



## Công ty Cổ phần LICOGI 16

Ngành: Kinh doanh BĐS

Lĩnh vực: Xây lắp, KD nhà ở

MCK: LCG

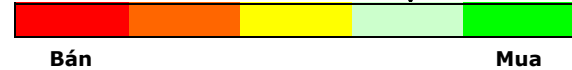
**Khuyến nghị đầu tư: MUA**

**Giá mục tiêu: 98,980 VNĐ**

**Giá hiện tại (16/11/2009): 87,500 VNĐ**

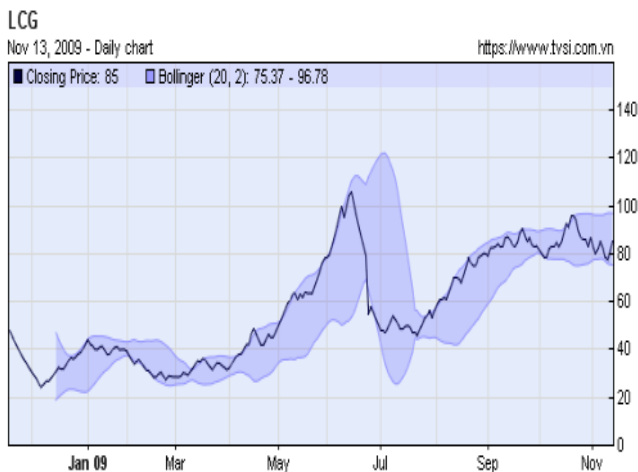
KL niêm yết	20,400,000 CP	Vốn điều lệ	250 tỷ đồng
KL lưu hành	25,000,000 CP	EPS trailing	8,600 VNĐ
GTVH thị trường	2,150 tỷ đồng	BVS	31,920 VNĐ
Giá thấp nhất trong 52 tuần	24,400 VNĐ	P/E	9.99 lần
Giá cao nhất trong 52 tuần	106,000 VNĐ	P/B	2.69 lần

Khuyến nghị của TVSI



### Thông tin cơ bản về cổ phiếu

#### Biểu đồ giá cổ phiếu trong vòng 1 năm qua



#### Thông tin cơ bản về doanh nghiệp

Tên công ty:	CTCP Licogi 16
Tên viết tắt:	LICOGI 16
Tên quốc tế:	Licogi 16 Joint Stock Company
Trụ sở chính:	49B Phan Đăng Lưu, P.7, Q. Phú Nhuận, TP. HCM
Điện thoại:	+84.8. 3841 1375
Fax:	+84.8. 3841 1376
Website	<a href="http://www.licogi16.com.vn">http://www.licogi16.com.vn</a>

#### Lĩnh vực hoạt động chính

**Kinh doanh máy móc thiết bị và vật tư xây dựng; Hoạt động xây lắp theo hợp đồng; Đầu tư kinh doanh khu đô thị.**

#### Chỉ tiêu tài chính

ĐVT: Triệu đồng

Chỉ tiêu tài chính	2007	2008	9T2009
Doanh thu	297,262	444,594	388,822
Lợi nhuận gộp	77,294	126,590	166,843
Lợi nhuận từ HĐSXKD	59,447	133,561	132,697
LNST	68,451	135,434	145,027
Tổng tài sản	415,719	1,122,514	1,225,590
ROE	37.18%	27.23%	21.88%
ROA	16.47%	12.07%	11.83%
EPS ('000VNĐ)	12.115	9.958	7.109
Book value ('000VNĐ)	33.197	37.736	32.492

#### Định giá cổ phiếu

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng
<b>Phương pháp chiết khấu luồng tiền (DCF)</b>		
Kịch bản lạc quan	100,810 VNĐ	60%
Kịch bản thận trọng	94,880 VNĐ	40%
Cả 2 kịch bản	94,400 VNĐ	40%
<b>Phương pháp hệ số tương đối</b>		
P/E	100,900 VNĐ	30%
P/BV	98,700 VNĐ	30%

#### Thông tin chính liên quan

Ngày	Tin tức	Nguồn
12/11/2009	18/11: Ngày giao dịch đầu tiên của 4.6 triệu CP phát hành thêm	<a href="http://www.hsx.vn">www.hsx.vn</a>
3/11/2009	LCG phát hành thành công 4.6 triệu CP tăng vốn điều lệ lên 250 tỷ đồng	<a href="http://www.licogi16.com.vn">www.licogi16.com.vn</a>
26/10/2009	LCG: Red River Holding đã mua xong 379,960 CP, nâng tỷ lệ sở hữu lên 7%	<a href="http://www.tvsi.com.vn">www.tvsi.com.vn</a>
16/10/2009	LCG: Nhà nước bán hết 720,000 CP, tỷ lệ nắm giữ 0%	<a href="http://www.tvsi.com.vn">www.tvsi.com.vn</a>

## VỊ THẾ CÔNG TY TRONG NGÀNH

### Tác động từ phía cung

*Với một loạt các dự án lớn trải dài từ Bắc tới Nam, quỹ đất rộng lớn đặc biệt ở tỉnh Đồng Nai, LCG đã tạo được ấn tượng và khẳng định vị trí của mình trên thị trường*

LCG không phải là một công ty có quy mô lớn so với các công ty cùng ngành như HAG, DIG, KBC, BCI, CII nhưng được so sánh tương đương với một số công ty khác trên sàn như SJS, NTL, SC5, TDH. Kết quả kinh doanh của LCG khá ổn định qua từng năm, kể cả trong khủng hoảng, doanh thu và lợi nhuận của công ty vẫn tăng trưởng, dù không cao so với những năm trước đó. Với phương châm sản phẩm chất lượng—giá cả tốt nhất—tiêu thụ nhanh để hoàn thành xuất sắc các dự án gói thầu. Thị trường mục tiêu hướng tới phân khúc nhà ở, khu đô thị chiếm trên 70% thì LCG là một trong những công ty thuộc ngành xây dựng và bất động sản có khả năng sinh lời cao nhất. Quy mô hoạt động của công ty ngày càng được mở rộng nhờ hệ thống các đơn vị thành viên rộng khắp cả nước. LCG đang ngày càng khẳng định thương hiệu của mình trên thị trường phía Nam, đặc biệt là đối với các chủ thầu nước ngoài.

Công ty **là đơn vị đi đầu về đầu tư và sở hữu những công nghệ hiện đại nhất Việt Nam** như công nghệ bê tông đầm lăn, đem lại hiệu quả thi công tại các công trình Thủy điện lớn, các dự án hạ tầng kỹ thuật quy mô lớn... Thực tế, công ty đang triển khai thi công các dự án như Thủy điện Bản Chát - Lai Châu với nguồn thu khoảng gần 90 tỷ đồng lợi nhuận. Ngoài ra còn có công trình thủy điện Đồng Nai 3, Hương Điền, A Vương...

Với một loạt các dự án lớn trải dài từ Bắc tới Nam, quỹ đất rộng lớn đặc biệt ở tỉnh Đồng Nai, LCG đã tạo được ấn tượng và khẳng định vị trí của mình trên thị trường. Tuy nhiên, nó cũng gây khó khăn trong việc quản lý và phân bổ năng lực sản xuất của LCG.

Thêm vào đó, tính trên thị trường kinh doanh bất động sản tính tới thời điểm này đã có 23 công ty niêm yết trên sàn. Nên LCG sẽ phải đối mặt với những đại gia thuộc ngành này trong cạnh tranh thị phần. LCG tập trung chủ yếu vào phân khúc nhà ở và các khu đô thị nên đối thủ cạnh tranh chính của công ty chính là: BCI, RCL, SJS, DIG...

### Tác động từ phía cầu

*Thị trường BĐS "nóng" hay "lạnh" tùy thuộc vào số người mua nhà chứ không phải vào lãi suất thấp hay vay ngân hàng dễ dàng*

Người cần mua nhà có rất nhiều, nhưng không phải ai cũng có đủ điều kiện để mua nhà. Vì thế, giải pháp mà giới đầu tư chọn lựa là đi vay để tiêu dùng tại các NHTMCP. Thực tế nhu cầu vay ở lĩnh vực bất động sản thường tăng cao vào cuối năm. Ước tính cho vay đối với bất động sản đến nay đã chiếm 10% tổng dư nợ tín dụng. Trong đó hơn 20 ngân hàng có dư nợ cho vay bất động sản trên 20%. Rủi ro hơn nữa là chênh lệch giữa khoản vay đối với tài sản thế chấp là bất động sản không còn theo tỷ lệ ban đầu 70% vì giá nhà đất sụt giảm mạnh. Tình hình này sẽ khiến nhiều nhà đầu tư nghĩ tới một đợt "giải chấp" vào cuối năm 2009.

Tính đến cuối quý 2/2009, dư nợ cho vay đầu tư, kinh doanh bất động sản của hệ thống ngân hàng tăng mạnh lên 10.48%, mức tăng trưởng tín dụng trên 30%, nguy cơ lạm phát quay trở lại tăng cao khiến nhiều ngân hàng phải đánh giá lại các khoản vay bất động sản trong toàn hệ thống ngân hàng và hạn chế việc cho vay đầu tư kinh doanh bất động sản. Điều này ảnh hưởng gián tiếp tới thị trường tiêu thụ của các công ty kinh doanh bất động sản, đặc biệt trong phân khúc nhà ở, khu đô thị.

Bên cạnh đó, những khu nhà dành cho người có thu nhập thấp vẫn đang ở tình trạng lơ lửng khi không được các doanh nghiệp chú trọng vì cơ chế cũng như các thủ tục hành chính, hành lang pháp lý vẫn chưa thực sự thông thoáng và hợp lý.

Ngoài ra, việc chính phủ mới áp dụng thêm một số luật thuế mới đối với mua bán, chuyển nhượng bất động sản cũng tác động không nhỏ tới giới kinh doanh và đầu tư trong thời gian gần đây. Thị trường giao dịch chững lại, và tất nhiên, **thị trường bất động sản "nóng" hay "lạnh" tùy thuộc vào số người mua nhà để ở chứ không phải vào lãi suất thấp hay vay ngân hàng dễ dàng.**

## VỊ THẾ CÔNG TY TRONG NGÀNH

### Sự cạnh tranh của các doanh nghiệp cùng ngành

*LCG phải đối mặt với 23 đối thủ cạnh tranh trên sàn giao dịch với quy mô tài sản cũng như khả năng chiếm lĩnh thị trường cao như DIG, HAG, BCI...*

LCG phải đối mặt với khá nhiều đối thủ cạnh tranh lớn trên thị trường kinh doanh bất động sản có tên tuổi như Tập đoàn Hoàng Anh Gia Lai (HAG), CTCP Đầu tư phát triển đô thị và KCN Sông Đà (SJS), CTCP Đầu tư xây dựng Bình Chánh (BCI)... có quy mô lớn hơn nhiều so với LCG. Hiện nay, **trên sàn giao dịch đã có 23 công ty cũng hoạt động trong lĩnh vực này**, nên càng gây nên sức ép lớn từ các phía đối thủ cạnh tranh về thị phần cũng như chất lượng sản phẩm dịch vụ. Mặc dù, LCG mới chuyển sang kinh doanh khu nhà ở, khu đô thị từ năm 2007, nhưng công ty cũng đã tạo ra được uy tín cũng như thương hiệu trên thị trường các tỉnh phía Nam. Điển hình là khu nhà ở chợ Ngãi Giao tại tỉnh Bà Rịa—Vũng Tàu đã hoàn thành xong 90 căn nhà có chứng nhận quyền sử dụng đất. Công ty đã bán xong 72 căn với tổng giá trị hợp đồng lên tới 29.96 tỷ đồng. Hiện còn lại 18 căn với tổng số tiền dự kiến cho các hợp đồng này là 8.34 tỷ đồng.

Cùng với tốc độ phát triển của nền kinh tế, thị trường xây dựng và bất động sản cũng dần ổn định, hứa hẹn mức lợi tức hấp dẫn thu hút nhà đầu tư. Sự phát triển của thị trường BĐS và xây dựng sẽ kéo theo sự phát triển của các doanh nghiệp thuộc ngành khi mà nhu cầu nhà ở vẫn tiếp tục tăng cao và đòi hỏi cấp bách để đáp ứng. Hơn nữa, ngành này còn là một trong những ngành có tỷ lệ đóng góp lớn vào tốc độ tăng trưởng của GDP hàng năm. Nên đây cũng được coi là một thế mạnh để cho các công ty thuộc ngành có định hướng chiến lược lâu dài để phát triển, mở rộng kinh doanh.

### Sự đối mặt với các rào cản của thị trường

*Với ưu thế có được quỹ đất lớn thứ 4 so với các doanh nghiệp trong ngành nên khả năng LCG đứng vững và gia nhập ngành là rất cao.*

Công ty cổ phần Licogi 16 tiền thân là 1 DNNN thuộc Bộ Xây dựng và phát triển hạ tầng thành lập năm 2001. Nhưng đến khi cổ phần hóa thì LCG là một trong những công ty có sự quản lý của Nhà nước ở mức thấp khi Nhà nước chỉ chiếm 11.65%. Ngày 2/6/2006 công ty chuyển đổi thành công ty cổ phần, sau 5 lần tăng vốn, hiện nay vốn điều lệ của LCG đã lên tới 250 tỷ đồng, tương đương 25 triệu CP. Tuy là một công ty xây dựng có quy mô ở mức vừa phải so với các công ty khác trong ngành như SJS, NTL, TDH, HAG... nhưng LCG là một trong những công ty có lợi suất sinh lời cao và ổn định qua các năm. Vì **LCG hoạt động chủ yếu trong 3 mảng lĩnh vực chính**: kinh doanh máy móc thiết bị và vật tư xây dựng—đóng góp 2% trong tổng doanh thu; hoạt động xây lắp theo hợp đồng—tỷ trọng 24% tổng doanh thu và đầu tư kinh doanh khu đô thị, chiếm 74% tổng doanh thu. Nếu như trước đây, LCG chỉ tập trung chú trọng trong việc xây lắp các công trình dân dụng, công nghiệp, giao thông, thủy lợi... thì khả năng tham gia vào ngành của LCG tương đối dễ dàng với các nguồn nguyên liệu đầu vào chủ yếu là xi măng và thép—phụ thuộc khá nhiều vào biến động giá cả của các mặt hàng này trên thế giới. Từ năm 2007, LCG có định hướng chuyển trọng tâm sang lĩnh vực kinh doanh bất động sản để tận dụng lợi thế hoạt động truyền thống xây lắp của mình, nên khả năng cạnh tranh của LCG cũng được củng cố. Khi mà **LCG có một quỹ đất tương đối lớn, hơn 312.228 ha—đứng thứ 4 sau DIG, BCI và HAG**—những công ty hoạt động trong cùng ngành, phục vụ cho các dự án lớn gắn liền với tên tuổi LCG như: Dự án khu dân cư Long Tân—Phú Hội tại Nhơn Trạch, Đồng Nai; dự án D25 đường Nguyễn Phong Sắc kéo dài tại Cầu Giấy, Hà Nội; chung cư CT7—Thịnh Liệt, Hoàng Mai; thủy điện Bàn Chát...

Hiện tại, trụ sở của LCG đang đóng tại phường 7, quận Phú Nhuận—nằm tại trung tâm thành phố nên thuận lợi cho việc giao thương. Cộng thêm **vị trí của các dự án tại những địa bàn là trung tâm công nghiệp của các thành phố lớn**, được Nhà nước quan tâm và đầu tư. Khi các dự án của LCG hoàn thành và đi vào hoạt động hứa hẹn nhiều về sự tăng trưởng của doanh thu và lợi nhuận trong tương lai.

Chiến lược kinh doanh trong những năm tới của LCG tập trung chủ yếu vào việc hoàn thành tiến độ các dự án đang thực hiện từ việc giải tỏa đền bù, san lấp mặt bằng cho đến việc nghiệm thu công trình và tiêu thụ sản phẩm. Trong công tác thi công xây lắp, Hội đồng quản trị của công ty đã quyết định cơ cấu lại mô hình sản xuất kinh doanh theo hướng chắc lọc: quản lý đầu tư, trực tiếp thi công xây lắp triển khai tại các công ty thành viên, nâng cao tính chuyên môn hóa trong hệ thống toàn công ty.

## TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

### Chiến lược phát triển và triển vọng

Chiến lược phát triển của LCG trong thời gian tới vẫn tập trung vào 3 mảng chính: Các dự án đầu tư, công tác thi công xây lắp và công tác sản xuất vật liệu xây dựng, thi công cơ giới.

Đối với các dự án: Công ty tiến hành triển khai dự án cho tới khi hoàn thiện theo các giai đoạn đã được lên kế hoạch, đền bù giải phóng mặt bằng đối với các dự án được cấp phép trong năm 2009 tại trường cao đẳng nghề kinh tế kỹ thuật LICOGI tại Nghi Sơn, Thanh Hóa và từ năm 2010 sẽ dự kiến bắt đầu đầu tư.

Các dấu hiệu phục hồi của thị trường BĐS Mỹ trong thời gian qua đã tác động tới thị trường BĐS trong nước, có dấu hiệu ấm dần lên, khi lượng vốn FDI đổ vào ngành BĐS vẫn ở mức cao, khoảng 25% trong năm nay. Như vậy triển vọng thị trường BĐS hồi phục và phát triển trong những năm tới là khá cao, đặc biệt là phân khúc nhà ở, khách sạn, cho thuê văn phòng và khu chung cư.

### Quan hệ với cổ đông chiến lược

Tại ngày 17/2/2009, có 5 tổ chức nắm giữ hơn 5% vốn điều lệ của công ty là Tổng công ty xây dựng và phát triển hạ tầng—LICOGI (11.65%), VOF Investment Limited (9.58%), TCT Tài chính cổ phần đầu khí Việt Nam (8.53%), Vietnam Investment Limited (5.35%) và Công ty TNHH MTV chứng khoán Ngân hàng Sài Gòn—Thương Tín (5.35%). Tuy nhiên để cơ cấu lại danh mục đầu tư, các tổ chức LICOGI và Vietnam Investment Limited đã bán hết toàn bộ số cổ phần đã nắm giữ. Vì thế, hiện nay Nhà nước không còn nắm quyền biểu quyết tại LCG nữa, và lợi ích của cổ đông thiểu số đã được nâng lên một tầng mới.

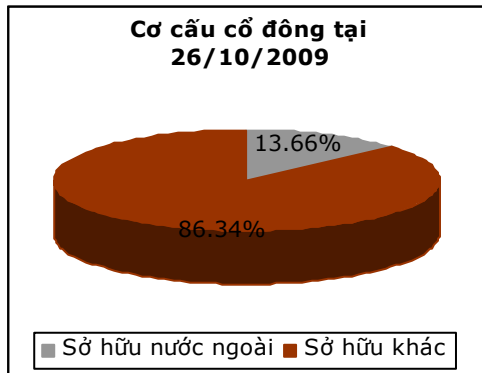
### Cơ cấu cổ đông và thành viên ban điều hành

Ngay từ khi mới đi vào hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần, Nhà nước cũng chỉ nắm một tỷ lệ khá khiêm tốn trong cơ cấu sở hữu của LCG—ở mức 11.65%. Và tính tới thời điểm này thì Nhà nước không còn sở hữu một cổ phần nào nữa khi vào ngày 14/10/2009, chủ tịch HĐQT - đại diện vốn cổ phần Nhà nước là Tổng công ty xây dựng và phát triển hạ tầng đã bán hết toàn bộ 720,000 cổ phiếu LCG (3.53%). Hoạt động của công ty thu hút được sự chú ý và quan tâm của giới đầu tư nước ngoài ngay từ những ngày đầu nhờ tình hình tài chính lành mạnh, ổn định, an toàn và hiệu quả. Sự sở hữu của khối ngoại chiếm tới 15.35% trong cơ cấu sở hữu của LCG cho thấy nhà đầu tư nước ngoài tin tưởng và kỳ vọng rất lớn đối với việc kinh doanh của công ty. Hai cổ đông là tổ chức nước ngoài đang nắm giữ trên 5% số cổ phần tại công ty chính là Red River Holding chiếm 7% và VOF Investment Limited chiếm 6.66%

Thành phần ban lãnh đạo của LCG đều là những người giàu kinh nghiệm trong lĩnh vực thi công các công trình xây dựng, giao thông, thủy lợi. Hầu hết họ là những kỹ sư có trình độ chuyên môn cao, phù hợp với lĩnh vực công tác. Như kỹ sư thủy lợi, kỹ sư đô thị, kỹ sư xây dựng, thực sỹ quản trị kinh doanh, CEO... Từ đó, có cách quản lý chuyên nghiệp, nhìn nhận đúng đắn tình hình thị trường để có hướng điều chỉnh thích hợp cho mục tiêu chiến lược kinh doanh lâu dài của công ty.

### Chính sách cổ tức của công ty

Công ty duy trì mức cổ tức khá cao trong những năm qua, và không có ý định giảm tỷ lệ trả cổ tức trong những năm tới. Tỷ lệ trả cổ tức hàng năm của LCG khá cao từ 15-25%. Riêng năm 2008, do lợi nhuận đạt kết quả cao nên HĐQT đã quyết định điều chỉnh tỷ lệ trả cổ tức từ 25% lên 75%. Trong đó 25% cổ tức được trả bằng tiền mặt đã được thực hiện xong vào ngày 29/5/2009. Và 50% còn lại được trả dưới hình thức chia cổ tức bằng cổ phiếu với tổng giá trị 68 tỷ đồng. Và ngày 29/7/2009, 6.8 triệu cổ phiếu được phát hành để trả cổ tức cho cổ đông đã được niêm yết bổ sung và giao dịch trên sàn Hồ Chí Minh.



Tên cổ đông lớn	Số CP	Tỷ lệ
Red River Holding	1,428,760	7%
VOF Investment Limited	1,358,200	6.66%
Trương Anh Hùng	668,000	4.91%

Họ tên	Chức vụ	Tỷ lệ
Bùi Dương Hùng	Chủ tịch HĐQT	4.49%
Vũ Công Hưng	Phó TGĐ	0.79%
Lê Văn Nga	Tổng GD	0.22%

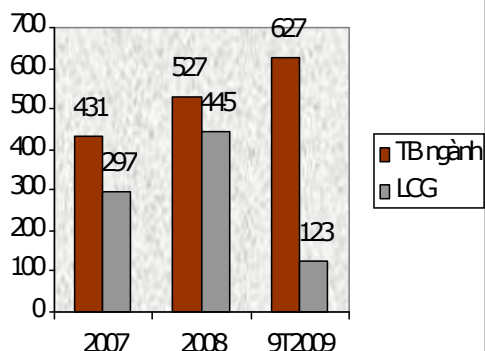
% sở hữu trên VDL

Năm	Tỷ lệ chi trả cổ tức	Hình thức
2007	15%	Tiền mặt
2008	25%	Tiền mặt
2009	25%	Tiền mặt

## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

### Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của công ty

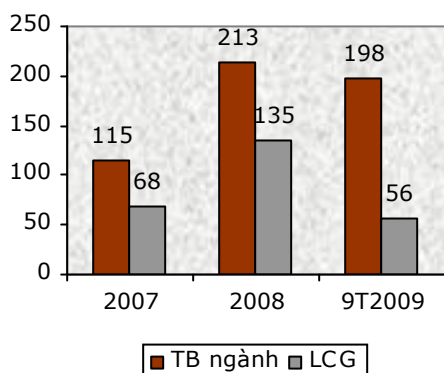
**Biểu đồ 2: Tăng trưởng doanh thu**



Năm 2008 dù chịu tác động mạnh của khủng hoảng kinh tế toàn cầu, song LCG vẫn là một trong những công ty dẫn đầu về tính ổn định trong tình hình khó khăn chung. Doanh thu năm 2008 vẫn tăng mạnh so với năm 2007, gần gấp hai lần, từ hơn 297 tỷ đồng lên hơn 445 tỷ đồng. Nguyên nhân là do LCG vẫn duy trì được tỷ lệ doanh thu ở mức ổn định từ hai nguồn: doanh thu từ hoạt động đầu tư các khu đô thị và doanh thu từ các hợp đồng xây dựng. Điều này cho thấy, LCG có mối quan hệ khá tốt đẹp với các bạn hàng và khách hàng. Sang năm 2009, trải qua những tháng khó khăn của đầu năm, nhờ gói kích cầu hỗ trợ lãi suất 4% đã phần nào giúp LCG giảm bớt gánh nặng chi phí, góp phần làm tăng doanh thu và lợi nhuận. Trong quý III, LCG đã kiếm được hơn 122.8 tỷ đồng doanh thu, bằng 91.4% so với cùng kỳ năm trước, và lũy kế 9 tháng đạt hơn 388.8 tỷ đồng, tăng 18.36% so với năm 2008.

Tuy nhiên, doanh thu thuần của LCG vẫn không đạt được cao như trung bình của ngành qua các năm. Cho thấy, năng lực của LCG vẫn còn tiềm tàng, hứa hẹn trong tương lai sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh, có xu hướng tiến tới mức của trung bình ngành.

**Biểu đồ 3: Tăng trưởng lợi nhuận**

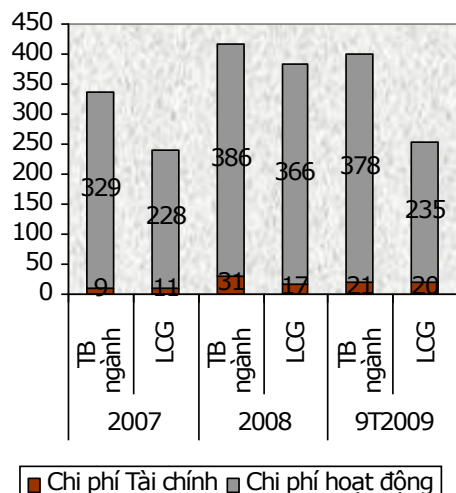


Nhờ việc cắt giảm chi phí tối đa mà lợi nhuận sau thuế của LCG năm 2008 tăng gấp 1.5 lần so với năm 2007. Chứng tỏ khả năng điều hành quản lý của LCG khá tốt, Ban lãnh đạo đang có hướng đi đúng đắn trong việc định hướng phát triển của doanh nghiệp. Năm 2008, Công ty được ưu đãi về thuế, miễn 100% thuế TNDN, và năm 2009 thì được cắt giảm 50% thuế TNDN. Song lợi nhuận sau thuế 9 tháng đầu năm 2009 của LCG vẫn tăng hơn 77% so với cùng kỳ năm 2008.

### Cơ cấu chi phí của doanh nghiệp

Xét theo tỷ lệ giữa chi phí tài chính và chi phí hoạt động, thì LCG có mức sử dụng hai loại chi phí này tương đương với trung bình của ngành. Tuy nhiên, so với trung bình ngành thì chi phí hoạt động của LCG thấp hơn. Như vậy, hoạt động quản lý chi phí của LCG là có hiệu quả, tiết kiệm được chi phí, nâng cao doanh thu và lợi nhuận cho LCG, dù các dự án của LCG trải dài từ Bắc đến Nam gây khó khăn cho việc quản lý sử dụng lao động cũng như chi phí, năng lực sản xuất.

**Biểu đồ 4: Cơ cấu chi phí**



Năm 2008, do tình hình chung nên chi phí quản lý của LCG cũng tăng hơn so với năm 2007 lên mức 15 tỷ đồng và chi phí tài chính lên 17 tỷ đồng do lãi suất tăng nóng khiến LCG cũng phải đối mặt với các khoản vay ngắn hạn và dài hạn từ phía các ngân hàng thương mại cổ phần Sài Gòn—Hà Nội, Ngân hàng TMCP An Bình, và các tổ chức khác như: CTCP Tài chính dầu khí—chi nhánh HCM, từng là cổ đông chiến lược của LCG và quỹ ONSHINE INVESTMENT. Đặc biệt là những khoản chi phí phát sinh tăng vào những tháng cuối năm khi giá nguyên vật liệu đầu vào như sắt, thép, xi măng tăng cao. Làm gia tăng chi phí sản xuất của LCG.

Sang năm 2009, vẫn còn chịu ảnh hưởng của cơn bão khủng hoảng tài chính 2008, nên những tháng đầu năm LCG vẫn còn thận trọng trong việc quản lý chi phí. Vì là một công ty hoạt động trong một lĩnh vực yêu cầu vốn lớn, chịu tác động lớn từ lạm phát và tăng trưởng cũng như có một cơ cấu nợ cao nên chi phí tài chính của LCG thường chiếm tỷ lệ thấp hơn so với chi phí hoạt động. So với trung bình ngành, thì LCG sử dụng nợ một cách khá cân bằng, thường thấp hơn so với chi phí hoạt động. Và chi phí hoạt động của LCG thường thấp hơn so với trung bình ngành.

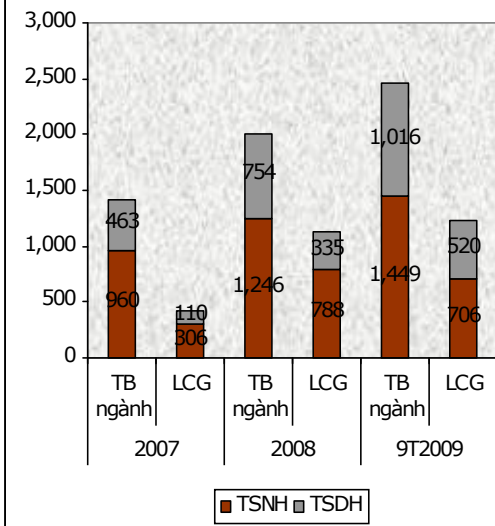


## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

### Tình hình tài sản của doanh nghiệp

Lượng tiền mặt không nhiều cho thấy LCG sử dụng vốn ngắn hạn có hiệu quả, trong cơ cấu tài sản, tỷ trọng tài sản lưu động là tương đối cao và đang có xu hướng giảm trong những năm gần đây. Chiếm chủ đạo trong TSLĐ ngắn hạn là hàng tồn kho và các khoản phải thu—trên 89%.

**Biểu đồ 5: Cơ cấu tài sản**



Cũng như hoạt động của ngành, LCG sử dụng nhiều tài sản ngắn hạn hơn trong cơ cấu tài sản. Tuy nhiên, tỷ lệ này đang giảm dần trong những năm gần đây, giảm từ 73.5% trong năm 2007 xuống 58.7% trong 9 tháng đầu năm 2009. Các khoản phải thu và hàng tồn kho vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong tài sản lưu động, chiếm hơn 89% trong quý 3/2009. Tính đến ngày 30/9/2009, LCG cần phải thu hơn 343 tỷ đồng từ việc chuyển nhượng dự án Long Tân 83ha, và hơn 26 tỷ đồng từ việc cho các công ty thành viên vay và các khoản phải thu đợt cuối của các hợp đồng hợp tác đầu tư dự án Ngã Giao và Nhơn Trạch 50ha đã thực hiện trong các năm trước.

Lượng tiền mặt của LCG thấp cho thấy khả năng sử dụng vốn ngắn hạn của công ty khá hiệu quả. Đồng thời, nguồn vốn vay ngắn hạn cũng được sử dụng triệt để cho các dự án hiện tại. Trong năm 2009, các dự án của công ty được mở rộng cả về quy mô và số lượng nên đòn bẩy tài chính được sử dụng nhiều hơn.

Dưới đây là thông tin sơ lược về các dự án của LICOGI 16:

Dự án	Thời gian	Tiến độ thực hiện
Khu dân cư Ngã Giao, Bà Rịa—Vũng Tàu	2007—2010	Đã hoàn thành và bán 80%
Cao ốc văn phòng 24A, Phan Đăng Lưu,	2008—2009	Xây dựng & hoàn thiện
Dự án D25, đường Nguyễn Phong Sắc kéo dài		Đang hoàn thiện các thủ tục pháp lý.
Chung cư CT7, Hoàng Mai Hà Nội		Đất sạch, đang thiết kế
Khu dân cư Lý Thường Kiệt, Bào Lộc, Lâm Đồng		Đền bù trong năm 2009
Khu dân cư Long Tân—Phú Hội, giai đoạn 1	2008-2010	Hoàn thành và bán 75%
Giai đoạn 2		Đền bù giải tỏa 78%
Giai đoạn 3		Liên doanh với Vinacapital.
Giai đoạn 4		Đền bù giải tỏa 30%, xin mở rộng

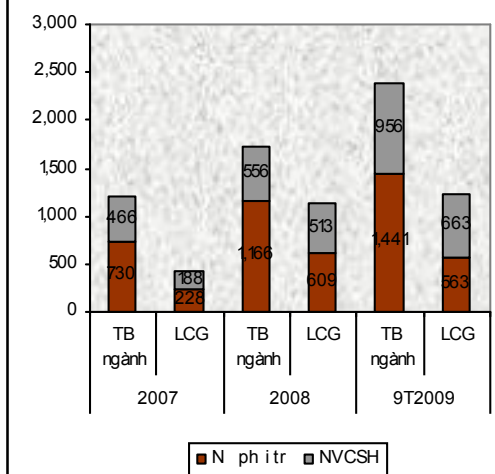
### Tình hình nguồn vốn của doanh nghiệp

So với trung bình ngành thì nợ phải trả của LCG đang ở mức thấp hơn. Công ty đang sử dụng một cơ cấu nợ hợp lý, tạo ra hiệu quả từ việc sử dụng đòn bẩy tài chính, giúp duy trì tình trạng hoạt động ổn định, đem lại lợi nhuận cao cho bản thân công ty.

Các khoản nợ của công ty chủ yếu là nợ ngắn hạn được vay từ ba nguồn chính: Ngân hàng TMCP An Bình, ngân hàng TMCP Tiên Phong và quỹ ONSHINE INVESTMENT để phục vụ cho mục đích đầu tư triển khai các dự án do LCG làm chủ đầu tư. Nhằm bổ sung vốn kinh doanh phục vụ thi công công trình thủy điện Bàn Chát, LCG đã vay với hạn mức tín dụng là 100 tỷ đồng tại Ngân hàng TMCP An Bình với thời hạn 1 năm kể từ ngày 19/3/2009 với lãi suất vay được xác định trong từng giấy ghi nhận nợ. Tại ngày 19/5/2009, LCG đã vay của ngân hàng TMCP Tiên phong (TPB) với hạn mức tín dụng là 141.8 tỷ đồng kỳ hạn 1 năm, lãi suất được xác định bằng chi phí vốn (COF) của TPB kỳ hạn 12 tháng +3% áp dụng cho từng lần giải ngân. Mục đích của khoản vay này là để nộp tiền sử dụng đất và đền bù 11.7ha còn lại cho khu đất 83ha của dự án Long Tân-Phú Hội.

Khoản vay của quỹ Onshine Investment với mục đích sử dụng đền bù giải tỏa cho khu đất 83ha của dự án khu đô thị Long Tân-Phú Hội đã được NHNN chấp thuận thanh toán bù trừ giữa LICOGI 16 với Vinaland Heritage Limited và Vinaland Eastern Limited nên khoản vay này không được hạch toán vào trong mục vay và nợ ngắn hạn trong quý III/2009.

**Biểu đồ 6: Cơ cấu nguồn vốn**



## PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

### Tỷ số khả năng thanh toán

	LCG			NTL			SC5		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
<b>Thanh toán hiện hành</b>	1.96	1.86	1.74	1.35	1.32	1.29	1.22	1.22	1.22
<b>Thanh toán nhanh</b>	1.58	1.37	1.20	0.73	0.59	0.45	0.32	0.35	0.39

Càng ngày LCG càng sử dụng tốt các khoản nợ của mình để đầu tư vào các dự án, cộng thêm việc nhà nước hỗ trợ lãi suất cho vay trong năm 2009 đã góp phần làm giảm chi phí lãi vay của công ty. Khiến cho khả năng thanh toán ngắn hạn của LCG rất tốt và tỷ lệ chi trả các khoản nợ dưới một năm ngày càng tốt hơn theo thời gian.

Hàng tồn kho của công ty chủ yếu là chi phí đền bù giải tỏa và tư vấn của các dự án khu đô thị LCG đang đầu tư và công trình thủy điện Bản Chát, chiếm 85.9% giá trị hàng tồn kho. Vì thế, khi loại bớt yếu tố này đi, thì khả năng thanh toán nhanh trong năm 2008 chỉ còn 0.97 lần, và tăng dần lên qua 9 tháng đầu năm 2009. Cho thấy, đã có sự cải thiện rõ trong cơ chế quản lý hàng tồn kho. Một lý do khác đó là năm 2008 thị trường bất động sản khá trầm lắng, gần như đóng băng. Do đó, nhu cầu sử dụng bất động sản còn hạn chế, khách hàng vẫn còn tâm lý thận trọng và chưa muốn quay trở lại tham gia vào thị trường này. Sang năm 2009, nhờ gói kích cầu hỗ trợ lãi suất cho vay tiêu dùng 4%, cùng nhiều quy định liên quan đến việc mua bán, chuyển nhượng bất động sản, thị trường ấm dần lên đã thu hút giới kinh doanh đầu tư bất động sản quay trở lại thị trường. Tiến độ thi công các dự án công trình nhanh hơn, góp phần tăng tài sản lưu động. Chính vì thế mà khả năng thanh toán nhanh được cải thiện.

### Tỷ số năng lực hoạt động

	LCG			NTL			SC5		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
<b>Kỳ thu tiền bình quân</b>	361.14	247.86	2132.07	48.88	73.60	850.94	77.33	62.57	52.51
<b>Tiền mặt/DT</b>	0.24	0.07	0.47	0.90	0.73	6.07	0.32	0.22	0.06
<b>Vòng quay HTK</b>	0.52	0.50	0.09	0.31	0.25	0.02	0.23	0.35	0.48
<b>Vòng quay TSCĐ</b>	0.49	1.07	0.11	52.07	34.87	2.14	4.72	6.32	6.62
<b>Vòng quay tổng tài sản</b>	0.10	0.18	0.02	0.34	0.23	0.02	0.17	0.25	0.31
<b>Vốn lưu động/DT</b>	2.81	1.84	15.51	0.75	1.02	11.90	0.98	0.67	0.53
<b>Vốn LĐ trừ tiền mặt/DT</b>	2.57	1.77	15.04	(0.15)	0.29	5.83	0.67	0.45	0.47
<b>Nợ phải trả/DT</b>	4.58	2.95	28.75	2.14	3.17	40.91	4.91	3.41	2.65

Chính sách quản lý khoản phải thu của LCG khá chặt chẽ, và nới rộng dần ra trong những tháng gần đây. Các công ty trong ngành cũng có tâm lý quản lý giống LCG khi không chắc chắn về tốc độ phục hồi của nền kinh tế, nên mạnh tay siết chặt các khoản tín dụng, nhưng ở mức độ không cao bằng LCG trong những tháng đầu năm 2009.

Vì có quy mô vốn tương đương nên hầu như hiệu suất sử dụng tổng tài sản của LCG, NTL và SC5 là gần như nhau và đều ở mức thấp, chứng tỏ hiệu quả tạo ra doanh thu từ một đồng tài sản là không cao. Nhưng lại có sự khác biệt khá lớn giữa các công ty này trong việc sử dụng tài sản cố định để tạo ra doanh thu. Trong khi hiệu quả sử dụng tài sản cố định của LCG và SC5 quý III giảm so với quý II, thì NTL lại có một sự thay đổi đột biến khi hiệu suất tăng chóng mặt từ 2.14 lần trong quý I lên 34.87 lần trong quý II và 52.07 lần trong quý III. Nguyên nhân là NTL đã có được khoản thu lớn từ hoạt động kinh doanh nhà, trong khi vẫn hạn chế chi phí hoạt động.

## PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

### Tỷ số cơ cấu vốn

	LCG			NTL			SC5		
Cơ cấu vốn	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
<b>Nợ phải trả/ NVCSH</b>	84.90%	118.60%	122.53%	268.26%	290.98%	308.05%	532.03%	528.25%	436.40%
<b>Nợ phải trả/TTS</b>	45.92%	54.25%	55.06%	72.85%	74.42%	75.49%	83.98%	83.87%	81.12%

Có thể nói, LCG đang có một cơ cấu vốn tối ưu khi sử dụng khá hiệu quả các khoản vay nợ để đầu tư vào các dự án của mình. Công ty chủ yếu sử dụng nợ ngắn hạn để đầu tư với nguồn vốn vay đến từ ngân hàng TMCP An Bình và quỹ ONSHINE INVESTMENT. Công ty chỉ phải trả chi phí lãi vay cho ngân hàng TMCP An Bình vì quỹ ONSHINE INVESTMENT cho vay không lãi suất. So với đặc thù của ngành BĐS thì LCG sử dụng thận trọng các khoản vay nợ của mình, không mạo hiểm dùng quá nhiều nợ—theo đúng tính chất của ngành như các doanh nghiệp cùng lĩnh vực như NTL, SC5. Cơ cấu vốn của LCG nằm ở mức trung bình, khá an toàn và đủ để tạo ra hiệu quả từ việc sử dụng đòn bẩy tài chính.

### Tỷ số khả năng sinh lời

	LCG			NTL			SC5		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
<b>LNBG</b>	41.14%	47.68%	1.70%	59.39%	42.30%	42.73%	7.50%	5.53%	4.63%
<b>LNBTT</b>	57.06%	25.98%	188.55%	59.08%	42.08%	35.48%	5.20%	3.70%	3.49%
<b>LNBST</b>	47.02%	21.41%	155.60%	40.64%	31.79%	26.61%	3.90%	2.78%	2.62%
<b>ROA</b>	4.71%	3.93%	2.98%	13.83%	7.47%	0.49%	0.67%	0.68%	0.80%
<b>ROE</b>	8.72%	8.60%	6.63%	50.92%	29.19%	2.00%	4.23%	4.30%	4.31%

So với các công ty cùng ngành thì lợi nhuận gộp của LCG ở mức khá thấp trong quý I - 1.7%, trong khi của SC5 là 4.63% và NTL là 42.73% cao hơn rất nhiều so với LCG. Nguyên nhân là do doanh thu và giá vốn của LCG vẫn chỉ có từ hợp đồng xây lắp, chưa có thêm doanh thu từ các dự án vì thời điểm này thị trường BĐS vẫn đang đóng băng. Bù lại, LCG lại đạt được lợi nhuận cao hơn rất nhiều so với doanh nghiệp trong ngành cũng như so với quý liền trước đó. Các chỉ tiêu ROA và ROE ở mức cao và ổn định, hoạt động của công ty chịu ảnh hưởng ít của cuộc khủng hoảng. Không như các công ty khác bị ảnh hưởng nặng nề, phải thu hẹp quy mô, tạm dừng một số dự án đang triển khai, sử dụng nợ ch ưa thực sự hiệu quả.

ROA và ROE của LCG luôn tăng đều đặn qua các quý từ 6.63% đối với ROE quý I v à 2.98% đối với ROA quý I tăng tương ứng lên 8.72% và 4.71% trong quý III/2009. Năng lực tài chính lành mạnh và an toàn.



## PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

### Tỷ số giá trị thị trường

	LCG			NTL			SC5		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
<b>Giá trị sổ sách</b>	31.92	29.09	38.50	21.07	18.29	16.05	19.52	18.67	18.78
<b>Trailing EPS Cơ bản</b>	12.65		12.73	22.04	11.63	8.45	3.12	2.77	2.45
<b>Trailing EPS Điều chỉnh</b>	10.54	-	12.73	22.10	11.66	6.35	3.12	2.77	2.24
<b>EPS cơ bản</b>	2.83	3.06	2.62	10.83	5.42	0.32	0.85	0.83	0.83
<b>EPS điều chỉnh</b>	2.83	2.55	2.62	10.83	5.42	0.32	0.85	0.83	0.83
<b>P/E điều chỉnh</b>	<b>7.78</b>			<b>5.84</b>			<b>23.85</b>		

Dựa vào bảng số liệu trên, ta thấy các chỉ số thị trường của LCG khá hấp dẫn và ở mức tốt, với EPS điều chỉnh đến quý III/2009 là 2,830 VNĐ, P/E điều chỉnh đạt 7.78 lần. So với P/E ngành ở mức 18.97 lần, thì LCG vẫn còn có khả năng dài hạn để đạt được kết quả kinh doanh cao khi LCG mới chỉ gia nhập vào lĩnh vực kinh doanh khu nhà ở, đô thị vào năm 2007. Trong khi thị trường nhà đất luôn tồn tại song hành cùng với sự phát triển của nền kinh tế. Nên chúng ta có thể kỳ vọng về sự tăng trưởng của LCG trong tương lai. So với các công ty cùng quy mô tổng tài sản, điển hình là NTL và SC5, thì tiềm năng tăng trưởng của NTL cao hơn LCG, tuy nhiên SC5 đang được đánh giá cao so với giá trị thực.

### Phân tích Dupont

	LCG			NTL			SC5		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
<b>ROE</b>	8.72%	8.60%	6.63%	50.92%	29.19%	2.00%	4.23%	4.30%	4.31%
<b>LNST biên</b>	47.02%	21.41%	155.60%	40.64%	31.79%	26.61%	3.90%	2.78%	2.62%
<b>Vòng quay TTS</b>	10.02%	18.37%	1.92%	34.03%	23.49%	1.85%	17.12%	24.57%	30.62%
<b>TTS/NVCSH</b>	184.90%	218.60%	222.53%	368.26%	390.98%	408.05%	633.55%	629.83%	537.99%

Hệ số sinh lời trên vốn chủ trong 3 quý đầu năm 2009, phản ánh đúng tình hình thực tế của nền kinh tế và của ngành. Trong quý I, vẫn còn chịu ảnh hưởng của suy thoái, chính phủ bắt đầu triển khai gói kích cầu hỗ trợ lãi suất, thị trường bất động sản vẫn trầm lắng, chi phí nguyên vật liệu đầu vào vẫn còn cao tác động trực tiếp đến lợi nhuận của LCG. Trong quý I, doanh thu thuần của hợp đồng xây dựng vẫn được duy trì, nhưng không phải là nguyên nhân chính làm LNST tăng đột biến mà là đến từ các khoản thu nhập khác, trên 43 tỷ đồng. Chính vì thế mà LNST biên quý I ở mức rất cao 155.6%. Trong khi tổng tài sản vẫn không gia tăng đáng kể, thì trong quý II và quý III hiệu quả của gói kích cầu đã được hiện thực hóa. Công ty sử dụng đòn bẩy tài chính hợp lý và phát huy tác dụng, nâng tỷ lệ ROE trong quý II và quý III lên 8.6% và 8.72%. So với hai công ty còn lại thì LCG đang sử dụng hợp lý cơ cấu nợ, NTL và SC5 đang sử dụng khá nhiều nợ nên có thể dẫn đến rủi ro tín dụng cao đối với những công ty này.

## PHÂN TÍCH SWOT

### Điểm mạnh

Tình hình tài chính lành mạnh, cơ cấu vốn an toàn.

### Điểm yếu

Đầu tư vào nhiều ngành nghề, lĩnh vực ở nhiều địa bàn khác nhau, gây khó khăn trong việc quản lý, phân bổ năng lực sản xuất.

### Cơ hội

Quỹ đất lớn ở Nhơn Trạch, Đồng Nai sẽ là nguồn thu lớn cho doanh nghiệp.

Vốn FDI tiếp tục được rót vào ngành BĐS với tỷ lệ lớn, doanh nghiệp sẽ có thêm khả năng tiếp cận với nhiều nguồn vốn vay để phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

### Thách thức

Khó khăn trong việc tiếp cận và khai thác dự án do nguồn vốn chủ sở hữu còn thấp, nguồn vay nợ từ các ngân hàng, tổ chức tín dụng cũng không cao như các doanh nghiệp cùng ngành khác. Nên hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính cũng không cao như mong đợi.

Vì công ty đầu tư vào các dự án ở nhiều địa phương khác nhau nên khó khăn trong việc xác lập thủ tục, xin giấy cấp phép, đền bù, giải tỏa mặt bằng...

Đối mặt với sự cạnh tranh của các công ty cùng ngành, đặc biệt là trong phân khúc thị trường nhà ở, có rất nhiều công ty hoạt động mạnh tại mảng này. Nên sẽ là thách thức lớn cho LCG khi tìm kiếm thị trường tại phân khúc này.

### Danh sách các công ty thành viên và công ty con

Tên đơn vị thành viên	Vốn góp thực tế (tỷ đồng)	Vốn góp của LCG (tỷ đồng)
CTCP cơ khí Licogi 16	24.279	12
CTCP Licogi 16.1	14.886	6
CTCP Licogi 16.2	20	8
CTCP Licogi 16.5	24.850	12.25
CTCP Licogi 16.6	24.777	10
CTCP tư vấn và đầu tư Licogi 16.8	3	1.2
CTCP Licogi 16.9	21.508	12.4
CTCP Đầu tư và phát triển hạ tầng Nghi Sơn	100	45
Cty TNHH Xây dựng - TM - DV Điền Phước	30.805	30.805

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Trong phần này chúng tôi sẽ tiến hành định giá cổ phiếu LCG theo ba phương pháp cơ bản: DCF, P/E và P/B. Riêng phương pháp định giá theo DCF chúng tôi tiến hành sử dụng mô hình tăng trưởng cổ tức hai giai đoạn (DDM). Trong phần tính giá theo DCF, chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu LCG dựa trên hai kịch bản mà chúng tôi tin rằng có nhiều khả năng xảy ra nhất đối với doanh nghiệp.

**Kịch bản 1:** Thể hiện sự đánh giá của chúng tôi về khả năng phục hồi của ngành bất động sản nói chung và của doanh nghiệp nói riêng khi những dấu hiệu lạc quan đã xuất hiện trên thị trường có tác động mạnh đến thị trường bất động sản nội địa như Mỹ, Anh... Dự báo các nền kinh tế lớn này sẽ sớm phục hồi cho đến cuối năm và công ty sẽ thực hiện được kế hoạch doanh thu và lợi nhuận đề ra của ĐHCĐ năm 2009.

**Kịch bản 2:** Khả năng phục hồi của những thị trường BĐS lớn trên thế giới không sáng sủa hơn trong những năm tới. Công ty khó có khả năng có doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng cao khi thị trường bất động sản vẫn trầm lắng và ở tình trạng đóng băng.

### Kịch bản lạc quan

#### Định giá theo phương pháp DCF

#### Dự báo một số các yếu tố kinh tế vĩ mô trong tương lai:

- Thị trường bất động sản tại Mỹ có dấu hiệu phục hồi lạc quan, và sẽ phát triển mạnh trở lại từ năm 2010 trở đi.
- Thị trường bất động sản tại Việt Nam cũng ấm dần lên do tác động từ thị trường bất động sản tại Mỹ.
- Nguồn vốn FDI tiếp tục đầu tư vào ngành BĐS tăng cao, giá nguyên vật liệu đầu vào như sắt, thép, xi măng rẻ...
- Tốc độ tăng trưởng GDP trong năm 2009 và 2010 sẽ đạt được vào khoảng từ 5.5% đến 7%. Không có dấu hiệu của tái lạm phát, lãi suất cơ bản vẫn được giữ nguyên ở mức 7% từ nay cho tới hết quý I/2010. Sau đó, có thể sẽ được NHNN điều chỉnh giảm
- Các chính sách liên quan đến chuyển nhượng, mua bán bất động sản không thay đổi.

#### Bảng dự báo tình hình KQKD trong 5 năm tới của LCG

ĐVT: tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	2013
Tổng DT	460.300	690.450	1,035.675	1,553.513	2,330.269
DTT	460.300	690.450	1,035.675	1,553.513	2,330.269
GVHB	345.225	517.838	776.756	1,165.134	1,747.702
LNG	115.075	172.613	258.919	388.378	582.567

Hoạt động truyền thống của LCG vẫn tập trung vào mảng xây lắp, và đang chuyển hướng sang lĩnh vực kinh doanh nhà ở, các khu đô thị. Trong thời gian tới, hai mảng lĩnh vực này vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu. Giả sử với các điều kiện về giảm giá hàng bán không tồn tại, thì khi đó doanh thu thuần của LCG cũng chính là tổng doanh thu. Giá vốn hàng bán chiếm 75% doanh thu thuần hàng năm. Tốc độ tăng trưởng trung bình của

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

doanh thu thuần trong những năm tiếp theo sẽ được duy trì ở mức 50%.

Giá vốn hàng bán của LCG tập trung chủ yếu vào giá vốn của hoạt động đầu tư các khu đô thị và giá vốn của hợp đồng xây dựng. Chúng tôi giả định, giá vốn hàng bán thường chiếm 75% doanh thu thuần.

Theo chúng tôi dự đoán, hàng năm LCG phải trả mức chi phí lãi vay từ các ngân hàng TMCP An Bình (ABB) từ khoản tín dụng dài hạn 150 tỷ đồng, kỳ hạn 4 năm tính từ năm 2008, lãi suất cho vay bằng với tiết kiệm 12 tháng, lĩnh lãi cuối kỳ (9.9%/năm) + 0.33%/tháng. Khoản tín dụng này được LCG dùng để đầu tư hệ thống máy móc thiết bị phục vụ cho công trình thi công đầm lặn tại thủy điện Bản Chát, Lai Châu.

LCG cũng cần tập trung vào việc thanh toán tiền đền bù, giải phóng mặt bằng xây dựng khu dân cư tại xã Long Tân, Phú Hội nên đã vay 70 tỷ đồng, kỳ hạn 5 năm kể từ 2007 tại ngân hàng TMCP Sài Gòn—Hà Nội (SHB). Lãi suất trên hợp đồng vay được xác định bằng lãi suất huy động tiết kiệm kỳ hạn 12 tháng, trả lãi cuối kỳ, tại thời điểm điều chỉnh cộng với 0.27%/tháng nhưng không thấp hơn 1.07%/tháng.

LCG cũng vay 25 tỷ đồng tại Ngân hàng TMCP Lào Việt hồi tháng 4/2009 với kỳ hạn 5 năm, lãi suất vay là 0.875%/tháng và có thể điều chỉnh theo lãi suất cơ bản do NHNN công bố, nhằm bổ sung vốn đầu tư xây dựng văn phòng làm việc tại số 24A Phan Đăng Lưu, p.6, Q. Bình Thạnh, Tp. HCM.

Như vậy, chúng tôi dự đoán bình quân mỗi năm, LCG phải trả một khoản chi phí lãi vay khoảng 25 tỷ đồng.

**Theo mô hình tăng trưởng cổ tức 2 giai đoạn.** Giai đoạn đầu từ năm 2009 đến năm 2019, chúng tôi kỳ vọng LCG có tốc độ tăng trưởng cổ tức là 15%/năm, lãi suất chiết khấu ở mức 14.5%. Và giai đoạn 2 từ năm 2020 trở đi, tốc độ tăng trưởng cổ tức là 12%. Thì chúng tôi định giá được giá cổ phiếu của LCG tại thời điểm hiện tại sẽ vào khoảng **100,810 VNĐ**.

**Giá cổ phiếu LCG được định giá tại 100,810 VNĐ theo kịch bản lạc quan.**

Giá trị dòng tiền giai đoạn 1 quy về hiện tại (2009 -2019)	1,179 tỷ đồng
Giá trị dòng tiền giai đoạn 2 quy về hiện tại (2019 trở đi)	2,150 tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	2,520 tỷ đồng
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	25,000,000 Cổ phiếu
Giá trị cổ phiếu	100,810 VNĐ

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

### Kịch bản thận trọng

#### Các giả thiết cho kịch bản hai:

- Thị trường bất động sản tại Mỹ không hồi phục được như mong đợi của giới đầu tư, giao dịch nhà đất vẫn ảm đạm, ảnh hưởng tới tâm lý của NĐT trong nước trên thị trường BĐS.
- Lãi suất cơ bản tăng lên, lạm phát tăng có thể tăng trên 2 con số, nhu cầu tiêu dùng giảm. Thu nhập bình quân đầu người vẫn ở mức thấp, phân khúc thị trường nhà ở dành cho người có thu nhập thấp—chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu thu nhập của nền kinh tế, vẫn ở mức cung thấp. Người có nhu cầu mua nhà hoặc là không đủ tiền để mua những căn nhà vượt mức thu nhập của họ, hoặc các dự án nhà ở xã hội được chính phủ chấp thuận không được triển khai đúng như dự kiến.

Không hi vọng nhiều về thị trường bất động sản sẽ phục hồi nhanh chóng, điều này sẽ gây ảnh hưởng tới tình hình phát triển và hoạt động của ngành. Thêm vào đó, chúng tôi cũng giả định chi phí nguyên vật liệu đầu vào gia tăng, khiến chi phí của doanh nghiệp tăng cao, chiếm 80% doanh thu thuần, thị trường tiêu thụ không đạt được kết quả như mong đợi. Doanh thu chính từ hoạt động xây lắp truyền thống và doanh thu từ hoạt động kinh doanh khu đô thị giảm xuống, với tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm về doanh thu chỉ là 30%. Do đó, chúng tôi dự báo tình hình hoạt động của LCG trong những năm tiếp theo như sau:

ĐVT: tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần	460.300	598.390	777.907	1,011.279	1,314.663
Giá vốn hàng bán	368.240	478.712	622.326	809.023	1,051.730
Lợi nhuận gộp	92.060	119.678	155.581	202.256	262.933

**Giá ước LCG theo kịch bản thận trọng đạt 94,880 VNĐ**

Trong kịch bản thận trọng này, chúng tôi chỉ kỳ vọng tăng trưởng cổ tức của LCG trong giai đoạn 1 là 13%, giai đoạn 2 là 10%, với suất chiết khấu là 12.5%. Khi đó, mức giá mong đợi của LCG theo phương pháp định giá DDM là **94,880 VNĐ**.

Giá trị dòng tiền giai đoạn 1 quy về hiện tại (2009-2019)	1,151 tỷ đồng
Giá trị dòng tiền giai đoạn 2 quy về hiện tại (2019 trở đi)	2,150 tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	2,372 tỷ đồng
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	25,000,000 cổ phiếu
Giá trị cổ phiếu	94,880 VNĐ

#### Kết luận:

**Giá cổ phiếu LCG theo phương pháp DDM theo mô hình hai giai đoạn cho hai kịch bản lạc quan và thận trọng tuy nhiên nếu xem xét những yếu tố hỗ trợ tại thời điểm hiện tại chúng tôi cho xác suất cho hai kịch bản là 60:40 thì giá LCG theo DDM là xấp xỉ 98,400 VNĐ.**



## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

### Định giá theo phương pháp P/E và P/B

#### Phương pháp P/E

##### Theo phương pháp P/E

**Giá CP: 100,900 VNĐ**

Hiện tại, LCG đã phát hành thành công 4.6 triệu Cổ phiếu để tăng vốn điều lệ lên 250 tỷ đồng, và số lượng cổ phiếu này sẽ được niêm yết bổ sung và giao dịch vào ngày 18/11 tới đây. Điều này sẽ làm pha loãng cổ phiếu từ nay cho đến cuối năm, số lượng cổ phiếu niêm yết và lưu hành của LCG sẽ là 25 triệu cổ phiếu. Và chúng tôi đã dự đoán EPS cuối năm 2009 sẽ vào khoảng 9,173 VNĐ, P/E kỳ vọng ở mức 11.x, trong khi P/E điều chỉnh của ngành đạt 25.x, cao hơn P/E của LCG. Do đó, chúng tôi kỳ vọng về sự tăng trưởng của LCG là rất cao. Như vậy giá cổ phiếu mong đợi có thể đạt được là **100,900 VNĐ**.

#### Bảng: Thống kê chỉ tiêu của các công ty và công ty cùng ngành

	LCG	SJS	NTL	TDH	SC5	STL	HAG	HDC
Giá hiện tại	86,000	185,000	151,000	107,000	74,500	68,300	72,000	71,000
Trailing EPS Điều chỉnh	10.54	9.86	22.1	12.77	3.12	3.91	5.14	6.24
EPS điều chỉnh (Quý)	2.83	6.64	10.83	4.93	0.85	1.24	1.79	2.33
P/E điều chỉnh (trailing)	<b>8.16</b>	<b>18.76</b>	<b>6.83</b>	<b>8.38</b>	<b>23.85</b>	<b>17.46</b>	<b>14.00</b>	<b>11.38</b>
P/E điều chỉnh ngành*	<b>25.2</b>							

#### Phương pháp P/B

Tương tự, giá trị sổ sách của LCG được kỳ vọng ở mức 27,947 VNĐ, P/B kỳ vọng của LCG tại 3.5 lần, giá cổ phiếu LCG sẽ là **97,800 VNĐ**.

	LCG	SJS	NTL	TDH	SC5	STL	HAG	HDC
Giá hiện tại	86,000	185,000	151,000	107,000	74,500	68,300	72,000	71,000
Book value	31,920	35,650	21,070	48,440	19,520	15,100	25,280	22,130
P/B	2.69	5.19	7.17	2.21	3.82	4.52	2.85	3.21
P/B ngành*	<b>3.41</b>							

(\*): Bảng số liệu trên chỉ mang tính tham khảo thêm với các công ty cùng ngành, không phải là dữ liệu hoàn chỉnh để tính P/E và P/B ngành.

#### Nhận định giá cổ phiếu

Chúng tôi tiến hành định giá cho cả hai phương pháp DCF và tỷ số. Nếu như phương pháp P/E và P/B thích hợp cho việc đầu tư trong ngắn hạn thì phương pháp DCF với các dự báo sát với tình hình hoạt động của công ty hơn sẽ thích hợp cho việc đầu tư trong dài hạn. Phương pháp P/E thể cho thấy sự kỳ vọng vào giá cổ phiếu trong tương lai là khá lớn bên cạnh đó phương pháp P/B cũng không thực sự chính xác khi vốn chủ sở hữu của công ty nhỏ.

Dựa trên những phân tích trên chúng tôi lấy xác suất cho mỗi phương pháp là DDM:P/E:P/B = 40:30:30. Tổng hợp lại giá cổ phiếu LCG vào khoảng 98,980 VNĐ.

## Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

### Trưởng phòng Phân tích đầu tư

TS. Phạm Thị Vân Hà

### Chuyên viên phân tích:

Phan Hoàng Diệu

Email: [dieuph@tvs.com.vn](mailto:dieuph@tvs.com.vn)

## Sản phẩm phòng phân tích TVSI:

### • Báo cáo thường xuyên

Thông tin cập nhật website hàng ngày

Morning Briefing

Thông kê giao dịch cuối ngày

Thông kê giao dịch tuần

Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu

Lịch sự kiện theo tháng

### • Báo cáo phân tích

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng

Báo cáo phân tích ngành

Báo cáo phân tích công ty

### • Báo cáo thống kê

EPS Flash Report

Investment Tool

Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

### • Hội thảo

Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

## Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 3728 0921

Fax: (04) 3728 0920

### Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo, Q. 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

### Chi nhánh Hoàn Kiếm

26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm

ĐT: (04) 39332233

Fax: (04) 39335120

### Chi nhánh An Đông, HCM

95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5

ĐT: (08) 38306547

Fax: (08) 38306547

### Chi nhánh Hải Phòng

19 Điện Biên Phủ

ĐT: (031) 3757556

Fax: (031) 3757560

### Chi nhánh Đà Nẵng

114 Quang Trung

ĐT: (0511) 3752282

Fax: (0511) 3752283