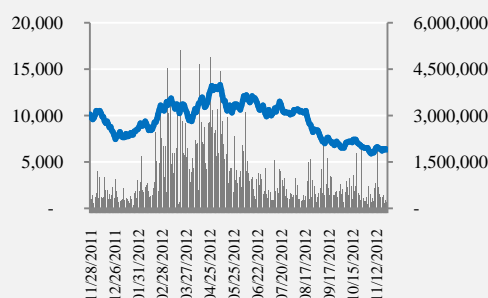


LCG [HSX]
Giá mục tiêu*
MUA
15,600
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | | |
|--------------------------------|-------------|---------|
| Giá (26/11/2012) | VND | 6,300 |
| Discount/Premium** | % | 147.6% |
| Vốn hóa thị trường | Tỷ đồng | 354 |
| Số cp lưu hành | Triệu cp | 56.2 |
| Số cp được chuyển nhượng tự do | Triệu cp | 45.2 |
| Giá trị công ty | Tỷ đồng | 851 |
| Diễn biến (30 ngày) | % | -3.08% |
| KLGD trung bình (30 ngày) | CP | 458,573 |
| Lĩnh vực | Công nghiệp | |

** Chênh lệch giữa giá thị trường và giá mục tiêu

THÔNG TIN GIAO DỊCH


Nguồn: Bloomberg

DIỄN BIẾN

| | 1T | 3T | 12T |
|---------------------|--------|---------|---------|
| Cổ phiếu | -3.08% | -25.00% | -36.05% |
| Vs VN- index | -0.61% | -21.39% | -37.76% |

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Yến Vy

(84 8) 3 914 6888

Nguyenthienyenvy@baoviet.com.vn

TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA với mức giá theo phương pháp NAV là 15,600 đ/cp, dù thấp hơn 25% giá trị sổ sách vào ngày 30/9/2012 nhưng vẫn cao hơn 148% so với mức giá đóng cửa 6,300 đ/cp ngày 26/11/2012. Điều này cho thấy cổ phiếu LCG đang bị đánh giá thấp hơn nhiều so với giá trị nội tại.

LCG hoạt động cùng lúc trong cả hai lĩnh vực xây dựng và bất động sản. Trong điều kiện bất động sản gặp khó như hiện nay, khoản thu đến từ xây dựng đã và đang giúp công ty duy trì hoạt động tốt hơn một số doanh nghiệp thuần về bất động sản khác. So với các công ty thuần về xây dựng, LCG có biên lợi nhuận gộp tốt hơn so với mức trung bình ngành do LCG hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng (biên lợi nhuận gộp của xây dựng dân dụng thường thấp hơn). Ngoài ra công ty còn có khối lượng tài sản tương đối chất lượng là quỹ đất sạch lớn được tích lũy ở mức giá thấp, phân bố chủ yếu ở huyện Nhơn Trạch-Đồng Nai là đô thị vệ tinh của TP.HCM có khả năng được đầu tư kết nối hạ tầng. Bên cạnh đó, công ty cũng sử dụng đòn bẩy vừa phải với tỷ số Nợ vay/Vốn chủ sở hữu 0.45 lần.

Quý 3/2012 ghi nhận kì lỗ đầu tiên kể từ khi niêm yết. Doanh thu thuần trong quý 3 ở mức 75 tỷ và lợi nhuận ròng là -20.4 tỷ đồng. Kết quả này thấp hơn nhiều so với quý 1 và quý 2 với lợi nhuận ròng tương ứng là 4 tỷ và 8 tỷ đồng. Kết quả lỗ một mặt là do thị trường bất động sản đóng băng dẫn đến hầu như không có doanh thu trong lĩnh vực này. Mặt khác, công ty đã không ghi nhận toàn bộ phần doanh thu còn lại từ dự án Bản Chát mà để lại khoảng 60 tỷ đồng cho quý cuối năm.

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2012, doanh thu ghi nhận 520 tỷ đồng, giảm mạnh 58.3% so với cùng kì, đạt 71% kế hoạch năm trong khi lợi nhuận ròng giảm còn âm 8 tỷ đồng.

Triển vọng 2012. Theo đánh giá của BVSC, Q3/2012 là quý duy nhất trong năm bị lỗ nhưng lại lỗ khá nhiều nên 3 quý còn lại không thể cứu cả năm khỏi việc lỗ một chút.

Dự báo 2013. Mảng xây dựng tiếp tục tạo nguồn thu chính trong năm 2013 với doanh thu có thể đạt 1,012 tỷ đồng. Mảng bất động sản tiếp tục trầm lắng trong khi khoản đầu tư vào dự án xăng sinh học có khả năng là mục tiêu thoái vốn bổ sung dòng tiền cho năm 2013.

| | | 2009A | 2010A | 2011A | 2012E | 2013F |
|-----------------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu | Tỷ đồng | 510 | 1,012 | 1,510 | 666 | 1,012 |
| EBIT | Tỷ đồng | 282 | 271 | 281 | 79 | 128 |
| EBITDA | Tỷ đồng | 286 | 376 | 454 | 149 | 178 |
| LNST | Tỷ đồng | 218 | 238 | 154 | (4) | 44 |
| EPS | đ/cp | 12,883 | 7,369 | 3,292 | - | 795 |
| Tăng trưởng EPS | % | 11% | -43% | -55% | - | - |
| P/E | x | 0.5 | 0.9 | 1.9 | - | 7.9 |
| Tỷ suất cổ tức | x | 0.3 | 0.3 | 0.1 | 0.0 | n/a |
| P/B | x | 0.15 | 0.20 | 0.29 | 0.31 | n/a |
| ROE | % | 28.8% | 21.7% | 13.2% | - | 3.9% |

Nguồn: Dữ liệu công ty, dự phóng của BVSC

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH QUÝ 3/ 2012

Quý 3/2012 ghi nhận kì lỗ đầu tiên kể từ khi niêm yết. LCG đã công bố doanh thu thuần trong quý 3 ở mức 75 tỷ và lợi nhuận ròng là -20.4 tỷ đồng. Kết quả này thấp hơn nhiều so với quý 1 và quý 2 với lợi nhuận ròng tương ứng là 4 tỷ và 8 tỷ đồng. Kết quả lỗ một mặt là do thị trường bất động sản đóng băng dẫn đến hầu như không có doanh thu trong lĩnh vực này. Mặt khác, công ty đã không ghi nhận toàn bộ phần doanh thu còn lại từ dự án Bản Chát, để lại khoảng 60 tỷ đồng cho quý cuối năm.

Mặc dù cổ đông của LCG đã chấp nhận kế hoạch kinh doanh không lỗ và cổ tức cả năm 2012 ở mức 0, công ty vẫn đã cố gắng để đạt được doanh thu và lợi nhuận từ lĩnh vực cốt lõi của mình là xây dựng cơ sở hạ tầng. Trong thực tế, LCG đã thể hiện khá tốt trong 6 tháng đầu năm khi đạt 445 tỷ đồng doanh thu, tạo ra 12 tỷ thu nhập ròng và EPS đạt 210 đồng/cổ phiếu. Tuy nhiên, đến quý 3, công ty đã ghi nhận mức lỗ 20 tỷ từ khoản doanh thu ít ỏi 75 tỷ đồng. Đây là kì lỗ đầu tiên kể từ khi cổ phiếu LCG niêm yết trên sàn giao dịch HSX.

Kết quả lũy kế 9 tháng đầu năm 2012, doanh thu ghi nhận 520 tỷ đồng, giảm mạnh 58.3% so với cùng kì, đạt 71% kế hoạch năm trong khi lợi nhuận ròng giảm còn âm 8 tỷ đồng.

| DVT: Tr.đ | 2012 KH | 9T/2012 | % KH | 9T/2011 | So với cùng kỳ 2011 |
|-----------------------------------|---------|---------|-------|-----------|---------------------|
| Doanh thu thuần | 735,000 | 519,822 | 70.7% | 1,247,846 | -58.3% |
| Lợi nhuận trước thuế | - | (3,078) | - | 187,077 | - |
| Lợi nhuận sau thuế cổ đông Cty mẹ | - | (8,114) | - | 146,081 | - |

Nguồn: Dữ liệu công ty

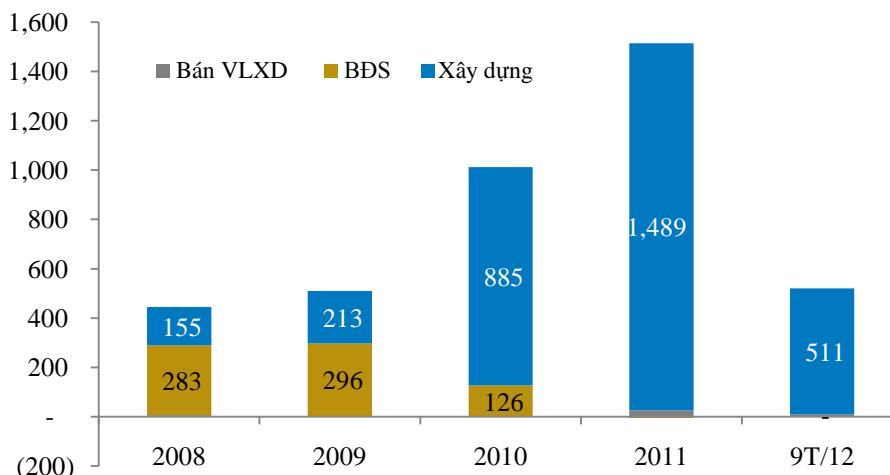
Mặc dù công ty bị lỗ, dòng tiền vẫn khả quan do khoản chi phí khấu hao trang thiết bị lớn từ dự án Bản Chát.

Xây dựng mang lại nguồn doanh thu và lợi nhuận chủ yếu kể từ năm 2011 và nguồn thu này đang giảm mạnh. Kể từ năm 2011, xây dựng chiếm khoảng 98% cơ cấu doanh thu thuần của công ty. Trong 9 tháng đầu năm 2012, LCG thu được 511 tỷ doanh thu từ mảng xây dựng, trong đó, phần lớn được đóng góp bởi dự án thủy điện Bản Chát (324 tỷ đồng) mà LCG độc quyền cung cấp bê tông đầm lăn. Kể từ cuối năm 2011, giá bán bê tông tăng lên 1.08 triệu đồng/m³ và LCG có được tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn ở mảng này. Phần còn lại trong doanh thu từ hoạt động xây dựng (187 tỷ) đến từ các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng bao gồm: Nhà máy thủy điện Đồng Nai 3, bệnh viện Lâm Đồng và những dự án khác.

Doanh thu từ hoạt động xây dựng giảm nhiều so với mức cùng kì năm trước (giảm 59% so với cùng kì), nguyên nhân do tổng lượng bê tông cung cấp trong năm 2012 chỉ còn 375,000 m³ trong khi năm 2011 là khoảng 769,000 m³.

Không có doanh thu từ bất động sản. Doanh thu từ mảng bất động sản của LCG giảm mạnh hầu như bằng 0 kể từ đầu năm 2011. Tất cả các dự án bất động sản hiện tại, ngoại trừ dự án Khu dân cư Sky Park, đều bị hoãn lại do tình trạng đóng băng của thị trường bất động sản ở Việt Nam.

Cơ cấu doanh thu của LCG



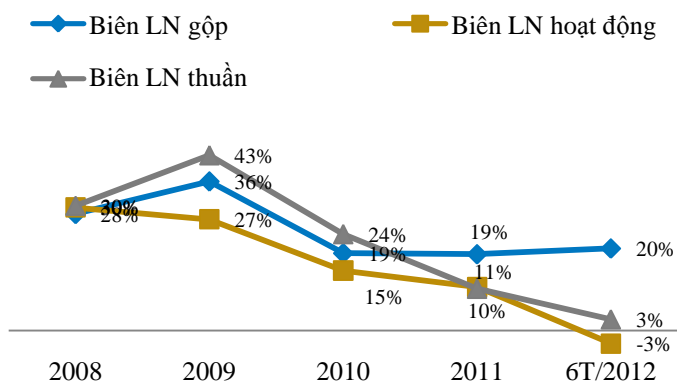
Nguồn: Dữ liệu công ty

Biên lợi nhuận ròng giảm mạnh. Từ khi đạt đỉnh ở mức 43% vào năm 2009, biên lợi nhuận ròng co hẹp dần chỉ còn 3% vào cuối tháng 6/2012 và thậm chí bị âm cuối tháng 9/2012. Nguyên nhân đến từ cầu yếu trong thị trường bất động sản, buộc công ty phải ngừng việc phát triển tất cả các dự án trong khi mảng này đang có tỷ suất lợi nhuận gộp cao nhất ở khoảng 50%. Không có bất kì khoản doanh thu nào từ bất động sản, biên lợi nhuận gộp của LCG bằng với mảng xây dựng ở mức 18% mặc dù riêng mảng này đã thể hiện sự cải thiện từ mức 3% trong năm 2009 lên 18% trong 9 tháng đầu năm 2012, cao hơn nhiều so với các công ty xây dựng dân dụng như CTD hay HBC (trung bình chỉ khoảng 10-15%).

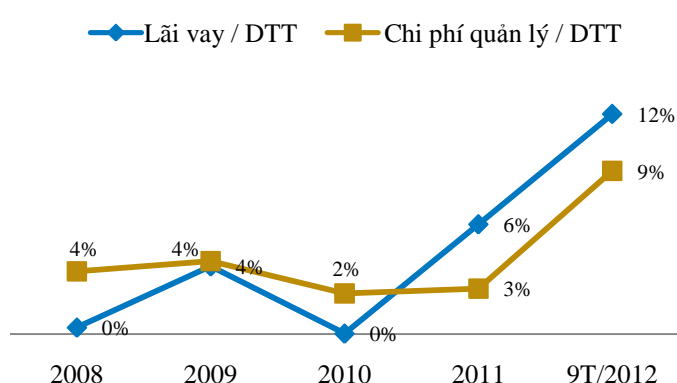
Thêm vào đó, biên lợi nhuận ròng chịu ảnh hưởng từ sự gia tăng tỷ lệ chi phí lãi vay và chi phí quản lí so với doanh thu thuần. Do doanh thu giảm mạnh trong khi chi phí lãi vay và chi phí quản lí vẫn ở mức cao nên tỷ số chi phí lãi vay/doanh thu thuần tăng gấp đôi và tỷ số chi phí quản lí /doanh thu thuần tăng 3 lần làm cho tỷ suất lợi nhuận hoạt động chỉ còn vài phần trăm, thậm chí âm.

Tính đến thời điểm 30/09/2012, LCG đã vay ngắn hạn 486 tỷ và vay dài hạn 22 tỷ với mức lãi suất trung bình là 15%. Tỷ số Nợ/Vốn chủ sở hữu ở mức 0.81x, thuộc mức trung bình so với các công ty khác trong ngành xây dựng và bất động sản.

Xu hướng biên lợi nhuận của LCG



Xu hướng tỷ lệ chi phí hoạt động so với DTT



Nguồn: BVSC tổng hợp

TRIỂN VỌNG CẢ NĂM 2012 VÀ DỰ BÁO 2013

LCG có quỹ đất cũng như số lượng các dự án bất động sản khá lớn. Kể từ khi lĩnh vực bất động sản không còn hoạt động tốt như trước năm 2010, công ty quay lại tập trung vào năng lực cốt lõi (xây dựng, kinh doanh vật liệu xây dựng) với danh mục các dự án xây dựng vẫn còn tương đối nhiều và từ đó tạo ra dòng tiền.

Tuy nhiên, do lĩnh vực xây dựng có biên lợi nhuận gộp mỏng hơn nhiều so với bất động sản, chỉ khoảng 17-18%, cho nên nếu như LCG chỉ có doanh thu từ hoạt động xây dựng mà doanh thu này lại không lớn thì biên lợi nhuận thuần có thể giảm xuống chỉ còn 2-3%, thậm chí có thể âm như đã đề cập ở trên. Theo đánh giá của BVSC, quý 3/2012 là quý duy nhất trong năm bị lỗ nhưng lại lỗ khá nhiều nên 3 quý còn lại không thể cứu cả năm khỏi việc lỗ một chút.

| <i>ĐVT: Triệu đồng</i> | Q4 12 | 2012E | 2013F |
|------------------------|---------|---------|-----------|
| Doanh thu thuần | 146,963 | 665,859 | 1,012,000 |
| EBIT | 22,728 | 78,744 | 127,617 |
| EBITDA | 39,019 | 147,742 | 178,217 |
| LNST cổ đông Cty mẹ | 3,687 | (4,427) | 44,161 |

Nguồn: BVSC dự báo

Dưới đây là đánh giá ngắn gọn về 3 mảng hoạt động chính của LCG:

1. Mảng xây dựng – tiếp tục là nguồn thu chính trong năm 2013.

Hợp đồng lớn cung cấp gần 1.7 triệu m³ bê tông đầm lăn cho nhà máy thủy điện Bản Chát sẽ kết thúc trong năm 2012. Dự án này đã bắt đầu ghi nhận doanh thu lần đầu tiên trong năm 2010 và đến tháng 9/2012 đã cung cấp khoảng 1.625 triệu m³ bê tông. Trong 3 quý đầu năm, dự án đã cung cấp khoảng 300,000 m³ và ghi nhận 324 tỷ đồng doanh thu. 75,000 m³ còn lại sẽ được thi công và ghi nhận trong quý 4 khi các công tác nghiệm thu hoàn tất.

Khối lượng bê tông cung cấp cho dự án Bản Chát (ĐVT: '000 m³)



Nguồn: Dữ liệu công ty

Hàng chục dự án xây dựng khác với tổng giá trị hợp đồng vào khoảng 912 tỷ đồng sẽ đóng góp chủ yếu vào doanh thu 2013. Hiện tại LCG đang thực hiện nhiều dự án trong mảng cơ sở hạ tầng và công nghiệp, bao gồm:

| Tên dự án | Giá trị hợp đồng cho năm 2013 (VND bil) |
|------------------------------|---|
| Nhà máy thủy điện Đồng Nai 3 | 223 |
| Bệnh viện Lâm Đồng | 340 |
| Nhà máy Ethanol Phương Đông | 30 |
| Các dự án khác | 319 |
| Total | 912 |

Nguồn: Dữ liệu công ty

Danh mục dự án xây dựng khá phong phú trên có thể đảm bảo công việc và doanh thu cho năm 2013. Tuy nhiên, do biên lợi nhuận gộp mỏng (khoảng 17-18%) nên mảng xây dựng này sẽ thu hẹp biên lợi nhuận gộp của LCG.

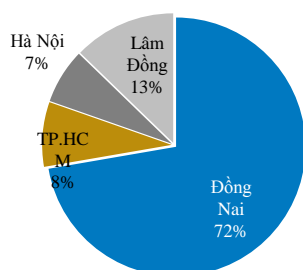
LCG đang nỗ lực thúc đẩy việc ký kết một hợp đồng xây dựng lớn để gia tăng thu nhập cho năm 2013 trở đi. Trong tình thế của LCG, do biên lợi nhuận của ngành xây dựng mỏng hơn nhiều so với ngành bất động sản, do đó để gia tăng lợi nhuận sau thuế, công ty buộc phải tăng khối lượng công việc. Trong cuộc gặp gần đây, công ty đã đề cập đến một hợp đồng lớn trị giá nhiều trăm tỷ đồng. Công ty đã ký được gói thầu đầu tiên trị giá khoảng 100 tỷ đồng và đang thương thảo giai đoạn cuối cho gói thầu tiếp theo trị giá lớn hơn. Nếu hợp đồng này ký kết thành công sẽ giúp thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận của năm 2013 và một vài năm tới. Điều này cũng đặc biệt có ý nghĩa với LCG khi mà mảng bất động sản của công ty hầu như không mang lại nguồn thu nào, ít nhất là cho đến cuối năm 2013.

Theo như chúng tôi tìm hiểu, hợp đồng này có khả năng liên quan đến công trình nhà máy nhiệt điện công suất 1,500 MW, được đầu tư bởi một tập đoàn Đài Loan nằm trong Khu kinh tế Vũng Áng (Hà Tĩnh).

Tuy nhiên, do tính chất bất thường của ngành xây dựng mà việc trúng thầu hợp đồng là rất khó dự báo, cho nên nhà đầu tư vẫn nên chờ đến khi công ty xác nhận đã ký được hợp đồng.

Việc thanh lý tài sản sử dụng cho công trình Bản Chát có thể tạo thu nhập bất thường (khoảng 100 tỷ đồng) nhưng việc này không dễ hoàn thành trong năm 2012. CTCP Licogi 16.6, một công ty con của LCG, là nhà thầu chính của công trình này. CTCP Licogi 16.6 đã lên kế hoạch thanh lý tài sản thi công cho công trình thủy điện Bản Chát vào cuối năm nay khi công trình đang bước vào giai đoạn hoàn thành và chưa có hợp đồng nào thi công một công trình tương tự được ký kết. Tuy nhiên, việc thanh lý này là không dễ dàng do tính đặc biệt của các thiết bị chuyên dụng về thi công đầm lặn cho một nhà máy thủy điện có công suất lớn như Bản Chát (công suất thiết bị đồ bê tông 500 m³/h). Trong khi đó, các dự án mới đầu tư vào các nhà máy thủy điện tại Việt Nam đang gặp nhiều khó khăn về vốn cũng như các quy định từ phía Chính phủ.

Quỹ đất của LCG



Nguồn: BVSC tổng hợp

2. Bất động sản – Tiếp tục trầm lắng

LCG sở hữu quỹ đất lớn (125 ha), trong đó 65 ha đã được đền bù và 64.3 ha đã đóng tiền sử dụng đất. Hầu hết các dự án bất động sản này đều đang tạm ngưng triển khai như đã đề cập ở phần trên. LCG hầu như không giải ngân thêm cho các dự án này và cũng không có dự án nào được chuyển nhượng.

Công ty dự báo thị trường bất động sản sẽ khó hồi phục ít nhất là trước Quý 3/2013. Do đó, công ty giãn tiến độ thực hiện các dự án cũng như đã lên kế hoạch không có doanh thu-lợi nhuận từ mảng này trong năm 2012. Có vẻ như tình trạng này sẽ tiếp diễn trong năm 2013.

Trong số các dự án bất động sản của LCG, có 2 dự án đã hoàn tất thủ tục pháp lý và sẵn sàng chuyển nhượng toàn bộ là dự án Khu dân cư Long Tân giai đoạn 1 và 2 (còn khoảng 25 ha đất thương mại). Dự án tiếp theo đang được LCG tiến hành để sớm mở bán là Khu phức hợp Văn phòng-Thương mại-

Căn hộ tại quận Cầu Giấy-Hà Nội và Khu dân cư Hiệp Thành (biệt thự, căn hộ) tại quận 12-TP.HCM.

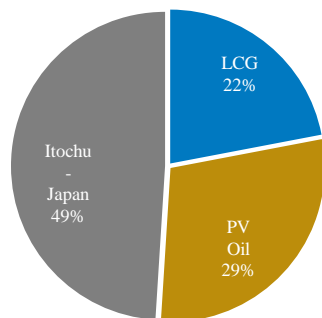
Trừ dự án Sky Park Residence, chúng tôi cho rằng một khi thị trường nhà đất có dấu hiệu hồi phục thì các dự án còn lại sẽ tăng nhanh tính thanh khoản do đều là đất sạch, đã đóng tiền sử dụng đất, đã triển khai một phần hạ tầng và đều thuộc phân khúc bình dân. Còn dự án Sky Park Residence lại thuộc phân khúc cao cấp, đòi hỏi lượng vốn đầu tư lớn. Trong tổng vốn đầu tư dự kiến là 1,250 tỷ đồng, 80% được dự kiến tài trợ bằng vốn vay ngân hàng. Công ty cũng có ý định kêu gọi đối tác hợp tác đầu tư. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá việc vay ngân hàng hoặc kêu gọi hợp tác vào lúc này là tương đối thách thức do tình trạng thắt chặt tín dụng đối với lĩnh vực bất động sản.

Danh sách dự án cập nhật đến tháng 11/2012:

| Tên dự án | Vị trí | Tổng DT (m2) | DT Thương mại (m2) | % LCG sở hữu | Tiến độ |
|---------------------------------|----------|--------------|--------------------|--------------|--|
| KDC Long Tân– GĐ 1 | Đồng Nai | 500,000 | 139,000 | 100% | - Hoàn tất đền bù và đóng tiền SDD. - Đang làm hạ tầng. - Đất sạch còn lại 13.9 ha. |
| KDC Long Tân– GĐ 2 | Đồng Nai | 270,000 | 110,000 | 100% | - Hoàn tất đền bù và đóng tiền SDD. - Đang làm hạ tầng. - Đất sạch còn lại 11 ha. |
| KDC Long Tân– GĐ 3 | Đồng Nai | 830,000 | n/a | 30% | - Hợp tác với VinaCapital. - Đang thiết kế 1/500. |
| KDC Long Tân– GĐ 4 | Đồng Nai | 500,000 | n/a | 95% | - Đang đền bù. - Đang thiết kế 1/500. |
| Khu phức hợp Sky Park Residence | Hà Nội | 9,262 | 6,762 | 100% | - Hoàn thành móng-cọc. - Chưa đóng tiền SDD (LCG dự ước khoảng 300 tỷ đồng, trả trong vòng 1 năm) |
| KDC mới Bảo Lộc | Lâm Đồng | 171,816 | 86,670 | 100% | - Đã đóng tiền SDD, đang chờ giấy chứng nhận quyền SDD. |
| KDC Hiệp Thành | HCMC | 125,000 | 62,707 | 80% | - Đền bù 80% và đã đóng tiền SDD. |
| Cao ốc Nam An | HCMC | 8,662 | | 100% | - Đất sạch. |

Nguồn: BVSC tổng hợp

Cơ cấu cổ đông của Công ty TNHH Nhiên Liệu Sinh Học Phương Đông



Nguồn: BVSC tổng hợp

3. Xăng sinh học – Khả năng là mục tiêu thoái vốn trong năm 2013

Công ty TNHH Nhiên Liệu Sinh Học Phương Đông với vốn đầu tư 80 triệu USD được đầu tư bởi 3 đối tác là tập đoàn ITOCHU Nhật Bản (49% vốn), Tổng Công Ty Dầu Việt Nam (29% vốn) và CTCP Licogi 16 (22% vốn) nhằm đầu tư xây dựng dự án nhà máy sản xuất ethanol tại huyện Bù Đăng, tỉnh Bình Phước với công suất 300.000 lít/ngày. Công ty được thành lập vào tháng 5/2008 sau khi chính phủ Việt Nam phê duyệt đề án khuyến khích sử dụng xăng sinh học vào tháng 11/2007. Vào lúc đó, dự án được xem như đón đầu thị trường, khi mà chính phủ đã đưa ra lộ trình bao gồm các mục tiêu như đến năm 2010 sản xuất 150,000 lit xăng sinh học, thiết lập cơ sở vật chất cần thiết cho việc sản xuất và phân phối xăng sinh học, khuyến khích các nhà sản xuất nhiên liệu sinh học,... Thực tế, Việt Nam đã bắt đầu bán xăng sinh học từ năm 2010 và lên kế hoạch đưa vào lưu thông xăng E10 trước 2015. Xăng sinh học được kỳ vọng nhanh chóng lưu thông tại Việt Nam.

Tuy nhiên, nhiên liệu sinh học đang vấp phải nhiều thách thức về vấn đề kênh phân phối. Nhiều đại lý từ chối bán xăng E5 do phải thay đổi một số thiết bị. Thêm vào đó, Petrolimex, công ty phân phối xăng dầu lớn nhất chiếm 60% thị phần cả nước, chưa mặn mà lắm với việc tham gia phân phối xăng sinh học E5.

Do đó, mặc dù nhà máy nhiên liệu sinh học Phương Đông sắp xong giai đoạn chạy thử vào cuối năm nay, thì triển vọng tiêu thụ của sản phẩm này vẫn chưa lấy gì làm chắc chắn. LCG vì thế cũng đang lên kế hoạch thoái vốn khoản đầu tư này (tính đến nay, LCG đã đầu tư 118 tỷ đồng). Nếu thoái vốn thành công vào năm 2013, LCG sẽ dồi dào hơn về dòng tiền. Trường hợp chuyển nhượng thấp hơn giá vốn (118 tỷ đồng), khoản lỗ này sẽ ghi nhận vào kết quả hoạt động kinh doanh trong kỳ, làm giảm tương ứng vốn chủ sở hữu nhưng vẫn bổ sung dòng tiền cho công ty. Do đó chúng tôi xem đây là tiềm năng sinh lời của cổ phiếu LCG.

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Kể từ năm 2011 khi thị trường bất động sản lao dốc, doanh thu và lợi nhuận LCG cũng suy giảm mạnh. Không còn lựa chọn nào khác, LCG đã tập trung vào lĩnh vực cốt lõi của công ty là xây dựng. Điều khiến chúng tôi băn khoăn về năm 2012 là khối lượng thi công cho công trình Thủy điện Bản Chát chỉ còn rất ít so với hai năm trước trong khi đây lại là nguồn thu chính của năm 2012. Do đó, theo mô hình dự báo của BVSC, doanh thu thuần từ xây dựng có khả năng không đủ trang trải chi phí lãi vay và chi phí quản lý doanh nghiệp đang ở mức cao do LCG có hệ thống công ty con và liên kết khá công kênh.

Bước sang năm 2013, triển vọng của LCG sẽ tốt hơn nhờ vào: (1) Khối lượng hợp đồng xây dựng các công trình công nghiệp và hạ tầng tăng lên, doanh thu xây dựng có thể đạt 1,012 tỷ đồng và (2) Khả năng thoái vốn được khoản đầu tư từ dự án xăng sinh học sẽ mang lại dòng tiền cho LCG như đã phân tích ở trên.

LCG hoạt động cùng lúc trong cả hai lĩnh vực xây dựng và bất động sản. Trong điều kiện bất động sản gặp khó như hiện nay, khoản thu đến từ xây dựng đã và đang giúp công ty duy trì hoạt động tốt hơn

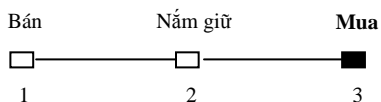
một số doanh nghiệp thuần về bất động sản khác. So với các công ty thuần về xây dựng, LCG có biên lợi nhuận gộp tốt hơn so với mức trung bình ngành do LCG hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng (biên lợi nhuận gộp của xây dựng dân dụng thường thấp hơn). Ngoài ra công ty còn có khối lượng tài sản tương đối chất lượng là quỹ đất sạch lớn được tích lũy ở mức giá thấp, phân bố chủ yếu ở huyện Nhơn Trạch-Đồng Nai là đô thị vệ tinh của TP.HCM có khả năng được đầu tư kết nối hạ tầng.

Bên cạnh đó, công ty cũng sử dụng đòn bẩy vừa phải với tỷ số Nợ vay/Vốn chủ sở hữu 0.45 lần.

Chúng tôi đã tiến hành định giá cổ phiếu LCG theo phương pháp NAV, sử dụng mức chiết khấu phổ biến ở mức 25-30% cho danh mục tài sản và có xét đến các yếu tố rủi ro như phân tích ở trên. Theo mô hình này, giá cổ phiếu LCG đang ở mức 15,600 đồng/cp, dù thấp hơn 25% giá trị sổ sách vào ngày 30/9/2012 nhưng vẫn cao hơn 148% so với mức giá đóng cửa 6,300 đ/cp ngày 26/11/2012. Điều này cho thấy cổ phiếu LCG đang bị đánh giá thấp hơn nhiều so với giá trị nội tại. Do đó chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu LCG.

THÔNG TIN TÀI CHÍNH CỦA LCG

Khuyến nghị của BVSC



| Báo cáo | Ngày cập nhật | Giá mục tiêu | Khuyến nghị |
|---------|---------------|--------------|-------------|
| | | | |
| | | | |

BÁO CÁO KẾT QUẢ HĐKD

| Triệu đồng | 2010A | 2011A | 9T 2012 |
|----------------------|-----------|-----------|---------|
| Doanh thu | 1,011,544 | 1,509,637 | 519,822 |
| Lợi nhuận gộp | 191,371 | 281,688 | 91,658 |
| EBITDA | 358,155 | 482,739 | 113,781 |
| Khấu hao | 86,996 | 201,422 | 52,729 |
| EBIT | 271,159 | 281,317 | 61,052 |
| Lợi nhuận trước thuế | 270,903 | 188,427 | (3,078) |
| Chi phí thuế | 35,929 | 28,930 | 1,666 |
| Cổ đông thiểu số | (3,390) | 5,284 | 3,369 |
| Lợi nhuận ròng | 238,363 | 154,213 | (8,114) |
| EPS | 6,356 | 2,742 | - |

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

| Triệu đồng | 2010A | 2011A | 9T 2012 |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|
| Tiền và tương đương tiền | 24,039 | 56,948 | 11,283 |
| Khoản phải thu | 480,316 | 655,392 | 691,086 |
| Hàng tồn kho | 621,782 | 459,035 | 403,449 |
| Khác | 61,633 | 67,856 | 57,115 |
| Tài sản ngắn hạn | 1,187,771 | 1,239,231 | 1,162,932 |
| Tài sản cố định | 265,228 | 358,248 | 268,096 |
| Đầu tư dài hạn | 575,473 | 618,079 | 639,367 |
| Khác | 2,015 | 1,034 | 3,751 |
| Tổng tài sản | 2,050,127 | 2,233,712 | 2,089,377 |
| Nợ phải trả | 860,819 | 1,014,052 | 905,498 |
| Vay ngắn hạn | 347,159 | 554,683 | 485,969 |
| Khoản phải trả | 122,066 | 131,194 | 111,505 |
| Khác | 125,580 | 274,622 | 255,984 |
| Nợ ngắn hạn | 635,772 | 996,133 | 881,992 |
| Nợ dài hạn | 224,861 | 17,271 | 21,803 |
| Nợ khác | 39 | 201 | 1,436 |
| Tổng nợ | 860,819 | 1,014,052 | 905,498 |
| Nguồn vốn chủ sở hữu | 1,181,754 | 1,158,066 | 1,123,560 |
| Lợi nhuận cổ đông thiểu số | 7,554 | 61,594 | 60,319 |

Cơ cấu cổ đông

■ Trong nước ■ Nước ngoài



| Cổ đông lớn | Số cp | Tỷ lệ | Tính đến ngày |
|-------------------------|-----------|--------|---------------|
| VinaCapital | 2,476,718 | 12.14% | 29/07/2009 |
| Red River Holding | 1,428,760 | 5.72% | 04/03/2011 |
| PVFC (cổ đông sáng lập) | 1,160,294 | 5.69% | 29/07/2009 |

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

| Triệu đồng | 2010A | 2011A | 9T 2012 |
|-----------------------------|-----------|----------|----------|
| Thay đổi trong vốn lưu động | 725,646 | 951,869 | 742,504 |
| Dòng tiền từ HĐKD | (77,082) | 171,602 | 115,318 |
| Tiền chi mua sắm, xây dựng | (71,314) | (33,226) | (67,850) |
| Dòng tiền tự do | (5,768) | 204,828 | 183,168 |
| Thay đổi trong VCSH | 0 | (1) | 0 |
| Thay đổi trong nợ | 403,698 | 779,508 | 636,584 |
| Cổ tức phải trả | (49,983) | (75,488) | (32,937) |
| Dòng tiền ròng | (104,902) | 32,909 | (45,664) |
| Tiền mặt đầu kỳ | 128,942 | 24,039 | 56,947 |
| Tiền mặt cuối kỳ | 24,039 | 56,948 | 11,283 |

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ

| % | 2009A | 2010A | 2011A |
|---------------------------|--------|----------|--------|
| Biên EBITDA | 71.3% | 35.4% | 32.0% |
| Biên lợi nhuận hoạt động | 27.2% | 14.7% | 10.6% |
| Biên lợi nhuận ròng | 42.8% | 23.6% | 10.2% |
| ROAA | 15.4% | 12.7% | 7.2% |
| ROAE | 28.8% | 21.7% | 13.2% |
| Tăng trưởng doanh thu | - | 98.3% | 49.2% |
| Tăng trưởng LNST | 40.8% | 3.0% | -30.4% |
| Tăng trưởng doanh thu /cp | - | 32.2% | -0.5% |
| Tăng trưởng EPS | -12.3% | -27.2% | -56.9% |
| Tăng trưởng tổng tài sản | 52.5% | 19.8% | 9.0% |
| Tỷ số thanh toán lãi vay | 12.59 | 1,057.21 | 1.03 |
| Nợ trên tổng tài sản | 0.41 | 0.42 | 0.45 |
| Nợ trên vốn chủ sở hữu | 0.68 | 0.73 | 0.88 |
| Doanh thu/tài sản | 0.30 | 0.49 | 0.68 |
| Capex/doanh thu | 0.16 | 0.09 | 0.13 |
| EPS cơ bản (VND) | 8,734 | 6,356 | 2,742 |
| EBITDA mỗi cp (VND) | 12,989 | 9,537 | 5,279 |
| Cổ tức | 5,398 | 3,274 | 2,546 |
| Giá trị sổ sách (VND) | 40,727 | 31,513 | 20,588 |



CHỨNG NHẬN CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Tôi, **Nguyễn Thị Yến Vy**, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong bài báo cáo này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của tôi về công ty và chứng khoán được đề cập. Tôi cũng xác nhận rằng quyền lợi của tôi đã, đang và sẽ không bị ảnh hưởng một cách trực tiếp hay gián tiếp bởi những khuyến nghị và quan điểm cụ thể được trình bày trong bài báo cáo này.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bài báo cáo này không được thực hiện dựa trên sự yêu cầu của bất cứ cá nhân hay tổ chức nào. Nhà đầu tư nên sử dụng những thông tin, phân tích và bình luận trong bài báo cáo như là một tài liệu tham khảo trước khi đưa ra quyết định đầu tư của chính mình. Bài báo cáo được làm với mục đích cung cấp thêm thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán bất cứ loại chứng khoán nào. Nhà đầu tư cũng nên quan tâm đến những tài liệu tham khảo khác trước khi quyết định đầu tư.

Thông tin trong bài báo cáo này được xác minh một cách cẩn thận, tuy nhiên Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm và phân tích trong bài báo cáo có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không được sự đồng ý của BVSC bị xem là phạm luật. Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt..

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT – PHÒNG PHÂN TÍCH

Trụ sở chính

8 Lê Thái Tổ, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3 928 8080

Fax: (844) 3 928 9888

Chi nhánh Hồ Chí Minh

233 Đồng Khởi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Tel: (848) 3 914 6888

Fax: (848) 3 914 7999