

Quick Report

LCG

04/11/2013

DVCSpeculator

Target 6/2014: >12.200 VNĐ/CP

(Trong ĐK VNI Uptrend)

Công ty Cổ phần LICOGI 16 (LCG - HOSE)

Điểm nhấn đầu tư

- LCG đang chuyển mình vượt qua giai đoạn khủng hoảng sau hơn 1 năm 2 quý ra báo cáo lỗ. Đây là một trong những yếu tố chính khiến giá của LCG giảm từ mức 4X trong năm 2010 xuống mức thấp nhất 4.5 trong thời điểm nửa đầu 2013.
- Về mặt chiến lược, công ty đang dần thoái vốn khỏi lĩnh vực bất động sản bằng cách bán bớt các dự án nhằm củng cố dòng tiền trả bớt nợ vay. **Việc chuyển nhượng dự án Sky Park Residence có thể thực hiện trong quý 4 năm 2013 sẽ mang về cho LCG doanh thu hơn 180 tỷ đồng cùng với phần lợi nhuận khác hơn 80 tỷ đồng trước thuế sẽ giúp LCG hồi sinh sau nhiều quý liên tục thua lỗ.**
- Về triển vọng, LCG vẫn chủ yếu tập trung vào Core business là xây dựng và đặc biệt **các hợp đồng xây lắp lớn với Formosa (trị giá khoảng 1000 tỷ VNĐ trong năm tới và có thể sẽ tăng lên 2000 tỷ VNĐ trong các năm sau) sẽ giúp LCG sớm lấy lại hình ảnh và vị thế trong những năm tới.** Việc tái cấu trúc đồng nghĩa với việc LCG sẽ thu gọn các hoạt động không hiệu quả nhằm tinh gọn bộ máy và qua đó cắt giảm chi phí.
- **KQKD 6 tháng đầu năm của LCG không khả quan** song hứa hẹn sẽ cải thiện mạnh trong hai quý cuối năm. Chúng tôi cho rằng LCG nhiều khả năng sẽ đạt mức lợi nhuận sau thuế khả quan trong hai quý cuối năm 2013. **Lợi nhuận năm nay ước đạt mức 27 tỷ VNĐ.** Doanh thu trong năm 2014 sẽ đạt mức 1.200 tỷ nhờ các hợp đồng xây lắp **đã ký và sẽ ký với Formosa,** lợi nhuận năm **2014 sẽ đạt mức khoảng 70 tỷ VNĐ và mức EPS dự kiến khoảng 1.200 VNĐ/CP.** Với sự kỳ vọng cho mức độ tăng trưởng lợi nhuận cao và vị thế ngành vững chắc, mức PE kỳ vọng cho LCG từ 10 đến 12 (tương đương mức PE thị trường) là hợp lý, **giá hợp lý của LCG là 12.200 -14.400 VNĐ/cp.**

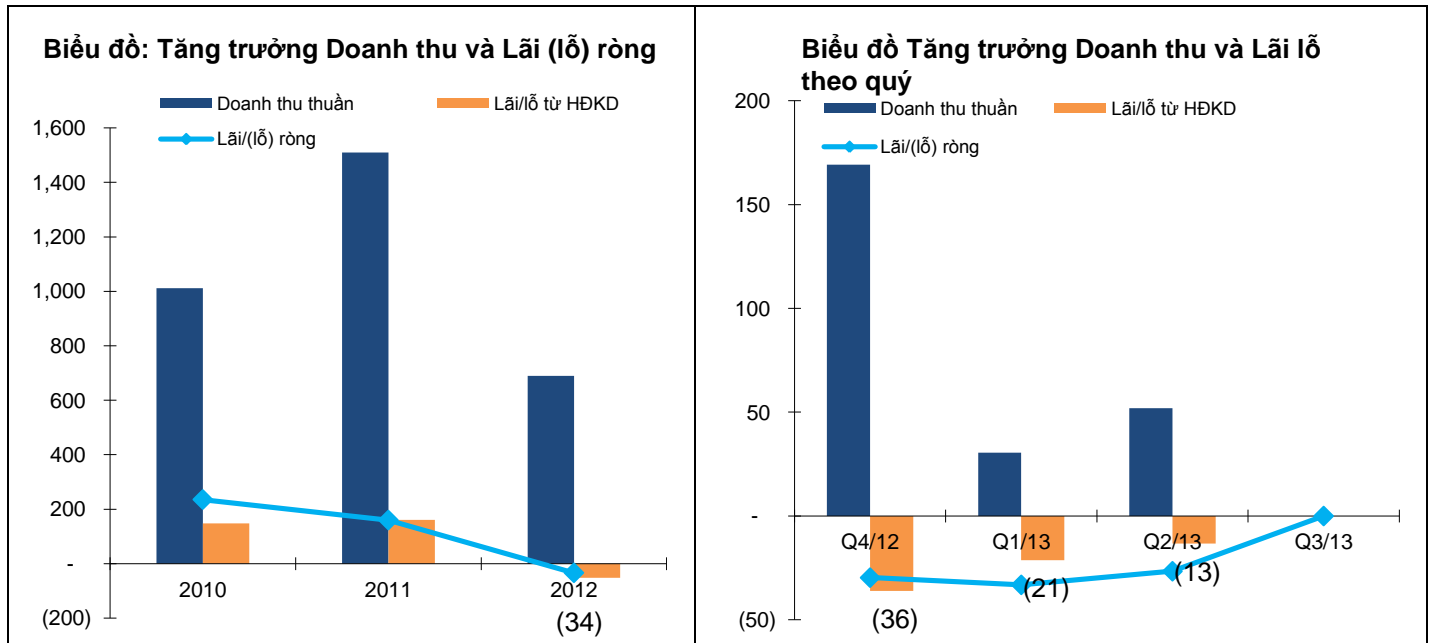
1. Thông tin cơ bản:

- Lĩnh vực kinh doanh của LCG tập trung vào 3 mảng chính: **(I) bất động sản, (II) xây dựng, (III) sản xuất ethanol**. LCG kinh doanh tập trung ở 4 khu vực: Thành phố Hồ Chí Minh, Hà Nội, Đồng Nai và tỉnh Lai Châu. LCG là một CTCP kinh doanh BĐS lớn với nguồn đất và các dự án bất động sản khá lớn nhưng do tình hình kinh tế vĩ mô khó khăn khiến mảng BĐS ngày càng trầm lắng. Do đó, LCG quay lại tập trung vào mảng cốt lõi là xây dựng, từ năm 2011, mảng xây dựng đã chiếm tới 98% trong tổng doanh thu của công ty.
- Mảng sản xuất xăng sinh học Ethanol đang gặp vấn đề khó khăn về phân phối đầu ra và riêng chí phí khấu hao từ Công ty TNHH NLSH Phương Đông(OBF) đã khiến LCG liên tục lỗ trong 2 quý đầu năm.
- Trong những năm tới, LCG tập trung nguồn lực để xây dựng và phát triển hai lĩnh vực kinh doanh chính BDS và Xây dựng. Trong đó, xây dựng sẽ mang tính chiến lược nhằm tạo nguồn thu nhập và dòng tiền ổn định lâu dài. Trong mảng BDS, LCG định hướng trở thành công ty BDS chuyên nghiệp, một nhà thầu có uy tín, có vị thế.

2. Hoạt động SXKD trong những năm gần đây:

❖ Hoạt động SXKD 3 năm trở lại đây:

- Về thị trường, Năm 2012 khép lại với bức tranh âm ảm chung của thị trường BDS với sức mua và lượng giao dịch thấp, tồn kho lớn khiến nhiều Chủ đầu tư gặp khó khăn gay gắt về tài chính, dòng tiền. Trong đó, lĩnh vực Xây dựng cũng vì thế gặp nhiều khó khăn trong tìm kiếm hợp đồng mới cũng như thực hiện các công trình dở dang khi nợ đọng tại các công trình là rất lớn.
- Những khó khăn đó đã phản ánh rất rõ nét trong KQKD 2012 khi DTT chỉ đạt 689.7 tỷ đồng giảm - 54,3%, chi phí tài chính tăng cao đã khiến LCG lỗ hợp nhất 34,1 tỷ đồng. Trong đó, nguyên nhân chính của khoản lỗ này do LCG bán 7,5 triệu cổ phiếu CTCP Hạ Tầng Nghi Sơn với mức giá 10.000 đồng/cp. Trong đó, giá trị đầu tư góp vốn vào CTCP Hạ Tầng Nghi Sơn là gần 14.583 đồng/CP khiến LCG lỗ 30,63 tỷ đồng từ khoản thanh lý này. Bên cạnh đó, khoản trích lập dự phòng 5,94 tỷ đồng nợ phải thu khó đòi trong năm 2012 và do tình hình khó khăn chung của thị trường đã khiến lợi nhuận cổ đông công ty mẹ lỗ 36,57 tỷ đồng.



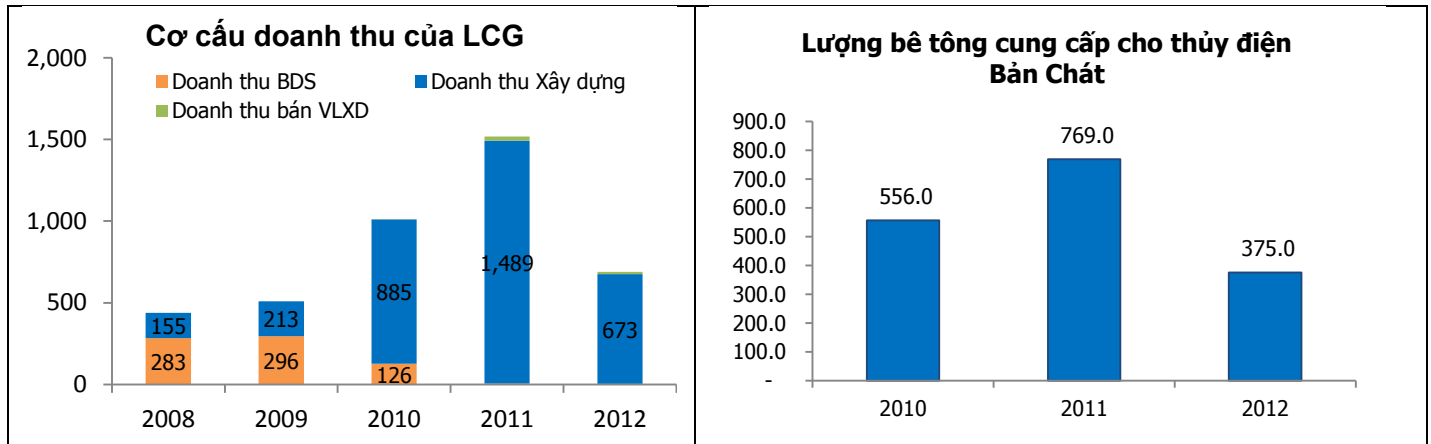
Cụ thể hoạt động kinh doanh từ các mảng chính như sau:

❖ **Mảng xây dựng:**

Kể từ khi thị trường BĐS gặp nhiều khó khăn, LCG đã tập trung mũi nhọn vào mảng xây dựng và đây cũng là mảng mang lại nguồn doanh thu và lợi nhuận chủ yếu cho công ty. Doanh thu từ mảng xây lắp trong 2 năm gần đây chiếm trên 97% doanh thu thuần của công ty.

Trong năm 2012, doanh thu từ mảng thi công xây lắp đạt 673.2 tỷ đồng, chiếm 98% tổng doanh thu trong đó phần lớn đến từ dự án Thủy điện Bản Chát – Lai Châu mà LCG độc quyền cung cấp bê tông đầm lăn. Phần còn lại đến từ các dự án như Thủy điện Đồng Nai 3, Bệnh viện Lâm đồng và Trường Cao đẳng công nghệ LICOGI - Thanh Hóa...

Doanh thu mảng xây dựng trong năm 2012 có xu hướng giảm khá nhiều so với 2011 do lượng bê tông cung cấp cho thủy điện Bản Chát chỉ còn 375 nghìn m³ so với năm 2011 là 769 nghìn m³. Trong đó, hợp đồng cung cấp 1,7 triệu m³ Bê tông đầm lăn cho nhà máy Thủy điện Bản Chát bắt đầu năm 2010 và chính thức kết thúc vào 2012.



❖ **Mảng Bất động sản:**

Năm 2012, hoạt động kinh doanh BDS không đóng góp doanh thu cho hoạt động kinh doanh của Công ty trong khi đa số các dự án đang dừng ở mức tạm dừng triển khai.

Dự án	Giá trị đầu tư tính đến 2012
Khu dân cư nhơn trạch 27ha	84.15
Khu dân cư Bào Lộc	69.66
Khu dân cư Điền Phước	55.21
Chung cư nam an	54.62
Khu dân cư Nhơn trạch 50 ha	34.08
Tổng giá trị	297.72

❖ **Mảng sản xuất xăng sinh học (Ethanol)**

Dự án sản xuất xăng Ethanol (E5) của Công ty TNHH Nhiên Liệu Sinh Học Phương Đông với số vốn đầu tư của LCG là 22%, ITOCHU Nhật Bản là 49% và Petrol Việt Nam (29%). Đây là một dự án tốt bởi PVOil là đơn vị bao tiêu sản phẩm dù cho giá nhiên liệu cho thế giới như thế nào vẫn đảm bảo tỷ lệ lợi nhuận 19%.

Sau khi dự án hoàn thành, dự kiến có thể sản xuất 300.000 lít/ngày xăng E5. Tuy nhiên vào thời điểm hiện tại, chính sách áp dụng bắt buộc sử dụng xăng E5 được đưa ra là vào tháng 12/2014 vẫn chưa thực sự rõ ràng, trong khi sản phẩm Ethanol không cạnh tranh được với các công ty nước ngoài trên thị trường xuất khẩu nên trong năm 2013, LGC có kế hoạch thoái vốn dự án. Bên cạnh đó, vấn đề phân phối cũng là một khó khăn, thách thức lớn. Nhiều đại lý từ chối bán xăng E5 do phải thay đổi thiết bị cất trữ, cùng với việc thị trường Việt Nam hiện chưa có nhu cầu, do đó để tìm được đối tác tiêu thụ sản phẩm dài hạn là một vấn đề khó khăn. Do đó, mặc dù Licogi đã đầu tư khá nhiều vào dự án (118 tỷ đồng) nhưng vẫn quyết định thoái vốn sớm để nỗ lực tìm kiếm giải pháp sớm thu hồi vốn góp. **Riêng**

nguyên nhân lỗ 2 quý đầu năm tăng mạnh so với cùng kỳ năm ngoái chủ yếu do LCG phải trích lập dự phòng 27,7 tỷ khoản lỗ từ Công ty TNHH Nhiên Liệu Sinh Học Phương Đông.

❖ Triển vọng kinh doanh 2013-2014:

- Năm 2013, LCG quyết tâm thực hiện việc tái cơ cấu một cách mạnh mẽ với các mục tiêu lớn như: (I) Thoái vốn khỏi Công ty TNHH Nhiên Liệu Sinh Học Phương Đông, (II) Thanh lý dây chuyền sản xuất bê tông đầm lăn RRC và một số máy móc thi công thủy điện Bản Chát (dự kiến khoảng 100 tỷ đồng), (III) Tăng cường tìm kiếm các hợp đồng xây lắp mới. (IV) Tích cực thu hồi nợ khó đòi (nợ của trường quốc tế Mỹ 39 tỷ đồng) và các khoản nợ hơn 100 tỷ từ dự án thủy điện Bản Chát. Các khoản này dự kiến sẽ bổ xung thêm dòng tiền cho LCG nhằm bổ xung vốn, giảm áp lực lãi vay trong thời gian tới.

❖ Triển vọng mảng xây lắp:

- LCG có nhiều dự án tiềm năng, có khả năng đảm bảo doanh thu cho năm 2013, tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp của mảng xây dựng mỏng nên sẽ thu hẹp biên lợi nhuận gộp của LCG. Do vậy, LCG buộc phải tăng khối lượng công việc. Gần đây, theo báo cáo từ cuộc họp ĐHCĐ, **LCG đang tập trung vào dự án Formosa để bù đắp sụt giảm doanh thu từ kết thúc Thủy điện Bản Chát.**
- Hai gói thầu tại dự án Formosa Hà Tĩnh có tổng giá trị hợp đồng là **1.710 tỷ đồng**, trong đó gói thầu thi công “đường chính-thoát nước khu Bắc dự án” Formosa Hà Tĩnh với tổng giá trị hợp đồng là 1.060 tỷ đồng. Phần vật tư do chủ đầu tư cung cấp 650 tỷ đồng, được thi công trong vòng 18 tháng kể từ tháng 7/2013. Tuy nhiên, Formosa đã yêu cầu LCG cung cấp cả phần vật tư 650 tỷ đồng. Do đó, có khả năng LCG toàn bộ sẽ thực hiện toàn bộ gói thầu này. Trước đó, cũng tại dự án này, LCG đã trúng thầu thi công gói thầu xây dựng khu thiết bị công cộng cho nhà máy trị giá 88 tỷ đồng đã hoàn thành hơn 90% giá trị hợp đồng. Dự kiếngói thầu Formosa tham gia có biên lợi nhuận gộp tại gói thầu là khoảng 11%.
- Cùng với việc nhận được gói thầu xây lắp điện với tổng giá trị 262.5 tỷ đồng sẽ tiếp tục mang lại dòng tiền cho LCG trong thời điểm cuối 2013-2014.

Dự án	Giá trị
Formosa Hà Tĩnh	1,710
Bệnh viện II Lâm Đồng	388
Thủy điện Đồng Nai 3	223
Mở rộng QL 1A	200
Thủy điện Hương Điền	137
Trạm 220KV Thuận An	34
Nhà ở cao cấp Thiên Nam	48
Gói thầu xây lắp điện	263
Tổng	3,003

❖ Triển vọng mảng BDS:

- Hiện tại, trong các dự án BĐS đang có LCG chỉ tập trung triển khai một dự án tại TP.HCM là khu chung cư Nam An và khu dân cư Hiệp Thành. Còn dự án tại Nhơn Trạch-Đồng Nai là khu dân cư Long Tân theo phương án xây dựng nhà ở xã hội của Chính phủ.
- Đối với dự án Nam An và Hiệp Thành, LCG có lợi thế là giá đất nền thấp nên với mức giá 10 triệu đồng/m² là mức khá cạnh tranh so với các dự án khác. Đối với dự án Nhơn Trạch-Đồng Nai, việc chuyển đổi thành dự án NOXH sẽ có thể giúp LCG được hỗ trợ vốn tại dự án này. Với mức giá dự kiến khoảng 6 triệu/m² là mức giá mà nhiều khách hàng trong khu vực có khả năng thanh toán.
- Với triển vọng thị trường BĐS hồi phục thì khả năng các dự án trên sẽ dễ dàng thanh khoản hơn.

Các dự án triển khai 2013 của LCG:

	Dự án	Sở hữu	Vị trí	Diện tích (m ²)	Tình trạng
Đất nền	Long Tân I	100%	Đồng Nai	500,000	Đất sạch
	Long Tân II	100%	Đồng Nai	270,000	Đất sạch
	Long Tân III	30%	Đồng Nai	830,000	Đất sạch
	Khu dân cư Hiệp Thành	100%	HCM	125,000	Đền bù 85%
Chung cư	Sky Park	100%	Hà Nội	9,262	Đất sạch
	Nam An	100%	HCM	7,080	Đất sạch

Riêng với dự án Sky Park Residence là dự án thuộc phân khúc cao cấp với tổng vốn đầu tư dự kiến là 1,250 tỷ đồng trong đó đến 80% được dự kiến tài trợ bằng vốn vay ngân hàng. Với tổng vốn đầu tư vào dự án này là 98 tỷ đồng sau khi hoàn thiện phần cọc, LCG đang tìm đối tác để chuyển nhượng lại dự án.

Với vị trí thuận lợi, và mặt bằng giá đất nền trong cùng khu vực vào khoảng 20 triệu đồng/m², dự kiến nếu chuyển nhượng tổng giá trị của dự án rơi vào khoảng 180 tỷ đồng đóng góp khoảng 61.5 tỷ đồng lợi nhuận.

3. Đánh giá tài chính và hiệu quả kinh doanh

❖ Doanh thu:

- Doanh thu của LCG có sự sụt giảm mạnh trong năm 2012 và tiếp tục suy giảm trong 2 quý đầu năm 2013 do hai yếu tố cơ bản. Thứ nhất, lĩnh vực bất động sản trầm lắng và các dự án đầu tư dở dang nhiều khiến LCG không thể thu được doanh thu từ lĩnh vực này. Thứ hai, Áp lực cạnh tranh hết sức quyết liệt trong lĩnh vực xây lắp cộng thêm sự trầm lắng của lĩnh vực bất động sản và đầu tư công khiến nguồn công việc trong lĩnh vực xây lắp cũng khan hiếm. Công ty ký được ít công trình có giá trị lớn trong năm 2012 và các tháng đầu năm 2013.

- Mặc dù có quỹ đất lớn với giá vốn rẻ song các khu đô thị của LCG đầu tư khó khăn trong việc bán hàng vì triển khai dở dang và tại các khu vực này cung đã vượt cầu.
- Trong các năm trước, mô hình kinh doanh của Công ty khá đơn giản là dùng lĩnh vực bất động sản làm mũi nhọn và lĩnh vực xây lắp làm phụ trợ **với việc đầu tư khá dàn trải nhiều dự án bất động sản có quy mô lớn**. Do đó công ty đã tích lũy rất nhiều quỹ đất tại các địa phương trên cả nước song các khoản đầu tư này không đem lại doanh thu và đã gây sức ép lên hoạt động kinh doanh thường nhật của Công ty.
- Chúng tôi nhận thấy, **Công ty đã có một số động thái chuyển dịch chiến lược trong đó lĩnh vực bất động sản đang gặp khó khăn được tạm ngừng đầu tư và lĩnh vực xây lắp được quan tâm trở lại và có khả năng đem lại doanh thu đều cho Công ty trong thời gian tới**.
- Chúng tôi lạc quan với triển vọng tăng trưởng doanh thu trong các quý tới khi LCG cho biết **đang thi công gói thầu cho dự án Formosa với giá trị 1.060 tỷ đồng**, đồng thời trúng thầu các gói thầu khác với tổng giá trị trên 280 tỷ đồng. Đến cuối tháng 6/2013 công ty mới chính thức được chủ đầu tư giao thi công gói thầu nói trên với tổng giá trị hợp đồng 1.060 tỷ đồng do đó nhiều khả năng **doanh thu sẽ được ghi nhận vào hai quý cuối năm 2013 và quý đầu năm 2014**.
- LCG cho biết Dự án Sky Park Residence - một trong những dự án lớn do công ty làm chủ đầu tư sẽ được chuyển nhượng do đó trong thời gian tới LCG sẽ có thêm thu nhập từ hoạt động khác. Chúng tôi **ước tính giá bán của dự án này khoảng 180 tỷ VNĐ dựa trên phân tích sơ bộ diện tích, vị trí và tiến độ hiện tại của dự án**.
- Chúng tôi cho rằng trong một hai năm tới, khả năng tăng trưởng doanh thu của LCG phụ thuộc lớn vào triển vọng phục hồi của nền kinh tế Việt Nam. Nếu kinh tế vĩ mô ổn định và phục hồi thì nguồn công việc xây lắp sẽ tăng lên (đặc biệt là với một doanh nghiệp có kinh nghiệm và năng lực trong ngành tốt như LCG). Thêm vào đó, lĩnh vực bất động sản nhiều khả năng sẽ diễn biến khả quan trong các năm sau và giúp cho LCG có thêm nguồn doanh thu từ việc bán đất tại các dự án mà Công ty đang đầu tư như Khu dân cư Nhơn Trạch, Khu dân cư Bảo Lộc, Chung cư Nam An...
- Chúng tôi đánh giá sau 2 năm khó khăn nền kinh tế Việt Nam đã bắt đầu có dấu hiệu chạm đáy và đi lên. Nền kinh tế cho thấy nhiều dấu hiệu đã vượt qua được giai đoạn khó khăn nhất. Các chỉ số trọng yếu của nền kinh tế như tăng trưởng GDP, lạm phát, tỷ giá hối đoái và cán cân thanh toán, sản xuất công nghiệp, hàng tồn kho, tăng trưởng tín dụng và đầu tư toàn xã hội đã thể hiện sự bình ổn và các

hoạt động kinh tế đang dần dần tăng tốc. Nếu nền kinh tế phục hồi thì LCG với năng lực cao trong lĩnh vực xây lắp chắc chắn sẽ tận dụng được cơ hội và phục hồi theo đà phục hồi của nền kinh tế.

- Doanh thu hai quý đầu năm 2013 của LCG ở mức khá thấp so với quy mô công ty đã có sự suy giảm đáng kể so với cùng kỳ do sự khó khăn chung của nền kinh tế. Tuy nhiên doanh thu của Công ty hứa hẹn sẽ cải thiện mạnh vào Quý 3 và quý 4/ 2013, khi gói thầu xây dựng cho Fomosa được triển khai. Chúng tôi ước tính công trình này cộng các công trình khác có thể đem lại 800 tỷ VNĐ doanh thu cho LCG trong hai quý cuối năm 2013 và cải thiện đáng kể hiệu quả kinh doanh và sức khỏe tài chính của Công ty.
- Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng Formosa Group (FPG) là một trong những nhà sản xuất lớn nhất châu Á, hoạt động đa ngành có trụ sở tại Đài Loan. Mỗi quan hệ tốt với công ty này sẽ giúp cho LCG có thêm rất nhiều công trình trong tương lai khi Formosa Group đang trong quá trình đầu tư vào Việt Nam với các dự án sản xuất nhựa, thép không gỉ.

Total Revenue	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10
LCG	444.59	509.98	1,011.54	1,509.64	689.06	832.96	2%
Construction & Materials	455.90	489.37	600.84	675.99	604.56	546.58	
%Δ diff of indus	-2%	4%	68%	123%	14%	52%	
Revenue Growth		2009	2010	2011	2012	ave 4y	10
LCG		14.7%	98.3%	49.2%	-54.4%	31.5%	2%
Construction & Materials		7.3%	22.8%	12.5%	-10.6%	14.8%	
%D diff of indus		100%	332%	294%	414%	113%	

❖ Lợi nhuận:

- **Lợi nhuận của LCG suy giảm đều trong 3 năm gần đây.** Công ty lỗ trong năm 2012 và tiếp tục lỗ trong 2 quý đầu năm 2013. Nguyên nhân chủ yếu vẫn là doanh thu sụt giảm mạnh khi thị trường bất động sản và ngành xây lắp gặp khó khăn (dấu hiệu rõ ràng xuất hiện từ năm 2012) cộng thêm áp lực lãi vay tăng cao khi mức độ nợ vay và mặt bằng lãi suất cho vay đều tăng cao.
- Trong các tháng đầu năm 2013, lãi suất cho vay giảm mạnh, cộng thêm các chi phí quản lý và bán hàng được chủ động tiết giảm song không giúp Công ty có lợi nhuận do các yếu tố cơ bản là doanh thu vẫn không có sự tiến triển nào rõ nét. Rõ ràng một công trình lớn với giá trị gói thầu lớn với Formosa là rất cần thiết cho Công ty lúc này và có khả năng xoay chuyển tình trạng khó khăn của Công ty.

NI / Profit	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10
LCG	135.43	218.34	238.36	154.21	-37.93	99.66	2%
Construction & Materials	28.46	40.05	41.06	23.77	5.48	25.85	

%Δ diff of indus	376%	445%	481%	549%	-792%	285%
------------------	------	------	------	------	-------	------

- Biên lợi nhuận gộp của Công ty vẫn khá tốt so với các Công ty cùng ngành do khả năng quản lý chi phí tốt do đó lợi nhuận gộp của LCG vẫn khả quan.. Vấn đề của Công ty chỉ là chi phí lãi vay quá cao và doanh thu sụt giảm. **Chúng tôi nhận thấy triển vọng lợi nhuận hai quý cuối năm 2013 của Công ty khả quan hơn thời gian trước khi thương vụ với Formosa được thực hiện và Công ty bán thêm dự án Dự án Sky Park Residence đem lại khoảng hơn 80 tỷ Lợi nhuận trước thuế.**
- Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của LCG sẽ chủ yếu xuất hiện trong quý 3, 4 và vào khoảng 86 tỷ VNĐ. Lợi nhuận trong toàn bộ năm 2013 sẽ không khả quan lắm do lỗ lũy kế hai quý đầu năm và sẽ chỉ đạt khoảng 27 tỷ VNĐ. Tuy nhiên, **chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong các năm tiếp theo là cao nếu nền kinh tế Việt Nam phục hồi và Công ty ký thêm được nhiều hợp đồng xây lắp hơn thông qua quan hệ tốt với Formosa.**

❖ **Hiệu quả quản lý:**

- ROA và ROE của LCG bị suy giảm đều trong bốn năm trở lại đây do các khó khăn chung của nền kinh tế và Công ty đã chậm chân trong việc tái cơ cấu hoạt động kinh doanh, đầu tư dàn trải nhiều dự án bất động sản và các công ty liên kết khiến quy mô tài sản tăng trong khi doanh thu sụt giảm dẫn tới lợi nhuận suy giảm mạnh và thua lỗ.
- Mặt bằng lãi suất tăng cao trong các năm 2011 và 2012 khiến chi phí lãi vay tăng vọt cũng khiến hiệu quả sinh lời giảm. Trong năm 2013 và các năm sau nhiều khả năng lãi suất sẽ ổn định làm giảm áp lực lên Công ty.
- Quy mô tổng tài sản của Công ty tăng lên trong các năm gần đây do các khoản đầu tư vào nhiều dự án bất động sản dở dang trị giá 300 tỷ và các công ty liên kết trị giá hơn 300 tỷ. Tuy nhiên, hoạt động đầu tư chưa mang lại hiệu quả khi doanh thu, lợi nhuận không tăng được tương ứng do nhiều dự án thiếu hiệu quả và các công ty liên kết hoạt động thua lỗ.
- Từ năm 2014 trở đi, Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ cải thiện được khả năng sinh lời hiện tại khi kiếm được các hợp đồng xây lắp lớn, bán bớt bất động sản qua đó giảm quy mô tài sản và trả nợ vay. Tuy nhiên, Chúng tôi không kỳ vọng biên lợi nhuận tăng lên đáng kể do quá trình tái cơ cấu là quá trình đòi hỏi thời gian. Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ chuyển từ trạng thái lỗ sang trạng thái lãi trong các quý tới.

ROE	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	9
LCG	26.4%	20.8%	20.0%	12.6%	-3.3%	13.8%	2.5%
Construction & Materials	14.1%	17.3%	14.3%	7.7%	1.6%	9.8%	
%Δ diff of indus	87%	20%	41%	65%	-308%	41%	
ROA	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10
LCG	12.1%	12.8%	11.6%	6.9%	-1.9%	7.8%	2.5%
Construction & Materials	4.0%	5.1%	4.2%	2.2%	0.5%	2.8%	
%D diff of indus	203%	150%	177%	216%	-492%	177%	

❖ Cơ cấu vốn:

- Mức độ sử dụng vốn vay của LCG ở mức vừa phải khiến hoạt động của Công ty vẫn bình ổn mặc dù trong giai đoạn khó khăn. Công ty không quá nhạy cảm với sự biến động của lãi suất và vấn đề sẽ được giải quyết khi doanh thu tăng trở lại. Mức độ vay nợ của Công ty so với trung bình ngành là ở mức thấp và chúng tôi đánh giá cao mặt này của LCG. Cơ cấu vốn của LCG sẽ còn trở nên mạnh hơn trong 2 quý cuối năm 2013, khi Công ty triển khai gói thầu với Formosa.
- Nhìn vào các chỉ số thanh khoản theo từng năm, khả năng thanh toán của LCG đang giảm song vẫn ở mức an toàn khi hệ số thanh toán hiện thời và thanh toán nhanh vẫn ở mức trung bình. Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng hàng tồn kho của LCG chủ yếu là dự án bất động sản dở dang do đó nếu thị trường bất động sản trầm lắng, mức độ thanh khoản của Công ty có thể sẽ tiếp tục giảm. Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ bán dự án Sky Park Residence và qua đó thu được khoản tiền mặt lớn và trả bớt nợ vay. Nếu thương vụ này thành công, mức độ vay nợ sẽ giảm đáng kể và khả năng thanh khoản của Công ty sẽ được nâng lên một cách vững chắc.
- Nhìn chung sức khỏe tài chính của LCG không phải là hoàn toàn lành mạnh song cũng không quá đáng quan ngại. Thêm vào đó chúng tôi cho rằng tình trạng này là tạm thời. Khi dòng tiền dự kiến từ thương vụ bán Dự án Sky Park Residence (khoảng 180 tỷ) chảy về Công ty, cộng thêm nguồn công việc đều đặn từ hợp đồng với Formosa, mức độ nợ vay chắc chắn sẽ giảm mạnh và các chỉ tiêu thanh khoản và cơ cấu vốn sẽ trở về mức vững chắc.

Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10
LCG	1.19	0.63	0.73	0.88	0.75	0.78	3.3%
Construction & Materials	2.54	2.40	2.40	2.52	2.51	2.48	
%Δ diff of indus	-53%	-74%	-70%	-65%	-70%	-69%	
Current Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10
LCG	0.96	0.48	0.54	0.86	0.74	0.68	3.3%
Construction & Materials	1.59	1.52	1.56	1.72	1.73	1.69	
%D diff of indus	-40%	-68%	-65%	-50%	-58%	-60%	

Longterm Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10 3.3%
LCG	0.23	0.15	0.19	0.02	0.01	0.10	
Construction & Materials	1.09	0.94	0.88	0.84	0.91	0.82	
%D diff of indus	-79%	-84%	-78%	-98%	-99%	-87%	

Chúng tôi đánh giá mức độ vay nợ hiện nay của Công ty ở mức trung bình song không quá rủi ro với vốn vay chiếm tỷ lệ không quá cao trong tổng tài sản. Các chỉ số về khả năng thanh khoản và thanh toán của Công ty đủ tốt để chịu đựng các cú sốc về lãi suất và thắt chặt tín dụng bất ngờ. Sức khỏe tài chính của Công ty sẽ được tăng cường trong các quý tới.

Định giá:

PB của LCG hiện nay ở mức khá thấp trong khi PE không tồn tại do lợi nhuận 2012 và 6 tháng 2013 là âm. Hiện tượng trên cho thấy thị trường đang không kỳ vọng nhiều vào triển vọng tăng trưởng tương lai của Công ty. Chúng tôi đánh giá mức kỳ vọng của thị trường chưa phản ánh được triển vọng tăng trưởng của LCG nhờ các hợp đồng và thương vụ sẽ được thực hiện trong thời gian tới.

Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng với dự báo lợi nhuận trong hai quý cuối năm 2013 và 2014 sẽ khả quan khi lợi nhuận từ việc bán Dự án Sky Park Residence và hợp đồng xây lắp với Formosa sẽ khắc phục tình trạng thua lỗ kéo dài của Công ty. Lợi nhuận năm 2014 sẽ phụ thuộc lớn vào việc Công ty có tiếp tục ký kết được các hợp đồng xây lắp và tái cơ cấu, giảm vay nợ thành công hay không. Trong năm 2014, Công ty không còn hưởng lợi từ xu hướng giảm lãi suất cho vay khi mặt bằng lãi suất cho vay đã chạm đáy.

P/E	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	6 6.7%
LCG	4.15	6.23	5.40	3.83	10.82	6	
Construction & Materials	4.86	8.13	6.87	5.23	13.87	6.73	
%Δ diff of indus	-15%	-23%	-21%	-27%	-178%	-11%	
P/B	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	3 6.7%
LCG	1.10	1.82	1.09	0.41	0.38	1.04	
Construction & Materials	0.88	1.86	1.26	0.56	0.50	0.94	
%D diff of indus	25%	-2%	-14%	-27%	-25%	11%	
Valuation						2012	0 10%
LCG						12.200	
Price						6,000	
%D diff of indus							

Chúng tôi cho rằng LCG nhiều khả năng sẽ đạt mức lợi nhuận sau thuế khả quan trong hai quý cuối năm 2013. Lợi nhuận năm nay ước đạt mức 27 tỷ VND. Doanh thu trong năm 2014 sẽ đạt mức 1200 tỷ nhờ các hợp đồng xây lắp đã ký và sẽ ký với Formosa, lợi nhuận năm 2014 sẽ đạt mức khoảng 70 tỷ VND và mức EPS dự kiến khoảng 1200 VND/CP. Với sự kỳ vọng cho mức độ tăng trưởng lợi nhuận cao và vị thế ngành vững chắc, mức PE kỳ vọng cho LCG từ 10 đến 12 (tương đương so với PE bình quân của thị trường) là hợp lý, giá trị sổ sách của LCG khoảng 19.000 đồng, giá hợp lý của LCG là 12.200 -14.400 VND/cp.

Kết luận:

LCG là một công ty có kinh nghiệm trong lĩnh vực xây lắp vị thế ngành tốt song tạm thời đang gặp khó khăn do tình trạng chung của nền kinh tế và đầu tư dàn trải. Tăng trưởng lợi nhuận tương lai khá chắc chắn nhờ các hợp đồng xây lắp đã ký kết và quá trình tái cơ cấu. Mức giá hiện nay chưa phản ánh triển vọng lợi nhuận năm 2014. Chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại của Công ty là mức giá có thể xem xét để MUA.

Phòng phân tích DVCSpeculator

Đại diện: Nguyễn Tuấn Anh - Số ĐT 097 436 1111