

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ) **34.000**

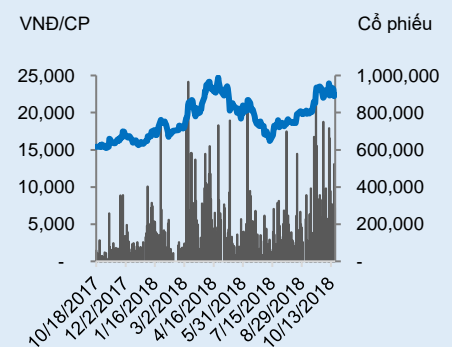
Giá thị trường (19/10/2018) **22.400**

Lợi nhuận kỳ vọng **52%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	15.250-24.730
Vốn hóa	1.120 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	50.012.010
KLGD bình quân 10 ngày	371.664
% sở hữu nước ngoài	17,8%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	6,7%
Beta	0,7

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
LHG	38,4%	-3,0%	21,7%	-3,0%
VNIndex	-3,8%	-5,2%	2,4%	-6,7%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

(84 28) 3914.6888 ext 252

Nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

CTCP Đầu tư Long Hậu

Mã giao dịch: LHG

Reuters: LHG.HM

Bloomberg: LHG VN

Kết quả kinh doanh tăng trưởng, định giá cổ phiếu hấp dẫn

Ngành KCN có nhiều động lực mới để tăng trưởng trong dài hạn

Chúng tôi luôn duy trì đánh giá khả quan đối với ngành khu công nghiệp trong thời gian tới. Kinh tế vĩ mô ổn định, và sự hội nhập sâu hơn của Việt Nam, là những nền tảng cơ bản hỗ trợ cho ngành. TPP bị trì hoãn trong 2016, nhưng bù lại, Việt Nam ký kết những hiệp định thương mại tự do VN – Hàn Quốc, VN – Nhật Bản. Các hiệp định này có ảnh hưởng lớn và ngay tức thì đến dòng vốn đầu tư FDI khi đây là hai đối tác lớn của chúng ta. Trong thời gian tới, hiệp định tự do (FTA) giữa Việt Nam – EU là câu chuyện lớn tiếp theo đối với kinh tế Việt Nam cũng như ngành khu công nghiệp.

KCN Long Hậu với tiềm năng từ quỹ đất và hệ thống nhà xưởng lớn

Dự án LHG 3 giai đoạn 1 với quy mô 124ha thu hút sự quan tâm nhiều nhà đầu tư. Với diện tích kinh doanh trung bình mỗi năm dự kiến 25 – 30ha, chúng tôi cho rằng dự án sẽ lấp đầy trong 4 năm 2018 – 2021. Về giá, mức chào thuê hiện tại là 110 – 120USD/m², tăng 20% so với mức 90-100USD cách đây 2 năm. BVSC ước tính dự án sẽ mang lại **1.200 tỷ lợi nhuận gộp cho LHG** trong 4 năm. **Hệ thống nhà xưởng lớn, nhiều dự án sắp triển khai.** Diện tích nhà xưởng cho thuê gia tăng với tỷ lệ lấp đầy luôn > 90% ngày càng đóng góp nguồn thu lớn và bền vững cho LHG. Chúng tôi ước tính doanh thu từ kinh doanh nhà xưởng sẽ tăng trưởng nhanh trong thời gian tới. Biên lợi nhuận gộp trung bình 50%, lợi nhuận từ hoạt động cho thuê nhà xưởng đóng góp 10 – 15% trong tổng lợi nhuận gộp, tương đương 60 – 80 tỷ/năm.

Dự án đầu tư nhà xưởng ở Đà Nẵng mang đến cơ hội mới cho LHG

Ngày 17/9, Đà Nẵng đã trao chứng nhận đầu tư dự án Khu nhà xưởng phụ trợ với quy mô 30ha. Dự án chia thành 3 giai đoạn, trong đó, giai đoạn 1 có quy mô 11ha sẽ được triển khai trước. Theo quan điểm của BVSC, dự án sẽ mang lại thêm động lực cho LHG khi mà quỹ đất để phát triển nhà xưởng ở KCN Long Hậu không còn nhiều, trong khi nhu cầu từ khách hàng rất lớn.

Triển vọng tăng trưởng dài hạn lạc quan hơn so với dự báo trước

Lợi nhuận năm 2019 dự báo tăng trưởng 42% yoy, đóng góp bởi dự án LHG3 và diện tích nhà xưởng cho thuê tăng. Chúng tôi ước tính doanh thu 2019 đạt 857 tỷ, tăng 45% yoy. Trong đó, kinh doanh đất khu công nghiệp là 687 tỷ, tăng 57%; cho thuê nhà xưởng là 107 tỷ, tăng 46%; dịch vụ đạt 61 tỷ, tăng nhẹ 9% yoy. Lợi nhuận sau thuế là 278 tỷ, tăng 42% yoy. Theo đó, EPS đạt 5.569 đồng/cp. Ở mức giá hiện tại, cổ phiếu LHG giao dịch PE forward 2019 là 4,1 lần.

Định giá còn nhiều tiềm năng, với premium 52% so với giá thị trường

Giá cổ phiếu LHG - tính luôn cổ tức 15% tiền mặt – đã về mức định giá theo báo cáo khuyến nghị vào tháng 9.2017 của chúng tôi. Và thời gian từ đó đến nay, hoạt động kinh doanh của LHG có nhiều điểm mới khi giá đất cho thuê tăng mạnh 20%, dự án LHG 3 đã sẵn sàng một số vị trí đất để có thể chào bán, các dự án đầu tư nhà xưởng mới và đặc biệt là dự án mới ở Đà Nẵng. Do đó, chúng tôi cập nhật lại định giá đối với cổ phiếu LHG với phương pháp NAV và định giá so sánh PE. Kết quả hai phương pháp chỉ ra giá hợp lý đối với cổ phiếu LHG là **34.035 đồng/cp**, tương ứng với mức premium theo giá hiện tại là 52%.

Khuyến nghị

Với lợi thế từ quỹ đất và tình hình tài chính dồi dào, hoạt động kinh doanh của công ty dự kiến bước vào giai đoạn tăng trưởng nhanh khi hưởng lợi từ làn sóng dịch chuyển đầu tư. Dự án Long Hậu 3 – GD triển khai bán hàng, cùng với các dự án lớn về nhà xưởng được đầu tư sẽ mang đến những kết quả ấn tượng và bền vững. Lợi nhuận sau thuế 2019 dự kiến tăng trưởng 42% so với 2018 và tiếp tục duy trì ở mức cao trong 2020.

Theo kết quả định giá, trên cơ sở thận trọng, giá trị hợp lý của cổ phiếu LHG đang cao hơn 52% giá thị trường hiện tại. Chính sách cổ tức của LHG được duy trì ổn định với mức trung bình 15% tiền mặt, tương đương suất cổ tức 6,7%. Do đó, chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với Long Hậu với thời gian đầu tư trong 12 tháng.

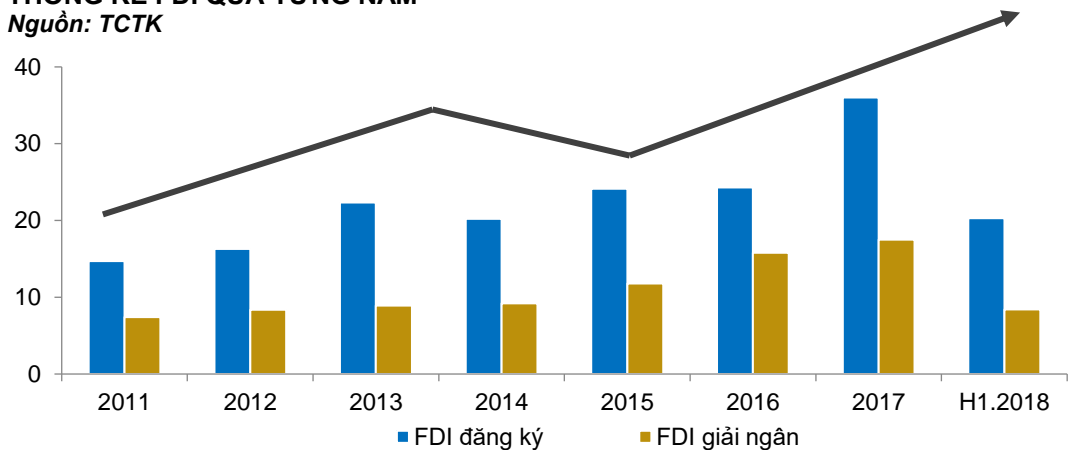
Chỉ số tài chính		2016	2017	2018F	2019F
Doanh thu	Tỷ đồng	609	820	590	857
LNST	Tỷ đồng	165	165	196	278
EPS	VND	6.348	3.300	3.924	5.569
BV	VND	25.707	21.820	23.678	28.675
P/E	X	2,86	5,1	5,8	4,1
P/B	X	0,8	0,8	0,97	0,8

Ngành KCN có nhiều động lực mới để tăng trưởng trong dài hạn

Chúng tôi luôn duy trì đánh giá khả quan đối với ngành khu công nghiệp trong thời gian qua. Kinh tế vĩ mô ổn định, và sự hội nhập sâu hơn của Việt Nam vào kinh tế thế giới, là những nền tảng cơ bản hỗ trợ cho ngành. TPP bị trì hoãn trong 2016, nhưng bù lại, Việt Nam ký kết những hiệp định thương mại tự do VN – Hàn Quốc, VN – Nhật Bản. Các hiệp định này có ảnh hưởng lớn và ngay tức thì đến dòng vốn đầu tư FDI khi đây là hai đối tác lớn của chúng ta. Trong thời gian tới, hiệp định tự do (FTA) giữa Việt Nam – EU là câu chuyện lớn tiếp theo đối với kinh tế Việt Nam cũng như ngành khu công nghiệp. EU là đối tác lớn thứ 3 sau Mỹ và Trung Quốc, nếu FTA VN – EU thông qua, hoạt động xuất khẩu vào thị trường này sẽ tăng trưởng mạnh từ đó thúc đẩy nhu cầu đối với sản phẩm khu công nghiệp.

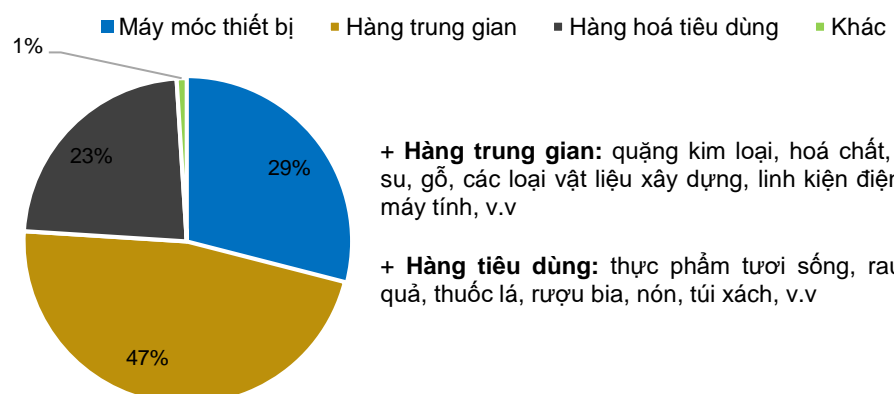
THỐNG KÊ FDI QUA TỪNG NĂM

Nguồn: TCTK



Động lực thứ 2 mà chúng tôi cho rằng đang và sẽ kéo dài chính là những bất ổn trong thương mại giữa Mỹ và các đối tác lớn của họ như Trung Quốc, EU. Trong đó, chính sách trừng phạt thuế quan của Mỹ đánh vào Trung Quốc đang có những ảnh hưởng bất lợi, cũng như tích cực cho Việt Nam. Trong đó, ngành khu công nghiệp dự báo là ngành gián tiếp hưởng lợi khi dự báo sẽ có làn sóng dịch chuyển sản xuất các mặt hàng da giày, túi xách, điện tử, linh kiện điện tử... Đây là những mặt hàng đang chịu thuế suất 10% và dự kiến tăng lên 25% vào đầu năm 2019.

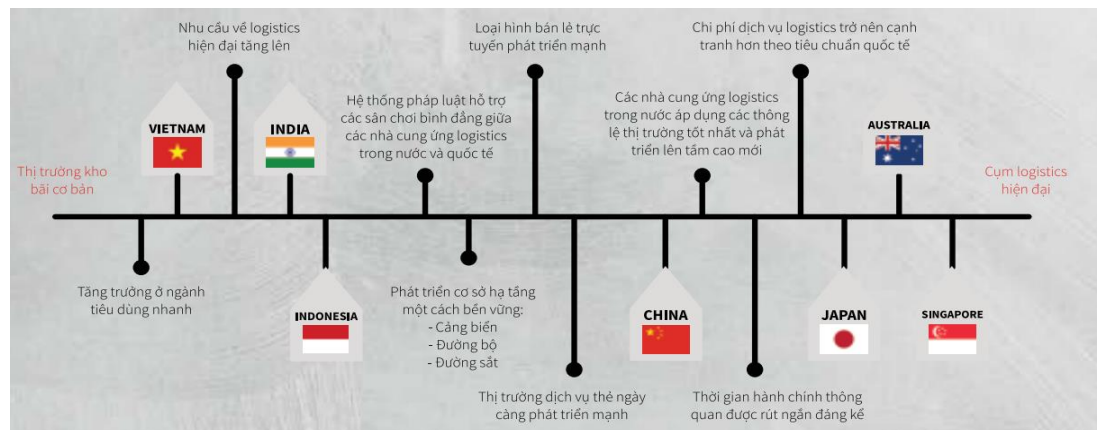
Cơ cấu hàng Trung Quốc bị Mỹ đánh thuế



+ **Hàng trung gian:** quặng kim loại, hoá chất, cao su, gỗ, các loại vật liệu xây dựng, linh kiện điện tử, máy tính, v.v

+ **Hàng tiêu dùng:** thực phẩm tươi sống, rau củ quả, thuốc lá, rượu bia, nón, túi xách, v.v

Cuối cùng, sự phát triển thương mại điện tử ở Châu Á nói chung và Việt Nam nói riêng làm cho sản phẩm kho bãi, nhà xưởng, nhà kho... trở thành sản phẩm hấp dẫn hiện nay – theo nghiên cứu của Urban Land Institution/PWC. Phát triển thương mại điện tử cùng hệ thống bán lẻ dẫn đến nhu cầu thuê mới kho bãi, nhà xưởng để thành lập doanh nghiệp, làm kho phân phối cũng gia tăng nhanh chóng. Thêm vào đó, theo đánh giá đơn vị nghiên cứu JLL, chi phí logistic cao đòi hỏi các công ty phải xây dựng hệ thống phân phối, kho hàng ở nhiều địa điểm để gia tăng cạnh tranh, rút ngắn thời gian vận chuyển hàng...Nghiên cứu cũng chỉ ra, thị trường kho bãi Việt Nam vẫn chỉ giai đoạn đầu so với các quốc gia trong khu vực. Do đó, nhu cầu đối với bất động sản logistic vẫn rất lớn.



KCN Long Hậu với tiềm năng từ quỹ đất và hệ thống nhà xưởng lớn

Dự án LHG 3 giai đoạn 1 với quy mô 124ha thu hút sự quan tâm nhiều nhà đầu tư. Tính đến hiện tại, dự án đền bù 70% diện tích. Tiến độ đền bù thực tế chậm hơn so với kế hoạch dự định do (1) giá đất tăng làm cho công tác đền bù khó khăn (2) công ty vẫn chú trọng thương lượng với người dân. Tuy nhiên, thời gian tới, công tác đền bù sẽ đẩy nhanh và quyết liệt hơn với sự hỗ trợ từ cơ quan nhà nước và dự kiến hoàn tất trong 2019. Về triển khai hạ tầng, công ty cho thực hiện các tuyến đường chính kết nối vào diện tích đất đền bù liền thửa để bắt đầu bàn giao 1 phần vào Q4.2018. Tính đến hiện tại, tối thiểu khoảng 10ha được ký MOU với khách hàng. Với diện tích kinh doanh trung bình mỗi năm 25 – 30ha, chúng tôi cho dự án sẽ lấp đầy trong 4 năm 2018 – 2021. Về giá, mức chào thuê hiện tại là 110 – 120USD/m², tăng 20% so với mức 90-100USD cách đây 2 năm. Điều này làm cho hiệu quả dự án vẫn duy trì ở mức tốt dù chi phí đền bù gia tăng so với kế hoạch (khoảng 10-15%). BVSC ước tính dự án mang lại **1.200 tỷ lợi nhuận gộp cho LHG** trong 4 năm.

KCN LHG3 – GD1	Thông số	2018	2019	2020	2021
Diện tích thương mại	88ha				
Diện tích kinh doanh (ha)		20	33	35	
Diện tích ghi nhận (ha)		8	25	35	21
Doanh thu – tỷ VND	2.371	216	688	860	608
LN gộp – tỷ VND	1.200	102	331	427	306

(Nguồn: BVSC ước tính)

Hệ thống nhà xưởng lớn, nhiều dự án sắp triển khai.

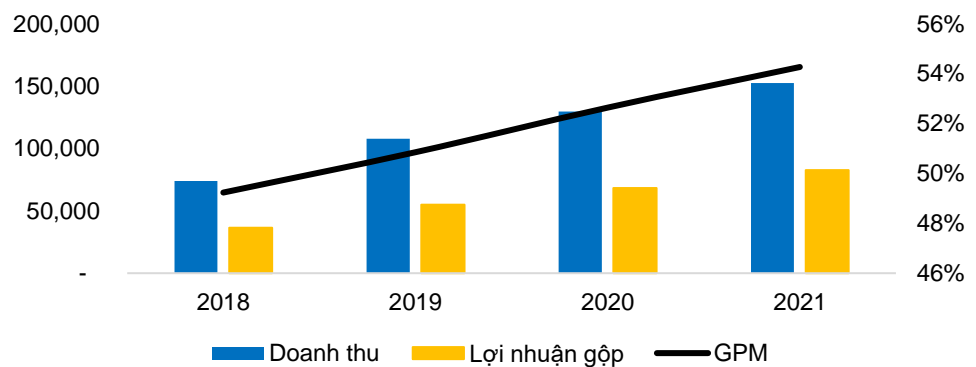
Diện tích nhà xưởng cho thuê gia tăng với tỷ lệ lấp đầy luôn > 90% ngày càng đóng góp nguồn thu lớn và bền vững cho LHG. Cuối năm 2018, công ty sẽ có 66.000m² nhà xưởng ở KCN Long Hậu 1&2 với doanh thu đóng góp cho 2019 là 99 tỷ, tương đương 12% tổng doanh thu. Và doanh thu này sẽ tiếp tục gia tăng trong 5 năm tới với các dự án chuẩn bị triển khai và đặc biệt là dự án nhà xưởng ở Khu công nghệ cao Đà Nẵng.

Dự án	Vị trí	Diện tích (m ²)	Diện tích kinh doanh (m ²)	Triển khai
Nhà xưởng xây sẵn T4	KCN Long Hậu	22.110	15.477	2018
Nhà xưởng cao tầng	KCN Long Hậu	6.860	18.000	2019
Trung tâm thương mại	KCN Long Hậu	11.000	15.700	2019
Nhà xưởng Đà Nẵng	CNC Đà Nẵng	110.000	80.000	2018 – 2023
Tổng			129.000	

Với quỹ đất và dự án trên, chúng tôi ước tính doanh thu từ kinh doanh nhà xưởng sẽ tăng trưởng nhanh trong thời gian tới. Biên lợi nhuận gộp trung bình 50%, lợi nhuận từ hoạt động cho thuê nhà xưởng đóng góp 10 – 15% trong tổng lợi nhuận gộp, tương đương 60 – 80 tỷ/năm.

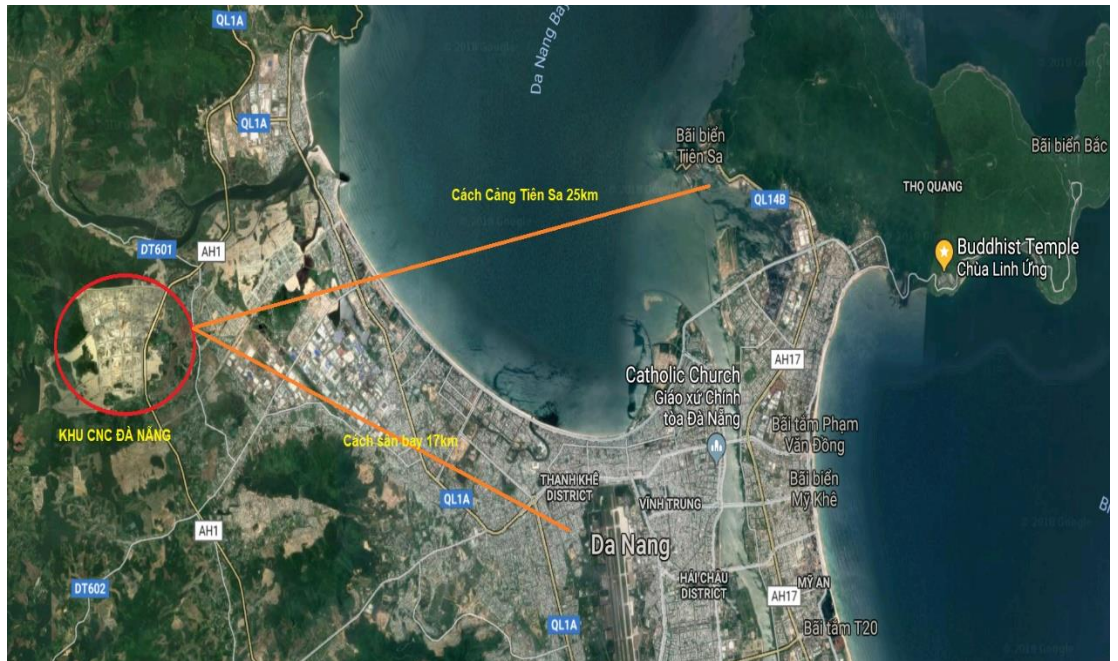
Nguồn thu từ cho thuê nhà xưởng (trVND)

Nguồn: BVSC dự báo



Dự án đầu tư nhà xưởng ở Đà Nẵng vừa là cơ hội nhưng không ít thách thức cho Long Hậu.

Khu CNC Đà Nẵng triển khai từ 2010 nhưng chưa thu hút nhiều dự án đầu tư. Dự án có quy mô 1.500ha nằm phía Tây Bắc so với trung tâm Đà Nẵng, trên tuyến đường cao tốc Đà Nẵng – Dung Quất, nối liền các khu kinh tế trọng điểm miền Trung: Khu kinh tế Chân Mây-Lăng Cô (tỉnh Thừa Thiên - Huế), khu Kinh tế Chu Lai (tỉnh Quảng Nam), khu Kinh tế Dung Quất (tỉnh Quảng Ngãi); cách trung tâm thành phố Đà Nẵng 22 km, cách Cảng Tiên Sa 25 km, cách Sân bay Quốc tế Đà Nẵng 17 km.



Khu CNC Đà Nẵng khi triển khai được rất nhiều kỳ vọng, tuy nhiên, tính đến hiện tại chỉ có 8 dự án được cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư trong Khu CNC. Trong đó, có 3 dự án FDI với 100% vốn Nhật Bản (thuộc lĩnh vực sản xuất) cùng 5 dự án trong nước (thuộc lĩnh vực nghiên cứu - phát triển, sản xuất kèm trung tâm nghiên cứu, phát triển hạ tầng và xây dựng nhà xưởng). Với tổng vốn 187 triệu USD, 8 dự án này đang sử dụng 24,5ha đất, tương đương **7%** trong tổng số **350ha** đất hiện đã đầy đủ hạ tầng kỹ thuật tại Khu CNC. Như vậy, có thể nói, Khu CNC Đà Nẵng chưa thật sự thành công như kỳ vọng. Sự thiếu thu hút của dự án có thể kể đến 1 số nguyên nhân

- i) Hạ tầng kỹ thuật chưa được đầu tư đồng bộ và hoàn chỉnh. Với nhu cầu khắc khe từ NDT, đặc biệt ở lĩnh vực công nghệ cao thì hạ tầng, cảnh quan, hệ thống xử lý nước thải và vệ sinh môi trường là quan trọng và đòi hỏi được đầu tư hoàn chỉnh ban đầu.
- ii) Thiếu tiện ích hỗ trợ như ngân hàng, dịch vụ hải quan, lưu trú nhân công...
- iii) Lực lượng lao động có trình độ còn thiếu và yếu.
- iv) Vấn đề an ninh khi dự án cách xa khu dân cư.
- v) Đặc biệt, vai trò của Khu CNC Đà Nẵng chưa đánh giá đúng khi Đà Nẵng giai đoạn trước đây chủ yếu tập trung phát triển về du lịch.

Từ cuối 2017, Đà Nẵng bắt đầu quyết liệt hơn với nhiều giải pháp để đẩy nhanh sự phát triển của Khu CNC Đà Nẵng. Là một trong 3 khu công nghệ cao của cả nước (KCNC Đà Nẵng, KCNC Hòa Lạc và KCNC Hồ Chí Minh), sự thiếu hiệu quả kéo dài của dự án ít nhiều tạo ra sự lãng phí và giảm động lực cho kinh tế miền Trung. Chính vì vậy, từ năm 2017, dự án nhận sự quan tâm và quyết liệt hơn từ phía Đà Nẵng và Chính phủ. Hoàn chỉnh đầu tư đồng bộ hạ tầng, hệ thống điện, kết nối internet, hệ thống xử lý nước thải đi vào hoạt động...là những thay đổi đầu tiên được ghi nhận. Bên cạnh đó, tuyến đường Nguyễn Tất

Thành mở rộng khánh thành giúp việc kết nối giữa dự án với Cảng Tiên Sa, trung tâm Đà Nẵng được rút ngắn với thời gian di chuyển 20 – 30 phút.

Chính sách ưu đãi đầu tư cũng là một điểm cộng cho khu công nghệ cao so với các dự án khu công nghiệp hiện nay. Trong đó, thuế thu nhập doanh nghiệp là chính sách ưu đãi thông thường nhất mà chúng ta có thể so sánh.

Nội dung ưu đãi	Khu công nghệ cao	Khu công nghiệp
Miễn, giảm thuế thu nhập doanh nghiệp	Miễn thuế 4 năm, giảm 50% số thuế phải nộp trong 9 năm tiếp theo. Thuế suất áp dụng 10% trong thời hạn 15 năm, tính từ điểm phát sinh thu nhập chịu thuế.	Miễn thuế 2 năm và giảm 50% số thuế phải nộp trong 4 năm tiếp theo. Theo thuế TNDN hiện hành.

Tuy nhiên, vấn đề quan trọng và chưa thể sớm cải thiện ngay là nguồn nhân lực cho các doanh nghiệp trong khu CNC. Hiện tại, Đà Nẵng đã có chính sách cụ thể trong việc phát triển nhân lực, trong đó, phải kể đến là việc hợp tác với trường Đại học FPT, Đại học Đà Nẵng, và xây dựng đầu tư các khu lưu trú phục vụ cho người lao động. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng sẽ cần thời gian để các chính sách này mang lại hiệu quả. Trước mắt, các doanh nghiệp vẫn tìm kiếm nguồn lao động ở các tỉnh lân cận, cũng như, xây chương trình đào tạo cụ thể tự bổ sung nhân lực cho hoạt động kinh doanh.

Nhà xưởng compound được xây dựng trên diện tích dành cho công nghiệp phụ trợ giải quyết nhiều vấn đề tồn tại của Khu CNC Đà Nẵng.

Thực tế cho thấy, hoạt động cho thuê đất công nghiệp tại Đà Nẵng khá hiệu quả. Theo ban quản lý các khu CN Đà Nẵng, thành phố có 6 khu công nghiệp đang hoạt động (chưa tính Khu CNC) với diện tích cho thuê là 810ha. Diện tích đã cho thuê là 689ha, tương ứng tỷ lệ lấp đầy 85%. Mặc dù, diện tích còn lại chưa cho thuê 121ha nhưng nằm phân tán, vị trí đất không đẹp. Do đó, nhận định chung từ phía quản lý, quỹ đất công nghiệp cho thuê ở Đà Nẵng không còn nhiều. Thêm vào đó, công tác quản lý các khu công nghiệp ở ĐN nhận nhiều phản hồi chưa tích cực từ doanh nghiệp, liên quan đến việc hỗ trợ thủ tục đầu tư, chất lượng hạ tầng, chính sách phân biệt giữa NDT trong và ngoài nước...

Trong khi đó, Khu CNC Đà Nẵng với diện tích đất sạch lớn, hạ tầng hoàn chỉnh, chính sách ưu đãi thuế TNDN tốt lại chưa được phát huy hiệu quả do ràng buộc về lĩnh vực kinh doanh. Để cải thiện tình trạng này, tỉnh đã chấp thuận đầu tư cho LHG, một đơn vị có kinh nghiệm và tập khách hàng mạnh như LHG. Sản phẩm của LHG bao gồm nhà xưởng xây sẵn, nhà xưởng theo yêu cầu, nhà xưởng nhiều tầng xây dựng theo mô hình compound khép kín giải quyết một số vấn đề:

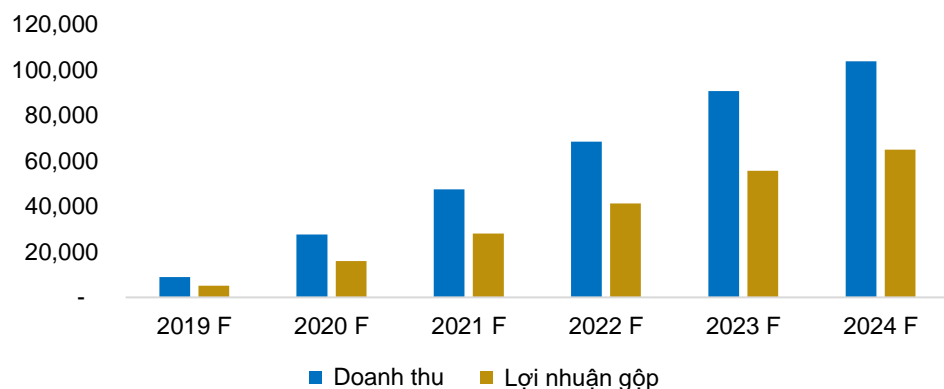
Khó khăn	Giải pháp
Vấn đề an ninh	Nhà xưởng khép kín với 3 lớp an ninh, hệ thống camera.
Thủ tục đầu tư	LHG sẽ thay mặt CDT thực hiện toàn bộ thủ tục.
Lĩnh vực hoạt động	Danh mục sản phẩm phụ trợ rất đa dạng so với danh mục ngành nghề chính trong Khu CNC nên đáp ứng nhu cầu cho cả khách hàng ở KCN hiện hữu trên địa bàn.
Quy mô sản phẩm	Đa dạng về diện tích, phù hợp cho NDT trong nước, hoặc doanh nghiệp quy mô vừa.
Xúc tiến đầu tư	Khả năng kêu gọi và xúc tiến đầu tư của LHG rất tốt, chứng minh qua dự án LHG 1,2. Đặc biệt, mối quan hệ với cộng đồng doanh nghiệp Nhật Bản. DN Nhật Bản đang có sự chuyển dịch mạnh ra khỏi Trung Quốc trong thời gian vừa qua.

Giai đoạn 1 với quy mô 11ha sẽ triển khai từ cuối năm 2018 và bắt đầu mang lại doanh thu từ 2019. Ngày 17/9, Đà Nẵng đã trao chứng nhận đầu tư dự án Khu nhà xưởng phụ trợ với quy mô 30ha. Dự án chia thành 3 giai đoạn, trong đó, giai đoạn 1 có quy mô 11ha sẽ được triển khai trước. Với những phân tích trên, BVSC cho rằng dự án sẽ mang lại thêm động lực cho LHG khi mà quỹ đất để phát triển nhà xưởng ở KCN Long Hậu không còn nhiều, trong khi nhu cầu từ khách hàng rất lớn. Về rủi ro, LHG chủ yếu ứng tiền thuê đất ban đầu cho 11ha đất giai đoạn 1. Xây dựng nhà xưởng sẽ triển khai khi LHG tìm được khách hàng. Do đó, chi phí xây dựng sẽ được đảm bảo từ nguồn vốn thanh toán trước của khách hàng. Và thông tin chúng tôi có được, chi phí thuê đất cho GD 1 ở mức hợp lý, lượng tiền mặt hiện tại hoàn toàn dư dả để thanh toán và không mang lại nhiều rủi ro cho LHG.

Với giá cho thuê nhà xưởng dự kiến khoảng 4 USD/m²/tháng, thời gian lấp đầy khoảng 5 năm, doanh thu và lợi nhuận gộp dự kiến trong 5 năm tới như sau:

Dự báo doanh thu - lợi nhuận gộp (TrVND)

Nguồn: BVSC



Triển vọng tăng trưởng dài hạn lạc quan hơn so với dự báo trước

Lợi nhuận sau thuế 2018 ước đạt 196 tỷ, vượt 56% KH và tăng 19% yoy. Chúng tôi ước tính doanh thu 2018 là 590 tỷ, vượt 23% kế hoạch. Trong đó, doanh thu từ hoạt động cho thuê đất 436 tỷ, giảm 33% yoy; cho thuê nhà xưởng & khu lưu trú là 74 tỷ, cung cấp dịch vụ khu công nghiệp là 56 tỷ và còn lại từ bán nền tái định cư dự án khu dân cư Long Hậu.

- Hoạt động cho thuê đất công nghiệp: diện tích ghi nhận khoảng 16ha, giảm so với mức 27-29ha trong 2017, trong đó, diện tích từ KCN Long Hậu 3 giai đoạn 1 dự kiến khoảng 8ha. Diện tích còn lại chủ yếu từ thu hồi lại từ khách hàng cũ. Tuy nhiên do một số khu đất thu hồi có chi phí vốn thấp, biên lợi nhuận gộp trung bình 2018 là 52%, cao hơn so với mức 31,6% của năm 2017. Kết quả là, lợi nhuận gộp từ cho thuê đất đạt 229 tỷ, tăng 12,8% yoy.
- Cho thuê nhà xưởng, khu lưu trú: diện tích cho thuê tương đương 2017. Trong năm, công ty đầu tư một nhà xưởng có quy mô lớn khoảng 16.000m². Dự án hoàn thành vào quý 4.2018 nên đóng góp doanh thu chủ yếu trong 2019. Ngoài ra, hai khu nhà xưởng xây sẵn có quy mô khoảng 2.500 – 3.000m²/dự án sẽ hoàn thành nhưng chuyển nhượng để ghi nhận doanh thu 1 lần. Như vậy, doanh thu cho thuê dự kiến là 74 tỷ, tăng nhẹ 8% yoy. Biên lợi nhuận gộp đạt 49,2%.
- Doanh thu tài chính tăng mạnh lên 40 tỷ so với mức 13,7 tỷ 2017 do lượng tiền mặt lớn 760 tỷ đang gửi ngân hàng.

Sau khi trừ chi phí, lợi nhuận trước thuế 2018 là 246 tỷ. NPAT theo đó là **196 tỷ**, tăng 18,8% và vượt 56% kế hoạch. EPS 2018 là 3.924 đồng/cp.

Lợi nhuận năm 2019 tăng trưởng 42% yoy, đóng góp bởi dự án LHG3, diện tích nhà xưởng cho thuê tăng. Chúng tôi ước tính doanh thu 2019 đạt 857 tỷ, tăng 45% yoy. Trong đó, kinh doanh đất khu công nghiệp là 687 tỷ, tăng 57%; cho thuê nhà xưởng là 107, tăng 46%; dịch vụ đạt 61 tỷ, tăng nhẹ 9% yoy. Lợi nhuận sau thuế là 278 tỷ, tăng 42% yoy. Theo đó, EPS đạt 5.569 đồng/cp. Ở mức giá hiện tại, cổ phiếu LHG giao dịch PE forward 2019 là 4,1 lần. Một số giả định chi tiết:

- Cho thuê đất khu công nghiệp: diện tích ghi nhận từ LHG 3 – GD1 là 25ha, tăng so với mức 16ha trong 2018. Đây là diện tích hoàn toàn có thể đạt được khi trung bình mỗi năm công ty kinh doanh 25 – 30ha. Biên lợi nhuận gộp là 48,9%, giảm nhẹ so với mức 52% - 2017.
- Cho thuê nhà xưởng: diện tích nhà xưởng cho thuê dự kiến đạt 81.000m², tăng 58% yoy. Trong đó, diện tích cho thuê mới tại KCN Long Hậu là 16.000m² và khu CNC Đà Nẵng là 15.400m². Giá thuê 5,5USD/m²/tháng ở Long Hậu và 4USD/m²/tháng ở Đà Nẵng. Biên lợi nhuận gộp bình quân là 50,8%.
- Chi phí bán hàng: giả định 5% doanh thu kinh doanh đất khu công nghiệp, tăng so với mức trung bình 3% (2015-2018).
- Chi phí quản lý doanh nghiệp: tăng 10% so với 2018, đạt 69 tỷ.

Kết quả chi tiết như sau:

Dự án	2018	2019	% yoy
Doanh thu	590.960	857.167	45%
Lợi nhuận gộp	284.172	409.690	44%
Thu tài chính thuần	35.000	35.000	
Chi phí SG&A	75.562	103.117	36%
LNTT	245.610	348.573	42%
LNST	196.488	278.858	42%
EPS	3.924	5.569	
PE	5,8	4,1	

Định giá còn nhiều tiềm năng, với premium 52% so với giá thị trường

Giá cổ phiếu LHG - tính luôn cổ tức 15% tiền mặt - về mức định giá theo báo cáo khuyến nghị vào tháng 9.2017 của chúng tôi. Và thời gian từ đó đến nay, hoạt động kinh doanh của LHG có nhiều điểm mới khi giá đất cho thuê tăng mạnh 20%, dự án LHG 3 đã sẵn sàng một số vị trí đất để có thể chào bán, các dự án đầu tư nhà xưởng mới và đặc biệt là dự án mới ở Đà Nẵng. Do đó, chúng tôi cập nhật định giá đối với cổ phiếu LHG với phương pháp NAV và định giá so sánh PE. Kết quả hai phương pháp chỉ ra giá hợp lý đối với cổ phiếu LHG là **34.035 đồng/cp**, tương ứng với mức premium theo giá hiện tại là **52%**.

Một số các yếu tố làm thay đổi kết quả định giá như sau:

- Điều chỉnh giá cho thuê KCN LHG3: từ mức 90USD/m² lên 110USD/m².
- Đánh giá lại quỹ đất nhà xưởng đang cho thuê do giá chào bán tăng.
- NAV tăng thêm 98 tỷ từ định giá lại dự án Nhà xưởng Đà Nẵng GD1 – 11ha
- PE trung bình ngành tăng 7x lên 8x.

Kết quả định giá

Mô hình định giá (ĐVT: đồng)	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
NAV	35.514	60%	21.309
PE 2018 – target 8x	31.815	40%	12.726
Giá bình quân			34.035

Nhận định

Với lợi thế từ quỹ đất và tình hình tài chính dồi dào, hoạt động kinh doanh của công ty dự kiến bước vào giai đoạn tăng trưởng nhanh khi hưởng lợi từ làn sóng dịch chuyển đầu tư. Dự án Long Hậu 3 – GD 1 chính thức đưavào triển khai, cùng với các dự án lớn về nhà xưởng được đầu tư sẽ mang đến những kết quả ấn tượng và bền vững. Lợi nhuận sau thuế 2019 dự kiến tăng trưởng 42% so với 2018 và tiếp tục duy trì ở mức cao trong 2020.

Theo kết quả định giá trên cơ sở thận trọng, giá trị hợp lý của cổ phiếu LHG đang cao hơn 52% giá thị trường hiện tại. Chính sách cổ tức của LHG được duy trì ổn định với mức trung bình 15% tiền mặt, tương đương suất cổ tức 6,7%. Do đó, chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với Long Hậu với thời gian đầu tư trong 12 tháng.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017
Doanh thu thuần	313	232	480	488
Giá vốn	146	132	207	217
Lợi nhuận gộp	167	100	273	271
Doanh thu tài chính	9	7	19	13
Chi phí tài chính	90	22	9	6
Lợi nhuận sau thuế	25	70	165	166

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017
Tiền & khoản tương đương tiền	119	128	255	456
Các khoản phải thu ngắn hạn	393	343	291	54
Hàng tồn kho	272	277	216	307
Tài sản cố định hữu hình	58	53	49	53
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	192	185	225	225
Tổng tài sản	1.476	1.379	1.527	1.988
Nợ ngắn hạn	447	412	542	557
Nợ dài hạn	390	283	315	339
Vốn chủ sở hữu	639	684	670	1.091
Tổng nguồn vốn	1.476	1.379	1.527	1.988

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2014	2015	2016	2017
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	30,0%	-25,7%	107%	2%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	4,0%	176,5%	138%	0%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	53,3%	43,2%	57%	56%
Lợi nhuận thuần biên (%)	8,0%	30,0%	34%	34%
ROA (%)	1,6%	4,9%	11%	9%
ROE (%)	3,9%	10,5%	24%	19%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,57	0,50	56%	45%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	1,31	1,02	128%	82%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	965	2.668	6.345	3.315
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	24.494	26.225	25.693	21.822

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Chí Hồng Ngọc**, 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

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên

Cao su tự nhiên

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@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, Vận tải

hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@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:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888