

## Vài nét về doanh nghiệp

LHG hoạt động trong lĩnh vực cho thuê hạ tầng khu công nghiệp và cho thuê nhà xưởng xây sẵn. LHG hiện đang vận hành 03 khu công nghiệp với tổng diện tích 370 ha tại Long An, có vị trí ngay cạnh TP.HCM và cảng Hiệp Phước Ngoài ra, LHG còn sở hữu hơn 132.000 m2 nhà xưởng xây sẵn tại Long An, khu công nghệ cao tại Đà Nẵng và đang tiếp tục mở rộng.

### Khuyến nghị

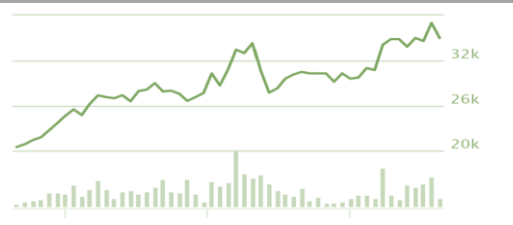
**MUA**

Giá mục tiêu	<b>44.900</b>
Tiềm năng tăng giá	28%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	6%
Tỷ suất sinh lời	34%

### Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bất động sản KCN
Thị giá (18/03/2024)	35.0
Biến động 1 năm	20.3 – 37.2
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	201.730
Vốn hóa (Tỷ đồng)	1.750
P/E	10.96x
P/B	1.16x
%NN sở hữu	20.44%

### Diễn biến giá



	1T	3T	12T
LHG	1,2%	18,4%	71,0%
VNindex	1,2%	13,4%	21,5%

### Tỷ lệ sở hữu

IPC	49%
Quỹ ngoại	10%

### Chuyên viên phân tích

Bùi Võ Thế Vinh

[bvtvinh@vcbs.com.vn](mailto:bvtvinh@vcbs.com.vn) - 028 3820 8117 ext 641

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

## NHU CẦU THUÊ ĐẤT VÀ NHÀ XƯỞNG PHỤC HỒI, CƠ CẤU TÀI CHÍNH VỮNG MẠNH.

### ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần SOTP xác định giá trị hợp lý của LHG ở mức **44.900 đồng/cp**, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho LHG dựa trên triển vọng tích cực của LHG nhờ sự phục hồi của dòng vốn đầu tư FDI trong bối cảnh khan hiếm nguồn cung đất KCN tại miền Nam.

### CẬP NHẬT KQKD:

**Năm 2023, LHG ghi nhận DTT đạt 395 tỷ đồng (-37,2% yoy) và LNST đạt 166 tỷ đồng (-18,4% yoy).** Cụ thể, doanh thu cho thuê đất KCN chỉ đạt 132 tỷ đồng (-64,0% yoy), chúng tôi ước tính LHG chỉ bàn giao ~ 2,2 ha đất với mức giá cho thuê bình quân khoảng 250 USD/m2/chu kỳ thuê. Doanh thu cho thuê nhà xưởng xây sẵn đạt 158 tỷ đồng (+17,4% yoy) nhờ đóng góp của hơn 32.000 m2 (nhà xưởng J4- GD 1 MR) và nhà xưởng Lô 3A (23-26) từ Q3.2023. Giá cho thuê nhà xưởng của LHG đạt khoảng 4,5-5,5 USD/m2/tháng (+2%-3% yoy). DT tài chính đạt 85,4 tỷ đồng (+83,1% yoy) nhờ duy trì lượng tiền và tương đương tiền cao trong môi trường lãi suất tiền gửi cao vào đầu năm 2023. Các chi phí khác đều không có biến động so với cùng kỳ.

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**KCN Long Hậu 3.1 hiện còn hơn 44 ha đất có thể cho thuê trong đó diện tích đất có thể cho thuê ngay khoảng 28ha** trong bối cảnh nguồn cung đất cho thuê khan hiếm và tỷ lệ lấp đầy cao của các KCN hiện hữu tại thị trường phía Nam.

**LHG hiện đang sở hữu 132.000 m2 nhà xưởng xây sẵn và sẽ tăng lên 146.000 m2 trong năm 2024** nhờ đóng góp của hơn 17.000 m2 nhà xưởng 3A (19-22) được khởi công xây dựng từ cuối năm 2023.

**LHG là doanh nghiệp có cơ cấu tài chính lành mạnh** với lượng tiền ròng/cổ phiếu đạt hơn 20.100 đồng/cổ phiếu.

**KCN Long Hậu 3.2 (90 ha) và An Định (200 ha) sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn cho LHG.** Chúng tôi kỳ vọng 02 KCN An Định và Long Hậu 3.2 sẽ lần lượt chấp thuận chủ trương đầu tư trong năm 2024 và năm 2025.

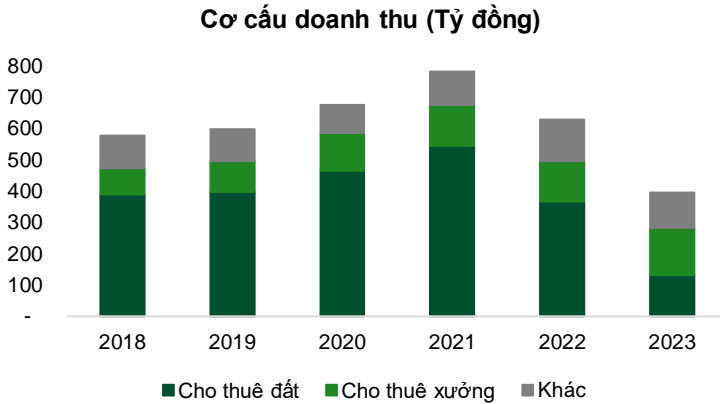
Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023	2024F
Tăng trưởng DT	21,5%	-19,5%	-37,2%	+30,0%
Tăng trưởng LNST	49,2%	-31,2%	-18,4%	+16,1%
Nợ/TTS (%)	6,6%	4,7%	5,9%	4,6%
TS LN gộp (%)	52,7%	40,8%	51,1%	51,5%
ROE – TTM (%)	21,6%	13,6%	10,6%	13,9%
EPS - TTM (đồng)	5.478	3.628	3.323	3.865
P/E	4,26x	8,24x	11,04x	9,62x
P/B	0,8x	0,97x	1,15x	1,11x

**CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2023**
**Tóm tắt biến động kinh doanh 2023**

Tiêu chí	Q4.2022	Q4.2023	% YOY	Lũy kế 2022	Lũy kế 2023	%YOY	Nguyên nhân
<b>Doanh thu</b>	<b>103</b>	<b>145</b>	<b>+40,3%</b>	<b>629</b>	<b>395</b>	<b>-37,2%</b>	
Cho thuê hạ tầng KCN	75	131	+73,4%	366	132	-64,0%	Chúng tôi ước tính LHG đã bàn giao ~ 2,2 ha đất so với khoảng 6,5 ha cùng kỳ. Mức giá cho thuê bình quân ~ 250 USD/m2/chu kỳ thuê. Trong năm, LHG đã giao đất cho 1 số khách hàng như: Công ty TNHH Casa Bella và công ty TNHH Kyouwa Việt Nam (Q1.2023) và Greenwich Vina (Q4.2023).
Cho thuê NXXS	67	76	+13,1%	129	151	+17,4%	Nhờ đóng góp của hơn 32.000 m2 (J4-GĐ 1 MR) và Lô 3A (23-26) từ Q3.2023. Giá cho thuê nhà xưởng của LHG đạt khoảng 4,5-5,5 USD/m2/tháng (+2%-3% yoy).
Khác	75	54	-28,0%	134	112	-16,5%	
LN gộp	44	77	+74,9%	256	202	-21,2%	LNG sụt giảm thấp hơn doanh thu nhờ sự cải thiện BLNG của hoạt động cho thuê đất do trong năm 2022, LHG đã thực hiện điều chỉnh tổng mức đầu tư KCN Long Hậu 3.1 lên 2.106 tỷ đồng (+23,5%).
LN hoạt động	25	58	+132,9%	197	138	-29,7%	
DT tài chính	10	24	+129,2%	47	85	+83,1%	Nhờ LHG duy trì lượng tiền và tương đương tiền ở mức cao trong bối cảnh lãi suất tiền gửi neo ở mức cao trong giai đoạn đầu năm 2023.
Chi phí tài chính	(3)	(4)	+26,8%	(14)	(15)	+11,7%	
<b>LNST</b>	<b>30</b>	<b>62</b>	<b>+102,4%</b>	<b>204</b>	<b>166</b>	<b>-18,4%</b>	
LNST sau CĐTS	30	62	+102,4%	204	166	-18,4%	
<b>Biên lợi nhuận</b>							
Biên LNG	42,7%	53,2%		40,8%	51,1%		
Biên LNHD	24,0%	39,9%		31,3%	35,0%		
Biên LNST	29,5%	42,5%		32,4%	42,2%		

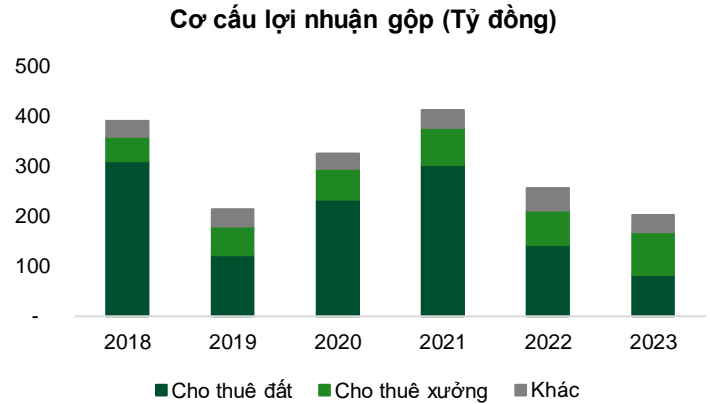
DTT ghi nhận mức sụt giảm mạnh so với cùng kỳ chủ yếu do sự sụt giảm của diện tích đất KCN bàn giao trong năm 2023 (~2,2 ha) so với 6,5 ha đất cùng kỳ. LNST được hỗ trợ nhờ (1) Đóng góp của hơn 32.000 m2 NXXS mới từ Q2.2023; (2) BLNG của hoạt động cho thuê đất cải thiện so với cùng kỳ; (3) Lãi tiền gửi trong bối cảnh lãi suất tiền gửi neo cao đầu năm 2023.

**Hình 1: Cơ cấu doanh thu**



Nguồn: LHG, VCBS

**Hình 2: Cơ cấu lợi nhuận gộp**



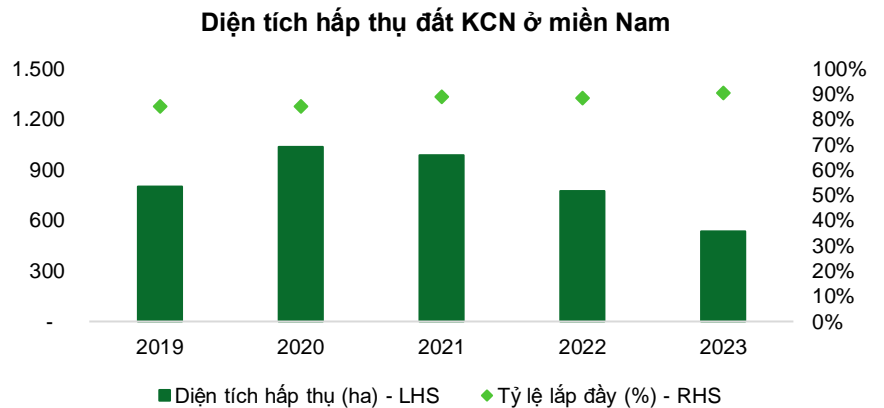
Nguồn: LHG, VCBS

**Diện tích đất bàn giao thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi do sự chậm lại của dòng vốn FDI tại khu vực phía Nam.**

Trong năm 2023, LHG chỉ bàn giao được khoảng 2,2 ha so với kỳ vọng ban đầu của chúng tôi (4-5 ha) do hoạt động sản xuất kinh doanh của các lĩnh vực như: thực phẩm, hàng tiêu dùng, cơ khí, VLXD và kho vận (các lĩnh vực có khách hàng thuê đất chính của LHG) gặp nhiều khó khăn dẫn đến sụt giảm nhu cầu mở rộng đầu tư. Theo số liệu từ Bộ KHĐT, dòng vốn FDI tại thị trường cấp 1 của miền Nam chỉ đạt khoảng 2,4 tỷ USD trong năm 2023 (-74% yoy) và diện tích đất KCN cho thuê ở miền Nam chỉ đạt ~ 540 ha (-31% yoy).

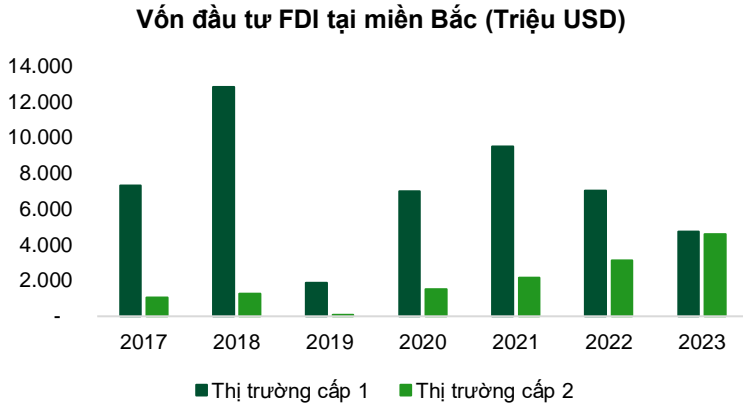
Trong năm 2023, LHG chỉ ký được hợp đồng MOU cho thuê đất với 02 doanh nghiệp thuộc lĩnh vực F&B gồm CTCP Greenwich Vina và Công ty TNHH Thương Mại và Xuất nhập khẩu Orifood VN với tổng diện tích ~ 3ha.

**Hình 3: Diện tích đất KCN hấp thụ ở miền Nam**



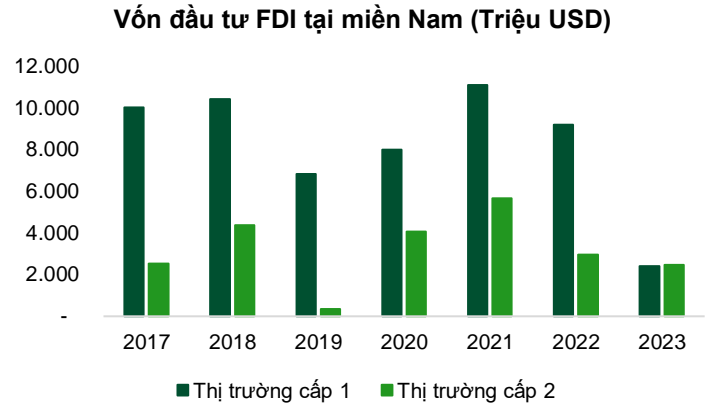
Nguồn: CBRE, VCBS

**Hình 4: Vốn đầu tư FDI vào miền Bắc**



Nguồn: Bộ KHĐT, VCBS

**Hình 5: Vốn đầu tư FDI vào miền Nam**



Nguồn: Bộ KHĐT, VCBS

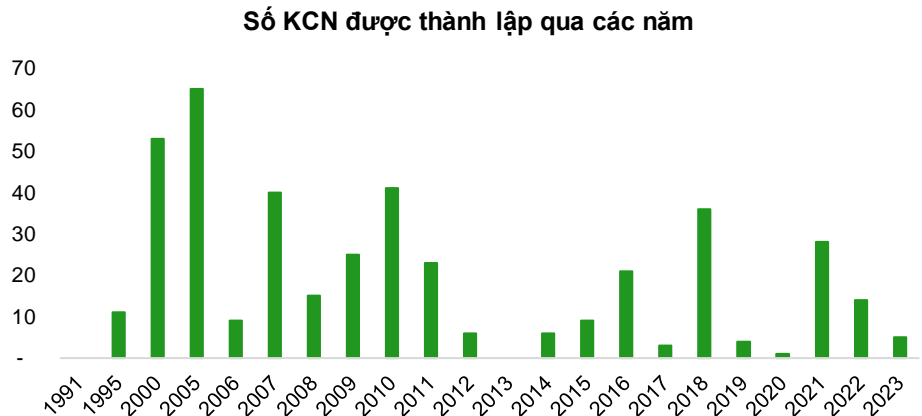
**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Chúng tôi đánh giá nguồn cung đất KCN tại khu vực phía Nam sẽ tụt hạn chế trong năm 2024 trước khi cải thiện từ năm 2025.**

Chúng tôi đánh giá nguồn cung đất KCN trên cả nước đặc biệt là khu vực phía Nam sẽ tiếp tục khan hiếm trong năm 2024 đến từ các nguyên nhân chính như (1) Các vướng mắc làm chậm quá trình chấp thuận chủ trương đầu tư/công nhận chủ đầu tư tại các dự án. (2) Các khó khăn trong công tác xác định tiền sử dụng đất và đền bù, giải phóng mặt bằng; (3) Quá trình phê duyệt, điều chỉnh phương án sử dụng đất của các dự án kéo dài gây khó khăn cho nguồn cung đất KCN từ chuyển đổi đất cao su.

Ngoài ra, tỷ lệ lấp đầy tại các KCN ở TP.HCM và Long An lần lượt hơn 90% và 80%. Do đó, chúng tôi đánh giá các doanh nghiệp có sẵn quỹ đất cho thuê tại thị trường cấp 1 như LHG sẽ được hưởng lợi từ bối cảnh trên. KCN Hiệp Phước 2 (diện tích cho thuê còn lại 224 ha của HPI) ngay cạnh KCN Long Hậu 3.1 của LHG hiện vẫn đang giải quyết vấn đề liên quan đến xác định tiền sử dụng đất nên chúng tôi đánh giá KCN trên sẽ chưa thể cho thuê đất trở lại trong năm nay.

**Hình 6: Nguồn cung đất KCN tại Việt Nam**

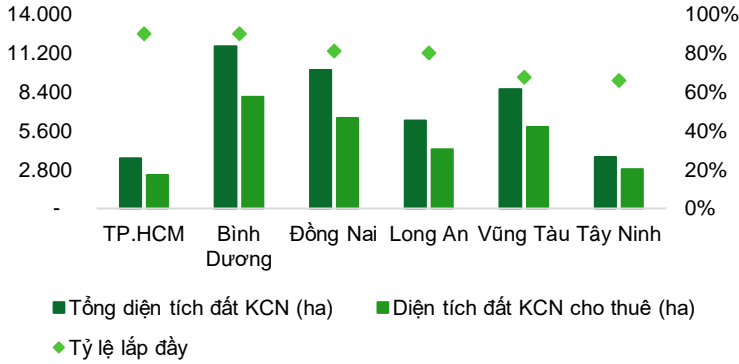


Nguồn: VIZ, VCBS

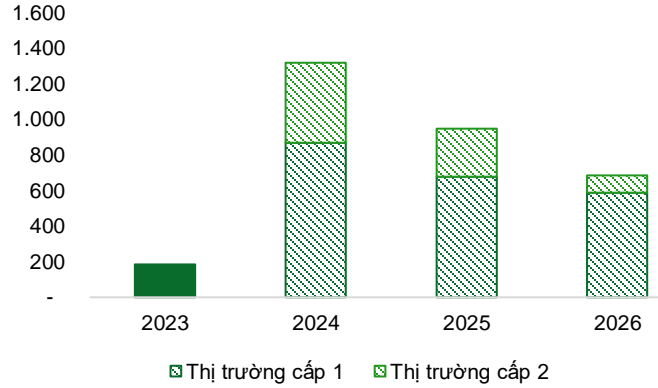
**Hình 7: Diện tích và tỷ lệ lấp đầy các thị trường KCN phía Nam**

**Hình 8: Nguồn cung đất KCN tại miền Nam**

**Diện tích và tỷ lệ lấp đầy các thị trường KCN phía Nam**



**Nguồn cung đất KCN tại phía Nam (ha)**



Nguồn: CBRE, VCBS

Nguồn: CBRE, VCBS

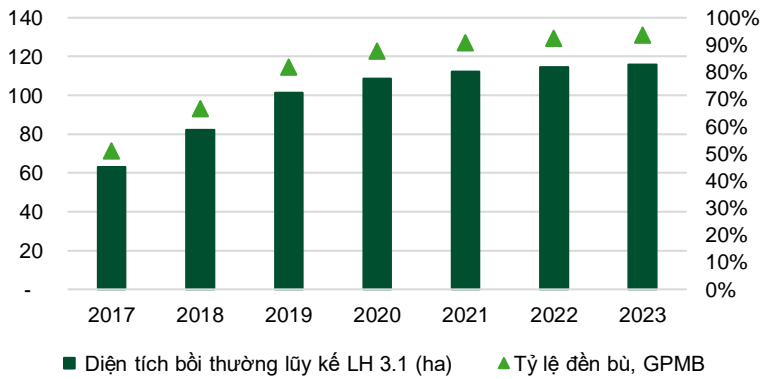
**KCN Long Hậu 3.1 hiện còn hơn 44 ha đất có thể cho thuê trong đó diện tích đất có thể cho thuê ngay khoảng 28 ha.**

Tính đến thời điểm cuối năm 2022, KCN Long Hậu 3.1 đã thực hiện bồi thường được 114,49 ha (đạt 92,3% tổng diện tích). Theo chia sẻ của LHG, trong năm 2023 doanh nghiệp đã bồi thường thêm được ~ 2ha. LHG hiện đã được UBND tỉnh Long An cho thuê đất tổng cộng 7 đợt với tổng diện tích 109/123,98 ha và đang tiến hành đóng tiền sử dụng đất đợt 7 với diện tích khoảng 5,7 ha. Chúng tôi ước tính sau khi dành khoảng 9,44 ha để phát triển NXXS thì diện tích đất còn lại có thể cho thuê của LHG lên đến 44 ha trong đó diện tích đất sẵn sàng cho thuê khoảng 28 ha. Chúng tôi ước tính với khoảng 44ha diện tích đất KCN còn lại, KCN LH 3.1 sẽ mang về cho LHG khoảng 2.640 tỷ đồng tiền cho thuê đất cho LHG trong thời gian còn lại với mức giá cho thuê bình quân khoảng 250 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê. Chúng tôi ước tính LHG sẽ cho thuê được khoảng 3 ha/năm trong các năm tiếp theo với mức giá cho thuê bình quân khoảng 250-260 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê.

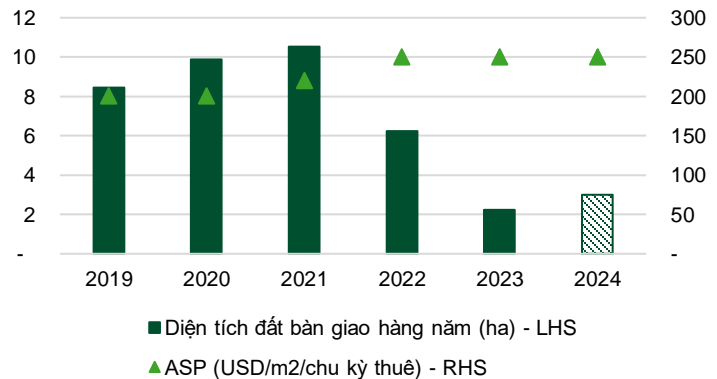
**Hình 9: Tỷ lệ đền bù, GPMB tại KCN Long Hậu 3.1**

**Hình 10: Diện tích cho thuê đất hàng năm của LHG**

**Diện tích đất KCN được đền bù, GPMB (ha)**



**Diện tích đất bàn giao hàng năm (ha)**



Nguồn: LHG, VCBS

Nguồn: LHG, VCBS

**Thị trường nhà xưởng xây sẵn tại miền Nam được dự báo sẽ tiếp tục đạt được tỷ lệ hấp thụ cao nhờ sự tăng trưởng của thị**

Trong năm 2023, miền Nam đón nhận thêm nguồn cung mới 750.000 m<sup>2</sup> NXXS (+15% yoy) qua đó nâng tổng nguồn cung lũy kế lên hơn 2,3 triệu m<sup>2</sup> (+28% yoy).

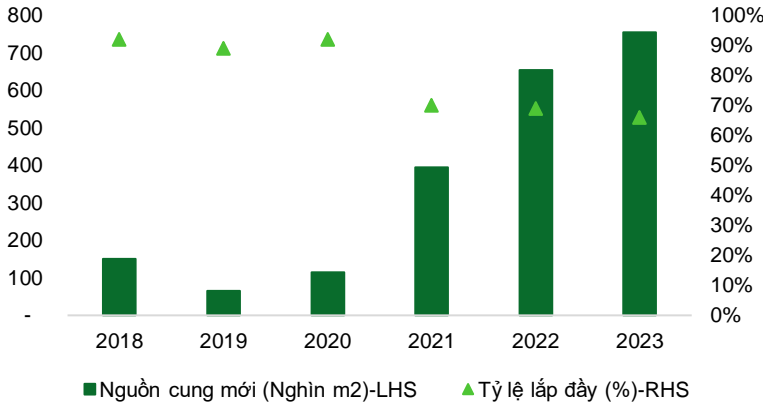
**trường tiêu dùng nội địa và hoạt động thương mại điện tử.**

Tổng diện tích hấp thụ cả năm đạt hơn 390.000 m2 (+26% yoy) và giá cho thuê bình quân đạt khoảng 4,7 USD/m2/chu kỳ thuê(+3,5% yoy).

Chúng tôi kỳ vọng thị trường tiêu dùng, hoạt động thương mại điện tử và logistic sẽ là các động lực chính dẫn dắt đà tăng trưởng của hoạt động cho thuê nhà xưởng trong năm 2024 và LHG cũng sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi từ xu thế trên với định hướng đẩy mạnh phát triển nhà kho và nhà xưởng.

**Hình 11: Nguồn cung nhà xưởng xây sẵn tại miền Nam**

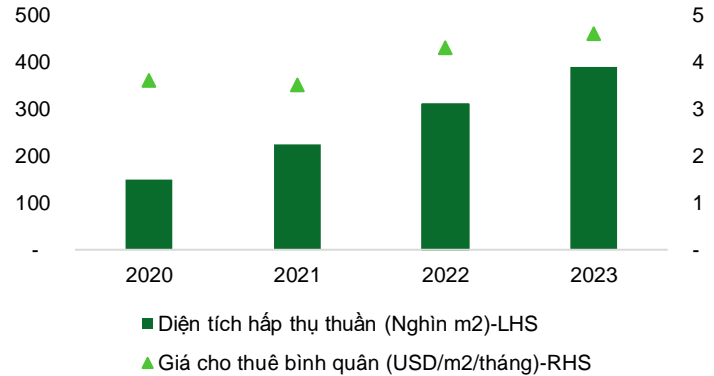
**Nguồn cung nhà xưởng xây sẵn mới tại miền Nam**



Nguồn: JLL, CBRE, VCBS

**Hình 12: Tỷ lệ hấp thụ nhà xưởng xây sẵn tại miền Nam**

**Diện tích hấp thụ thuần nhà xưởng xây sẵn ở miền Nam**



Nguồn: JLL, CBRE, VCBS

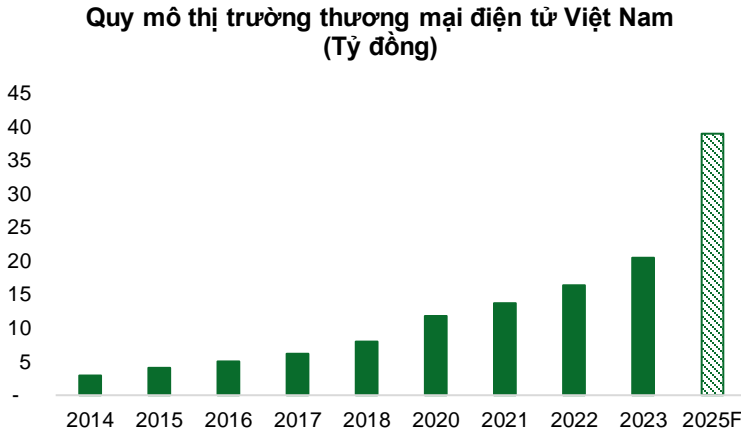
**LHG hiện đang sở hữu hơn 132.000 m2 NXXS và sẽ tăng lên 146.000 m2 trong năm 2024. Mạng cho thuê NXXS sẽ mang lại dòng tiền đều và tăng trưởng ổn định cho LHG.**

Tại KCN Long Hậu 3.1, LHG đã dành ra khoảng 9,44 ha diện tích đất để phát NXXS.

Theo báo cáo của SYNC Đông Nam Á, quy mô thị trường TMĐT của Việt Nam được dự báo có thể đạt hơn 40 tỷ USD vào năm 2025 tương đương với mức CAGR ~ 30%. Thương mại điện tử phát triển sẽ thúc đẩy hoạt động giao hàng nhanh từ đó thúc đẩy nhu cầu đối với các loại hình như nhà xưởng xây sẵn, nhà kho cao tầng.

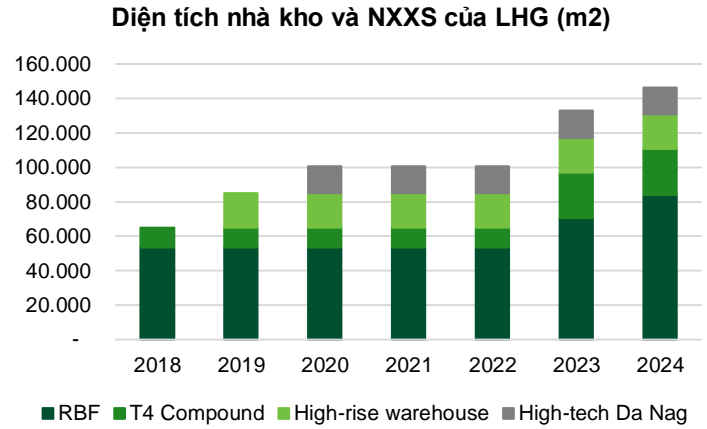
Tính đến cuối năm 2023, LHG hiện đang sở hữu hơn 132.000 m2 NXXS và đang triển khai khu nhà xưởng 3A (19-22) từ cuối năm 2023. Thông thường, LHG sẽ bắt đầu triển khai xây dựng các khu nhà xưởng mới khi có tỷ lệ lấp đầy trên 50%, do đó chúng tôi kỳ vọng khu NXXS 3A (19-22) sẽ nhanh chóng lấp đầy sau khi hoàn thành trong năm 2024. Chúng tôi ước tính mạng NXXS sẽ mang lại hơn 150 tỷ đồng doanh thu cho LHG trong năm 2024.

**Hình 13: Quy mô thị trường TMĐT Việt Nam**



Nguồn: Sync, VCBS

**Hình 14: Diện tích nhà kho và NXXS của LHG (m2)**



Nguồn: LHG, VCBS

**KCN Long Hậu 3.2 (90 ha) và An Định( 200 ha) sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn cho LHG.**

Hiện nay, cả 02 khu công nghiệp Long Hậu 3.2 (90 ha) và KCN An Định (200 ha) đang trong giai đoạn chờ phê duyệt chủ trương đầu tư. Cụ thể:

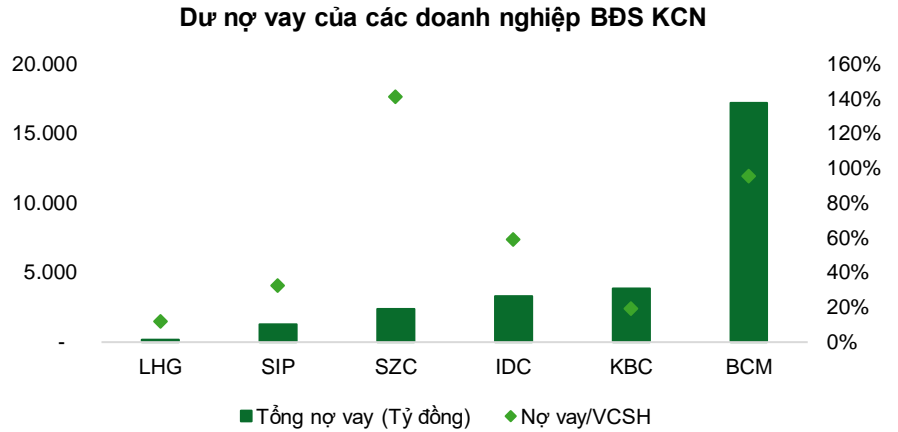
**KCN Long Hậu 3.2:** Theo nghị định 35/2022/NĐ-CP, LHG còn chưa hoàn thiện quy hoạch phân khu 1/2000 do đó, hồ sơ xin chấp thuận chủ trương đầu tư chưa đầy đủ. Hiện nay, LHG đang làm việc với Ban quản lý Khu kinh tế tỉnh Long An để tổ chức lập quy hoạch phân khu 1/2000 và sẽ nộp lại hồ sơ xin phê duyệt chủ trương đầu tư và đồng thời chấp thuận chủ đầu tư ngay sau khi hoàn tất thủ tục trên.

**KCN An Định:** LHG cũng đã nộp hồ sơ xin chấp thuận chủ trương đầu tư đồng thời chấp thuận nhà đầu tư đến Bộ KHĐT trong năm 2022 nhưng được phản hồi cần phải bổ sung hồ sơ theo quy định mới tại ND 35/2022/NĐ-CP. Hiện nay, LHG đã hoàn thiện và đã nộp hồ sơ xin chấp thuận chủ trương đến Bộ KHĐT. Chúng tôi kỳ vọng KCN An Định sẽ được phê duyệt chủ trương ngay trong năm nay.

Nhằm đảm bảo tính thận trọng trong dự phóng, chúng tôi vẫn chưa cập nhật KCN Long Hậu 3.2 và KCN An Định vào mô hình định giá.

**LHG là doanh nghiệp có cơ cấu tài chính lành mạnh.**

Chúng tôi đánh giá LHG có tình hình tài chính rất lành mạnh với số dư nợ vay thấp hơn đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành, đạt 181 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2023 (tỷ lệ nợ ròng/VCSH ở mức 11,3%). Lượng tiền ròng/cổ phiếu đạt 20.100 đồng/cổ phiếu.

**Hình 15: Dự nợ vay của một số doanh nghiệp BĐS KCN**


Nguồn: VCBS

## DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

### Một số giả định chính trong dự báo KQKD

Tiêu chí	2023	2024F	% YOY	2025F	%YOY	Nguyên nhân
Diện tích đất cho thuê hàng năm (ha)	2,2	3	+36,4%	3	0%	Kỳ vọng LHG sẽ có thể cho thuê được khoảng 3 ha/năm trong giai đoạn 2024-2025 nhờ vào sự phục hồi của dòng vốn FDI và tỷ lệ lấp đầy KCN cao tại TP.HCM và Long An.
Giá cho thuê bình quân (USD/m2/chu kỳ thuê)	250	253	+1,0%	255	+1,0%	Kỳ vọng giá cho thuê bình quân sẽ có sự tăng trưởng nhẹ trong bối cảnh nhu cầu thuê tăng cao và nguồn cung khan hiếm.
Diện tích NXXS cho thuê lũy kế (m2)	132.865	146.465	+10,2%	159.077	+8,6%	Chúng tôi đánh giá LHG sẽ tiếp tục ưu tiên triển khai đầu tư phát triển NXXS để đáp ứng nhu cầu hiện nay.
Giá cho thuê NXXS bình quân (USD/m2/tháng)	4,5	+2,0%	4,6	4,7	+2,0%	Kỳ vọng giá cho thuê NXXS bình quân tại miền Nam sẽ tăng trưởng khoảng 2%-3%.
Doanh thu (Tỷ đồng)	395	513	+30,0%	540	+5,2%	
LNG (Tỷ đồng)	202	265	+31,0%	279	+5,6%	Kỳ vọng tăng trưởng từ diện tích đất bàn giao và diện tích nhà xưởng cho thuê.
LNST (Tỷ đồng)	166	193	+16,1%	204	+5,7%	

### Định giá

Chúng tôi xác định giá mục tiêu của LHG đạt **44.900 đồng/cp** dựa trên phương pháp **định giá từng phần SOTP**.

### Giả định tính toán hệ số chiết khấu:

Chi phí VCSH = 15,5% theo CAPM (Rf = 3,5%, Risk premium = 8%, beta = 1,5)

Chi phí vay = 8%/năm (lãi vay ngân hàng)

WACC = 14,6%

### Khu công nghiệp Long Hậu 3.1

Đơn vị: Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Diện tích đất bàn giao (ha)	3	3	3	3	3



ASP (USD/m <sup>2</sup> /chu kỳ thuê)	253	255	258	260	263
Tiền thu cho thuê đất	189	193	197	200	204
Tiền thu dịch vụ	25	25	26	27	27
Tiền chi đầu tư	(61)	(64)	(67)	(69)	(42)
Chi phí BH & QLDN	(28)	(28)	(29)	(30)	(30)
Thuế TNDN	(25)	(25)	(25)	(26)	(32)
<b>Tổng dòng tiền vào</b>	<b>214</b>	<b>218</b>	<b>223</b>	<b>227</b>	<b>232</b>
<b>Tổng dòng tiền ra</b>	<b>(114)</b>	<b>(117)</b>	<b>(121)</b>	<b>(125)</b>	<b>(104)</b>
<b>Dòng tiền thuần</b>	<b>100</b>	<b>101</b>	<b>102</b>	<b>103</b>	<b>128</b>
<b>NPV giai đoạn 2024-2028:</b>					<b>365</b>
<b>NPV giai đoạn sau 2028:</b>					<b>462</b>
<b>NPV dự án</b>					<b>827</b>

### Nhà kho và nhà xưởng xây sẵn

Đơn vị: Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	80	93	108	110	112
NOPAT	64	75	87	88	89
Khấu hao	58	60	63	66	66
Capex	(172)	(81)	(85)	(89)	-
<b>FCFF</b>	<b>(50)</b>	<b>52</b>	<b>61</b>	<b>59</b>	<b>149</b>
<b>NPV giai đoạn 2024-2028:</b>					<b>150</b>
<b>NPV giai đoạn sau 2028:</b>					<b>553</b>
<b>NPV dự án</b>					<b>703</b>

**Tổng hợp định giá**

Định giá	Phương pháp	Giá trị (Tỷ đồng)
KCN Long Hậu 3.1	DCF	827
Nhà kho và nhà xưởng xây sẵn	DCF	703
Tiền và tương đương tiền	BV	1.190
Đầu tư dài hạn	BV	146
BDS đầu tư (khu lưu trú)	BV	93
Nợ vay	BV	(181)
Nợ tiềm tàng (khoản phải trả cho IPC)	BV	(281)
<b>NAV</b>		<b>2.496</b>
SLCP (triệu cp)		50
Chiết khấu		10%
<b>Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)</b>		<b>44.926</b>

**RỦI RO ĐẦU TƯ**

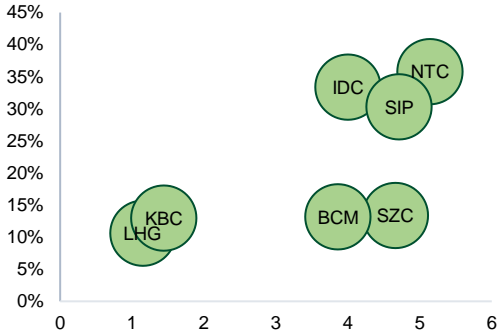
**Khoản thanh toán liên quan đến chi phí bố trí tái định cư của KCN Long Hậu 1 cho IPC.** Vào năm 2018, LHG đã ký kết với thỏa thuận với IPC về việc hoàn trả chi phí bố trí tái định cư của KCN Long Hậu 1 bao gồm giá trị của phần diện tích nền tái định cư đã bố trí cho người dân bị giải tỏa theo giá hợp lý được hai bên thỏa thuận, chi phí sử dụng vốn và 10% lợi nhuận định mức. Hiện nay, tổng số tiền mà IPC yêu cầu LHG hoàn trả là 328 tỷ đồng trong đó LHG đã ứng trước khoảng 65 tỷ đồng trong năm 2018. Do IPC yêu cầu LHG hoàn trả chi phí nền tái định cư theo giá thị trường nên hiện tại cả hai bên vẫn chưa đi đến thống nhất cuối cùng. Do đó, chúng tôi đã bao gồm khoản nợ phải trả trên (281 tỷ đồng) trong mô hình định giá.

**Dòng vốn đầu tư FDI chậm lại.** Nền kinh tế toàn cầu phục hồi chậm sẽ dẫn đến sụt giảm dòng vốn đầu tư FDI.

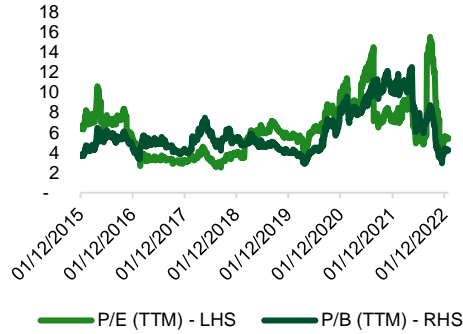
**Các vướng mắc liên quan đến thủ tục pháp lý kéo dài thời gian triển khai dự án.** KCN Long Hậu 3.1 còn khoảng ~8 ha còn chưa hoàn thành đền bù, GPMB khiến LHG không thể tạo quỹ đất liền thửa để đưa vào kinh doanh. Hiện nay, các hộ dân tại phần diện tích của KCN LH3.1 yêu cầu giá đền cao hơn rất nhiều lần so với giá được phê duyệt. Ngoài ra, tiến độ phê duyệt chủ trương tại 02 KCN Long Hậu 3.2 và An Định chậm hơn dự kiến sẽ ảnh hưởng đến kế hoạch mở rộng đầu tư của LHG.

**ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI**

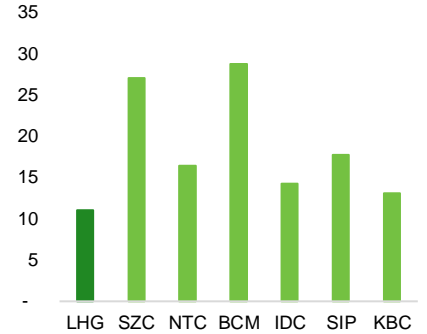
**Tương quan P/B và ROE**



**Lịch sử định giá**

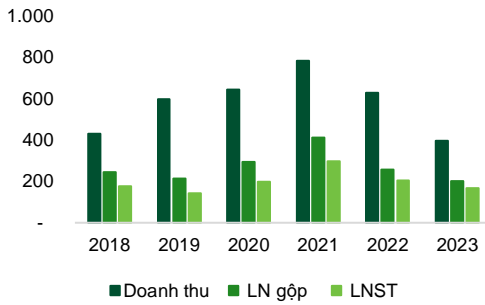


**P/E ngành**

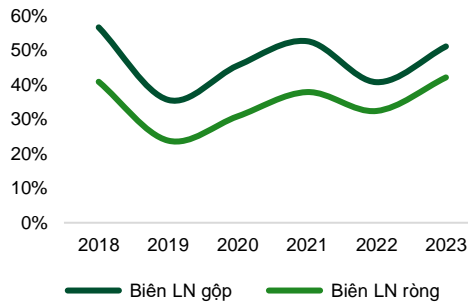


**KẾT QUẢ KINH DOANH**

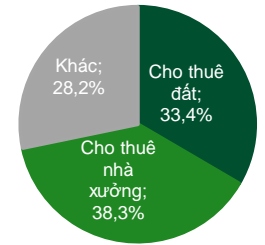
**Doanh thu và lợi nhuận**



**Biên lợi nhuận**

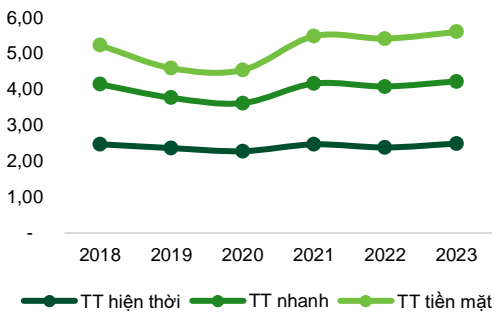


**Cơ cấu doanh thu**

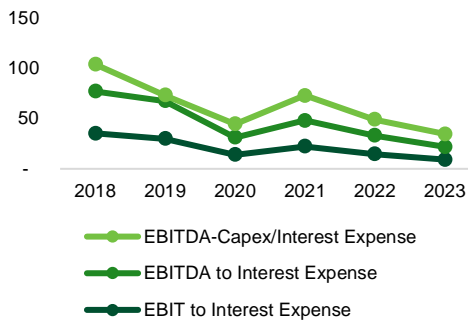


**SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH**

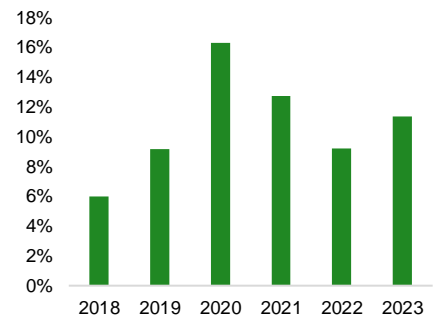
**Khả năng thanh toán**



**Thanh toán lãi vay**



**Nợ vay/VCSH**



**BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG – Đơn vị: tỷ đồng**

<b>Kết quả kinh doanh</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Doanh thu thuần	629	395	513	540	570
- Giá vốn hàng bán	(372)	(193)	(249)	(261)	(273)
Lợi nhuận gộp	256	202	265	279	297
- Chi phí bán hàng	(5)	(6)	(6)	(6)	(7)
- Chi phí quản lí DN	(55)	(58)	(51)	(60)	(68)
Lợi nhuận HDKD	197	138	208	213	222
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	2	5	-	-	-
- Lợi nhuận khác	70	85	49	54	55
EBIT	268	228	257	267	277
- Chi phí lãi vay	(14)	(15)	(12)	(9)	(6)
LNTT	255	213	245	258	271
- Thuế TNDN	(51)	(47)	(51)	(54)	(58)
LNST	204	166	193	204	214
- Lợi ích CĐTS	(0)	-	(0)	(0)	(0)
LNST CĐ CT Mẹ	204	166	193	204	214
EPS (đ)	4.077	3.329	3.865	4.077	4.270
EBITDA	322	282	275	285	295
<b>Tăng trưởng</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Doanh thu	-19,5%	-37,2%	30,0%	5,2%	5,5%
LN HDKD	-44,0%	-29,7%	50,0%	2,8%	4,0%
LN Hợp nhất	-31,2%	-18,4%	16,1%	5,5%	4,7%
LNST	-31,2%	-18,4%	16,1%	5,5%	4,7%
EBIT	-31,3%	-15,0%	12,6%	3,9%	3,7%
EPS	-31,2%	-18,4%	16,1%	5,5%	4,7%
Tổng tài sản	5,6%	1,7%	-1,9%	8,4%	6,8%
Nợ vay	-24,1%	27,8%	-23,8%	-31,2%	-45,3%
VCSH	4,8%	3,9%	5,5%	5,7%	6,0%
<b>Khả năng sinh lời</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Tỷ suất LNG	40,8%	51,1%	51,5%	51,7%	52,1%
Tỷ suất LNST	32,4%	42,2%	37,7%	37,8%	37,5%
ROE DuPont	13,6%	10,6%	11,8%	11,8%	11,6%
ROA DuPont	7,0%	5,5%	6,4%	6,5%	6,4%
Tỷ suất EBIT	8,9%	7,5%	8,6%	8,2%	8,0%
LNTT / LNST	80,0%	78,1%	79,0%	79,0%	78,7%
LNTT / EBIT	95,0%	93,4%	95,2%	96,7%	98,0%
Vòng quay TTS	21,5%	13,0%	17,0%	17,3%	16,9%
Đòn bẩy tài chính	1,94	1,85	1,80	1,83	1,78
ROIC	12,2%	9,4%	10,6%	10,9%	11,0%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Số ngày tồn kho	612,2	1.201,0	905,3	886,4	966,9
Số ngày phải thu	185,8	298,3	213,1	213,1	228,8
Số ngày phải trả	49,5	83,1	49,3	56,9	58,0
Luân chuyển tiền	748,5	1.416,2	1.069,1	1.042,7	1.137,7
COGS/Hàng tồn kho	0,6	0,3	0,4	0,4	0,4
<b>An toàn tài chính</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
TT hiện hành	2,38	2,49	2,61	2,52	2,51
TT nhanh	1,70	1,73	1,87	1,79	1,76
TT tiền mặt	1,33	1,37	1,52	1,43	1,40
Nợ / Tài sản	0,05	0,06	0,05	0,03	0,01
Nợ / Vốn sử dụng	0,08	0,10	0,08	0,05	0,03
Nợ / Vốn CSH	0,09	0,11	0,08	0,05	0,03
Khả năng TT lãi vay	19,86	15,11	20,89	29,95	50,12

<b>Cân đối kế toán</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
<b>Tài sản</b>					
+ Tiền	85	244	285	402	503
+ ĐTTTC ngắn hạn	1.138	946	946	946	946
+ Phải thu	338	308	292	339	375
+ Hàng tồn kho	622	647	587	679	767
+ Khác	7	10	8	9	11
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.190</b>	<b>2.155</b>	<b>2.117</b>	<b>2.375</b>	<b>2.602</b>
+ Tài sản dài hạn	135	138	143	148	153
+ Khấu hao lũy kế	(77)	(84)	(87)	(90)	(93)
+ Tài sản dài hạn	498	564	548	533	518
+ ĐTTTC dài hạn	204	225	225	225	225
+ Khác	54	58	52	60	68
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>814</b>	<b>901</b>	<b>881</b>	<b>876</b>	<b>871</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>3.004</b>	<b>3.056</b>	<b>2.999</b>	<b>3.251</b>	<b>3.473</b>
<b>Nợ &amp; VCSH</b>					
+ Phải trả (ngắn)	59	29	38	43	43
+ Vay ngắn hạn	44	54	54	54	54
+ Khác	817	782	721	843	939
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>919</b>	<b>866</b>	<b>813</b>	<b>941</b>	<b>1.037</b>
+ Vay dài hạn	98	127	84	41	(2)
+ Phải trả dài hạn	452	468	419	490	553
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>550</b>	<b>595</b>	<b>503</b>	<b>530</b>	<b>550</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.469</b>	<b>1.461</b>	<b>1.315</b>	<b>1.471</b>	<b>1.587</b>
+ Vốn điều lệ	500	500	500	500	500
+ Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-	-
+ Thặng dư	72	72	72	72	72
+ LN giữ lại	962	1.023	1.111	1.208	1.314
+ Lợi ích CĐTS	1	-	-	-	-
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.535</b>	<b>1.595</b>	<b>1.683</b>	<b>1.780</b>	<b>1.886</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>3.004</b>	<b>3.056</b>	<b>2.999</b>	<b>3.251</b>	<b>3.473</b>
<b>Lưu chuyển tiền</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>92</b>	<b>85</b>	<b>244</b>	<b>285</b>	<b>402</b>
<b>LNST</b>	<b>204</b>	<b>166</b>	<b>193</b>	<b>204</b>	<b>214</b>
+ Khấu hao lũy kế	54	55	18	18	18
+ Điều chỉnh	10	(25)	(0)	1	1
+ Thay đổi VLD	8	(153)	(22)	42	17
<b>Tiền từ HĐKD</b>	<b>275</b>	<b>43</b>	<b>189</b>	<b>265</b>	<b>249</b>
+ Thanh lý TSCĐ	1	(119)	-	-	-
+ Mua sắm TSCĐ	(36)	171	(5)	(5)	(5)
+ Đầu tư ròng	(153)	(856)	-	-	-
+ Khác	45	1.061	-	-	-
<b>Tiền từ HĐĐT</b>	<b>(143)</b>	<b>257</b>	<b>(5)</b>	<b>(5)</b>	<b>(5)</b>
+ Cổ tức đã trả	(95)	-	(100)	(100)	(100)
+ Tăng (giảm) vốn	-	(56)	-	-	-
+ Nợ ngắn hạn	(45)	83	(43)	(43)	(43)
+ Nợ dài hạn	-	(44)	-	-	-
+ Khác	-	(95)	-	-	-
<b>Tiền từ HĐTC</b>	<b>(140)</b>	<b>(111)</b>	<b>(143)</b>	<b>(143)</b>	<b>(143)</b>
Lưu chuyển tiền	(8)	158	41	117	101
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>84</b>	<b>243</b>	<b>285</b>	<b>402</b>	<b>503</b>

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị Chi tiết

**MUA** Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới

**TRUNG LẬP** Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới

**BÁN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

[tmhoang@vcbs.com.vn](mailto:tmhoang@vcbs.com.vn)

### Lý Hoàng Anh Thi

Phó Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

[lhathi@vcbs.com.vn](mailto:lhathi@vcbs.com.vn)

### Bùi Võ Thế Vinh

Chuyên viên Phân tích

[bvtvinh@vcbs.com.vn](mailto:bvtvinh@vcbs.com.vn)

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>