BAOVIET Securities

Ngành Nông nghiệp

Báo cáo lần đầu

Tháng 7, 2017

Khuyến nghị	**OUTPERFORM**
Giá kỳ vọng (VNĐ)	**81.600**
Giá niêm yết (24/7/2017)	55.000
Lợi nhuận kỳ vọng	48%

Chuyên viên phân tích

Trương Sỹ Phú

(84 8) 3914.6888 ext 258

truongsyphu@baoviet.com.vn

CTCP Tập đoàn Lộc Trời

Mã giao dịch: LTG

Hưởng lợi theo xu hướng phát triển tất yếu của nông nghiệp Việt Nam. Triển vọng dài hạn khả quan.

Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu LTG với mức giá mục tiêu **81.600 đồng/cp**, cao hơn 48% so với mức giá niêm yết lên sàn UPCOM ngày 24/7/2017 sắp tới. Các điểm nhấn đầu tư chính như sau:

- Hưởng lợi theo xu hướng phát triển tất yếu của ngành Nông nghiệp Việt Nam nói chung: quy mô lớn, cơ giới hoá và từ số lượng sang chất lượng.
- Là doanh nghiệp đầu ngành Thuốc BVTV có biên lợi nhuận hấp dẫn, phân đối độc quyền sản phẩm Syngenta (bên cạnh VFG), là thương hiệu thuốc BVTV có quy mô và tầm ảnh hưởng toàn cầu. Dù ngành Thuốc BVTV tăng trưởng chững lại, xu hướng để các doanh nghiệp tư nhân đầu tư các dự án nông nghiệp quy mô lớn sẽ tạo động lực tăng trưởng cho các doanh nghiệp cung ứng vật tư nông nghiệp hàng đầu như LTG thông qua kênh các dự án.
- Là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong mảng giống cây trồng với trung tâm nghiên cứu và vùng nguyên liệu lúa giống lớn. Đây là mảng còn nhiều tiềm năng tăng trưởng khi người nông dân vẫn chưa nhận thức được tầm quan trọng của giống xác nhận. Tỷ lệ giống xác nhận được dự báo sẽ tiếp tục tăng lên trong tương lai.
- Là một trong những doanh nghiệp tiên phong xây dựng chuỗi giá trị từ cung ứng vật tư nông nghiệp, thu mua - chế biến và xuất khẩu gạo. Chúng tôi cho rằng đây là xu hướng tất yếu là mang ý nghĩa thúc đẩy chất lượng gạo nói riêng và các mặt hàng nông sản khác của Việt Nam nói chung. Đối với Lộc Trời, việc mở rộng này không những mở cửa công ty đến với cơ hội kinh doanh mới mà còn hỗ trợ trong việc mở rộng thị phần trong mảng thuốc và giống song song với vùng nguyên liệu lúa thông qua các chính sách thu mua ổn định và hỗ trợ tài chính cho nông dân.
- Ở kịch bản bình thường, chúng tôi dự báo tăng trưởng bình quân 10,0% về doanh thu và 18,1% về lợi nhuận trong giai đoạn 2016-2021.
- Hiện tại theo thông tin chúng tôi có, LTG đang hợp tác với một đối tác Trung Quốc để thử nghiệm một số giống lúa tại ĐBSCL. Nếu thử nghiệm thành công, LTG sẽ tiến hành áp dụng các loại giống này trên quy mô lớn trong các vùng nguyên liệu lúa của mình. Điều này sẽ giúp LTG tăng trưởng cao trong mảng giống thông qua việc bán các loại giống mới này cho nông dân bên cạnh việc đẩy mạnh sản lượng gạo xuất khẩu đi Trung Quốc. Ở kích bản tích cực nếu dự án này tiến triển tốt, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng mạnh về doanh thu và lợi nhuận kể từ năm 2019-2020.
- P/E forward lần lượt là 9,1 lần cho năm 2017 và 7,9 lần cho năm 2018 tính theo giá **chào sàn 55.000 đồng/cp**.
- Cổ tức tiền mặt 30% cho năm 2016, dự kiến có thể sẽ thanh toán vào tháng 11-12.

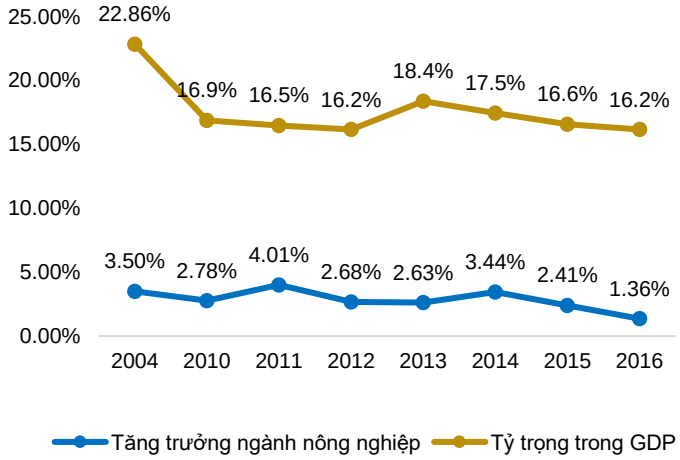
Một số chỉ số tài chính của LTG

Chỉ số tài chính		2015	2016	2017F	2018F
Doanh thu	Tỷ đồng	7.856	7.783	8.303	9.294
LNST	Tỷ đồng	319	349	478	553
EPS	VNĐ	4.083	4.392	6.046	7.002
BV	VNĐ	31.005	32.018	36.131	40.869
P/E	x		12,8	9,1	7,9
P/B	x		1,72	1,52	1,35

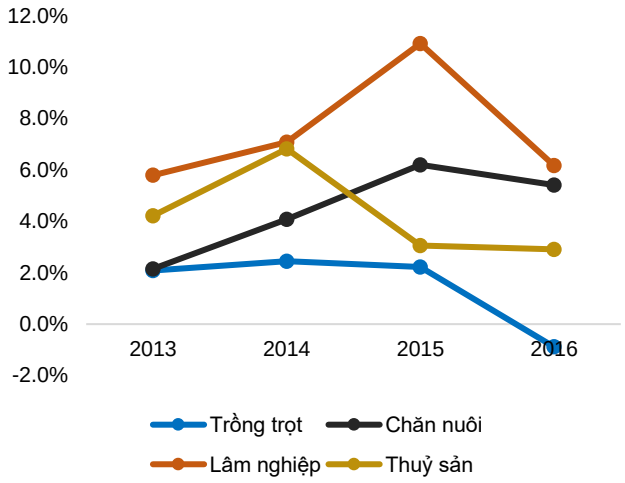
Phần 1: Thực trạng ngành Nông nghiệp Việt Nam

Ngành Nông nghiệp Việt Nam đã có những tiến bộ vượt bậc trong 20 năm qua. Nhờ đẩy mạnh thâm canh, tập trung tăng năng suất lúa gạo để xoá đói giảm nghèo, đảm bảo an ninh lương thực và ổn định xã hội, Việt Nam đã trở thành một trong những nước có sản lượng lương thực bình quân đầu người cao trong nhóm các nước có thu nhập trung bình. Xuất khẩu cũng bùng nổ, hiện Việt Nam là một trong các nước lớn nhất về xuất khẩu gạo, cà phê, điều, hồ tiêu và các sản phẩm về thuỷ sản. Tuy tỷ trọng của ngành Nông nghiệp trong GDP cả nước đã giảm trong những năm gần đây và ổn định ở mức 16-18%, ngành vẫn đóng vai trò rất quan trọng khi tạo ra trên 40% tổng việc làm cho lao động cả nước. Năm 2016, ngành trồng trọt chững lại do tình hình giá nông sản thế giới bất lợi.

Tăng trưởng ngành Nông nghiệp Việt Nam

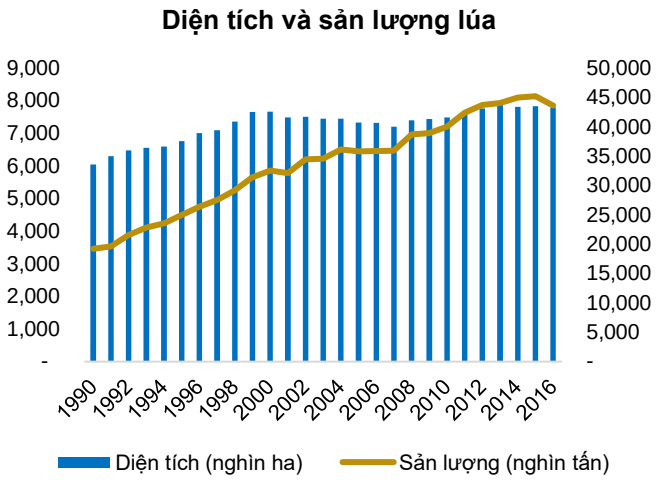


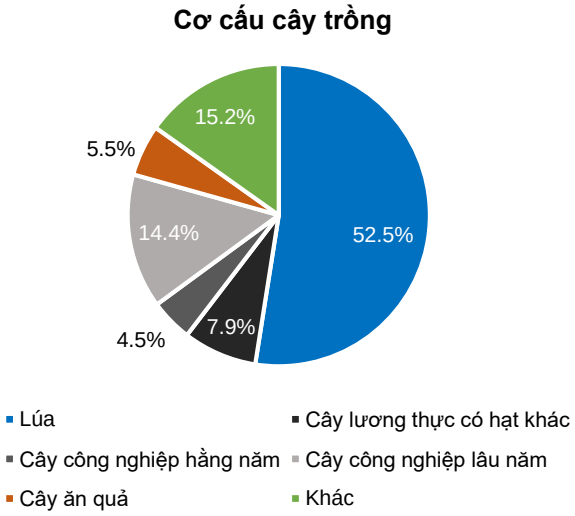
Tăng trưởng các nhóm ngành



Nguồn: GSO

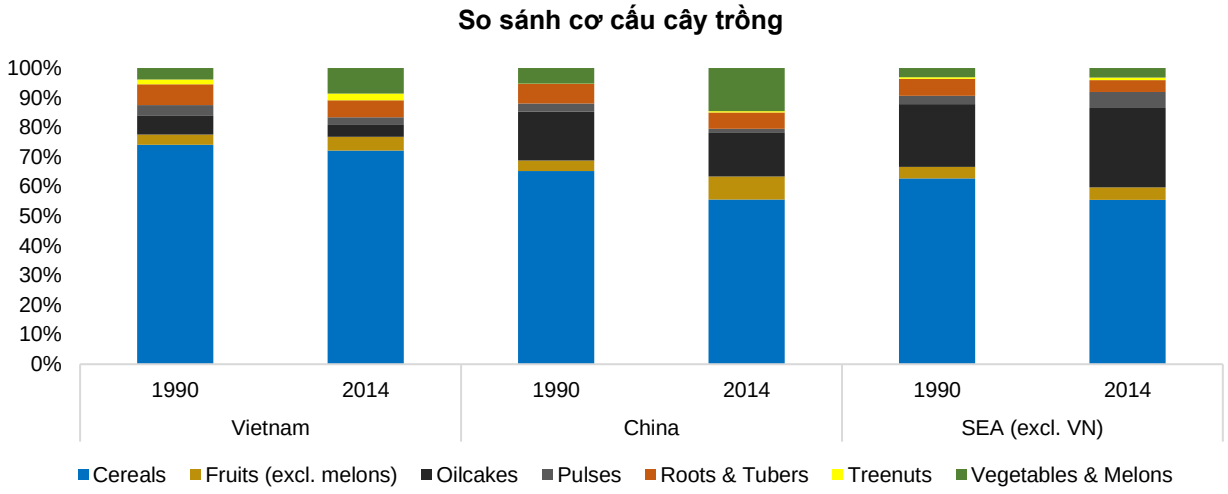
Cách sử dụng đất cho thấy tầm quan trọng của cây lúa. Trong giai đoạn 1990-2015, diện tích đất trồng trọt tăng bình quân 2%/năm, đến cuối năm 2015 đạt gần 15 triệu hecta. Ở cùng thời kỳ này, đất trồng lúa tăng chậm hơn, bình quân 1%/năm thay đổi rất ít kể từ sau năm 2000. Theo thống kê gần nhất diện tích đất trồng lúa hiện nay ở mức 7,8 triệu hecta, chiếm 52,5% tổng diện tích đất trồng trọt và năng suất đã được cải thiện rất nhiều so với 20 năm trước đây. Cần phải nhấn mạnh rằng, để đạt được mục tiêu an ninh lương thực và xoá đói giảm nghèo, cây lúa đã nhận được sự ưu ái của Chính phủ khi đất nông nghiệp đồng bằng có chất lượng tốt nhất kèm theo hệ thống tưới tiêu đặc thù luôn được dành để canh tác lúa. Trong nhiều năm liền, đa phần các nỗ lực mở rộng diện tích tưới tiêu, nghiên cứu và khuyến nông của Chính phủ đều tập trung vào việc tăng sản lượng lúa địa phương và quốc gia.





Nguồn: GSO

Đa dạng hoá cây trồng chỉ mới bắt đầu tại Việt Nam. Trong giai đoạn 1990 – 2014, quá trình đa dạng hoá cây trồng ở Việt Nam diễn ra khá chậm và cơ cấu không thay đổi đáng kể. Diện tích thu hoạch ngũ cốc tăng 39% (chủ yếu do ngô và sắn) và vẫn chiếm trên 70% tổng diện tích đất trồng; trong khi đó nhóm trái cây và rau cải do có xuất phát điểm thấp đã tăng lần lượt 94% và 215% tuy nhiên vẫn đóng góp tỷ trọng rất thấp. Chúng tôi cho rằng việc ưu tiên đất và hệ thống tưới tiêu cho cây lúa như đã đề cập ở trên cộng với sự manh mún trong sở hữu đất nông nghiệp (sẽ đề cập ở phần tiếp theo) là những nguyên nhân quan trọng nhất dẫn đến sự chậm trễ này.

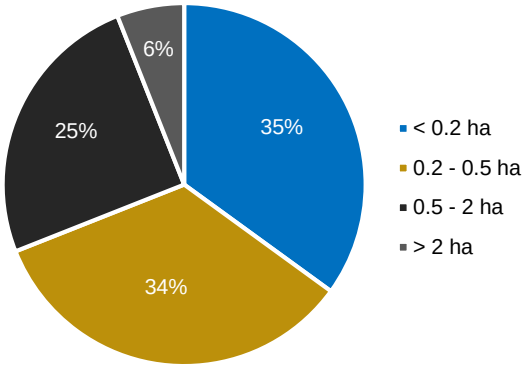


Nguồn: FAOSTAT

Sở hữu đất nông nghiệp manh mún đang là vấn đề nan giải. Theo thống kê Tổng điều tra nông nghiệp, khoảng 90% đất nông nghiệp là thuộc các hộ nông nghiệp và trang trại, 6% thuộc các doanh nghiệp và số còn lại thuộc các cơ sở khác. Đa phần các hộ nông nghiệp đều có quy mô rất nhỏ. Trong đó, nhóm hộ canh tác trên ruộng dưới 0,5 hecta chiếm tới 69%, nhóm có diện tích từ 0,5 đến 2 hecta chiếm 25% và nhóm có diện tích lớn hơn 2 hecta chỉ chiếm 6%. Độ manh

mún có sự khác biệt lớn giữa các vùng trong đó đồng bằng sông Hồng và Trung du miền núi phía Bắc có mức độ manh mún cao nhất. Như vậy, diện tích canh tác bình quân mỗi lao động nông nghiệp Việt Nam ở mức 0,34 hecta, chỉ bằng từ 0,6 đến 0,8 lần các nước trong khu vực như Campuchia, Myanmar và Philippines. Thực tế, Chính phủ đã có những bước đi nhằm cải thiện tình hình này bằng việc trao trách nhiệm thực hiện công tác dồn điền đổi thửa cho các địa phương. Quá trình này đã có một số thành tựu nhất định song cũng đi kèm nhiều vấn đề khó giải quyết liên quan đến công tác đánh giá hiện trạng đất và cân bằng lợi ích giữa các hộ nông nghiệp tham gia trao đổi ruộng đất.

Sở hữu đất nông nghiệp

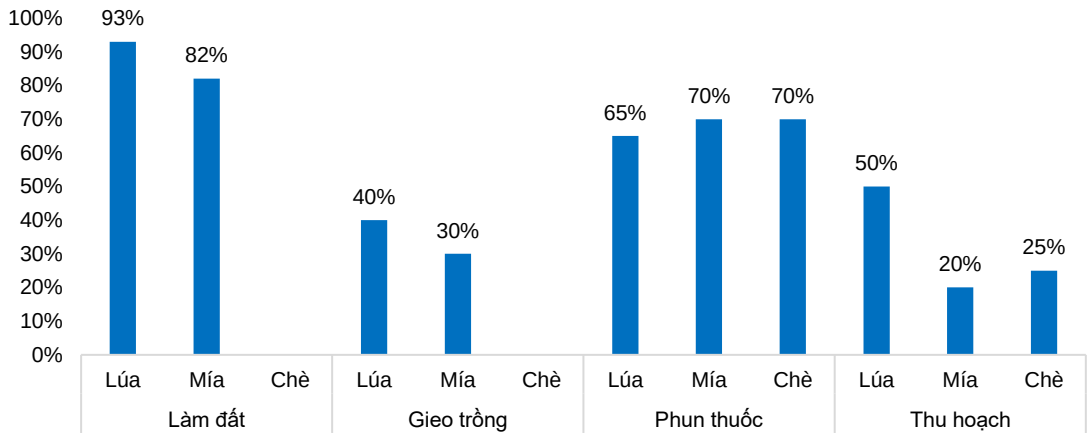


Nguồn: World Bank, Bộ NN&PTNT

*(**Bài học kinh nghiệm từ Trung Quốc:** Trong những năm 1980 – 2000, quá trình đô thị hoá và công nghiệp hoá dẫn đến hiện tượng lao động di cư và đất nông nghiệp bị cạnh tranh với các mục đích sử dụng khác, quá trình dồn điền đã diễn ra mạnh mẽ tại Trung Quốc. Trong đó, Chính phủ hỗ trợ: (i) thành lập cơ quan giao dịch đất đai (cung cấp thông tin, thiết kế hợp đồng và giải quyết tranh chấp); (ii) cấp vốn ưu đãi cho các dự án đầu tư trang trại lớn; (iii) xây dựng một thị trường cung cấp dịch vụ cơ giới hoá hoạt động sôi nổi và tích cực. Thành quả là đến nay, ở các vùng Đông Bắc và Bắc Trung Quốc có hơn 23% số hộ nông nghiệp tại Trung Quốc đã cho thuê 1 một phần đất nông nghiệp và các hợp tác xã và doanh nghiệp có quy mô lần lượt 200 hecta và 100 hecta chiếm đến hơn 20% tổng diện tích đất nông nghiệp của các vùng này).*

Nỗ lực cơ giới hoá để cải thiện nền nông nghiệp truyền thống thủ công và thâm dụng lao động. Dưới sức ép của các yếu tố như chi phí lao động tăng, nỗ lực giảm tổn thất trong thu hoạch và tăng cường chuyên môn hoá các loại cây trồng, quá trình cơ giới hoá đã diễn ra mạnh mẽ trong 10 năm trở lại đây. Quá trình này cũng gặp phải không ít khó khăn mà chủ yếu là do sự thiếu tập trung của sở hữu đất nông nghiệp như vừa đề cập ở trên. Ngoài ra, sự ưu ái một cây trồng dẫn đến các chỉ tiêu cơ giới hoá có sự phân hoá rất lớn, trong đó hiển nhiên số liệu khả quan nhất ở các loại cây như lúa và mía. Tuy nhiên, có thể thấy khâu gieo trồng và thu hoạch vẫn còn phải cải thiện rất nhiều như trình bày ở hình bên dưới.

Cơ giới hoá tại một số cây trồng

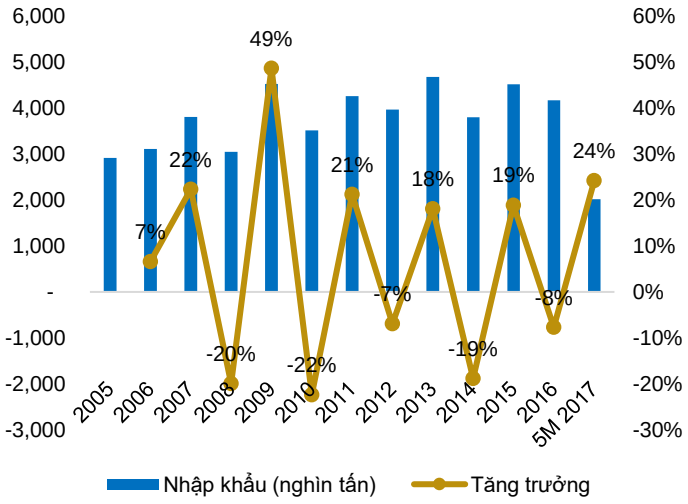


Nguồn: Bộ NN&PTNT

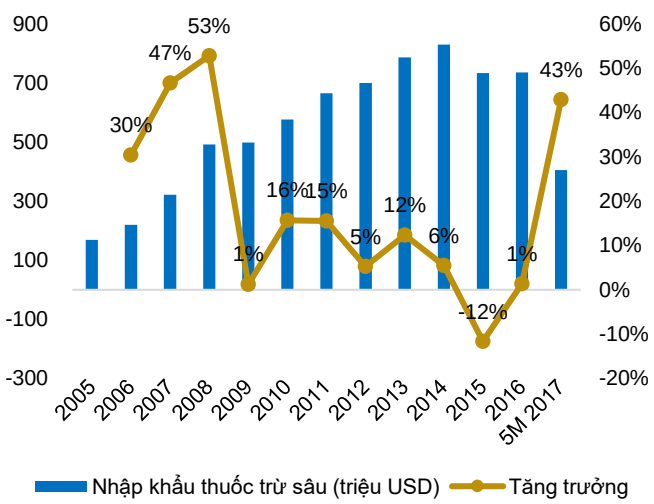
(Ghi chú: Mức độ cơ giới hoá công đoạn làm đất và gieo trồng ở cây chè không có số liệu)

Mô hình phát triển của ngành Nông nghiệp Việt Nam chưa bền vững. Cho đến nay, chiến lược đảm bảo an ninh lương thực quốc gia của Việt Nam đã mang lại những thành tựu vượt trội về năng suất, sản lượng và xuất khẩu, tuy nhiên thành tích về hiệu quả kinh tế cho nông dân và ý nghĩa đóng góp vào việc xây dựng thương hiệu nông sản quốc gia lại không mấy ấn tượng. Chúng tôi cho rằng nền nông nghiệp Việt Nam tăng trưởng dựa trên mô hình về lượng hơn là về chất, đó là tăng cường thâm canh dẫn đến sử dụng quá mức phân bón, thuốc trừ sâu và các hoá chất khác dẫn đến chi phí trực tiếp và chi phí gián tiếp đối với môi trường cao. Hình bên dưới thể hiện rõ điều này, trong giai đoạn 2005 – 2016, ước tính ngành Nông nghiệp Việt Nam tăng trưởng 36,8% tuy nhiên nhập khẩu vật tư nông nghiệp lại tăng vượt xa mức này, điển hình nhập khẩu phân bón tăng 43% và nhập khẩu thuốc trừ sâu & nguyên liệu hoá chất tăng 337%. Trong 5 tháng đầu năm 2017, nhập khẩu phân bón và thuốc trừ sâu tiếp tục tăng lần lượt là 24% và 42,9%.

Nhập khẩu phân bón tại Việt Nam



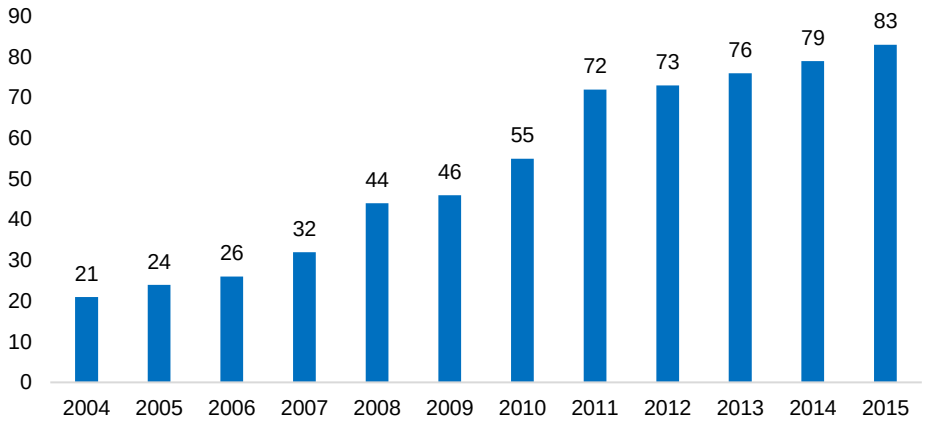
Nhập khẩu thuốc trừ sâu tại Việt Nam



Nguồn: GSO, VN Customs

Giá trị sản phẩm nông nghiệp trên mỗi hecta đất trồng trọt sau giai đoạn tăng trưởng nhanh đã có dấu hiệu chững lại. Trong báo cáo phát triển Việt Nam, WorldBank đã chỉ ra rằng tốc độ tăng năng suất yếu tố tổng hợp (TFP) trong ngành Nông nghiệp của Việt Nam đã và đang trong xu thế giảm kể từ năm 2000. Đây rõ ràng là xu hướng đáng lo ngại. Theo một thống kê khác của IPSARD, TFP chiếm trung bình khoảng 40% tăng trưởng các năm gần đây của nông nghiệp Việt Nam trong khi Thái Lan là 83%, Trung Quốc là 86% và Malaysia là 92%. Điều này hỗ trợ ý mà chúng tôi vừa đề cập rằng mô hình tăng trưởng của nông nghiệp Việt Nam đang dựa vào thâm dụng lao động, vật tư và môi trường.

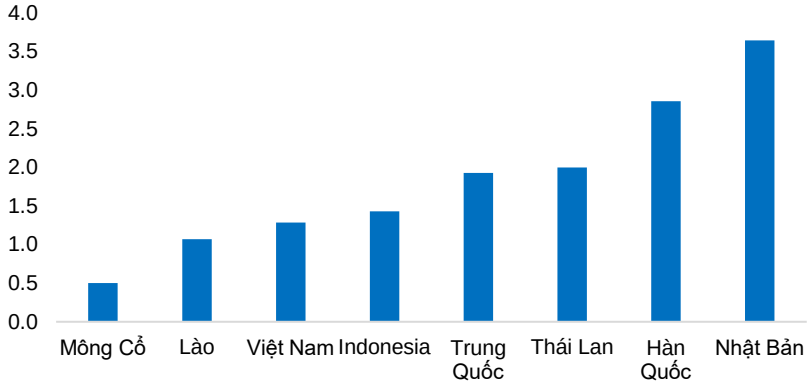
Giá trị sản phẩm trồng trọt (Đvt: triệu đồng/hecta)



Nguồn: GSO

Nông sản Việt Nam bị gán mác giá rẻ trên thị trường xuất khẩu. Thực tế trong nhiều năm nay là nông sản xuất khẩu của Việt Nam đều được bán ở giá thấp hơn các nước bạn trong khu vực, chủ yếu là do chất lượng kém và xuất ở dạng thô chưa mang lại giá trị gia tăng cao. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân quan trọng nhất bên cạnh kỹ thuật canh tác, giống và sự lạm dụng quá mức các loại hoá chất – vật tư như đã đề cập ở phần trước đó là sự kém phát triển của công đoạn bảo quản, chế biến sau thu hoạch nhằm mang lại giá trị sản phẩm cao hơn. Điều này dẫn đến một số loại nông sản của Việt Nam phải phụ thuộc vào một số thị trường "dễ tính" mua số lượng lớn với giá thấp như Trung Quốc.

Tỷ lệ GDP công nghiệp - dịch vụ NN trên NN sơ cấp



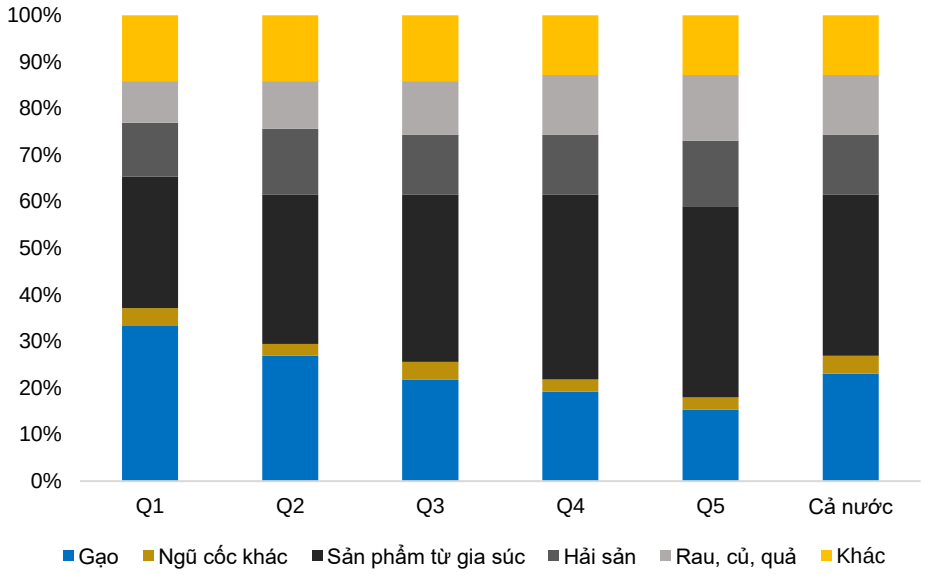
Xuất khẩu một số nông sản của Việt Nam năm 2016

Hàng XK	Thị trường chính	Tỷ trọng
Gạo	Trung Quốc	36%
Rau quả	Trung Quốc	70%
Sắn	Trung Quốc	86%
Cao su	Trung Quốc	59%

Nguồn: GTAP, GSO, Bộ NN&PTNT

Bên cạnh xuất khẩu, sự chuyển biến của nhu cầu thực phẩm trong nước vừa tạo áp lực và là động lực để nông nghiệp Việt Nam thay đổi. Có thể thấy ở các nước phát triển hơn, tỷ lệ GDP ngành Công nghiệp – Dịch vụ hỗ trợ cho nông nghiệp sẽ có sản lượng gấp ít nhất 2 lần so với nông nghiệp sơ cấp. Do đó, trong tương lai khi thu nhập ngày càng tăng lên và cách thức tiêu thụ thực phẩm thay đổi, doanh số thức ăn nhanh và thực phẩm chế biến sẽ ngày càng tăng. Trên lý thuyết tỷ lệ này sẽ ngày càng tăng nếu nền công nghiệp chế biến thực phẩm của Việt Nam có thể bắt kịp xu hướng và phát triển phù hợp. Tóm lại, các sản phẩm thực phẩm chế biến từ nông sản sản xuất tại Việt Nam cần phải cần phải cạnh tranh được với sản phẩm nhập khẩu ngay tại thị trường trong nước trước khi có thể cạnh tranh tại thị trường xuất khẩu và gây dựng lại hình ảnh nông sản quốc gia trong bối cảnh hội nhập ngày càng sâu rộng.

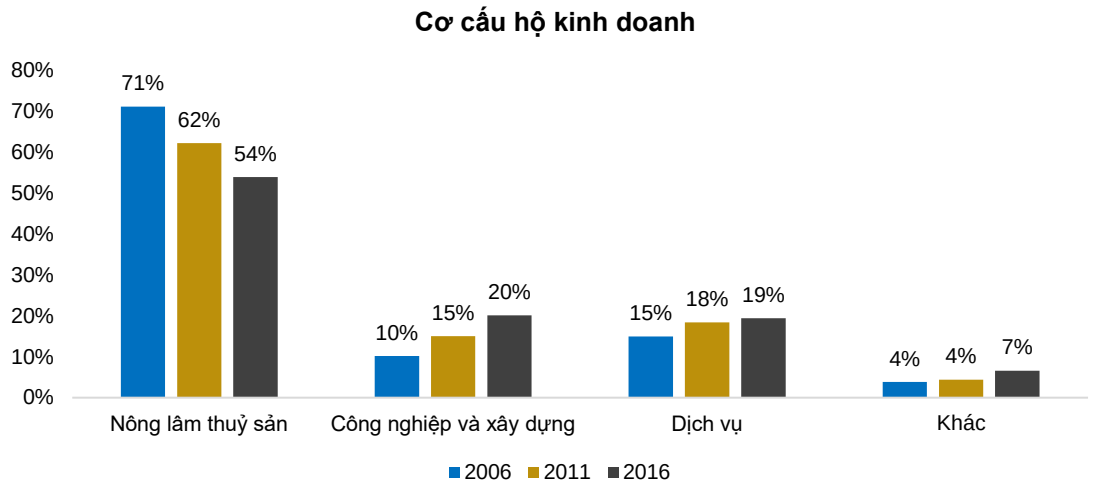
Cơ cấu tiêu thụ thực phẩm



Nguồn: WorldBank, IPSARD

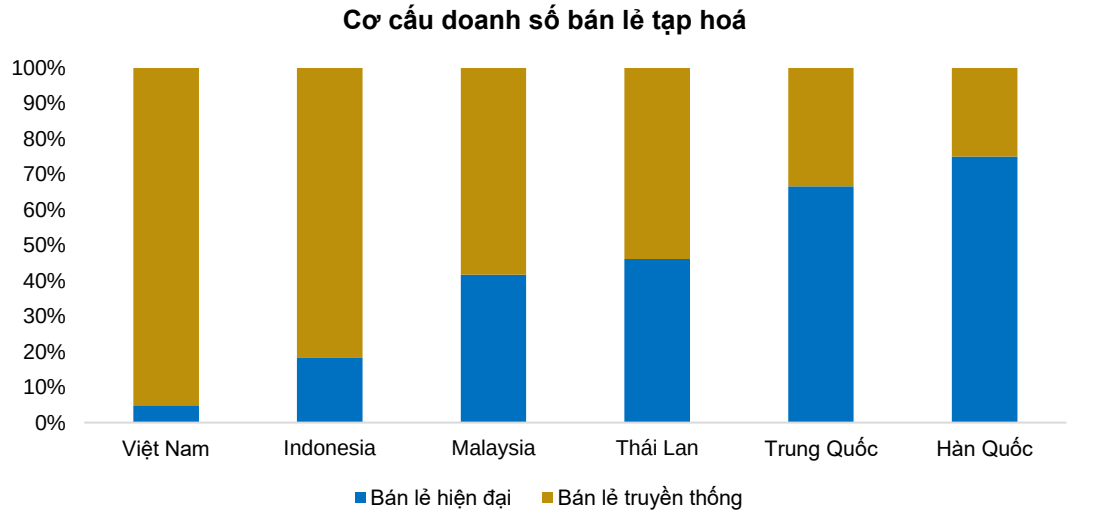
(Ghi chú: Hình trên thể hiện cơ cấu tiêu thụ thực phẩm tại Việt Nam, từ nhóm Q1 đến Q5 thể hiện nhóm thu nhập từ thấp đến cao, mỗi nhóm tượng trưng cho 20% tổng dân số. Có thể thấy theo mức thu nhập tăng lên, xu hướng dinh dưỡng là giảm gạo và ngũ cốc trong khi tăng tiêu thụ sản phẩm từ gia súc, hải sản và rau củ quả.)

Ngoài ra, ngành Nông nghiệp Việt Nam cũng bị cạnh tranh ngay từ đầu vào, đó là sự cạnh tranh về nhân công và tài nguyên đất đai với các ngành khác trong thời khi đô thị hoá và công nghiệp hoá. Trong báo cáo phát triển Việt Nam, WorldBank đã chỉ ra rằng khoảng cách thu nhập giữa thành thị và nông thôn đang ngày càng tăng và đây cũng là một trong những lý do chính khiến tỷ trọng của hộ kinh doanh nông – lâm – thuỷ sản giảm mạnh từ mức 71% vào năm 2006 còn 54% vào năm 2016.



Nguồn: GSO

Khâu phân phối cũng là một vấn đề khác đối với ngành Nông nghiệp Việt Nam. Có thể nói hệ thống phân phối nông sản và thực phẩm – cầu nối giữa nguồn cung là nông dân và nguồn cầu là người tiêu dùng tại Việt Nam vẫn còn nhiều bất cập. Chúng tôi cho rằng sự manh mún trong sản xuất nông nghiệp và sự kém nắm bắt thị trường khiến nông dân chịu thiệt thòi khi thương lượng giá cả với các thương lái. Điều này dẫn đến một số hệ quả tất yếu như sau: (i) các thương lái có được quá nhiều lợi nhuận trong chuỗi giá trị; (ii) nông dân không có hoặc có rất ít lợi nhuận từ sản phẩm qua đó không có động lực và khả năng tài chính để đầu tư về khoa học – kỹ thuật vào canh tác nông nghiệp; (iii) giá sản phẩm đến người tiêu dùng cao làm cho nông sản Việt Nam trở nên kém cạnh tranh về giá so với các sản phẩm nhập khẩu. Chúng tôi cho rằng sắp tới, như một quá trình tất yếu, các kênh bán lẻ hiện đại sẽ dần thay thế các chợ truyền thống tạo môi trường lành mạnh với giá cả nông sản cạnh tranh và ổn định hơn. Bên cạnh đó, quy mô canh tác bình quân ngày càng lớn giúp nông dân bỏ thêm nhiều bước trung gian và tiếp cận gần hơn với người tiêu thụ cuối cùng.



Nguồn: Euromonitor

Phần 2: Định hướng tương lai - Ngành Nông nghiệp hiện đại, bền vững và thân thiện môi trường

Đến đây, có thể nói mục tiêu an ninh lương thực quốc gia và xoá đói giảm nghèo thông qua cây lúa nhìn chung đã đạt được và cây lúa cũng đã hoàn thành tốt vai trò của mình. Tuy nhiên, để thoát khỏi sự trì trệ, quay về thời kỳ phát triển nhanh như giai đoạn trước năm 2000, đề cao mô hình phát triển bền vững và nâng cao vị thế của nông sản Việt Nam tại thị trường trong nước và xuất khẩu, ngành Nông nghiệp cần có nhiều thay đổi. Ở phần này, chúng tôi đưa ra các quan điểm và dự báo sự phát triển và thay đổi của nền nông nghiệp Việt Nam trong những năm sắp tới.

Tỷ trọng nông nghiệp sơ cấp trên GDP sẽ giảm. Dự báo tỷ trọng của nông nghiệp sơ cấp có thể giảm từ mức 16,2% hiện tại còn 8-9% trong 20 năm tới, đây là xu hướng phù hợp của các quốc gia chuyển đổi từ kinh tế thuần nông (theo WorldBank). Điều này không có nghĩa là tầm quan trọng của ngành Nông nghiệp giảm đi mà chủ yếu là do **ngành Công nghiệp chế biến nông sản và thực phẩm sẽ ngày càng phát triển và sẽ chiếm tỷ trọng ít nhất gấp 2 lần nông nghiệp sơ cấp**. Tỷ lệ này hiện tại ước tính khoảng 1,3 lần như đã trình bày ở phần trên.

Vẫn là ngành tạo rất nhiều việc làm trong tương lai. Tuy nhiên, tỷ trọng việc làm trong nông nghiệp sơ cấp có thể giảm từ mức trên 40% hiện nay còn khoảng 30% do công nghiệp hoá ngành Nông nghiệp. Tỷ trọng việc làm nông nghiệp cũng sẽ cao hơn ở các vùng như ĐBSCL, Đông Nam Bộ và Tây Nguyên do có điều kiện tương đối dễ dàng quy hoạch đồng mẫu lớn và cơ giới hoá nông nghiệp hơn.

Khắc phục hình ảnh không thân thiện với môi trường. Quá trình canh tác nông nghiệp sẽ chú tâm hơn đến vấn đề định mức sử dụng các hoá chất như phân bón và thuốc bảo vệ thực vật. Bên cạnh đó, khâu quản lý chất thải nông nghiệp cũng phát triển hơn, hướng tới tận dụng các phụ phẩm phục vụ cho thức ăn chăn nuôi và năng lượng sinh học thân thiện với môi trường.

Từ 'an ninh lương thực' sang 'an ninh lương thực và đa dạng khẩu phần ăn'. Như một xu hướng tất yếu của quá trình đô thị hoá, thu nhập của người dân và tầng lớp trung lưu sẽ ngày càng tăng. Do đó, nhu cầu tiêu thụ thực phẩm tại Việt Nam sẽ rất đa dạng và là một thị trường khổng lồ để khai thác. **Điều này có nghĩa quá trình đa dạng hoá cây trồng sẽ tiếp tục diễn ra mạnh mẽ.** Trong đó một phần diện tích lúa có thể sẽ được chuyển sang mục đích khác, ví dụ như đất ven đô thị sẽ chuyển sang trồng rau quả, đất nhiễm mặn chuyển sang nuôi trồng thuỷ sản và một số diện tích sẽ chuyển sang trồng các loại hoa màu khác như bắp để hỗ trợ ngành chăn nuôi.

Lúa vẫn sẽ nắm vai trò chủ chốt, tiếp tục đẩy mạnh xuất khẩu gạo. Đó là các loại gạo có chất lượng cao, mang về nhiều lợi nhuận hơn cho nông dân và doanh nghiệp xuất khẩu. Hệ thống canh tác lúa hướng tới chuyên canh các loại lúa thơm chất lượng cao và thậm chí là canh tác hữu cơ an toàn sinh thái để xuất khẩu nhiều hơn sang các thị trường khó tính nhưng giá trị cao như Châu Âu và Mỹ. Ngoài ra, **vai trò của các doanh nghiệp về giống cây trồng: thương mại giống tốt, nghiên cứu và phục tráng giống sẽ ngày càng quan trọng.**

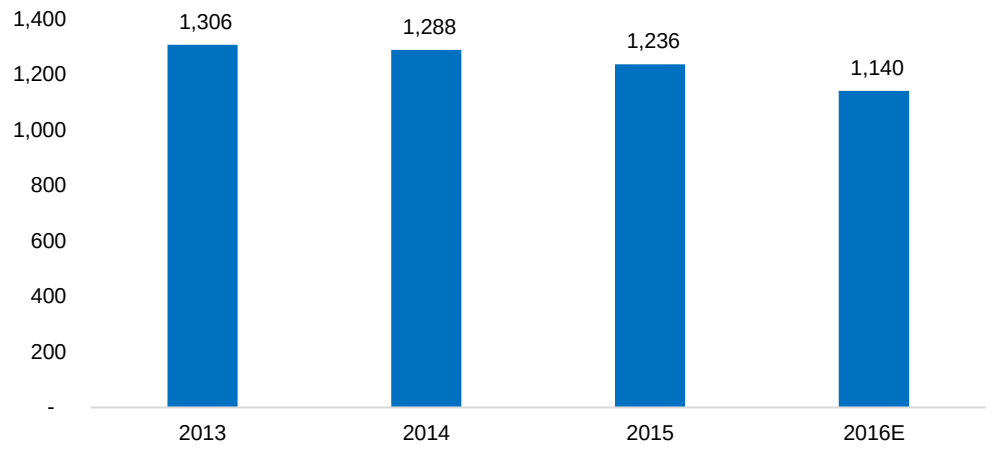
Chính phủ giảm chỉ đạo trực tiếp, tăng vai trò kiến tạo. Đó là về các vấn đề về quản lý đất đai, thị trường đầu vào đầu ra, nghiên cứu khoa học kỹ thuật, hiện đại hoá và cơ giới hoá ngành Nông nghiệp. Thay vào đó, Chính phủ cần tạo một cơ chế để việc dồn ruộng đất diễn ra dễ dàng hơn, góp phần giảm sự manh mún và tạo điều kiện cho các hộ nông dân nhỏ đạt được lợi thế quy mô. Bên cạnh đó, tạo điều kiện ưu đãi về nguồn vốn và thuế suất cho các dự án nông nghiệp quy mô lớn. **Vai trò của các doanh nghiệp tư nhân sẽ ngày càng tăng.** Đây là những doanh nghiệp thực hiện các dự án thí điểm, các cánh đồng mẫu lớn hiện đại ví dụ như Mía đường Thành Thành Công, tập đoàn Lộc Trời, tập đoàn Hoàng Anh Gia Lai, … và các doanh nghiệp tham gia vào sản xuất máy móc và thiết bị cơ giới nông nghiệp ví dụ như tập đoàn Ô tô Trường Hải.

Kênh bán lẻ hiện đại phát triển mạnh mẽ và vai trò của chợ truyền thống sẽ càng giảm xuống. Đây là xu hướng tất yếu ở các nước phát triển và điều này sẽ giúp cho nông sản Việt Nam đến được người tiêu dùng với mức giá cạnh tranh, ổn định và dưới hình thức đáng tin cậy hơn để có thể cạnh tranh với các sản phẩm nhập khẩu.

Phần 3: Thực trạng và triển vọng Ngành Thuốc bảo vệ thực vật

Do đặc thù dịch bệnh khác nhau tại các loại cây trồng, các vùng, chất đất và khí hậu nên **thị trường thuốc bảo vệ thực vật (BVTV) tại Việt Nam rất đa dạng và phong phú về mẫu mã và chủng loại.** Theo thống kê, số loại thuốc BVTV được sử dụng bao gồm: (1) thuốc trừ sâu – 700 hoạt chất; (2) thuốc trừ nấm – 581 hoạt chất; (3) thuốc trừ cỏ - 232 hoạt chất; (4) thuốc diệt chuột – 11 hoạt chất; (5) thuốc kích thích tăng trưởng – 45 hoạt chất; (6) thuốc trừ ốc – 25 hoạt chất và (7) các sản phẩm khác – 58 hoạt chất.

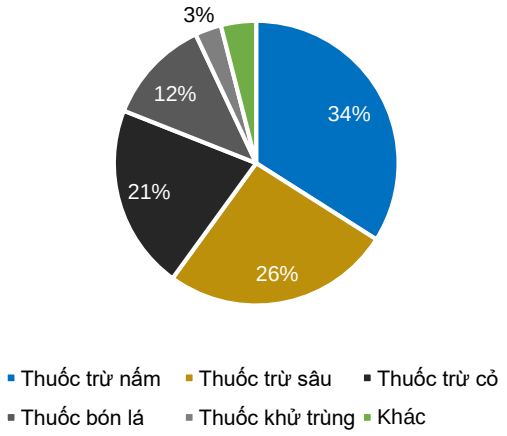
Tiêu thụ thuốc BVTV



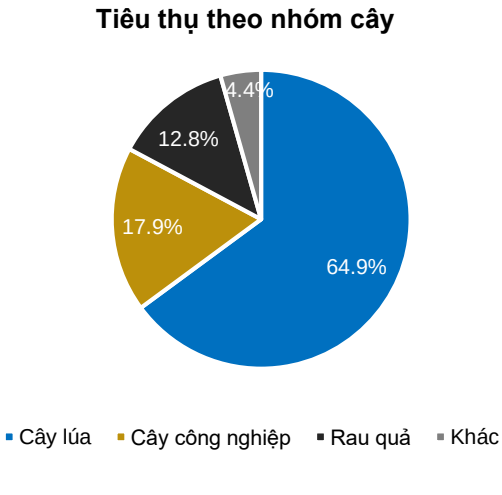
Nguồn: VIPA; Đvt: triệu USD

Tiêu thụ thuốc BVTV có xu hướng chững lại. Nhu cầu chủ yếu phụ thuốc vào diện tích đất nông nghiệp, loại cây trồng, mức độ thâm canh tăng vụ và diễn biến sâu bệnh trong từng mùa vụ. Trong những năm gần đây, do đất trồng trọt không tăng đáng kể, giá nông sản giảm, trong khi sự phát triển của ngành Giống mang lại các loại gien mới có sức chống chịu tốt với sâu bệnh hơn cũng góp phần làm cho nhu cầu thuốc BVTV giảm nhẹ. **Ước tính giá trị thị trường thuốc BVTV trong nước năm 2016 là 1,14 tỷ USD tức gần 26 nghìn tỷ đồng**. Về cơ cấu loại sản phẩm, nhóm thuốc trừ sâu, thuốc trừ nấm và thuốc diệt trừ cỏ là 3 nhóm quan trọng nhất với tỷ trọng lần lượt là 26%, 34% và 21%. Nếu phân theo nhóm cây trồng, không có gì ngạc nhiên khi cây lúa chiếm tỷ trọng lớn nhất đến 64,9%, cây công nghiệp chiếm 17,9% trong khi các loại rau quả chiếm 12,8%.

Tiêu thụ theo nhóm sản phẩm



Tiêu thụ theo nhóm cây

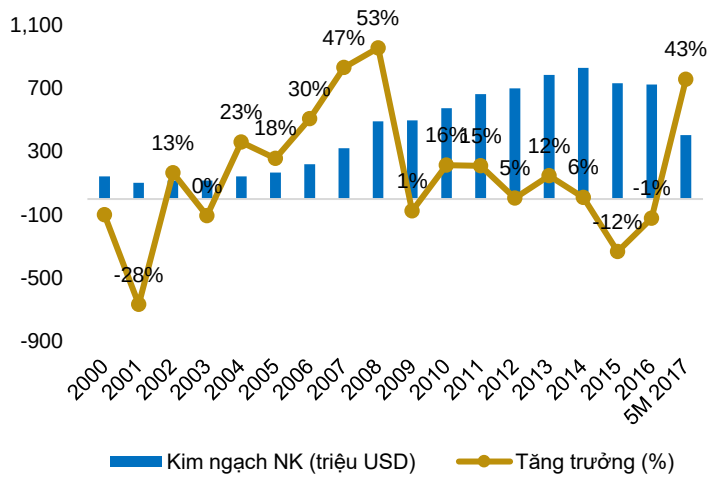


Nguồn: VIPA

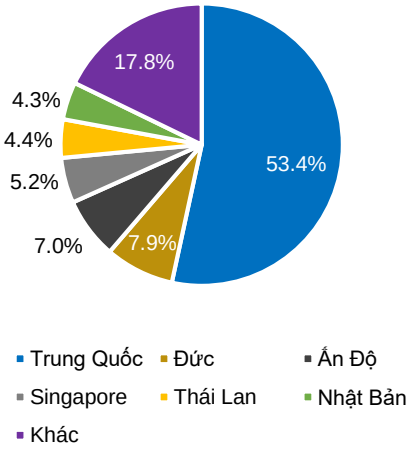
Khó quản lý thị trường thuốc BVTV. Theo Viện Khoa học Kỹ thuật Nông nghiệp miền Nam, tình trạng lạm dụng, sử dụng sai liều lượng thuốc BVTV ở Việt Nam đã ở mức báo động. Điều này dẫn đến hệ luỵ tiết yếu là sự gia tăng và diễn biến phức tạp của sâu bệnh, các loại cỏ dại kháng thuốc và thiên địch có lợi cũng bị triệt tiêu. Do số lượng mặt hàng rất lớn với nhiều hình thức khác nhau và đặc thù với từng nhóm cây, nhóm bệnh, việc thống kê và quản lý thị trường thuốc BVTV tại Việt Nam là rất khó khăn. **Cần nhấn mạnh rằng, mức chi tiêu thuốc BVTV của Việt Nam đã ở mức cao ngang bằng so với khu vực.**

Sản xuất thuốc BVTV tại Việt Nam thực chất là ''gia công''. Theo thống kê gần nhất, hiện đang có 319 công ty đang hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và buôn bán thuốc BVTV. Trên thực tế, Việt Nam không có năng lực tự cung ứng các hoạt chất do đó hoạt động gọi là sản xuất hầu hết quay quanh việc phối trộn, đóng chai, dán nhãn và đóng gói các hoạt chất đã nhập khẩu. Các nhà cung cấp của ngành rất đa dạng, phần lớn là những tập đoàn có uy tín trên thế giới trong lĩnh vực hoá chất như: DuPont Việt Nam (Công ty con của Tập đoàn Dupont – Mỹ), Syngenta (Thuỵ Sĩ), Itochu (Nhật), Sumitomo (Nhật), Starland (HongKong), Changzhou (Trung Quốc), … **Với sự phụ thuộc đầu vào như vậy, có thể nói diễn biến nhập khẩu thuốc và nguyên liệu thuốc BVTV gần như nói lên được bức tranh về nhu cầu sử dụng thuốc BVTV tại Việt Nam.**

Nhập khẩu nguyên liệu và thuốc BVTV



Nguồn nhập khẩu thuốc BVTV



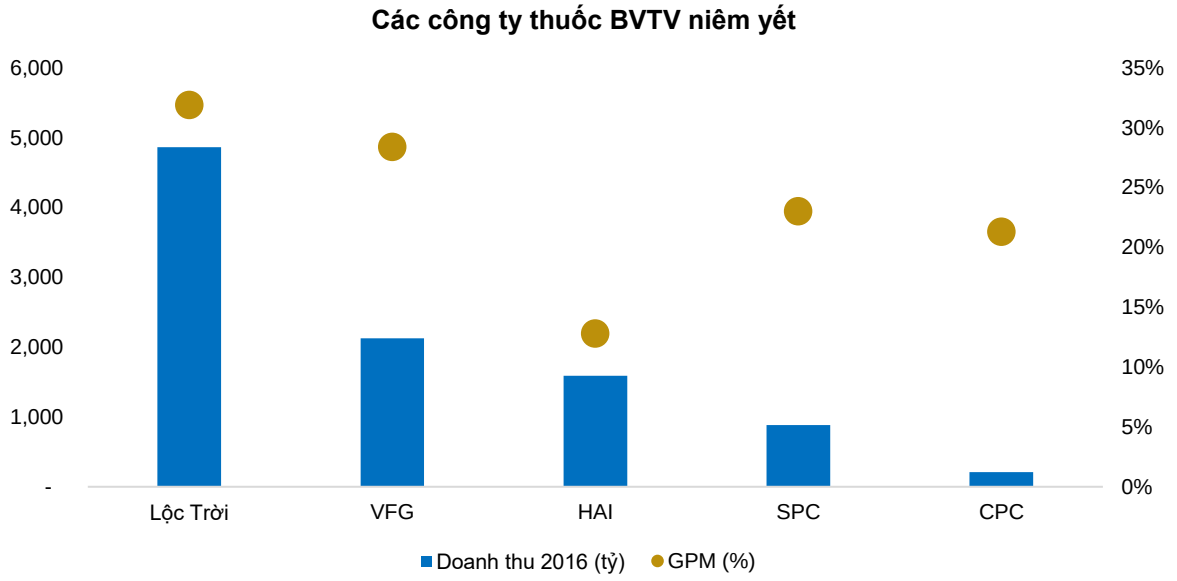
Nguồn: GSO

Trong 5 tháng đầu năm, nhập khẩu thuốc BVTV tăng mạnh 43% chúng tôi cho rằng các nguyên nhân chính bao gồm: (i) tình hình một số dịch hại ở lúa đang tăng mạnh so với cùng kỳ năm ngoái – theo báo cáo của Cục bảo vệ thực vật, như bệnh ôn lá hại lúa, đạo ôn cổ bông hại lúa, sâu cuốn lá nhỏ và ở một số cây trồng khác như bệnh khô cành cà phê, bệnh bạc lá, tuyến trùng rễ hồ tiêu, …; (ii) doanh nghiệp tranh thủ nhập các hoạt chất 2.4d, Paraquat, Carbendazim, Benomyl và Thiophanate-methyl sau năm 2018 sẽ bị cấm để trữ trước.

Lợi thế cạnh tranh nằm ở quy mô và hệ thống phân phối. Trong đó các công ty có quy mô lớn sẽ có lợi thế vì kinh tế khi thu mua nguyên liệu với số lượng lớn, dẫn đến tiết kiệm chi phí sản xuất hơn. Bên cạnh đó, để tạo được lợi thế cạnh tranh trong ngành này, chúng tôi nhận thấy một số vấn đề chính như sau:

- Xây dựng thương hiệu riêng.
- Đầu tư marketing và xúc tiến bán hàng, đầu tư vào dịch vụ tư vấn, chuyển giao kỹ thuật cho người nông dân.
- Sở hữu danh mục sản phẩm rộng để duy trì người nông dân quen với thương hiệu, thậm chí phải duy trì các dòng sản phẩm kém hiệu quả để giữ thị trường.
- Đầu tư kênh phân phối rộng khắp và kho trữ hàng, giúp cho tổng chi phí xúc tiến bán hàng được chia sẻ trên nhiều đầu đại lý, nâng cao hiệu quả bán hàng.

Thống kê ở các doanh nghiệp niêm yết thực tế cũng cho thấy biên lợi nhuận gộp trong sản xuất và phân phối thuốc BVTV có xu hướng tỷ lệ thuận với quy mô doanh thu như hình sau. Lưu ý doanh thu thuốc BVTV của VFG và HAI thực tế có thể thấp hơn một chút so với trình bày trong hình do có một số doanh thu bán hàng hoá của 2 công ty này không bóc tách ra được.



Nguồn: BVSC tổng hợp

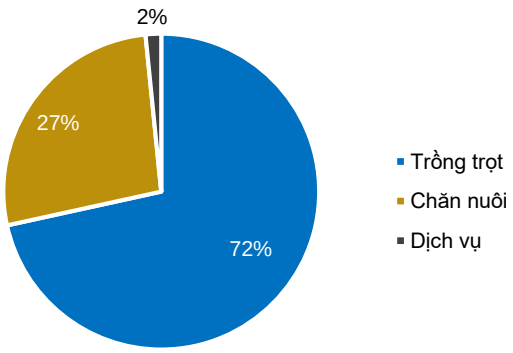
Tóm lại trong 5 năm sắp tới, **BVSC không kỳ vọng một sự tăng đột phá trong tổng nhu cầu của ngành** do chi tiêu thuốc BVTV của Việt Nam không còn thấp so với khu vực trong khi tổng diện tích đất trồng trọt không còn khả năng tăng nhanh như trước đây. Tuy nhiên, với những thay đổi trong cơ cấu cây trồng và sự chuyển hướng sang nông sản sạch, nông nghiệp thân thiện môi trường, các doanh nghiệp thuốc BVTV vẫn có thể tăng trưởng nếu nắm bắt được các yếu tố sau:

- Quá trình đa dạng hoá cây trồng có thể hàm ý nhu cầu thuốc BVTV sẽ tăng nhanh hơn ở nhóm các cây như bắp, rau và cây ăn quả.
- Xây dựng hệ thống phân phối mạnh, có độ phủ cao và nguồn khách hàng trung thành.
- Tăng kết nối với nông dân, thậm chí tiến tới phát triển thành một chuỗi cung ứng nông nghiệp, từ vật tư đến thu mua, chế biến và bán nông sản, ví dụ như xuất khẩu gạo mà Tập đoàn Lộc Trời đang làm.
- Xu hướng sử dụng thuốc BVTV có trách nhiệm hơn, khoa học hơn và dần chuyển sang sử dụng các loại thuốc BVTV có chất lượng cao để đảm bảo vệ điều kiện sinh an toàn thực phẩm của nông sản đầu ra. Đây là cơ hội cho các doanh nghiệp đang phân phối các đầu sản phẩm của những công ty BVTV hàng đầu thế giới như Tập đoàn Lộc Trời và CTCP Khử trùng Việt Nam (VFG) đang phân phối sản phẩm của Syngenta.

Phần 4: Thực trạng và triển vọng ngành Giống cây trồng

Giống cây trồng là một trong những yếu tố đầu vào rất quan trọng của ngành trồng trọt nói chung, đặc biệt là tại Việt Nam khi ngành Nông nghiệp chiếm đến 16,2% GDP và riêng ngành trồng trọt đã chiếm 72% tổng giá trị. Do đặc điểm địa lý, sinh thái đa dạng và có sự khác biệt rõ nét giữa các vùng miền, nhu cầu giống cây trồng của Việt Nam rất phong phú với nhiều loại cây trồng khác nhau. Nhóm hạt giống chủ yếu bao gồm các cây lương thực như lúa, ngô, cây rau và cây công nghiệp ngắn ngày. Nhóm cây giống bao gồm các cây trồng nhân giống bằng phương pháp vô tính hoặc cây trồng từ hạt đã qua giai đoạn vườn ươm.

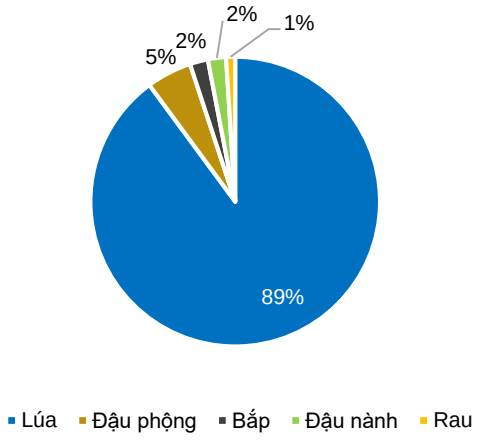
Cơ cấu ngành Nông nghiệp Việt Nam



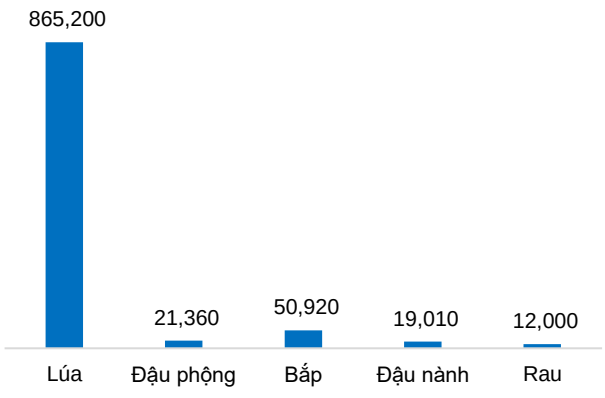
Nguồn: Bộ NN&PTNT, GSO

Nhu cầu giống cây trồng có mối liên hệ mật thiết với cơ cấu cây trồng tại Việt Nam. Hiển nhiên hạt giống cây lúa chiếm tỷ trọng lớn nhất – khoảng 89% tổng nhu cầu tương ứng với khoảng gần 900 nghìn tấn một năm. Các loại giống quan trọng kế tiếp là bắp – 21.360 tấn/năm, đậu phộng – 50.920 tấn/năm, đậu nành – 19.010 tấn/năm và các loại cây rau – 12.000 tấn/năm.

Cơ cấu nhu cầu giống



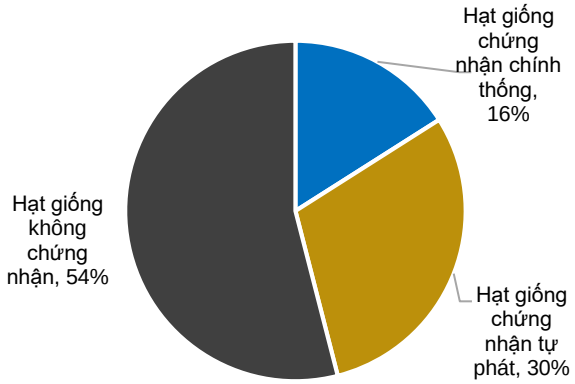
Nhu cầu giống ở một số loại cây



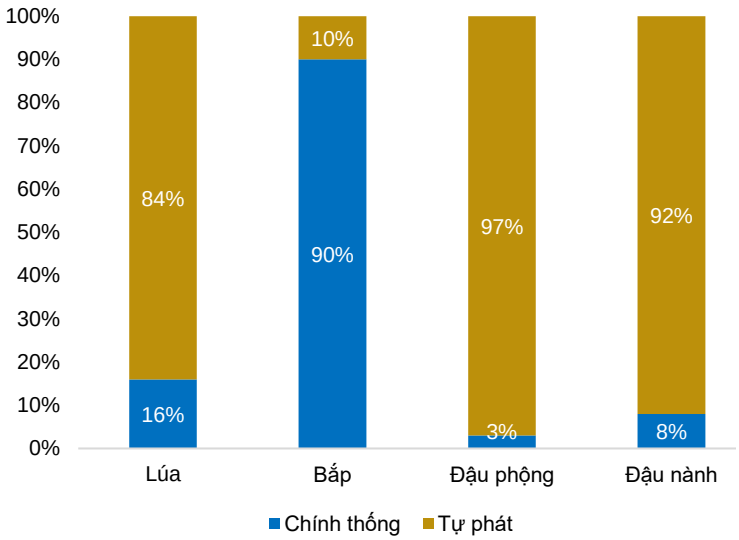
Nguồn: VTSA; Đvt: tấn

Tuy nhiên, nông dân chưa có sự chú tâm cần thiết đến chất lượng và nguồn gốc của hạt giống. Theo thống kê của VTSA, tỷ lệ sử dụng hạt giống không được chứng nhận lên tới 54%, tỷ lệ sử dụng giống tự phát (tự phát triển và giữ gìn bởi các hộ nông dân) chiếm 30% trong khi phần hạt giống chất đã được chứng nhận chất lượng và chọn lọc kỹ càng, được cung cấp bởi các công ty giống chỉ chiếm khoảng 16%. Tỷ lệ hạt giống tự phát cũng khác nhau giữa các cây trồng, trong đó cao nhất ở đậu phộng 97%, đậu nành 92%, lúa 84% và thấp nhất ở cây bắp là 10%.

Phân loại chất lượng hạt giống



Phân loại giống cây trồng ở một số nhóm cây

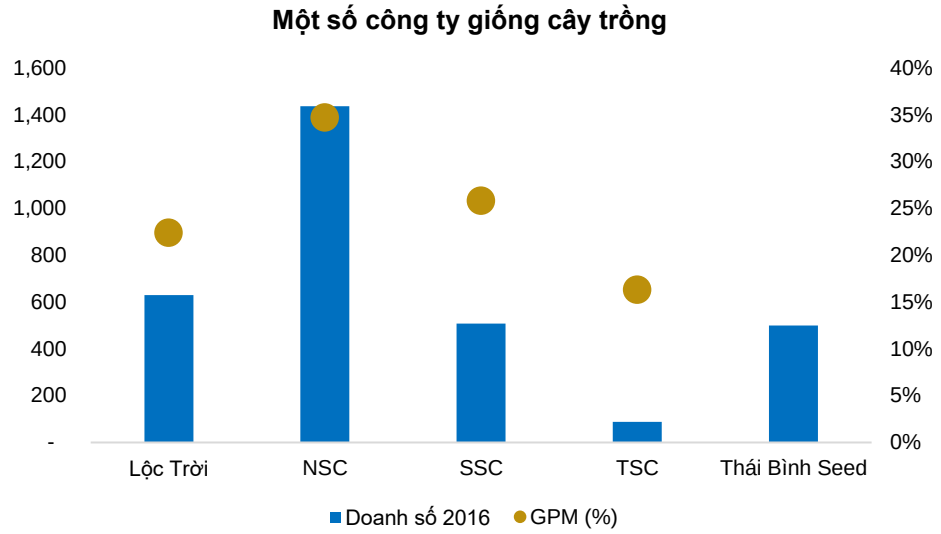


Nguồn: VSTA

Ghi chú:

- Chứng nhận hạt giống là quá trình bảo tồn độ thuần và đặc điểm về gien của hạt giống, đảm bảo khả năng nảy mầm và có sức sống cao, loại bỏ các hạt bị hư hoặc chưa đủ lớn.
- Chính thống ở đây là nói đến các doanh nghiệp, các trung tâm nghiên cứu, các trung tâm giống của tỉnh có khả năng sản xuất giống dưới hệ thống quản lý chất lượng chặt chẽ.
- Tự phát ở đây là nói đến các hộ nông nghiệp, các hợp tác xã tự bảo quản, chọn lọc và phục tráng hạt giống.

Năng lực tự cung ứng của ngành Giống kém phát triển, chủ yếu dựa vào nhập khẩu. Chủ yếu là do trình độ khoa học kỹ thuật còn kém và ngành có rào cảo rất lớn về vốn đầu tư và ngốn thời gian, qua đó trình độ ngành Giống của Việt Nam vẫn còn kém xa khu vực và vẫn phải phụ thuộc vào nhập khẩu giống. Hiện nay thống kê có 260 doanh nghiệp hoạt động trong ngành Giống tại các địa phương với quy mô rất nhỏ và phân tán. Chỉ có 5 doanh nghiệp lớn bao gồm CTCP Giống cây trồng miền Nam (SSC), CTCP Giống cây trồng Trung ương (NSC), CTCP Vật tư Kỹ thuật Nông nghiệp Cần Thơ (TSC), Tổng công ty Giống cây trồng Thái Bình và CTCP Tập đoàn Lộc Trời là trực tiếp đầu tư và cung ứng giống.



Nguồn: BVSC tổng hợp

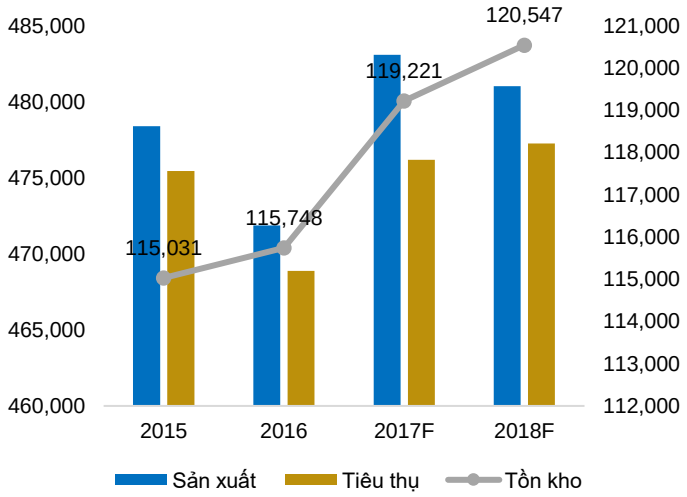
Dư địa tăng trưởng của ngành còn rất lớn. Chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng của ngành Giống phụ thuộc vào 2 yếu tố là diện tích đất nông nghiệp và tỷ lệ sử dụng giống đã chứng nhận. Về yếu tố thứ nhất là đất nông nghiệp, có lẽ dưới áp lực của quá trình công nghiệp hoá, diện tích đất nông nghiệp trong thời gian sắp tới sẽ không tăng lên đáng kể nữa mà sẽ chỉ là sự dịch chuyển giữa các loại cây trồng. Tuy nhiên, yếu tố thứ hai mới là điểm nhấn chính của ngành Giống. Trong thời gian tới khi mà ngành Nông nghiệp để có thể cạnh tranh và tồn tại sẽ cần phải được đầu tư, phát triển, quản lý và vận hành một cách bài bản và khoa học hơn mà trong đó một phần quan trọng không thể thiếu đó chính là hạt giống. Do đó, tỷ lệ hạt giống có chứng nhận trong tổng nhu cầu giống sẽ tăng cao hơn trong tương lai tạo điều kiện cho các công ty giống có năng lực tiếp tục tăng trưởng doanh số.

Phần 5: Thực trạng và triển vọng ngành Lúa gạo

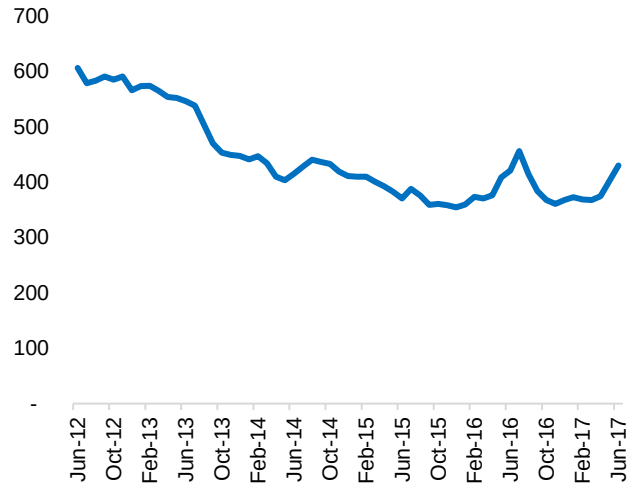
Tình hình sản xuất và thương mại gạo thế giới

Theo số liệu của USDA, sản lượng gạo toàn thế giới đạt gần 471,865 triệu tấn và tiêu thụ đạt 468,891 tấn trong năm 2016, giảm khoảng 1,3% về cả 2 chỉ tiêu. Về triển vọng năm 2017, USDA cũng đưa ra dự báo sản lượng toàn cầu tăng 2,4% yoy trong khi tiêu thụ chỉ tăng 1,6% qua đó tồn kho gạo thế giới dự kiến tăng thêm gần 3,5 triệu tấn vào thời điểm cuối năm. Qua đó triển vọng hồi phục ổn định và bền vững của giá gạo trong trung hạn vẫn chưa rõ ràng. Tuy nhiên, trong ngắn hạn trước tình hình Thái Lan xem như đã giải quyết xong kho trữ gạo quốc gia, Bangladesh thiếu hụt gạo do thiên tai và các quốc gia khác như Philippines cũng tăng cường nhập khẩu gạo, **giá gạo đang có mức hồi phục khá khả quan.** Giá gạo tấm 5% Thái Lan đạt mức 430 USD/tấn vào đầu tháng 6, tăng 15% so với đầu năm và 21% so với đáy vào tháng 12/2015. **Diễn biến này có lẽ sẽ tiếp tục duy trì ít nhất đến khi Việt Nam thu hoạch vụ hè thu vào tháng 8-9 và Thái Lan thu hoạch vào tháng 10.**

Sản xuất - tiêu thụ gạo thế giới



Giá gạo 5% tấm Thái Lan

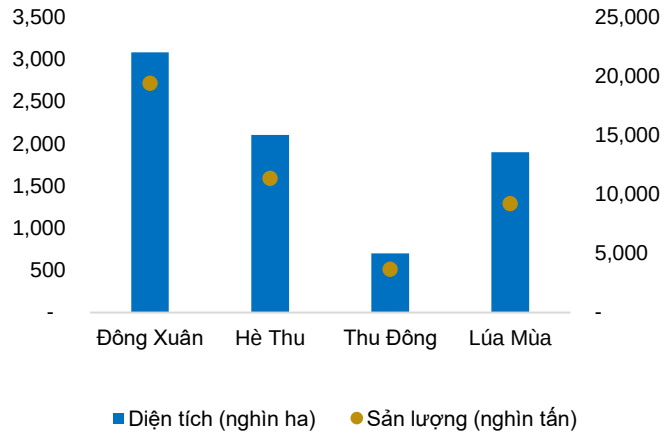


Nguồn: USDA, Indexmundi

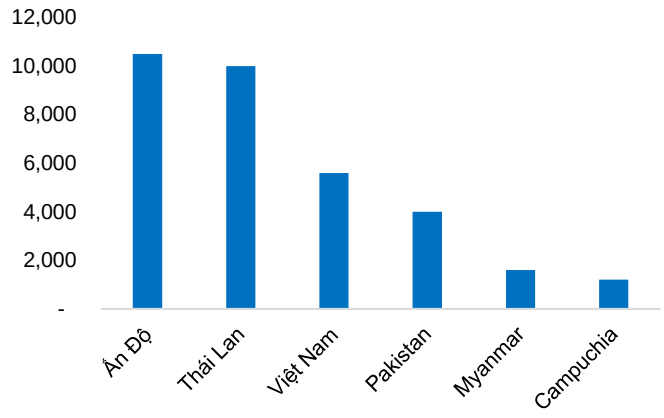
Tình hình sản xuất và thương mại gạo tại Việt Nam

Lúa là cây trồng quan trọng nhất tại Việt Nam với tổng diện tích 7,8 triệu hecta vào năm 2016, chiếm 52,5% tổng diện tích cây trồng. Trong các vụ lúa thì vụ lúa Đông Xuân là lớn nhất với diện tích 3,082 triệu hecta, vụ Hè Thu với diện tích 2,106 triệu hecta, kế đến là lúa mùa với 1,9 triệu hecta và nhỏ nhất là vụ Thu Đông (chỉ có ở miền Nam) với diện tích 701 nghìn hecta. Theo bộ NN&PTNT, tổng sản lượng lúa cả nước năm 2016 đạt 43,6 triệu tấn (năng suất 56 tạ/hecta) tương ứng với 27,861 triệu tấn gạo. **Năm 2016 Việt Nam xuất khẩu tổng cộng 5,6 triệu tấn gạo, là nước xuất khẩu lớn thứ 3 thế giới về mặt hàng này sau Ấn Độ và Thái Lan**. Nếu tính hơn 1 triệu tấn gạo xuất khẩu tiểu ngạch đi Trung Quốc thì tổng xuất khẩu gạo của nước ta lên đến gần 7 triệu tấn.

Cơ cấu vụ lúa tại Việt Nam



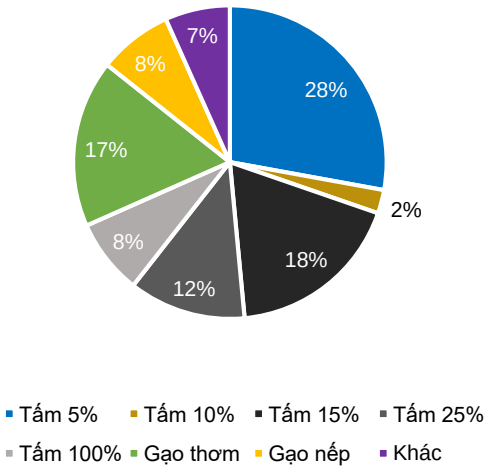
Xuất khẩu gạo năm 2016 (Đvt: nghìn tấn)



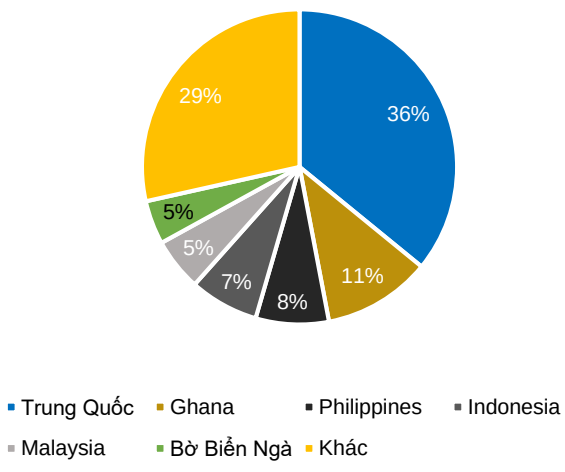
Nguồn: USDA, Bộ NN&PTNT

Theo báo cáo của Agromonitor, gạo trắng chiếm đến hơn 68%, gạo thơm chiếm 17% trong tổng sản lượng gạo xuất khẩu của Việt Nam. Trong nhóm gạo trắng, gạo tấm 5% chiếm khoảng 28% và phần còn lại 40% bao gồm các loại gạo trắng chất lượng kém hơn với hàm lượng tấm từ 10%, 15%, 20% và 100%. **Việt Nam gặp nhiều khó khăn trong xuất khẩu gạo trắng.** Tại thị trường Đông Nam Á, gạo trắng Việt Nam không thể cạnh tranh về chất lượng với gạo Thái Lan và Campuchia nên luôn phải chào giá thấp. Ở các thị trường xa như Trung Đông và Châu Phi, bên cạnh chất lượng thì gạo trắng nước ta cũng không thể so sánh với gạo Ấn Độ bên cạnh các thiệt thòi khác về chi phí vận chuyển. Thời điểm đầu tháng 6/2017, giá gạo 5% tấm FOB của Việt Nam ở mức 390 USD/tấn, thấp hơn đáng kể so với mức 416 USD/tấn của Ấn Độ và 430 USD/tấn của Thái Lan.

Cơ cấu các loại gạo xuất khẩu của Việt Nam



Thị trường xuất khẩu gạo Việt Nam



Nguồn: Agromonitor, Bộ NN&PTNT

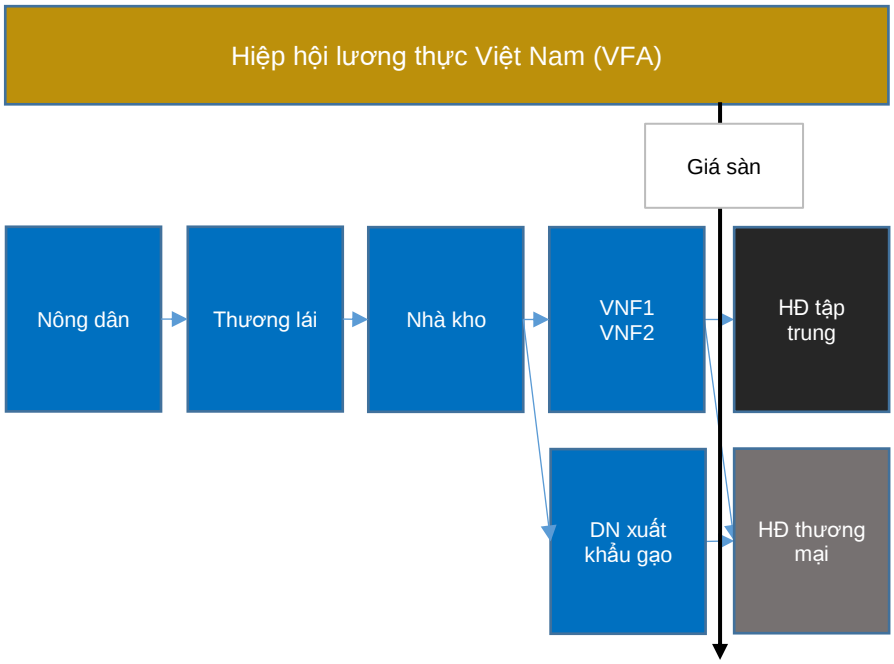
Gạo thơm có thể là hướng đi sắp tới cho ngành Lúa gạo Việt Nam. Gạo thơm chủ yếu được trồng vào vụ Đông Xuân tại Việt Nam và xoay quanh các giống chính bao gồm Jasmine 85, OM 4900, ST 5/20, KDM và VD 20. Khác với gạo trắng, gạo thơm Việt Nam nhìn chung có độ thuận chấp nhận được nhưng lại được chào ở mức giá rất cạnh tranh nên được các thị trường như Trung Quốc và Châu Phi ưa chuộng, đặc biệt là các giống gạo Jasmine và OM 4900. Chính vì thị trường gạo trắng khó khăn, ngày càng có nhiều doanh nghiệp xuất khẩu gạo tham gia vào mảng gạo thơm và tìm kiếm thêm thị trường qua đó về dài hạn sẽ làm tăng nhu cầu và đa dạng hoá thị trường xuất khẩu của gạo thơm Việt Nam. Tuy nhiên trong ngắn hạn, việc nhu cầu thu mua gạo thơm tăng mạnh từ các công ty xuất khẩu cũng làm xáo trộn và thụt lùi chất lượng. Nguyên nhân chủ yếu là do khi khan hiếm nguồn cung, các doanh nghiệp sẵn sàng đấu trộn nhiều loại gạo để có thể giao hàng đúng tiến độ cho đối tác làm ảnh hưởng đến hình ảnh chung của gạo thơm Việt Nam.

Chuỗi giá trị xuất khẩu gạo của Việt Nam còn nhiều bất cập, đặc biệt ở công tác điều phối thị trường của Hiệp hội lương thực Việt Nam (VFA).

Chuỗi giá trị ngành Lúa gạo Việt Nam bao gồm các thành phần như sau:

- Nông dân: Chủ yếu sản xuất ở quy mô nhỏ, vốn ít và thương phải vay vốn mua vật tư đầu vào tư các đại lý thuốc bảo vệ thực vật, giống, v.v. Lúa của nông dân phần lớn được bán ngay tại ruộng cho các thương lái. Tuy nhiên cũng có một bộ phận nông dân trữ lại lúa thơm chờ giá cao để bán.
- Thương lái: Chủ yếu mua lúa tươi của nông dân mang về xay xát tại các nhà máy chế biến để bán lại cho các nhà kho hoặc các doanh nghiệp xuất khẩu gạo.
- Doanh nghiệp xuất khẩu: bao gồm 2 nhóm chính là VNF1-2 và phần còn lại. VNF1 và VNF2 là 2 tổng công ty lớn nhất, đóng vai trò độc quyền trong việc giao dịch với các hợp đồng xuất khẩu tập trung, ví dụ như xuất khẩu đi Philippines, Malaysia, Bangladesh, v.v. Các doanh nghiệp còn lại cạnh tranh với nhau trong việc thu mua, chế biến và xuất khẩu gạo thông qua các hợp đồng thương mại và chịu sự ràng buộc và quản lý bởi các văn bản hành chính từ VFA: (1) doanh nghiệp không được ký hợp đồng xuất khẩu thấp hơn giá sàn mà VFA ban hành; (2) trong thời gian VNF1 hoặc VNF2 giao dịch với các thị trường tập trung, không doanh nghiệp nào khác được phép tham gia ký kết hợp đồng thương mại đi các thị trường này mà phải quy về hết một đầu mối là VNF1 hoặc VNF2.
- Hiệp hội lương thực Việt Nam (VFA): Đóng vai trò rất quan trọng trong can thiệp chính sách xuất khẩu gạo của Việt Nam. VFA điều tiết thông qua các công cụ: (1) doanh nghiệp đăng ký hợp đồng xuất khẩu; (2) áp giá sàn xuất khẩu; (3) tham gia phân bổ chỉ tiêu thu mua tạm trữ lúa gạo.

Chuỗi giá trị Ngành Gạo



Nguồn: AGROMONITOR, BVSC tổng hợp

Nhiều doanh nghiệp xuất khẩu gạo cho rằng VFA cần thực hiện vai trò là tổ chức đại diện cho quyền lợi của các doanh nghiệp thành viên thay vì đang hoạt động như một cơ quan hành chính của Chính phủ. Trọng tâm của vấn đề là việc cho phép VNF1 và VNF2 độc quyền thực hiện xuất khẩu đi các thị trường tập trung bên cạnh việc thiếu nhạy bén trong điều chỉnh giá sàn xuất khẩu để phù hợp với xu thế và bối cảnh thị trường thế giới. Một ví dụ điển hình là Việt Nam đã ký được một số hợp đồng xuất khẩu tập trung và sẽ giao hàng khoảng 700 nghìn tấn gạo đến hết tháng 8/2017, tuy nhiên giá bán lại rất thấp ví dụ như hợp đồng cung cấp gạo tấm 5% cho Malaysia chỉ ở mức 356 USD/tấn và hợp đồng đi Bangladesh ở mức 370 USD/tấn, thấp hơn mức 390 USD/tấn mà chúng tôi vừa cập nhật ở phần trên. Điều này gây thiệt hại lớn cho doanh nghiệp xuất khẩu khi giá xuất khẩu bị ràng buộc bởi hợp đồng ký kết với VFA trong khi giá lúa tươi trong nước liên tục tăng sau trước các thông tin về trúng thầu và tồn kho thấp tại các nước tiêu thụ lớn. Bên cạnh đó, áp lực giá thấp khiến các doanh nghiệp phải đấu trộn các loại gạo chất lượng thấp qua đó gây thiệt hại nói chung cho hình ảnh chất lượng gạo của Việt Nam.

Ngành gạo vẫn là ngành có tiềm năng lớn. Lúa gạo vốn đã và sẽ tiếp tục là một trong những ngành quan trọng nhất của nông nghiệp Việt Nam. Tuy nhiên, mục tiêu an ninh lương thực nay đã đạt được và đã đến lúc Việt Nam cần phải có cái nhìn nghiêm túc hơn về việc cải thiện chất lượng hình ảnh của nông sản quốc gia nói chung và gạo nói riêng. Chúng tôi cho rằng luôn có nhu cầu cho gạo chất lượng tốt và do vậy cơ hội vẫn là rất lớn đối với các doanh nghiệp không chỉ đơn thuần là xuất khẩu gạo mà còn biết tạo mối liên kết và tương tác tốt với nông dân, xây dựng chuỗi giá trị bền vững và khép kín từ trồng trọt đến chế biến – xuất khẩu, cung cấp đúng các sản phẩm gạo chất lượng tốt mà thị trường đang tìm kiếm.

Công ty cổ phần Tập đoàn Lộc Trời (LTG)

Tổng quan về công ty

Quá trình hình thành và phát triển

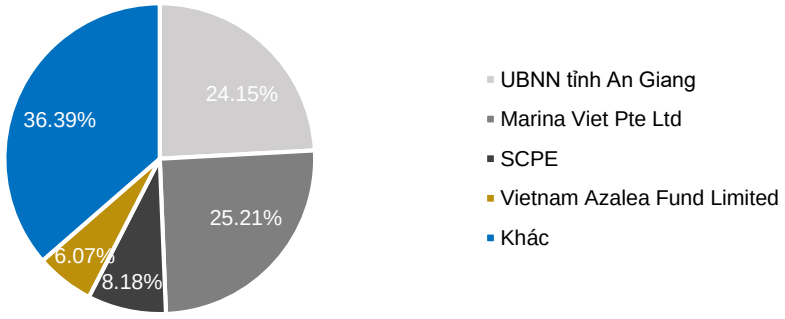
- CTCP Tập đoàn Lộc Trời (LTG) tiền thân là Công ty Dịch vụ BVTV An Giang được thành lập vào năm 1993 với vốn đầu tư ban đầu là 750 triệu đồng.
- Tháng 9/2004, Công ty được cổ phần hoá và chính thức đổi tên thành Công ty cổ phần Bảo vệ thực vật An Giang, đồng thời tăng vốn điều lệ lên 150 tỷ đồng.
- Năm 2014 tăng vốn điều lệ lên 652,05 tỷ đồng và năm 2015 đổi tên thành Công ty cổ phần Tập đoàn Lộc Trời. Sự thay đổi này hướng đến nhu cầu xây dựng chuỗi giá trị nông nghiệp bền vững của Tập đoàn.

Cơ cấu sở hữu

Tính đến ngày 31/01/2017, các cổ đông lớn nắm giữ trên 5% bao gồm UBNN tỉnh An Giang 24,15%, Marina Viet Pte Ltd 25,21%, SCPE 8,18% và Vietnam Azalea Fund Limited 6,07%.

Phân theo nhóm cổ đông, nước ngoài nắm giữ 44,04% và trong nước nắm giữ 55,96%. Bên cạnh đó, cổ đông tổ chức nắm giữ 69,35% và cá nhân nắm giữ 30,65%. Chúng tôi ước tính free-float của LTG khoảng từ 25 đến 30%.

Danh sách cổ đông 31/03/2017

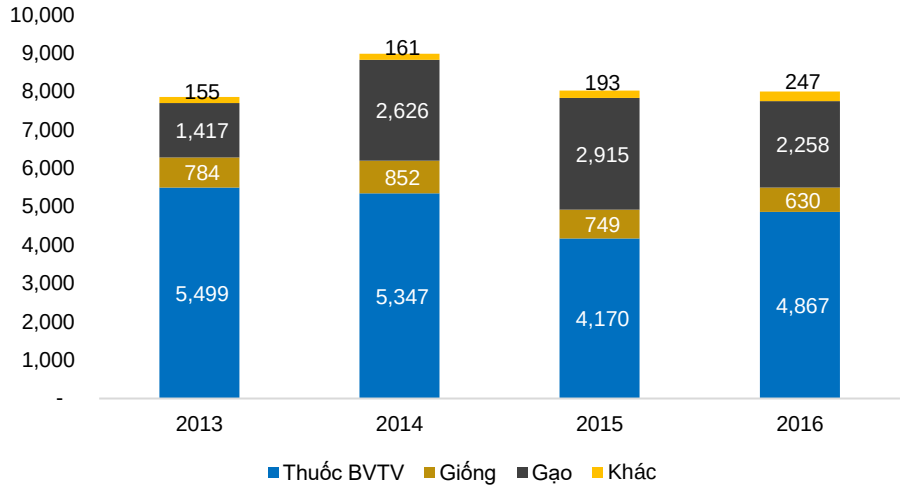


Nguồn: LTG

Ngành nghề kinh doanh

LTG là doanh nghiệp hoạt động trong nhiều lĩnh vực thuộc ngành Nông nghiệp, bao gồm ngành Thuốc bảo vệ thực vật (BVTV), giống cây trồng, lương thực (gạo, cà phê, v.v), phân bón và bao bì.

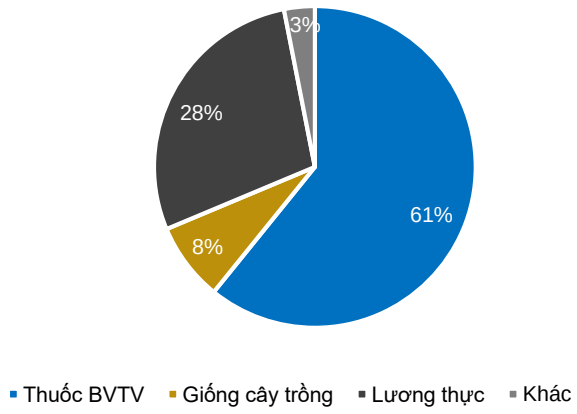
Cơ cấu doanh thu LTG qua các năm



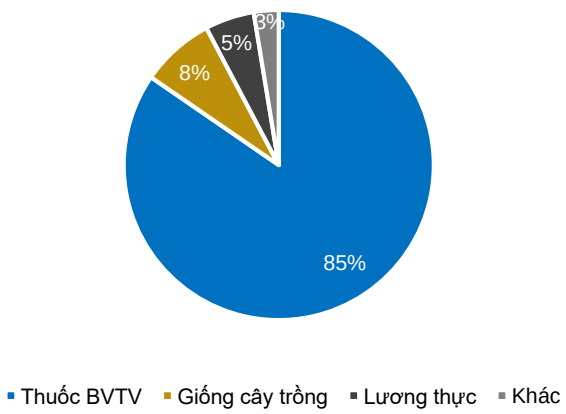
Nguồn: LTG

Trong năm 2016, thuốc BVTV chiếm tỷ trọng lớn nhất khoảng 61% về tổng doanh thu và 85% về lợi nhuận gộp. Ngành Lương thực (chủ yếu là gạo) đóng góp 28% doanh thu nhưng chỉ 5% về lợi nhuận gộp. Ngành Giống cây trồng đều đóng góp khoảng 8% về cả 2 chỉ tiêu và các ngành còn lại đóng góp không đáng kể.

Cơ cấu doanh thu 2016



Cơ cấu lợi nhuận gộp 2016



Nguồn: LTG

Ngành Thuốc BVTV: Giữ vững vị trí đầu ngành và tăng trưởng thông qua kênh dự án lớn và thị trường xuất khẩu

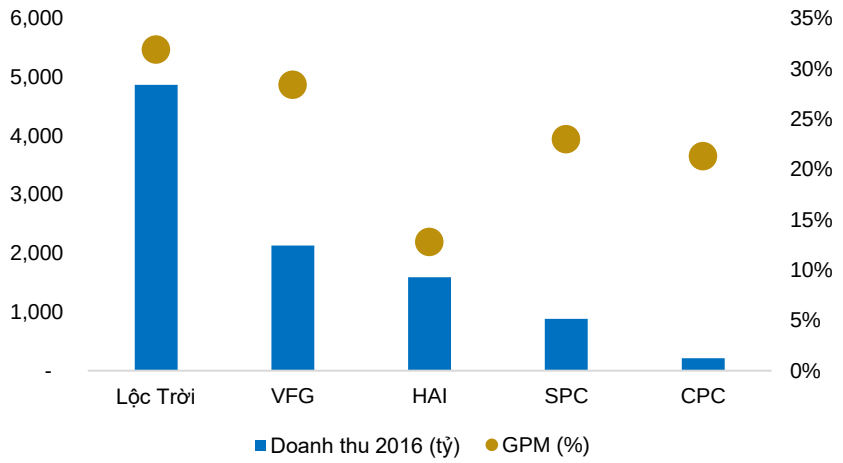
Vị thế dẫn đầu trong Ngành Thuốc BVTV

LTG hiện đang phân phối các sản phẩm thuốc BVTV từ Tập đoàn đa quốc gia Syngenta có trụ sở tại Thuỵ Sĩ với quy mô và thương hiệu toàn cầu. Ước tính các mặt hàng này chiếm 70-80% doanh thu mảng thuốc BVTV. Ngoài ra, LTG cũng tự sản xuất và phân phối các mặt hàng thuốc BVTV khác mà trong bộ sản phẩm Syngenta cung cấp không có. Hiện tại ở Việt Nam, Syngenta chỉ bán hàng thông qua 2 công ty đó là LTG và VFG.

Năm 2016, doanh thu mảng thuốc BVTV của LTG đạt 4.867 tỷ đồng qua đó ước tính chiếm khoảng gần 20% thị phần cả ngành. So sánh với các doanh nghiệp trong ngành, LTG có doanh thu lớn gấp 2,3 lần so với VFG là doanh nghiệp thuốc BVTV niêm yết lớn nhất hiện tại và bỏ xa các doanh nghiệp khác như HAI, SPC và CPC.

Như đã đề cập ở phần thực trạng ngành Thuốc BVTV, lợi thế quy mô và hệ thống phân phối trong ngành rất quan trọng và quyết định đến hiệu quả kinh doanh nói chung. Các doanh nghiệp có quy mô lớn sẽ có lợi thế trong việc mua nguyên liệu hoặc nhập khẩu sản phẩm thuốc hoàn chỉnh từ các doanh nghiệp nước ngoài.

Các công ty thuốc BVTV niêm yết



Nguồn: BVSC tổng hợp

Hệ thống phân phối mạnh cùng bộ sản phẩm đa dạng

Tại thời điểm cuối năm 2016, LTG đang sản xuất, phối trộn và phân phối hơn 60 đầu sản phẩm thuộc các dòng xử lý hạt giống, trừ ốc, trừ cỏ, trừ sâu, trừ bệnh và dinh dưỡng – hữu cơ sinh học trên khắp cả nước với hệ thống gồm 22 chi nhánh và hơn 5.000 đại lý tại Việt Nam và Campuchia và định hướng sẽ tăng lên 6.000 đại lý đến năm 2021. Ngoài ra, LTG còn đang có đội ngũ tư vấn kỹ thuật với hơn 700 nhân sự. Đây là lợi thế vượt trội của công ty mà không có một đối thủ trong vào ngoài nước nào có được ở Việt Nam.

Bộ sản phẩm thuốc BVTV của LTG

Nguồn: LTG

Tình hình kinh doanh mảng thuốc BVTV

Trong giai đoạn 2013 – 2015, doanh thu mảng thuốc BVTV của LTG giảm 24% từ mức 5.500 tỷ đồng còn 4.170 tỷ đồng. Nguyên nhân chính chủ yếu bao gồm: (i) thị trường thuốc BVTV bão hoà do diện tích đất nông nghiệp không thể tăng mạnh và chi tiêu thuốc BVTV trên mỗi hecta trồng trọt của Việt Nam đã ở mức cao; (ii) việc phân loại đại lý thành nhiều cấp và đẩy chỉ tiêu xuống đại lý cấp 1 khiến cho tồn kho trong hệ thống cao và cạnh tranh gay gắt về giá giữa các đại lý.

Trong năm 2015-2016, LTG tiến hành tái cơ cấu hệ thống phân phối và hiện nay tất cả các doanh nghiệp có đủ điều kiện về tài chính và giấy phép kinh doanh đều có thể làm đại lý của LTG, việc phân cấp không còn được áp dụng. Quá trình tái cơ cấu bước đầu đã phát huy tác dụng, doanh thu năm 2016 LTG đạt 4.867 tỷ đồng, tăng trưởng 16,7% yoy. Chúng tôi cũng được biết tình hình 6 tháng đầu năm 2017 của mảng thuốc BVTV khả quan và khả năng doanh thu cả năm sẽ tăng trưởng khoảng 13%.

Tiềm năng tăng trưởng vẫn còn nếu đi đúng hướng

Chúng tôi muốn nhắc lại rằng nhu cầu chung của cả ngành sẽ khó tăng mạnh trong thời gian tới tuy nhiên cơ hội tăng trưởng cho những doanh nghiệp lớn như LTG là vẫn hiện hữu thông qua việc mở rộng thêm thị phần và thị trường: (i) định hướng ngành Nông nghiệp thân thiện với môi trường, hướng đến các sản phẩm hữu cơ – sinh học và việc cấm nhiều hoạt chất từ năm 2018 sẽ hướng ngành Thuốc BVTV đến các sản phẩm có chất lượng cao hơn; (ii) các doanh nghiệp tư nhân sẽ tham gia vào ngành Nông nghiệp quy mô lớn ngày các nhiều, qua đó sẽ cần có các đối tác cung cấp giải pháp và vật tư nông nghiệp tầm cỡ và uy tín như LTG; (iii) các thị trường lân cận như Campuchia còn rất nhiều tiềm năng khai thác.

Trên cơ sở đó, chúng tôi dự báo doanh thu và tăng trưởng của mảng thuốc BVTV của công ty trong 5 năm tới như sau:

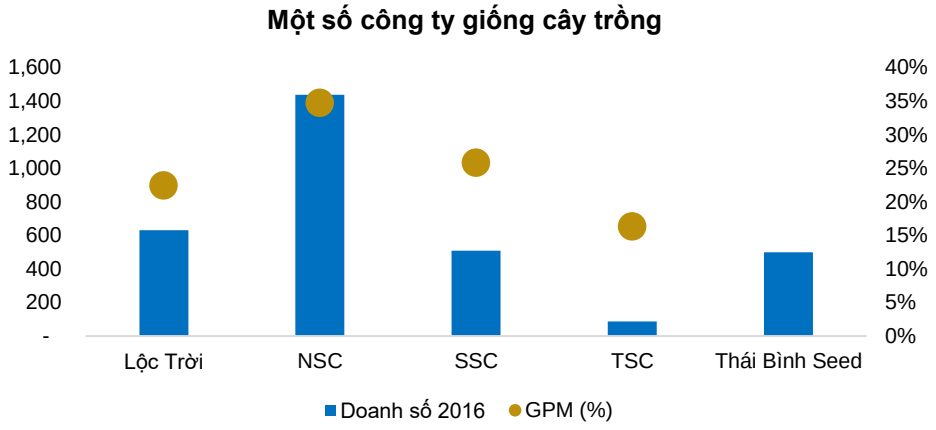
Đvt: triệu đồng	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	**4.866.550**	**5.508.935**	**6.059.828**	**6.544.614**	**7.002.737**	**7.422.902**
- Tăng trưởng		*13,2%*	*10,0%*	*8,0%*	*7,0%*	*6,0%*
Giá vốn	**3.314.842**	**3.718.531**	**4.150.982**	**4.548.507**	**4.936.930**	**5.270.260**
- Tăng trưởng		*12,2%*	*11,6%*	*9,6%*	*8,5%*	*6,8%*
Lợi nhuận gộp	**1.551.708**	**1.790.404**	**1.908.846**	**1.996.107**	**2.065.808**	**2.152.641**
- Tăng trưởng		*15,4%*	*6,6%*	*4,6%*	*3,5%*	*4,2%*
Biên gộp (%)	31,9%	32,5%	31,5%	30,5%	29,5%	29,0%

Tóm lại, chúng tôi cho rằng sắp tới mảng thuốc BVTV của LTG sẽ tăng trưởng vừa phải thông qua việc mở rộng hệ thống bán hàng, phát triển thêm các đầu sản phẩm hữu cơ – sinh học, khai thác các kênh dự án nông nghiệp lớn và củng cố sự hiện diện tại thị trường Campuchia.

Ngành Giống cây trồng: Phát triển gắn liền với ngành Lúa gạo

Vai trò quan trọng bật nhất trong chuỗi giá trị

Hoạt động của LTG trong mảng giống cây trồng chủ yếu xoay quanh 3 nhóm sản phẩm là lúa giống, bắp giống và giống rau màu. Năm 2016, tổng doanh thu thuần mảng giống LTG đạt 568 tỷ đồng, chỉ đứng sau NSC nếu so sánh với các doanh nghiệp nổi trội trong ngành.

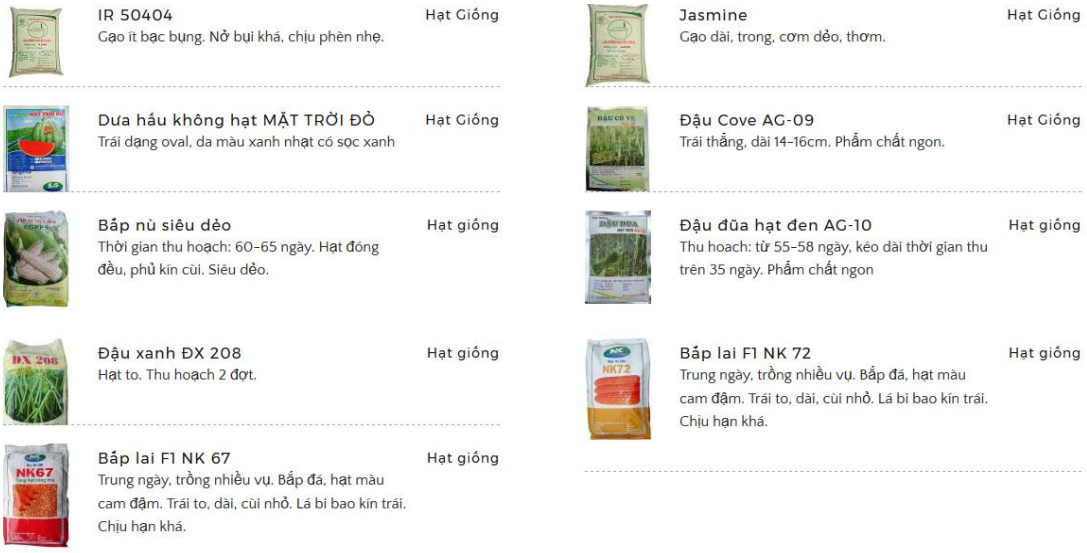


Nguồn: BVSC tổng hợp

Đối với ngành Giống lúa, LTG đang có trung tâm nghiên cứu lúa giống xoay quanh các giống lúa Indica và đặc biệt là đơn vị tiên phong trong nghiên cứu và phát triển bộ giống Japonica tại Việt Nam. Lúa giống đóng vai trò cực kỳ quan trọng trong chuỗi giá trị ngành Lương thực vì nó sẽ quyết định đến năng suất và chất lượng của hạt gạo.

Đối với ngành Giống bắp, LTG hiện đang phân phối giống của Syngenta và cũng tự nghiên cứu một số giống bắp của riêng mình. Trong tương lai, LTG cũng muốn đẩy mạnh sản phẩm bắp giống tự sản xuất có biên lợi nhuận cao hơn.

Bộ sản phẩm giống của LTG



Nguồn: LTG

Tình hình kinh doanh mảng giống cây trồng

Doanh thu giống sụt giảm 33% trong giai đoạn 2014-2016 do nhiều nguyên nhân khách quan và chủ quan. Thứ nhất, sản lượng bắp giống sụt giảm mạnh từ mức 4.706 tấn năm 2014 còn 1.208 vào năm 2016 chủ yếu là do bắp nhập khẩu tràn lan với giá rẻ làm giảm nhu cầu bắp giống để trồng lại. Thứ hai, do ảnh hưởng của mưa nhiều vào năm 2016 làm ảnh hưởng chung đến sản lượng bắp giống và lúa giống. Thứ ba, LTG chủ động thu hẹp vùng nguyên liệu giống và tái cơ cấu hệ thống bán hàng do sự phát triển nhanh của thời gian trước đây dẫn đến vấn đề quản lý kém, biên lợi nhuận cũng giảm từ mức cao 35% còn 22,4% trong năm 2016.

Trong 6 tháng đầu năm 2017, tình hình kinh doanh mảng giống đã được cải thiện đáng kể nhờ sản lượng bắp giống và lúa giống đều tăng trở lại, trong khi giá bán trung bình cũng cao hơn năm trước khoảng 10%. Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp mảng giống trong 5 năm sắp tới tăng trưởng như sau:

Đvt: triệu đồng	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	**629.575**	**787.801**	**889.593**	**1.006.070**	**1.139.471**	**1.292.388**
- Tăng trưởng		*25,1%*	*12,9%*	*13,1%*	*13,3%*	*13,4%*
Giá vốn	**488.516**	**530.913**	**600.428**	**680.046**	**771.315**	**876.024**
- Tăng trưởng		*8,7%*	*13,1%*	*13,3%*	*13,4%*	*13,6%*
Lợi nhuận gộp	**141.059**	**256.888**	**289.165**	**326.024**	**368.157**	**416.364**
- Tăng trưởng		*82,1%*	*12,6%*	*12,7%*	*12,9%*	*13,1%*
Biên gộp (%)	22,4%	32,6%	32,5%	32,4%	32,3%	32,2%

Tóm lại, chúng tôi cho rằng bản thân ngành Giống nói chung sẽ tăng trưởng vừa phải trong những năm tới, chủ yếu là từ tỷ lệ giống xác nhận trong tổng nhu cầu giống ngày càng tăng lên do nông dân dần nhận thức được vai trò quan trọng của giống trong sản xuất nông nghiệp.

Tuy nhiên, các doanh nghiệp có khả năng áp dụng các loại giống chất lượng cao, hợp thổ nhưỡng, quản lý chặt chẽ vùng nguyên liệu và kết nối được với các thị trường xuất khẩu phù hợp các loại gạo đó sẽ tạo nhu cầu rất lớn trong nông dân để chuyển sang các loại giống mới này. Đó sẽ là cơ hội tăng trưởng rất lớn.

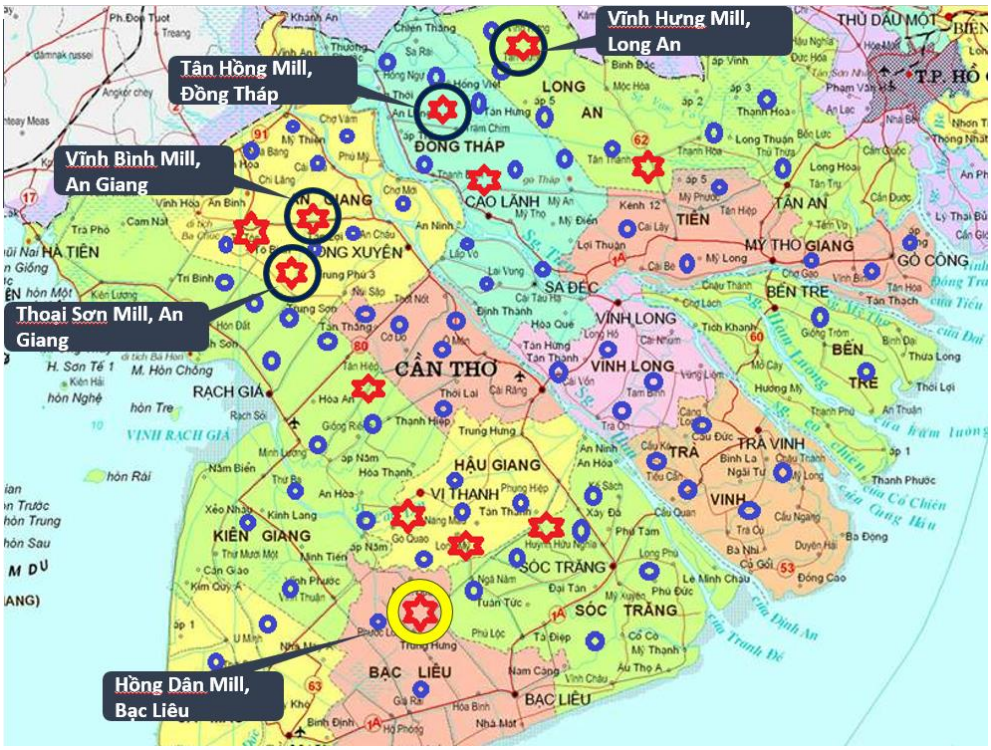
Hiện tại theo thông tin chúng tôi có, LTG đang hợp tác với một đối tác Trung Quốc là Cty TNHH Viên Thị Hồ Nam để thử nghiệm một số giống lúa tại ĐBSCL. Nếu thử nghiệm thành công, LTG sẽ tiến hành áp dụng các loại giống này trên quy mô lớn trong các vùng nguyên liệu lúa của mình. Điều này sẽ giúp LTG tăng trưởng cao trong mảng giống thông qua việc bán các loại giống mới này cho nông dân bên cạnh việc đẩy mạnh sản lượng gạo xuất khẩu đi Trung Quốc.

Ngành Lúa gạo: Đầu tàu kéo theo tăng trưởng của cả chuỗi giá trị

Đầu tư vào ngành Lương thực là điều tất yếu

Trong bối cảnh ngành Thuốc BVTV bão hoà và ngành Giống tăng trưởng không cao do nhận thức của nông dân còn kém, đầu tư sang mảng lương thực là bước đi tất yếu để tiếp tục phát triển. Bởi khi nắm bắt được thị trường xuất khẩu, tăng trưởng sản lượng gạo sẽ kéo theo nhu cầu sử dụng giống và thuốc BVTV, tạo nên một chuỗi giá trị cực kỳ vững chắc và ổn định. Nhận thức được điều này, LTG cũng bắt đầu tham gia vào mảng gạo từ năm 2011 tuy nhiên trong quá trình thực hiện cũng còn nhiều vấn đề khó khăn và thách thức.

Vị trí các nhà máy gạo của LTG



Nguồn: LTG

Tình hình kinh doanh mảng gạo

Trong thời gian đầu, do phát triển ồ ạt vùng nguyên liệu, kiểm soát chặt chẽ và cứng nhắc theo tiêu chuẩn chất lượng cao cộng với bao tiêu sản phẩm từ nông dân, mảng kinh doanh gạo của LTG gặp nhiều khó khăn với biên lợi nhuận thấp, chiếm dụng nhiều vốn lưu động và chịu lỗi trong nhiều năm. Định hướng sản xuất gạo chất lượng cao của LTG vốn là hướng đi tất yếu trong dài hạn của ngành Lương thực nói chung; tuy nhiên trong ngắn hạn, LTG là một thành phần rất nhỏ để có thể một mình thay đổi cục diện ngành. Gạo Việt Nam nói chung về thương hiệu quốc gia vẫn bị các nước xuất khẩu xem là hàng chất lượng thấp và giá rẻ, do đó các sản phẩm gạo của LTG không thể bán được giá tốt trong khi chi phí lại quá cao.

Kể từ năm 2015-2016, LTG bắt đầu thay đổi mạnh mẽ mảng gạo để hoạt động hiệu quả hơn. LTG cũng chọn hướng đi an toàn hơn là chấm dứt bao tiêu và thu hẹp vùng nguyên liệu từ 90.000 hecta còn 36.000 hecta trong năm 2017. Thay vào đó, LTG sẽ cho nông dân gửi hàng tại các kho của mình và khi có hợp đồng, công ty sẽ là bên có lợi thế sớm nhất trong việc thu mua do gạo đã có sẵn tại kho. Ngoài ra, LTG cũng tận dụng công suất dư thừa để gia công xay xát cho các bên có nhu cầu.

Tình hình tồn kho gạo cũng đang tốt dần lên, từ mức hơn 1.000 tỷ năm 2015, tồn kho cuối năm 2016 chỉ còn hơn 700 tỷ và dự kiến cuối năm nay sẽ tiếp tục giảm xuống mức 300 tỷ đồng. Theo cập nhật mới nhất với LTG, tồn kho hiện tại chỉ bao gồm gạo từ vụ Đông – Xuân năm trước, các đợt gạo cũ hơn hầu như đã xử lý xong.

Với quyết tâm tái cơ cấu quyết liệt về hiệu quả trong ngành gạo của công ty, chúng tôi đưa ra dự báo về doanh thu và lợi nhuận mảng này trong các năm tới như sau:

Đvt: triệu đồng	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	**2.258.184**	**1.977.448**	**2.342.287**	**2.774.439**	**3.286.323**	**3.892.650**
- Tăng trưởng		*-12,4%*	*18,5%*	*18,5%*	*18,5%*	*18,5%*
Giá vốn	**2.164.018**	**1.849.773**	**2.163.216**	**2.516.082**	**2.929.614**	**3.414.301**
- Tăng trưởng		*-14,5%*	*16,9%*	*16,3%*	*16,4%*	*16,5%*
Lợi nhuận gộp	**94.166**	**127.675**	**179.071**	**258.358**	**356.709**	**478.349**
- Tăng trưởng		*35,6%*	*40,3%*	*44,3%*	*38,1%*	*34,1%*
Biên gộp (%)	4,2%	6,5%	7,6%	9,3%	10,9%	12,3%

Tiềm năng tăng trưởng - ẩn số lớn từ dự án hợp tác với đối tác Trung Quốc

Như đã bình luận nhiều lần trong báo cáo này, thành công trong mảng gạo phải bắt nguồn từ việc nắm bắt nhu cầu của thị trường, hiểu được thị trường đang cần những sản phẩm như thế nào. Nếu doanh nghiệp làm được điều này, cơ hội thành công là rất lớn. Chúng tôi cho rằng LTG đang có một cơ hội như vậy.

Theo số liệu từ USDA, Trung Quốc là một trong những thị trường tiêu thụ gạo lớn nhất thế giới với quy mô khoảng 143,5 triệu tấn. Dưới áp lực cạnh tranh về tài nguyên đất trong thời kỳ công nghiệp hoá và đô thị hoá kèm những lo ngại về chất lượng thực phẩm trong nước do ô nhiễm môi trường,

trong tương lai Trung Quốc có thể sẽ phải tăng nhập khẩu thực phẩm nói chung và gạo nói riêng. Do đó, cơ hội của Việt Nam là rất lớn bởi nước ta là thị trường nhập khẩu gạo chính của Trung Quốc (chiếm 60%) và sản lượng xuất khẩu năm 2016 khoảng 3 triệu tấn tính cả đường tiểu ngạch chỉ mới bằng khoảng 2% nhu cầu của nước này.

Tóm lại, chúng tôi kỳ vọng mảng gạo sẽ ngày càng được cải thiện về mặt hiệu quả hơn trong các năm tới, và dự án hợp tác với Cty TNHH Viên Thị Hồ Nam của LTG sẽ đóng vai trò hỗ trợ tăng trưởng tích cực trong dài hạn.

Tương quan ngành Nông nghiệp

Ở phần này chúng tôi so sánh LTG với các doanh nghiệp thuộc các nhóm ngành liên quan đến nông nghiệp, bao gồm phân bón – hoá chất (DPM, BFC, LAS, VFG, HAI, SFG, VAF, SPC, CPC), nhóm ngành Giống (NSC, SSC, PAN) và nhóm Nông sản (HNG, NAF, PAN).

Về quy mô:

Doanh thu 2016 của LTG là 7.783 tỷ đồng, cao gấp 3 so với mức bình quân của rổ công ty và chỉ đứng sau DPM.

Về vốn hoá, dựa trên giá chào sàn 55.000 đồng/cp, vốn hoá tạm tính của LTG là 3.690 tỷ đồng, cao hơn 1,6 lần so với mức bình quân và xếp hạng 4 trong rổ công ty. Chúng tôi cho rằng vốn hoá hợp lý của LTG có thể lên đến gần 5.500 tỷ đồng.

Về hiệu quả:

Chỉ số ROE năm 2016 LTG đạt 16% cao hơn so với mức bình quân trong khi ROA chỉ đạt 5,6% thấp hơn mức bình quân. Ngoài ra biên gộp và biên hoạt động của LTG cũng thấp hơn một chút so với mức bình quân. Như đã đề cập ở phần trên, do LTG phải gánh mảng lương thực vẫn còn lỗ khoảng 88 tỷ trong năm 2016 và thực tế hiệu quả của chỉ 2 mảng giống và thuốc BVTV có thể cao hơn nhiều.

Chúng tôi cho rằng chỉ số 2016 này chỉ mang tính tham khảo và nhà đầu tư cần nhìn nhiều vào triển vọng tương lai hơn. Khi LTG ngày càng mở rộng mảng gạo, thị trường thuốc BVTV và giống của công ty cũng sẽ hưởng lợi và tăng theo. Do đó hiệu quả kinh doanh sẽ ngày càng được cải thiện. Chúng tôi dự báo đến năm 2021, ROE và ROA của LTG có thể đạt lần lượt là 21,0% và 10,7%.

Về sức khoẻ tài chính:

Chỉ số thanh toán hiện thời của LTG chỉ đạt 1,1 lần thấp hơn đáng kể so với mức bình quân 2,4 lần. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chủ yếu là do tồn kho gạo tuy đã giảm đáng kể nhưng vẫn còn khá cao, khoảng 700 tỷ đồng cuối năm 2016. Tuy nhiên, như đã phân tích ở trên, tình hình xử lý tồn kho 6 tháng đầu năm của LTG tương đối khả quan và kho gạo hiện nay chỉ còn hàng của vụ Đông – Xuân.

Chỉ số nợ vay trên vốn chủ sở hữu của LTG là 90%, cao hơn đáng kể so với nhóm công ty trong rổ. Chúng tôi không cho rằng chỉ số này báo hiệu bất cứ vấn đề gì đối với sức khoẻ tài chính của LTG: (i) tỷ lệ nợ vay vẫn thấp hơn 1 và công ty đang vay được ở lãi suất khá thấp, khoảng 6%; (ii)

chỉ số khả năng chi trả lãi vay của công ty vẫn ở mức rất an toàn – 6,8 lần; (iii) tồn kho gạo đang được xử lý triệt để và dòng tiền từ HĐKD năm 2016 đạt hơn 1.000 tỷ đồng; (iv) chỉ số dòng tiền HĐKD trên lợi nhuận ròng đạt hơn 3 lần – khá lành mạnh.

Về chỉ số định giá:

Dựa trên giá chào sàn 55.000 đồng/cp, P/E đạt 12,8 lần và P/B đạt 1,7 lần đều cao hơn so với mức bình quân của các doanh nghiệp trong rổ. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng LTG vẫn có sức hấp dẫn so với các doanh nghiệp trong ngành Nông nghiệp: (i) năm 2016 là năm thấp điểm của lợi nhuận do LTG phải thanh lý tồn kho gạo; (ii) P/E và P/B năm 2017 dự báo lần lượt ở mức 9,1 và 1,5 lần do lợi nhuận dự báo tăng trưởng 37%; (iii) nên nhớ LTG đang trong giai đoạn hoàn thiện chuỗi giá trị và tái cơ cấu hệ thống bán hàng, do đó hiệu quả thời gian sắp tới sẽ được cải thiện rất nhiều; kết quả kinh doanh 2017 sẽ là một trong những minh chứng đầu tiên của điều này; (iv) LTG là một trong số ít doanh nghiệp đầu tư chuỗi giá trị hoàn thiện, ngoài ra công ty cũng có nhiều kế hoạch mở rộng thị trường thuốc – giống – gạo, phát triển các sản phẩm sau gạo. Do đó tiềm năng và câu chuyện dài hạn của LTG vẫn còn rất lớn và thú vị. Chúng tôi cho rằng không có nhiều doanh nghiệp ngành Nông nghiệp đang trên đà phát triển khả quan với thị giá hấp dẫn và xuất phát điểm về hiệu quả hoạt động không quá thấp.

Mã CK	Vốn hoá (Tỷ đồng)	Doanh thu (Tỷ đồng)	P/E 12T	P/B 12T	ROE	ROA	TT hiện thời	Nợ / VCSH	Biên gộp	Biên hoạt động
LTG	**3.690**	**7.783**	**12,8**	**1,7**	**16,0%**	**5,6%**	**1,1**	**90,0%**	**20,8%**	**7,2%**
Bình quân	**2.256**	**2.622**	**12,2**	**1,4**	**12,4%**	**7,0%**	**2,4**	**47,3%**	**22,1%**	**8,6%**
DPM VN Equity	9.118	8.013	9,8	1,1	11,6%	11,1%	5,0	0,0%	30,2%	14,7%
HNG VN Equity	7.748	4.777	N/A	0,7	-9,5%	-3,0%	1,2	190,3%	10,6%	4,3%
PAN VN Equity	4.145	2.868	22,9	1,8	11,3%	6,9%	2,7	16,7%	23,3%	8,0%
BFC VN Equity	2.307	6.062	7,7	2,4	28,2%	7,9%	1,2	146,6%	15,2%	9,1%
NSC VN Equity	1.676	1.437	9,3	1,8	20,7%	11,5%	2,2	12,1%	37,5%	16,9%
LAS VN Equity	1.512	4.194	10,0	1,1	9,7%	5,1%	1,7	60,0%	18,4%	5,4%
VFG VN Equity	1.260	2.428	9,1	1,2	17,5%	10,5%	1,7	16,5%	25,8%	8,4%
SSC VN Equity	896	508	28,0	2,5	9,3%	7,9%	5,9	3,0%	29,5%	10,7%
NAF VN Equity	741	463	16,7	1,9	13,1%	8,3%	2,3	34,0%	27,4%	15,4%
HAI VN Equity	697	1.612	11,0	0,5	4,2%	2,8%	2,1	40,0%	12,8%	4,5%
SFG VN Equity	651	2.347	6,8	1,1	15,8%	7,2%	1,6	77,7%	10,0%	4,6%
VAF VN Equity	516	908	10,9	1,0	9,5%	6,3%	2,5	0,0%	24,1%	4,9%
SPC VN Equity	161	883	5,2	0,9	17,8%	5,4%	1,3	22,4%	23,5%	5,9%
CPC VN Equity	157	211	11,3	2,0	14,5%	9,5%	2,4	42,9%	21,6%	7,2%

Nguồn: Bloomberg, BVSC tổng hợp

Phân tích SWOT

Điểm mạnh	Điểm yếu
❖ Doanh nghiệp đầu ngành Thuốc BVTV với hệ thống phân phối phủ rộng – một trong những yếu tố quan trọng nhất trong ngành. ❖ Là một trong 2 nhà phân phối duy nhất của Syngenta, nhãn hiệu thuốc BVTV mang tầm ảnh hưởng quốc tế. ❖ Sở hữu trung tâm nghiên cứu giống, có thể tự đưa ra các loại giống mang thương hiệu Lộc Trời. ❖ Thương hiệu lâu năm trong ngành gắn bó với người nông dân. ❖ Sở hữu 5 nhà máy gạo nằm tại các vùng nguyên liệu lớn tại ĐBSCL, qua đó có khả năng nắm bắt cơ hội lớn từ những thay đổi của ngành Lúa gạo.	❖ Các nhà máy gạo đang chạy ở công suất rất thấp, qua đó chịu chi phí khấu hao cao. ❖ Hệ thống phân phối tuy phủ rộng nhưng chưa đồng đều, nhìn chung vẫn mạnh nhất ở miền Nam.
Cơ hội	**Rủi ro**
❖ Xu hướng phát triển sắp tới của ngành Nông nghiệp là quy mô và công nghiệp hoá. Do đó nhu cầu thuốc BVTV và giống của các dự án lớn có thể giúp LTG tiếp tục tăng trưởng. ❖ Xu hướng chuyển dịch sang các loại thuốc BVTV có chất lượng cao và an toàn hơn. ❖ Nhận thức của nông dân về giống chưa cao. Trong thời gian tới tỷ lệ giống xác nhận sẽ tăng lên, đây là cơ hội tăng trưởng lớn cho các doanh nghiệp giống. ❖ Các hiệp định FTAs mở cửa cho gạo Việt Nam tiếp cận với các thị trường cao cấp hơn. ❖ Trong ngắn hạn, ngành Lúa gạo đang khởi sắc do tồn kho gạo ở các nước đang ở mức thấp kỷ lục. ❖ Trong trung – dài hạn, sự tăng cường nhập khẩu nông sản của Trung Quốc do những lo ngại về vệ sinh an toàn thực phẩm của hàng trong nước có thể mở ra cơ hội cho gạo Việt Nam tiếp tục tăng trưởng qua nước này.	❖ Bản thân quy mô ngành Thuốc BVTV không tăng trưởng nhiều do diện tích đất nông nghiệp không có khả năng tăng đáng kể trong tương lai. ❖ Cạnh tranh trong thị trường thuốc BVTV gay gắt. ❖ Gạo Việt Nam vẫn bị các thị trường xuất khẩu đánh giá thấp về chất lượng và độ ổn định, do đó trong ngắn hạn giá bán gạo có thể vẫn chưa tương xứng với việc đầu tư cho chất lượng cao.

Mô hình dự báo lợi nhuận

Kịch bản cơ bản

Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng bình quân 10,0% về doanh thu và 18,1% về lợi nhuận trong giai đoạn 2016-2021. P/E forward tính trên giá chào sàn 55.000 đồng/cp.

Đvt: triệu đồng	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	**7.783.049**	**8.302.924**	**9.293.734**	**10.298.976**	**11.371.582**	**12.517.244**
- Tăng trưởng		*6,7%*	*11,9%*	*10,8%*	*10,4%*	*10,1%*
Giá vốn	**6.167.136**	**6.299.541**	**7.112.477**	**7.942.485**	**8.835.709**	**9.758.436**
- Tăng trưởng		*2,1%*	*12,9%*	*11,7%*	*11,2%*	*10,4%*
Lợi nhuận gộp	**1.615.913**	**2.003.383**	**2.181.258**	**2.356.490**	**2.535.873**	**2.758.808**
- Tăng trưởng		*24,0%*	*8,9%*	*8,0%*	*7,6%*	*8,8%*
Biên gộp (%)	20,8%	24,1%	23,5%	22,9%	22,3%	22,0%
Lợi nhuận ròng	**348.743**	**477.719**	**553.266**	**638.406**	**702.795**	**800.583**
- Tăng trưởng		*37,0%*	*15,8%*	*15,4%*	*10,1%*	*13,9%*
Biên ròng (%)	4,5%	5,8%	6,0%	6,2%	6,2%	6,4%
ROE (%)	16,0%	20,3%	20,8%	21,3%	20,7%	21,0%
P/E Forward	**12,8**	**9,1**	**7,9**	**6,8**	**6,2**	**5,4**

Giá định về các mảng kinh doanh như sau:

Thuốc BVTV: Chúng tôi dự báo tăng trưởng bình quân 8,8% về doanh thu và 6,8% về lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2016-2021.

- Do thị trường thuốc BVTV bão hoà, chúng tôi chỉ giả định tỷ lệ tăng trưởng vừa phải trong các năm tới. Dự báo tăng trưởng năm 2017 là 13% về doanh thu, tương ứng với mức tăng thực tế trong 6T đầu năm. Tốc độ tăng trưởng từ 6-10% trong các năm sau chủ yếu từ các dự án nông nghiệp quy mô lớn và xuất khẩu.
- Ước tính mỗi dự án quy mô tương tự mảng trái cây của Hoàng Anh Gia Lai có thể đóng góp khoảng 3-5% doanh thu hiện tại.
- Biên lợi nhuận gộp giảm dần từ 32,5% còn 29% do thị trường cạnh tranh.

Giống cây trồng: Chúng tôi dự báo tăng trưởng bình quân 15,5% về doanh thu và 24,2% về lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2016-2021.

- Giả định sản lượng bắp giống tăng bình quân 5,7% bằng với dự báo sản lượng ngành bắp mà BMI dự báo.
- Giả định sản lượng lúa giống tăng bình quân 15% tương ứng với mức tăng của sản lượng lúa. Nguyên nhân chủ yếu là do tỷ lệ sử dụng giống xác nhận trong ngành Lúa còn thấp, đặc biệt là ở khu vực ĐBSCL. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ này sẽ được cải thiện trong thời gian tới.

- Tuy nhiên riêng năm 2017, dự báo sản lượng bắp và lúa giống tăng lần lượt là 39% và 36%, sát với kế hoạch và thực hiện trong 6 tháng đầu 2017. Giá bán bình quân tăng khoảng 10%.
- Biên lợi nhuận gộp 25% trong năm 2017 và giảm nhẹ qua các năm do tỷ trọng giống lúa cao hơn.

Mảng lương thực: Chúng tôi dự báo tăng trưởng bình quân 12% về doanh thu và 38% về lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2016-2021.

- Giả định thận trọng sản lượng gạo tăng bình quân 15% trong giai đoạn 2017-2021, tăng từ mức 174.238 tấn lên 264.236. Hiện LTG đang có 5 nhà máy với tổng cộng suất hơn 750.000 phủ rộng vùng nguyên liệu ở nhiều tỉnh tại khu vực ĐBSCL nên chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng này là khả thi.
- Giả định việc quản lý vùng nguyên liệu hợp lý và ngày càng phù hợp hơn theo nhu cầu thị trường và giá bán bình quân tăng 3%/năm.
- Giả định các biến phí tăng bình quân 2%/năm.

Kịch bản tích cực

LTG đang có nhiều dự án ví dụ như hợp tác với Lion Agrevo và Vinacam trong lĩnh vực thuốc BVTV – phân bón, hợp tác với DSM về các sản phẩm sau gạo, hợp tác với Ecohel về năng lượng nông nghiệp sạch, hợp tác với Hoàng Anh Gia Lai, Trường Hải Auto và Công ty TNHH Viên Thị Hồ Nam – Trung Quốc, v.v.

Trong đó, chúng tôi đánh giá cao nhất là dự án hợp tác với Viên Thị Hồ Nam. Đây là cánh cửa rộng mở cho LTG để tiếp cận thị trường gạo trung - cao cấp khổng lồ ở Trung Quốc như đã phân tích ở trên. Việc có được các đơn hàng ổn định từ đối tác sẽ giúp LTG lấp đầy nhanh công suất mảng gạo, tạo nhu cầu trong nông dân sử dụng giống và tạo cơ hội để công ty tiếp tục mở rộng thị phần mảng thuốc BVTV song song với mở rộng vùng nguyên liệu. Tuy nhiên, dự án này sẽ tốn thời gian để xác định liệu các giống lúa mà đối tác cung cấp có sinh trưởng tốt tại khu vực ĐBSCL hay không. Nếu thành công, chúng tôi mong đợi sự tăng trưởng mạnh về doanh thu và lợi nhuận kể từ năm 2019-2020.

Mô hình định giá

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của LTG là **81.600 đồng/cổ phiếu**.

Bảng tính dòng tiền	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Lợi nhuận ròng	**477.719**	**553.266**	**638.406**	**702.795**	**800.583**
+ Khấu hao	122.953	137.655	140.099	142.586	145.118
+ Thay đổi vốn lưu động	78.381	(332.395)	(143.188)	(164.263)	(201.268)
Dòng tiền HĐKD	**679.053**	**358.526**	**635.316**	**681.117**	**744.433**
+ Lãi vay sau thuế	89.224	73.653	66.326	67.614	68.240
Trừ: Đầu tư	30.202	30.738	34.414	35.025	35.647
Dòng tiền FCFF	**738.075**	**401.440**	**667.228**	**713.706**	**777.026**

- Tăng trưởng dài hạn 2%.
- Chi phí vốn chủ sở hữu 13,22%.
- Chi phí vốn vay 6,2%.
- Chi phí WACC 11,58%.
- Các chi tiết về tăng trưởng nhà đầu tư tham khảo phần mô hình dự báo ở trên.

	Đvt: triệu đồng
Giá trị tới hạn 2021	4.783.421
Giá trị hợp lý của công ty	7.157.346
Giá trị nợ vay	1.979.167
Giá trị hợp lý của VCSH, tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	5.482.115
Giá trị hợp lý mỗi cổ phiếu (VNĐ/cp)	**81.626**
SLCP đang lưu hành	67.161.100

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu LTG với mức giá mục tiêu **81.600 đồng/cp**, cao hơn 48% so với mức giá niêm yết lên sàn UPCOM ngày 24/7/2017 sắp tới. Các điểm nhấn đầu tư chính như sau:

- Hưởng lợi theo xu hướng phát triển tất yếu của ngành Nông nghiệp Việt Nam nói chung: quy mô lớn, cơ giới hoá và từ số lượng sang chất lượng.
- Là doanh nghiệp đầu ngành Thuốc BVTV có biên lợi nhuận hấp dẫn, phân đối độc quyền sản phẩm Syngenta (bên cạnh VFG), là thương hiệu thuốc BVTV có quy mô và tầm ảnh hưởng toàn cầu. Dù ngành Thuốc BVTV tăng trưởng chững lại, xu hướng để các doanh nghiệp tư nhân đầu tư các dự án nông nghiệp quy mô lớn sẽ tạo động lực tăng trưởng cho các doanh nghiệp cung ứng vật tư nông nghiệp hàng đầu như LTG thông qua kênh các dự án.
- Là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong mảng giống cây trồng với trung tâm nghiên cứu và vùng nguyên liệu lúa giống lớn. Đây là mảng còn nhiều tiềm năng tăng trưởng khi người nông dân vẫn chưa nhận thức được tầm quan trọng của giống xác nhận. Tỷ lệ giống xác nhận được dự báo sẽ tiếp tục tăng lên trong tương lai.
- Là một trong những doanh nghiệp tiên phong xây dựng chuỗi giá trị từ cung ứng vật tư nông nghiệp, thu mua - chế biến và xuất khẩu gạo. Chúng tôi cho rằng đây là xu hướng tất yếu là mang ý nghĩa thúc đẩy chất lượng gạo nói riêng và các mặt hàng nông sản khác của Việt Nam nói chung. Đối với Lộc Trời, việc mở rộng này không những mở cửa công ty đến với cơ hội kinh doanh mới mà còn hỗ trợ trong việc mở rộng thị phần trong mảng thuốc và giống song song với vùng nguyên liệu lúa thông qua các chính sách thu mua ổn định và hỗ trợ tài chính cho nông dân.
- Ở kịch bản bình thường, chúng tôi dự báo tăng trưởng bình quân 10,0% về doanh thu và 18,1% về lợi nhuận trong giai đoạn 2016-2021.
- Hiện tại theo thông tin chúng tôi có, LTG đang hợp tác với một đối tác Trung Quốc để thử nghiệm một số giống lúa tại ĐBSCL. Nếu thử nghiệm thành công, LTG sẽ tiến hành áp dụng các loại giống này trên quy mô lớn trong các vùng nguyên liệu lúa của mình. Điều này sẽ giúp LTG tăng trưởng cao trong mảng giống thông qua việc bán các loại giống mới này cho nông dân bên cạnh việc đẩy mạnh sản lượng gạo xuất khẩu đi Trung Quốc. Ở kích bản tích cực nếu dự án này tiến triển tốt, chúng tôi mong đợi tăng trưởng mạnh về doanh thu và lợi nhuận kể từ năm 2019-2020.
- P/E forward lần lượt là 9,1 lần cho năm 2017 và 7,9 lần cho năm 2018 dự trên giá chào sàn 55.000 đồng/cp.
- Cổ tức tiền mặt 30% cho năm 2016, dự kiến có thể sẽ thanh toán vào tháng 11-12.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh			
Đơn vị (tỷ VND)	**2014**	**2015**	**2016**
Doanh thu	8.856.921	7.855.887	7.783.049
Giá vốn	6.802.704	6.118.626	6.167.136
Lợi nhuận gộp	2.054.218	1.737.261	1.615.913
Doanh thu tài chính	29.813	24.436	24.944
Chi phí tài chính	106.364	205.459	149.851
Lợi nhuận sau thuế	502.317	319.420	348.743

Bảng cân đối kế toán			
Đơn vị (tỷ VND)	**2014**	**2015**	**2016**
Tiền & khoản tương đương tiền	176.111	190.192	278.936
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.043.547	1.525.882	1.733.262
Hàng tồn kho	1.776.474	2.684.124	2.170.131
Tài sản cố định hữu hình	1.496.277	1.760.903	1.738.959
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	10.350	9.220	202
Tổng tài sản	5.702.653	6.406.008	6.159.102
Nợ ngắn hạn	2.917.294	3.781.602	3.809.481
Nợ dài hạn	700.033	435.378	125.702
Vốn chủ sở hữu	2.067.063	2.166.881	2.198.245
Tổng nguồn vốn	5.702.653	6.406.008	6.159.102

Chỉ số tài chính			
Chỉ tiêu	**2014**	**2015**	**2016**
Chỉ tiêu tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu (%)		-11,3%	-0,9%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)		-36,4%	9,2%
Chỉ tiêu sinh lời			
Lợi nhuận gộp biên (%)	23,2%	22,1%	20,8%
Lợi nhuận thuần biên (%)	5,7%	4,1%	4,5%
ROA (%)	8,8%	5,3%	5,6%
ROE (%)	24,3%	15,1%	16,0%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn			
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	63,4%	65,8%	63,9%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	175,0%	194,6%	179,0%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần			
EPS (đồng/cổ phần)		4.083	4.392
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	29.640	31.005	32.018

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trương Sỹ Phú,** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà
Ngân hàng, Bảo hiểm
nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang
Thép, Phân bón, Điện
chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang
Cao su tự nhiên, Mía đường
phanthuytrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng
Công nghệ thông tin
nguyentiendung@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương
Phó Giám đốc khối
ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thị Hải Yến
Hàng hóa tiêu dùng
nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Bất động sản
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa
Vật liệu xây dựng
lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú
Ô tô & Phụ tùng, Dệt may
truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng
Dược
hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào
Hạ tầng, Nước
thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình
Phó Giám đốc khối
nguyenxuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng
Kinh tế trưởng
bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Chuyên viên vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh
Chiến lược thị trường
tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
tranxuanbach@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888