

**Khuyến nghị**

Giá mục tiêu

Giá hiện tại

Tầm nhìn đầu tư

**MUA**

14,300 đồng

8,000 đồng

1-2 năm

**PHÒNG PHÂN TÍCH  
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG  
KHOÁN APEC****Chuyên viên phân tích:****Cù Hoàng Yên**

yench@apex.com.vn

**Vũ Thị Thu Trang**

trangvtt@apex.com.vn

Hà Nội, ngày 21/07/2014

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG  
KHOÁN APEC**

Trụ sở: Tòa nhà APEC Building, Số 14

Lê Đại Hành, Hai Bà Trưng, Hà Nội

Điện thoại: 04.35730200 Ext: 692

Fax: 04.35771966

**CÔNG TY CỔ PHẦN LICOGI 16**

Mã: LCG (HNX) Ngành: Bất động sản và Xây dựng

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH LẦN ĐẦU****Khuyến nghị:** Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu LCG với mức giá mục tiêu 14,300 đồng/cổ phiếu với tầm nhìn đầu tư 1-2 năm.

Các chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013	2014F
DTT (tỷ đồng)	1,509.64	689.73	284.93	1,362
+/- yoy (%)	49.2%	-54.3%	-58.7%	378%
LNST (tỷ đồng)	154.21	-36.57	-306.07	36.0
+/- yoy	-35.3%	-123.7%	736.8%	-111.8%
TTS (tỷ đồng)	2,233.71	2,018.25	1,935.72	2,322.86
+/- yoy	9.0%	-9.6%	-4.1%	20%
VCSH (tỷ đồng)	1,158.07	1,095.45	793.88	703.78
+/- yoy	-2.0%	-5.4%	-27.5%	-11.3%
Nợ/TTS	45.4%	42.8%	56.2%	65.5%
TS LN gộp	18.7%	16.8%	9.1%	0.0%
TS LN ròng	10.2%	-5.3%	-107.4%	2.6%
EPS (đồng)	7,369	3,292	-5,505	640
ROA	7.4%	-1.6%	-15.8%	1.5%
ROE	13.6%	-3.0%	-38.6%	5.0%

**Điểm nhấn đầu tư**

- ❖ LCG là công ty có bề dày kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng và BĐS, tập trung vào phân khúc xây lắp hạ tầng khu đô thị, khu công nghiệp và các công trình giao thông, với thế mạnh là làm chủ công nghệ bê tông đầm lăn (RCC).
- ❖ Tình hình sản xuất kinh doanh của LCG gặp khó khăn trong những năm gần đây. Lợi nhuận sau thuế âm 306 tỷ đồng trong năm 2013 chủ yếu do công ty trích lập các khoản dự phòng và ghi nhận truy thu thuế trong năm. Điểm tích cực là các khoản mục này là các khoản chi phí không lặp lại trong tương lai và nhiều khả năng công ty sẽ được hoàn nhập một số khoản dự phòng trong thời gian tới.
- ❖ Năm 2014, LCG đặt kế hoạch 1,362 tỷ đồng doanh thu và 22.4 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế. Mảng xây dựng chiếm phần lớn với 89% tổng doanh thu, trong đó công trình lớn đang thực hiện là Formosa chiếm 57% doanh thu xây dựng. Mảng bất động sản chiếm 10.9% với doanh thu của dự án Skypark chiếm 88% của lĩnh vực này.
- ❖ 6 tháng đầu năm 2014, LCG ước đạt 545.44 tỷ đồng doanh thu và 22 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, chưa bao gồm doanh thu từ lĩnh vực bất động sản. Với kết quả này, nhiều khả năng trong năm nay LCG sẽ vượt kế hoạch đề ra. Lợi nhuận sau thuế dự kiến của năm 2014 tính đến thời điểm này là 36 tỷ đồng. Cùng với sự phục hồi của thị trường BĐS và việc liên tiếp trúng thầu các công trình quan trọng, kết quả kinh doanh của LCG nhiều khả năng sẽ tiếp tục được cải thiện trong các năm tới.

**Điểm yếu và rủi ro**

- ❖ Lợi nhuận gộp thấp cho thấy nhiều khả năng LCG bỏ giá thấp để trúng thầu các công trình xây dựng.
- ❖ LCG sử dụng đòn bẩy tài chính cao và có xu hướng tăng trong các năm gần đây. Nếu việc tăng vốn không thành công, công ty có thể gặp khó khăn trong việc huy động vốn tài trợ các dự án đang triển khai.

## TỔNG QUAN

Thông tin cơ bản	
Giá ngày 17/07/2014 (nghìn đồng)	8.0
EPS trailing (nghìn đồng)	n/a
P/E	n/a
Giá trị sổ sách /cp (nghìn đồng)	14.12
Hệ số beta	1.69
KLGD khớp lệnh trung bình 10 phiên	1,857,166
KLCP đang lưu hành	56,249,618
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	438.75

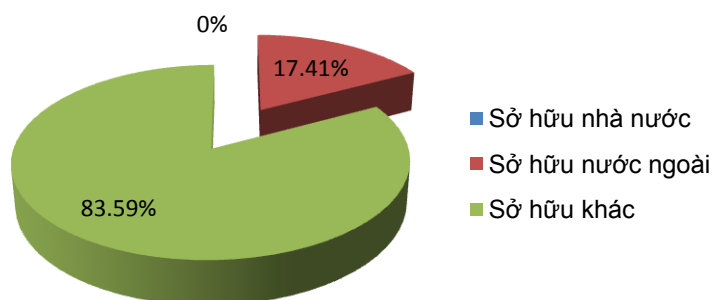
### Lịch sử hình thành

Công ty cổ phần LICOGI 16 tiền thân là Công ty Xây dựng số 16 - doanh nghiệp nhà nước thuộc Tổng công ty Xây dựng và Phát triển hạ tầng (LICOGI). Thực hiện chủ trương của Nhà nước chuyển đổi các doanh nghiệp nhà nước thành các công ty cổ phần, năm 2005, Công ty tiến hành cổ phần hóa và năm 2006 Công ty Xây dựng số 16 chính thức chuyển đổi thành Công ty cổ phần LICOGI 16 với vốn điều lệ là 12 tỷ đồng.

Năm 2008, cổ phiếu của LICOGI 16 chính thức niêm yết trên Sở giao chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh với mã chứng khoán là LCG. Trải qua nhiều lần tăng vốn, hiện tại quy mô vốn điều lệ của công ty là hơn 562 tỷ đồng.

### Cơ cấu cổ đông

Mặc dù tiền thân của LCG là một công ty nhà nước, tính đến thời điểm hiện tại, tỷ lệ sở hữu nhà nước tại LCG là 0%. Các cổ đông sáng lập của công ty, tại thời điểm 30/08/2008 (trước khi LCG niêm yết) nắm giữ 25.67% cổ phần (trong đó Tổng Công ty Xây dựng và Phát triển Hạ tầng nắm giữ 11%), nhưng đến 31/12/2013 chỉ còn nắm giữ 5.99% vốn điều lệ.



Tính đến thời điểm hiện tại, ông Bùi Dương Hùng, chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc đang là cổ đông lớn nhất của LCG, nắm giữ 3.3 triệu cổ phiếu tương ứng 5.87% vốn điều lệ. Điều đáng lưu ý là ông Hùng chỉ vừa mới mua vào 500,000 cổ phiếu LCG, nâng tỷ lệ nắm giữ từ 4.98% lên 5.87% trong tháng 5 và tháng 6 vừa qua.

Ngoại trừ ông Hùng, các cổ đông lớn khác của LCG có thể kể đến Red River Holdings, Ngân hàng TMCP Tiên Phong, Công ty CP Chứng khoán Sài Gòn như liệt kê ở bảng dưới đây. Tuy vậy, có thể thấy cơ cấu cổ đông của LCG tương đối phân tán khi ông Hùng là người duy nhất nắm giữ trên 5% vốn điều lệ của công ty.

Tên cổ đông	Số cổ phiếu	Tỷ lệ %	Tính đến ngày
Bùi Dương Hùng	3,300,000	5.87	12/06/2014
Red River Holdings	2,804,710	4.99	18/03/2013
Ngân hàng TMCP Tiên Phong	2,431,125	4.32	17/06/2011
Công ty cổ phần Chứng khoán Sài Gòn	2,407,105	4.28	17/06/2011

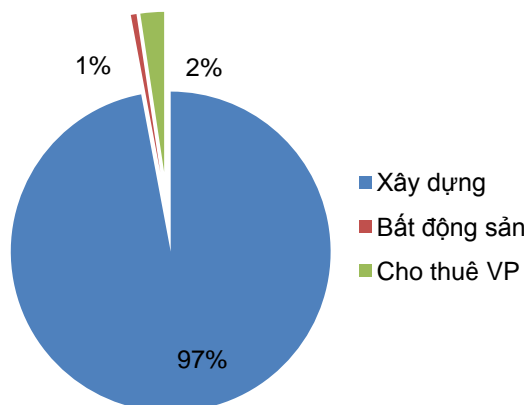
### Ban lãnh đạo

Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc của LCG là ông Bùi Dương Hùng. Ông Hùng đồng thời cũng là cổ đông lớn nhất của LCG tính đến thời điểm hiện tại. Ông Hùng gắn bó với LCG từ năm 2001, trước khi công ty tiến hành cổ phần hóa. Trước đó, ông Hùng làm việc tại Tổng Công ty Xây dựng và phát triển Hạ tầng (LICOGI). Có thể thấy ông Hùng là người đã gắn bó với LCG trong suốt quá trình lịch sử hình thành và phát triển của công ty này.

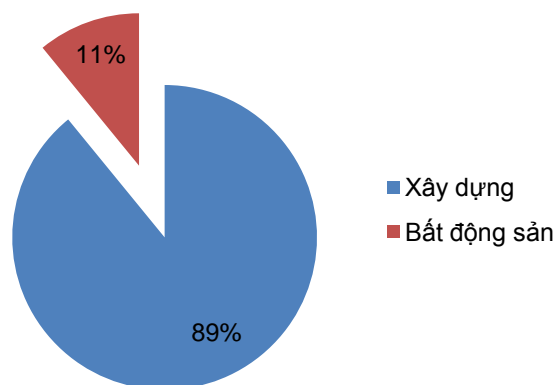
## HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

LCG hoạt động trên 2 lĩnh vực chính là **Bất động sản** và **Xây dựng**. Tuy vậy, do những khó khăn của nền kinh tế nói chung và thị trường bất động sản nói riêng, hoạt động kinh doanh bất động sản hầu như không có đóng góp đáng kể nào vào kết quả hoạt động kinh doanh của công ty. Đa số các dự án trong tình trạng tạm ngưng triển khai và không mang lại doanh thu. Lĩnh vực xây dựng trở thành ngành mũi nhọn trong năm 2013 và tiếp tục giữ vai trò này trong năm 2014.

**Cơ cấu doanh thu 2013**



**Cơ cấu doanh thu 2014 (Dự kiến)**



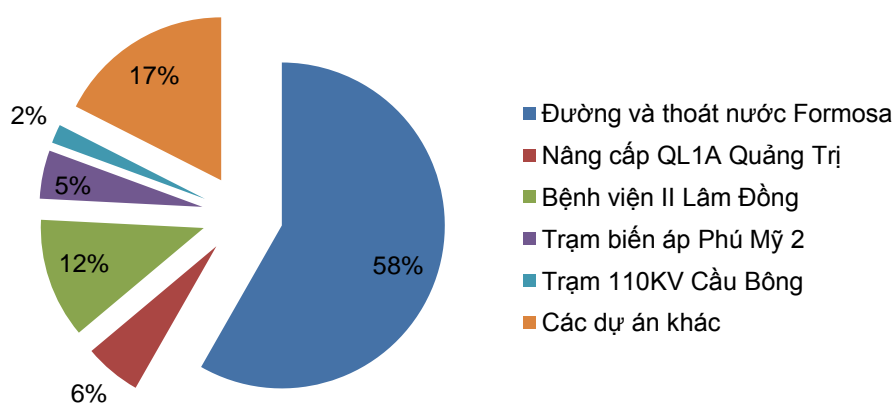
### Hoạt động xây dựng

Hoạt động xây dựng của LCG tập trung vào phân khúc xây lắp hạ tầng khu đô thị, khu công nghiệp và các công trình giao thông. Thế mạnh của LCG là làm chủ công nghệ bê tông đầm lăn (RCC) vượt trội trong xây dựng. Với tính chất sử dụng bê tông không có độ sụt, được làm chặt bằng thiết bị rung lên bên ngoài, RCC thích hợp cho các công trình bê tông khối lớn, không cốt thép và hình dáng không phức tạp như lõi đập thủy điện, mặt đường, sân bãi. Với công nghệ này, LCG vượt trội so với các nhà thầu khác ở thời gian thi công nhanh hơn và chi phí thi công rẻ hơn.

Trong năm 2013, Licogi 16 đã chứng tỏ năng lực khi vinh dự là một trong số ít nhà thầu Việt Nam được Chủ đầu tư Tập đoàn Formosa tín nhiệm và tiếp tục giao trực tiếp thi công xây dựng 2 hạng mục quan trọng: **Đường chính thức** và **Thoát nước công cộng** khu Bắc thuộc **Nhà máy Gang thép Formosa Hà Tĩnh**. Tổng giá trị hợp đồng là 1,651 tỷ đồng, thi công trong vòng 18 tháng kể từ tháng 07/2013. Do vướng phải mùa mưa nên trong năm 2013 chưa thực hiện được nhiều và phần lớn doanh thu lợi nhuận sẽ được ghi nhận trong năm nay. Tính đến hết tháng 5/2014, công trình đã hoàn thành 30% hạng mục đường chính và 41% hạng mục thoát nước. Công ty đang tích cực triển khai thi công để tới 30/9 sẽ hoàn thành cơ bản hệ thống thoát nước.

Ngoài công trình Formosa, Công ty đang triển khai thi công gói thầu Xây dựng cầu Thạch Hãn và mở rộng Quốc lộ 1A đi qua địa bàn tỉnh Quảng Trị với tổng giá trị hợp đồng là 70 tỷ đồng và nhiều công trình khác. Cơ cấu doanh thu dự kiến từ hoạt động xây lắp trong năm 2014 được thể hiện trong sơ đồ bên cạnh, trong đó **công trình lớn đang thực hiện là Formosa chiếm 58% tổng giá trị doanh thu xây dựng**.

**Cơ cấu doanh thu từ các hợp đồng xây dựng 2014 (Dự kiến)**



### Hoạt động kinh doanh Bất động sản

LCG sở hữu quỹ dự án/quỹ đất lớn, nằm tại các vị trí đắc địa trên địa bàn TP. Hồ Chí Minh và Đồng Nai. Tuy vậy, do những khó khăn nói chung của thị trường BĐS, các dự án này gần như không đem lại doanh thu và lợi nhuận trong các năm gần đây.

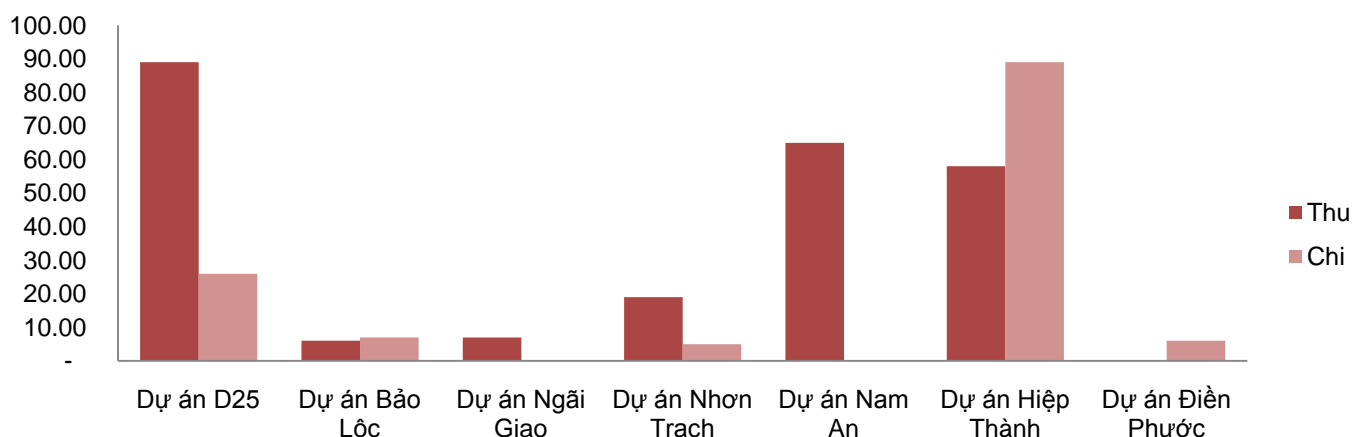
Kế hoạch trong năm 2014 vẫn tiếp tục hoàn thành chuyển nhượng dự án Sky Park thu phần còn lại, tìm kiếm đối tác chuyển nhượng thêm các dự án hiện hữu nhằm giải quyết các nghĩa vụ phải trả. Riêng dự án Hiệp Thành, quận 12 sẽ tiếp tục đầu tư hoàn thành dứt điểm thủ tục đền bù trong năm nay. Dự kiến, doanh thu từ dự án Sky Park chiếm 88% doanh thu của lĩnh vực này trong năm nay.

### Một số dự án BĐS đang đầu tư của LCG

Dự án	Quy mô	Tổng đầu tư	Tiến độ
<b>Sky Park</b> Lô đất D25, KĐTMT Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội	9,262m <sup>2</sup>		Đang làm thủ tục chuyển nhượng, dự kiến hoàn tất vào Quý III/2013, lợi nhuận ghi nhận 10 tỷ đồng.

<b>KDC Đường Lý Thường Kiệt</b> Đường Lý Thường Kiệt, TP. Bảo Lộc, Lâm Đồng	17ha	535 tỷ	Hoàn chỉnh hồ sơ thiết kế HTKT cho toàn dự án
<b>KDC Hiệp Thành</b> Khu phố 4, Phường Hiệp Thành, Q. 12, TP HCM	12.5ha	650 tỷ	Công tác đền bù ở giai đoạn cuối
<b>KDC Long Tân GĐ1</b> Xã Long Tân, huyện Nhơn Trạch, Đồng Nai	50ha	182 tỷ	Đã kinh doanh và đang bàn giao sổ đỏ
<b>KDC Long Tân GĐ2</b> Xã Long Tân, huyện Nhơn Trạch, Đồng Nai	27ha	105 tỷ	Đã kinh doanh và đang bàn giao sổ đỏ
<b>KDC Long Tân GĐ3</b> Xã Long Tân, huyện Nhơn Trạch, Đồng Nai	83ha	16.8 triệu USD	Đã hoàn thành bàn giao hồ sơ pháp lý
<b>KDC Điền Phước</b> Xã Điền Phước, huyện Nhơn Trạch	94ha	1,633 tỷ	Đã đền bù 16% diện tích
<b>Dự án Chung cư Nam An</b> Phường Bình Hưng Hòa, Quận Bình Tân, TP HCM	7,080m <sup>2</sup>	420 tỷ	Đã nộp hồ sơ đến Sở XD xin chuyển đổi sang nhà ở xã hội. Đã có QĐ của UBND TP. HCM về chuyển đổi mục đích SDĐ

Dự kiến dòng tiền đầu tư các dự án BDS trong năm 2014 như sau:



## Các mảng hoạt động khác

### Lĩnh vực Xăng sinh học

LCG góp 22% vốn vào Công ty TNHH Nhiên liệu Sinh học Phương Đông (OBF) cùng với Tập đoàn Itochu (Nhật Bản) và Tổng công ty dầu Việt Nam (PVOil) để đầu tư Nhà máy ethanol Bình Phước có vốn đầu tư khoảng 84 triệu USD, công suất 100 triệu lít/năm, được khởi công xây dựng vào tháng 3-2010, vận hành thử vào đầu năm 2012 chờ bàn giao.

Theo một bài báo được đưa ra gần đây, hiện mỗi năm Công ty Phương Đông chịu lỗ gần 270 tỉ đồng, gồm các chi phí duy trì máy móc hoạt động ở chế độ bảo trì, chi phí hoạt động công ty, lãi suất ngân hàng và khấu hao máy móc đầu tư. Năm 2013, LCG đã phải trích lập dự phòng 92.8 tỷ đồng khi đầu tư vào dự án này.

LCG kỳ vọng tới đây sẽ được hoàn nhập dự phòng bởi từ ngày 1/12/2014, theo quy định của Chính phủ, 7 tỉnh thành đầu tiên trên cả nước bắt buộc phải sử dụng xăng sinh học E5 (xăng pha 5% cồn ethanol với xăng không chì truyền thống). Và khi dự án này đi vào vận hành theo đúng lộ trình thì phần hưởng lợi của LCG mỗi năm là ở tầm 40 tỷ đồng.

### Lĩnh vực Giao thông

Ngày 06/07/2014, liên danh gồm CTCP Xây dựng số 2 – Vinaconex (MCK: VC2); CTCP Đầu tư Khai thác Cảng – Import và CTCP Licogi 16 (MCK: LCG) đã tiến hành Lễ khởi công xây dựng, cải tạo nâng cấp QL 38 đoạn nối QL1 với QL5 qua tỉnh Bắc Ninh và Hải Dương dài 32.8km, 2 làn xe theo hình thức BOT.

Vốn đầu tư gần 1,680 tỷ đồng do liên danh VC2- Import – LCG triển khai dự kiến trong vòng 22 tháng. Khi hoàn thành xây dựng, phương tiện đi từ Hải Phòng lên Lạng Sơn theo hướng QL5 – QL1A sẽ tiết kiệm được 25km.

Chủ đầu tư – CTCP BOT38 do Liên danh thành lập được khai thác QL38 trong 19 năm 1 tháng. Được biết, LCG góp khoảng 29% vốn vào dự án này.

### Triển vọng ngành xây dựng và bất động sản

GDP năm 2013 của khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 5.42% so với cùng kỳ. Năm 2014, nhà nước tiếp tục có nhiều chính sách hỗ trợ cho ngành xây dựng, bất động sản. Mặt bằng lãi suất trong năm 2014 sẽ ổn định và duy trì quanh mức của cuối năm 2013. Tăng trưởng tín dụng sẽ đạt mức 13%-15%.

Việt Nam tiếp tục là điểm đến của dòng vốn đầu tư quốc tế, dự kiến FDI đạt 22 tỷ USD, vốn ODA tăng 10%-15% so với năm 2013, đặc biệt là khi Việt Nam ra nhập TPP nên lĩnh vực hạ tầng công nghiệp sẽ được hưởng lợi từ điều này. Niềm tin đầu tư ở mức cao. Theo khảo sát của VCCI, 42% doanh nghiệp dự kiến mở rộng sản xuất kinh doanh và khoảng 7% sẽ thu hẹp quy mô.

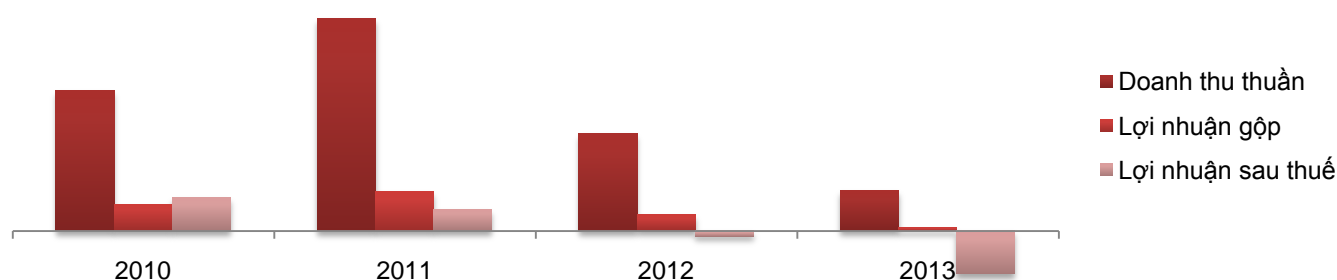
Do vậy mà chiến lược kinh doanh trong năm 2014 của LCG là đẩy mạnh phát triển mảng xây dựng hạ tầng, tiếp tục tìm kiếm các công trình chuẩn bị cho các năm tài chính tiếp theo. Về lĩnh vực bất động sản tiếp tục triển khai các dự án hiện có, đẩy nhanh tiến độ để đưa vào kinh doanh khi thị trường có tín hiệu phục hồi.

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

### Kết quả kinh doanh

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần	509.98	1,001.54	1,509.64	689.73	284.93
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>		14.7%	96.39%	49%	-54%
Lợi nhuận gộp	185.63	191.37	281.69	115.8	25.95
<i>Tăng trưởng lợi nhuận gộp</i>		46.64%	3.09%	47%	-59%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	138.62	148.34	160.51	-52.35	-103.86
<i>Tăng trưởng lợi nhuận từ HĐKD</i>		3.79%	7.01%	8%	-133%
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	218.34	238.36	154.21	-36.57	-306.07
<i>Tăng trưởng LNST</i>		62.22%	9.17%	-35%	-124%

Tiếp theo đà giảm của năm 2012, năm 2013 doanh thu giảm mạnh 59% so với cùng kỳ năm trước; trong đó, doanh thu từ mảng xây dựng, mang lại doanh thu chính, giảm 66%. Nguyên nhân của sự sụt giảm trên là do các công trình trọng điểm đã được LCG đã hoàn thành trong năm 2012; gói thầu lớn trong năm 2013 là dự án Formosa đến tháng 06/2013 mới chính thức được thi công, chưa đóng góp được doanh thu. Lĩnh vực bất động sản không có đóng góp doanh thu trong năm 2013 là do thu nhập chuyển nhượng dự án Skypark Residence sẽ được hạch vào toán vào năm 2014. Bên cạnh đó, do tình hình khó khăn chung của thị trường bất động sản nên công ty đã không triển khai thực hiện các dự án khác trong năm 2013.



Nguyên nhân chính khiến lợi nhuận sau thuế của công ty âm trong 2 năm 2012 và 2013 là do lợi nhuận gộp quá mỏng, không đủ bù đắp các chi phí khác. Việc trích lập các khoản dự phòng và ghi nhận truy thu thuế trong năm là nguyên nhân chính dẫn đến KQSXKD năm 2013 lỗ 301.8 tỷ đồng.

Cụ thể, công ty trích lập dự phòng hàng tồn kho công trình Bản Chất hơn 9 tỷ đồng, chi phí tài chính tăng do công ty trích lập dự phòng là 113.2 tỷ đồng, chi phí khác tăng 123% do công ty nộp tiền truy thu thuế và lãi nộp chậm (hơn 82 tỷ đồng), ghi nhận lỗ từ các công ty liên kết (chủ yếu công ty nhiên liệu sinh học Phương Đông), từ các khoản dự phòng phải thu khó đòi (hơn 19 tỷ đồng), hoàn nhập tài sản thuế thu nhập hoãn lại là gần 15 tỷ đồng.



Tuy vậy, một điểm khá tích cực là các khoản lỗ của LCG trong năm 2013 là các “chi phí không lặp lại trong tương lai”. **Một số khoản trích lập dự phòng năm 2013 có thể được hoàn nhập lại trong năm 2014 là: khoản phải thu khó đòi, hàng tồn kho công trình Bản Chất và khoản phạt nộp chậm thuế (64.2 tỷ đồng).**

### Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2014

Đơn vị tính: Tỷ đồng	6 tháng 2013	6 tháng 2014	Thay đổi
Doanh thu thuần	51.86	545.44	951.75%
Lợi nhuận sau thuế	-27.09	22.4	182.68%

tính 6 tháng đầu năm là 545.44 tỷ đồng và 22.4 tỷ đồng, 100% thu được từ hoạt động xây lắp, dự kiến đến cuối năm 2014 và 2015 mới có doanh thu từ lĩnh vực bất động sản.

Năm 2014, LCG đặt kế hoạch 1,362 tỷ đồng doanh thu và 22.4 tỷ đồng lợi nhuận, trong đó dự kiến doanh thu từ dự án Formasa 706 tỷ đồng, dự án xây lắp 474 tỷ đồng, và bất động sản 147 tỷ đồng. Doanh thu và lợi nhuận ước

### Các chỉ số tài chính

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Hệ số thanh toán hiện hành	1.97	1.87	1.24	1.38	1.25
Hệ số thanh toán nhanh	1.5	0.89	0.78	0.99	0.86
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.25	0.04	0.06	0.02	0.12
<b>Cấu trúc tài chính</b>					
Vay dài hạn/Tài sản	0.09	0.11	0.01	0.01	0.09
Vốn vay/Tài sản	0.25	0.28	0.26	0.22	0.28
Công nợ/Tài sản	0.39	0.42	0.45	0.43	0.56
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Thời gian TB thu tiền KH	134	154	137	376	927
Thời gian TB xử lý HTK	135	192	161	251	483
Thời gian TB trả cho NCC	22	29	43	119	209
Chu kỳ tiền tệ	246	317	255	507	1,202
<b>Tỷ suất sinh lời</b>					
Lãi gộp/Doanh thu	36.4%	18.9%	18.7%	16.8%	9.1%
Lãi hoạt động/Doanh thu	27.2%	14.7%	10.6%	-7.6%	-36.5%
Lãi trước thuế/Doanh thu	56.1%	26.8%	12.5%	-5.1%	-103.3%
Lãi ròng/Doanh thu	48.2%	23.2%	10.6%	-4.9%	-108%
ROA	25.5%	12.5%	7.4%	-1.6%	-15.6%
ROE	41.6%	21.1%	13.6%	-3.0%	-32.6%

### Khả năng thanh toán

Hệ số khả năng thanh khoản hiện thời năm 2013 dưới 1.5 và có xu hướng giảm là dấu hiệu cho thấy rủi ro thanh khoản đang gia tăng. Do tốc độ giảm của tài sản lưu động cao hơn ở mức 17% so với năm 2012, gây ra tác động làm giảm hệ số thanh khoản nhanh trong năm tài chính vừa qua. Đây cũng là một rủi ro lớn của công ty khi các khoản phải thu của ngành xây dựng luôn có tính thanh khoản thấp hơn so với các ngành nghề khác.

### Cấu trúc tài chính

Tỷ lệ nợ/tổng tài sản tăng từ 0.43 vào thời điểm cuối năm 2012 lên 0.56 vào cuối năm 2013. Tổng nguồn vốn công ty năm 2013 thu hẹp so với năm 2012 là 220 tỷ đồng, tương đương tốc độ giảm 11%. Mặc dù một phần nợ vay ngắn hạn của ngân hàng Tiên Phong đã được cơ cấu thành nợ trung và dài hạn, nhưng cơ cấu nguồn vốn bị thu hẹp trong năm 2013 cùng với sự gia tăng nợ vay cho thấy áp lực tài chính và rủi ro thanh khoản năm 2013 không hề suy giảm. Nhìn chung bài toán thanh khoản của công ty vẫn là vấn đề phải giải quyết vào năm 2014.

### Hiệu quả hoạt động

Các chỉ tiêu về kỳ thu tiền trung bình, số ngày xử lý hàng tồn kho không ổn định. Điều này cho thấy hiệu quả chuyển các khoản phải thu thành tiền, luân chuyển hàng tồn kho của công ty là rất thấp. Đây là đặc điểm của các công ty hoạt động trong lĩnh vực xây dựng, các dự án thường kéo dài 2 - 3 năm. Nhưng LCG vẫn chưa chú trọng đến hoạt động quản lý tài sản cũng như các chính sách tín dụng thương mại nên kỳ thu tiền trung bình ngày càng tăng, từ 376 ngày năm 2012 lên 927 ngày năm 2013.

### Tỷ suất sinh lời

Tỷ suất lợi nhuận gộp của LCG liên tục giảm trong các năm qua. Đây là dấu hiệu không mấy tích cực cho thấy nhiều khả năng công ty đã phải bỏ giá thấp để trúng thầu các công trình xây dựng. Lợi nhuận gộp biên quá mỏng là nguyên nhân khiến công ty không thể bù được các chi phí khác, dẫn đến chịu lỗ trong 2 năm 2012 và 2013.

## ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

### Phương pháp DCF

Mặc dù còn nhiều khó khăn, có thể thấy tình hình sản xuất kinh doanh của LCG đã có sự cải thiện rõ rệt, thể hiện qua kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2014. Với kết quả này, nhiều khả năng LCG sẽ vượt kế hoạch đề ra trong năm nay.

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu	1,362.8	1,473	1,600	1,688	1,720
Lợi nhuận sau thuế	36.00	86.00	139.00	167.00	218.00
Lãi suất (1-T)	60.32	65.2	70.82	74.71	76.13
Khấu hao	81.77	73.65	80.00	84.4	86.00
Đầu tư vào tài sản cố định	95.4	81.02	88.00	92.84	94.6
Đầu tư vào vốn lưu động	197	213.59	232	244.76	249.40
Dòng tiền tự do (FCFF)	-108.1	-65.97	-30.18	-11.49	36.13
Giá trị doanh nghiệp từ sau 2017					1,912.76
Giá trị doanh nghiệp					1,736.36
Giá trị nợ					1,087.5
Số lượng cổ phiếu lưu hành					56,249,956
Giá trị cổ phiếu (đồng)					11,535

### Phương pháp NAV

Dự án	Tổng diện tích	Bồi thường	Giá trị sổ sách (triệu đồng)	Đơn giá thị trường (triệu đồng/m <sup>2</sup> )	Đánh giá lại (triệu đồng)	Chênh lệch (triệu đồng)
Khu dân cư Hiệp Thành	12.5ha	80%	279,635	3.5	350,000	70,365
Khu dân cư Lý Thường Kiệt	18ha	100%	70,324	0.48	86,400	16,076
Khu dân cư Điện Phước	50.92ha	16%	72,098	0.5	40,736	-31,362
Khu chung cư Nam An	8,600 m <sup>2</sup>	10%	60,000	9	7,740	-52,260
Khu dân cư Long Tân GĐ1	50 ha	100%	34,620	0.5	250,000	215,380
Khu dân cư Long Tân GĐ2	27 ha	100%	84,676	0.5	135,000	50,324
Khu dân cư Long Tân GĐ3	83 ha	100%	303,913	0.5	415,000	111,087

PHƯƠNG PHÁP NAV (Triệu đồng)	
Chênh lệch đánh giá lại	379,250
Vốn chủ sở hữu	793,875
Giá trị tài sản ròng khi đánh giá lại	1,173,125
Số cổ phần	56,249,956
Giá cổ phiếu (đồng)	20,856

Giá trị trung bình của cả 2 phương pháp với tỷ trọng 70% cho phương pháp DCF và 30% cho phương pháp NAV là 14,300 VND/cổ phiếu. Với mức giá này, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu LCG với lợi nhuận dự kiến là 79% với tầm nhìn từ 1 – 2 năm.

**Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.**



**Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC**

**Hội Sở Chính:**

**Address:** Tòa nhà APEC Building, số 14 Lê Đại Hành, Q.Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

**Tel:** (84- 4) 3573 0200 EXT: 692

**Fax:** (84- 4) 35771966

**Website:** <http://www.apec.com.vn>