



CTCP LICOGI 16 (HSX- LCG)

Khởi đầu chu kỳ mới

- **2014: Tập trung cơ cấu lại tài sản**
- **Chi phí lãi vay tiếp tục giảm nhờ vào việc tái cơ cấu các khoản nợ dài hạn**
- **Triển vọng kinh doanh dự báo khả quan hơn nhờ nhu cầu xây dựng điện và hạ tầng giao thông**
- **Kinh doanh BĐS: Tập trung đầu tư dự án khả thi cao**
- **2015: KQKD tích cực nhờ vào sự cải thiện của biên lợi nhuận mảng xây dựng**

Quan điểm:

Licogi 16 (LCG) được thành lập từ năm 2001 với hoạt động chính trong lĩnh vực xây dựng và kinh doanh bất động sản. So với các công ty trong ngành xây dựng, LCG được chúng tôi chú ý nhờ vào thế mạnh về kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng và năng lực thi công tốt. Ngoài ra, nhu cầu về xây dựng sẽ tăng mạnh với các đề án về đường cao tốc, đề án về quy hoạch điện, cảng biển, cảng hàng không cũng là một yếu tố hỗ trợ cho Công ty. Đồng thời, hiện nay LCG đang sở hữu quỹ đất lớn (~285 ha) với giá vốn thấp ở Nhơn Trạch (Đồng Nai), khu vực đang có những bước chuyển biến tích cực trong dài hạn.

Đối với tài chính, LCG đang có những cải thiện đáng kể về kết quả kinh doanh, các khoản nợ vay cũng đã được cơ cấu lại nhằm cải thiện sức khỏe tài chính của công ty. Bên cạnh đó, việc dùng vốn thặng dư để xóa lỗ lũy kế nhằm nỗ lực rút ngắn khoảng thời gian bắt đầu có thể trả cổ tức từ năm 2017 xuống năm 2016 cũng là một điểm đáng lưu ý đối với LCG.

Với việc kết hợp ba phương pháp định giá là NAV, P/E và P/B, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với cổ phiếu LCG là **9.500 đồng/cp**. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu này trong **TRUNG HẠN**.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2013	FY2014	Q1/2015	FY2015E
Doanh thu thuần	284,9	1.265,8	279,8	1.441,9
% tăng trưởng	-58,7%	344,2%	20,0%	13,9%
Lợi nhuận sau thuế	-306,1	4,7	13,5	35,2
%tăng trưởng	n/a	n/a	8347,7%	650,6%
Tỷ suất LNST (%)	-107,4%	0,4%	4,8%	2,4%
ROA (%)	-15,5%	0,2%		1,7%
ROE (%)	-32,4%	0,5%		3,7%
EPS (VND)	-5.505	62		462
EPS đ/chính (VND)	-5.505	62		462
Giá trị sổ sách (VND)	14.113	12.406		12.846
Cổ tức tiền mặt (VND)		-		
P/E (x)	-1,2	137,1		17,5
P/BV (x)	0,5	0,7		0,6

Nguồn: LCG, RongViet Securities, *Giá cổ phiếu@13/07/2015

TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	8.100
Giá mục tiêu (VND)	9.500

Thời gian đầu tư **TRUNG HẠN**

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Xây dựng
Vốn hóa (tỷ đồng)	618,0
SLCP DLH (cp)	76.249.956
Beta	1,53
Free Float (%)	75,0
Giá cao nhất 52 tuần*	10.200
Giá thấp nhất 52 tuần*	5.600
KLGD bình quân 20 phiên	906.824

*Giá điều chỉnh



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
LCG	9,3	5,1	-18,0
Xây dựng	15,0	56,2	n/a
VN30 Index	10,9	2,8	34,8
VNIndex	13,2	7,2	54,7

Cổ đông lớn (%)*

Lucerne Enterprise Ltd	19,4
Asean Smallcap Fund	5,6
Bùi Dương Hùng	4,3
Red River Holding	3,7
Mekong Holdings Ltd	3,7
Sở hữu NĐTNN (%)	36,0

*Tại ngày 13/07/2015

Huỳnh Khoa Nam

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1312

nam.hk@vpsc.com.vn

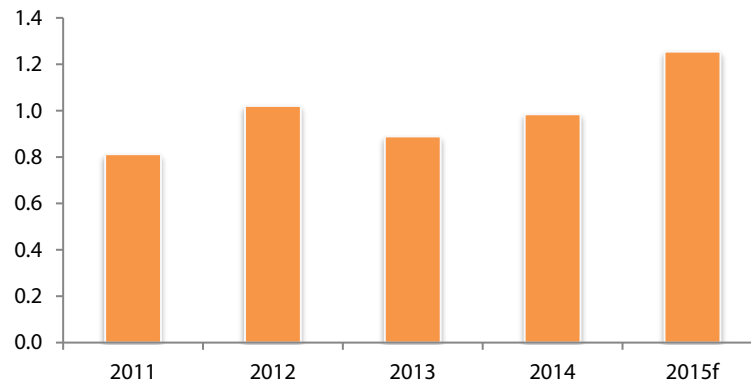


2014: Tập trung cơ cấu lại tài sản

Trong năm 2014, tình hình tài chính của doanh nghiệp đã có những thay đổi khá tích cực. Các khoản nợ vay đã được tập trung cơ cấu lại. Dòng tiền từ việc chuyển nhượng thành công hai dự án Sky Park Residence (143 tỷ đồng) và tòa nhà 24A Phan Đăng Lưu (55 tỷ đồng) đã giúp công ty trả các khoản nợ dài hạn. Tổng dư nợ vay ngân hàng của doanh nghiệp đã giảm đáng kể trong năm 2014, từ 540,8 tỷ đồng xuống còn 408 tỷ đồng, giảm 24,5%. Đặc biệt, khả năng thanh toán nhanh của LCG đã có cải thiện nhẹ khi tăng lên từ 0,89 lần đến gần 1 lần trong năm 2014.

Năm 2015, LCG dự kiến sẽ tiếp tục chuyển nhượng các dự án/tài sản hoạt động không hiệu quả như Trường cao đẳng nghề Licogi (72 tỷ đồng) và dây chuyền máy móc tại mỏ đá Sao Thổ (14 tỷ đồng). Nếu việc chuyển nhượng được thực hiện thành công, Công ty sẽ có thêm được dòng tiền nhằm bổ sung nguồn vốn lưu động cho hoạt động xây dựng và đầu tư vào một số dự án BĐS có triển vọng như dự án KDC Hiệp Thành, KĐTMT đường Lý Thường Kiệt.

Hình 1: Hệ số thanh toán nhanh (2011 – 2015f)



Nguồn: LCG, RongViet Research

Chi phí lãi vay tiếp tục giảm nhờ vào việc tái cơ cấu các khoản nợ dài hạn

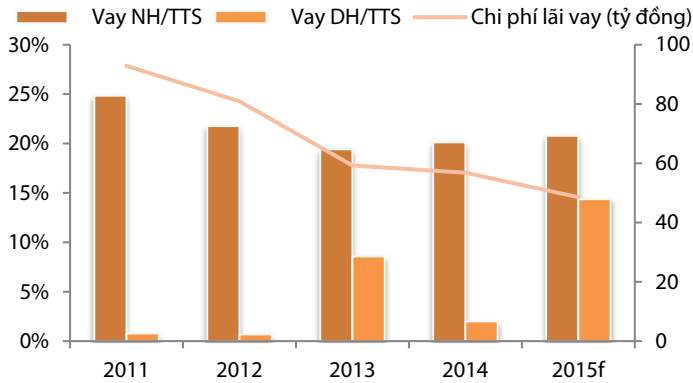
Tỷ lệ Nợ/TTS đạt mức cao nhất 55,6% vào năm 2013 do nợ vay dài hạn tăng hơn 166,1 tỷ đồng. Phần lớn nợ vay tăng thêm này được dùng để đầu tư vào trường cao đẳng nghề Licogi. Tuy nhiên, như đã đề cập ở trên, trong năm 2014, Công ty đã dùng phần tiền có được từ việc chuyển nhượng tài sản nhằm trả các khoản nợ dài hạn. Nợ vay dài hạn của doanh nghiệp vào cuối năm 2014 nhờ vậy đã giảm 129 tỷ đồng so với năm 2013, chi phí lãi vay đồng thời giảm 4,2% xuống 56,8 tỷ đồng.

Nhằm hỗ trợ vốn lưu động cho hoạt động xây dựng, nợ ngắn hạn luôn chiếm khoảng 60% tổng dư nợ của LCG trong vòng 5 năm gần đây. Với dự báo hoạt động xây dựng của doanh nghiệp sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong năm 2015, nợ vay ngắn hạn có thể sẽ tăng khoảng 27% so với năm 2014. Tuy nhiên, với dư nợ vay dài hạn dự báo sẽ ở mức thấp trong phần lớn thời gian của năm 2015, lãi suất vay trung bình dự báo giảm thêm 3,1 điểm phần trăm xuống khoảng 9%.

Theo kế hoạch 2015, Công ty sẽ phát hành 300 triệu trái phiếu với lãi suất không lớn hơn 12% nhằm đầu tư vào Dự án Hiệp Thành, Đồng Nai. Việc thực hiện phát hành dự kiến là vào Q4/2015. Do đó, lãi suất vay bình quân sẽ bắt đầu tăng lên từ năm 2016. Với giả định thận trọng là lãi suất của trái phiếu phát hành sẽ ở mức 12%, lãi suất trung bình 2016 sẽ tăng nhẹ lên 9,7%.

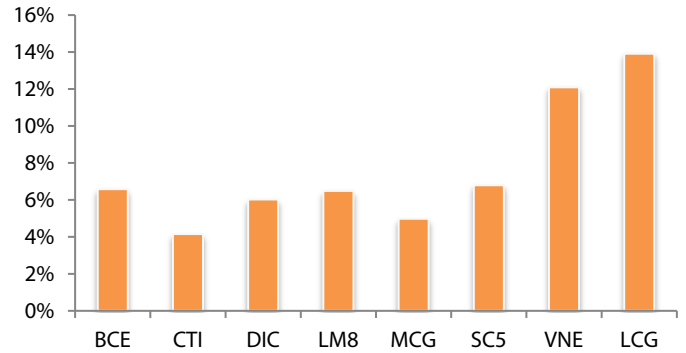
Mặc dù dự báo chi phí lãi vay tiếp tục giảm trong năm 2015, chi phí tài chính của doanh nghiệp có khả năng tăng nhẹ do trích lập dự phòng 16 tỷ đồng cho Công ty TNHH Nhiên liệu Sinh học Phương Đông (công ty liên kết) và 4 tỷ đồng cho khoản lỗ thoái vốn 10% ở Công ty cổ phần Licogi 166.

Hình 2: Biến động nợ vay 2011-2015f



Nguồn: LCG, RongViet Research

Hình 3: Tỷ lệ chi phí lãi vay/Tổng nợ của các công ty cùng ngành

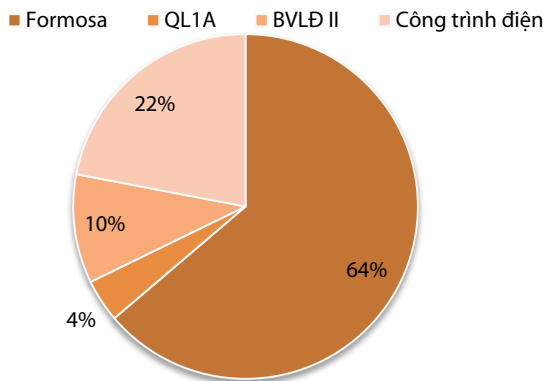


Nguồn: LCG, RongViet Research

Triển vọng kinh doanh dự báo khả quan hơn nhờ nhu cầu xây dựng điện và hạ tầng giao thông

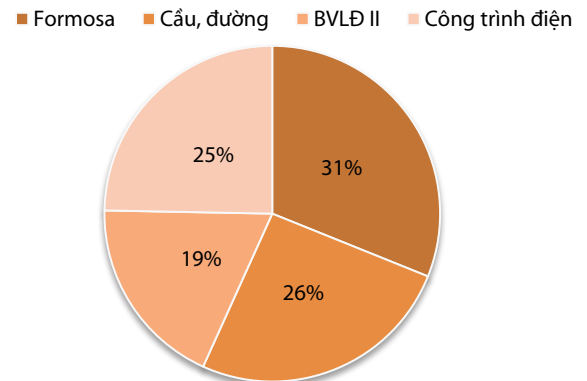
Xây dựng là mảng kinh doanh có đóng góp lớn nhất trong tổng doanh thu của LCG. Tuy nhiên, do tác động từ khó khăn của nền kinh tế cũng như sự đình trệ của thị trường BĐS, tỷ trọng này đã giảm từ mức 89% của năm 2012 xuống còn 73% trong năm 2014. Từ năm 2015 - 2020, hoạt động xây dựng của Licogi 16 sẽ tập trung vào hai mảng gồm xây dựng điện và xây dựng hạ tầng. Với dự báo nhu cầu về xây dựng các dự án trong hai lĩnh vực này sẽ tăng nhanh, chúng tôi kỳ vọng doanh thu xây dựng của LCG cũng sẽ tăng trưởng tích cực hơn.

Hình 4: Cơ cấu doanh thu xây dựng 2014



Nguồn: LCG, RongViet Research

Hình 5: Cơ cấu kế hoạch doanh thu xây dựng 2015



Nguồn: LCG, RongViet Research

Triển vọng mảng xây dựng điện

Đối với lĩnh vực xây dựng điện, theo quy hoạch ngành điện thì các dự án nhiệt điện sẽ là mục tiêu hướng đến với tỷ trọng nguồn điện từ nhiệt điện than tăng dần trong suốt 20 năm (2011-2030) và chiếm tỷ lệ lớn nhất. Cụ thể, kế hoạch năm 2020 nguồn nhiệt điện sẽ chiếm 46,8% trong tổng nguồn điện và đến năm 2030 sẽ là 56,4%. Một số dự án nhiệt điện đã được khởi công với tổng vốn đầu tư vào khoảng 13,3 tỷ USD (~290,1 nghìn tỷ đồng).

Bảng 1: Quy hoạch ngành điện đến 2030

Nguồn điện	Công suất (tỷ kWh)
Thủy điện	64,6
Nhiệt điện than	392,0
Nhiệt điện khí (3,9% dùng LNG)	100,1
Nguồn khác	138,3

Nguồn: BCTN 2014, RongViet Research tổng hợp

Bảng 2: Các dự án nhiệt điện đã khởi công

Dự án	Vốn đầu tư (tỷ USD)
Vinh Tân 4	1,5
Thái Bình	1,3
Vũng Áng 2	2,5
Long Phú 2	2,0
Long Phú 3	5,0
Duyên Hải 3	1,0

Nguồn: BCTN 2014, RongViet Research tổng hợp

Bên cạnh nhu cầu về phát triển nguồn điện, nhu cầu về đầu tư cơ sở hạ tầng ngành điện cũng sẽ được phát triển song song. Hiện nay, mạng lưới điện truyền tải siêu cao áp được tập trung đầu tư chủ yếu là cấp điện áp 500kV. Theo quy hoạch ngành điện, khối lượng lưới điện truyền tải dự kiến xây dựng từ năm 2011 đến năm 2030 là 13.330 km cho đường dây 500kV và 26.514 km cho đường dây 220kV. Tổng vốn đầu tư trong giai đoạn này là 2.359 nghìn tỷ đồng, trung bình khoảng 135 nghìn tỷ đồng/năm.

Với những yếu tố trên, LCG được đánh giá cao khi đấu thầu về các dự án điện vì kinh nghiệm của mình trong lĩnh vực này. Trước đây, Công ty cũng đã đảm nhận nhiều dự án xây dựng điện nổi bật như nhà máy A Vương, Bản Chát, Đồng Nai 3, Ba Hạ với những hạng mục quan trọng như cống dẫn dòng, cửa nhận nước, hạng mục đập bê tông. Hiện nay, 8/14 các hợp đồng xây dựng của LCG đến từ ngành điện, với tổng giá trị là 375,8 tỷ đồng. Trong đó, nổi bật là hợp đồng thầu phụ cho nhà máy nhiệt điện Vinh Tân, được ký vào Q1/2015, với tổng giá trị hợp đồng là 100,8 tỷ đồng.

Bảng 3: Các hợp đồng xây dựng điện trong năm 2015

Tên dự án	Giá trị hợp đồng (tỷ đồng)
Nhiệt điện Vinh Tân 4	100,8
Trạm Cầu Bông Củ Chi	50,6
Trạm biến áp Nhơn Trạch	58,7
Trạm Bầu Đưng	23,3
Trạm Tân Thới Hiệp	21,1
Trạm biến áp Hiệp Phước	22,0
Trạm 220kV Mỏ Cày	81,4
Đường dây Thạnh Đông Thoại Sơn	17,9

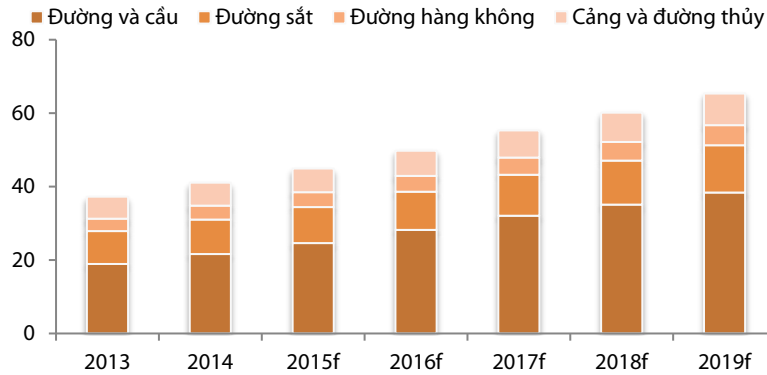
Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Triển vọng mảng xây dựng hạ tầng giao thông

Đối với mảng hạ tầng giao thông, khối lượng công việc còn khá lớn cho những năm tiếp theo. Theo kế hoạch đầu tư xây dựng hệ thống đường cao tốc đến năm 2020, cả nước sẽ hoàn thành thi công 2.308 km đường cao tốc (theo kịch bản thận trọng nhất của Bộ GTVT). Tuy nhiên, đến cuối năm 2014 mới chỉ hoàn thành được 567 km và dự kiến đạt 700 km vào cuối năm 2015. Để thực hiện hơn 75% km đường còn lại, tổng mức vốn cần là 319 nghìn tỷ đồng, trong đó khoảng 46% là vốn từ NSNN.

Để huy động phần vốn còn lại từ tư nhân, bên cạnh các hình thức đầu tư truyền thống như BT & BOT, Chính phủ đã ban hành Nghị định 15 về đầu tư theo hình thức đối tác công tư (PPP). Quy định này không chỉ tháo gỡ khó khăn về nhu cầu vốn đầu tư cho NSNN mà còn mở ra nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp xây lắp như Licogi 16.

Hình 6: GTXD cơ sở hạ tầng giao thông cả nước (Đvt: nghìn tỷ đồng)



Nguồn: BMI

Trong năm 2014, LCG đã phát hành thành công 20 triệu cổ phiếu để góp vốn thành lập công ty liên doanh liên kết BOT 38 cùng với hai đối tác là CTCP đầu tư khai thác cảng và CTCP xây dựng số 2. Tổng vốn góp của LCG trong CTCP BOT 38 là 72,5 tỷ đồng, chiếm 29%. Việc tham gia của LCG vào BOT38 được đánh giá cao đối với kết quả kinh doanh của công ty, đặc biệt là cải thiện về khoản lãi/lỗ từ công ty liên doanh liên kết. Hiện nay, CTCP BOT 38 đang cải tạo và nâng cấp Quốc lộ 38, đoạn nối Quốc lộ 1 với Quốc lộ 5 theo hình thức BOT. Trong đó, LCG phụ trách hai gói thầu 11 và 13 vừa được ký trong Q1/2015, với tổng giá trị là 183,5 tỷ đồng. Ngoài ra, Công ty còn có hợp đồng nâng cấp QL1A Quảng Trị với tổng giá trị hợp đồng là 124,5 tỷ đồng.

Kinh doanh BĐS: Tập trung đầu tư dự án khả thi cao

Năm 2014 tiếp tục là một năm khó khăn cho hoạt động kinh doanh BĐS của doanh nghiệp. Việc chuyển nhượng các dự án BĐS chủ yếu giúp doanh nghiệp bổ sung dòng tiền và tái cấu trúc các khoản nợ mà không mang lại lợi nhuận. Năm 2015, doanh nghiệp sẽ tập trung hoàn thiện các thủ tục pháp lý, đền bù GPMB và đầu tư tạo quỹ đất sạch sẵn sàng cho việc kinh doanh khi cơ hội đến ở hai dự án:

Dự án KDC Hiệp Thành, quận 12 – Tín hiệu tích cực cho khả năng thu hồi vốn

Theo kế hoạch, Công ty sẽ nâng tỷ lệ sở hữu ở Công ty TNHH Xây dựng & Thương mại 12 lên 80%. Đây là doanh nghiệp quản lý trực tiếp dự án Hiệp Thành, quận 12 với diện tích là 12,5 ha. Dự án có lợi thế ban đầu là 10ha đất sạch có sẵn, và phải đền bù 2,5ha còn lại thuộc sở hữu của người dân.

Vào đầu năm 2015, doanh nghiệp đã đạt được thỏa thuận đền bù 2,5ha. Công ty lên kế hoạch đưa vào kinh doanh từ cuối Q3/2015 với doanh thu ước tính khoảng 60 tỷ đồng trong năm nay. Tuy nhiên, để có thể chính thức đưa vào kinh doanh, công ty còn phải hoàn thiện các thủ tục pháp lý khác và thi công xây dựng cơ sở hạ tầng, công việc cần khá nhiều thời gian. Do đó, chúng tôi cho rằng khả năng bán được hàng và ghi nhận doanh thu trong năm nay là thấp. Ngoài ra, doanh thu 60 tỷ đồng nhiều khả năng là từ việc bán lại đất nền với giá ưu đãi (giá vốn) cho các người dân bị GPMB, nên việc ghi nhận (nếu có) sẽ không mang lại lợi nhuận cho doanh nghiệp. Trong một kịch bản thận trọng, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ chỉ ghi nhận được khoảng 5% doanh thu từ dự án này trong năm 2015.

Hình 7: Vị trí dự án KDC Hiệp Thành, quận 12



Nguồn: RongViet Research

Dự án Điền Phước, Nhơn Trạch, Đồng Nai - Tập trung đầu tư khi chí phí còn rẻ nhằm sẵn sàng cho việc kinh doanh

Công ty lên kế hoạch phát hành 300 tỷ đồng trái phiếu trong năm nay nhằm phục vụ đầu tư cho dự án KDC Điền Phước, Đồng Nai. Đây cũng là một trong những dự án nằm trong quỹ đất khá lớn ở Nhơn Trạch của Công ty (250ha). Đối với dự án này, Công ty tập trung đầu tư nhằm tận dụng chi phí đầu tư rẻ trong thời gian này cũng như “đón đầu” khi các dự án hạ tầng giao thông lớn đang rậm rịch chuẩn bị như sân bay Long Thành và tuyến đường vành đai 3 Tân Vạn – Nhơn Trạch (được triển khai trong năm nay). Mặc dù vậy, đây là bước đi khá mạo hiểm của doanh nghiệp vì khu vực Nhơn Trạch vẫn còn thiếu nhiều hạ tầng kết nối cũng như những tiện ích xung quanh.

Bảng 4: Cập nhật tiến độ/định hướng các dự án BĐS

STT	Dự án	Địa điểm	Quy mô	Vốn đầu tư	Tiến độ/Định hướng
1	KĐTMT Lý Thường Kiệt	Bảo Lộc, Lâm Đồng	17ha	535 tỷ	Tiến hành nghiên cứu thị trường, xây dựng kế hoạch kinh doanh, dự kiến thi công xây dựng cơ sở hạ tầng và kinh doanh 1 phần diện tích đất ở.
2	KDC Hiệp Thành	Q12, TPHCM	12,5ha	650 tỷ	Tập trung hoàn thiện pháp lý về đền bù GPMB. Thực hiện các thủ tục pháp lý. Thực hiện thi công xây dựng cơ sở hạ tầng và kinh doanh để thu hồi vốn.
3	KDC Long Tân 50ha	Đồng Nai	50ha	182 tỷ	Đã KD và đang bàn giao Giấy CNQSDĐ cho khách hàng.
4	KDC Long Tân 27ha	Đồng Nai	27ha	105 tỷ	Đã KD và đang bàn giao Giấy CNQSDĐ cho khách hàng
5	KDC Long Tân – Phú Hội 83ha, liên doanh VinaCapital	Đồng Nai	84ha	16,8 triệu USD	Đã bàn giao hồ sơ, pháp lý của DA và quỹ đất sạch cho Liên Doanh.
6	KDC Diên Phước	Đồng Nai	95ha	1.000 tỷ	Tiếp tục thực hiện xây dựng ý tưởng và QHCT 1/500 cho toàn bộ DA. Nghiên cứu việc thu hút vốn tài trợ cho phát triển dự án. Tiến hành đền bù GPMB, dự kiến thực hiện trong 2 năm 2015-2016, tạo quỹ đất sạch cho việc kinh doanh vào năm 2017-2020.
7	DA Nam An	Q.Bình Tân, TPHCM	7.082m2	420 tỷ	Hoàn tất các thủ tục xin ngừng dự án xây dựng chung cư và chuyển đổi sang phương án phân lô bán nền. Thực hiện thi công xây dựng cơ sở hạ tầng và kinh doanh để thu hồi vốn.
8	DA Thịnh Liệt	Hà Nội			Chuyển nhượng phần góp vốn theo hợp đồng cho đối tác khác trong hệ thống Tổng công ty.
9	DA Phước Thiển	Đồng Nai			Hoàn tất thủ tục chuyển nhượng từ đối tác. Thực hiện các thủ tục pháp lý để được chấp thuận đầu tư.

Nguồn: BCTN 2014, RongViet Research tổng hợp

Năm 2015: KQKD tích cực nhờ vào sự cải thiện của biên lợi nhuận mảng xây dựng

Doanh nghiệp đặt kế hoạch doanh thu mảng xây dựng năm 2015 là 1.476 tỷ đồng, tăng 21,5% so với năm 2014, trong đó đóng góp từ ba mảng chính đó là dự án Formosa (25%), các công trình hạ tầng giao thông (21%) và các công trình điện (20%). Bên cạnh tiếp tục thực hiện các dự án có sẵn từ năm 2014 như Công trình Formosa, Nâng cấp QL1A Quảng Trị, Bệnh viện II Lâm Đồng thì một số dự án mới được bổ sung gồm BOT QL38 (gói thầu số 11, 12, 13), Nhà máy nhiệt điện Vĩnh Tân 4, và Công trình Posco Hà Tĩnh. Có thể thấy khối lượng xây dựng của ngành điện vẫn duy trì khá tốt và đây là mảng kinh doanh có biên lợi nhuận gộp cao hơn so với các hoạt động xây dựng khác vì là ngành có tính đặc thù cao. Do đó, biên lợi nhuận gộp của mảng xây dựng dự báo tăng nhẹ lên 11,3% trong năm 2015.

Bên cạnh đó, như đã nhận định ở trên, khả năng việc ghi nhận phần lớn doanh thu từ dự án Hiệp Thành có khả năng chuyển qua năm 2016. Ngoài ra, mức độ ảnh hưởng của các công ty liên doanh liên kết đến KQKD cũng sẽ được giảm đi trong năm 2015 khi LCG thoái bớt vốn khỏi CTCP Licogi 166 (10%) và CTCP Licogi 16.1 (10%).

Qua đó, tổng doanh thu năm 2015 dự phóng đạt 1.442 tỷ đồng, đạt 98,3% kế hoạch và tăng 13,9% so với thực hiện năm 2014. LNST tương ứng đạt 35,2 tỷ đồng, tương đương với EPS là 462 đồng/cp.

Trong Q1/2015, LCG đã ghi nhận mức doanh thu khá tích cực là 279,8 tỷ đồng và LNST là 13,5 tỷ đồng, tăng lần lượt là 1,2 lần và 84,5 lần so với cùng kỳ năm trước. Mức tăng trưởng doanh thu và LNST của

Công ty đã có sự chênh lệch khá lớn do chi phí tài chính của doanh nghiệp đã giảm hơn 8 tỷ đồng, khoảng 53,9% so với cùng kỳ. Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp cũng được cải thiện, 14% so với 10% cùng kỳ năm ngoái.

Bảng 5: Tiến độ ghi nhận DT Q1/2015 và KH 2015 từ các HỖXD

Tên dự án	DT Q1/2015 (tỷ đồng)	KH 2015 (tỷ đồng)
Dự án thi công trực tiếp	264,3	1.001,4
+ Nhiệt điện Vĩnh Tân 4		90,9
+ BOT 38 (gói 11, gói 13)	10,0	187,8
+ Khu công nghiệp Formosa	154,3	376,0
+ Nâng cấp QL1A Quảng Trị	28,7	122,5
+ Bệnh viện II Lâm Đồng	71,3	224,3
Công trình điện	39,6	207,6
+ Trạm Cầu Bông Củ Chi	2,3	
+ Trạm biến áp Nhơn Trạch	17,7	
+ Trạm Bà Đưng	3,9	
+ Trạm Tân Thới Hiệp	1,9	
+ Trạm biến áp Hiệp Phước	1,7	
+ Trạm 220kV Mỏ Cày	11,0	
+ Đường dây Thạnh Đông Thọại Sơn	1,1	
Công trình khác	1,7	267,0
+ Nhà máy bia Sài Gòn	0,3	
+ Hạ tầng KDC Hiệp Thành	1,4	
Tổng	305,6	1.476,1

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Bảng 6: Những giả định chính

Chỉ tiêu	Dự phóng sau điều chỉnh	
	FY2015E	FY2016F
Tăng trưởng doanh thu (%)	14%	10%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	11%	13%
Tỷ suất EBIT (%)	6%	8%

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Định giá

Để xác định được giá hợp lý cho LCG, chúng tôi đã kết hợp phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV) và phương pháp so sánh (P/E & P/B). Cụ thể, đối với phương pháp NAV, do hai dự án BĐS được tập trung đầu tư trong năm nay là KDC Hiệp Thành và KDC Điện Phước, chúng tôi tiến hành định giá lại hai dự án này, trong đó bao gồm tất cả các chi phí phải đầu tư thêm. Đối với dự án Hiệp Thành, vì dự án hiện thuộc Công ty TNHH Xây dựng & Thương mại 12, nên giá trị tài sản sau khi định giá sẽ ảnh hưởng lên vốn đầu tư tài chính dài hạn của Licogi 16. Đối với phương pháp so sánh (P/E & P/B), LCG sẽ được tham chiếu với một số doanh nghiệp xây dựng niêm yết khác, với P/B và P/E lần lượt là 1,0 lần và 11,1 lần (tính tại ngày 13/07/2015).

Bảng 7: Giá trị định giá lại các dự án BĐS của LCG (Đvt: tỷ đồng)

Dự án	Giá trị sổ sách	Giá trị đánh giá lại	Phương pháp
KDC Nhơn Trạch 27ha	85,2	85,2	BV
KDC Bảo Lộc	70,4	70,4	BV
KDC Điền Phước	57,4	49,0	NAV
Chung cư Nam An	57,2	57,2	BV
KDC Nhơn Trạch 50ha	34,9	34,9	BV
KDC Hiệp Thành	42,7	50,9	NAV
Tổng	347,8	347,6	

Nguồn: RongViet Research tổng hợp và ước tính

Bảng 8: Định giá lại vốn cổ phần của LCG (Đvt: tỷ đồng)

Chỉ tiêu	31/12/2014	Giá trị đánh giá lại
Tiền và tương đương tiền	30,5	30,5
Khoản phải thu ngắn hạn	688,7	688,7
Hàng tồn kho	405,0	389,6
Tài sản ngắn hạn khác	61,6	61,6
TSCĐ	179,2	179,2
Đầu tư dài hạn	464,0	472,1
Tài sản dài hạn khác	8,1	8,1
Lợi thế thương mại	9,6	9,6
Tổng tài sản	1.846,6	1.839,3
<i>Loại trừ</i>		
Nợ	862,6	862,6
Lợi ích của cổ đông thiểu số	38,0	38,0
Giá trị tài sản ròng	945,9	938,6
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	76.249.956	76.249.956
Giá trị tài sản ròng trên mỗi cổ phần (VND)	12.406	12.309

Nguồn: RongViet Research tổng hợp và ước tính

Bảng 9: P/B và P/E của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết quy mô tương đương

Mã	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	P/B (*)	P/E (*)
BCE	243	0,7	12,0
C32	351	1,2	4,4
CDO	458	1,8	23,2
CTI	469	1,0	16,7
DIC	213	0,6	21,0
HTI	347	1,0	8,4
LM8	227	1,1	5,0
MCG	302	0,5	7,8
PXI	249	0,7	7,2
SC5	357	1,0	9,7
VNE	857	1,1	7,1
Bình quân		1,0	11,1

Nguồn: RongViet Research tổng hợp, (*) tính theo giá 13/07/2015

Bảng 10: Mô hình định giá

Phương pháp	Giá (VND)	Tỷ trọng	Bình quân (VND)
NAV	12.309	40%	4.924
P/B	12.437	20%	2.487
P/E	5.149	40%	2.059
Giá bình quân			9.471

Nguồn: RongViet Research

Quan điểm

LCG được thành lập từ năm 2001 với hoạt động chính trong lĩnh vực xây dựng và kinh doanh bất động sản. So với các công ty trong ngành xây dựng, LCG được chúng tôi chú ý nhờ vào thế mạnh về kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng và năng lực thi công tốt. Ngoài ra, nhu cầu về xây dựng sẽ tăng mạnh với các đề án về đường cao tốc, đề án về quy hoạch điện, cảng biển, cảng hàng không cũng là một yếu tố hỗ trợ cho Licogi. Đồng thời, hiện nay LCG đang sở hữu quỹ đất lớn (~285 ha) với giá vốn thấp ở Nhơn Trạch (Đồng Nai), khu vực đang có những bước chuyển biến tích cực trong dài hạn.

Đối với tài chính, LCG đang có những cải thiện đáng kể về kết quả sản xuất kinh doanh, các khoản nợ vay cũng đã được cơ cấu lại nhằm cải thiện sức khỏe tài chính của công ty. Bên cạnh đó, việc dùng vốn thặng dư để xóa lỗ lũy kế và nỗ lực rút ngắn khoảng thời gian trả cổ tức từ năm 2017 xuống năm 2016 cũng là một điểm đáng lưu ý đối với LCG.

Với việc kết hợp ba phương pháp định giá là NAV, P/E và P/B, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu LCG là **9.500 đồng/cp**. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu này trong **TRUNG HẠN**.

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	284,9	1.265,8	1.441,9	1.583,6
Giá vốn	259,0	1.169,7	1.278,4	1.385,1
Lãi gộp	25,9	96,1	163,5	198,4
Chi phí bán hàng	6,3	27,9	31,8	34,9
Chi phí quản lý	66,2	39,1	40,7	44,7
Thu nhập từ HĐTC	8,3	11,3	9,5	8,4
Chi phí tài chính	65,6	56,6	68,4	78,0
Lợi nhuận khác	-76,5	4,8	2,3	2,3
Lợi nhuận trước thuế	-294,4	-11,6	34,4	51,5
Thuế TNDN	13,4	0,1	1,7	11,3
Lợi ích cổ đông thiểu số	-1,7	-16,4	-2,6	-4,6
Lợi nhuận sau thuế	-306,1	4,7	35,2	44,7
EBIT	-235,2	45,2	82,9	129,7
EBITDA	-259,2	15,7	114,0	163,8

Đvt:%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Tăng trưởng				
Doanh thu	-58,7	344,2	13,9	9,8
Lợi nhuận HKKD	-187,6	-162,6	212,5	30,6
EBITDA	1260,2	-106,1	626,7	43,7
EBIT	-612,2	-119,2	83,3	56,4
Lợi nhuận sau thuế	736,8	-101,5	650,6	26,9
Tổng tài sản	-4,1	-4,6	21,1	3,2
Vốn chủ sở hữu	-27,5	19,2	3,5	0,5
Tốc độ tăng trưởng nội tại	-32,4	0,5	3,7	0,7
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	9,1	7,6	11,3	12,5
LN HKKD / Doanh thu	-16,3	2,3	6,3	7,5
EBITDA/ Doanh thu	-91,0	1,2	7,9	10,3
EBIT/ Doanh thu	-82,5	3,6	5,8	8,2
LNST/ Doanh thu	-107,4	0,4	2,4	2,8
ROA	-15,5	0,2	1,7	2,0
ROIC or RONA	-20,9	4,3	7,0	9,8
ROE	-32,4	0,5	3,7	4,6
Hiệu quả hoạt động (vòng)				
Vòng quay kh. phải thu	0,4	1,8	2,1	2,1
Vòng quay hàng tồn kho	0,8	3,1	3,0	2,9
Vòng quay khoản phải trả	0,6	2,5	3,0	3,1
Khả năng thanh toán (lần)				
Hiện hành	1,3	1,5	1,8	1,7
Nhanh	0,9	1,0	1,3	1,2
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	133,9	88,9	125,5	132,4
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	47,3	39,3	48,6	53,1
Vay dài hạn/ Vốn CSH	20,9	3,9	32,0	30,5

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Tiền	21	31	369	304
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu	682	689	705	775
Tồn kho	357	405	460	499
Tài sản ngắn hạn khác	87	62	68	68
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	1.147	1.186	1.603	1.646
Tài sản cố định hữu hình	85	82	89	115
Tài sản cố định vô hình	31	8	8	7
Xây dựng cơ bản dở dang	239	89	89	89
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	406	464	439	439
Tài sản dài hạn khác	15	8	8	10
Lợi thế thương mại	12	10	10	10
TSCĐ và đầu tư dài hạn	789	661	633	661
TỔNG TÀI SẢN	1.936	1.847	2.236	2.306
Tiền hàng phải trả và ứng trước	314	283	240	260
Khoản phải trả ngắn hạn khác	200	138	195	214
Vay và nợ ngắn hạn	376	371	476	523
Vay và nợ dài hạn	166	37	313	300
Khoản phải trả dài hạn khác	7	11	5	6
Tổng nợ	1.063	841	1.230	1.303
Vốn chủ sở hữu	794	946	980	985
Vốn đầu tư của CSH	562	762	762	762
Lợi nhuận giữ lại	-281	-277	33	38
Các quỹ	122	122	122	123
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	794	946	980	985
Lợi ích cổ đông thiểu số	54	38	27	19
TỔNG NGUỒN VỐN	1.911	1.824	2.236	2.306
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
LNTT	-294,4	-11,6	34,4	51,5
Khấu hao	24,0	29,5	31,1	34,1
<i>Các điều chỉnh</i>	<i>192,3</i>	<i>52,9</i>	<i>-50,0</i>	<i>-50,0</i>
Thay đổi vốn lưu động	18,9	-34,6	-72,7	-78,9
Tiền thuần từ HĐKD	-59,3	36,3	-57,2	-43,3
Thay đổi TSCĐ	-74,3	17,1	-32,3	-55,0
Thay đổi khoản mục ĐT khác	48,2	-60,2	-25,4	-51,8
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	0,9	2,6	45,0	45,0
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-25,2	-40,5	-12,7	-61,9
Nhận/trả lại vốn góp	4,8	147,4	-276,7	0,0
Vay mới/trả nợ vay	89,0	-133,5	431,6	83,3
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ+Chi khác từ LNGL	0,0	0,0	0,0	0,0
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	90,5	13,8	408,5	40,2
Tiền thuần trong kỳ	6,1	9,6	338,6	-64,9
Tiền đầu năm	14,9	20,9	30,5	369,2
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0	0,0
Tiền cuối kỳ	20,9	30,5	369,2	304,3

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
 Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
 Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2015.**