

CÔNG TY CỔ PHẦN LICOGI 16 (HSX: LCG)

Lê Mai Anh Dũng

Chuyên viên Tư vấn Đầu Tư

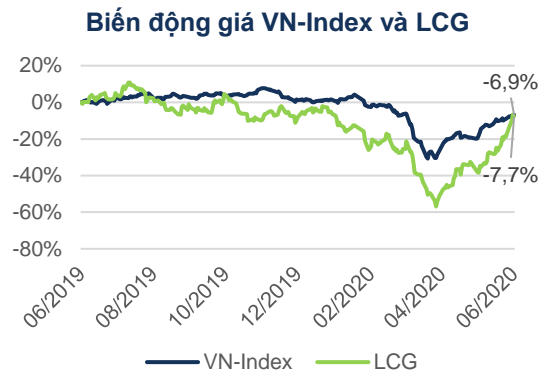
 Email: dunglma@fpts.com.vn

Điện thoại: (84.28) 6290 8686 - Ext: 8949

Người phê duyệt báo cáo:

Lê Thị Kiều Oanh

Trưởng phòng Tư vấn Đầu tư


Thông tin giao dịch ngày 05/06/2020

Giá hiện tại (đồng/cp)	7.920
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	10.750
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	3.700
Số lượng CP niêm yết (cp)	104.901.700
Số lượng CP lưu hành (cp)	102.898.955
KLGD bình quân 30 phiên (cp/phiên)	709.929
Vốn hóa (tỷ đồng)	814,96
EPS trailing (đồng/cp)	1.655
BVPS (đồng/cp)	15.413
P/E trailing (lần)	4,78
P/B (lần)	0,51

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ phần Licogi 16
Địa chỉ	24A Phan Đăng Lưu, P.6, Q. Bình Thạnh, TP. HCM
Doanh thu chính	Xây dựng và kinh doanh bất động sản
Chi phí chính	Chi phí vật liệu xây dựng (xi măng, thép,...) và nhân công

CẬP NHẬT ĐẠI HỘI CỔ ĐÔNG THƯỜNG NIÊN NĂM 2020

1. Kết quả hoạt động kinh năm 2019

Hoạt động kinh doanh tăng trưởng chậm lại với doanh thu thuần (DTT) hợp nhất đạt 2.536,3 tỷ đồng (+1,38% yoy), lợi nhuận sau thuế (LNST) thuộc công ty mẹ đạt 191,1 tỷ đồng (+16,13% yoy), lần lượt hoàn thành 92,8% và 95,6% kế hoạch năm.

DTT hợp nhất tăng trưởng chậm lại do:

- ✓ Mảng xây dựng chỉ tăng 9,16% yoy (thấp hơn mức tăng năm 2018 là 75,08% yoy) do LCG tập trung thực hiện các dự án chuyển tiếp từ năm 2018, trong khi năm 2019 không có thêm nhiều công trình mới.
- ✓ Mảng kinh doanh bất động sản (BDS) giảm 20,57% yoy do chỉ còn đóng góp từ dự án đất nền Long Tân hơn 460 tỷ đồng và dự án khu dân cư (KDC) Hiệp Thành 24 tỷ đồng.

LNST thuộc công ty mẹ tăng 16,13% yoy nhờ việc bàn giao dự án đất nền Long Tân mang lại hiệu quả cao do dự án này được xây dựng trên quỹ đất của LCG tích lũy từ 2008-2010 nên giá vốn thấp, đóng góp hơn 300 tỷ đồng vào lợi nhuận gộp của LCG. Biên LNG cải thiện từ 13% lên 18,15%.

2. Kế hoạch kinh doanh năm 2020

- ✓ DTT hợp nhất đạt 2.668 tỷ đồng (+5,19% so với thực hiện 2019);
- ✓ LNST thuộc công ty mẹ đạt 210 tỷ đồng (+9,88% so với thực hiện 2019).

Kết quả quý I/2020: DTT hợp nhất đạt 413,4 tỷ đồng (-18,47% yoy) và LNST thuộc công ty mẹ đạt 21,4 tỷ đồng (-84,99% yoy), lần lượt hoàn thành 15,49% và 10,19% kế hoạch năm. LNST giảm mạnh do LCG vẫn chưa bàn giao được phần còn lại của dự án BDS Long Tân và Nam Phương.

Ước tính 2020: DTT hợp nhất đạt 3.514,3 tỷ đồng (+38,56% yoy) và LNST thuộc công ty mẹ ước đạt 211,2 tỷ đồng (+10,52% yoy), lần lượt hoàn thành 131,7% và 100,6% kế hoạch năm.

3. Khuyến nghị đầu tư

Dựa trên phương pháp định giá so sánh P/B, chúng tôi xác định mức P/B trung bình của một số doanh nghiệp so sánh là 0,57x, tương ứng với giá mục tiêu của LCG là 8.750 đồng/cp (+10,48% so với giá đóng cửa ngày 05/06/2020). Tuy nhiên, do quỹ đất kinh doanh của LCG không còn nhiều nên mảng kinh doanh BDS sẽ giảm mạnh trong năm 2020, ngoài ra các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng giao thông dự kiến sẽ bị chậm tiến độ và phải chuyển sang năm 2021, nên chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu LCG ở thời điểm hiện tại. Nhà đầu tư có thể xem xét MUA vào ở mức giá 7.000 đồng/cp (thấp hơn 25% so với giá mục tiêu).

Một số cơ sở đánh giá:

- ✓ **Mảng kinh doanh BDS (đóng góp chính vào lợi nhuận gộp) sụt giảm mạnh** do quỹ đất có thể kinh doanh của LCG đã được khai thác gần hết. Dẫn đến khả năng tăng trưởng trong những năm tới phụ thuộc rất lớn vào dự án KDC Điện Phước 95 ha - dự án lớn duy nhất còn lại. Hiện tại dự án này đang trong quá trình giải phóng mặt bằng, dự kiến trong giai đoạn 2021-2022 mới có thể đem lại doanh thu.
- ✓ **Các dự án xây dựng hạ tầng giao thông dự kiến sẽ kéo dài sang năm 2021:** Chính phủ có kế hoạch tăng cường đầu tư công để thúc đẩy kinh tế, tuy nhiên do ngân sách còn hạn chế và tình hình giải ngân luôn

không đạt kế hoạch. Do đó, chúng tôi cho rằng, các dự án đầu tư công mà LCG đang thực hiện (cao tốc 45 Nghi Sơn, cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn – Hữu Nghị, cao tốc Vân Đồn – Móng Cái) dự kiến sẽ bị chậm tiến độ và phải chuyển sang năm 2021.

- ✓ **LCG đang chuyển hướng tập trung vào xây dựng các dự án hạ tầng năng lượng với rủi ro thấp và gần như không chịu ảnh hưởng của dịch Covid-19.** LCG đang là tổng thầu EPC¹ cho 04 dự án điện mặt trời: Nhơn Hải (854 tỷ đồng), Mỹ Sơn 1&2 (2.300 tỷ đồng) và Vạn Ninh (1.567 tỷ đồng). Trong đó, chỉ có dự án điện mặt trời Nhơn Hải là LCG góp 97% vốn đầu tư thông qua công ty con. Dự kiến, năm 2020 đem lại 1.910 tỷ đồng doanh thu, tăng 2,63 lần so với cùng kỳ.
- ✓ **Tình hình tài chính đang gặp khó khăn:** Từ năm 2018, dòng tiền thuần của LCG liên tục âm dẫn đến thiếu hụt nguồn vốn để tài trợ cho các dự án. Ngoài ra, việc giá cổ phiếu giao dịch dưới mệnh giá làm ảnh hưởng đến việc huy động vốn, do đó LCG liên tục vay nợ làm gia tăng áp lực trả lãi vay.

Yếu tố cần theo dõi: (1) Tiến độ giải phóng mặt bằng dự án KDC Điền Phước; (2) Tiến độ thực hiện các dự án xây dựng hạ tầng giao thông và hạ tầng năng lượng của LCG.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



Lịch sử hình thành

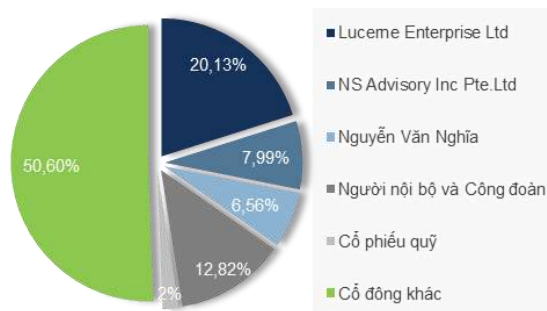
Năm 2001: Công ty Xây dựng số 16 được thành lập trên cơ sở tổ chức lại Chi nhánh tại Tp. Hồ Chí Minh của Tổng Công ty Xây dựng và Phát triển Hạ tầng LICOGI.

Năm 2006: Chuyển mô hình hoạt động từ doanh nghiệp Nhà nước thành CTCP LICOGI 16 với vốn điều lệ 12 tỷ đồng.

Năm 2008: Niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh (HSX) với mã chứng khoán LCG, vốn điều lệ 136 tỷ đồng.

Năm 2016: Phê duyệt cơ cấu tổ chức mới tập trung vào lĩnh vực kinh doanh chính là công trình giao thông, hạ tầng kỹ thuật và công nghiệp.

BIỂU ĐỒ 1: Cơ cấu cổ đông LCG tại ngày 05/06/2020



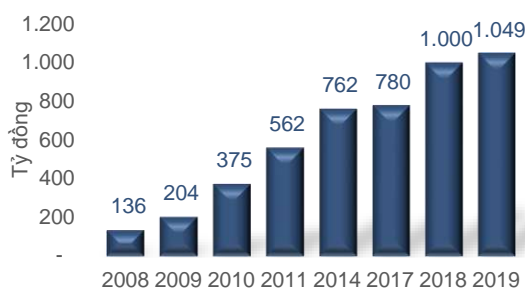
Nguồn: LCG, FPTS tổng hợp

Cơ cấu cổ đông

Cổ đông trong nước sở hữu 54,20% cổ phần, trong đó chỉ có một cổ đông lớn là ông Nguyễn Văn Nghĩa nắm giữ 5,95%. Người nội bộ sở hữu hơn 13,44 triệu cổ phiếu, tương ứng 12,81% cổ phần. Công đoàn công ty nắm giữ hơn 7.000 cổ phiếu (0,01% cổ phần). Ngoài ra, LCG còn có hơn 2 triệu cổ phiếu quỹ, tương ứng 2% cổ phần.

Cổ đông nước ngoài nắm giữ 31,07% cổ phần, trong đó hai cổ đông lớn là Lucerne Enterprise Ltd (20,13%) và NS Advisory Inc Pte.Ltd (7,99%), còn lại là các cổ đông khác. Room nước ngoài còn lại là 17,93%.

¹ **Hợp đồng tổng thầu EPC** (Hợp đồng thiết kế, cung cấp thiết bị công nghệ và thi công xây dựng công trình) là một loại hợp đồng xây dựng mà nhà thầu thực hiện toàn bộ các công việc từ thiết kế kỹ thuật hoặc thiết kế bản vẽ thi công, cung ứng vật tư, thiết bị đến thi công xây dựng công trình, hạng mục công trình và chạy thử bàn giao cho chủ đầu tư.

BIỂU ĐỒ 2: Quá trình tăng vốn điều lệ


Nguồn: LCG, FPTS tổng hợp

Quá trình tăng vốn điều lệ

Kể từ khi cổ phần hóa, LCG liên tục bổ sung vốn chủ yếu bằng hình thức phát hành riêng lẻ, tính đến cuối năm 2019 công ty đã tăng vốn điều lệ lên 1.049 tỷ đồng.

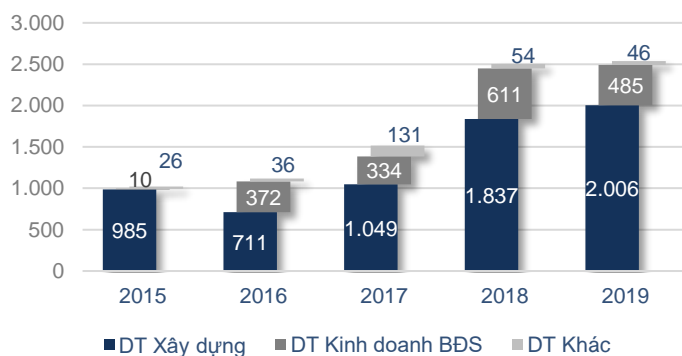
Công ty con và công ty liên kết: tính đến ngày 31/03/2020, LCG đang sở hữu 10 công ty con và 05 công ty liên kết. ([Phụ lục 1](#))

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

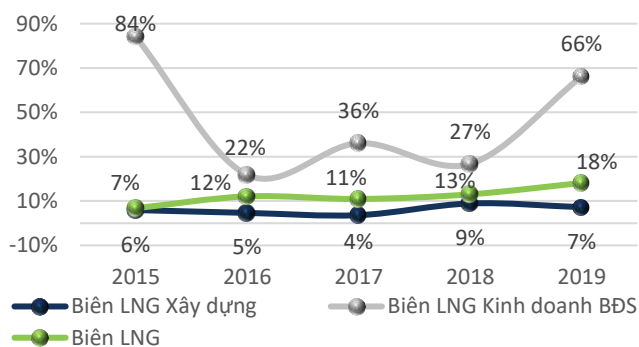
LCG hiện đang hoạt động ở 2 mảng chính:

- **Mảng xây dựng:** thi công các công trình hạ tầng giao thông, hạ tầng tiện ích ngành nước, hạ tầng năng lượng, dân dụng và cung cấp vật liệu phục vụ cho công trình xây dựng (bê tông nhựa đường, đá,...)
- **Mảng kinh doanh BĐS:** kinh doanh các dự án đất nền KDC và căn hộ chung cư do chính LCG xây dựng.

Ngoài ra, LCG còn có các mảng kinh doanh khác như mua bán, cho thuê thiết bị, vật tư kỹ thuật, sản xuất, gia công, chế tạo các sản phẩm cơ khí xây dựng (không sản xuất, gia công tại trụ sở).

BIỂU ĐỒ 3: Doanh thu thuần theo mảng hoạt động (tỷ đồng)


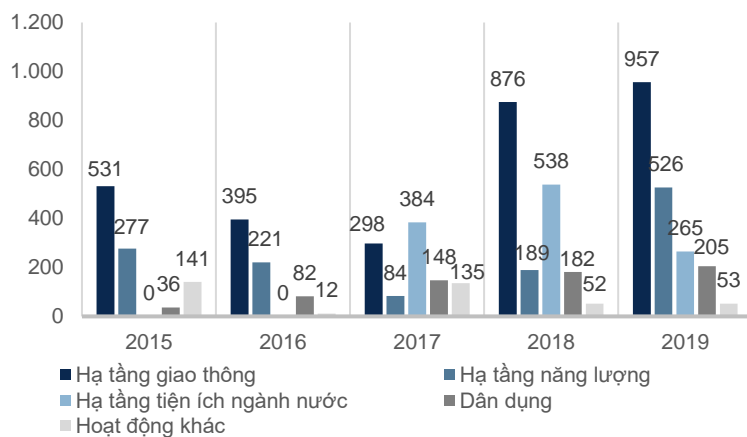
Nguồn: LCG, FPTS tổng hợp

BIỂU ĐỒ 4: Biên lợi nhuận gộp theo mảng


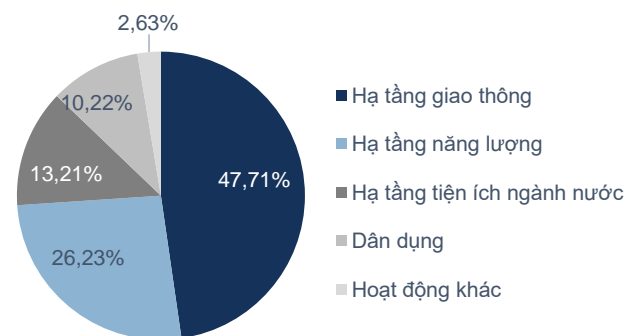
Nguồn: LCG, FPTS tổng hợp

Sau khi xóa lỗ lũy kế vào cuối năm 2015, doanh thu LCG tăng trưởng mạnh với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) giai đoạn 2015-2019 là 25,56%, biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 6,77% năm 2015 lên 18,15% năm 2019, trong đó:

- **Mảng xây dựng** được xem là hoạt động cốt lõi, đóng góp từ 65% - 80% doanh thu và tăng trưởng với CAGR là 19,05%. Tuy nhiên, mảng này lại có biên lợi nhuận gộp thấp (biến động từ 3,65% - 8,93%) do LCG thực hiện chào giá thấp hơn khi tham gia đấu thầu các dự án xây dựng để tăng khả năng trúng thầu.
- **Mảng kinh doanh BĐS:** chiếm từ 20% – 30% doanh thu nhưng mang lại hơn 50% lợi nhuận gộp do các dự án đều được xây dựng trên chính quỹ đất của LCG tích lũy từ giai đoạn 2008-2010 nên giá vốn thấp, trong khi giá bán hiện tại ở mức cao. Riêng năm 2015, do các dự án BĐS chưa được bàn giao nên không ghi nhận doanh thu mà doanh thu chỉ đến từ hoạt động môi giới.

(1) Mạng xây dựng
BIỂU ĐỒ 5: Doanh thu mảng xây dựng


Nguồn: LCG, FPTS tổng hợp

BIỂU ĐỒ 6: Cơ cấu doanh thu mảng xây dựng năm 2019


Nguồn: LCG, FPTS tổng hợp

- **Xây dựng hạ tầng giao thông:** LCG chủ yếu thi công các công trình đường quốc lộ, đường cao tốc, xây dựng nền móng, thi công mặt đường bê tông nhựa nóng từ khâu sản xuất, các công trình phụ trợ... theo hình thức BOT (*Hợp đồng xây dựng – kinh doanh – chuyển giao*).
- **Xây dựng hạ tầng năng lượng:** LCG thi công các nhà máy điện mặt trời và điện gió theo hình thức hợp tác đầu tư, sau đó sẽ vận hành và tìm đối tác chuyên nhượng khi dự án hoàn thành. Ngoài ra, LCG còn thi công các công trình điện khác như trạm biến áp 220kV, đường dây truyền tải điện 110kV-500kV...
- **Xây dựng hạ tầng tiện ích ngành nước:** thi công các nhà máy nước, công trình thủy điện, hệ thống thoát nước,... theo hình thức BOO (*Hợp đồng xây dựng – sở hữu – vận hành*) hoặc BT (*xây dựng – chuyển giao*).
- **Xây dựng dân dụng:** chủ yếu đến từ hoạt động xây dựng KDC của LCG.

Về cơ cấu doanh thu mảng xây dựng, đóng góp chính vẫn đến từ các công trình xây dựng hạ tầng giao thông (chiếm 47,71% doanh thu 2019), hoạt động xây dựng hạ tầng năng lượng tăng tỷ trọng từ 8% năm 2017 lên 26,23% năm 2019, còn lại là xây dựng hạ tầng tiện ích ngành nước và dân dụng chiếm lần lượt 13,21% và 10,22% doanh thu năm 2019.

Định hướng sắp tới của LCG là tập trung hơn vào các dự án điện mặt trời và điện gió nên dự kiến trong năm 2020 và các năm sau đó, doanh thu xây dựng hạ tầng năng lượng sẽ đóng góp chính vào doanh thu mảng xây dựng. Theo Ban lãnh đạo chia sẻ, năm 2020, doanh thu xây dựng hạ tầng giao thông và hạ tầng năng lượng dự kiến chiếm lần lượt là 13% và 75% doanh thu mảng này.

BẢNG 1: Một số dự án xây dựng của LCG năm 2020

Tên dự án	Giá trị hợp đồng (tỷ đồng)	Thông tin dự án
I. Hạ tầng giao thông		
1. Cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn	1.946	Đã hoàn thành vào ngày 29/09/2019, đã nghiệm thu và chuẩn bị cho công tác bàn giao công trình đưa vào sử dụng. Hồ sơ hoàn công, quyết toán sẽ được hoàn thiện trong quý 2/2020.
2. Cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng	1.027	Tổng nguồn vốn đầu tư là 8.310 tỷ đồng. Trong đó, giá trị thực hiện của LCG là 1.207 tỷ đồng. Tính đến hết năm 2019 chủ đầu tư chưa thu xếp được nguồn vốn vay nên dự án chưa thể thi công.

3. Cao tốc Vân Đồn – Móng Cái	790	Khởi công từ tháng 4/2019 và đã hoàn thành giải phóng mặt bằng. Tuy nhiên đang chậm tiến độ do hồ sơ thiết kế dự án phải thực hiện điều chỉnh để nâng tốc độ tối đa từ 100km/h lên 120km/h.
4. Dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam phía Đông, đoạn Quốc lộ 45 – Nghi Sơn	4.330	Tổng mức đầu tư dự kiến là 6.333 tỷ đồng, trong đó vốn tự nhân là 4.330 tỷ đồng. LCG là một trong 2 nhà thầu liên danh vượt qua vòng sơ tuyển. Nếu LCG trúng gói thầu này, công ty sẽ góp 45% vốn tự nhân tương ứng 1.948 tỷ đồng. Nếu LCG trúng gói thầu này, công ty sẽ góp 45% vốn tự nhân Dự án đang chờ quyết định tại đợt 2 kỳ họp thứ 9, Quốc hội khóa XIV (bắt đầu từ ngày 08/06/2020) về việc có chuyển đổi dự án này sang đầu tư công hay không.
5. Đường đua F1	434	Ngày 26/02/2020, đã hoàn tất thi công toàn bộ 5,61 km đường đua. Hồ sơ nghiệm thu và hoàn công sẽ được hoàn thiện trong quý 2/2020.

II. Hạ tầng năng lượng

1. Điện mặt trời Nhơn Hải (Ninh Thuận) – 35MWp (*)	854,1	Chủ đầu tư: CTCP Đầu tư Năng lượng tái tạo Licogi 16 Ninh Thuận - LCG sở hữu 97%. Hình thức xây dựng: LCG với vai trò tổng thầu EPC. Khởi công ngày 26/06/2019, dự kiến phát điện và vận hành thương mại vào tháng 6/2020.
2. Điện mặt trời Mỹ Sơn 1 (Ninh Thuận) - 62MWp (*)	2.300	Chủ đầu tư: Công ty TNHH Điện mặt trời Mỹ Sơn 1 và Công ty TNHH Điện mặt trời Mỹ Sơn 2.
3. Điện mặt trời Mỹ Sơn 2 (Ninh Thuận) - 50MWp (*)		Hình thức xây dựng: LCG với vai trò tổng thầu EPC. Thời gian thi công từ tháng 06/2019, dự kiến phát điện và vận hành thương mại vào tháng 6/2020.
4. Điện mặt trời Vạn Ninh (Khánh Hòa) – 100MWp (**)	1.567	Chủ đầu tư: Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển Điện mặt trời KN Vạn Ninh. Hình thức xây dựng: LCG với vai trò tổng thầu EPC Yêu cầu phải hoàn tất xây dựng trước ngày 24/11/2020.

III. Hạ tầng tiện ích ngành nước

1. Nhà máy nước Sài Gòn – Mê Kông	155	Tổng thầu vướng công tác giải ngân do chủ đầu tư vẫn chưa tìm được nguồn tín dụng.
2. Nhà máy nước Phú Ninh (GD2)	657	Hình thức xây dựng: EPC Việc thi công giai đoạn II đang gặp khó khăn do thiếu nguồn vốn.

IV. Dân dụng

1. Cải tạo trường Cao đẳng Giao thông Vận tải - CS 2	230	Thi công phần thô đạt 85% khối lượng và thi công phần hoàn thiện đạt 10% khối lượng, hợp đồng có giá trị 230 tỷ đồng.
--	-----	---

Nguồn: LCG, FPTS tổng hợp

(*) Theo [nghị quyết 115/2018/NQ-CP](#) của Thủ tướng Chính Phủ ngày 31/08/2018, đối với các dự án xây dựng nhà máy điện mặt trời tại tỉnh Ninh Thuận vẫn được hưởng giá điện 0,0935 USD/kWh nếu phát điện trước năm 2021.

(**) Dự án nhà máy điện mặt trời Vạn Ninh đã được Bộ Công Thương bổ sung vào Quy hoạch phát triển điện lực Khánh Hòa, và được hưởng giá điện 0,0935 USD/kWh nếu phát điện trước năm 2021.

(2) Mảng kinh doanh BĐS

Hiện nay, tổng quỹ đất của LCG còn lại khoảng 122 ha, trong đó 02 dự án có thể kinh doanh thương mại là dự án KDC Nhơn Trạch tại Đồng Nai (15,8 ha) và KDC Nam Phương tại Tp Bảo Lộc - Lâm Đồng (3,4 ha); 02 dự án khác là dự án KDC Điền Phước (95 ha) và dự án chuyển đổi trường nghề sang nhà ở xã hội kết hợp thương mại dịch vụ (quy mô 7,5 ha), đang bị vướng các thủ tục về đền bù giải phóng mặt bằng và hồ sơ chuyển đổi. Dự kiến trong năm 2020, các thủ tục này vẫn chưa thể hoàn thiện. Do đó, chúng tôi cho rằng năm 2020 doanh thu mảng kinh doanh BĐS chỉ đến từ phần quỹ đất có thể kinh doanh là 19,2 ha.

Ngoài ra, Ban lãnh đạo có chia sẻ để mở rộng quỹ đất, LCG đang tiến hành khảo sát tính khả thi của dự án lấn biển Hạ Lộc tại cửa sông Lèn - sông Trường Giang, tỉnh Thanh Hóa (quy mô 500 ha). Đây là cơ sở để phát triển mảng kinh doanh BĐS trong tương lai.

BẢNG 2: Một số dự án bất động sản năm 2020

Tên dự án	Vị trí	Diện tích đất còn lại	Thông tin dự án
1. KDC Long Tân 27 ha và Long Tân 50 ha	Nhơn Trạch, Đồng Nai	15,8 ha	Diện tích đất còn lại bao gồm: <ul style="list-style-type: none"> - Chuyển 7 ha đất chung cư sang 5 ha đất nền (419 nền) và 2 ha đất làm đường. Tổng giá trị 429 tỷ, đã thu 372 tỷ trong năm 2019. - Trung tâm thương mại 5 ha, giá trị khoảng 291 tỷ đồng - Giáo dục 4,6 ha, giá trị ước tính 138 tỷ đồng - Thể dục thể thao: 1,3 ha, giá trị khoảng 27 tỷ đồng
2. KDC Hiệp Thành (538 nền)	Quận 12 TP.HCM	2 nền	Giá trị ước tính 10 tỷ đồng
3. Khu đô thị Nam Phương (16,7 ha)	TP. Bảo Lộc, Lâm Đồng	3,4 ha	Đang chờ UBND tỉnh bàn giao và thu hồi đất theo quy trình, dự kiến có thể mang lại doanh thu trong năm 2020.
4. KDC Điền Phước	Nhơn Trạch, Đồng Nai	95,13 ha	UBND tỉnh đã phê duyệt chấp thuận chủ trương đầu tư ngày 09/10/2019. Lộ trình đền bù của dự án: 52 ha (tổng giá trị đền bù là 470 tỷ đồng) trong 3 năm 2019-2021. <i>Trong đó:</i> <ul style="list-style-type: none"> - Năm 2019: đã đền bù 27,2 ha (giá trị 246 tỷ đồng). - Năm 2020-2021: đền bù 24,8 ha (giá trị 224 tỷ đồng). Tính đến thời điểm hiện tại LCG đã đền bù được 32 ha.

Nguồn: LCG, FPT S tổng hợp

KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2019

BẢNG 3: Kết quả hoạt động kinh doanh năm 2019

Tỷ đồng	2018	2019	%yoy	Chỉ số tài chính	2018	2019
Doanh thu thuần	2.501,65	2.536,27	+1,38%	Chỉ tiêu sinh lợi		
<i>Xây dựng</i>	1.837,45	2.005,70	+9,16%	Biên lợi nhuận gộp	13,03%	18,15%
<i>Kinh doanh BĐS</i>	610,57	484,95	-20,57%	Biên lợi nhuận sau thuế	7,31%	7,64%
<i>Khác</i>	53,64	45,62	-14,94%	ROA (4 quý gần nhất)	6,35%	5,73%
Lợi nhuận gộp	326,02	460,29	+41,18%	ROE (4 quý gần nhất)	13,42%	13,39%
Chi phí bán hàng	27,85	51,80	+85,98%	Chỉ tiêu đòn bẩy tài chính		
Chi phí quản lý	65,14	73,54	+12,89%	Tổng nợ/Tổng tài sản	0,65	0,66
EBIT	233,02	334,95	+43,74%	Đòn bẩy tài chính	2,87	2,97
Doanh thu tài chính	37,85	48,29	+27,58%	Khả năng thanh toán lãi vay	4,94	4,22
Chi phí tài chính	60,71	116,41	+91,75%	Chỉ tiêu khả năng hoạt động		
<i>Chi phí lãi vay</i>	54,26	79,40	+46,33%	Vòng quay hàng tồn kho	3,17	2,50
Phần lãi lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	2,18	(8,77)		Vòng quay khoản phải thu	2,98	1,95
Lợi nhuận khác	1,23	(2,13)		Vòng quay khoản phải trả	3,47	2,39
Lợi nhuận trước thuế	213,58	255,93	+19,83%			
LNST	182,80	193,76	+6,00%			
LNST thuộc công ty mẹ	164,58	191,13	+16,13%			
EPS (đồng/cổ phiếu)	1.599	1.672	+4,57%			

Nguồn: LCG, FPT S tổng hợp

Hoạt động kinh doanh tăng trưởng chậm lại với DTT hợp nhất đạt 2.536,27 tỷ đồng (+1,38% yoy), LNST thuộc công ty mẹ đạt 191,13 tỷ đồng (+16,13% yoy), lần lượt hoàn thành 92,80% và 95,56% kế hoạch năm.

Doanh thu mảng xây dựng đạt 2.005,70 tỷ đồng chỉ tăng 9,16% yoy (thấp hơn mức tăng cùng kỳ 2018 là 75,08% yoy) do LCG tập trung thực hiện các dự án chuyển tiếp từ năm 2018 trong khi trong năm 2019 công ty không nhận thêm nhiều công trình mới. Một số dự án tiêu biểu đóng góp cho doanh thu mảng xây dựng năm 2019 gồm: *cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn (733 tỷ đồng), nhà máy điện mặt trời Nhơn Hải (286 tỷ đồng), nhà máy điện mặt trời Mỹ Sơn 1&2 (240 tỷ đồng), trạm điều tiết Tây Mỗ (233 tỷ đồng), đường đua F1 (121 tỷ đồng)...*

Doanh thu mảng kinh doanh BĐS đạt 484,95 tỷ đồng (-20,57% yoy) do chỉ còn đóng góp từ dự án đất nền Long Tân hơn 460 tỷ đồng và dự án KDC Hiệp Thành 24 tỷ đồng.

Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 18,15% (tăng 5,12 điểm phần trăm so với cùng kỳ): trong đó, biên lợi nhuận gộp mảng BĐS tăng lên 66,21% từ mức 26,79% năm 2018, đóng góp 69,76% vào lợi nhuận gộp năm 2019 của LCG. Nguyên nhân là nhờ dự án Long Tân được xây dựng trên quỹ đất tích lũy từ giai đoạn 2008-2010 với giá vốn thấp nên khi bàn giao đã mang lại hiệu quả cao.

Chi phí bán hàng (CPBH) tăng mạnh 85,98% yoy do năm 2019 chi phí hoa hồng cho các dự án BĐS cao hơn lên mức 10,68% so với con số 4,42% năm 2018. Tỷ lệ CPBH/doanh thu tăng lên 2,04% từ mức 1,11% năm 2018.

Chi phí quản lý doanh nghiệp (QLDN) tăng 12,89% yoy do việc trích dự phòng 7,42 tỷ đồng khoản phải thu ngắn hạn khó đòi của khách hàng. Tỷ lệ chi phí QLDN/doanh thu tăng lên 2,90%.

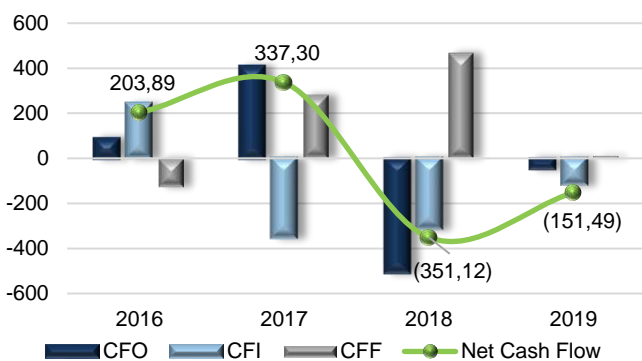
Doanh thu tài chính tăng 27,58% yoy do ghi nhận lợi nhuận từ việc chuyển nhượng dự án điện mặt trời Chư Ngọc² trong quý 3/2019.

Chi phí tài chính tăng 91,75% yoy do khoản lỗ 36,26 tỷ đồng từ việc thanh lý CTCP Licogi 166 (vào ngày 20/05/2019) và chi phí lãi vay tăng lên 79,04 tỷ đồng (+46,33% yoy) do LCG vay nợ ngắn hạn để tài trợ cho nguồn vốn lưu động. Tại thời điểm 31/12/2019, LCG có 859,33 tỷ đồng (+21,27% yoy) nợ vay ngắn hạn chiếm 27,44% tổng nợ phải trả.

LNST đạt 193,76 tỷ đồng (+6,00% yoy) – thấp hơn tỷ lệ tăng của LNTT do trong năm LCG phải nộp thêm 6,86 tỷ đồng tiền thuế trích thiếu của năm trước, trong khi năm 2018 LCG thực hiện chuyển lỗ hơn 8,50 tỷ đồng và 7,1 tỷ đồng thuế thu nhập hoãn lại từ những năm trước sang.

Dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh (CFO) trở nên âm từ năm 2018 do khoản phải thu khách hàng từ hoạt động xây dựng hạ tầng giao thông tăng mạnh, lên mức 1.524,73 tỷ đồng (+41,30% yoy và gần 2,54 lần so với cuối năm 2017), chiếm tới 46,89% tổng giá trị tài sản ngắn hạn. Nguyên nhân chính là các chủ đầu tư gặp khó khăn về tài chính dẫn đến chậm tiến độ nghiệm thu và thanh toán cho các dự án: cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn (233,62 tỷ đồng), nhà máy nước Phú Ninh (129,82 tỷ đồng), dự án điện mặt trời Mỹ Sơn 1 & 2 (243,23 tỷ đồng), nhà máy nước Tây Mỗ (137,22 tỷ đồng),....

BIỂU ĐỒ 7: Dòng tiền



Nguồn: LCG, FPTS tổng hợp

BIỂU ĐỒ 8: Tình hình vốn lưu động



Nguồn: LCG, FPTS tổng hợp

² Dự án điện mặt trời Chư Ngọc tại tỉnh Gia Lai được thi công xây dựng từ tháng 1/2019 với tổng vốn đầu tư là 364 tỷ đồng, trong đó LCG góp vốn 88% trong đó ngân hàng tài trợ 65%.

KẾ HOẠCH KINH DOANH 2020 VÀ ĐÁNH GIÁ

BẢNG 4: Kế hoạch kinh doanh của LCG năm 2020

	TH2019	KH2020	FPTS ước tính	% ước tính/KH 2020
DTT hợp nhất	2.536,27	2.668	3.514,34	131,72%
- Mạng xây dựng	2.005,70	2.528	3.313,23	131,06%
- Mạng kinh doanh BĐS	484,95	140	147,47	105,34%
LNST thuộc công ty mẹ	191,13	210	211,24	100,59%

Nguồn: LCG, FPTS tổng hợp

Năm 2020, LCG đặt kế hoạch DTT hợp nhất đạt 2.668 tỷ đồng, tăng 5,19% so với thực hiện 2019 và LNST thuộc công ty mẹ đạt 210 tỷ đồng, tăng 9,88% so với thực hiện 2019.

Kết quả kinh doanh quý I/2020, DTT hợp nhất đạt 413,39 tỷ đồng (-18,47% yoy) và LNST thuộc công ty mẹ đạt 21,41 tỷ đồng (-84,99% yoy), lần lượt hoàn thành 15,49% và 10,19% kế hoạch năm. LNST giảm mạnh là do LCG vẫn chưa bàn giao được phần còn lại của dự án BĐS Long Tân và Nam Phương dẫn đến không ghi nhận doanh thu mảng BĐS, trong khi cùng kỳ doanh thu mảng này đạt 134,45 tỷ đồng.

Chúng tôi ước tính kết quả kinh doanh năm 2020 của LCG với DTT hợp nhất đạt 3.514,34 tỷ đồng (+38,56% yoy) và LNST thuộc công ty mẹ ước đạt 211,24 tỷ đồng (+10,52% yoy), lần lượt hoàn thành 131,72% và 100,59% kế hoạch năm, dựa trên các cơ sở sau:

Về doanh thu:

- **Mạng xây dựng** ước tính đạt 3.313,23 tỷ đồng (+30,64% yoy), nhờ việc LCG sẽ tập trung vào bàn giao các công trình dở dang từ các năm trước. Ước tính tổng doanh thu chuyển tiếp từ các dự án năm 2019 đạt 2.509,60 tỷ đồng; những hợp đồng này đã hoàn thành trên 80%. Trong đó có hai dự án đang chờ nguồn tín dụng để triển khai tiếp tục là nhà máy nước Phú Ninh (128 tỷ đồng) và nhà máy nước Sài Gòn – Mê Kông (155 tỷ đồng).

Ngày 03/06/2020, công ty đã chính thức ký kết hợp đồng thi công dự án Nhà máy điện mặt trời Vạn Ninh công suất 100 MWp giá trị 1,567 tỷ đồng và dự kiến có thể mang lại gần 1.000 tỷ đồng doanh thu. Theo đó thì LCG phải hoàn tất xây dựng trước ngày 24/11/2020 để chủ đầu tư có thể được hưởng giá bán điện ưu đãi (0,0935 USD/kWh). Nếu chậm 1 ngày LCG sẽ bị phạt 2,4 tỷ đồng trong 10 ngày đầu, 4,8 tỷ đồng trong những ngày tiếp theo, còn qua 31/12/2020 (chủ đầu tư không được hưởng ưu đãi giá điện) thì LCG phải đền bù thiệt hại cho chủ đầu tư. Do đó, chúng tôi cho rằng LCG sẽ đẩy nhanh quá trình xây dựng để kịp tiến độ trong năm 2020, mang lại doanh thu cho LCG.

- **Mạng kinh doanh BĐS:** Quỹ đất có thể kinh doanh của LCG đã được khai thác gần hết, riêng dự án Điền Phước hiện tại đã được UBND tỉnh Đồng Nai chấp thuận chủ trương đầu tư nhưng LCG đang gặp khó khăn về dòng tiền nên chưa thể giải toả và đền bù mặt bằng, dẫn đến việc xây nhà và kinh doanh của dự án này sẽ chuyển sang năm 2021-2022. Vì vậy chúng tôi ước tính doanh thu mảng kinh doanh BĐS trong năm 2020 chỉ đạt 147,47 tỷ đồng (-69,59% yoy).

Về lợi nhuận:

- **Biên lợi nhuận gộp giảm xuống 12,54%** trong đó biên lợi nhuận gộp mảng kinh doanh BĐS giảm nhẹ xuống 55% do các dự án Long Tân phải chịu thêm chi phí chuyển đổi và từ cao tầng sang thấp tầng; trong khi biên lợi nhuận gộp mảng xây dựng tăng nhẹ lên 10,36% nhờ việc tập trung vào các dự án xây dựng hạ tầng năng lượng.
- **Doanh thu tài chính ước đạt 93,70 tỷ đồng (+94,04% yoy)** nhờ ghi nhận lợi nhuận từ việc chuyển nhượng dự án điện mặt trời Nhơn Hải³ trong quý 3/2020.
- Chi phí QLDN dự kiến sẽ không thay đổi nhiều so với cùng kỳ; CPBH ước tính giảm 69,59% do hoạt động kinh doanh BĐS giảm mạnh. **Ước tính LNST hợp nhất đạt 223,92 tỷ đồng (+15,57% yoy) và LNST thuộc công ty mẹ đạt 211,24 tỷ đồng (+10,52% yoy).**

³ Dự án điện mặt trời Nhơn Hải tại tỉnh Ninh Thuận được thi công xây dựng từ tháng 26/6/2019 với tổng vốn đầu tư là 854 tỷ đồng, trong đó LCG góp vốn 97%, ngân hàng tài trợ 80%.

ĐỊNH GIÁ

Dựa trên phương pháp định giá so sánh P/B để xác định mức giá mục tiêu của LCG. Dữ liệu của nhóm doanh nghiệp so sánh là dữ liệu trong 4 quý gần nhất (quý 1/2019 – quý 1/2020).

BẢNG 5: So sánh LCG với các doanh nghiệp hoạt động trong ngành (Đơn vị tính: tỷ đồng)

Mã CK	Vốn hóa	Vốn CSH	DTT	LNST thuộc công ty mẹ	Biên LNG	ROE 4 quý gần nhất	Đòn bẩy (x)	P/B (x)
HUT	617,85	3.211,89	955,38	72,29	32,60%	2,26%	3,43	0,20
SC5	298,94	353,45	1.719,11	27,25	5,30%	7,71%	5,25	0,85
BCE	237,60	367,80	629,65	37,93	9,48%	10,31%	2,35	0,68
Trung bình								0,57
LCG	814,96	1.587,35	2.442,59	170,39	16,80%	11,49%	2,97	0,51

Nguồn: FPTS tổng hợp

Tại thời điểm ngày 31/03/2020, giá trị sổ sách trên mỗi cổ phần của LCG là 15.413 đồng/cp, P/B trung bình của nhóm doanh nghiệp so sánh là 0,57x, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của LCG theo phương pháp P/B là 8.750 đồng/cp.

PHỤ LỤC

1. BẢNG 6: Danh sách công ty con và công ty liên kết tính đến ngày 31/03/2020

STT	Tên công ty con	Tỷ lệ biểu quyết	Hoạt động kinh doanh
1	CTCP Đầu tư Năng lượng tái tạo Licogi 16 (LCE)	97%	Sản xuất vật liệu xây dựng Thi công xây dựng dân dụng và công nghiệp
2	CTCP Đầu tư Năng lượng tái tạo Licogi 16 Ninh Thuận (LNT)	97%	Sản xuất truyền tải và phân phối điện Thi công xây dựng dân dụng và công nghiệp
3	CTCP Bất động sản LICOGI 16 (LCLand)	95%	Kinh doanh BĐS
4	CTCP Đầu tư Hạ tầng LICOGI 16 (LCI)	95%	Xây dựng công trình đường sắt và đường bộ
5	Công ty TNHH Xây dựng – Thương mại – Dịch vụ Điện Phước (DP)	95%	Xây dựng, kinh doanh BĐS
6	Công ty TNHH Xây dựng và Thương mại 12 (CT12)	80%	Xây lắp, kinh doanh BĐS
7	CTCP Licons Việt Nam (Licons)	80%	Sản xuất vật liệu xây dựng Thi công xây dựng dân dụng và công nghiệp
8	CTCP Điện gió Licogi 16 Quảng Trị 1 (QT1)	78%	Sản xuất điện Truyền tải và phân phối điện
9	CTCP Điện gió Licogi 16 Quảng Trị 2 (QT2)	78%	Sản xuất điện Truyền tải và phân phối điện
10	CTCP Đầu tư Tiện ích Licogi 16 (LCU)	75%	Khai thác, xử lý và cung cấp nước
STT	Tên công ty liên kết	Tỷ lệ biểu quyết	Hoạt động kinh doanh
1	CTCP Cấp nước Khu kinh tế Đông Nam Quảng Trị	45%	Khai thác, xử lý và cung cấp nước
2	CTCP Tư vấn Đầu tư Licogi 16.8	36,36%	Tư vấn thiết kế
3	CTCP Điện lực Licogi 16	34,50%	Xây dựng các công trình điện, đầu tư
4	CTCP Bắc Giang – Lạng Sơn – Hữu Nghị	30%	Xây dựng công trình đường sắt và đường bộ
5	Công ty TNHH Nhiên liệu sinh học Phương Đông	22%	Sản xuất Ethanol nhiên liệu

Nguồn: LCG, FPTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên tư vấn đầu tư FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 60 cổ phiếu LCG, chuyên viên tư vấn đầu tư và người phê duyệt báo cáo hiện không nắm giữ cổ phiếu của các doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1,
TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.
ĐT: (84.28) 6 290 8686
Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

Tầng 3, tòa nhà Tràng Tiền, 130, Đống
Đa, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng
ĐT: (84.236) 3553 666
Fax: (84.236) 3553 888