

**NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN**

Mã ngành ICB: 8633

Bloomberg Ticker: LCG VN EQUITY

Ngày cập nhật: 06/04/2012

Chỉ tiêu thị trường

Giá ngày 06/04/2012 (đồng)	9,800
Khoảng giá 52 tuần ('000 VNĐ)	9.8 – 10.4
+/- Giá 1 tuần	-9.3%
+/- Giá 1 tháng	-14.8%
+/- Giá 3 tháng	18.1%
KLGBQ 10 ngày	2,018,776
Beta	1.44
KLCP đang LH (triệu cp)	56.5
Vốn hoá (tỷ VNĐ)	551,2
EPS cơ bản	2,731
Book value	20,588
EBITDA	453.3
EBIT	281.3
Cơ cấu cổ đông	
• Nhà nước	
• Nước ngoài:	10.96%
• Khác	84.04%

(Nguồn: VCBS)

Chỉ số định giá

Chỉ số định giá	2010	2011
P/E cơ bản	2.2	3.6
P/B	0.3	0.5
Price/Sales	0.3	0.4
MarCap/Sales	0.3	0.4
EV/ EBITDA	2.2	2.5
EV/ EBIT	3.0	3.8

Biến động giá cổ phiếu (trong 03 tháng)**CÔNG TY CỔ PHẦN LICOGI 16 (LCG)****Nhận định chung**

Kinh doanh đất nền không còn tạo ra những khoản thu nhập khác béo bở như các năm trước khiến cho lợi nhuận ròng sụt giảm mạnh. Lợi nhuận năm 2011 của LCG chủ yếu từ hoạt động xây lắp nhưng sang năm 2012 lợi nhuận đang kỳ vọng vào kinh doanh 2 dự án BĐS (Dự án chung cư D25* đường Tôn Thất Thuyết – HN và Khu dân cư phường Hiệp Thành-Q12 HCM) do dự án xây lắp chính (thủy điện Bản Chát) đã gần hoàn thành. Công ty đang đẩy nhanh tiến độ về thủ tục và vốn để đưa 2 dự án này vào kinh doanh trong năm nay. Tuy nhiên, đối với các dự án chung cư việc hạch toán doanh thu theo tiến độ còn nhiều bất cập, LCG lựa chọn phương pháp hạch toán doanh thu khi bàn giao sản phẩm nên sẽ khó để đạt được kế hoạch theo phương án 1 (DT: 1.100 tỷ đ, LNTT: 102 tỷ đ).

Quyết định chi trả tỷ lệ cổ tức 5% trong năm 2011, thấp hơn đáng kể so với tỷ lệ trong 2 năm qua (bình quân 70%/năm) đã khiến cho LCG bị loại ra khỏi danh sách nhóm cổ phiếu chi trả cổ tức cao. Việc điều chỉnh hồi tố 66 tỷ tiền thuế mặc dù thực hiện theo đúng qui định nhưng khiến cho nhiều nhà đầu tư ngắn hạn không hài lòng khi lợi nhuận bị cắt giảm.

Triển vọng 2012 của LCG không lạc quan với kế hoạch kinh doanh theo phương án 2 (DT: 735 tỷ đ, LN: 0 tỷ đ, cổ tức: 0%) đã khiến cho giá cổ phiếu LCG liên tục điều chỉnh ngay sau ĐHCĐ. Tuy nhiên, chúng tôi đang kỳ vọng vào kết quả dự thầu tại một số dự án đập thủy điện, dự án về đường dây tải điện 220KV & trạm biến áp và một số dự án xây dựng khác mà LCG đang tham gia. Nếu thành công doanh thu và lợi nhuận 2012 sẽ có nhiều thay đổi.

Kết quả kinh doanh 2011 và triển vọng 2012

Không hoàn thành kế hoạch nhưng là một trong số ít doanh nghiệp BĐS có lời trong năm 2011

Tổng doanh thu 2011 là 1.066,8 tỷ đồng, lợi nhuận ròng 120,75 tỷ đ (tương đương lần lượt 86,16% và 90% kế hoạch). Tuy nhiên, việc không hoàn thành kế hoạch, thậm chí thua lỗ là tình hình chung của hầu hết các công ty BĐS niêm yết trong năm 2011. LCG là một trong số ít doanh nghiệp BĐS có lời nhờ vào hoạt động xây dựng trong 2 năm qua. Việc sử dụng vốn vay ngắn hạn tài trợ cho các dự án dài hạn đã khiến cho Công ty đang phải gánh chịu chi phí tài chính lớn, năm 2011 là 92,8 tỷ đồng (tăng 237% yoy). Ngoài ra, thu nhập khác từ hoạt động chuyển nhượng vốn góp đã ghi nhận hết trong năm 2010, 2011 không còn khoản thu nào từ hoạt động này. Các yếu tố này lý giải cho việc doanh thu tăng trưởng 49,2% trong khi lợi nhuận ròng giảm 30% so với năm 2010.

Đóng góp vào doanh thu chính năm 2011 là công trình thủy điện Bản Chát và hoạt động xây lắp trong khi BĐS không mang về bất kỳ khoản thu nào cho LCG trong năm. Dự án Nhơn Trạch không bán được thêm một nền nào kể từ năm 2010 do tình trạng đóng băng của thị trường địa ốc. Tình hình này được dự báo sẽ chưa có nhiều cải thiện trong năm nay. Trong khi dự án thủy điện Bản Chát sẽ sớm kết thúc vào tháng 5/2012, hiện đang hoàn thành nốt 1,6 triệu m3 bê tông. Công tác nghiệm thu quyết toán công trình đang được đẩy nhanh để thu về khoảng 500 tỷ đồng phần còn lại của dự án.

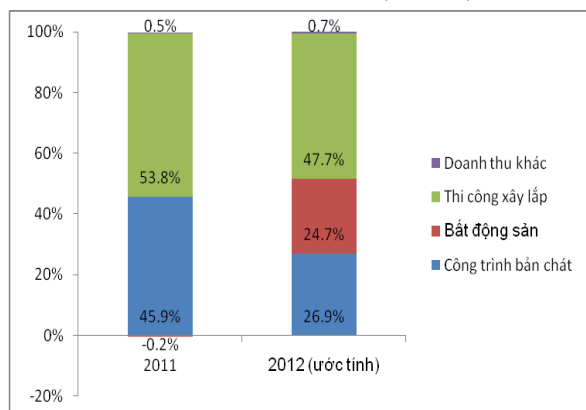
Lợi nhuận 2011 bị cắt giảm do điều chỉnh hồi tố 66 tỷ đồng tiền thuế thu nhập từ chuyển quyền sử dụng đất khiến

Việc điều chỉnh hồi tố 66 tỷ đồng tiền thuế trong năm 2011 từ hoạt động chuyển quyền sử dụng đất trong giai đoạn 2007 – 2008 dẫn đến lợi nhuận còn lại chưa phân phối của năm chỉ còn 43,5 tỷ đồng. Nguyên nhân là do trước đây chính sách miễn thuế TNDN trong 2 năm cho hoạt động sản xuất kinh doanh nhưng không áp dụng cho hoạt động chuyển quyền sử dụng đất. Dự án BĐS Nhơn

**Chỉ số dự phóng 2012**

Chỉ số dự phóng	2012 (1)	2012 (2)
Doanh thu Tỷ VND	1,100	735
Lợi nhuận Tỷ VND	102	0
EPS (đồng)	2,720	0
Cổ tức kế hoạch VND	1,200	10
Dividend Yield	12%	0%

Biểu đồ: Cơ cấu doanh thu 2011 -2012 (ước tính)

**Chỉ tiêu tài chính cơ bản**

Sức khỏe Tài chính	2010	2011
TS thanh toán nhanh	0.79	0.06
TS thanh toán hiện thời	1.87	1.24
Vay dài hạn/ TTS	0.11	0.01
Vốn vay/TTS	0.28	0.26
Vốn vay/ VCSH	0.48	0.49
Công nợ/TTS	0.42	0.45
Công nợ/VCSH	0.73	0.88
Lợi nhuận	2010	2011
Lãi gộp/DTT	18.9%	18.7%
Lãi hoạt động/DTT	14.7%	10.6%
Lãi trước thuế/DTT	26.8%	12.5%
Lãi ròng/DTT	23.2%	10.6%
EBITDA/DTT	39.6%	30.0%
EBIT/DTT	29.5%	18.6%
Hiệu quả Quản lý	2010	2011
ROE	21.4%	13.2%
ROA	12.7%	7.2%
ROCE	22.8%	21.2%
Sale/Mar.Cap	2.93	2.49

(Nguồn: VCBS)

Trạch-Đồng Nai của Công ty chủ yếu là phân lô bán nền do vậy không nằm trong hoạt động được miễn thuế.

Áp lực vốn lớn cho các dự án bất động sản

Dự án thủy điện Bản Chát dự kiến sẽ kết thúc sớm trong khi chưa có dự án xây dựng nào gói đầu trong năm nay. Kế hoạch doanh thu năm nay phần lớn dựa vào mảng kinh doanh bất động sản trong đó dự án D25* đường Tôn Thất Thuyết (Hà Nội) và Khu dân cư phường Hiệp Thành-Q12 HCM là 2 dự án trọng điểm của năm 2012. Hiện công ty đang chuẩn bị hồ sơ pháp lý, vốn và các điều kiện cần thiết để có thể khởi công sớm 2 dự án này. Công ty đang đứng trước áp lực huy động vốn lớn cho 2 dự án trên. Tổng nhu cầu vốn trong năm nay là khoảng 500 tỷ đồng, nguồn dự kiến sẽ từ hoạt động thoái vốn trong công ty liên kết khoảng (139 tỷ đồng), giảm tiền nợ tiền sử dụng đất (125 tỷ đồng), thu nợ 80% công nợ ở các công trình (Trường quốc tế Việt Mỹ, Hyundai), phát hành trái phiếu 200 – 300 tỷ đồng. Đối với 2 dự án D25 và Q12 Công ty có chủ trương huy động vốn thông qua một số hình thức hợp tác liên doanh, liên kết và kỳ vọng có thể huy động vốn từ khách hàng bắt đầu từ quý 2/2012.

Tình trạng sử dụng nguồn vốn ngắn hạn cho đầu tư dài hạn dù được sử dụng nguồn chi phí vốn rẻ nhưng dẫn đến tình trạng áp lực trả nợ vay lớn. Nếu năm 2012 không huy động được nguồn vốn dài hạn cho các dự án BĐS, miếng bánh lợi nhuận cuối năm sẽ tiếp tục bị chia sẻ cho chi phí lãi vay ngân hàng. Hệ số nợ cuối năm 2011 của LCG là 0.45 trong đó nợ ngắn hạn chiếm 98% tổng nợ.

Kế hoạch SXKD và cổ tức năm 2012 phụ thuộc nhiều vào doanh thu từ bất động sản

Hai phương án kinh doanh LCG được đưa ra dựa trên tính toán về dòng tiền và dự báo về thị trường bất động sản.

- Phương án 1: có thể hạch toán doanh thu BĐS theo tiến độ hoàn thành dự án, dự kiến DT: 1,100 tỷ đồng, LNST: 102 tỷ đồng, cổ tức 12%

- Phương án 2: không hạch toán doanh thu BĐS, doanh thu dự kiến: 735 tỷ đồng, lợi nhuận: 0 và cổ tức: 0%

Hai dự án đang được đẩy nhanh tiến độ để đưa vào kinh doanh là D25* đường Tôn Thất Thuyết – Hà Nội và Khu dân cư Hiệp Thành – Q12 HCM. Tuy nhiên, đây đều là các dự án chung cư, sức tiêu thụ phần khúc sản phẩm này hiện vẫn còn chậm do tình hình khó khăn chung. Ngoài ra, phương pháp hạch toán doanh thu theo tiến độ hoàn thành dự án có nhiều bất cập, thông thường đối với các dự án chung cư các công ty BĐS lựa chọn phương pháp hạch toán doanh thu khi hoàn thiện và bàn giao nhà. Licogi lựa chọn phương pháp thứ 2, do vậy việc ghi nhận doanh thu từ BĐS trong năm nay của LCG sẽ khó thực hiện, kết quả kinh doanh năm nay thiên về phương án 2 nhiều hơn.

Bảng: Bảng KQKD 2009 -2010 và kế hoạch 2012

Chỉ tiêu (Tỷ đồng)	2010	2011	YoY%	KH 2012	
				PA1	PA2
DTT	1,011.5	1,509.6	49%	1,100	735
LN gộp	191.4	281.7	47%		
LN HĐKD	168.3	243.2	45%		
LN HĐTC	-20	-82.6	313%		
LNST	270.9	188.4	-30%		
LNST	235	159.5	-32%	102	0
Cổ tức	70%	5%		12%	0%
EPS (đ)	7,368	3,292	-55%	2,720	0
VCSH	1,181	1,158	-2%		
TTS	2,050	2,233.7	9%		

(Nguồn: VCBS tổng hợp)

Bảng: Kế hoạch thu chi từ các dự án trong năm 2012

Tên dự án	Thu	Chi
Dự án D25*	337,8	345,83
Dự án Bảo Lộc	18,48	14,78
Dự án Ngãi Giao	2,62	
Dự án Nhơn Trạch 50 ha+27 ha	24,48	0,67
Dự án Nam An		0,32
Dự án Hiệp Thành	57,53	133,48
Dự án Điền Phước		15,27
Dự án Phước Thiện		29,57
Tổng	440,91	539,92

(Nguồn: LCG ĐHCĐ 2012)

Bảng: Kế hoạch SXKD của cả hệ thống LICOGI16

STT	Tên công trình	Thực hiện 2011		Kế hoạch 2012		Tỷ lệ KH 2012 so với thực hiện 2011	
		Doanh thu	LNST	DT	LNST	DT	LNST
I+II	Cả hệ thống LCG	3.171.720	204.158	2.528.992	202.359	79,7%	99,1%
I	CTCP LICOGI 16	1.746.313	120.754	1.106.150	102.800	63,3%	85,1%
II	Các công ty thành viên	1.425.407	83.404	1.422.842	99.559	99,8%	119,4%
1	CTCP LICOGI 16.1	41.223	113	100.000	110	242,6%	97,3%
2	CTCP LICOGI 16.2	96.351	12.398	190.000	6.200	197,2%	50,0%
3	CTCP LICOGI 16.5	60.002	350	158.500	5.000	264,2%	1428,6%
4	CTCP LICOGI 16.6	977.736	20.083	650.744	18.700	66,6%	93,1%
5	CTCP tư vấn đầu tư LICOGI 16.8	9.297	1.472	17.000	7.300	182,9%	495,9%
6	CTCP LICOGI 16.9	33.148	36,3	45.000	6.000	135,8%	16529%
7	CTCP cơ khí LICOGI 16	92.123	479	106.250	4.335	115,3%	905,0%
8	CTCP đầu tư và phát triển hạ tầng Nghi Sơn	93.177	48.143	85.348	48.414	91,6%	100,6%
9	CTCP Điện lực LCG 16	22.350	330	70.000	3.500	313,2%	1060,6%

(Nguồn: LCG ĐHCĐ 2012)

TIẾN ĐỘ THỰC HIỆN CÁC DỰ ÁN

Đối với lĩnh vực Bất động sản

1. Dự án KDC Long Tân 240 ha xã Long Tân và Phú Hội, Nhơn Trạch – Đồng Nai

- Giai đoạn 1 (50ha): đã tiến hành xây dựng cơ bản hoàn tất cơ sở hạ tầng, bàn giao đất và sổ đỏ cho các hộ dân tham gia góp vốn. Công ty đã thực hiện xong nghĩa vụ tài chính đối với nhà nước: nộp tiền sử dụng đất, nộp lệ phí trước bạ.
- Giai đoạn 2 (27ha): đang triển khai thi công hệ thống hạ tầng kỹ thuật, đã hoàn thiện 80% khối lượng, đang tiếp tục tiến hành bàn giao đất cho các hộ dân đã tham gia góp vốn. Dự án này đã đóng tiền sử dụng đất, đang tiến hành thủ tục cấp sổ đỏ cho từng lô đất.
- Giai đoạn 3 (83 ha):** Do Công ty TNHH KĐT mới Phú Hội (liên doanh giữa Licogi 16 và Vinacap) làm chủ đầu tư. Hiện đang tiến hành quy hoạch 1/500.



- **Giai đoạn 4 (50 ha):** Trong năm 2011 công ty đã được UBND tỉnh Đồng Nai giới thiệu địa điểm mở rộng dự án từ 50 ha lên 94ha. Đang tiến hành lập quy hoạch 1/500
- 2. **Dự án đầu tư thiết bị Bê tông đầm lăn – thủy điện Bàn Chát, Lai Châu:** Dự án này đã mang về doanh thu, lợi nhuận chủ yếu cho LCG trong năm 2011
- 3. **Dự án chung cư Nam An của Công ty Siêu Thanh (Phường Bình Hưng Hòa, Q.Bình Tân, HCM):** do thị trường BĐS đóng băng nên công ty chưa tiến hành triển khai đầu tư và thi công.
- 4. **Dự án KDC phường Hiệp Thành, Q.12, HCM:** đang tiến hành đền bù
- 5. **Dự án đầu tư xây dựng khu hỗn hợp tại đường Nguyễn Phong Sắc nối dài, Cầu Giấy, HN:** Đã hoàn thiện xong các thủ tục pháp lý, thi công xong gói thầu cọc thử, đang triển khai gói thầu cọc đại trà.
- 6. **Dự án KĐT mới đường Lý Thường Kiệt, P.Lộc Phát, Bảo Lộc, Lâm Đồng:** trong năm 2011 đã đền bù xong toàn bộ diện tích của dự án, đang tiến hành thiết kế kỹ thuật thi công.
- 7. **Dự án trường Cao đẳng nghề Licogi:** hiện đang tập trung thi công để hoàn thành trước T4/2012
- 8. Các dự án đang trong quá trình hoàn thiện hồ sơ pháp lý:
 - Dự án chung cư CT7 Khu đô thị mới Thịnh liệt, Q.Hoàng Mai, Hà Nội, với tổng diện tích 1,6 ha;
 - Dự án cải tạo chung cư cũ tại Khương Thượng, Đống Đa, Hà Nội;



KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được xây dựng nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến triển vọng phát triển của doanh nghiệp. Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo cũng không phải là lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào của/liên quan đến công ty được phân tích trong báo cáo. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

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

Báo cáo này và các nhận định, phân tích trong báo cáo thể hiện quan điểm riêng, độc lập của người viết và không được xem là quan điểm của VCBS. Do đó, VCBS và hoặc các bộ phận của VCBS có thể có các hoạt động mua/bán chứng khoán thuận chiều hoặc ngược chiều với những khuyến nghị trong báo cáo này.

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

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM

Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

<http://www.vcbs.com.vn> – <http://info.vcbs.com.vn>

Nhóm phân tích đầu tư:

Lê Thị Ngọc Anh
(ltnanh@vcbs.com.vn)

Quách Thùy Linh
(qtlinh@vcbs.com.vn)

Nguyễn Thị Thanh Nga
(nttnga-hcm@vcbs.com.vn)

Lê Thị Lệ Dung
(ltdung@vcbs.com.vn)

Trần Gia Bảo
(tgbao@vcbs.com.vn)

Phạm Thùy Linh
(ptlinh@vcbs.com.vn)

Trần Minh Hoàng
(tmhoang@vcbs.com.vn)