

## BÁO CÁO NGẮN – CTCP LICOGI 16 ( LCG- HSX)

Báo cáo ngắn 11/01/2016

Khuyến nghị	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu (VND)	8.400 đồng
Tiềm năng tăng giá	31 %
Cổ tức (VND)	

### SỰ THAY ĐỔI VỀ HẠ TẦNG LÀM SỐNG LẠI TRIỂN VỌNG KINH DOANH BẤT ĐỘNG SẢN LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

LICOGI 16 là công ty có thương hiệu mạnh trong lĩnh vực xây dựng và bất động sản nhưng KQKD trong những năm gần đây bị ảnh hưởng do vay nợ lớn và trích lập khoản lỗ hợp nhất từ Công ty Nhiên liệu sinh học Phương Đông (dự án Ethanol). Những yếu tố này đã ảnh hưởng đến diễn biến giá cổ phiếu trong những năm qua. Trải qua quá trình tái cơ cấu mạnh trong năm 2014, KQKD của LCG cơ bản đã phục hồi tương đối tốt và đã hết lỗ lũy kế.

Chúng tôi nhận thấy nhiều tín hiệu khả quan cho bất động sản ở khu vực Nhơn Trạch Đồng Nai đang có cơ hội mới nhờ sự khai thông cơ sở hạ tầng từ dự án cao tốc Long Thành - Dầu Giây, cầu nối giữa Q.9 và Nhơn Trạch và việc khởi công Sân bay Long Thành. Ở định giá hiện tại, LCG có định giá thấp so với giá trị sổ sách trong khi các hoạt động sau khi cơ cấu đang có nhiều điểm tích cực. **Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu LCG cho mục tiêu dài hạn với kỳ vọng những thay đổi tích cực trên sẽ phản ánh vào giá cổ phiếu trong trung hạn.**

#### ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- Cơ sở hạ tầng tạo cơ hội hồi sinh cho đất Nhơn Trạch, Đồng Nai.** Vào quý I/2016, dự án đường vành đai 3 đoạn Tân Vạn – Nhơn Trạch dài 17,8 km từ Nhơn Trạch (đường tỉnh 25B) qua cầu đường Quận 9 – Nhơn Trạch tới nút giao Thủ Đức với 4 làn xe, 2 làn song hành hai bên đạt tiêu chuẩn cao tốc với chi phí đầu tư 430 triệu USD. Trong đó, phân đoạn 1A nối Nhơn Trạch với đường cao tốc Long Thành - Dầu Giây dự kiến sẽ hoàn thành trước năm 2017. Điều này sẽ giúp khơi thông đường vào khu Nhơn Trạch, kết nối hạ tầng Nhơn Trạch với mạng lưới đường cao tốc vành đai. Là một nhà phát triển bất động sản có quỹ đất lớn đã được tích lũy từ lâu tại Nhơn Trạch, LCG sẽ được hưởng lợi từ dự án trên và có thể biến quỹ đất của mình thành các dự án bất động sản với giá cả cạnh tranh. Trước mắt, chúng tôi cho rằng thị trường sẽ đánh giá lại NAV của các dự án tại Nhơn Trạch của LCG.

- Hoạt động xây dựng tái cơ cấu sang xây dựng điện và cơ sở hạ tầng.**

Sau thời gian tái cơ cấu, hoạt động xây dựng của LCG tập trung vào 2 mảng chính có tiềm năng tăng trưởng ổn định là xây dựng nhà máy điện và cơ sở hạ tầng với tăng trưởng 12%/năm trong 2 năm qua. Hoạt động xây dựng này đóng góp ổn định hơn 100 tỷ vào lợi nhuận gộp giúp hoạt động kinh doanh của công ty giảm bớt rủi ro.

- Công ty đẩy mạnh trở lại các dự án bất động sản.**

Sau quá trình tái cơ cấu bảng cân đối tài sản thông qua việc giảm vay nợ, bán các dự án không khả thi trong ngắn hạn, LCG dự tính mở rộng đòn bẩy trở lại để thực hiện một số dự án bất động sản ở khu vực TP. HCM và tỉnh Đồng Nai tận dụng quỹ đất có giá thấp và giá bán cạnh tranh và việc dự án của LCG là đất nền cho phép công ty có thể ghi lợi nhuận sớm hơn. Đây là nhân tố thúc đẩy cho tăng trưởng lợi nhuận đột biến trong thời gian tới của công ty.

- Kết quả kinh doanh khởi sắc rõ rệt sau quá trình tái cơ cấu.**

Tính đến 9 tháng 2015, LCG đã đạt 33 tỷ LNST trên 45 tỷ kế hoạch cho năm 2015. Chúng tôi dự phóng LCG có thể ghi nhận 1.323 tỷ doanh thu (trong đó doanh thu xây dựng là 1.260 tỷ) và lợi nhuận 67 tỷ cho năm 2015, vượt kế hoạch đã đề ra (chưa tính tới các khoản ghi nhận lãi lỗ tại các công ty con). EPS 2015 dự kiến 880 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh năm 2016 của LCG có thể đạt 80 tỷ LNST chưa tính tới phần lợi nhuận từ các dự án đất nền đang chờ hạch toán (Long Tân) và đang triển khai bán hàng (Long Tân, Hiệp Thành), chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận gộp cho mảng này ở mức 10% - 15%. EPS năm 2016 dự phóng đạt 1.050 đồng/CP.

- Định giá**

LCG hiện giao dịch ở mức 6.400 đ/ cổ phiếu. Ở mức giá hiện tại, LCG đang giao dịch ở mức P/E dự kiến 2015 là 7,2 lần và P/B là 0,5 lần. **Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu LCG cho những nhà đầu tư trung dài hạn dựa trên 1) mảng xây dựng tăng trưởng khả quan với khả năng đóng góp lợi nhuận ổn định và 2) kỳ vọng thị trường sẽ tái đánh giá giá trị quỹ đất hiện có của LCG cũng như khả năng LCG sẽ sớm ghi nhận lợi nhuận từ các dự án đang mở bán.**

#### Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



#### Thông tin cổ phiếu, ngày 11/1/2016

Giá hiện tại (VND)	6.400
Số lượng CP niêm yết	76.249.956
Vốn điều lệ (tỷ VND)	762
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	495
Khoảng giá 52 tuần (VND)	6.400-8.600
% sở hữu nước ngoài	34%
% giới hạn sở hữu NN	49%

#### Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2012	2013	2014
EPS (vnd)	-480	-4014	62
BVPS (vnd)	19475	14113	12406
Cổ tức (vnd)			
ROA (%)	-1,8	-15,8	0,3
ROE (%)	-3,3	-30,6	0,5

#### Hoạt động chính

Công ty Licogi 16 hoạt động trong lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng, xây dựng điện, BOT và phát triển bất động sản. Các dự án bất động sản tập trung tại khu vực Nhơn Trạch và quận 12, thành phố Hồ Chí Minh.

Nguồn: MBS tổng hợp

## 1. Tổng quan doanh nghiệp LCG.

**Công ty Cổ phần Licogi 16 (LCG)** có hoạt động cốt lõi trong 2 lĩnh vực chính là xây dựng (xây dựng cơ sở hạ tầng, xây dựng điện) và phát triển bất động sản. Trong mảng xây dựng, LCG là một trong những nhà thầu có uy tín của các dự án lớn (Formosa, Posco, Nhiệt điện Vĩnh Tân 4). Trong lĩnh vực bất động sản, quỹ đất của LCG lên tới 260 ha tập trung chủ yếu ở khu vực Nhơn Trạch, Đồng Nai bên cạnh một số dự án nhỏ tại Hồ Chí Minh và Đà Lạt.

## 2. Điểm nhấn đầu tư

### Dự án BOT vành đai 3 và sân bay Long Thành khai thông điểm nghẽn Nhơn Trạch

**BOT vành đai 3:** Vào quý I/2016, dự án vành đai 3 đoạn từ đường tỉnh lộ 25B đến cao tốc Long Thành – Dầu Giây sẽ được khởi công với kỳ vọng hoàn thành vào năm 2017 với số vốn 200 triệu USD vay từ nguồn vốn ODA Hàn Quốc, trong đó riêng cầu vượt sông Đồng Nai có vốn đầu tư 160 triệu USD (đường màu đỏ trên bản đồ).

Dự án này hoàn thành sẽ rút ngắn quãng đường lưu thông từ Nhơn Trạch đi Trung tâm quận 1 từ 45 km (hiện nay) xuống chỉ còn 20-25 km (trong đó phần lớn là đi xa lộ). Cũng nằm trong dự án vành đai 3 nói trên, theo quy hoạch thì trong tương lai Nhơn Trạch cũng có thể nhanh chóng kết nối với khu Nam Sài Gòn (Nhà Bè) thông qua đường cao tốc Bến Lức- Long Thành. Hiện nay, giá đất Q9 (cách trung tâm khoảng 15 km) ở mức 15-18 triệu đồng/m<sup>2</sup> so với giá đất Nhơn Trạch khoảng 3-7 triệu đồng/m<sup>2</sup> thì đất ở Nhơn Trạch hiện đang có độ chiết khấu mạnh trong khi khoảng cách xa hơn là không đáng kể.

Quy hoạch vành đai 3 đi qua Nhơn Trạch



**Sân bay Long Thành:** Sân bay Long Thành đã được quy hoạch tại Huyện Long Thành, Đồng Nai, dự kiến khởi công từ năm 2019 với công suất giai đoạn 1 là 25 triệu hành khách, 1,2 triệu tấn hàng hóa, tương đương với công suất sân bay Tân Sơn Nhất hiện tại. Nhơn Trạch cách sân bay Long Thành 15 km, rất thuận tiện về đường giao thông, trong đó các dự án của LCG trung bình cách sân bay Long Thành 10- 20 km nhưng có các vị trí thuận lợi cạnh bờ sông Đồng Nai hoặc ở trung tâm Nhơn Trạch.

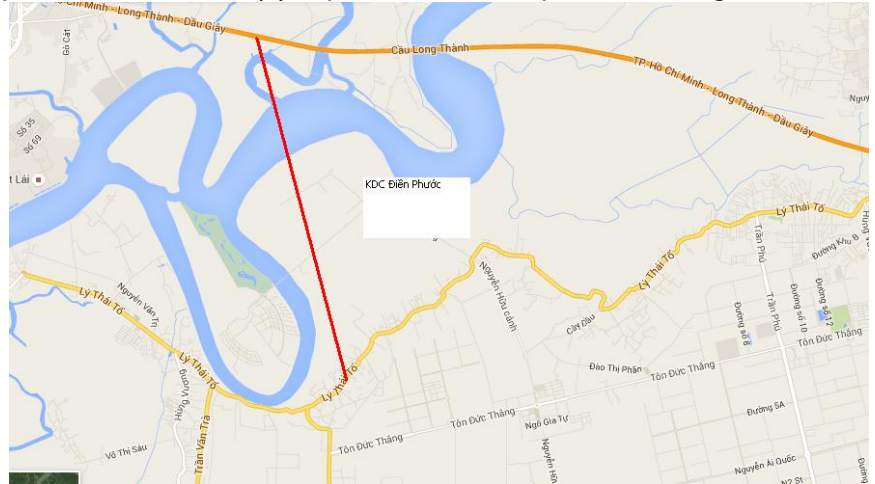
**Các nhà phát triển BĐS đang thu mua đất hoặc bắt đầu mở bán đất dự án Nhơn Trạch:** Đón đầu quy hoạch nói trên, gần đây VIC là nhà phát triển bất động sản số 1 Việt Nam cũng đã mở rộng quỹ đất của mình sang địa bàn Nhơn Trạch thông qua việc mua công ty Sen Vàng Công thương đang sở hữu dự án 212 ha tại Nhơn Trạch. 2 động thái trên cho thấy bất động sản khu Nhơn Trạch có thể sớm chấm dứt cơn ngủ đông kéo dài nhiều năm do thiếu kết nối hạ tầng. Sau dự án trên, từ Nhơn Trạch có thể dễ dàng kết nối với khu trung tâm Hồ Chí Minh cũng như sân bay Long Thành sau này thông qua hệ thống đường cao tốc, trong khi giá đất hiện nay chỉ rẻ bằng 1/2 so với đất có khoảng cách tới trung tâm của các quận xa trung tâm của Sài Gòn. Điều này sẽ kích thích dòng tiền đầu cơ bất động sản cũng như nhu cầu sử dụng nhà đất giá thấp của một bộ phận lớn người lao động tại khu tam giác kinh tế Hồ Chí Minh- Đồng Nai- Bình Dương.

**LCG là một doanh nghiệp sở hữu diện tích đất lớn ở khu Nhơn Trạch với tổng diện tích 230 ha tính theo tỷ lệ sở hữu, cụ thể:**

- Dự án Điền Phước (LCG sở hữu 95%) sau khi hoàn thiện đường nối với Long Thành- Dầu Giây, từ dự án chỉ mất 20 km (30 phút lưu thông chủ yếu là xa lộ) là có thể về tới trung tâm Tp. Hồ Chí Minh. Dự án Điền Phước cũng chỉ cách sân bay Long Thành

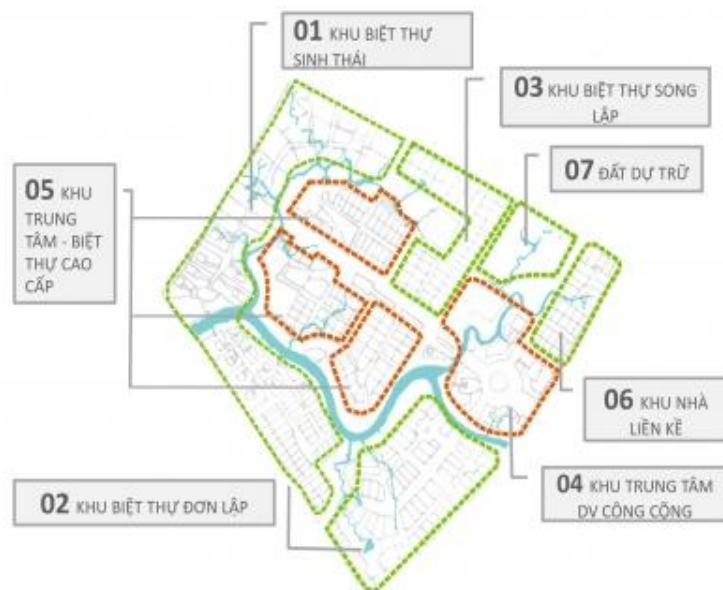
hơn 10 km. Theo BCTN 2014 thì đất sạch của dự án là 15% và tính đến Q3/2015 thì LCG đang ghi nhận chi phí dở dang là 58 tỷ đ cho dự án này. Theo kế hoạch do LCG đưa ra, công ty sẽ chi 300 tỷ để đền bù và lấy giấy CN quyền sử dụng đất trong các năm 2015-2017 (tương đương 3,75 tỷ/ha) và đầu tư thêm 578 tỷ để kinh doanh kể từ năm 2018 (thực chi 200 tỷ, thu từ khách hàng số còn lại). LCG đánh giá cao khả năng sinh lời của dự án này (IRR 20%) và dự định mua lại 5% của cổ đông nhỏ để sở hữu 100% dự án.

Vị trí Điền Phước so với quy hoạch cầu nối Nhơn Trạch- cao tốc Long Thành



- Dự án Long Tân Phú Hội: Đây là dự án liên doanh với Vinacapital. Năm 2009, LCG đã giảm sở hữu ở dự án này từ 70% xuống còn 30% và bán 40% của mình để ghi nhận 585 tỷ doanh thu và 300 tỷ lợi nhuận. Hiện LCG ghi nhận 30% vốn góp (~ 25 ha trên 83 ha diện tích dự án) là 300 tỷ đ tương đương mức ghi nhận giá trị đầu tư 12 tỷ/ha) trong khi nếu tham chiếu giá chuyển nhượng cho Vinacapital thì phần vốn này có giá trị 438 tỷ.
- Dự án Phước Thiện: 35 ha, thực hiện qua công ty con là Licogi 16.6.
- Dự án Long Tân (27 ha + 50 ha): Dự án này đang được LCG bàn giao giấy chuyển nhượng quyền sử dụng đất (CNQSDĐ) cho khách hàng. Theo dõi bảng cân đối kế toán, chúng tôi thấy có khoản người mua trả tiền trước 257 tỷ. Công ty có thể ghi nhận doanh thu khi bàn giao đất nền và giấy CNQSDĐ cho khách hàng.

### Dự án khu dân cư Điền Phước



Nguồn: LCG

### Giá đất Nhơn Trạch

So với thời điểm LCG tích lũy quỹ đất, giá đất Nhơn Trạch đã tăng khá mạnh. Theo tham khảo của chúng tôi về bảng giá đất của tỉnh Đồng Nai, so với năm 2009, giá đất khu vực Điền Phước đã tăng từ 1,25 triệu đồng/ m<sup>2</sup> lên 1,9 triệu đồng/m<sup>2</sup> (52%), khu vực Phước Thiện tăng từ 1,25 triệu/m<sup>2</sup> lên 2,2 triệu/m<sup>2</sup> (76%), khu vực Long Tân, Phú Hội tăng từ 1,1 triệu/m<sup>2</sup> lên 1,3 triệu/m<sup>2</sup> (18%). Tham khảo dự án Đại Phước Lotus do DIG-Vinacapital triển khai thì dự án này có giá vốn 3 triệu/m<sup>2</sup>, giá bán trước đây 3,2 triệu/m<sup>2</sup> nhưng hiện đã tăng giá bán lên 7 triệu/m<sup>2</sup> cho thấy các nhà phát triển bất động sản đang khá lạc quan với nhu cầu của nhà đầu tư đối với đất Nhơn Trạch sau khi kết nối với cao tốc Long Thành- Dầu Giây.

### Mảng xây dựng đem lại doanh thu và lợi nhuận ổn định

#### Nhà thầu có uy tín trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng giao thông và xây dựng điện

Theo định hướng của chính phủ, nhu cầu đầu tư vào hạ tầng giao thông sẽ tiếp tục tăng trung bình khoảng 10%/năm đến 2020, lượng vốn đầu tư đến năm 2020 cần thêm khoảng 20 tỷ USD. Đối với lĩnh vực xây dựng điện, với việc Việt Nam hiện đã gần hết các quỹ đất cho các dự án thủy điện, các dự án Nhiệt điện sẽ được tập trung xây dựng để đáp ứng nhu cầu điện cho phát triển kinh tế. Theo quy hoạch ngành điện, tỷ trọng Nhiệt điện sẽ chiếm từ 47% (2020) đến 56% (2030) trong tổng công suất ngành điện.

LCG là một thương hiệu lớn trong lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng và xây dựng điện. Trong 9 tháng đầu năm 2015, LCG đã ghi nhận 795 tỷ doanh thu (cùng kỳ 707 tỷ) và 102 tỷ lợi nhuận gộp (năm ngoái 91 tỷ), tỷ suất lợi nhuận gộp ổn định 12,9%. Nguồn doanh thu đến chính từ dự án Formosa (25%), các dự án hạ tầng giao thông BOT (21%, BOT quốc lộ 18, gói thầu 11,12,13) và dự án điện (20%, dự án Nhiệt điện Vĩnh Tân 4). Với nhu cầu cho các dự án điện và cơ sở hạ tầng sẽ tiếp tục khả quan, ban lãnh đạo LCG đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu xây dựng 10% năm đến mức ổn định ~ 2.000 tỷ đ/năm vào năm 2020.

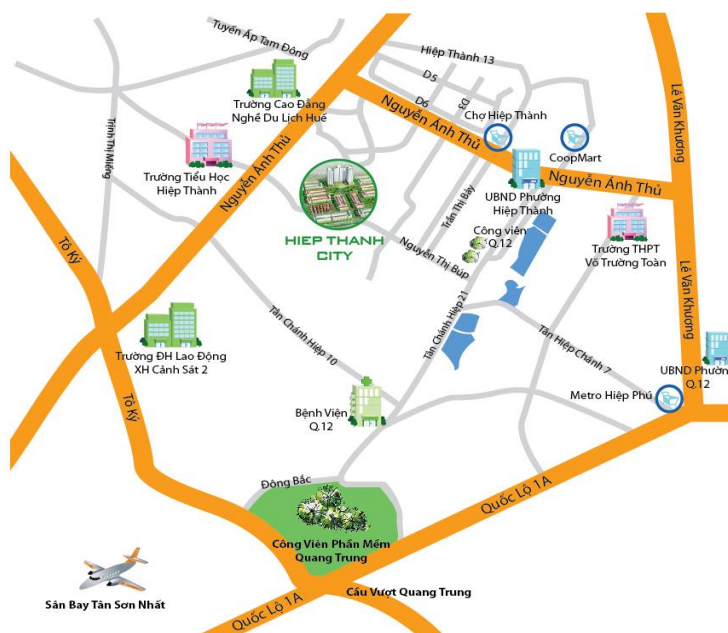
#### Nguồn thu từ dự án BOT 38 từ 2017

Trong mảng xây dựng đáng chú ý LCG hiện năm 29% của công ty BOT 38 với số vốn góp 73 tỷ đồng. Công ty này thực hiện việc mở rộng quốc lộ 38 nối QL1 với QL5 theo hình thức BOT, quốc lộ này dài 33 km nối tỉnh Bắc Ninh và Hải Dương là 2 tỉnh có mật độ khu công nghiệp cao. Dự án có tổng vốn đầu tư 1.679 tỷ đồng do 3 doanh nghiệp trong nước, gồm Công ty cổ phần xây dựng số 2 (Vinaconex), Công ty cổ phần đầu tư khai thác Cảng và Công ty Cổ phần Licogi 16 đầu tư theo hình thức BOT, khởi công vào tháng 7/2014, dự kiến hoàn thành vào năm 2016. Kể từ sau khi hoàn thành, LCG sẽ có nguồn lợi nhuận ổn định từ kinh doanh thu phí đường bộ. Các dự án BOT thường có mức hoàn vốn từ 11% - 12% trên vốn đầu tư nhưng việc hạch toán lợi nhuận sẽ khác nhau tùy lưu lượng xe. Với vị trí then chốt của đường quốc lộ 38, chúng tôi cho rằng lưu lượng xe sẽ ở mức cao, qua đó đóng góp mạnh cho lợi nhuận của LCG ngay từ thời gian đầu tiến hành thu phí. Theo dõi một số công ty BOT khác chúng tôi thấy rằng khi đạt lưu lượng ổn định với các dự án tốt có lưu lượng xe ổn định ở mức cao, tỷ lệ lợi nhuận gộp lên tới 40% và dòng tiền thu thực tế trung bình các năm lên tới 70% -75% tổng doanh thu do phần lớn chi phí là chi phí khấu hao cho khoản tiền đã đầu tư trong giai đoạn xây dựng.

### Triển khai trở lại mảng Bất động sản hưởng lợi từ chu kỳ phục hồi

Ban lãnh đạo LCG gần đây đã đẩy mạnh trở lại mảng kinh doanh Bất động sản, trước hết là với dự án Hiệp Thành, quận 12, Tp Hồ Chí Minh. Đây là dự án có diện tích 12,5 ha cách trung tâm tp Hồ Chí Minh khoảng 18 km, trong đó phần lớn là đất nền (500 nền) với giá bán 13 -15 triệu/m<sup>2</sup> đã bao gồm VAT (1,1 tỷ-1,4 tỷ đồng/nền), diện tích đất chủ yếu là 18x4 (72 m<sup>2</sup>), 18x5 (90m<sup>2</sup>) và 20x5 (100 m<sup>2</sup>). Vị trí khu đất ở khu dân cư đông đúc, gần sân bay Tân Sơn Nhất, công viên phần mềm Quang Trung, tuyến metro số 4 (trong lộ trình phát triển metro), tuyến đường trên cao kết nối với các tỉnh miền Tây (triển khai 2016-2019). LCG đã tiến hành đền bù hết 2,5 ha còn lại trong năm 2015 và đã tiến hành bán 2 đợt của dự án này. Theo thông tin cập nhật của dự án thì đợt mở bán tháng 7/2015 (124 nền) đã bán hầu hết. Đến tháng 11/2015, trong đợt mở bán thứ 2 thì 50% số đất mở bán cũng đã được đặt mua. Với tình trạng của đất hiện nay là đã có sổ đỏ nhận nền ngay, chúng tôi đánh giá cao khả năng sớm ghi nhận lợi nhuận theo tiến độ của LCG từ dự án này.

**Vị trí dự án Hiệp Thành**



Nguồn: LCG

Bên cạnh dự án Hiệp Thành city, LCG cũng sẽ tiến hành huy động vốn vay để thực hiện dự án Điền Phước, Nhơn Trạch như phân tích ở trên, cũng như tiếp tục bán hàng dự án Long Tân, Nhơn Trạch. Ngoài ra, hiện công ty cũng đang triển khai các dự án như chung cư Nam An, dự án đất nền tại Đà Lạt.

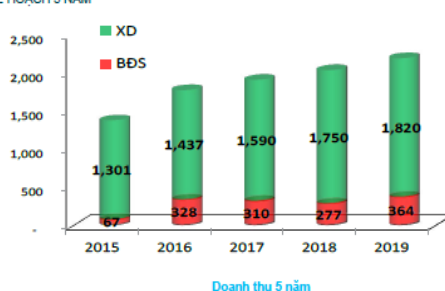
**Tình trạng các dự án hiện tại của LCG**

Danh sách dự án	Diện tích	Địa Bàn	Vốn đầu tư	Tình trạng
KDC Hiệp Thành	12.5 ha	Q12, HCM	650 tỷ	Đã hoàn thiện pháp lý, đền bù chuẩn bị đầu tư
KDC Long Tân- PHÚ HỘI	83 ha	Đồng Nai	16.8 triệu USD	Liên doanh Vinacapital, đã bàn giao đất sạch cho liên doanh
KDC Điền Phước	95 ha	Đồng Nai	1000 tỷ	LCG sở hữu 95% và định mua lên thành 100%
DA Nam An	0.7 ha	Bình Tân, HCM	420 tỷ	chuyển sang kinh doanh đất nền, LCG dự tính LN không đáng kể
DA Phước Thiện	35 ha	Đồng Nai		Hoàn thiện thủ tục pháp lý
Dự án Long Tân	27 ha	Đồng Nai	105 tỷ	Đang bàn giao Giấy chuyển nhượng quyền sử dụng đất cho khách hàng, chờ hạch toán
Dự án Long Tân	50 ha	Đồng Nai	182 tỷ	Đang bàn giao Giấy quyền sử dụng đất cho khách hàng, chờ hạch toán
Dự án Lý Thường Kiệt	17 ha	Bảo Lộc, Lâm Đồng	535 tỷ	Dự kiến xây dựng CSHT, kinh doanh một phần đất ở, đã được cấp giấy CNQSDĐ.

Nguồn: LCG BCTN 2014

### Kế hoạch tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận đến 2019

KẾ HOẠCH 5 NĂM



Lợi nhuận



Nguồn: BCTN LCG 2014

### Hoạt động tái cơ cấu công ty con/công ty liên kết làm giảm gánh nợ vay

Trong năm 2013 - 2014, LCG đã thanh lý khoản đầu tư vào Licogi 16.8 (ghi lỗ 14,7 tỷ, đồng thời nhận lại dự án Phước Thiên), Licogi 16.2, đến năm 2015, công ty tiếp tục giảm bớt phần vốn tại công ty con LCS nhưng lượng bán ra không đáng kể. Tính tới Quý III/2015, công ty vẫn còn 9 công ty liên kết hợp nhất trong đó có 3 công ty đang thực hiện các dự án bất động sản và BOT hiện tại (BOT38, công ty 12 và TNHH đô thị Phú Hội) chiếm 419/493 tỷ đầu tư vào công ty con (85% vốn đầu tư), còn lại khoản đầu tư vào 6 công ty còn lại có giá trị nhỏ, trong đó 1 công ty về nhiên liệu sinh học (công ty nhiên liệu sinh học Phương Đông) LCG nắm giữ 22% thì đến 30.9.2015 đã trích hết dự phòng.

Trong hệ thống công ty con thì hiện có LCS (Licogi 16.6) đang niêm yết trên HNX với vốn chủ sở hữu 76 tỷ đ, LCG trước đây chiếm 56% tương đương 4,3 triệu cổ phiếu. Trong quý III/2015, LCG đã bán bớt 780.000 cổ phiếu qua đó giảm tỷ lệ sở hữu tại LCS còn 46% và bắt đầu ghi nhận khoản đầu tư tại LCS là khoản đầu tư vào công ty liên doanh liên kết. Tình hình kinh doanh của LCS là khá xấu trong 2 năm qua do hoạt động hạch toán các dự án thủy điện phát sinh lỗ. Tuy vậy, từ năm 2016, công ty sẽ đưa vào khai thác mỏ đá Sao Thổ với công suất 500.000 m3/năm và có thể sẽ ghi nhận lãi ~ 20 tỷ đ/năm (theo kế hoạch công ty), qua đó có thể đóng góp vào hoạt động kinh doanh của LCG.

Hoạt động tái cơ cấu áp dụng ERP đồng thời cũng giúp LCG giảm đáng kể chi phí quản lý và bán hàng. Trong năm 2014, chi phí quản lý giảm 50% trong đó chi phí nhân sự giảm 26%, chi phí khấu hao giảm 60%, dự phòng phải thu giảm 75%.

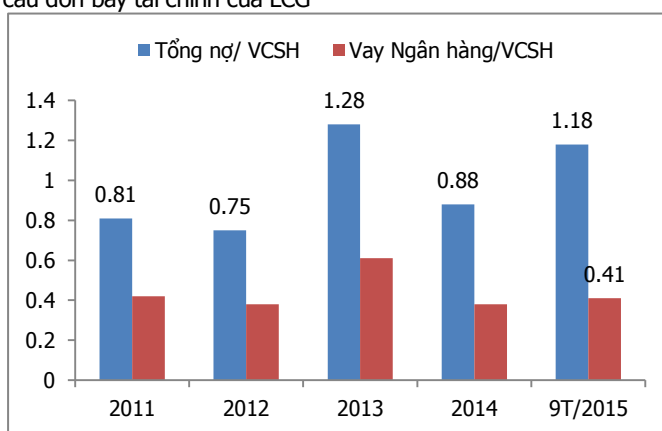
### 3. Đánh giá hoạt động kinh doanh 2015

Các chỉ tiêu chính tính đến hết quý III/2015

Chỉ tiêu	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	Trailing 4Q tính đến 09/30/2015
Doanh thu	689,729.5	284,926.6	1,265,770.0	1,339,155.9
<b>Trong đó:</b>	<b>689,729.5</b>	<b>284,926.6</b>	<b>1,265,770</b>	
Xây dựng	1,135,106.0	257,664.7	939,472.0	
Bất động sản	3,063.7	1,181.9	276,592.9	
Khác	455,151.9	50,105.4	109,781.0	
LN hoạt động kinh doanh	53,105.3	-46,541.0	29,134.3	
LNST	-36,574.5	-306,072.1	4,694.8	15,586.1
EPS	-650.21	-5,505.00	62.00	191.01
Tiền mặt	14,858.6	20,909.4	30,548.6	28,866.5
Tài sản ngắn hạn	1,165,050.8	1,147,133.8	1,185,806.9	1,282,357.2
Tổng tài sản	2,018,253.7	1,935,715.5	1,846,570.0	1,998,337.5
Tổng nợ ngắn hạn	847,173.9	914,226.4	815,130.9	883,442.0
Tổng nợ	863,444.2	1,087,504.8	862,639.3	986,172.9
Vốn CSH	1,154,809.5	848,210.7	983,930.7	1,012,164.6
Dòng tiền HĐKD	168,032.7	-58,378.3	38,935.7	
Dòng tiền đầu tư	-72,088.8	-26,111.8	-43,143.5	
Dòng tiền tài chính	-138,033.2	90,540.8	13,847.0	

Trong 2 năm 2013-2014, LCG đã tích cực cơ cấu hoạt động kinh doanh của mình bao gồm 1) trích lập với các khoản nợ khó đòi, đầu tư không hiệu quả trong năm 2013 2) chuyển hướng hoạt động sang lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng và xây dựng điện có độ an toàn cao 3) bán bớt các dự án Bất động sản không hiệu quả hoặc có quy mô quá lớn so với quy mô vốn của LCG. Từ năm 2014-2015, chúng tôi nhận thấy nhiều biến chuyển tích cực trong hoạt động kinh doanh của LCG, cụ thể:

- Doanh thu tăng trưởng ổn định, doanh thu trailing 9 tháng 2015 tăng 5,8% so với cùng kỳ, trong đó doanh thu xây dựng chiếm 75% và tăng trưởng 12% so với cùng kỳ.
- Tỷ lệ vay nợ trên vốn chủ sở hữu duy trì ổn định ở mức 40%, tỷ lệ tổng nợ/vốn chủ sở hữu giảm từ 1.28 về 0.88 (2014). Tỷ lệ này đã tăng lại từ năm 2015 do công ty tăng cường mở rộng hoạt động kinh doanh bất động sản.
- Công ty đã cơ cấu lại nợ thông qua việc bán thêm vốn riêng lẻ 150 tỷ đồng (20 triệu cổ phiếu với giá 7.500 đ/ cổ phiếu) chủ yếu cho các nhà đầu tư nước ngoài. Hiện nay, trong cơ cấu cổ đông của LCG có khá nhiều nhà đầu tư nước ngoài như Lucerne Enterprises Daiwa, Mekong holdings, Asean small cap (xem cụ thể danh mục nắm giữ của 20 cổ đông lớn nhất ở bảng dưới).
- Bảng cơ cấu đòn bẩy tài chính của LCG



Danh sách các cổ đông lớn tham gia đợt phát hành 20 triệu cổ phiếu năm 2015 giá bán 7.500 đ/ cổ phiếu

Công ty	Số lượng (triệu)
Asean small cap fund	2.7
Lucern Enterprise	12.5
Thông Huy Việt	1.4
Mekong holdings	2.8

Danh sách sở hữu cổ động lớn hiện tại

Chủ sở hữu	Cổ phiếu	Tỷ lệ sở hữu	Ngày báo cáo
LUCERNE ENTERPRISE L	14,757,170	19.35%	10/23/2014
ASEAN SMALL CAP FUND	4,276,350	5.61%	9/30/2014
DUONG HUNG BUI	3,300,000	4.33%	12/31/2014
MEKONG HOLDINGS LTD	2,800,000	3.67%	9/30/2014
THANG HUY VIET	1,631,000	2.14%	6/30/2014
MINH KHAI HOANG	511,367	0.67%	12/31/2014
DAIWA ASSET MANAGEMENT	297,360	0.39%	8/27/2015
PHAM VAN DUY	200,000	0.26%	9/30/2014
CONG HUNG VU	150,007	0.20%	7/8/2015

LE QUYNH CHI	100,000	0.13%	9/30/2014
NGUYEN VAN SANG	100,000	0.13%	9/30/2014
TRAN THI NGA	60,000	0.08%	9/30/2014
PHAM DIEN XUAN	40,000	0.05%	9/30/2014
ANH TU NGUYEN	9,000	0.01%	12/31/2014
DINH TUAN TRAN	5,365	0.01%	12/31/2014
NGUYEN THI THUY	1,125	0.00%	12/31/2014

Nguồn: Bloomberg

#### IV. Dự tính hoạt động kinh doanh 2015 và 2016

Tính đến 9 tháng 2015, LCG đã đạt 33 tỷ LNST trên 45 tỷ kế hoạch cho năm 2015. Quý IV thường là quý ghi nhận doanh thu và lợi nhuận chính của LCG với doanh thu ghi nhận trung bình bằng 40% của tổng 3 quý trước (~ 400 tỷ). Theo thông tin công bố từ LCG, công ty có thể ghi nhận 556 tỷ doanh thu trong quý IV/2015, tương đương 500 tỷ doanh thu thuần. Với giả định lợi nhuận gộp ổn định (12%- 13%), và các chi phí bán hàng, quản lý duy trì ở mức thấp (3,5% doanh thu) như các quý gần đây, chúng tôi cho rằng LCG có thể ghi nhận tới 34 tỷ LNST trước khi tính tới các khoản trích lập tại các công ty con (nếu có). Do đó, chúng tôi cho rằng LCG có thể ghi nhận 1.323 tỷ doanh thu (trong đó doanh thu xây dựng là 1.260 tỷ) và lợi nhuận 67 tỷ cho năm 2015, vượt kế hoạch đã đề ra (chưa tính tới các khoản ghi nhận lãi lỗ tại các công ty con). EPS 2015 dự kiến 880 đồng/cổ phiếu.

Tên dự án	Doanh thu đã thực hiện 9T 2015	Doanh thu dự kiến trong quý 4/2015
<b>I. Dự án thi công trực tiếp</b>	714.71	354.27
1. Dự án Formosa (Hà Tĩnh)	338.89	37.12
2. Dự án đường nội bộ Formosa	21.34	7.7
3. Gói PCCC	11.57	3.86
4. Nâng cấp, mở rộng QL38	73.92	167.09
5. Nâng cấp QL1A Quảng Trị	87.64	26.32
6. Bệnh viện II Lâm Đồng	176.31	84.69
7. Nhiệt điện Vĩnh Tân 4	5.04	11
8. Dự án cao tốc Hạ Long - Vân Đồn (đã ký hợp đồng 350 tỷ)		16.5
<b>II. Công trình điện</b>	165.16	164.69
<b>III. Công trình khác</b>	54.27	37.1
1. Hạ tầng KDC Hiệp Thành	22.73	34.03
2. Dự án Khu dân cư Phường Lộc Tiến - Bảo Lộc	4.23	3.07
3. Công trình khác	27.31	
<b>Tổng cộng (bao gồm cả VAT)</b>	934.14	556.06

Nguồn: LCG, Vietstock

Cho năm 2016, chúng tôi dự báo tình hình hoạt động trong lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng và điện sẽ tiếp tục tăng trưởng 10%. Do công trình Formosa đã đến giai đoạn cuối nên chúng tôi cho rằng các dự án mới của LCG (theo công ty thông báo đến tháng 11/2015 đã ký được hơn 500 tỷ cho năm 2016) sẽ có lợi nhuận gộp thấp hơn, chúng tôi ước tính là 11% đến 12%, tương đương Lợi nhuận gộp kỳ vọng từ 150-166 tỷ.

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động của công ty con LCS sẽ khả quan do khai thác mỏ đá Sao Thổ và LCG có thể ghi nhận được > 10 tỷ đồng từ hoạt động của công ty này từ năm 2016, đồng thời công ty cũng sẽ không còn phải ghi lỗ từ công ty liên doanh liên kết khác. Chúng tôi dự tính chi phí quản lý bán hàng sẽ duy trì tương đương các quý gần đây. Trên cơ sở đó, chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh của LCG có thể đạt 80 tỷ LNST chưa tính tới phần lợi nhuận từ các dự án đất nền đang chờ hạch toán (Long Tân) và đang triển khai bán hàng (Long Tân, Hiệp Thành), chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận gộp cho mảng này ở mức 10% - 15%.



Cần chú ý là bản thân công ty LCG đưa ra dự tính khả quan hơn nhiều với kỳ vọng LNTT đạt 112 tỷ trong năm 2016 dựa trên khả năng: **1) mảng xây dựng tiếp tục tăng trưởng mạnh, LCG kỳ vọng sẽ thu được trung bình 100 tỷ Lợi nhuận từ mảng xây dựng/năm khi doanh thu ổn định ở mức 2000 tỷ và 2) việc hạch toán các dự án đất nền đang bán, LCG kỳ vọng sẽ có doanh thu từ bất động sản trung bình 300 tỷ/năm.**

Chúng tôi cho rằng điểm rơi lợi nhuận sẽ rơi vào năm 2017 khi phần lớn dự án Hiệp Thành city cũng như Long Tân có thể ghi nhận, đồng thời LCG sẽ bắt đầu ghi nhận được lợi nhuận từ việc thu phí đối với dự án BOT 38.

Với việc công ty đã dùng quỹ thặng dư để xóa lỗ lũy kế trong năm 2015 và có lợi nhuận khá tốt, LCG dự tính có thể bắt đầu chia cổ tức từ năm 2016. Đây cũng là một nhân tố quan trọng để nhà đầu tư dài hạn có thể cân nhắc cổ phiếu LCG.

#### V. Kết luận và Khuyến nghị

**Định giá:** Chúng tôi tiến hành đánh giá lại 3 dự án khả thi nhất của LCG là dự án Hiệp Thành (đang bán hàng) và dự án Điền Phước (tham khảo giá của dự án Long Hội mà LCG đang góp vốn) cũng như phần vốn góp của LCG vào dự án Long Tân Phú Hội. Chúng tôi cho rằng dự án Hiệp Thành có thể ghi nhận NAV hơn 10% so với giá trị đầu tư trong khi dự án Điền Phước sẽ đánh giá lại tham khảo dự án Long Tân Phú Hội LCG đang góp vốn cùng Vinacapital. Chúng tôi đánh giá NAV của LCG sau khi đánh giá lại quỹ đất với các giả định như trên là 15.800 đ/ cổ phiếu. Chúng tôi cũng cho rằng hoạt động của LCS sẽ khả quan trở lại và không ghi nhận điều chỉnh khoản đầu tư của LCG tại LCS.

**Rủi ro với đầu tư cổ phiếu:** Chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh xây dựng tăng trưởng ổn định sẽ là bệ đỡ cho LCG, tuy nhiên việc dự tính danh mục các dự án tương lai của LCG phụ thuộc vào việc đấu thầu dự án của công ty và doanh thu/lợi nhuận từ mảng này có thể không đạt được như kỳ vọng trong một số giai đoạn. Định giá của chúng tôi cũng dựa vào việc thị trường sẽ đánh giá lại quỹ đất của LCG khi các dự án giao thông đi vào hoạt động nhưng do các dự án của LCG có tính dài hạn, nếu thị trường bất động sản trầm lắng trở lại thì giá trị quỹ đất và việc bán hàng sẽ không đạt kỳ vọng. Đây là những rủi ro nhà đầu tư nên cân nhắc khi đầu tư vào cổ phiếu LCG.

**Kết luận:** Chúng tôi cho rằng LCG đã hoàn thành quá trình tái cơ cấu các công ty con cũng như hoạt động kinh doanh, qua đó giúp công ty có một bệ phóng vững chắc để tăng trưởng trong 4 năm tới. Những thay đổi mạnh mẽ về cơ sở hạ tầng tại khu vực Nhơn Trạch cũng sẽ khiến cho nhà đầu tư chú ý hơn tới quỹ đất mà LCG đang sở hữu tại đây. Hiện LCG cũng đang tìm đối tác phát hành thêm trái phiếu cũng như đối tác hợp tác để triển khai dự án tại Nhơn Trạch, đặc biệt là dự án Điền Phước được đánh giá cao về phong thủy và vị trí. Những giá trị trên sẽ chưa thể hiện rõ trong kết quả kinh doanh trong năm 2016 nên đây là khoản đầu tư có độ rủi ro và phù hợp với nhà đầu tư có cái nhìn trong trung dài hạn. Tuy vậy, LCG có tình hình tài chính ổn định, hoạt động kinh doanh đảm bảo giữa tính ổn định (mảng xây dựng, BOT) và khả năng tăng trưởng mạnh từ các dự án bất động sản trong đó diện tích đất tại Nhơn Trạch hiện có định giá cao hơn tối thiểu 20% so với giá mua (dựa trên tham khảo bảng giá đất).

Chúng tôi đề xuất mua cho cổ phiếu LCG với giá kỳ vọng 8.400 đ/ cổ phiếu, tương đương mức tăng trưởng 31% so với giá hiện tại. Ở mức giá trên, cổ phiếu LCG có định giá P/B 2015 là 0.6 lần và P/E 2015 là 7,2 lần, thấp hơn 35% so với mức P/E của các công ty cùng ngành là 11 lần. Ở mức mục tiêu giá trên, dự kiến LCG sẽ giao dịch ở mức P/B 2016 là 0,6 lần, vẫn là một mức hấp dẫn so với các cổ phiếu cùng ngành và so với triển vọng tăng trưởng khả quan của công ty đến năm 2020.

**TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

**BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

Đvt: Tỷ VNĐ

	2012	2013	2014
Doanh thu bán hàng và CCDV	690	286	1,266
Các khoản giảm trừ doanh thu	0	2	0
Doanh thu thuần	690	285	1,266
Giá vốn hàng bán	574	259	1,170
Lợi nhuận gộp	116	26	96
Doanh thu hoạt động tài chính	7	8	11
Chi phí tài chính	112	66	57
Trong đó: Chi phí lãi vay	81	59	53
Chi phí bán hàng	1	6	28
Chi phí quản lý doanh nghiệp	62	66	39
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	-52	-104	-16
Thu nhập khác	9	11	73
Chi phí khác	8	87	69
Lợi nhuận khác	1	-77	5
Lãi (lỗ) cty liên doanh/liên kết	16	-114	-0
Lợi nhuận trước thuế	-35	-294	-12
Chi phí thuế TNDN hiện hành	4	6	0
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	-5	8	0
Lợi nhuận sau thuế	-34	-308	-12
Lợi ích của cổ đông thiểu số	2	-2	-16
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	-37	-306	5

**BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN**

Đvt: Tỷ VNĐ

	2012	2013	2014
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	1,165	1,147	1,186
Tiền và tương đương tiền	15	21	31
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu	765	682	689
Hàng tồn kho	330	357	405
Tài sản ngắn hạn khác	56	87	62
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	853	789	661
Phải thu dài hạn	0	0	0
Tài sản cố định	296	355	179
Bất động sản đầu tư	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	533	406	464
Lợi thế thương mại	15	12	10
Tài sản dài hạn khác	9	15	8
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	2,018	1,936	1,847
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	863	1,088	863
Nợ ngắn hạn	847	914	820
Vay và nợ ngắn hạn	439	376	371
Phải trả người bán	160	167	234
Người mua trả tiền trước	51	146	49
Nợ dài hạn	16	173	42
Vay và nợ dài hạn	14	166	37
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	1,095	794	946

**CÁC HỆ SỐ TÀI CHÍNH**

	2012	2013	2014
Hệ số về khả năng thanh toán			
Hệ số thanh toán hiện thời	1.38	1.25	1.45
Hệ số thanh toán nhanh	0.99	0.86	0.95
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.02	0.02	0.04
Hệ số về hiệu quả hoạt động			
Vòng quay các khoản phải thu	0.90	0.42	1.84
Số ngày thu nợ bình quân	398.83	857.58	195.87
Vòng quay hàng tồn kho	1.46	0.75	3.07
Số ngày tồn kho bình quân	171.89	448.10	115.19
Vòng quay tổng tài sản	0.34	0.15	0.69
Vòng quay tài sản cố định	2.33	0.81	7.07
Hiệu suất sử dụng vốn chủ sở hữu	0.63	0.36	1.34
Hệ số về cơ cấu vốn			
Tài sản ngắn hạn/ Tổng tài sản	57.7%	59.3%	64.2%
Tài sản dài hạn/ Tổng tài sản	42.3%	40.7%	35.8%
Hệ số nợ (chung)	42.8%	56.2%	46.7%
Hệ số nợ trên VCSH	78.8%	137.0%	91.2%
Hệ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản	42.0%	47.2%	44.4%
Hệ số nợ ngắn hạn trên TS ngắn hạn	72.7%	79.7%	69.2%
Hệ số nợ ngắn hạn trên VCSH	77.3%	115.2%	86.7%
Hệ số nợ dài hạn trên tổng tài sản	0.8%	9.0%	2.3%
Hệ số nợ dài hạn trên tài sản dài hạn	1.9%	22.0%	6.4%
Hệ số nợ dài hạn trên VCSH	1.5%	21.8%	4.5%
Hệ số về khả năng sinh lời			
Hệ số lợi nhuận gộp	16.8%	9.1%	7.6%
Hệ số lợi nhuận từ HĐSXKD	-7.6%	-36.5%	-1.3%
Hệ số lợi nhuận khác	0.2%	-26.9%	0.4%
Hệ số lợi nhuận trước thuế	-5.1%	-103.3%	-0.9%
Hệ số lợi nhuận ròng	-5.3%	-107.4%	0.4%
Hệ số sinh lời tổng tài sản (ROA)	-1.8%	-15.8%	0.3%
Hệ số sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE)	-3.3%	-38.6%	0.5%
Tỷ trọng lợi nhuận khác/ LNTT	-3.8%	26.0%	-41.3%
Tỷ trọng lợi nhuận từ HĐSXKD/ LNTT	149.6%	35.3%	140.4%
Hệ số đánh giá thu nhập			
Thu nhập trên cổ phần (EPS)	-480	-4,014	62
Cổ tức trên cổ phần	500	500	500
Hệ số chi trả cổ tức	-104.2%	-12.5%	812.1%
Mức sinh lời cổ tức	2.1%	1.7%	1.9%
Tăng trưởng cổ tức hàng năm (gD)	#DIV/0!	0.0%	0.0%
Giá trị sổ sách (BV)	19,475	14,113	12,406

