

LHG - Công ty Cổ phần Long Hậu

07/05/2019

Khuyến nghị

Mua

ĐỘNG LỰC TỪ LONG HẬU 3

Nguyễn Thị Hồng (cơ bản)

hongnt@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị	25,506
Giá đóng cửa	18,600
Upside	37.1%

Lê Quốc Trung (ptkt)

trunglt@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị	#N/A
Giá đóng cửa	19,650

Dữ liệu thị trường

Cổ phiếu lưu hành	50,012,010
Vốn hóa (VND. bil)	1,046.46
Giá cao nhất trong 52 tuần	24,080
KLGD trung bình 10 phiên	370,471
Sở hữu nước ngoài còn lại	35.30%

Cổ đông lớn (%)

CT TNHH MTV PT CN Tân Thuận	48.61%
Kingsmead Vietnam and Indochina Growth Master Fund	6.78%
CT TNHH SXTM Vận tải Minh Phúc	1.69%

Chart (1 year)



Tổng quan công ty: LHG là doanh nghiệp kinh doanh khu công nghiệp tại tỉnh Long An, thành lập năm 2006. Công ty đang vận hành 2 KCN Long Hậu 1 và 2 với tổng diện tích thương phẩm 174ha/245ha. Tính đến hết năm 2017, tỉ lệ lấp đầy đạt mức 95%.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu LHG với giá mục tiêu là 25,506 đồng/cp theo 2 phương pháp RNAV với mức chiết khấu 11% và phương pháp P/E với P/E mục tiêu là 6x (P/E trung vị các doanh nghiệp KCN là 7.4x). LHG đang giao dịch ở mức P/E FW 2019 = 5.21 với giá đóng cửa ngày 07/05/2019 là 18,200 đồng/cp.

Dự báo kết quả kinh doanh 2019

BSC dự báo kết quả kinh doanh của LHG trong năm 2019 với doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 633.2 tỷ đồng (+47.1% yoy) và 188.7 tỷ đồng(+7.53% yoy), tương đương EPS FW 2019 =3,773.7 đồng P/E FW 2019 = 5.21. Chúng tôi giả định dựa trên (1) Tổng diện tích nhà xưởng cho thuê năm 2019 bao gồm hơn 32,000m2 KCN Long Hậu và 10,000m2 khu CNC Đà Nẵng. (2) Giả định diện tích trung bình cho thuê LH3 khoảng 20-30 ha/năm và giá cho thuê LH3 dao động từ 110-130 USD/m2 (chưa tính VAT) trong vòng 4 năm.

Catalyst

- (1) KCN đang hưởng lợi nhờ làn sóng FDI đổ mạnh vào trong nước và xu hướng dịch chuyển công xưởng Trung Quốc vào Việt Nam
- (2) Việt Nam có lợi thế chi phí nhân công giá rẻ khu vực Đông Nam Á.

Điểm nhấn đầu tư

- (1) Mảng cho thuê nhà xưởng, khu lưu trú được LHG đẩy mạnh phát triển (cho thuê 62,000 m2 nhà xưởng)
- (2) Động lực tăng trưởng chính năm 2019 đến từ KCN Long Hậu 3 (LH3) với diện tích thương phẩm 90ha/124ha. Tính đến hết Q1/2019, LHG đã có hợp đồng ký 10ha với Cobi Group.

Rủi ro đầu tư

- (1) Khoản phải trả cho IPC chi phí đầu tư Khu tái định cư Long Hậu ghi nhận theo giá trị trường khá lớn ảnh hưởng KQKD. Tuy nhiên chưa có kết luận từ phía thanh tra.
- (2) Khoản phải thu ngắn hạn và hàng tồn kho chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản (khoảng 38% TTS).

Cập nhật KQKD 2019 Q1

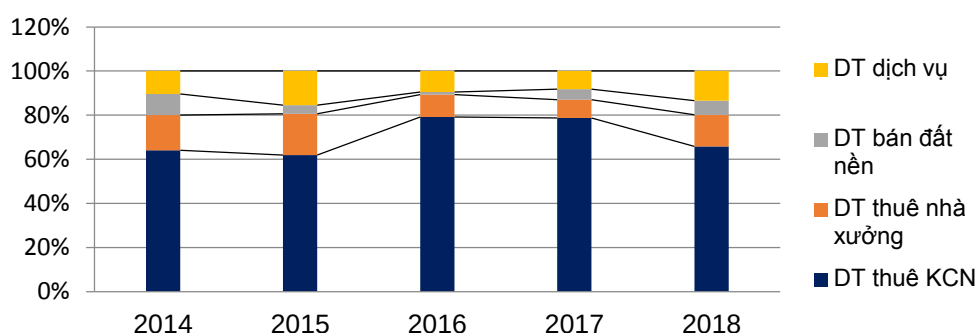
DT Q1/2019 172.5 tỷ (+3.2% YoY), LNST 55 tỷ (-28.3% YoY) hoàn thành 27.3% và 43% kế hoạch năm 2019:

- (1). DT từ KCN và bán nhà xưởng đạt 130.7 tỷ (tương đương cùng kỳ), chiếm 75.3% tổng DT. Trong đó, cho thuê lại chủ yếu từ KCN LH2 khoảng 4,6ha tương đương 103 tỷ đồng, diện tích nhà xưởng để bán 5,000m2 tương đương 27 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp giảm từ 67% xuống 43% chủ yếu do giá vốn mua lại LH2 rồi cho thuê tăng cao.
- (2). DT cho thuê nhà xưởng đạt 22.86 tỷ đồng (+19.7% yoy).
- (3). DT tài chính đạt 6.35 tỷ (-25.2% yoy).

Kết quả kinh doanh 2018 LHG ghi nhận DT và LNST lần lượt là 430 tỷ đồng (-11.84% yoy) và 175.98 tỷ đồng (+6% yoy):

- **Mảng cho thuê KCN năm 2018 đạt doanh thu 389 tỷ đồng (-39.78% yoy) với diện tích cho thuê ghi nhận khoảng 14.3 ha, biên LNG mảng KCN ở mức 68%,** chiếm 62% tổng DT. DN cho thuê được 16.5ha gồm 10.5 ha từ đất thu hồi và 6ha cho thuê mới. Tỷ lệ lấp đầy cuối năm 2018 của LH1 và LH2 đạt 99%. Với chi phí vốn thấp từ việc cho thuê lại nên biên LNG mảng KCN năm 2018 cải thiện từ 65% lên 68%.
- **Mảng cho thuê nhà xưởng cho thấy sự tăng trưởng khả quan với DT đạt 83.8 tỷ đồng (+23% YoY),** tăng tỷ trọng trên tổng DT từ 8% lên 14% tương đương 6ha cho thuê có giá cho thuê 5 USD/m²/tháng.

Cấu trúc doanh thu các năm



Nguồn: LHG, BSC

- **DT tài chính năm 2018 đạt 38.41 tỷ tăng gấp 2.87 lần YoY, chủ yếu đến từ lãi tiền gửi ngân hàng (chiếm 82.8% DT tài chính)** do trong năm công ty có lượng tiền mặt lớn khoảng 630 tỷ đồng và tăng tỷ trọng các khoản tiền gửi có kỳ hạn, lãi tiền gửi đạt 37.28 tỷ đồng (+220% yoy). Trong khi đó, chi phí tài chính giảm -16% yoy cải thiện biên LN ròng cải từ mức 34% lên 42% và LNST tăng +9.1% yoy.

KQKD Quý I/2019: DT Q1/2019 172.5 tỷ (+3% yoy và đạt 27.3% Kế hoạch), LNST 55 tỷ (-27% yoy và đạt 55% kế hoạch):

- DT KCN và bán nhà xưởng đạt 130.7 tỷ (tương đương cùng kỳ), chiếm 75.3% tổng DT với 4.6ha từ KCN LH2 tương đương 103 tỷ đồng, diện tích nhà xưởng để bán 5,000m² tương đương 27 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp giảm từ 67% xuống 43% chủ yếu do giá vốn LH2 tăng
- DT cho thuê nhà xưởng đạt 22.86 tỷ đồng (+19.7% yoy).
- DT tài chính đạt 6.35 tỷ (-25.2% yoy).

Triển vọng tăng trưởng năm 2019 sẽ đến từ (1) Cho thuê nhà xưởng và (2) Khu Công nghiệp LH3:

(1) Cho thuê nhà xưởng xây sẵn được LHG chú trọng phát triển. Năm 2019, LHG dự kiến nhà xưởng cho thuê mới là 4ha, tổng diện tích cho thuê lũy kế năm 2019 là hơn 10ha nhà xưởng. BSC ước tính doanh thu từ mảng nhà xưởng cho thuê đạt 102 tỷ đồng (+63% yoy), biên LNG đạt 54%, trong đó:

- **Nhà xưởng xây sẵn trong KCN Long Hậu** luôn duy trì tỷ lệ lấp đầy lớn đạt hơn 96% với các nhà xưởng xây sẵn và khu lưu trú cũng có tỷ lệ cho thuê lớn trung bình khoảng 98% đối với các block

đã khai thác. Năm 2019, LHG sẽ triển khai xây dựng 30,000 m² nhà xưởng cho thuê, giá cho thuê duy trì 5 USD/m²/tháng, biên LNG 59%; BSC ước tính sẽ đóng góp DT 2019 khoảng 96 tỷ đồng.

- **Khu Công nghệ cao (CNC) Đà Nẵng**, ngày 17/9/2018, LHG đã được cấp phép cung cấp các sản phẩm nhà xưởng xây sẵn, nhà xưởng nhiều tầng với quy mô 29.6ha. Khu CNC Đà Nẵng có lợi thế quỹ đất sạch và chính sách ưu đãi thuế cho nhà đầu tư sẽ góp phần vào động lực phát triển dài hạn cho LHG. LH3 sẽ triển khai lô J-4 với diện tích 10,000 m² nhà xưởng. Dự án đã ký thỏa thuận 60% diện tích, dự kiến hoàn thành và bàn giao cuối Quý II/2019 với giá cho thuê 5-6 USD/m²/tháng. Chúng tôi ước tính DT 2019 từ KCN CNC Đà Nẵng sẽ đóng góp 6 tỷ đồng.

(2) Động lực tăng trưởng dài hạn đến từ KCN Long Hậu 3 (LH3) giai đoạn 1 với diện tích thương phẩm 90ha/124ha. Trong Quý I/2019, LHG đã ký hợp đồng 10ha với Cobi Group. Theo đánh giá của BSC, LHG có chính sách bán hàng khá tốt và chú trọng vào phát triển các sản phẩm, tiện ích phục vụ trong KCN mạnh hơn so với các DN niêm yết cùng ngành. Với sự hưởng lợi từ việc dịch chuyển công xưởng Trung Quốc và vị trí thuận lợi, chúng tôi cho rằng (1) trung bình LH3 sẽ cho thuê khoảng 20-30 ha mỗi năm, dự án sẽ được lấp đầy trong 4 năm bắt đầu từ năm 2019 và (2) giá cho thuê LH3 dao động từ 110-130 USD/m² (chưa tính VAT). Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý giá vốn KCN LH3 sẽ tăng lên do chi phí đền bù khiến biên lợi nhuận giảm khoảng 4-5% yoy. BSC ước tính thận trọng tổng lợi nhuận gộp kỳ vọng LH3 mang lại khoảng 1,172 tỷ đồng bắt đầu giai đoạn 2019 - 2020, ghi nhận trong vòng 4 năm với tổng mức đầu tư dự kiến 1,160 tỷ. Chúng tôi lưu ý hiện nay LH3 đã đền bù 66% diện tích, tiến độ đền bù của dự án có thể chậm lại so với dự báo của chúng tôi.

(3) Dự án điện mặt trời: DN triển khai lắp đặt pin năng lượng mặt trời áp mái nhà xưởng T4 (11,180 m²). Dự kiến khởi công đầu quý II/2019, đưa vào vận hành quý III/2019, đáp ứng nhu cầu 30% điện của xưởng T4. LHG sẽ tiếp tục đầu tư ứng dụng hệ thống điện mặt trời đối với các dự án nhà xưởng khác.

Rủi ro: Khoản phải trả việc hoàn trả chi phí bố trí khu tái định cư cho Dự án IPC trước đây được hạch toán theo giá vốn. Tuy nhiên Kiểm toán đã yêu cầu hạch toán lại theo giá thị trường tại thời điểm bàn giao, giá trị khoản phải trả này tạm tính là 328.7 tỷ đồng, có thể gây tổn thất cho công ty khi phải chi trả, ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh.

Dự báo KQKD 2019 và định giá: BSC dự báo kết quả kinh doanh của LHG trong năm 2019 với **doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 633.2 tỷ đồng (+47.1% yoy) và 188.7 tỷ đồng(+7.28% yoy), tương đương EPS FW 2019 =3,773.7 đồng P/E FW 2019 = 5.21**. Chúng tôi giả định dựa trên (1) dự kiến cho thuê diện tích nhà xưởng (bao gồm hơn 32,000m² KCN Long Hậu và 10,000m² khu CNC Đà Nẵng). (2) trung bình LH3 sẽ cho thuê khoảng 20-30 ha/năm, giá cho thuê LH3 dao động từ 110-130 USD/m²(chưa tính VAT) trong vòng 4 năm. Chúng tôi khuyến nghị **Mua cổ phiếu LHG với giá mục tiêu là 25,506 đồng/cp** theo 2 phương pháp RNAV với mức chiết khấu WACC 11% và phương pháp P/E với P/E mục tiêu là 6x (P/E trailing của LHG dao động từ 5x-6x).

Phương pháp	Tỷ trọng	Định giá	Giá bình quân
RNAV	50%	28.369	14.185
P/E	50%	22.642	11.321
Giá mục tiêu			25.506
Giá đóng cửa 17/04/2019			19.650
Upside			29,8%

TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	313	232	480	488	430
LN gộp	167	100	273	271	243
DT tài chính	9	7	19	13	45
CP tài chính	(90)	(22)	(9)	(6)	(5)
Lãi vay	(30)	(17)	(8)	(6)	(5)
CP bán hàng	(9)	(8)	(15)	(20)	(14)
CP QLDN	(32)	(44)	(74)	(60)	(57)
Lãi/lỗ HĐKD	44	34	195	199	217
TNhap khác (ròng)	3	1	3	9	2
LN trước thuế	47	34	197	208	220
LN sau thuế	25	70	165	166	181
LN CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	25	70	165	166	181

DTT giảm -12% YoY và LNST sau thuế tăng nhẹ 7% YoY.

(1) DT mangle cho thuê đất khu công nghiệp (hạch toán 1 lần) đạt 389 tỷ đồng, chiếm 66% DTT chủ yếu đến từ việc DT tái cho thuê lại diện tích bị trả lại LH1 và LH2.

(2) Mangle kinh doanh nhà xưởng cho thấy sự tăng trưởng khả quan với DT đạt 83.8 tỷ đồng (+23% YoY), chiếm 16% DTT.

Biên LNG ổn định khoảng 56%, trong đó biên LNG mangle cho thuê KCN đạt khá cao 68%

Chi phí bán hàng và QLDN/DTT duy trì 16.5% qua các năm

DT tài chính tăng +246% chủ yếu đến từ khoản lãi tiền gửi đạt 38 tỷ (+72% yoy) trong khi chi phí tài chính giảm -16% yoy giúp Biên LN ròng tăng từ mức 34% lên 42%.

TS ngắn hạn	804	772	903	1,340	1,437
Tiền và ĐT ngắn hạn	120	129	267	817	631
Phải thu ngắn hạn	409	363	419	216	339
Tồn kho	272	277	216	307	464
TS ngắn hạn khác	2	3	1	0	3
TS dài hạn	672	607	624	648	680
Phải thu dài hạn	51	19	3	-	-
TSCĐ	109	53	49	53	50
TS dở dang dài hạn	-	50	51	48	127
TS dài hạn khác	2	2	2	16	21
Tổng TS	1,476	1,379	1,527	1,988	2,117
Nợ phải trả	837	695	856	897	970
Nợ ngắn hạn	447	412	542	557	582
Vay ngắn hạn	120	87	22	24	21
Nợ dài hạn	390	283	315	339	388
Vay dài hạn	119	48	50	39	48
Vốn chủ sở hữu	639	684	670	1,091	1,147
Vốn góp	261	261	261	500	500
LN chưa phân phối	299	345	331	440	495
Tổng nguồn vốn	1,476	1,379	1,527	1,988	2,117

HTK tăng mạnh +51.2% yoy chủ yếu tăng từ chi phí đầu tư xây dựng LH3 322.25 tỷ đồng (+33.6% yoy)

Chi phí XDCBDD dài hạn 127.36 tỷ (+107% yoy) tăng từ dự án nhà xưởng, trung tâm thương mại 66.5 tỷ (+139% yoy)

Đầu tư tài chính dài hạn giảm do đầu tư cổ phiếu giảm còn 99.63 tỷ (-6.14% yoy) từ việc rút vốn góp khỏi công ty CPSX Cấp Quang và Phụ kiện Việt Đức.

Nợ dài hạn tăng +14.4% yoy chủ yếu đến từ khoản vay ngân hàng Công Thương nhằm mục đích thực hiện dự án xây nhà xưởng S10, S11, Q10, F01, lô T4 tại KCN Long Hậu.

Báo cáo cập nhật doanh nghiệp

LHG - CTCP Long Hậu

BSC

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	2014	2015	2016	2017	2018
1. Khả năng thanh toán					
Hsố TT ngắn hạn	1.80	1.87	1.67	2.40	2.47
Hsố TT nhanh	1.18	1.19	1.27	1.85	1.67
2. Cơ cấu vốn					
TSNH/ TTS	0.54	0.56	0.59	0.67	0.68
TSDH/ TTS	0.46	0.44	0.41	0.33	0.32
Hsố Nợ/ TTS	0.57	0.50	0.56	0.45	0.46
Hsố Nợ/ VCSH	1.31	1.02	1.28	0.82	0.85
Nợ ngắn hạn / TTS	0.30	0.30	0.35	0.28	0.27
Nợ DH / TTS	0.26	0.21	0.21	0.17	0.18
3. Năng lực hoạt động					
Vquay hàng tồn kho	0.5	0.5	0.8	0.8	0.48
Vquay phải thu	0.8	0.6	1.6	3.1	11.39
Vquay phải trả	5.9	12.0	13.2	26.1	18.18
Số ngày HTK	740.1	760.5	435.4	440.5	754.5
Số ngày phải thu	475.3	578.2	231.4	119.6	32.0
Số ngày phải trả	62.3	30.5	27.7	14.0	20.1
CCC	1,153.2	1,308.2	639.2	546.1	766.5
4. Khả năng sinh lời					
LNST/DTT (%)	8.0%	30.0%	34.5%	34.0%	42.0%
LNST/VCSH (%)	3.9%	10.5%	24.4%	18.8%	16.2%
LNST/TTS	1.6%	4.9%	11.4%	9.4%	8.8%
LN từ HĐKD/DTT	14.1%	14.5%	40.5%	40.8%	50.5%
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)					
TTS/VCSH	2.44	2.16	2.15	2.00	1.83
DT/TTS	0.20	0.16	0.33	0.28	0.21
EBIT/DT	0.25	0.22	0.43	0.44	0.52
EBT/EBIT	0.61	0.67	0.96	0.97	0.98
lãi ròng/LNTT	0.54	2.04	0.84	0.80	0.82
6. Định giá					
PE	#N/A	7.3	3.1	5.8	5.78
PB	#N/A	0.7	0.7	0.9	0.91
EPS	#N/A	2,668	6,345	3,315	3,616
BVPS	#N/A	26,225	25,693	21,822	22,935
7. Tăng trưởng (%)					
TTS	-10%	-7%	11%	30%	6%
Nợ	-0.7%	7.1%	-2.0%	62.9%	5.1%
DTT	30.0%	-25.7%	106.8%	1.6%	-12%
LN gộp	16.8%	-39.7%	172.3%	-0.8%	-10%
LNST	4.0%	176.5%	137.8%	0.2%	9.1%

Hệ số thanh toán ngắn cải thiện đều qua các năm

Cơ cấu tài sản: TSNH chiếm tỉ trọng lớn 68% trong tổng tài sản do HTK và khoản phải thu ngắn hạn cao. Tỷ lệ nợ vay ở mức cao tuy nhiên tương đương so với các DN cùng ngành.

Khoản phải thu ngắn hạn tăng chủ yếu do phải thu tiền đền bù, giải tỏa 219 tỷ đồng để thực hiện bồi thường, hỗ trợ tái định cư cho KCN LH3

Biên LN ròng cải thiện do đóng góp DT tài chính 83.8 tỷ đồng (+23% YoY), trong khi CP tài chính -16% yoy

Báo cáo cập nhật doanh nghiệp

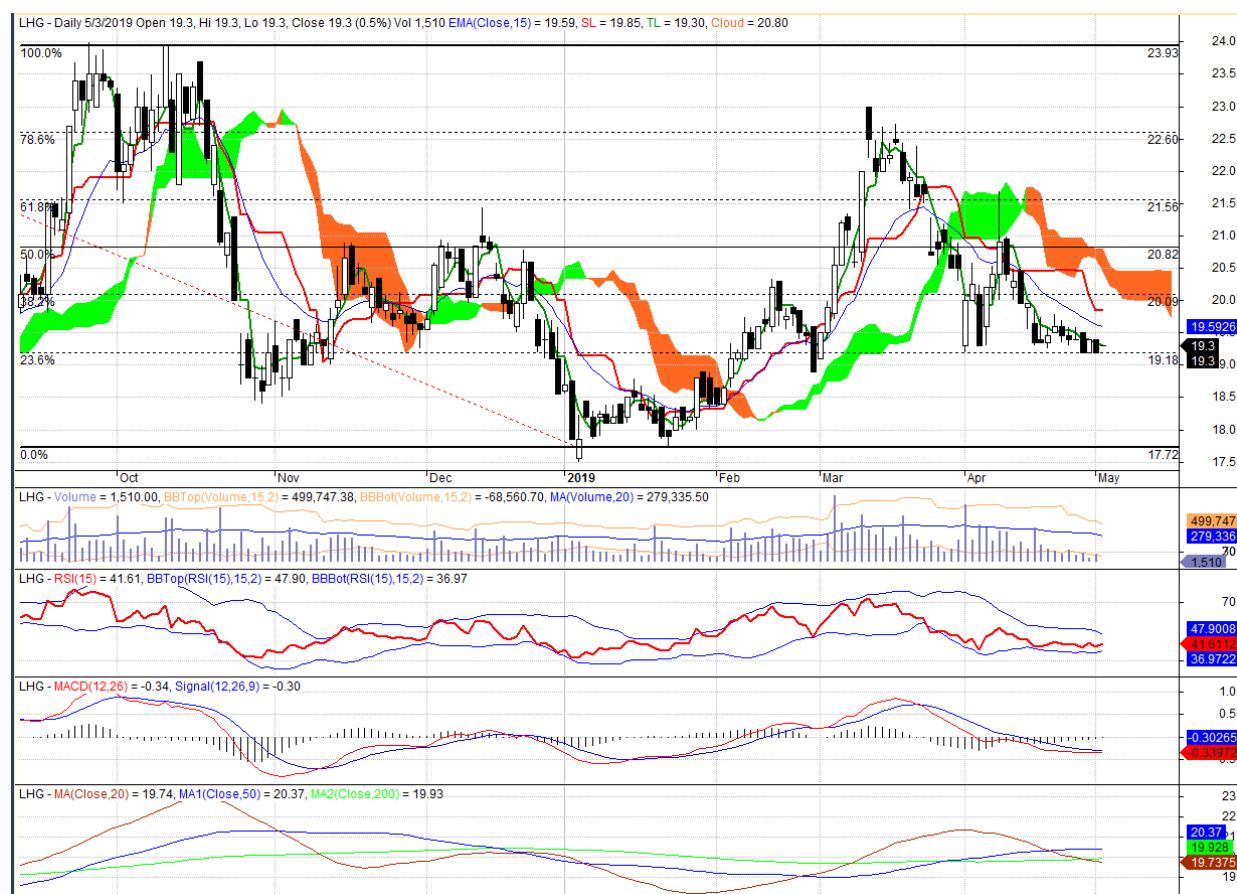
LHG - CTCP Long Hậu

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tích lũy.
- Chỉ báo xu hướng MACD: Phân kỳ dương, MACD cắt xuống đường tín hiệu.
- Chỉ báo RSI: Vùng trung lập, điều chỉnh từ kênh Bollinger dưới.
- Đường MA: MA20 nằm dưới MA50 và MA200.

Nhận định: LHG đang tích lũy quanh ngưỡng đáy 19.2 (Fibonacci 23.6%). Thanh khoản giao dịch trong các phiên gần đây vẫn đang ở mức yếu. Chỉ báo kỹ thuật RSI và MACD đều ủng hộ xu hướng tích lũy. Vận động 3 đường MA và Dải mây Ichimoku đều đang ủng hộ xu hướng điều chỉnh khi nhịp tích lũy chưa hình thành. Như vậy LHG sẽ tích lũy tại ngưỡng giá 19 trước khi hình thành xu hướng mới.

Khuyến nghị: Vị thế mua chưa rõ ràng và động lực tăng chưa hình thành. Nhà đầu tư nên mở vị thế mua khi thanh khoản đã hồi phục với xu hướng rõ hơn tại ngưỡng giá 19. Cắt lỗ nếu mất ngưỡng giá 18 và chốt lãi tại ngưỡng giá 21.5.



Nguồn: Amibroker, BSC

Khuyến cáo sử dụng

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

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

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

Bloomberg: BSCV <GO>

