

Ngành: Xây lắp | BSC RESEARCH

KHUYẾN NGHỊ		MUA	CTCP LIZEN (HSX: LCG) ĐIỂM RƠI BÀN GIAO DỰ ÁN KẾ TỪ NĂM 2024		
Giá hiện tại:	13,100		Ngày viết báo cáo:	20/02/2024	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG
Giá mục tiêu trước:			Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	192	NGUYEN VAN NGHIA 7.4%
Giá mục tiêu mới:	16,000		Vốn hóa (tỷ VNĐ)	2,418	SUDONO BUDIMAN 0.1%
Tỷ suất cổ tức			Thanh khoản bình quân (tỷ VNĐ)	123	
Tiềm năng tăng giá	22%		Sở hữu nước ngoài	3.2%	

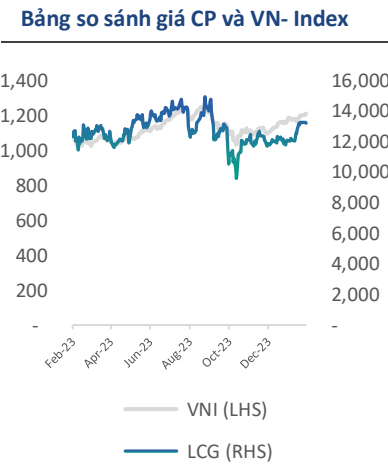
Bộ phận Research:
Phạm Quang Minh
(Cảng biển, Vật liệu xây dựng)
minhpgq@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ
Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **LCG** với giá trị hợp lý năm 2024 là **16,000 VNĐ/CP** (Upside **22%** so với giá tham chiếu ngày 20/02/2024), theo phương pháp định giá từng phần với P/E mục tiêu cho mảng Xây lắp = 10x, và giá trị sổ sách cho các dự án BOT, Điện và Bất động sản.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ
(1) **KQKD của LCG kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ kể từ năm 2024** nhờ việc:

- Các vấn đề khó khăn nhất trong việc GPMB đã được giải quyết hoàn toàn trong 2 năm vừa qua và Chính phủ tiếp tục đẩy mạnh đầu tư công trong năm 2024.
- LCG sở hữu lượng Backlog có giá trị lớn 5,652 tỷ VNĐ, gấp 3-4 lần quy mô backlog giai đoạn 2017 – 2022, dự kiến bàn giao trong 2 năm tới. Trong đó, 3 dự án lớn nhất là cao tốc Vũng Áng – Bùng, Nha Trang Vân Phong và Vành đai 4 đã được khởi công.

(2) **Định giá đang ở vùng hợp lý với P/B FWD 2024 = 1x**, và BSC kỳ vọng LCG bước vào chu kỳ tăng trưởng mới trong giai đoạn 2024 – 2025.



DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH
Trong năm 2024, BSC dự báo LCG ghi nhận DTT = 3,317 tỷ VNĐ (+63% yoy), NPATMI = 161 tỷ VNĐ (+34% yoy), tương đương EPS FWD 2024 = 842 VNĐ/CP, P/E FWD 2024 = 15.7x, P/B FWD 2024 = 1.0 x.

Chi tiết các giả định chính như sau:

- Doanh thu xây lắp = 3,317 tỷ VNĐ (+63% yoy)** chủ yếu nhờ ghi nhận dự án Nha Trang – Vân Phong (1,510 tỷ VNĐ), Vũng Áng – Bùng (638 tỷ VNĐ), Vành Đai 4 (313 tỷ VNĐ), và Tân Phúc – Võng Phan (296 tỷ).
- Biên lợi nhuận giả định = 10.6%**, dựa trên giả định biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp hạ tầng = 8%, mảng năng lượng tái tạo/công nghiệp = 16%. So với năm 2023, biên lợi nhuận gộp giảm 5 điểm % do mức nền cao từ ghi nhận (1) phần cầu của dự án Nha Trang – Vân Phong, (2) dự án Quốc lộ 45 – Nghi Sơn ở cuối kỳ nghiệm thu.

Chỉ số	2021	2022	2023	2024F	KQKD	2021	2022	2023	2024F
PE (x)	47.43	12.40	19.90	15.73	Doanh thu thuần	1,803	1,009	2,031	3,317
PB (x)	3.61	0.93	0.94	1.00	Lợi nhuận gộp	429	127	317	353
PS (x)	4.78	2.37	1.18	0.77	NPATMI	182	193	120	161
ROE (%)	17%	8%	7%	5%	EPS	1,054	1,008	628	842
ROA (%)	5%	3%	4%	2%	Tăng trưởng EPS	-57%	-4%	-38%	34%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2023

Hình 1: Tóm tắt KQKD của LCG năm 2023

LCG_Tỷ VNĐ	Q4.2022	Q4.2023	% YoY	2022	2023	% YoY
Doanh thu thuần	244	833	241%	1,009	2,031	101%
Xây lắp	229	788	244%	921	1,894	106%
BĐS	-	5		-	27	
Điện	-	-		-	-	
Khác	12	40	234%	85	109	
Lãi gộp	28	169	496%	127	317	149%
Xây lắp	0	148		92	299	226%
BĐS	-	1		-	10	
Điện	-	-		-	-	
Khác	30	20	-33%	37	7	-80%
Thu nhập tài chính	50	4	-93%	270	11	-96%
Chi phí tài chính	(13)	(8)	-43%	(69)	(47)	-33%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(13)	(7)	-43%	(69)	(44)	-36%
Lãi/(lỗ) từ CTLK	-	-		-	-	
Chi phí bán hàng	-	-		-	-	
CP QLDN	(18)	(79)	340%	(71)	(127)	79%
Lãi từ HĐKD	47	87	84%	257	154	-40%
Thu nhập khác, ròng	(4)	(1)	-65%	(8)	2	-127%
EBT	43	85	98%	249	156	-37%
Thuế TNDN	(11)	(22)	104%	(54)	(38)	-29%
NPAT	32	63	96%	195	118	-39%
Lợi ích của cổ đông thiểu số	2	(1)	-194%	2	(2)	-216%
NPATMI	31	65	110%	193	120	-38%
Biên lợi nhuận gộp	12%	20%	9%	13%	16%	3%
Xây lắp	0%	19%	19%	10.0%	15.8%	5.8%
Bất động sản		23%			38%	
Khác	154%	-49%	-203%	-56%	-93%	-37%
Biên lợi nhuận ròng	13%	0%	-13%	19%	6%	-13%

Nhận xét
Kết thúc năm 2023, LCG ghi nhận Doanh thu thuần đạt 2,031 tỷ VNĐ (+101% yoy), LNST – CĐT đạt 120 tỷ (-38% yoy). Trong đó: Doanh thu + 101% yoy, chủ yếu đến từ ghi nhận các dự án cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2 bao gồm: Nha Trang Vân Phong (801 tỷ VNĐ- chiếm 39% DT), Vũng Áng – Bùng (290 tỷ VNĐ- chiếm 14% DT) và Quốc lộ 45 – Nghi Sơn (325 tỷ VNĐ- chiếm 16% DT). Biên lợi nhuận gộp đạt 16 điểm % , tăng 3 điểm % so với cùng kỳ. BSC cho rằng nguyên nhân đến từ việc (1) ghi nhận nốt dự án Quốc lộ 45 – Nghi Sơn ở cuối kỳ nghiệm thu, và (2) triển khai dự án Nha Trang – Vân Phong có tỷ suất lợi nhuận cao khi giá tốt hơn, LCG là nhà thầu chính của liên danh và triển khai phần cầu trong 2H.2023. Chi phí lãi vay đạt 44 tỷ VNĐ (-36% yoy) do nợ vay giảm. LNST – CĐT đạt 120 tỷ VNĐ (-38% yoy) do mức nền cao năm 2022 từ ghi nhận lợi nhuận bất thường từ bán tài sản (174 tỷ VNĐ). Nếu loại bỏ đi khoản này, thì LNST – CĐT từ hoạt động kinh doanh cốt lõi +108% yoy trong năm 2023.

Phân tích doanh thu		
Hạ tầng	491	1,488
Quốc Lộ 45 - Nghi Sơn	223	325
Vân Đồn - Tiên Yên	143	60
Nha Trang Vân Phong		801
Vành đai 4		12
Vũng Áng - Bùng		290
Dân dụng (Quang Trung, Kho bạc Bắc Ninh)	25	80
Năng lượng tái tạo	177	141
Công ty thành viên (Điện, nước)	313	322

Đã ghi nhận hết trong năm 2023
Đã có 10 km thảm nhựa, gác dầm 8/9 cầu (còn cầu ĐT.651E do vướng đường điện)
Chủ yếu triển khai cầu/cống trong 2023 do chưa bàn giao hết mặt bằng trải nhựa

Nguồn: Báo cáo tài chính LCG, BSC Research tổng hợp

II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

So với Báo cáo trước đó:

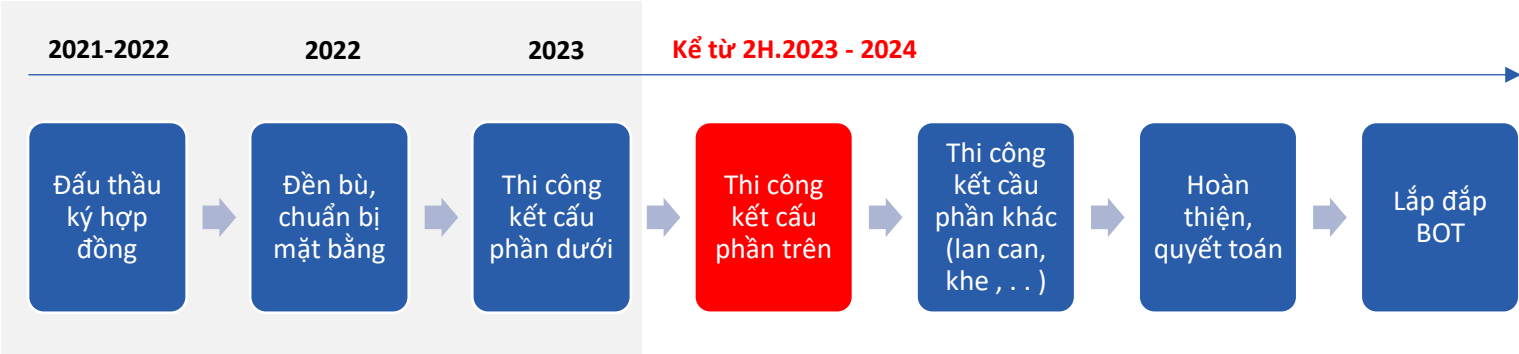
- (1) **Doanh thu và lợi nhuận của LCG trong năm 2023 thấp hơn dự báo của BSC** chủ yếu do (1) LCG không trúng dự án Diễn Châu – Bãi Vọt theo kỳ vọng của BSC, (2) Tiến độ chuẩn bị mặt bằng dự án Vũng Áng – Bùng và Nha Trang – Vân Phong chậm hơn kỳ vọng.
- (2) **Tuy nhiên, BSC giữ luận các điểm đầu tư chính đối với LCG và lùi kỳ vọng điểm rơi bàn giao dự án sang năm 2024.** KQKD của LCG kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ kể từ năm 2024 nhờ việc (1) Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công, các vấn đề khó khăn nhất GPMB đã được giải quyết hoàn toàn trong 2 năm vừa qua (2) và LCG sở hữu lượng Backlog có giá trị lớn 5,600 tỷ VNĐ, gấp 3 - 4 lần quy mô doanh thu LCG năm 2023.

- 1. **BSC cho rằng các khó khăn lớn nhất về giải phóng, chuẩn bị mặt bằng đã được giải quyết trong năm 2022 – 23 và Chính phủ sẽ tiếp tục đẩy mạnh đầu tư công trong năm 2024.**

BSC nhận thấy các khó khăn lớn nhất về giải phóng và chuẩn bị mặt bằng dự án đã được giải quyết trong năm 2 năm vừa qua. Cụ thể như sau:

- **Về thiếu nguyên vật liệu (như đá, cát) để đắp nền, rải bề mặt:** Trong 1H.2023, nhiều dự án Cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2 (CTBN 2) ở miền Trung thiếu đá, ở miền Tây thiếu cát. Tuy nhiên, qua trao đổi với một số doanh nghiệp, các vấn đề kể trên đã được giải quyết trong Quý 4.2023. Chi tiết: Kể từ Quý 2, Chính Phủ thúc đẩy phê duyệt các mỏ đá, giúp tăng nguồn cung mới. Kể từ Tháng 10.2023, Chính Phủ chỉ định, đưa ra quy chế khoán trữ lượng cung cấp theo mỏ cát từng tỉnh.
- **Về đền bù, giải phóng mặt bằng:** Theo dõi các dự án CTBN 2, BSC nhận thấy Chính phủ chủ yếu giải quyết đền bù, GPMB, thi công kết cấu phần dưới (rải đá, đắp nền) trong 2 năm vừa qua. Đây thường là giai đoạn tốn nhiều thời gian nhất của một dự án. Tuy nhiên, tính đến cuối năm 2023, đa số các dự án CTBN 2 đã sẵn sàng vào xây lắp.

Hình 2: Tiến độ của dự án đầu tư công – Giai đoạn khó khăn nhất đã xong



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình 3: Tiến độ của các dự án Cao tốc Bắc Nam GD 2 – đa số các dự án đã GPMB >95% trong năm 2022 – 23

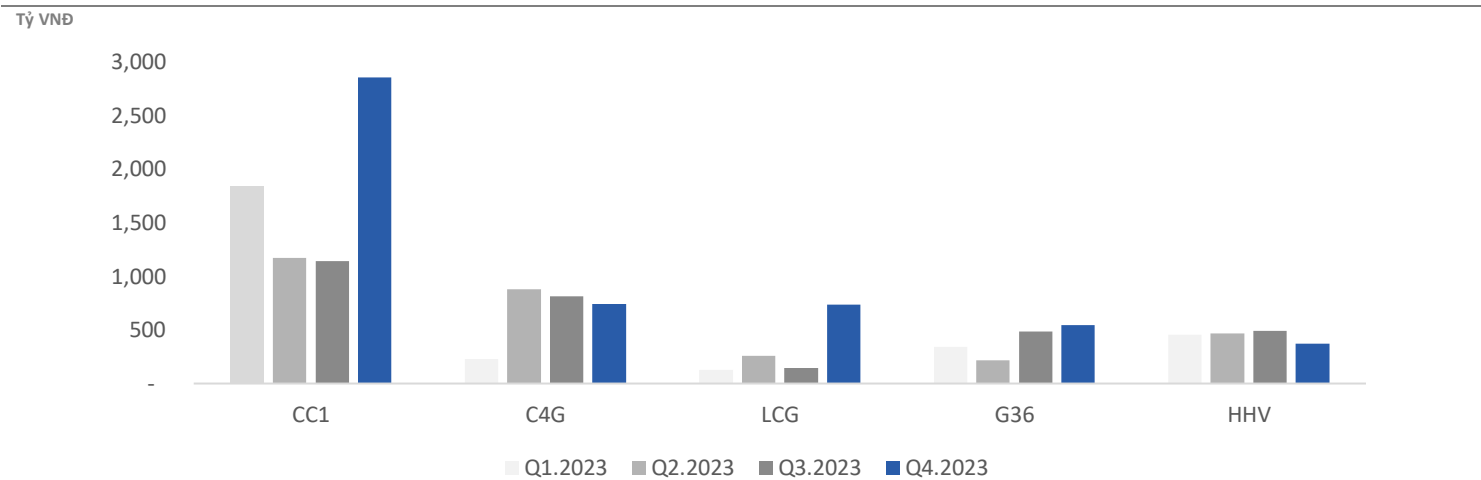
TT	Dự án	TMĐT (tỷ VNĐ)	Tiến độ bàn giao MB	Tiến độ thi công	Đánh giá so với kế hoạch	Doanh nghiệp thi công
1	Bãi Vọt Hàm Nghi	7,403	98%	13%	Chậm hơn do thời tiết	VCG
2	Hàm Nghi - Vũng Áng	10,185	98%	16%	Chậm hơn do thời tiết	
3	Vũng Áng - Bùng	11,785	98%	30%	Nhanh hơn	LCG, VCG
4	Bùng - Vạn Ninh	10,526	98%	29%	Nhanh hơn	C4G
5	Vạn Ninh - Cam Lộ	10,591	80%-91%	23%	-	
6	Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	20,898	93%	14%	Chậm hơn do thời tiết	HHV
7	Hoài Nhơn - Quy Nhơn	12,544	90-98%	17%		
8	Quy Nhơn - Chí Thạnh	12,298	100%	17%	Nhanh hơn	CC1, VCG
9	Chí Thạnh - Vân Phong	10,601	100%	26%	Nhanh hơn	
10	Vân Phong - Nha Trang	12,906	100%	35%	Nhanh hơn	LCG

11	Cần Thơ - Hậu Giang	9,768	99%	17%	Chậm hơn do thiếu cát trong năm 2023	CTI, CC1, G36
12	Hậu Giang - Cà Mau	17,485	-	17%	Chậm hơn do thiếu cát trong năm 2023	CTI, C4G

Nguồn: BSC Research tổng hợp (Tham khảo [Báo cáo đầu tư công trước đó](#))

Với cơ sở trên, BSC cho rằng Chính Phủ sẽ đẩy nhanh hơn nữa giải ngân đầu tư công trong năm 2024 – 2025. Bản thân ngay từ đầu năm 2024, tiến độ giải ngân và ứng trước cho các dự án đã rất tốt. Một số doanh nghiệp Xây lắp niêm yết như C4G, LCG, CC1 . . . đang sở hữu lượng tiền mặt lớn, chủ yếu từ tiền ứng trước dự án. Riêng LCG đang có 671 tỷ VNĐ, trong đó tiền ứng dự án từ Nha Trang - Vân Phong (428 tỷ VNĐ), Vành Đai 4 (502 tỷ VNĐ) và Vũng Áng – Bùng (115 tỷ VNĐ). Với cơ sở này, BSC kỳ vọng xu hướng đầu tư công sẽ tiếp tục đẩy mạnh trong cả năm 2024.

Hình 4: Tại Q4.2023, lượng tiền mặt của các doanh nghiệp xây lắp dự án cao tốc Bắc Nam Giai đoạn 2 trung bình +75% Ytd



Chú thích: BSC loại bỏ CTI, VCG do các doanh nghiệp đa ngành

Nguồn: BSC Research tổng hợp

2. LCG sở hữu lượng backlog lớn – 7,000 tỷ VNĐ, và điểm rơi bàn giao dự án sẽ bắt đầu kể từ năm 2024 trở đi:

Kết thúc năm 2023, BSC ước tính tổng giá trị backlog của LCG là 7,000 tỷ VNĐ. Nếu loại bỏ đi các dự án năng lượng tái tạo chưa rõ đang chờ Cơ chế giá điện mới để triển khai, BSC ước tính tổng giá trị backlog cho mảng xây lắp đạt 5,652 tỷ VNĐ, gấp 3-4 lần quy mô backlog giai đoạn 2017 – 2022. Điều này đảm bảo khối lượng công việc cho LCG trong 2 năm tới.

Hình 5: Cập nhật giá trị Backlog của LCG cho năm 2024

TT	Dự án	Giá trị gói tỷ VNĐ	Tỷ lệ LCG	Giá trị LCG tỷ VNĐ	Thời gian	Tiến độ thi công năm 2023	Ghi nhận 2023	Ghi nhận 2024 -25
I	Dự án đang ghi nhận và tiếp tục triển khai trong năm 2024 – 2025							4,170
1	Gói 01- 2.2 Xây dựng đường song hành tỉnh Hưng Yên - Vành đai 4			1,253	2023-2026	1%	12	1,241
2	XL-02 Vũng Áng - Bùng	5,098	25%	1,275	2023-2025	23%	290	985
3	XL-01 Nha Trang – Vân Phong	4,700	58%	2,745	2023-2025	29%	801	1,944
II	Dự án chờ từ 2025 trở đi							1,482
1	XL- 22 – thuộc đường nối CTBN – Quốc Lộ 1 – Cà Ná	239	100%	239	2023-2025			239
2	XL 21- Biên Hòa – Vũng Tàu	1,411	28%	398	2023-2026			398
3	XL - 01 Tân Phúc - Võng Phan			845	2023-2025			845
	TỔNG GIÁ TRỊ CHO 2024 – 2025							5,652

III	Dự án trong dài hạn – Năng lượng tái tạo		
1	Xây lắp 3 dự án điện gió	767	767
2	Xây lắp 2 dự án điện mặt trời nổi	598	598
TỔNG GIÁ TRỊ (BAO GỒM NLTT)			7,017

Chú thích: So với Báo cáo trước đó, BSC loại bỏ dự án Diễn Châu – Bãi Vọt do Công ty không trúng thầu, bổ sung thêm 2 dự án mới là Vành Đai 4, Tân Phúc – Võng Phan.

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Xét riêng trong năm 2024, BSC nhận thấy 3 dự án lớn nhất là cao tốc Vũng Áng – Bùng, Nha Trang Vân Phong và Vành đai 4 đã được khởi công. Diện tích bàn giao mặt bằng sạch lớn, đảm bảo sản lượng thi công và ghi nhận tốt trong 2 năm tới.

- Nha Trang – Vân Phong: Dự án đã bàn giao mặt bằng 100% và khởi công. Tính đến hết năm 2023, LCG đã có 10 km thảm nhựa, gác dầm 8/9 cầu, sản lượng thi công đạt 35%.
- Vũng Áng – Bùng: Dự án đã khởi công và bàn giao mặt bằng 98%. Tính đến hết năm 2023, liên danh chủ yếu thi công phần cầu cống, sản lượng thi công đạt 30%.
- Vành Đai 4 (đoạn của LCG): Đã khởi công trong Tháng 11, giải phóng mặt bằng đạt 84% trong năm 2023.
- Tân Phúc – Võng Phan: Đã khởi công trong Tháng 11, đang GPMB và bắt đầu san nền.

Hình 6: Cập nhật Pipeline các dự án hạ tầng

Năm	2023				2024F				2025				2026				Thông tin
Tiến độ hoàn thành	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Gói 01- 2.2 Xây dựng đường Vành đai 4 (1,241 tỷ VNĐ)				1%				40%				100%					Đang thi công
XL-2 Vũng Áng – Bùng (985 tỷ)			17%	23%				73%				100%					Đang thi công
XL-01 Nha Trang – Vân Phong				29%				84%		100%							Đang thi công
XL- 22 – thuộc đường nối CTBN – Quốc Lộ 1 – Cà Ná																	Đã khởi công
XL 21- Biên Hòa – Vũng Tàu								16%				60%				100%	Bàn giao mặt bằng
XL - 01 Tân Phúc - Võng Phan								30%				100%					Đã khởi công
Điện gió Thăng Hưng, Iator, Hướng Hóa 2 (Đình Lập)																	Xử lý pháp lý
Điện mặt trời nổi Ninh Sơn, Phước Thái 3																	Xử lý pháp lý

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Sang năm 2024, BSC dự báo LCG sẽ ghi nhận doanh thu = 3,317 tỷ VNĐ (+63% yoy) chủ yếu nhờ ghi nhận dự án Nha Trang – Vân Phong (1,510 tỷ VNĐ), Vũng Áng – Bùng (638 tỷ VNĐ), Vành Đai 4 (313 tỷ VNĐ), và Tân Phúc – Võng Phan (296 tỷ VNĐ).

Hình 7: Dự báo doanh thu năm 2024

	Sản lượng thi công		Sản lượng thi công tính riêng trong năm 2024F	Doanh thu ghi nhận	
	Đến 31/12/2023	Đến 31/12/2024F		2023	2024F
Hạ tầng					2,820
Vũng Áng – Bùng	23%	73%	50%	290	638
Nha Trang Vân Phong	29%	84%	55%	801	1,510
Vành đai 4	1%	31%	30%	12	313
Biên Hòa – Vũng Tàu	0%	16%	16%	-	64
Tân Phúc – Võng Phan	0%	35%	35%	-	296
Dân dụng				80	
Năng lượng tái tạo				141	145
Công ty thành viên				322	322
Bất động sản					30
TỔNG DOANH THU					3,317

Nguồn: BSC Research tổng hợp

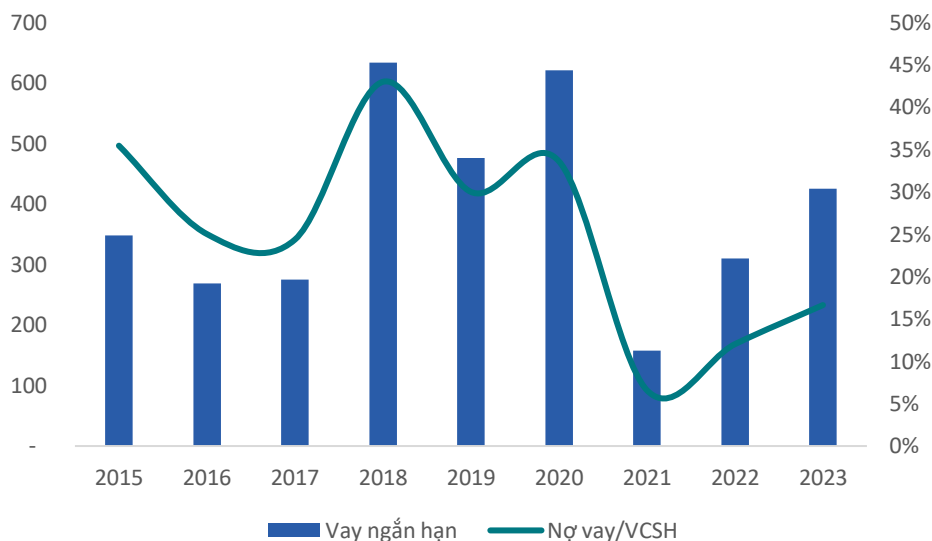
3. Định giá đang tiếp cận dần mức thấp P/B FWD 2024 = 1x, và BSC kỳ vọng LCG bước vào chu kỳ tăng trưởng mới trong giai đoạn 2024 – 2026.

LCG đang giao dịch với mức P/B FWD 2024 = 1.0x. BSC cho rằng đây là thời điểm mua cổ phiếu LCG do (1) khối lượng backlog lớn, điểm rơi bàn giao các dự án bắt đầu kể từ năm 2024 (như đã phân tích kể trên), (2) BSC kỳ vọng LCG sẽ bước lại vào chu kỳ đầu tăng trưởng mới trong 2-3 năm tới nhờ:

- (1) Quy mô backlog giai đoạn năm 2024 – 2025 gấp 3 lần quy mô giai đoạn 2015 – 2020 và kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao.** BSC kỳ vọng quy mô backlog sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao kể từ sau năm 2025 nhờ (i) năng lực quản trị tài chính của LCG đang tốt hơn. Cụ thể, tỷ lệ nợ vay ngắn hạn/VCSH trong xu hướng giảm từ 0.43x năm 2018 xuống 0.17x năm 2023, (ii) LCG sở hữu danh mục máy móc, thiết bị lớn trong ngành, (3) LCG đã bắt đầu trở thành tổng thầu của dự án đầu tư công quốc gia (Nha Trang – Vân Phong), là cơ sở để LCG tham gia và trúng thêm nhiều dự án tại tỉnh.

Hình 8: Tỷ lệ nợ vay/VCSH của LCG giảm xuống 0.17x năm 2023 nhờ (1) LCG thanh lý các dự án điện mặt trời, (2) Tiền ứng trước dự án của Chính Phủ dồi dào, giảm áp lực sử dụng vay ngắn hạn

Tỷ VNĐ



Nguồn: BSC Research tổng hợp

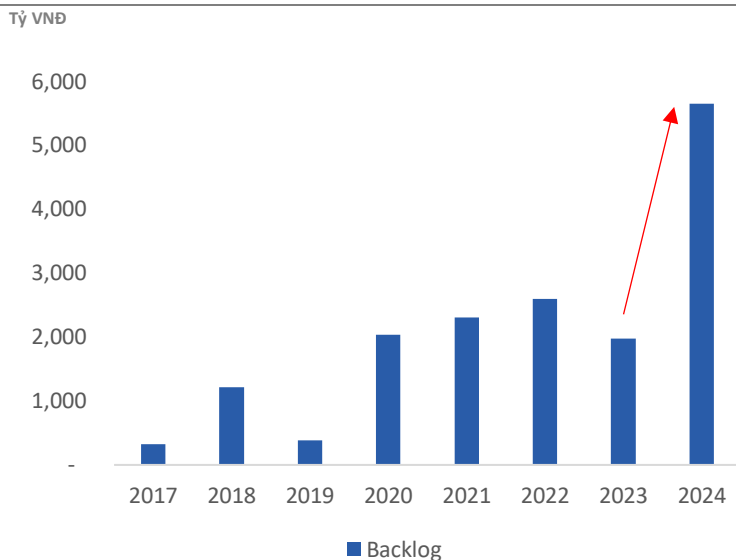
(2) Tỷ suất lợi nhuận chung của LCG kỳ vọng sẽ tốt hơn so với giai đoạn 2015 – 2020:

- (i) Các dự án đầu tư công của LCG có tỷ suất lợi nhuận tốt hơn.** Trong giai đoạn 2015 – 2020, LCG chủ yếu ghi nhận các dự án CTBN giai đoạn 1 có tỷ suất lợi nhuận thấp (5-6%). Sang giai đoạn 2024 – 2025, BSC kỳ vọng các dự án CTBN giai đoạn 2 sẽ tỷ suất lợi nhuận tốt hơn nhờ (i) Bối cảnh chung ngành xây lắp ít cạnh tranh hơn, các nhà thầu ít ép giá hơn (ii) LCG trở thành tổng thầu, phụ trách các cấu phần phức tạp của dự án như cầu, cống (điển hình là dự án Nha Trang – Vân Phong), (iii) Lượng tiền mặt dồi dào từ Chính Phủ ứng trước dự án, giúp LCG chủ động điều tiết chi phí nguyên vật liệu với nhà cung ứng.
- (ii) Cơ cấu backlog đang chuyển dịch dần sang cả xây lắp Năng lượng tái tạo và Công nghiệp có tỷ suất lợi nhuận gộp tốt hơn.** Sự chuyển dịch Backlog sang mảng Năng lượng tái tạo và Xây lắp điện sẽ giúp cho LCG có biên lợi nhuận tốt hơn (Tham khảo tại [Báo cáo trước đó](#)).

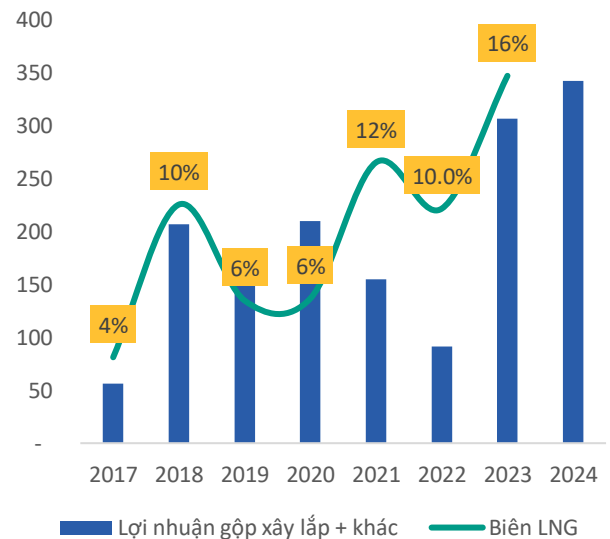
BSC giả định biên lợi nhuận gộp = 10%, cao hơn 2 điểm % giai đoạn 2017 – 2022 do (1) các dự án đầu tư công CTBN 2 có tỷ suất lợi nhuận cao hơn, và (2) LCG chuyển dịch backlog sang mảng năng lượng tái tạo. BSC dự báo quy mô lợi nhuận gộp của

riêng mảng xây lắp và dịch vụ khác của LCG có thể sẽ duy trì ở mức 340 tỷ - 420 VNĐ trong giai đoạn 2024 – 2025, cao hơn 30% - 35% so với giai đoạn 2017 – 2022. Theo đó, LCG có thể duy trì LNTT = 210 – 250 tỷ VNĐ.

Hình 9: Backlog của LCG 2024 cao hơn gấp 3-4 lần giai đoạn 2017 – 2020



Hình 10: Quy mô lợi nhuận gộp LCG 2023 – 2024 của LCG mảng xây lắp và dịch vụ khác cao hơn 35% so với giai đoạn trước



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Ngoài hoạt động xây lắp hạ tầng, tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận của LCG còn đến từ: (1) Trong trung hạn, ghi nhận nốt dự án Nhơn Trạch, (2) Trong dài hạn là triển khai các dự án điện gió và điện mặt trời có tỷ suất lợi nhuận cao hơn (ước tính 15-20%), và triển khai các dự án Bất động sản mới như Khu dân cư lấn biển Thanh Hóa, dự án Nam Minh Phương, Trường Cao đẳng nghề Licogi.

Cụ thể, Theo tìm hiểu của BSC, dự án Long Tân City GĐ 1 đã có sổ riêng cho từng đất nền đứng tên LCG, chưa sang tên cho khách hàng và ghi nhận do chưa hoàn thiện xây thô (Tổng giá trị hợp đồng GĐ 1 ước tính = 296 tỷ VNĐ). Giai đoạn 2 chưa có sổ riêng, bàn giao do chưa hoàn thành HTKT. BSC nhận thấy dự án này có thể đẩy mạnh bàn giao và ghi nhận trong thời gian tới khi mà hạ tầng kết nối giữa Đồng Nai và TP. Hồ Chí Minh đang ngày càng cải thiện như Cầu Nhơn Trạch, Cầu Cát Lái, thúc đẩy người dân về sinh sống tại dự án, hoàn thiện xây thô. Từ đó, LCG có thể sẽ bàn giao được dự án.

Tuy nhiên, BSC chưa đưa các dự án kể trên vào dự báo do chưa có thông tin.

Hình 11: Một số dự án năng lượng tái tạo và bất động sản của LCG

TT	Dự án	Tiến độ
I	Dự án Năng lượng tái tạo	
1	Điện gió Thăng Hưng - Gia Lai	Đã có Tập đoàn Tokyo Gas và Tập đoàn Enertrag cam kết tài trợ với lãi suất 4,5%/năm.
2	Điện gió Đình Lập - Lạng Sơn	Đang khảo sát đo gió, đang thực hiện pháp lý
3	Điện gió Iator – Gia Lai	Chưa có thông tin triển khai
4	Điện mặt trời Phước Thái	Chưa có thông tin triển khai
5	Điện mặt trời nổi	Chưa có thông tin triển khai
II	Dự án Bất động sản	
1	Khu dân cư Nhơn Trạch (27 ha + 50 ha)	- Còn lại khoảng 7 ha chưa kinh doanh gồm 1 lô đất chung cư, và 7 lô đất giáo dục y tế. - Đang làm việc với UBND tỉnh để hoàn thành pháp lý chuyển nhượng 6 lô Chung cư và TTTM cho đối tác để thu hồi công nợ chuyển nhượng (127 tỷ VNĐ). - Đối với phần diện tích đã kinh doanh, GĐ 1 (50 ha) đã có sổ riêng đứng tên chủ đầu tư, chưa sang tên khách hàng do chưa hoàn thành xây thô. GĐ 2 (27 ha) chưa có sổ do chưa hoàn thiện HTKT.
2	Khu dân cư Lý Thường Kiệt – TP Bảo Lộc 13 ha	Còn lại khoảng 3.4 ha – Khu thương mại. Trong đó, khoảng 1.5 ha chưa bồi thường xong do vướng mắc
3	Khu dân cư Điền Phước 95 ha	Đang hoàn thành pháp lý để bàn giao hồ sơ dự án, nhận chuyển nhượng giá trị còn lại 83 tỷ VNĐ.
4	Dự án KDC Hiệp Thành Q12	Đang cấp GCNQSDĐ nốt cho dự án
5	Trường Cao đẳng nghề Công nghệ Licogi	- Còn 7.5 ha đất cơ sở giáo dục đào tạo - Đang làm hồ sơ xin chuyển đổi đất giáo dục sang nhà ở, thuê đơn vị tư vấn vẽ QHCT 1/500 để Tập đoàn Sao Mai cập nhật vào đồ án quy hoạch.
6	Khu dân cư lấn biển tại cửa sông Lèn, và sông Trường Giang (Hậu Lộc – Thanh Hóa)	Còn 480 ha, đang xin điều chỉnh chủ trương
7	Dự án Nam Minh Phương 54 ha	- Đã được UBND tỉnh Phú Thọ giao chủ đầu tư - Đang giải phóng mặt bằng.

Nguồn: BSC Resarch tổng hợp

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2024, BSC dự báo LCG ghi nhận DTT = 3,317 tỷ VNĐ (+63% yoy), NPATMI = 161 tỷ VNĐ (+34% yoy), tương đương EPS FWD 2024 = 842 VNĐ/CP, P/E FWD 2024 = 15.7x, P/B FWD 2024 = 1.0 x.

Chi tiết các giả định chính như sau:

- Doanh thu xây lắp = 3,317 tỷ VNĐ (+63% yoy)** chủ yếu nhờ ghi nhận dự án Nha Trang – Vân Phong (1,510 tỷ VNĐ), Vũng Áng – Bùng (638 tỷ VNĐ), Vành Đai 4 (313 tỷ VNĐ), và Tân Phúc – Võng Phan (296 tỷ). Ngoài ra, doanh thu bất động sản = 30 tỷ VNĐ (+2% yoy) nhờ ghi nhận nốt các dự án cũ. Doanh thu công ty thành viên (chủ yếu liên quan mảng nước, vật liệu xây dựng) = 322 tỷ VNĐ (+2% yoy). Doanh thu mảng năng lượng tái tạo/công nghiệp = 145 tỷ VNĐ (+2% yoy) trên cơ sở LCG đã trúng 2 gói thầu xây lắp Trạm biến áp với tổng giá trị >259 tỷ VNĐ trong Tháng 1.2024.
- Biên lợi nhuận giả định = 10.6%**, dựa trên giả định biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp hạ tầng = 8%, mảng năng lượng tái tạo/công nghiệp = 16%. So với năm 2023, biên lợi nhuận gộp giảm 5 điểm % do mức nền cao từ ghi nhận (1) phần cầu của dự án Nha Trang – Vân Phong, (2) dự án Quốc lộ 45 – Nghi Sơn ở cuối kỳ nghiệm thu.
- Thu nhập tài chính = 44 tỷ VNĐ (+288% yoy)** nhờ lượng tiền mặt dồi dào ứng trước dự án từ cuối năm 2023. **Chi phí lãi vay = 62 tỷ VNĐ (+39% yoy)** do tăng vay ngắn hạn cho các dự án đầu tư công.

Hình 12: Dự báo Kết quả kinh doanh năm 2024

KQKD	2020	2021	2022	2023	2024F	% YoY 2024
Doanh thu thuần	3,536	1,803	1,009	2,031	3,317	63%
Xây lắp	3,376	1,297	921	1,894	3,287	74%
BĐS	98	348	-	27	30	11%
Khác	63	158	85	109	-	-100%
Lãi gộp	305	429	127	317	353	11%
Xây lắp	207	155	92	299	342	14%
BĐS	66	208	-	10	11	11%
Khác	33	66	37	7	-	-100%
Thu nhập tài chính	346	15	270	11	44	288%
Chi phí tài chính	(114)	(107)	(69)	(47)	(62)	32%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(105)	(106)	(69)	(44)	(62)	39%
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	2	(0)	-	-	-	-
Chi phí BH	(8)	(17)	-	-	-	-
Chi phí QLDN	(160)	(84)	(71)	(127)	(129)	1%
Lãi từ HĐKD	372	236	257	154	207	34%
Thu nhập khác, ròng	1	(9)	(8)	2	3	36%
LNTT	373	227	249	156	210	34%
Thuế TNDN	(61)	(47)	(54)	(38)	(51)	34%
LNST	312	181	195	118	159	34%
Lợi ích CĐKKKS	1	(1)	2	(2)	(3)	34%
LNST Công ty mẹ	311	182	193	120	161	34%
Biên lợi nhuận gộp	8.6%	23.8%	12.6%	15.6%	10.6%	-5.0%
Xây lắp	6.1%	11.9%	10.0%	15.8%	10.4%	
BĐS	67.2%	59.7%		37.0%	37.0%	
Khác	51.8%	42.1%	43.6%	6.4%	-	
Biên lợi nhuận ròng	8.8%	10.0%	19.3%	5.8%	4.8%	-1.0%

Nguồn: BSC Research dự báo

Rủi ro:

- Rủi ro tiến độ dự án đầu tư công triển khai chậm hơn so với kế hoạch
- Rủi ro chậm thanh toán các khoản phải thu.

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **LCG** với giá trị hợp lý năm 2024 là **16,000 VNĐ/CP** (Upside **22%** so với giá tham chiếu ngày 20/02/2024), theo phương pháp định giá từng phần với P/E mục tiêu cho mảng Xây lắp = 10x, và giá trị sổ sách cho các dự án BOT, Điện và Bất động sản. BSC sử dụng P/E mục tiêu mảng xây lắp = 10x, thấp hơn 20% so với P/E trung bình của các doanh nghiệp xây lắp = 12.4x do phản ánh danh mục tài sản ngoài ngành như Bất động sản, các dự án BOT. LCG đang giao dịch với mức P/B FWD 2024 = 1.0x. BSC cho rằng đây là thời điểm mua cổ phiếu LCG do (1) khối lượng backlog lớn, điểm rơi bàn giao các dự án kể từ năm 2024, (2) BSC kỳ vọng LCG sẽ bước lại vào chu kỳ đầu tăng trưởng mới trong 2-3 năm tới.

Hình 13: Định giá cổ phiếu

Phương pháp	Giá trị các mảng HĐKD (tỷ VNĐ)
Xây lắp – Phương pháp PE	1,614
EPS FW 2023	842
P/E mục tiêu	10x
Bất động sản (Giá trị sổ sách)	192
Công ty liên kết như BOT, Điện (Giá trị sổ sách)	615
Chi phí sản xuất kinh doanh dở dang (Giá trị sổ sách)	736
Tiền và tương đương tiền	76
(-) Nợ dài hạn đầu tư các dự án điện	(152)
(-) Lợi ích cổ đông không kiểm soát	(40)
Tổng hợp định giá (VNĐ/CP)	16,000

Nguồn: BSC Resarch tổng hợp

PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	1,803	1,009	2,031	3,317
Giá vốn hàng bán	(1,374)	(882)	(1,714)	(2,964)
Lợi nhuận gộp	429	127	317	353
Thu nhập tài chính	15	270	11	44
Chi phí tài chính	(107)	(69)	(47)	(62)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(106)	(69)	(44)	(62)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	(0)	-	-	-
Chi phí BH	(17)	-	-	-
Chi phí QLDN	(84)	(71)	(127)	(129)
Lãi từ HĐKD	236	257	154	207
Thu nhập khác, ròng	(9)	(8)	2	3
LNTT	227	249	156	210
Thuế TNDN	(47)	(54)	(38)	(51)
LNST	181	195	118	159
Lợi ích CĐKKS	(1)	2	(2)	(3)
LNST Công ty mẹ	182	193	120	161
EPS	1,054	1,008	628	842

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F
Tiền và tương đương tiền	256	95	671	331
Đầu tư ngắn hạn	259	52	65	67
Phải thu ngắn hạn	2,199	2,352	2,750	3,980
Hàng tồn kho	837	1,154	1,303	1,329
TS ngắn hạn khác	117	142	64	105
TS ngắn hạn	3,668	3,794	4,853	5,813
Phải thu dài hạn	36	38	53	87
TSCĐ nguyên giá	1,666	687	908	874
Khấu hao	(418)	(416)	(521)	(630)
TSĐT nguyên giá	-	-	-	-
Khấu hao	-	-	-	-
TS dở dang dài hạn	74	77	76	77
ĐT dài hạn	703	734	615	586
TS dài hạn khác	76	33	70	114
TS dài hạn	2,137	1,154	1,202	1,108
Tổng TS	5,805	4,948	6,055	6,921
Nợ phải trả	2,336	1,826	2,746	3,630
Vay ngắn hạn	229	358	520	678
Tổng Nợ ngắn hạn	2,564	2,185	3,266	4,308
Vay dài hạn	743	73	152	67
Nợ dài hạn khác	108	110	82	1
Tổng Nợ dài hạn	851	183	234	68
Tổng Nợ phải trả	3,416	2,368	3,500	4,376
Vốn góp	1,744	1,916	1,916	1,916
Thặng dư vốn	94	94	94	94
Vốn chủ khác	100	100	100	100
Lãi chưa phân phối	391	411	405	397
Lợi ích CĐTS	60	58	40	37
Tổng VCSH	2,389	2,580	2,555	2,544
Tổng nguồn vốn	5,805	4,948	6,055	6,921

LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F
(Lỗ)/LNTT	227	249	156	210
Khấu hao và phân bổ	139	93	107	109
Thay đổi vốn lưu động	(15)	(830)	30	(571)
Điều chỉnh khác	(32)	(334)	28	(51)
LCTT từ HĐKD	319	(822)	322	(304)
Tiền chi mua TSCĐ	(1)	(7)	(15)	33
Đầu tư khác	(225)	450	358	27
LCTT từ HĐĐT	(226)	443	344	60
Tiền chi trả cổ tức	(81)	(0)	(126)	(169)
Tiền từ vay ròng	(478)	216	31	73
Tiền thu khác	479	1	-	-
LCTT từ HĐTC	(79)	218	(96)	(96)
Dòng tiền đầu kỳ	242	256	101	671
Tiền trong kì	14	(161)	570	(340)
Dòng tiền cuối kỳ	256	95	671	331

Chỉ số	2021	2022F	2023F	2024F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	1.4	1.7	1.5	1.3
Hsố TT nhanh	1.1	1.1	1.1	1.0
Cơ cấu vốn				
Hsố Nợ/TTS	59%	48%	58%	63%
Hsố Nợ/VCSH	143%	92%	137%	172%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	222	478	278	164
Số ngày phải thu ngắn hạn	445	851	494	438
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	24%	12.6%	15.6%	10.6%
Lợi nhuận LNST	10%	19%	6%	5%
ROE	8%	7%	5%	6%
ROA	3%	4%	2%	2%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	-49%	-44%	101%	63%
Tăng trưởng EBIT	-30%	-5%	-37%	35%
Tăng trưởng LNTT	-39%	9%	-37%	34%
Tăng trưởng EPS	-57%	-4%	-38%	34%
SLCP lưu hành (triệu)	115	172	192	192
BVPS	13,855	13,460	13,328	13,273

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và 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, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8,9 Tòa nhà Thái Holdings,
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

