



Biên cơ hội thành giá trị  
Công ty Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội



*Báo cáo phân tích*

**CÔNG TY CỔ PHẦN LICOGI 16 (Mã LCG)**

Phòng Phân tích  
CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN  
SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)

*Cán bộ thực hiện:*

*Trương Thanh Hải*

[hai.tt@shs.com.vn](mailto:hai.tt@shs.com.vn)

*Cán bộ duyệt:*

*Nguyễn Hải Dương*

[duong.nh@shs.com.vn](mailto:duong.nh@shs.com.vn)

Hà Nội  
Tháng 7 - 2010

## I. TÓM LƯỢC

### MÃ CHỨNG KHOÁN

LCG

### DỮ LIỆU DOANH NGHIỆP

Vốn điều lệ (tỷ đồng)	375
Vốn hoá thị trường (tỷ đồng)	1.400
SL cổ phần lưu hành (triệu cp)	37.499
52 Tuần Thấp/Cao (đồng/cp)	38.400 - 96.000
KLGD BQ ngày (10 phiên)	211.479

### CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2007	2008	2009
Tổng TS (tỷ đồng)	415	1.122	1.712
Vốn CSH (tỷ đồng)	187	513	1.050
DT thuần (tỷ đồng)	287	444	510
LNST (tỷ đồng)	68	186	263
EPS (đồng)	12.115	9.958	8.733
BV (đồng)	33.196	37.736	42.021
ROE (%)	36,49	26,39	20,78
ROA (%)	16,00	12,00	12,75

### CƠ CẤU SỞ HỮU

Cổ đông trong công ty	6,75%
Cổ đông nước ngoài	13,48%
Cổ đông khác	79,77%

### DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU



## CƠ HỘI

- **LICOGI 16 hiện đang sở hữu quỹ đất khá lớn tại các khu vực có nhiều tiềm năng.** Công ty hiện đang sở hữu một quỹ đất với tổng diện tích khoảng 243ha tại Nhơn Trạch - Đồng Nai và hơn 110ha tại Bảo Lộc - Lâm Đồng cùng với nhiều dự án bất động sản lớn ở khu vực miền Bắc,... đây là yếu tố hứa hẹn có khả năng sẽ đem lại nguồn lợi nhuận cao cho LICOGI 16 trong những năm tới.
- **Cơ cấu vốn lành mạnh đã giúp cho LICOGI 16 có được lợi thế trong việc huy động nguồn vốn cho các dự án lớn.** Vốn chủ sở hữu của Công ty được bổ xung bằng nguồn thặng dư vốn lên đến 510 tỷ đồng và nguồn lợi nhuận giữ lại hàng năm. Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản hiện chỉ ở mức khoảng 30%, tỷ lệ này thấp hơn khá nhiều so với các doanh nghiệp trong cùng ngành và đây là một lợi thế của doanh nghiệp khi cần huy động vốn cho các dự án.
- **Lợi nhuận có thể tăng đột biến trong giai đoạn 2011 - 2015.** Nếu tiến độ triển khai đầu tư của các dự án được đảm bảo, dòng tiền thu được từ các dự án của LICOGI 16 sẽ tập trung chủ yếu trong giai đoạn 2011 - 2015, đồng nghĩa với việc doanh thu và lợi nhuận có thể sẽ đột biến.

## RỦI RO

- Quỹ đất hiện tại của LICOGI 16 sẽ sử dụng hết vào năm 2013, nhưng cho đến nay Công ty vẫn chưa có dự án lớn nào để triển khai gói đầu.
- Ngành kinh doanh bất động sản được xem là ngành luôn đối mặt với những rủi ro như chi phí giải phóng mặt bằng, chi phí vật liệu xây dựng, chi phí lãi vay... có thể biến động và gây ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh cũng như tiến độ thực hiện các dự án.
- Quỹ đất có thể sẽ ngày càng hạn hẹp, cùng với sự cạnh tranh các doanh nghiệp trong cùng ngành như BCI, NBB, ITC. NTB... sẽ là những khó khăn cho doanh nghiệp trong những năm tới.

## ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi ước tính giá hợp lý của cổ phiếu LCG ở mức **58.500 đồng/cp**. Đây là mức giá được tính toán xác định dựa trên cơ sở kết hợp phương pháp định giá RI và P/E với các giả định thận trọng và chặt chẽ. Ở thời điểm hiện tại, mức giá thị trường của cổ phiếu LCG đang xoay quanh mức 40.000 đồng/cp; vì vậy chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư có thể xem xét **MUA** đối với cổ phiếu LCG cho cả mục tiêu đầu tư ngắn hạn và dài hạn.

## CÔNG TY CỔ PHẦN LICOGI 16 (Mã LCG - HNX)

Công ty Cổ phần LICOGI 16 (LICOGI 16) tiền thân là doanh nghiệp Nhà nước thuộc Tổng Công ty Xây dựng và Phát triển Hạ tầng (Licogi), được thành lập từ tháng 3/2001 và chính thức chuyển thành Công ty Cổ phần LICOGI 16 năm 2006 với quy mô vốn điều lệ ban đầu là 12 tỷ đồng. Sau nhiều lần tăng vốn, quy mô vốn điều lệ hiện tại của LICOGI 16 là 375 tỷ đồng. LICOGI 16 hiện là một doanh nghiệp lớn trong lĩnh vực kinh doanh bất động sản và xây dựng công nghiệp tại Việt Nam với 2 công ty con và 10 công ty liên kết, đa phần đều hoạt động trong lĩnh vực xây lắp và kinh doanh bất động sản.

### Các công ty con và công ty liên kết của LICOGI 16 tại thời điểm 31/3/2010.

Tên công ty	Vốn điều lệ	Tỷ lệ sở hữu
Cty TNHH XD TM DV Điện Phước	150	100%
Cty TNHH Siêu Thành	50	100%
Công ty CP Licogi 16.5	25	49%
Công ty CP Licogi 16.9	25	47%
Công ty CP Cơ khí Licogi	24	46%
Cty CP Đầu tư và Phát triển hạ tầng Nghi Sơn	150	45%
Công ty CP Licogi 16.1	15	40%
Công ty CP Licogi 16.2	20	40%
Công ty CP Licogi 16.6	25	40%
Công ty CP Licogi 16.8	10	40%
Cty TNHH KĐT Phú Hội	986	30%
Cty Nhiên liệu sinh học Phương Đông	560	22%

Nguồn: LICOGI 16, SHS Research

## HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Hiện nay, hoạt động sản xuất kinh doanh của LICOGI 16 có thể chia ra làm 2 mảng chính bao gồm i) thi công xây dựng các công trình (42% doanh thu) và ii) đầu tư kinh doanh bất động sản (58% doanh thu).

Trong những năm trước đây, hoạt động kinh doanh của LICOGI 16 chủ yếu tập trung vào lĩnh vực xây lắp các công trình giao thông, thủy điện và dân dụng. Từ năm 2007 trở đi, do nắm bắt cơ hội thị trường xây dựng và kinh doanh bất động sản tăng trưởng mạnh, đồng thời tận dụng thế mạnh có sẵn về hoạt động xây lắp của mình nên LICOGI 16 đã mạnh dạn chuyển dịch trọng tâm sang lĩnh vực kinh doanh bất động sản vốn được xem là có tiềm năng cao và biên lợi nhuận lớn. Sự dịch chuyển này là một hướng đi đúng và thực sự đã mang lại hiệu quả lớn cho LICOGI 16 trong những năm qua và trong tương lai.

### Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp của LICOGI 16.

	2008	2009
<b>Toàn Công ty</b>		
Doanh thu	444	510
Lợi nhuận gộp	126	186
Biên lợi nhuận gộp	28%	36%
<i>Đầu tư, kinh doanh BĐS</i>		
Doanh thu	289	297
Lợi nhuận gộp	128	179
Biên lợi nhuận gộp	44%	60%
<i>Xây lắp</i>		

Doanh thu	155	213
Lợi nhuận gộp	-2	7
Biên lợi nhuận gộp	-1%	3%

Theo định hướng phát triển của LICOGI 16 trong giai đoạn 2010 - 2015 thì lĩnh vực kinh doanh bất động sản vẫn sẽ tiếp tục là mũi nhọn chủ lực mang lại doanh thu và lợi nhuận cho Công ty.

#### Các dự án bất động sản trọng điểm LICOGI 16 đang triển khai.

STT	Dự án	Quy mô	Tiến độ dự án	
1	<b>Dự án Nhơn Trạch - Đồng Nai</b>	Giai đoạn 1	50ha	Đã hoàn thành cơ bản cơ sở hạ tầng, đang bàn giao đất và sổ đỏ cho các hộ dân tham gia góp vốn.
		Giai đoạn 2	27ha	Đã đền bù giải phóng mặt bằng được 24ha và san nền được 70% khối lượng.
		Giai đoạn 3	83ha	Đã đền bù xong toàn bộ diện tích. Hoàn thiện hồ sơ giao 72ha đất cho Cty KĐT Phú Hội và hồ sơ xin giao 11,7 ha đất cho LICOGI 16.
		Giai đoạn 4	50ha	Đã được phê duyệt quy hoạch chi tiết 1/500. Đang triển khai đền bù (đã đền bù được 11ha) và được chấp thuận mở rộng dự án thêm 33ha.
2	<b>Dự án chung cư Nam An, Q.Bình Tân, TP.HCM.</b>	8.662m <sup>2</sup>	Đang xin điều chỉnh hệ số sử dụng đất. Dự kiến cuối năm 2010 sẽ khởi công xây dựng và có thể huy động vốn khách hàng vào năm 2011.	
3	<b>Dự án D25 Nguyễn Phong Sắc, Q.Cầu Giấy, Hà Nội</b>	9.265m <sup>2</sup>	Đã có văn bản chấp thuận của UBND TP.Hà Nội cho LICOGI 16 làm chủ đầu tư dự án.	
4	<b>Chung cư CT7, Thịnh Liệt, Hà Nội</b>	3.997m <sup>2</sup>	Đang thống nhất với các đơn vị tham gia đầu tư về các chỉ tiêu kỹ thuật để thiết kế quy hoạch chi tiết. Dự kiến sẽ triển khai năm 2011.	
6	<b>Dự án Khu đô thị mới Lý Thường Kiệt, Bảo lộc, tỉnh Lâm đồng</b>	17ha	Dự án đã được UBND tỉnh Lâm Đồng chấp thuận cho LICOGI 16 làm chủ đầu tư và phê duyệt quy hoạch chi tiết 1/500.	
7	<b>Dự án Khu công nghiệp luyện kim Nghi Sơn</b>	500ha	LICOGI 16 góp 150 tỷ đồng tương đương 45% vốn vào Công ty CP đầu tư và phát triển hạ tầng Nghi Sơn. Hiện đã cho thuê được 50ha.	

Nguồn: LICOGI 16

#### Đánh giá các dự án của LICOGI 16 đã và đang triển khai.

##### ▪ **Cụm các dự án bất động sản tại Nhơn Trạch, Đồng Nai:**

Đây là các dự án có vị trí thuận lợi trong tương lai gần, nằm trên trục đường giao thông chính nối hệ thống cầu đường từ Quận 9 TP.HCM đi Sân bay Quốc tế Long Thành. Đây cũng là một trong những điểm nóng về đầu tư bất động sản tại khu vực phía Nam thành phố trong thời gian vừa qua.

Đối với giai đoạn 1 của dự án, LICOGI 16 đã kinh doanh và đổi đất 21ha trên tổng số 34ha đất thương mại. Giai đoạn 2 cũng đã kinh doanh và đổi đất được 2,6ha. Giai đoạn 3 đã góp vốn thành lập Công ty TNHH KĐT Phú Hội bằng quyền sử dụng đất (tỷ lệ sở hữu của LICOGI 16 là 70%), đồng thời LICOGI 16 cũng sẽ chuyển nhượng 40% vốn góp tại công ty TNHH này để thu về số tiền 33,4 triệu USD (*trích báo cáo thường niên*). Qua đó cho thấy các dự án bất động sản của LICOGI 16 tại Nhơn Trạch có tiềm năng và có tính khả thi. Tổng lợi nhuận của các dự án này ước tính còn lại khoảng 370 tỷ đồng và có thể sẽ được hạch toán từ năm 2010 - 2013.

##### ▪ **Dự án chung cư Nam An, quận Bình Tân, TP.HCM:**

Đây là dự án nhà ở dành cho đối tượng có thu nhập trung bình. Hiện nay LICOGI 16 đang xin điều chỉnh hệ số sử dụng đất nhằm nâng cao hiệu quả của dự án. Dự kiến dự án sẽ được khởi công vào cuối năm 2010 và ước tính mang lại cho LICOGI 16 khoản lợi nhuận khoảng 100 tỷ đồng để hạch toán trong giai đoạn 2011 - 2014.

▪ **Dự án D25 Nguyễn Phong Sắc, quận Cầu Giấy, Hà Nội:**

Đây là dự án xây cao ốc hỗn hợp thương mại, văn phòng và nhà ở cao 35 tầng với tổng diện tích sàn xây dựng là 90.000 m<sup>2</sup>. Diện tích sàn kinh doanh là 80% đối với đất ở, 95% đối với văn phòng và thương mại. Giá bán dự kiến khoảng 28 triệu đồng/m<sup>2</sup> và doanh thu ước tính có thể đạt hơn 2.500 tỷ đồng, lợi nhuận dự kiến thu về từ dự án khoảng 410 tỷ đồng. Công ty xác định đây là dự án trọng điểm có thể mang lại doanh thu và lợi nhuận cao trong giai đoạn 2011 - 2013 nên quyết tâm khởi công dự án chậm nhất vào quý 1/2011 và dự kiến thi công hoàn thành trong 2 năm.

▪ **Chung cư CT7, Thịnh Liệt, Hà Nội:**

Chủ đầu tư dự án là Tổng Công ty Licogi, LICOGI 16 là chủ đầu tư thứ phát cùng với các chủ đầu tư thứ phát khác là Licogi 2, Licogi 3 và Licogi 18.. Hiện dự án đang được lập thiết kế và quy hoạch chi tiết, dự kiến năm 2011 sẽ triển khai thi công và bắt đầu thu hút vốn đầu tư. Lợi nhuận ước tính từ dự án này khoảng 100 tỷ đồng và sẽ hạch toán trong năm 2014 - 2015.

▪ **Dự án Khu đô thị mới Lý Thường Kiệt, Bảo Lộc, Lâm Đồng:**

Dự án nằm trong khu trung tâm thành phố nên có vị trí khá thuận lợi cho việc thu hút vốn của khách hàng đầu tư. Dự án này đã được UBND tỉnh Lâm Đồng phê duyệt quy hoạch chi tiết 1/500 đồng thời Công ty cũng đã nộp tiền sử dụng đất vào ngân sách Nhà nước 33 tỷ đồng. Dự kiến dự án có thể mang lại 105 tỷ đồng lợi nhuận cho LICOGI 16 và được hạch toán từ năm 2012 - 2015.

▪ **Dự án Khu công nghiệp Luyện kim Nghi Sơn:**

Dự án này do Công ty CP Đầu tư và Phát triển hạ tầng Nghi Sơn (trong đó LICOGI 16 sở hữu 45% vốn) làm chủ đầu tư. Tổng diện tích đất được giao là 500ha, trong đó có 154ha mỏ đất với trữ lượng ước khoảng 10 triệu m<sup>3</sup>. Hiện nay chủ đầu tư đã đền bù xong 80ha và giao 50ha cho Công ty Cổ phần Gang thép Nghi Sơn để xây dựng cơ sở sản xuất với mức giá cho thuê hiện tại là 31,5USD/m<sup>2</sup> trong thời gian 70 năm. Doanh thu ghi nhận từ diện tích đất đã cho thuê này là 300 tỷ đồng. Đây là dự án mang lại nguồn thu dài hạn và ổn định cho Công ty với ước tính lợi nhuận từ dự án khoảng 240 tỷ đồng và sẽ hạch toán trong giai đoạn 2012 - 2015.

**Các dự án đầu tư sản xuất:**

▪ **Dự án đầu tư thiết bị bê tông đầm lăn tại Thủy điện Bản Chát:**

Đây là dự án đầu tư đồng bộ hệ thống dây chuyền bê tông đầm lăn để sản xuất và cung cấp bê tông cho công trình Thủy điện Bản Chát. Dây chuyền này được các chuyên gia trong ngành đánh giá là hiện đại nhất tại Việt Nam cho đến nay.

Hiện tại Công ty đã giải ngân cho dự án với tổng vốn đầu tư 240 tỷ đồng và dự án đã đi vào hoạt động từ tháng 11/2009. Tổng doanh thu mang lại từ công trình Thủy điện Bản Chát dự kiến đạt khoảng 1.700 tỷ đồng với ước tính lợi nhuận thu được khoảng 130 tỷ đồng để hạch toán từ năm 2010 - 2013.

Đây là dự án được phép khấu hao 100% giá trị thiết bị đầu tư trong thời gian thi công xây dựng công trình, bởi vậy sau khi phục vụ công trình này LICOGI 16 có thể sẽ tiếp tục sử dụng hệ thống dây chuyền thiết bị này cho các công trình khác hoặc bán thanh lý với giá trị còn lại ước tính khoảng 60%.

▪ **Dự án Nhà máy sản xuất Cồn nhiên liệu sinh học Bio-ethanol Bình Phước:**

Chủ đầu tư dự án là Công ty TNHH Nhiên liệu sinh học Phương Đông với quy mô vốn điều lệ 31 triệu USD, trong đó LICOGI 16 góp 22% vốn. Dự án được

xây dựng trên mặt bằng 42,6ha tại xã Minh Hưng, huyện Bù Đăng, tỉnh Bình Phước và dự án đã được khởi công từ ngày 20/3/2010. Một số chỉ tiêu chính của dự án như sau:

- Tổng vốn đầu tư: 1.450 tỷ đồng.
- NPV: 1.971 tỷ đồng
- IRR: 32,11%
- Thời gian hoạt động: 50 năm.

#### Thông tin Một số dự án LCG đang trong thời gian tiến hành các thủ tục để triển khai.

- **Cải tạo chung cư cũ tại Khương Thượng - Đống Đa - Hà Nội:** Với qui mô dự án là 44.000m<sup>2</sup> bao gồm khu Khương Thượng I và khu Khương Thượng II). Với mục tiêu đầu tư là cải tạo xây dựng lại cho khu tập thể Khương Thượng – Đống Đa – Hà Nội, để xử dụng tái định cư cho các hộ dân, bán hoặc cho thuê và cung cấp dịch vụ liên quan trên khu đất. Tổng vốn đầu tư dự kiến 3.113 tỷ đồng. LICOGI 16 tham gia góp 35% vốn, Licogi 16.6 góp 10% vốn.
- **Trường cao đẳng nghề khoa học công nghệ LICOGI:** Đã hoàn thiện xong các thủ tục cần thiết để tiến hành khởi công vào tháng 6 năm 2010. Dự án có tổng vốn đầu tư 300 tỷ đồng.
- **Nhà máy sản xuất gạch:** Thông qua chủ trương tham gia góp vốn đầu tư Nhà máy sản xuất gạch nhẹ khí chung áp công suất 300.000m<sup>3</sup>/năm
- **Dự án khu dân cư tại đường Trần Nãi:** Thông qua chủ trương nhận chuyển nhượng 4.942m<sup>2</sup> đất tại dự án Khu dân cư và chung cư tại đường Trần Nãi – Quận 2 – Tp. HCM để xây dựng chung cư cao cấp.
- **Dự án khu biệt thự nghỉ dưỡng – Du lịch sinh thái Hồ Nam Phương 2:** thông qua chủ trương đầu tư dự án với quy mô 110 ha tại Tp. Bảo Lộc - Lâm Đồng.

#### ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CỦA LICOGI 16

##### ▪ Doanh thu và Lợi nhuận

<i>DVT : Triệu đồng</i>	2006	2007	% Tăng	2008	% Tăng	2009	% Tăng
Tổng doanh thu	133.633	297.262	122,4%	444.594	49,6%	509.980	14.7%
Tổng lợi nhuận gộp	17.129	77.294	351,2%	126.590	63,8%	185.632	46.6%
Lợi nhuận trước thuế	4.075	68.451	1579,8%	186.694	172,7%	262.910	40.8%

*Nguồn: LICOGI 16*

Doanh thu của LICOGI 16 nhìn chung đã có sự tăng trưởng ổn định kể từ năm 2006. Năm 2009, LICOGI 16 đạt doanh thu 509,98 tỷ đồng tăng gần 15% so với năm 2008. Lợi nhuận của LICOGI 16 cũng đã tăng khá nhanh, từ mức 195 triệu đồng trong năm 2005 lên 262,9 tỷ đồng trong năm 2009. Tính trong 3 năm trở lại đây, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của Công ty đã tăng nhanh hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu, điều này cho thấy LICOGI 16 đang thực hiện các giải pháp giảm bớt chi phí và điều chỉnh cơ cấu hoạt động sang mảng kinh doanh bất động sản vốn có biên lợi nhuận cao.

▪ **Cơ cấu vốn và khả năng thanh toán**

Năm	2005	2006	2007	2008	2009
Nợ phải trả/Tổng tài sản	94,5%	90,5%	54,9%	54,3%	38,6%
Nguồn Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	5,5%	9,5%	45,1%	45,7%	61,4%
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	17,07	9,57	1,22	1,19	0,63
Khả năng thanh toán nhanh	0,79	0,73	1,06	0,97	1,50
Khả năng thanh toán hiện hành	0,99	0,96	1,34	1,61	1,97

Nguồn: LICOGI 16, SHS Research

Cơ cấu vốn của LICOGI 16 đã và đang được cải thiện đáng kể trong những năm qua. Tỷ lệ Nợ/Tổng tài sản đã giảm về mức 38,6% trong năm 2009 và đây là một tỷ lệ khá thấp nếu so với mặt bằng chung của các doanh nghiệp cùng ngành kinh doanh bất động sản hiện nay. Nguyên nhân chính góp phần làm cho cơ cấu vốn của LICOGI 16 được cải thiện tích cực là do vốn chủ sở hữu của Công ty được bổ xung 510 tỷ đồng từ nguồn thặng dư vốn và lợi nhuận giữ lại hàng năm. Cơ cấu vốn an toàn này đã giúp cho LICOGI 16 có được lợi thế khá lớn trong việc huy động vốn đầu tư cho các dự án.

Các chỉ tiêu thanh toán của LICOGI 16 nhìn chung đã có nhiều chuyển biến tích cực qua các năm khi mà các hệ số thanh toán trong vòng 3 năm trở lại đây đã tăng dần và lớn hơn 1, điều đó cho thấy Công ty luôn đảm bảo khả năng trả nợ đối với những khoản nợ ngắn hạn.

▪ **Khả năng sinh lời**

Năm	2005	2006	2007	2008	2009
Lãi gộp/ Doanh thu (%)	9,53%	12,82%	26,00%	28,47%	36,40%
EBIT/DT (%)	-0,07%	2,75%	20,00%	30,85%	29,43%
Lợi nhuận trước thuế/DT (%)	0,21%	3,05%	23,03%	41,99%	51,55%
Lợi nhuận sau thuế/DT (%)	0,15%	2,21%	23,03%	30,46%	42,81%
ROA (%)	0,06%	0,97%	16,47%	12,07%	12,75%
ROE (%)	1,16%	10,21%	36,49%	26,39%	20,78%
EPS (VNĐ)	116,7	1.182	12.115	9.958	8.734

Nguồn: LICOGI 16, SHS Research

**Biên lợi nhuận gộp:** Lợi nhuận biên của LICOGI 16 đang có xu hướng tăng mạnh trong 3 năm trở lại gần đây, nguyên nhân chính yếu là do doanh nghiệp chuyển trọng tâm hoạt động sang mảng đầu tư kinh doanh bất động sản nên biên lợi nhuận đã tăng lên đáng kể. Trong những năm tới, với chiến lược tiếp tục tập trung vào mảng đầu tư kinh doanh bất động sản và định hướng nâng tỷ trọng doanh thu từ mảng hoạt động này lên mức 50%-70% trên tổng doanh thu, kỳ vọng sẽ giúp cho lợi nhuận biên của doanh nghiệp sẽ tiếp tục gia tăng.

**Hiệu quả hoạt động:** Các chỉ tiêu ROA và ROE có xu hướng giảm nhẹ qua vài năm gần đây do tỷ lệ tăng vốn và tài sản của doanh nghiệp tăng nhanh hơn mức tăng của lợi nhuận sau thuế, tuy nhiên điều này được lý giải bởi Công ty đang trong quá trình phát triển về qui mô để tăng cường hơn nữa năng lực tài chính cho việc triển khai các dự án lớn, trong khi dòng tiền thu về từ các dự án vẫn chưa nhiều. Chúng tôi đánh giá các chỉ số này sẽ có được những cải thiện đáng kể trong những năm tới đây khi mà các dự án LICOGI 16 đang triển khai bắt đầu phát huy hiệu quả.

**Kết luận:** LICOGI 16 hiện có cơ cấu tài chính khá lành mạnh nhưng vẫn tận dụng được lợi thế của đòn bẩy nợ để gia tăng lợi nhuận. Biên lợi nhuận sau thuế rất cao cho thấy lĩnh vực đầu tư kinh doanh bất động sản đã mang lại hiệu quả cao, đồng thời khả năng sử dụng vốn và quản lý chi phí của doanh nghiệp khá tốt. Các dự án của Công ty đang triển khai hứa hẹn sẽ đem lại lợi nhuận cao trong các năm tới đây.

## DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2010

Năm 2010, lợi nhuận của LICOGI 16 chủ yếu sẽ đến từ lĩnh vực kinh doanh bất động sản với các dự án đã và đang triển khai hiệu quả. Qua khảo sát tiến độ các dự án của LICOGI 16, chúng tôi tiến hành đánh giá chi tiết các dự án có thể sẽ mang lại thu nhập cho năm 2010 như sau:

### 1. Cụm các dự án Bất động sản tại Nhơn Trạch, Đồng Nai:

- Khu dân cư Long Tân triển khai giai đoạn 1 với quy mô 50ha: Tổng giá trị hợp đồng góp vốn tích lũy 281 tỷ đồng, giá trị còn phải thu theo hợp đồng trong năm 2010 khoảng 8,4 tỷ đồng. Chi phí đầu tư thêm cho dự án này theo quyết định phê duyệt đầu tư ban đầu còn khoảng 20 tỷ đồng. Doanh thu dự kiến đối với phần diện tích đất chưa kinh doanh ước đạt khoảng 202 tỷ đồng. Năm 2010, Công ty dự kiến có thể hạch toán 50 tỷ đồng lợi nhuận từ dự án này.

Đơn vị: Triệu đồng

STT	Loại đất	Diện tích	Giá đất dự kiến	Thành tiền
1	Đất ở	13.410	2,5	33.524
2	Đất chợ	25.840	1,5	38.760
3	Đất công trình giáo dục	43.526	1,2	52.231
4	Chung cư	42.601	1,5	63.902
5	Đất công trình công cộng	13.662	1,0	13.662
<b>Tổng</b>		<b>139.039</b>		<b>202.078</b>

- Khu dân cư Long Tân triển khai giai đoạn 2 với quy mô 27ha: Tổng diện tích đất đã mời gọi góp vốn đầu tư và đổi đất là 26.317 m<sup>2</sup>, tổng giá trị hợp đồng khoảng 48,6 tỷ đồng và thực tế đã thu 37,6 tỷ đồng, số còn lại 11 tỷ đồng sẽ thu trong năm 2010. Doanh thu dự kiến đối với phần diện tích đất chưa kinh doanh ước đạt khoảng 182 tỷ đồng. Năm 2010, Công ty dự kiến hạch toán 20,69 tỷ đồng lợi nhuận từ dự án này.

Đơn vị: Triệu đồng

STT	Loại đất	Diện tích	Giá đất dự kiến	Thành tiền
1	Đất ở	23.733	2,8	66.452
2	Đất dịch vụ công cộng	29.000	1,0	29.000
3	Chung cư	58.000	1,5	87.000
<b>Tổng</b>		<b>110.733</b>		<b>182.452</b>

- Khu dân cư Long Tân triển khai giai đoạn 3 với quy mô 83ha: Công ty đã ký hợp đồng liên doanh với 2 đối tác nước ngoài thuộc Công ty Quản lý quỹ VinaCapital để thành lập Công ty TNHH Khu đô thị Phú Hội. Theo giấy phép thành lập, Công ty TNHH KĐT Phú Hội có quy mô vốn điều lệ 985 tỷ đồng, tương đương 56 triệu USD. Tỷ lệ vốn góp ban đầu:

- LICOGI 16: 70%

(Công ty góp vốn bằng quyền sử dụng đất của dự án Khu dân cư 83ha Long Tân, Nhơn Trạch, Đồng Nai)

- Vinaland Eastern Limited (VEL): 22,5%
- Vinaland Heritage Limited (VHL): 7,5%

Thực hiện cam kết chuyển nhượng vốn góp, LICOGI 16 sẽ giảm tỷ lệ nắm giữ từ 70% xuống còn 30% đồng thời tỷ lệ nắm giữ của VEL sẽ tăng lên 52,5% và VHL sẽ tăng lên 17,5%. Thông qua việc định giá lại quyền sử dụng đất và chuyển nhượng vốn góp, LICOGI 16 sẽ thu về số tiền 33,4 triệu USD. Thực tế Công ty đã thu một phần tiền của các đối tác trong năm 2008 và 2009. Năm 2010 Công ty dự kiến sẽ thu tiếp số tiền còn lại và hạch toán lợi nhuận khoảng 82 tỷ đồng từ dự án này.

- Khu dân cư Long Tân triển khai giai đoạn 4 với quy mô 50ha: LICOGI 16 sở hữu 95% vốn của Công ty TNHH TMDVXD Điện Phước là chủ đầu tư của dự án này. Hiện nay chủ đầu tư đã đền bù được khoảng 11ha và dự kiến trong năm 2010 sẽ bắt đầu đưa vào kinh doanh với mức lợi nhuận dự kiến đạt khoảng 10 tỷ đồng.

### 2. Dự án đầu tư thiết bị bê tông đầm lăn tại Thủy điện Bản Chát:

Dự án đã đi vào hoạt động từ tháng 11/2009 và dự kiến riêng trong năm 2010 LICOGI 16 sẽ hạch toán khoảng 40 tỷ đồng lợi nhuận từ dự án này.

### 3. Thu cổ tức từ các đơn vị LICOGI 16 góp vốn:

Theo kế hoạch kinh doanh, dự kiến LICOGI 16 sẽ thu được khoảng 10 tỷ đồng.

### Tổng hợp kết quả từ các dự án của LICOGI 16 trong năm 2010:

STT	Dự án	Lợi nhuận 2010 (tỷ đồng)
1	Khu dân cư Long Tân giai đoạn 1	50
2	Khu dân cư Long Tân giai đoạn 2	20,69
3	Khu dân cư Long Tân giai đoạn 3	82
4	Khu dân cư Long Tân giai đoạn 4	10
5	Dự án đầu tư thiết bị - Thủy điện Bản Chát	40
6	Thu cổ tức từ các đơn vị LICOGI 16 góp vốn	10
	<b>Tổng</b>	<b>212,69</b>

Nguồn: LICOGI 16, SHS Research

## ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU LICOGI 16

Với đặc thù là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực đầu tư kinh doanh bất động sản và xây lắp, chúng tôi lựa chọn 2 phương pháp định giá P/E và RI để ước tính mức giá hợp lý của cổ phiếu LICOGI 16.

### 1. Phương pháp Residual Income (RI):

Phương pháp RI cho rằng giá trị doanh nghiệp là tổng giá trị sổ sách và giá trị hiện tại của dòng thu nhập thặng dư mà doanh nghiệp có thể mang lại trong tương lai. Dòng tiền được ước tính dựa trên cơ sở dự kiến lợi nhuận từ các dự án của doanh nghiệp.

**Ước tính lợi nhuận các dự án trong các năm 2010 - 2015**

STT	Dự án	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	Dự án khu dân cư Long Tân - 50ha	50.000	74.000	40.000			
2	Khu dân cư Long Tân - 27ha	20.690	44.000	30.000	30.000		
3	Dự án khu dân cư Long Tân - Phú hội - 83ha	82.000					
4	Dự án Khu dân cư Long Tân - 50ha	10.000	18.000	40.000	60.000	50.000	100.000
5	Dự án chung cư Nam An - Q Bình Tân. HCM		20.000	30.000	30.000	20.000	
6	Dự án D25 Nguyễn Phong Sắc - Cầu Giấy - Hà Nội		50.000	60.000	100.000	100.000	100.000
7	Chung cư CT7 - Thịnh Liệt - Hà Nội					50.000	50.000
8	Dự án Khu dân cư 20ha- bảo Lộc - Lâm Đồng			25.000	30.000	30.000	20.000
9	Dự án Thủy Điện Bán Chát	40.000	60.000	30.000			
10	Lợi nhuận mang lại từ khấu hao thiết bị Bán Chát			25.000	30.000	25.000	40.000
11	Dự án Khu Công nghiệp Luyện kim Nghi sơn			60.000	60.000	60.000	60.000
12	Dự án cồn sinh học Bình Phước			30.000	40.000	60.000	70.000
13	Thu cổ tức từ các đơn vị thành viên	10.000	15.000	18.000	18.000	18.000	18.000
<b>Tổng</b>		<b>212.690</b>	<b>281.000</b>	<b>388.000</b>	<b>398.000</b>	<b>413.000</b>	<b>458.000</b>

Nguồn: LICOGI 16, SHS Research

**Kết quả định giá theo phương pháp RI:**

Tỷ suất chiết khấu r	16%					
Đơn vị: tỷ đồng	2010E	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Lợi nhuận	213	281	388	398	413	458
RI	101	169	276	286	301	346
Giá trị hiện tại của RI	94	135	191	171	155	154
Vốn chủ sở hữu của LICOGI 16	1.051					
Tổng giá trị hiện tại của dòng RI	899					
Tổng giá trị doanh nghiệp	1,950					
<b>Giá cổ phần (đồng) (*)</b>	<b>51.991</b>					

(\*) Giá cổ phần được tính trên quy mô vốn điều lệ 375 tỷ đồng

Nguồn: LICOGI 16, SHS Research

**2. Phương pháp P/E:**

Do mảng hoạt động kinh doanh bất động sản mang lại lợi nhuận chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu thu nhập của LICOGI 16, nên chúng tôi lựa chọn chỉ số P/E trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành kinh doanh bất động sản đã niêm yết ở thời điểm hiện tại làm đối tượng so sánh. Theo dữ liệu khai thác từ Reuters (vào ngày 16/7/2010), chỉ số P/E trung bình của các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản đã niêm yết là 13. Giả định chỉ số P/E này sẽ là mức kỳ vọng cho năm 2010, với EPS dự kiến năm 2010 của LICOGI 16 ở mức 5.672 đồng/cổ phần thì mức giá cổ phiếu LICOGI 16 được xác định:

$$P = P/E \times EPS\ 2010 = 13 \times 5.672 = 73.805 \text{ đồng/cổ phần}$$

(EPS được tính trên quy mô vốn điều lệ 375 tỷ đồng)

**3. Tổng hợp kết quả định giá**

Phương pháp định giá	Trọng số	Kết quả
RI	70%	51.991
P/E	30%	73.805
<b>Giá cổ phần (làm tròn số)</b>		<b>58.500</b>

Nguồn: SHS Research

## KẾT LUẬN

Trên cơ sở kết hợp 2 phương pháp định giá RI và P/E với cân nhắc cân trọng về việc sử dụng trọng số theo mức độ tin tưởng của từng phương pháp định giá đối với đặc thù của doanh nghiệp, chúng tôi ước tính giá hợp lý của cổ phiếu LCG ở mức **58.500 đồng/cổ phần**. Với mức giá giao dịch trên thị trường hiện đang dao động quanh mức 40.000 đồng/cổ phần, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu LCG cho cả mục tiêu đầu tư ngắn hạn và dài hạn.

## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và 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 SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu 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 nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo.

SHS 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 SHS có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo nghiên cứu phân tích này.

## PHÒNG PHÂN TÍCH SHS