/2016. Chanh dây hiện nay được chia làm 4 loại bao gồm:

- Loại 1 và 2 chất lượng tốt dùng để xuất khẩu chiếm khoảng 55% - 60%

- Bi + Xô chất lượng thấp hơn được dùng tiêu thụ nội địa: Chiếm khoảng 15%
- Loại quả xấu dùng để múc ruột với tỷ lệ 3kg quả cho ra 1 kg ruột: 25%

HAGL	Diện tích (ha)	Năng suất ổn định (tấn/ha)	Giá bán trung bình ước tính (VND/kg)	Giá vốn trung bình ước tính (VND/kg)	Chi phí đầu tư ban đầu (triệu đồng)	Thời gian bắt đầu thu hoạch
Chanh dây	1,484	50	20,000	10,000	200	10/2016

(2) **Chuỗi phân phối chanh dây.** Chanh dây hiện nay vẫn chưa được nhập khẩu chính ngạch do đó được giao dịch thông qua đường tiểu ngạch. Phần lớn diện tích chanh dây được trồng ở Lào, sau khi thu hoạch sẽ qua cửa khẩu Cha Lo, tạm nhập tái xuất vào VN rồi qua Trung Quốc bằng cửa khẩu Tân Thanh, sang chợ đầu mối tại Bằng Tường. Doanh nghiệp cũng tính toán trong trường hợp cửa khẩu không thuận lợi, chanh dây có thể xuất trực tiếp từ Lào, tuy nhiên tiêu thụ tại Côn Minh sẽ khó khăn hơn so với tại Bằng Tường. Quy trình khép kín tiêu thụ của HAGL như sau:



So sánh giữa HNG và phương thức bán Trái cây hiện tại

Trái cây (VND/kg)	HNG			Nông dân	
	Giá vốn	Giá bán	Giá vốn	Giá bán thương lái	Giá thương lái bán
Chanh dây	10,000	TB 20,000	5,000 – 10,000	12,000	9,000 - 24,000

Lưu ý : giá vốn trái cây của HNG bao gồm chi phí đóng gói, vận chuyển và thông quan

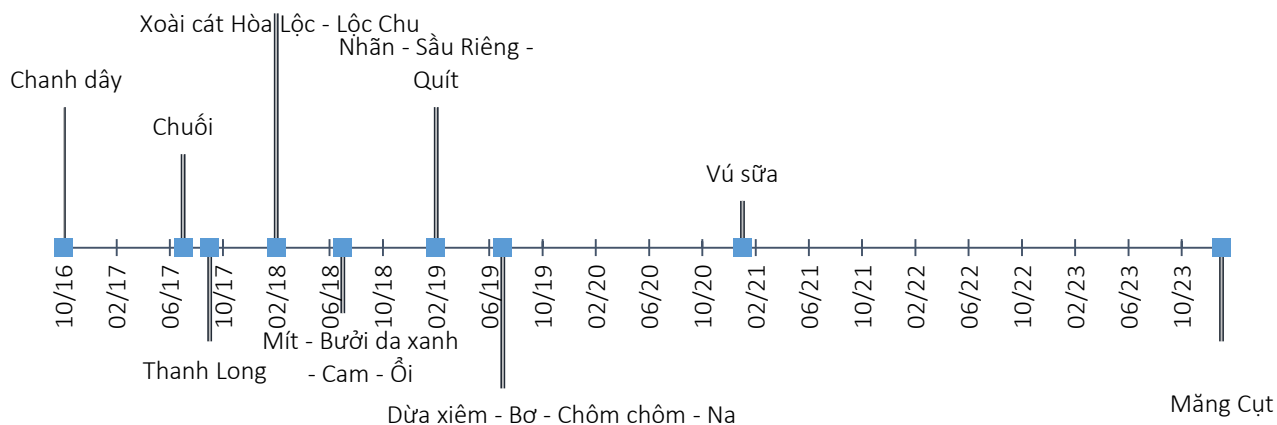
(3) **Thị trường Tiêu thụ.** HNG đang có 2 dây chuyền tuyển chọn chanh dây ở Gia Lai và Lào tổng công suất khoảng 160 – 170 tấn/ngày, trong đó công suất nhà máy ở Gia Lai đạt khoảng 60 - 70 tấn/ngày, công suất tối đa khoảng 100 - 120 tấn/ngày. Công suất nhà máy ở Lào khoảng 100 tấn/ngày. Thời gian bảo quản chanh dây là 14 ngày sau khi thu hoạch với nhiệt độ khoảng 16-20 độ C. Giá bán chanh dây tới tay người tiêu dùng Trung Quốc hiện nay khoảng 160,000 VND/kg.

Theo số liệu của Cục Kiểm Dịch và Thanh tra tỉnh Quảng Tây – Trung Quốc, sản lượng nhập khẩu trái cây thông quan cửa khẩu Bằng Tường đạt 920,100 tấn với giá trị tương ứng khoảng 515 triệu USD trong năm 2016 (+15.42% YoY). Theo kế hoạch SXKD 2017, HNG sẽ xuất khẩu khoảng 56,250 tấn chanh dây sang Trung Quốc thông qua cửa khẩu Tân Thanh, tương đương 6.0% sản lượng nhập khẩu trái cây tại đây.

Kỳ vọng sản lượng và doanh thu từ Trái cây tăng mạnh

Câu hỏi đặt ra ở đây là liệu HAGL có thể áp dụng thành công mô hình trồng và kinh doanh chanh dây với 16 loại quả còn lại ?

Doanh nghiệp đặt kỳ vọng KQKD từ 2017. Theo kế hoạch năm 2017 (trong báo cáo thường niên 2016 của HAGL), doanh thu từ mảng trái cây sẽ đến chủ yếu từ (1) Chanh dây với sản lượng 56,250 tấn – DT 1,055 tỷ đồng / LNG 437 tỷ đồng, (2) Thanh Long với sản lượng 17,000 tấn – DT 680 tỷ đồng / LNG 303 tỷ đồng, (3) Chuối với sản lượng 50,000 tấn – DT 843 tỷ đồng / LNG 354 tỷ đồng.



Nguồn: BSC Research

Hoàn tất việc sáp nhập các công ty con từ năm 2018. Mặc dù HNG đã trồng được 1,483.4 ha chanh dây tuy nhiên phần lớn diện tích này lại thuộc về hai công ty CP Chăn nuôi Gia Lai (tỷ lệ sở hữu hiện tại là 23.46%) và công ty Đại Thắng (tỷ lệ sở hữu hiện tại là 0%). Do đó, HNG chưa thể ghi nhận kết quả kinh doanh mảng chanh dây trong Q1/2017. Theo chúng tôi ước tính, tỷ lệ giữa tổng diện tích HNG khai thác sẽ được hợp nhất vào doanh thu đến thời điểm hiện tại trên tổng diện tích khai thác thực tế của các loại trái cây lần lượt là Chanh dây 19%, Thanh long 94%, Chuối 98%, Xoài 84%, Bưởi 97%.

Diện tích trồng trọt tại các công ty con

tính đến 05/2017 (ha)	HNG sở hữu	Chanh dây	Thanh Long	Chuối	Xoài	Bưởi
CP Chăn Nuôi Gia Lai	23.46%	391.3	138.4	18.4	-	-
CP Bò Sữa Tây Nguyên	99%	126.5	38.2	-	-	-
CP Cao Su Trung Nguyên	99.1%	-	309	22.8	346.9	-
CP Hoàng Anh Đắk Lắk	99.5%	-	60	-	120.9	-
HA Quang Minh	97.7%	60	250	171.0	162	-
Đại Thắng	0%	905.6	-	-	-	50

HA Attapeu	100%	-	1,455.6	984.1	978.6	1,015.7
HA ANDONG MEAS	100%	-	413.0	450.0	-	518
HA LUM PHAT	69.50%	-	150	-	1130	-
DUAN PENH AGRICO	99.70%	-	150	349.0	400	-
HA OYADAO	0%	-	-	-	190	-
HA RATANAKIRI	0%	-	-	-	160	-
SAMAKI	0%	-	24	-	294.7	-
BÌNH PHƯỚC II	100%	-	-	466.5	200.0	100
Tổng diện tích khai thác được hợp nhất đến 05/2017 (ha)		284.1	2,805.9	2,461.7	3,335.1	1,633.7
% DTKT hợp nhất/ DTKT thực tế		19%	94%	98%	84%	97%

Nguồn: BSC Research

Một số loại trái cây theo kế hoạch sẽ có sản lượng lớn từ 2017.

(1) Thanh Long: Thanh Long hiện là loại trái cây đứng thứ 2 về nhu cầu nhập khẩu của Trung Quốc. Hiện tại, thanh long vẫn phải nhập khẩu qua đường tiểu ngạch như chanh dây do đó chi phí thông quan sẽ cao hơn khoảng 5,000 VND/kg. Diện tích trồng thanh long tính đến T5/2017 của HNG khoảng 2,988.2 ha. Thanh Long được chia làm 2 vụ bao gồm chính vụ (Tháng 4 – Tháng 9) với 6 đợt thu hoạch và trái vụ với 3 đợt thu hoạch. HNG dự kiến tháng 9/2017 sẽ bắt đầu thu hoạch thanh long. Tiêu chuẩn xuất khẩu với thanh long phải đạt 300g/quả. Chúng tôi lưu ý, giống thanh long HNG đang xuất khẩu là thanh long ruột tím với độ ngọt và chất lượng cao hơn, do đó giá bán và chi phí cũng sẽ cao hơn nông dân trong nước. Giá bán thanh long ruột đỏ tới tay người tiêu dùng Trung Quốc đang ở mức khoảng 190,000 VND/kg (giá tại siêu thị Trung Quốc).

Hiện tại, theo số liệu chúng tôi thu thập, giá vốn thanh long ruột trắng của nông dân đang khoảng 6,200 đồng/kg cho chính vụ và 10,000 VND/kg trái vụ. Chu kỳ giá trong giai đoạn 2014 – nay khá ổn định, giá thu mua của thương lái dao động trong khoảng 10,000 – 12,000 VND/kg. Giá bán tại chợ sỉ Quảng Châu cho thanh long ruột trắng là khoảng 25,000 VND/kg.

BSC cũng dự báo tỷ lệ diện tích thu hoạch/tổng diện tích trồng sẽ tăng từ 15% năm 2017 lên 100% vào năm 2020 với năng suất ổn định khoảng 40 tấn/ha

HAGL	Diện tích (ha)	Năng suất ổn định (tấn/ha)	Giá bán trung bình ước tính (VND/kg)	Giá vốn trung bình ước tính (VND/kg)	Chi phí đầu tư ban đầu (triệu đồng)	Thời gian bắt đầu thu hoạch
Thanh Long	2,988.2	40	30,000	17,000	300	10/2017

(2) Chuối: Chuối là loại trái cây đứng đầu về nhu cầu nhập khẩu của Trung Quốc. Diện tích trồng chuối tính đến T5/2017 của HNG khoảng 2,825.9 ha bao gồm 2,520 ha chuối già Nam Mỹ và 305.7 ha chuối sứ. Tương tự thanh long, chuối cũng đã được Trung Quốc cho phép nhập khẩu chính ngạch. HNG dự kiến sẽ đưa chuối vào thu hoạch trong tháng 10/2017.

Hiện tại, theo số liệu chúng tôi thu thập, giá vốn của nông dân trồng cùng loại chuối già nam mỹ này đang khoảng 3,000 VND/kg và giá bán xuất khẩu là khoảng 9,000 VND/kg giao tại thành phố Hồ Chí Minh và chưa bao gồm chi phí đóng gói, vận chuyển thông quan. Chuối hiện tại đã được nhập khẩu chính ngạch qua Trung Quốc bằng đường biển, do đó chi phí vận chuyển thông quan sẽ thấp hơn 2,000VND so với vận chuyển bằng đường bộ. Giá bán chuối già nam mỹ tới tay người tiêu dùng Trung Quốc đang khoảng 76,000 VND/kg.

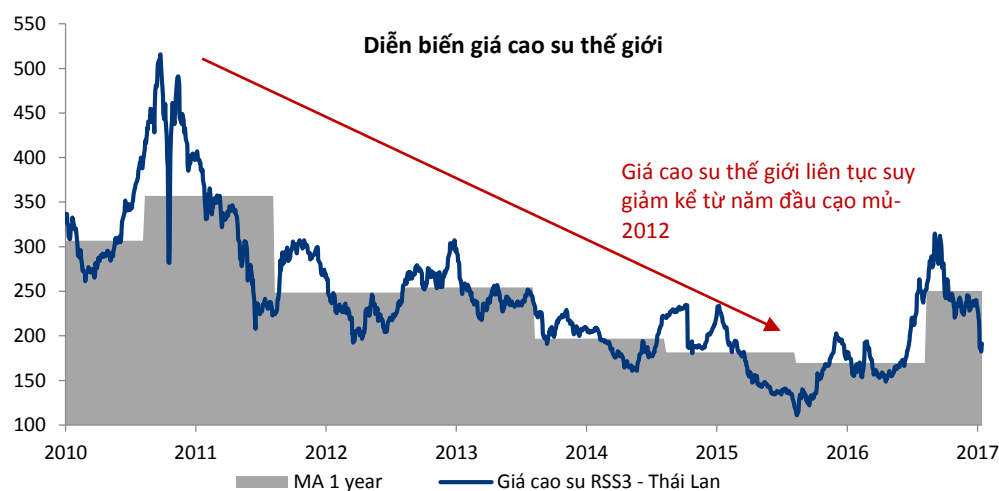
BSC cũng dự báo tỷ lệ diện tích thu hoạch/tổng diện tích trồng sẽ tăng từ 35% năm 2017 lên 80% vào năm 2020 với năng suất ổn định khoảng 60 tấn/ha. Giá bán trung bình dự kiến khoảng 12,000VND/kg. Chi phí đầu tư ban đầu chỉ khoảng 50 – 60 triệu/ ha.

	Diện tích (ha)	Năng suất ổn định (tấn/ha)	Giá bán trung bình ước tính (VND/kg)	Giá vốn trung bình ước tính (VND/kg)	Chi phí đầu tư ban đầu (triệu đồng)	Thời gian bắt đầu thu hoạch
Chuối	2,825.9	60	12,000	7,000	50	7/2017

Mảng cao su – Gánh nặng của doanh nghiệp

Mảng trồng và khai thác cao su đã được Hoàng Anh Gia Lai đầu tư lớn từ 2008. Với chi phí đầu tư thấp (100-150 triệu/ha); thời gian khai thác dài (20 năm), tập đoàn đã kỳ vọng vườn cao su sẽ mang về 127.5 ngàn tấn hàng năm, đồng thời cuối chu kỳ khai thác sẽ tạo ra 3 triệu m³ gỗ phục vụ cho ngành chế biến gỗ. Với định hướng nói trên, tập đoàn HAGL hiện đang đầu tư hơn 12,000 tỷ đồng vào gần 50,000 hecta cao su, tại Lào, Campuchia và Việt Nam.

Tuy nhiên, kể từ năm đầu tiên khai thác cao su của HAGL – 2012 – tương ứng với lứa trồng cao su đầu tiên năm 2007, giá cao su đã liên tục đi xuống. Giá cao su giảm sâu từ mức JYP 500 năm 2011 về mức đáy JYP 111.1 năm 2016.



Nguồn: Bloomberg

Với việc giá cao su giảm sâu, mặc dù sản lượng thu hoạch tăng mạnh trong những năm đầu 2012-2014, doanh thu và lợi nhuận đóng góp vào hoạt động kinh doanh đi theo xu hướng giảm dần. Theo đó, trong năm 2015 và 2016, tập đoàn chủ trương giảm bớt việc cạo mủ, trong bối cảnh giá cao su giảm sâu và giá thành sản xuất ở mức cao.

	2012	2013	2014	2015	2016
Sản lượng tiêu thụ	798	3,925	6,574.4	6,343	3,692
Doanh thu	46,000	241,000	226,000	190,300	114,000
Giá bán (tr đ/tấn)	58	61	34	30	31
COGS	17,350	75,746	119,433	191,251	142,773
Lợi nhuận gộp	28,650	165,254	106,567	(951)	(28,773)

Nguồn: BSC Research

Kể từ năm 2017, tập đoàn HAGL dự kiến sẽ đẩy mạnh hơn việc khai thác mủ cao su, với kế hoạch sản lượng đạt 18,000 tấn, tăng gấp 3 lần so với sản lượng khai thác năm 2016, với kỳ vọng giá mủ hồi phục về mức trung bình 40 triệu sẽ giúp ghi nhận lợi nhuận từ mảng cao su. Dựa trên chu kỳ khai thác sau 5-6 năm kể từ năm trồng, ước tính năm 2017

tập đoàn HAGL sẽ đưa vào khai thác hơn 30,000 hecta cao su, tương ứng khoảng 62.5% tổng diện tích hiện có, và toàn bộ diện tích sẽ được đưa vào khai thác từ 2022.

	Năng suất	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tổng diện tích trồng					38,428	48,793	48,793
Diện tích khai thác		38	2,331	6,030	10,684.67	18,718	30,110
1 tuổi	0.3	38	2,274	3,066	5,775	6,081	8,650
2 tuổi	0.5		38	2,274	3,066	5,775	6,081
3 tuổi	0.6			38	2,274	3,066	5,775
4 tuổi	1.0				38	2,274	3,066
5 tuổi	1.2					38	2,274
6 tuổi	1.4						38

Nguồn: BSC Research

Hiệu quả khai thác những năm vừa qua ở mức rất thấp, với năng suất trung bình chỉ xấp xỉ 1 tấn/hecta. Do các lý do sau:

- (1) Định hướng co hẹp cạo mủ của doanh nghiệp khi giá cao su về mức đáy nhiều năm
- (2) Thời tiết/ điều kiện đất đai ở các vùng trồng cao su của HAGL không tốt khiến năng suất cây giảm

Theo đó, để dự báo sản lượng cho các năm sau, chúng tôi giả định sản lượng khai thác trung bình của HAGL chỉ bằng khoảng 50 – 60% sản lượng đạt được ở các nông trường Việt Nam, giao động từ 0.2 tấn/hecta cho năm đầu tiên lên tới 1.6 tấn/hecta khi cây đạt 6 tuổi khai thác. Chúng tôi ước tính cây cao su của HAGL sẽ đạt công suất tối đa 2 tấn/hecta khi đã được 9 tuổi khai thác. Với những giả định nói trên, sản lượng cao su khai thác ước tính đạt 14,300 tấn trong năm 2017, tăng gấp 3 lần so với mức khai thác năm 2016, nhưng thấp hơn 20% sản lượng kế hoạch đề ra của doanh nghiệp.

Giả định giá bán cao su tăng 20% trong 2017, đạt 37 triệu/tấn. Giá cao su thế giới có nhiều biến động trong nửa đầu 2017 tăng đột ngột 100% lên mức 350 JYP vào những tháng đầu năm, sau đó giảm mạnh về mức 180 JPY những tuần gần đây. Giá cao su ở các doanh nghiệp Việt Nam tại thời điểm hiện tại đang giao động trong khoảng 37-38 triệu đồng/tấn cao su, thấp hơn mức kế hoạch đề ra của HAGL cho năm nay là 40 triệu đồng/tấn. Chúng tôi giả định công ty có thể đạt mức 37 triệu đồng/tấn, tăng 20% so với mức giá bán cùng kỳ.

Tài chính Doanh nghiệp

Hiệu quả hoạt động kém trong những năm qua

Xét trong giai đoạn 5 năm vừa qua, mặc dù doanh thu thuần tăng trưởng rất mạnh từ 133.5 tỷ đồng năm 2012 lên mức 4,776 tỷ đồng năm 2016 (CAGR = 144.56%), nhưng biên LNG lại có chiều hướng sụt giảm mạnh do ảnh hưởng bất lợi từ giá cao su, hoạt động không hiệu quả của mảng mía đường và chăn nuôi bò. Năm 2016 là năm đầu tiên thua lỗ với LNST -1,020 tỷ đồng, trong đó chi phí lãi vay lên tới 701 tỷ đồng.

Hiệu quả hoạt động kém của doanh nghiệp còn thể hiện ở các chỉ số ROA dưới 5% và ROE cũng ở mức thấp và liên tục suy giảm qua các năm. Tuy nhiên, sau quá trình cơ cấu lại nợ vay, trong trường hợp chuyển hướng sang hoạt động kinh doanh Trái cây thành công, sức khỏe tài chính của HNG sẽ được cải thiện đáng kể.

Chỉ số của HNG	2012	2013	2014	2015	2016
DTT / Tổng Tài sản	1.26%	12.31%	12.92%	17.69%	13.47%
Biên LNG	29.77%	56.13%	46.46%	26.15%	10.68%
Biên LNG của từng mảng					
<i>Bán bò</i>				29.04%	12.12%
<i>Bán hàng hóa</i>	18.59%	14.93%	7.16%	8.33%	5.28%
<i>Các sản phẩm ngành Đường</i>		63.90%	53.62%	39.83%	28.64%
<i>Bán bắp</i>			62.72%	62.94%	51.27%
<i>Cao su</i>	62.59%	67.24%	51.77%	10.77%	-15.76%
<i>Cung cấp dịch vụ</i>	1.79%	16.26%	15.36%	1.82%	9.08%
<i>Bán căn hộ</i>	10.32%	5.22%	-0.13%	4.90%	-0.77%
<i>Xây dựng</i>		45.99%	42.68%	-43.23%	
Chi phí hoạt động / LNG	1.18	0.30	0.37	0.45	2.15
Vay ngắn hạn, dài hạn / TTS	0.43	0.41	0.43	0.46	0.55
ROA	0.03%	5.18%	4.30%	2.78%	-2.88%
ROE	0.05%	11.05%	10.73%	7.63%	-9.73%

Nguồn: BSC Research

Tình hình tài chính của HNG đã bớt căng thẳng

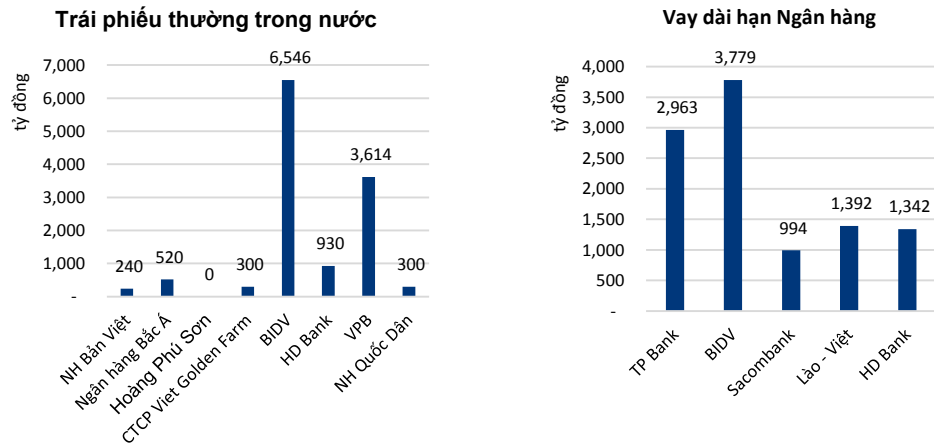
Nhìn chung về cơ cấu vay nợ của HNG, tại ngày 31/12/2016, Vay ngắn hạn là 2,139 tỷ đồng, chiếm 6.03% tổng tài sản và Vay dài hạn là 17,257 tỷ đồng chiếm 48.66% TTS.

- Chúng tôi cho rằng dòng tiền của HNG có thể ổn định hơn nếu hoạt động kinh doanh trái cây tiếp tục thuận lợi (tiền bán hàng về sau 3 ngày) giúp doanh nghiệp đáp ứng vay nợ ngắn hạn với Ngân hàng.
- Với Vay dài hạn, nguồn cung cấp vốn chủ yếu của HNG là dòng vốn cho vay từ HAG mẹ với tổng giá trị là 9,686 tỷ đồng (tại 31/12/2016) và dư nợ tại 31/12/2016 là 5,789 tỷ đồng tại ngân hàng.

- Đối với khoản vay ngân hàng với thời gian thanh toán cũng được kéo dài tới 2020 và 2023 phù hợp với chu kỳ của hoạt động kinh doanh trái cây.

BSC cũng lưu ý, cuối tháng 2/2017, Chính phủ đã ban hành Nghị định 20/2017/NĐ-CP quy định về quản lý thuế đối với các doanh nghiệp có giao dịch liên kết, hiệu lực ngày 1/5/2017, quy định: “Tổng chi phí lãi vay phát sinh trong kỳ của doanh nghiệp được trừ xác định thu nhập chịu thuế thu nhập doanh nghiệp không vượt quá 20% của tổng lợi nhuận thuần của hoạt động kinh doanh cộng với lãi vay và chi phí khấu hao trong kỳ (EBITDA)”, do đó với những doanh nghiệp có vốn vay lớn như công ty mẹ sẽ gặp khó khăn trong việc bị truy thu thuế hoặc làm tăng số thuế phải nộp trong các năm tới đây.

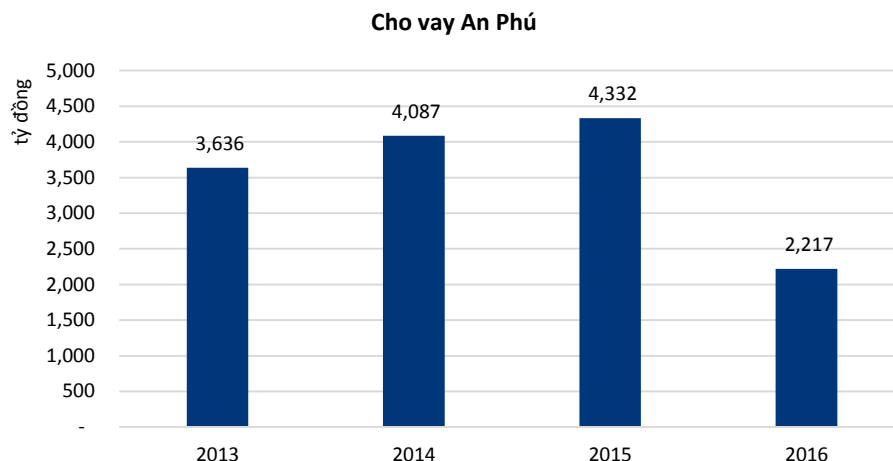
Do 50% tổng vốn Vay ngắn hạn và dài hạn của HNG được tài trợ bởi HAG mẹ, do đó tình hình tài chính cũng như Vay nợ của HAG sẽ ảnh hưởng trọng yếu đến tình hình tài chính của HNG. Sức ép trả nợ của HAG đã cải thiện đáng kể khi 92.39% dư nợ của các khoản Trái phiếu trong nước có ngày đáo hạn từ năm 2020 trở đi, kịp thời gian với các vụ trái cây được khai thác ổn định.



Nguồn: BCTC HAG 2016, BSC Research

Cơ cấu cổ đông thay đổi và chi phí hoạt động tăng cao do phát sinh lợi thế thương mại

Trong kỳ tài chính 2016, HNG có mua cổ phần chi phối tại Cty TNHH Đầu tư và Phát triển cao su Đông Dương, phát sinh lợi thế thương mại là 168.89 tỷ đồng và cổ phần của CTCP Cao su Trung Nguyên, phát sinh lợi thế thương mại 2,667.8 tỷ đồng. Do đó khiến khoản lợi thế thương mại tăng trong năm là 2,837 tỷ đồng, chúng tôi ước tính chi phí hoạt động của HNG sẽ tăng thêm khoảng 284 tỷ đồng mỗi năm cho việc phân bổ lợi thế thương mại này (giả sử phân bổ trong 10 năm). Theo khảo sát, diện tích thuộc cao su Trung Nguyên đang được sử dụng để trồng cây Thanh long, Chuối, Mít, Xoài, với tổng diện tích đã trồng là 947.3 ha.



Nguồn: BCTC HAG, BSC Research

Với CTCP Chăn nuôi Gia Lai (HNG nắm 23.46%), tổng giá trị cho vay ngắn hạn và dài hạn là 1,889.89 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng đây là khoản vốn để phục vụ cho dự án trái cây của HAG, tại Việt Nam, Chăn nuôi Gia Lai đang sở hữu 391.3 ha chanh dây, 71.6 ha chuối và 138.4 ha thanh long. Tạm tính với số lượng diện tích như trên, chi phí đầu tư ban đầu vào khoảng 123.36 tỷ đồng (chi phí đầu tư ban đầu của chanh dây là 200 triệu đồng/ha, chuối là 50 triệu đồng/ha và thanh long là 300 triệu đồng/ha). Ngoài ra, Chăn nuôi Gia Lai sẽ triển khai trồng 80.1 ha Bơ và 32.7 ha Sầu riêng trong thời gian tới.

Ngoài ra công ty Đại Thắng, hiện đang sở hữu 905.6 ha Chanh dây tại Lào (tổng diện tích chanh dây hiện tại của HNG là hơn 1,400 ha), đây là nông trường Chanh dây lớn nhất của HAG. Trong năm 2016, HAG cho Đại Thắng mượn khoảng 222 tỷ đồng. BSC ước tính với diện tích chanh dây kể trên, chi phí đầu tư ban đầu khoảng 181.12 tỷ đồng.

Rủi ro đầu tư

Mảng cao su sẽ tiếp tục là gánh nặng. Giá cao su ở các doanh nghiệp Việt Nam tại thời điểm hiện tại đang giao động trong khoảng 37-38 triệu đồng/tấn cao su, thấp hơn mức kế hoạch đề ra của HAGL cho năm nay là 40 triệu đồng/tấn, trong khi đó giá vốn lại ở mức 35 triệu đồng/tấn. Do đó mảng cao su sẽ tiếp tục là gánh nặng của doanh nghiệp khi chiếm giá trị đầu tư lớn nhất mà tỷ trọng đóng góp doanh thu ở mức rất thấp (chỉ là 2.39% năm 2016). **HNG -> chỉ duy trì hoạt động, không đầu tư thêm**

Rủi ro sáp nhập chăn nuôi Gia Lai và Đại Thắng vào HNG. Nếu không tiến hành hợp nhất thì tỷ lệ diện tích khai thác chanh dây theo BCTC hiện chỉ chiếm 19% tổng diện tích chanh dây khai thác thực tế, do đó phần lớn lợi nhuận từ mảng trái cây sẽ không được ghi nhận vào KQKD của HNG. Bên cạnh đó, rủi ro về phát sinh lợi thế thương mại và phải ghi nhận chi phí trong các năm tiếp theo cũng sẽ là gánh nặng tài chính cho doanh nghiệp.

Rủi ro từ trồng và khai thác các loại trái cây. Do đặc thù chất lượng của trái cây phụ thuộc vào thổ nhưỡng cũng như khí hậu vùng miền, trong khi đó các loại trái cây của HNG chưa được trồng thử nghiệm để xác định chất lượng. Ngoại trừ chanh dây đang được khai thác thành công, rủi ro với các loại trái cây còn lại chỉ được giảm bớt khi lựa quả đầu tiên thu hoạch đạt tiêu chuẩn chất lượng, năng suất như kỳ vọng. **HNG -> Trồng đa dạng và xen canh 17 loại trái cây nhiệt đới**

Rủi ro biến động giá cả trái cây. BSC cho rằng đây là rủi ro chính đối với HAG. Giá cả hoa quả biến động khá mạnh tùy thuộc vào cung cầu của thị trường. Hiện tại, ngoài chanh dây và thanh long của Việt Nam đang chiếm ưu thế thì các loại trái cây khác phải cạnh tranh như chuối và xoài từ Thái Lan và Philippines. **HNG -> Trồng đa dạng và xen canh 17 loại trái cây nhiệt đới & làm việc với người mua lớn, trồng theo đặt hàng.**

Rủi ro khi phụ thuộc quá nhiều vào thị trường Trung Quốc. Hiện tại BSC vẫn cho rằng thị trường chính của mảng của HAGL trong vài năm tới sẽ vẫn là Trung Quốc. Tuy nhiên, việc quá phụ thuộc vào một thị trường xuất khẩu sẽ tạo ra những rủi ro nhất định. Bất kỳ thay đổi nào của Trung Quốc trong chính sách xuất nhập khẩu, đánh thuế hoặc chính trị sẽ có tác động đến doanh thu và lợi nhuận. **HNG -> Đa dạng hóa thị trường, tìm nguồn tiêu thụ nội địa và XK.**

Rủi ro từ việc xuất khẩu sang đường tiểu ngạch biên mậu. Trong số 4 loại trái cây chính trong 2 năm kế tiếp của HAGL chỉ có xoài và chuối là được xuất khẩu chính ngạch do đó chúng tôi cho rằng vẫn sẽ tồn tại những rủi ro nhất định từ việc xuất khẩu qua đường tiểu ngạch biên mậu ví dụ rủi ro HAGL bị ách tắc trong thông quan sẽ ảnh hưởng đến chất lượng trái cây do đa phần là trái cây tươi. **HNG -> Có thể xuất qua các cửa khẩu từ Lào**

Rủi ro thanh toán. Chúng tôi cho rằng vẫn có tiềm ẩn rủi ro về thanh toán khi xuất khẩu bằng đường tiểu ngạch. Rủi ro về khả năng bị thanh toán chậm tiền hàng hoặc không thanh toán tiền hàng khi xuất khẩu hàng sang Trung Quốc vẫn có khả năng xảy ra.

Rủi ro về dịch bệnh và biến đổi thời tiết ảnh hưởng đến chất lượng trái cây. Dịch bệnh và biến động về thời tiết có thể ảnh hưởng trực tiếp tới năng suất cũng như chất lượng trái cây của HAG. Mặc dù HAG đã phòng ngừa rủi ro này bằng cách phân bố các diện tích trồng các loại quả ở nhiều vùng khác nhau, tuy nhiên yêu cầu của xuất khẩu là phải có chất lượng đồng đều nhau, đây cũng là một thách thức không hề nhỏ. **HNG -> Trồng đa dạng và xen canh 17 loại trái cây nhiệt đới**

Rủi ro từ hàng rào kỹ thuật và chi phí vận chuyển ở các thị trường khác. Trong tương lai, để tránh phụ thuộc quá nhiều vào thị trường Trung Quốc, chúng tôi cho rằng HAG phải mở rộng thêm các thị trường tiềm năng khác trên thế giới. BSC cho rằng hàng rào kỹ thuật về chất lượng sản phẩm phải đạt tiêu chuẩn Global Gap và đáp ứng đủ số lượng yêu cầu cũng là thử thách cho HAG. Chi phí vận chuyển sẽ cao hơn so với Trung Quốc bởi khoảng cách địa lý do đó có thể làm giảm biên lợi nhuận gộp của HAG.

Rủi ro từ các khoản vay nợ lớn và dòng tiền trả nợ. Nếu dự án trái cây không thuận lợi như kế hoạch, doanh nghiệp sẽ tiếp tục gặp khó khăn trong việc xử lý dòng tiền hoạt động, dẫn tới khó khăn trong việc chi trả lãi vay cũng như trả nợ gốc vay như thời gian vừa qua mặc dù đã được tái cơ cấu Nợ. **HNG -> bán tài sản**

Ước tính KQKD và định giá

Ước tính KQKD của HNG

Trường hợp HNG thành công với các sản phẩm trái cây như đã làm với Chanh dây và như kế hoạch đề ra, KQKD có khả năng cải thiện mạnh từ 2018. Nếu các dự án diễn ra thuận lợi như kế hoạch, ước tính rằng trong năm 2017, HNG sẽ thoát lỗ. Chúng tôi kỳ vọng dòng tiền từ năm 2018 sẽ giúp HNG có thể giải quyết được các áp lực tài chính hiện tại. BSC dự báo kết quả kinh doanh năm 2018 với doanh thu và EPS lần lượt đạt 10,427 tỷ đồng (+119% yoy) và 2,511 đồng.

Theo đó EPS 2018 của HNG ước đạt 2,511 VND/cp. Triển vọng tăng trưởng dài hạn cho giai đoạn 2018 -2020 là khả quan, điểm rơi lợi nhuận kỳ vọng sẽ là năm 2020.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh số	4,731	4,776	4,768	10,427	12,541	15,538
%yoy		1%	-0.18%	119%	20.27%	23.90%
LNTT	715	-978	308	2,494	3,362	4,502
EPS	945	(1,284)	313	2,511	3,414	4,533

Nguồn: BSC dự báo

Ước tính kết quả kinh doanh – Trái cây

Theo kế hoạch và thời gian gieo giống của HNG, doanh thu và chi phí cho năm 2017 – 2020 của các mảng trái cây chanh dây, thanh long, chuối, xoài là:

	2017E	2018E	2019E	2020E
Chanh dây				
<i>DT (tỷ đồng)</i>	1,072	1,192	1,327	1,434
<i>Tổng chi phí (tỷ đồng)</i>	536	596	663	717
Thanh long				
<i>DT (tỷ đồng)</i>	628	2,394	3,107	4,797
<i>Tổng chi phí (tỷ đồng)</i>	305	1,357	1,761	2,719
Chuối				
<i>DT (tỷ đồng)</i>	794	1,312	1,909	2,428
<i>Tổng chi phí (tỷ đồng)</i>	371	766	1,114	1,416
Xoài				
<i>DT (tỷ đồng)</i>	-	2,836	3,156	3,410
<i>Tổng chi phí (tỷ đồng)</i>	-	1,418	1,578	1,705

Ước tính kết quả kinh doanh – Mảng bò

HNG đã đưa mảng chăn nuôi bò thịt vào hoạt động từ giữa năm 2014. Giống bò được HNG lựa chọn là giống Brahman của Úc. Năm 2016, doanh thu bò chiếm đến 72.6% tỷ trọng doanh thu của HNG, đạt 3,468 tỷ đồng (+36.5% YoY). Tuy nhiên theo kế hoạch 2017 của ban lãnh đạo trong báo cáo thường niên 2016, HNG đặt mục tiêu bán 40,000 con bò, giúp HNG ghi nhận thêm 1,240 tỷ đồng doanh thu.

Chúng tôi ước tính doanh thu mảng bò thịt dựa trên một số giả định sau:

- (1) Số lượng bò thịt trong năm 2017 là 40,000 con, và tăng lên 45,000 con trong giai đoạn 2018-2020.
- (2) Trọng lượng bình quân là 500kg/ con với giá bán thịt bò hơi giả định ở mức thận trọng là 58,000 VND/kg. Theo số liệu từ cục chăn nuôi Việt Nam, trong Q1/2017 giá thịt bò hơi trong nước ổn định trong khoảng 70,000 – 75,000 VND/kg, hiện nay giá bình quân là 70,000 VND/kg.

	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
Doanh thu (tỷ đồng)	2,541	3,469	1,160	1,305	1,305	1,305
Số lượng bò	66,337	122,740	40,000	45,000	45,000	45,000
Giá bán trung bình 1 bò thịt (million VND)	38.30	28.26	29.00	29.00	29.00	29.00
<i>Trọng lượng trung bình của bò thịt</i>	500	500	500	500	500	500
<i>Giá bán trung bình 1kg thịt hơi(VND/kg)</i>	76,609	56,526	58,000	58,000	58,000	58,000
Số lượng bò nhập mới hằng năm	130,000	59,077	50,000	50,000	50,000	50,000
Số lượng bò nuôi	63,663		10,000	15,000	20,000	25,000
Chi phí nuôi bò (tỷ đồng)	1,804	3,029	1,056	1,188	1,188	1,188
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	737	440	104	117	117	117
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	29%	13%	9%	9%	9%	9%

Chúng tôi dự báo mảng bò năm 2017 sẽ giúp HNG ghi nhận doanh thu 1,160 tỷ đồng (-66.6% YoY). Lợi nhuận gộp năm 2017 đạt 104 tỷ đồng (-74% YoY), biên lợi nhuận gộp 2017 tương ứng giảm còn 9% từ mức 13% năm 2016.

Ước tính kết quả kinh doanh – Cao su

Kết quả kinh doanh từ vườn cao su có đóng góp khiêm tốn trong 2017, và tăng dần lợi nhuận từ năm 2019, với các giả định sau:

- Diện tích khai thác sẽ dần tăng lên và toàn bộ vườn cây dự kiến đi vào khai thác từ 2020
- Năng suất trung bình có cải thiện, nhưng vẫn rất thấp so với mức trung bình ngành. Chúng tôi ước tính năng suất sẽ vẫn chỉ đạt gần 1 tấn/hecta vào 2020, khi toàn bộ vườn cây đi vào khai thác
- Giá cao su được giả định tăng nhẹ qua từng năm
- Giá thành sản xuất duy trì ở 31 – 32 triệu/tấn như trong năm 2017 (chưa bao gồm lãi vay)

Theo đó, ước tính kết quả kinh doanh từ hoạt động trồng cao su như sau:

Đơn vị: Triệu đồng	2016	2017	2018	2019	2020
Diện tích khai thác	28,724	43,140	48,793	48,793	48,793
Năng suất trung bình	0.21	0.58	0.74	0.86	1.00
Sản lượng tiêu thụ	3,692	14,949	21,690	29,360	39,046
Doanh thu (tỷ đ)	114	553	824	1,174	1,601
Giá bán (tr đ/tấn)	31	37	38	40	41
Chi phí sản xuất trung bình (tr đ/tấn)		31	31	32	32
Lợi nhuận gộp (tỷ đ)	(28.77)	89.69	151.83	234.88	351.41

Định giá cổ phiếu HNG

Trường hợp HNG thành công với các sản phẩm trái cây như đã làm với Chanh dây và như kế hoạch đề ra, KQKD có khả năng cải thiện mạnh từ 2018. Nếu các dự án diễn ra thuận lợi như kế hoạch, ước tính rằng trong năm 2017, HNG sẽ thoát lỗ. Chúng tôi kỳ vọng dòng tiền từ năm 2018 sẽ giúp HNG có thể giải quyết được các áp lực tài chính hiện tại. BSC dự báo kết quả kinh doanh năm 2018 với doanh thu và EPS lần lượt đạt 10,427 tỷ đồng (+119% yoy) và 2,511 đồng.

EPS 2018 = 2,511 đồng/cp, và P/E định giá là 8x – Dựa trên những kỳ vọng tăng trưởng mạnh về doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn 2019 – 2020 khi các dự án cây ăn trái khác được đưa vào khai thác. Theo đó giá hợp lý theo phương pháp này là 20,086 VND/cp

Ngược lại nếu hoạt động kinh doanh trái cây không thành công, thì DN sẽ đứng trước khó khăn rất lớn về cả tài chính và mô hình kinh doanh, đi kèm với mức giá cổ phiếu thấp hơn đáy trước. Nhà đầu tư cần ý thức rõ, trường hợp cổ phiếu HNG có kỳ vọng cao đi kèm với rủi ro lớn về kinh doanh và tài chính.

	2018	2019	2020
EPS	2,511	3,414	4,533
P/E	8	8	8
Target Price	20,086	27,315	36,264

Nguồn: BSC dự báo

Phân tích độ nhạy

Để đánh giá ảnh hưởng của sự thay đổi Giá bán cũng như Sản lượng của 4 loại trái cây chính đến KQKD của HNG trong năm 2018, BSC đã lập bảng phân tích độ nhạy với từng loại quả như sau, EPS 2018 = 2,511 đồng

Độ nhạy Doanh thu theo sản lượng và giá bán

Phân tích độ nhạy	Sản lượng	Giá bán						
		50%	70%	80%	100%	120%	130%	150%
	50%	4,626	5,399	5,786	6,559	7,333	7,720	8,493
	70%	5,399	6,482	7,023	8,106	9,189	9,731	10,813
	80%	5,786	7,023	7,642	8,880	10,117	10,736	11,974
	100%	6,559	8,106	8,880	10,427	11,974	12,747	14,294
	120%	7,333	9,189	10,117	11,974	13,830	14,758	16,615
	130%	7,720	9,731	10,736	12,747	14,758	15,764	17,775
	150%	8,493	10,813	11,974	14,294	16,615	17,775	20,095

Độ nhạy EPS theo sản lượng và giá bán

Phân tích độ nhạy	Sản lượng	Giá bán						
		50%	70%	80%	100%	120%	130%	150%
	50%	(550)	(142)	62	470	878	1,082	1,491
	70%	(142)	430	715	1,287	1,858	2,143	2,715
	80%	62	715	1,042	1,695	2,348	2,674	3,327
	100%	470	1,287	1,695	2,511	3,327	3,735	4,551
	120%	878	1,858	2,348	3,327	4,306	4,796	5,775
	130%	1,082	2,143	2,674	3,735	4,796	5,327	6,388
	150%	1,491	2,715	3,327	4,551	5,775	6,388	7,612

Phụ Lục – Dự báo Kết quả kinh doanh

Đơn vị: tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019	2020
3. Doanh số thuần	4,731	4,776	4,768	10,427	12,541	15,538
4. Giá vốn hàng bán	-3,494	-4,266	(3,260)	(6,527)	(7,773)	(9,525)
5. Lãi gộp	1,237	510	1,508	3,899	4,767	6,013
6. Thu nhập tài chính	165	236	0	0	0	0
7. Chi phí tài chính	-383	-779				
- Trong đó: Chi phí lãi vay	-365	-701	(589)	(535)	(438)	(405)
8. Chi phí bán hàng	-73	-88	(88)	(193)	(232)	(287)
9. Chi phí quản lý doanh nghiệp	-121	-306	(522)	(678)	(736)	(818)
10. Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	823	-412	308	2,494	3,362	4,502
11. Thu nhập khác	2	147				
12. Chi phí khác	-111	-713				
13. Thu nhập khác, ròng	-108	-566	(0)	0	0	0
13b. Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0				
14. Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	715	-978	308	2,494	3,362	4,502
15. Thuế thu nhập doanh nghiệp – hiện thời	-3	-3				
16. Thuế thu nhập doanh nghiệp – hoãn lại	32	-40				
17. Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	29	-43	62	499	672	900
18. Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	744	-1,020	247	1,995	2,689	3,602
19. Lợi ích cổ đông thiểu số	19	-35				
20. Cổ đông của Công ty mẹ	725	-985	240	1,926	2,619	3,477
21. Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	945	(1,284)	313	2,511	3,414	4,533
22. Lãi trên cổ phiếu pha loãng						
P/E			8	8	8	8
Target Price (VND)			2,504	20,086	27,315	36,264

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BID

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV<GO>