

## CÔNG TY CỔ PHẦN LIZEN (HSX: LCG)

**Đình Hải Lương**

Chuyên viên phân tích

 Email: [luongdh@fpts.com.vn](mailto:luongdh@fpts.com.vn)

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4312

Người phê duyệt báo cáo:

**Nguyễn Ngọc Đức**

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

**Biến động giá VNINDEX và LCG từ 2022**

**Thông tin giao dịch**
**29/05/2023**

Giá hiện tại (VND/cp)	13.450
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	13.500
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	4.300
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	191,6
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	189,6
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	8.076.015
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	3,29
Vốn hóa (tỷ VND)	2.551
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	735
P/E Trailing 12 tháng	18,17x

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	CTCP Lizen
Địa chỉ	24A Phan Đăng Lưu, phường 6, quận Bình Thạnh, TP. HCM
Hoạt động kinh doanh chính	Thi công xây dựng công trình hạ tầng giao thông
Chi phí chính	Nguyên vật liệu
Rủi ro chính	Biến động chi phí nguyên vật liệu, tốc độ giải ngân vốn đầu tư công

**Cơ cấu cổ đông (29/05/2023)**
**(%)**

Nguyễn Văn Nghĩa (Thành viên HĐQT)	7,71%
CTCP Cơ điện miền Trung	4,18%
Bùi Dương Hùng	3,03%
Lucerne Enterprise Ltd	2,99%
Khác	82,09%

Giá hiện tại:

**13.450**
**Khuyến nghị**

Giá mục tiêu:

**13.700**
**THEO DÕI**

Tăng/(giảm):

**+1,8%**

### TRIỂN VỌNG TỪ CAO TỐC BẮC – NAM

Năm 2023, LCG đặt kế hoạch doanh thu đạt 2.850 tỷ đồng (~183% TH2022) và lợi nhuận sau thuế đạt 150 tỷ đồng (~78% TH2022).

Kết thúc Q1/2023, LCG ghi nhận 242 tỷ đồng doanh thu (+34% yoy) và 11 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (-79% yoy), lần lượt hoàn thành 8,5% và 7,1% kế hoạch năm.

Cho cả năm 2023, chúng tôi dự phóng LCG sẽ đạt 1.941 tỷ đồng doanh thu (~81,3% KH2023) và 107 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (~71,3% KH2023) do (1) LCG phải giảm giá hợp đồng 5% so với giá chào thầu do được chỉ định thầu và (2) Chính phủ đã có những chính sách tháo gỡ khó khăn về nguồn cung và giá NVL cho nhà thầu, tuy nhiên việc thực hiện chính sách vẫn chưa thực sự hiệu quả ([chi tiết](#)).

**Khuyến nghị:** Bằng phương pháp định giá so sánh EV/EBITDA với mức EBITDA forward là 136 tỷ đồng, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của LCG là **13.700 VND/cp (+1,8%** so với giá đóng cửa ngày 29/05/2023). Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** với cổ phiếu LCG. Nhà đầu tư có thể chốt lời ở mức giá hiện tại và xem xét mua khi cổ phiếu LCG về mức giá 11.400 đồng, tương đương với mức sinh lời kỳ vọng 20%.

**Luận điểm chính: Động lực tăng trưởng 2023 tới từ các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm.** Bên cạnh việc tập trung tiến độ thi công để bàn giao dự án thành phần QL45 – Nghi Sơn thuộc cao tốc Bắc – Nam (CTBN) GD1 trong T8/2023, LCG tiếp tục được chỉ định thầu 02 dự án thành phần thuộc CTBN GD2 với giá trị hợp đồng ước tính đạt 4.018 tỷ đồng.

**Các yếu tố cần theo dõi:**

- Chi phí nguyên vật liệu:** Chi phí NVL tăng cao (~50 – 60% so với giá ký kết hợp đồng) cộng thêm giá VLXD địa phương công bố (dùng để thanh quyết toán các công trình sử dụng vốn Nhà nước) không sát (chênh lệch ~20-30% so với giá thực tế) làm bào mòn lợi nhuận vốn đã mỏng của các doanh nghiệp xây dựng (trung bình 8,6% giai đoạn 2018 – 2022). Điều này thể hiện rõ qua việc BLNG mảng xây dựng Q1/2023 LCG chỉ đạt 14,3% (-7,7đpt yoy), phản ánh chi phí NVL CTBN GD1 tăng cao trong năm 2022.
- Tốc độ giải ngân vốn đầu tư công:** Bộ GTVT đạt tiến độ giải ngân khả quan trong 04 tháng đầu 2023 (đạt 21.800 đồng, tương ứng tỷ lệ thực hiện đạt 24,27%, +3,8 đpt yoy và cao hơn tỷ lệ giải ngân cả nước là 14,6%). Tuy nhiên, theo Bộ GTVT, tốc độ giải ngân sẽ chững lại trong những tháng tới: Giá trị giải ngân cả năm ước tính đạt 71.500 tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ thực hiện đạt 76%.

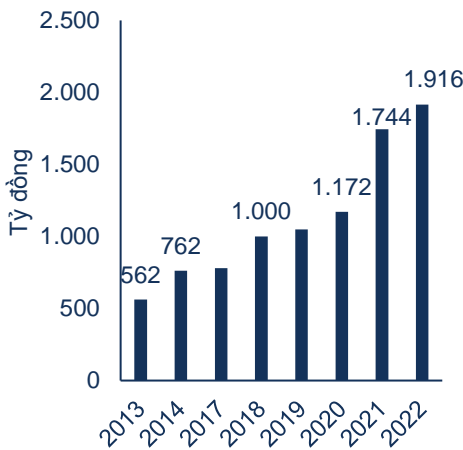
## I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP – CTCP LIZEN



**Công ty Cổ phần Lizen (HSX: LCG)** hoạt động chính trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng giao thông. Ngoài ra, LCG còn tham gia đầu tư vào lĩnh vực bất động sản và BOT.

### 1. Lịch sử hình thành và phát triển

Lịch sử tăng vốn LCG



Nguồn: LCG

**2001:** Công ty Xây dựng số 16 được thành lập từ tổ chức lại Chi nhánh tại TP.HCM của TCT Xây dựng và Phát triển Hạ tầng LICOGI.

**2006:** Chuyển mô hình hoạt động từ doanh nghiệp Nhà nước thành Công ty Cổ phần LICOGI 16.

**2008:** Niêm yết trên sàn HSX với mã cổ phiếu LCG.

**2009 – 2018:** Góp vốn vào các công ty thuộc các mảng Xây dựng, Bất động sản, BOT và năng lượng tái tạo.

**2019:** Khánh thành Nhà máy Điện mặt trời Chư Ngọc – Gia Lai 15MW; đưa Cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn vào sử dụng với vai trò là chủ đầu tư và nhà thầu xây dựng.

**2020:** Khánh thành Nhà máy điện mặt trời Solar Farm Nhơn Hải 35MW.

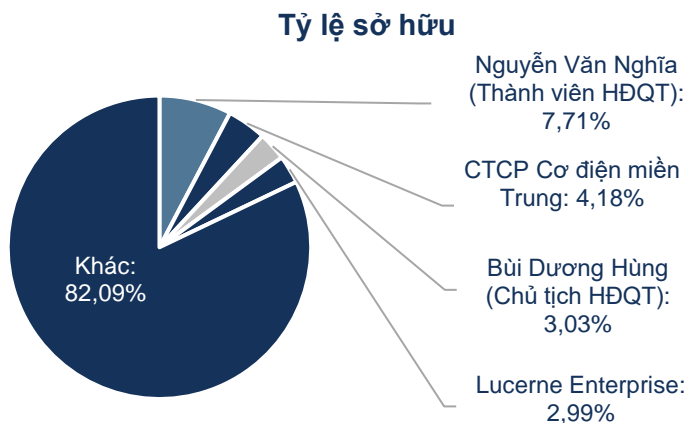
**2022:** Đổi tên thành CTCP Lizen.

**2023:** Được chỉ định thầu 02 dự án thành phần CTBN giai đoạn 2 (Vũng Áng – Bùng và Vân Phong – Nha Trang) với tổng giá trị hợp đồng ~4.018 tỷ đồng (gấp ~4 lần doanh thu xây dựng 2022).

### 2. Công ty con

LCG sở hữu 07 công ty con và 04 công ty liên kết, chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực Xây dựng, Bất động sản và Năng lượng tái tạo (xem [Tại đây](#)).

### 3. Cơ cấu cổ đông (tại ngày 29/05/2023)



**LCG có tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng lớn** với chỉ 01 cổ đông lớn là ông Nguyễn Văn Nghĩa (Thành viên HĐQT), chiếm 7,71%).

Nguồn: LCG, FPTS tổng hợp

## II. TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH LCG

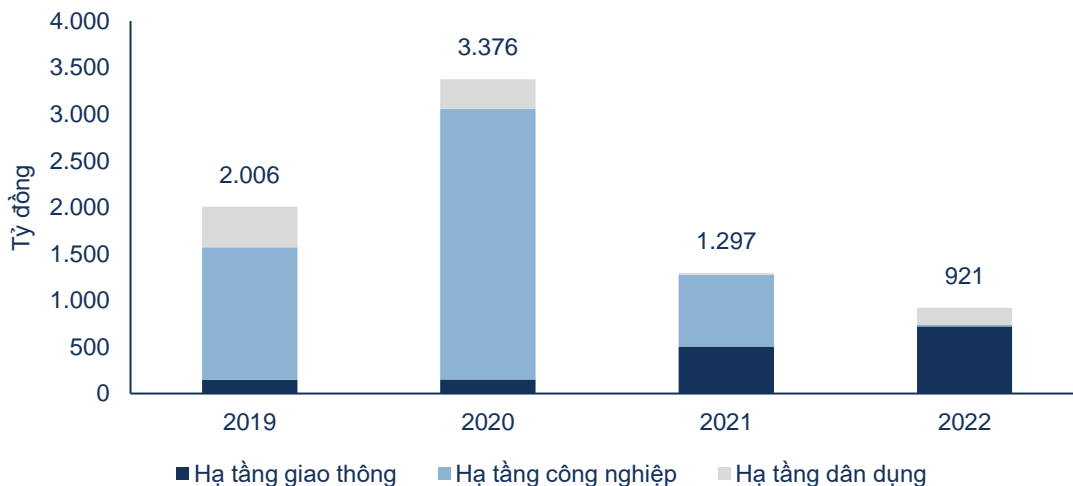
LCG hoạt động trong lĩnh vực Xây dựng hạ tầng, Bất động sản và Năng lượng tái tạo. Năm 2022, LCG ghi nhận 1.005 tỷ đồng doanh thu (-44% yoy, tương đương ~56% KH năm) và 192 tỷ đồng LNST (+7% yoy, tương đương ~77% KH năm), *xem chi tiết tại [Tại đây](#)*. Trong đó, xây dựng đóng góp trên 90% doanh thu, chủ yếu do (1) thị trường bất động sản tiêu cực trong năm 2022, và (2) doanh nghiệp đã chuyển nhượng hết 02/02 nhà máy điện đang hoạt động<sup>1</sup> cho đối tác trong năm 2022 (*xem tại [Tại đây](#)*).

Với mảng bất động sản dự kiến đóng góp không đáng kể trong 2023 (~3%KH doanh thu), xây dựng hạ tầng giao thông sẽ tiếp tục là mảng kinh doanh chính của LCG trong năm tới.

### 1. Mảng xây dựng: Tập trung vào xây dựng cơ sở hạ tầng giao thông

**LCG hoạt động trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng, bao gồm hạ tầng giao thông, dân dụng, công nghiệp và năng lượng tái tạo.** Năm 2022, doanh thu xây dựng LCG đạt 921 tỷ đồng (-29% yoy), chiếm ~92% tổng doanh thu, trong đó chủ yếu tới từ hạ tầng giao thông (*xem [Phụ lục](#)*).

**Doanh thu xây dựng LCG 2019 - 2022**



*Nguồn: LCG, FPT S ước tính*

#### 1.1. Xây dựng hạ tầng giao thông

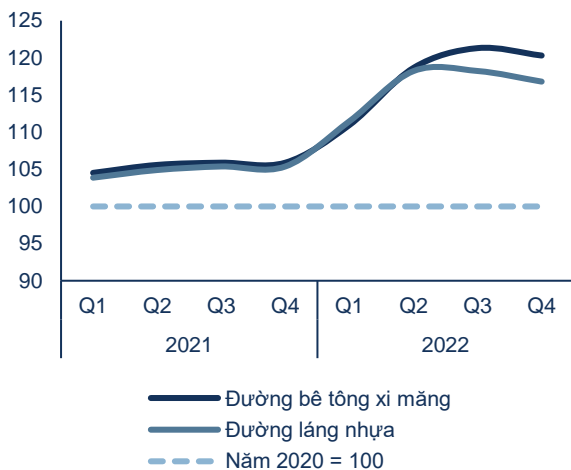
Năm 2022, doanh thu xây dựng hạ tầng giao thông đạt 720 tỷ đồng, chiếm 71% tổng doanh thu (CAGR 2019 – 2022: 69%). Tuy nhiên, tỷ lệ thực hiện chỉ đạt 57% so với kế hoạch. Doanh nghiệp chủ yếu triển khai các dự án cũ, trong đó 36% doanh thu (~366 tỷ đồng) đến từ việc ghi nhận 2 dự án cao tốc QL45 – Nghi Sơn (dự kiến bàn giao T8/2023) và Vân Đồn – Tiên Yên (đã bàn giao năm 2022).

**Chúng tôi đánh giá tình hình xây dựng hạ tầng giao thông khó khăn trong năm 2022 do yếu tố thời tiết không thuận lợi và giá NVL tăng cao.** Trong báo cáo này, chúng tôi sẽ phân tích tình hình thi công tại dự án QL45 – Nghi Sơn do (1) là dự án hạ tầng giao thông trọng điểm thuộc CTBN GĐ1 (chiếm 46% doanh thu xây dựng hạ tầng giao thông 2022 của LCG) và (2) làm cơ sở phân tích 03 dự án CTBN LCG thi công trong năm 2023 bao gồm QL45 – Nghi Sơn, Vũng Áng – Bùng và Vân Phong – Nha Trang (*xem [Tại đây](#)*), cụ thể như sau:

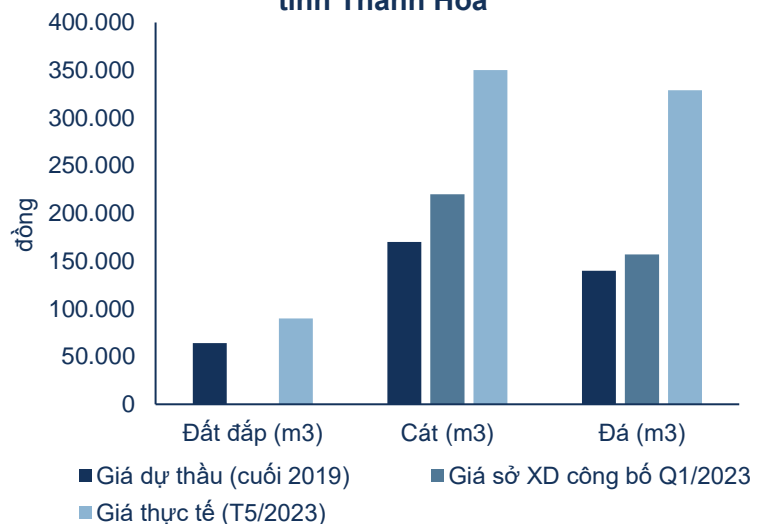
- **Thời tiết không thuận lợi khi trời mưa liên tục làm ảnh hưởng đến tiến độ thi công:** LCG ký kết hợp đồng thực hiện dự án QL45 – Nghi Sơn trong giai đoạn T7/2021 – T8/2023. Tuy nhiên, từ đầu năm 2022 – T11/2022 trên địa bàn tỉnh Thanh Hóa có hơn 100 ngày mưa, khiến xe chở VLXD không vào được mỏ, ảnh hưởng lớn tới công đoạn đất đắp nền đường (công tác thi công chính của giai đoạn).

<sup>1</sup> Đóng góp khoảng ~5-7% tổng doanh thu trong 2019 – 2021.

- Nguồn cung vật liệu xây dựng khan hiếm khiến giá thực tế tăng cao so với giá dự thầu:** Các dự án hạ tầng trọng điểm của LCG đều đang trong giai đoạn thi công phần kết cấu dưới, do đó cần huy động lượng lớn vật liệu xây dựng bao gồm đất đắp, cát, đá. Tuy nhiên, những vướng mắc liên quan đến pháp lý khiến tình hình khai thác còn chậm dù Chính phủ đã ban hành những nghị quyết tháo gỡ khó khăn<sup>2</sup>, làm cho giá VLXD tăng cao hơn rất nhiều so với giá dự thầu. Dù chỉ số giá<sup>3</sup> VLXD tỉnh Thanh Hóa đã tăng theo giá thị trường nhưng chưa sát với thực tế, chưa phản ánh chính xác phần chi phí chênh lệch. Theo doanh nghiệp chia sẻ, điều này cũng dẫn đến giá trị hợp đồng ký mới thấp (ước tính 2022 đạt 196 tỷ đồng, giảm ~90% yoy) do giá NVL tăng, quá trình đấu thầu dự án mới xét thấy không hiệu quả nên doanh nghiệp không tham gia ký kết hợp đồng mới.

**Chỉ số giá xây dựng công trình tại Thanh Hóa 2021 - 2022**


Nguồn: Sở Xây dựng Thanh Hóa

**Giá một số loại VLXD chính trên địa bàn tỉnh Thanh Hóa**


Nguồn: Sở Xây dựng Thanh Hóa, FPTS tổng hợp

## 1.2. Xây dựng hạ tầng dân dụng và công nghiệp

- Hạ tầng dân dụng:** Ước tính chỉ đóng góp ~13% doanh thu xây dựng của LCG trong giai đoạn 2019 – 2022. Doanh thu hạ tầng dân dụng 2022 ước tính đạt ~179 tỷ đồng (~40% KH2022), do khó khăn của ngành bất động sản.
- Hạ tầng công nghiệp:** Doanh thu hạ tầng công nghiệp của LCG tăng mạnh trong giai đoạn 2019 – 2020 nhưng sau đó giảm mạnh và không còn đáng kể trong năm 2022 (ước tính chỉ đạt ~20 tỷ đồng, đạt 4,7% KH), phản ánh làn sóng đầu tư năng lượng tái tạo (bắt đầu bởi cơ chế giá FIT ưu đãi nhằm thúc đẩy đầu tư). Tuy nhiên, do chưa có cơ chế tiếp theo cho các cơ chế hỗ trợ trên (điện mặt trời và điện gió lần lượt hết hiệu lực từ ngày 31/10/2020 và 31/10/2021), dẫn tới gần như không có các nhà máy năng lượng tái tạo được đầu tư mới từ 2022 tới nay.

**Kết luận:** Chúng tôi đánh giá, mảng xây dựng công trình giao thông sẽ là động lực tăng trưởng trong 2023, khi (1) mảng xây dựng hạ tầng dân dụng và công nghiệp đang chững lại và (2) giá và nguồn cung nguyên vật liệu được tháo gỡ một phần khó khăn (xem [Tại đây](#)). Đầu năm 2023, LCG được chỉ định thầu 02 dự án thành phần thuộc CTBN giai đoạn 2 gồm Vũng Áng – Bùng và Vân Phong – Nha Trang với tổng giá trị hợp đồng là 4.018 tỷ đồng, dự

<sup>2</sup> Chính phủ ban hành Nghị quyết 60 và Nghị quyết 113 về áp dụng cơ chế đặc thù trong cấp phép khai thác khoáng sản làm vật liệu cung cấp cho dự án CTBN, cho phép nâng công suất khai thác theo nhu cầu các dự án trong phạm vi trữ lượng được cấp phép. Tuy nhiên, vướng mắc liên quan đến thủ tục thu hồi đất và thuê đất dẫn tới phải kéo dài thời gian chờ.

<sup>3</sup> Việc công bố giá VLXD là cơ sở để ký hợp đồng và thanh quyết toán cho các công trình sử dụng vốn Nhà nước.

kiến cơ bản hoàn thành năm 2025 và đưa vào khai thác, vận hành năm 2026 (xem [Tại đây](#)). Chúng tôi ước tính, doanh thu 02 dự án này trong năm 2023 đạt ~840 tỷ đồng, chiếm ~44% doanh thu ước tính 2023 (xem [Tại đây](#)).

## 2. Mảng bất động sản

Trong năm 2022, LCG không ghi nhận doanh thu bất động sản<sup>4</sup> do (1) tình hình thị trường bất động sản không thuận lợi và (2) quỹ đất để khai thác không còn nhiều. Doanh nghiệp đang tiếp tục nghiên cứu các dự án bất động sản tại các khu vực có tiềm năng như Ninh Thuận, Đồng Nai, Lâm Đồng, Thanh Hóa, tuy nhiên chưa có thông tin cụ thể.

Ngoài ra, LCG chuyển nhượng dự án Điện Phước và một phần dự án Long Tân City cho đối tác vào năm 2020 và 2021, với tổng giá trị phần công nợ chưa thu hồi được là ~216 tỷ đồng (~21,5% doanh thu 2022). Doanh nghiệp đang trong giai đoạn hoàn thiện hồ sơ pháp lý để thu hồi phần công nợ này.

## 3. Các dự án đầu tư

### 3.1. Đầu tư năng lượng tái tạo

**LCG bắt đầu có doanh thu bán điện từ năm 2020 từ 02 nhà máy điện mặt trời Chu Ngọc – Gia Lai giai đoạn 1 15MW (6/2019) và Solar Farm Nhơn Hải 35MW (7/2020).** Doanh thu bán điện 2022 của LCG đạt 73 tỷ đồng, giảm 43% yoy do trong năm 2022 doanh nghiệp chuyển nhượng 100% cổ phần tại 02 công ty sở hữu 02 nhà máy điện nói trên. Khoản lãi từ 02 giao dịch chuyển nhượng này là ~266 tỷ đồng, tương đương 138% lợi nhuận sau thuế 2022.

**Sau các thương vụ chuyển nhượng này, LCG sẽ không còn doanh thu bán điện trong năm 2023.** Doanh nghiệp đang trong quá trình thực hiện chuẩn bị đầu tư 2 dự án điện gió tại Đình Lập Lạng Sơn (~200MW) và Thăng Hưng – Gia Lai (100MW) với tổng giá trị đầu tư đăng ký là 776 tỷ đồng, dự kiến sẽ bắt đầu tập trung nguồn tiền đầu tư từ cuối năm 2023 sau khi thông tin cơ chế giá điện được cụ thể hóa từ Chính phủ.

### 3.2. Đầu tư hạ tầng giao thông

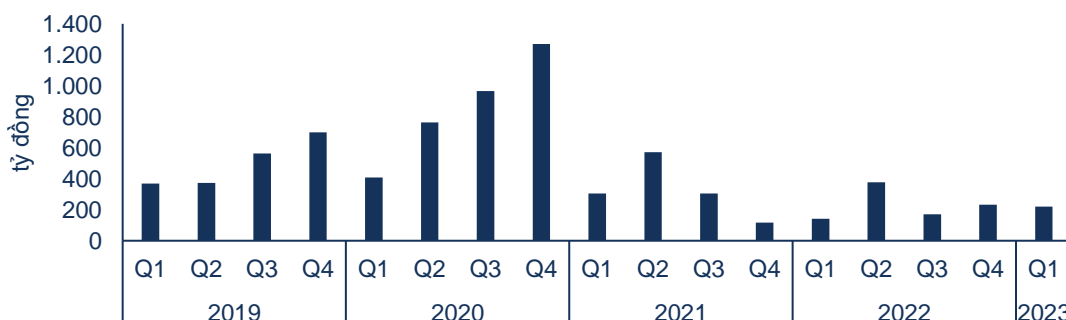
LCG đầu tư hạ tầng giao thông vào 3 dự án BOT thông qua đầu tư góp vốn vào đơn vị khác, tuy nhiên các dự án này phần lớn đều đang hoạt động không hiệu quả (xem [Tại đây](#)).

## III. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q1/2023 VÀ TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2023

### 1. Cập nhật kết quả kinh doanh Q1/2023

Trong Q1/2023, LCG ghi nhận 242 tỷ đồng doanh thu (+34% yoy), chủ yếu đến từ hoạt động xây dựng. Lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp đạt 11 tỷ đồng (-79% yoy) và chỉ đạt 7,1% KH năm, do (1) giá nguyên vật liệu tăng cao khiến biên lợi nhuận gộp giảm mạnh 7,7 đpt và (2) không còn ghi nhận khoản doanh thu tài chính đột biến từ chuyển nhượng khoản đầu tư vào công ty con.

**Doanh thu mảng xây dựng LCG theo quý giai đoạn 2019 - 2023**



Nguồn: LCG

<sup>4</sup> Năm 2021 LCG ghi nhận 348 tỷ đồng nhờ bán đất nền dự án Long Tân.

Cụ thể, các chỉ tiêu chính trong kết quả kinh doanh Q1/2023 của LCG như sau:

Đơn vị: Tỷ VND	Q1/2023	%YoY	%KH năm
Doanh thu thuần	242	+34%	8,5%
Lợi nhuận gộp	35	-13%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	14,3%	<i>-7,7đpt</i>	
Chi phí bán hàng và quản lý	17	+1%	
Doanh thu tài chính	2	-97%	
Chi phí tài chính	-10	-53%	
Lợi nhuận sau thuế	11	-79%	7,1%

Nguồn: LCG

Trong đó:

- Doanh thu thuần đạt 242 tỷ (+34% yoy) và đạt 8,5% kế hoạch năm, tăng trưởng từ mức nền thấp của Q1/2022.
- Lợi nhuận gộp đạt 35 tỷ đồng (-13% yoy), tương ứng với mức biên lợi nhuận gộp 14,3% (giảm 7,7 đpt yoy). Chúng tôi cho rằng, biên lợi nhuận gộp thấp phản ánh giá nguyên vật liệu tăng cao giai đoạn cuối năm 2022 khi việc ghi nhận doanh thu xây dựng thường chậm so với tình hình thi công thực tế do chờ hoàn tất các thủ tục nghiệm thu dự án (xem [Tại đây](#)).
- Doanh thu tài chính đạt 2 tỷ đồng, giảm 97% yoy do không còn khoản doanh thu tài chính đột biến từ chuyển nhượng công ty con vào Q1/2022.
- Chi phí tài chính đạt 10 tỷ đồng, giảm 53% yoy do chi phí lãi vay giảm sau khi chuyển nhượng công ty con, giảm 680 tỷ đồng nợ vay dài hạn.

## 2. Kế hoạch và triển vọng kinh doanh năm 2023

Đơn vị: Tỷ đồng	Kế hoạch 2023	Thực hiện 2022	%Kế hoạch 2023/Thực hiện 2022
Doanh thu thuần	2.850	1.006	183%
Lợi nhuận sau thuế	150	192	78%

Nguồn: LCG

LCG đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2023 lần lượt là **2.850 tỷ đồng** (~183% doanh thu 2022) và **150 tỷ đồng** (~78% LNST 2022). Chúng tôi đánh giá, kế hoạch kinh doanh này của LCG là khá tham vọng, nhất là khi doanh thu và LNST Q1/2023 chỉ đạt lần lượt 8,5% và 7,1% kế hoạch năm. Chúng tôi ước tính doanh thu LCG đạt **1.941 tỷ đồng** (~81,3% KH2023) và lợi nhuận sau thuế đạt **107 tỷ đồng** (~71,3% KH2023) dựa trên những luận điểm sau:

Mảng kinh doanh	Kế hoạch của LCG	FPTS giả định
<b>XÂY DỰNG</b>	<p>Doanh thu từ các dự án đã ký hợp đồng</p> <p><b>1.537 tỷ đồng</b>, trong đó 200 tỷ đồng từ dự án QL45 – Nghi Sơn thuộc CTBN giai đoạn 1, dự kiến sẽ hoàn thành trong tháng 8/2023. Doanh thu dự kiến từ 2 dự án CTBN giai đoạn 2 là Vũng Áng – Bùng và Vân Phong – Nha Trang là hơn 1.200 tỷ đồng.</p>	<p>Chúng tôi giả định 03 dự án cao tốc dự kiến ghi nhận <b>1.075 tỷ đồng</b>, tương đương ~70% kế hoạch, thấp hơn 6 đpt so với mức dự kiến hoàn thành kế hoạch giải ngân đầu tư công của Bộ GTVT và cao hơn 13 đpt so với tỷ lệ thực hiện 2022, do (1) tình hình thi công thuận lợi hơn khi lượng mưa dự kiến giảm do khí hậu chuyển dần sang trạng thái trung tính và El Nino (pha nóng) vào những tháng cuối năm (2) Nguồn cung NVL được tháo gỡ 1 phần khó khăn do mỏ đất được giao cho nhà thầu tự khai thác và LCG có 4 mỏ sắp được giao chính thức và (3) vướng mắc trong giải phóng mặt bằng thực hiện dự án CTBN giai đoạn 2<sup>5</sup> (xem <a href="#">Tại đây</a>).</p>
	<p>Doanh thu từ các dự án đang trong quá trình đấu thầu và chào thầu</p> <p><b>850 tỷ đồng.</b></p>	<p>Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng này đạt <b>464 tỷ đồng</b>, dựa tỷ lệ thực hiện các dự án xây dựng hạ tầng giao thông/kế hoạch trung bình 03 năm gần nhất của LCG là 54,5%.</p>
	<p>Doanh thu từ các đơn vị thành viên</p> <p>Dự kiến ghi nhận <b>353 tỷ đồng.</b></p>	<p>Chúng tôi dự phóng doanh thu từ các đơn vị thành viên (kinh doanh trong lĩnh vực xây dựng) đạt <b>292 tỷ đồng</b>, tương đương 83% kế hoạch năm, dựa trên ước tính trung bình tỷ lệ thực hiện kế hoạch năm của các công ty thành viên 4 năm gần nhất.</p>
<b>BẤT ĐỘNG SẢN</b>	<p>Dự kiến ghi nhận <b>110 tỷ đồng</b> từ một phần quỹ đất còn lại chưa khai thác.</p>	<p>Giả định LCG hoàn thành kế hoạch ở <b>110 tỷ đồng</b> (chiếm ~3,9% KH doanh thu 2023). Biên lợi nhuận gộp (BLNG) dự kiến đạt 50%, thấp hơn ~10 đpt BLNG mảng bất động sản LCG trong năm 2021 dựa vào (1) BLNG Q1/2023 mảng BĐS của LCG đạt 50% và (2) phản ánh tình hình thị trường BĐS chững lại.</p>

*Nguồn: LCG, FPTS giả định*

**Biên lợi nhuận gộp mảng xây dựng:** Dự kiến ở mức 9,45% (giảm 1,5 đpt so với trung bình biên lợi nhuận gộp mảng xây dựng năm 2021 – 2022) do (1) giá chào thầu tại 2 dự án thành phần CTBN giai đoạn 2 phải cắt giảm 5% do được chỉ định thầu, (2) Thủ tướng Chính phủ yêu cầu các Bộ, ngành, địa phương công bố giá, chỉ số giá các loại VLXD hàng tháng<sup>6</sup> sát với biến động của thị trường để bù đắp các biến động giá cho các nhà thầu xây dựng.

<sup>5</sup> Hai dự án thành phần CTBN giai đoạn 2 LCG thực hiện gồm Vũng Áng – Bùng và Vân Phong – Nha Trang hiện cơ bản đã bàn giao mặt bằng đúng tiến độ. Cụ thể, dự án Vũng Áng – Bùng đã bàn giao được 30,45 km/43,3 km, đạt 70,3% và dự án Vân Phong – Nha Trang đã bàn giao được 60,5/83 km, đạt ~73%.

<sup>6</sup> Sau khi 12 dự án CTBN GĐ2 được Bộ GTVT phê duyệt, tại Thông báo số 149, ngày 17/8/2022, Thủ tướng Chính phủ yêu cầu các tỉnh, thành phố có dự án cao tốc triển khai chịu trách nhiệm “công bố giá, chỉ số giá các loại VLXD hàng tháng sát với biến động của thị trường để bù đắp các biến động giá cho các nhà thầu xây dựng”.

#### IV. CÁC VẤN ĐỀ KHÁC TẠI ĐHCĐ

- **Cổ tức:** Năm 2023, LCG chi trả 700 đồng cổ tức bằng tiền (bằng năm 2022), tương ứng hơn 132 tỷ đồng, thanh toán dự kiến vào ngày 15/06/2023.
- **Phát hành ESOP:** Dự kiến phát hành 3,45 triệu cổ phiếu (~1,8% trên tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành), với giá chào bán là 10.000 đồng/cp, hạn chế chuyển nhượng trong 01 năm. Thời điểm thực hiện dự kiến trong năm 2023.

#### V. TRIỂN VỌNG

Việc được chỉ định 02 gói thầu thuộc dự án thành phần CTBN giai đoạn 2 khẳng định năng lực thi công hạ tầng giao thông của LCG, mở ra cơ hội nhận các dự án tương tự cho doanh nghiệp trong bối cảnh hạ tầng dân dụng và công nghiệp đang chứng lại (xem [Tại đây](#)). Thêm nữa, 2 gói thầu CTBN GD2 góp phần đảm bảo nguồn doanh thu cho LCG khi giá trị hợp đồng ký mới 2022 thấp (ước tính ~21,3% doanh thu xây dựng 2022). Trong năm 2022, doanh nghiệp chủ yếu triển khai các dự án cũ do (1) nhà đầu tư bất động sản tạm dừng triển khai dự án đã ký hoặc không có thêm nhiều dự án ký mới khi tình hình thị trường gặp nhiều khó khăn và (2) LCG sẽ hoạt động trong tình trạng thua lỗ ngay cả khi ký kết hợp đồng do giá nguyên vật liệu tăng quá cao. 2 gói thầu thuộc dự án CTBN giai đoạn 2 được ký kết đầu năm 2023 với giá trị hợp đồng ~4.019 tỷ đồng (~4,36 lần doanh thu xây dựng 2022) là tín hiệu tích cực giúp doanh nghiệp đảm bảo nguồn doanh thu trong bối cảnh nhà nước đẩy mạnh giải ngân đầu tư công.

#### VI. YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

##### 1. Chi phí nguyên vật liệu tăng cao ăn mòn lợi nhuận nhà thầu xây dựng

Chi phí nguyên vật liệu tăng cao ăn mòn lợi nhuận vốn đã mỏng của nhà thầu xây dựng (BLNG trung bình 05 năm của LCG đạt 8,60%). Điều này được thể hiện rõ qua biên lợi nhuận gộp mảng xây dựng Q1/2023 của LCG chỉ đạt 14,3% (-7,7đpt yoy).

Thêm nữa, các dự án CTBN giai đoạn 02 được thực hiện theo hình thức chỉ định thầu nên khi tham gia LCG phải giảm giá hợp đồng 5% so với giá chào thầu, khiến biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp giảm mạnh hơn từ Q2/2023 khi dự kiến bắt đầu ghi nhận doanh thu từ 02 dự án này.

##### 2. Tiến độ giải ngân các dự án đầu tư công dự kiến sẽ khó khăn trong thời gian tới

Tiến độ giải ngân đầu tư công ảnh hưởng lớn tới tiến độ thực hiện các dự án hạ tầng giao thông. Năm 2023, Bộ GTVT được giao nguồn vốn kỷ lục là 94.161 tỷ đồng (gấp 1,7 lần năm 2022). Chúng tôi đánh giá, đến nay, tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công của Bộ GTVT khá tích cực do đẩy mạnh tạm ứng các hợp đồng xây dựng CBTN GD2: Ước thực hiện đến 30/4/2023 đạt 21.800 đồng, với tỷ lệ thực hiện đạt 24,27% (+3,8 đpt yoy và cao hơn tỷ lệ giải ngân cả nước ~9,67 đpt). Chi tiết hơn, các dự án thành phần CTBN GD1 và GD2 lần lượt giải ngân được 4.030 tỷ đồng (23,86% KH) và 16.545 tỷ đồng (36,5% KH).

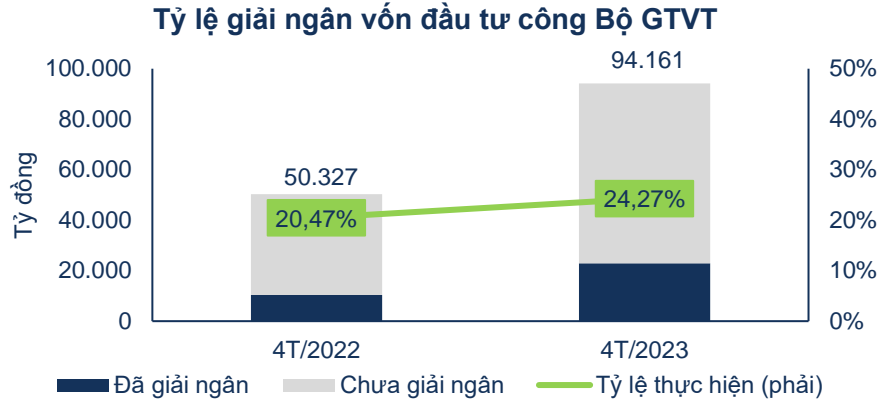
Tuy tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công 4T/2023 khả quan nhưng Bộ GTVT cho rằng những tháng tới sẽ gặp nhiều khó khăn. Theo Bộ GTVT, khả năng giải ngân tối đa<sup>7</sup> ước tính chỉ đạt 71.500 tỷ đồng, thấp hơn 22.722 tỷ đồng số vốn được giao và tương đương 76% kế hoạch. Chúng tôi cho rằng những vướng mắc trong giải phóng mặt bằng, nguồn cung và chi phí nguyên vật liệu tăng cao là những yếu tố ảnh hưởng chính.

- **Giải phóng mặt bằng:** Chúng tôi đánh giá, công tác bồi thường, hỗ trợ và tái định cư cho người dân chưa thực sự hiệu quả, dẫn đến việc bàn giao mặt bằng còn chậm và không kịp tiến độ bàn giao toàn bộ mặt bằng CTBN GD2 trong tháng 6/2023. Theo Bộ GTVT, tính đến ngày 30/4/2023, tỷ lệ mặt bằng có thể thi công các địa phương đã bàn giao đạt ~460km/729km, tương đương ~63%.

<sup>7</sup> Khả năng giải ngân tối đa dựa theo giả định tối thiểu hóa thời gian hoàn thiện thủ tục đầu tư và đẩy nhanh tiến độ thi công “3 ca, 4 kíp”.



- **Nguồn cung nguyên vật liệu:** Khi khai thác mỏ vật liệu CTBN GD2, nhà thầu phải tự thỏa thuận với chủ sở hữu đất khu vực mỏ để đền bù giải phóng mặt bằng mỏ vật liệu<sup>8</sup>. Tuy nhiên, giá đền bù chủ sở hữu đất khu vực mỏ yêu cầu lại gấp 2-3 lần quy định của nhà nước. Thêm nữa, việc địa phương cấp phép thủ tục khai thác mỏ<sup>9</sup> cũng gặp vướng mắc do (1) chưa xác định được giá bồi thường, thuê đất để khai thác mỏ và (2) thiếu đánh giá tác động môi trường khi khai thác mỏ cát do lo ngại sạt lở bờ sông...



Nguồn: Bộ GTVT

## VII. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu LCG bằng phương pháp định giá so sánh EV/EBITDA<sup>10</sup> và đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** với mức giá mục tiêu **13.700 đồng/cổ phiếu**, cao hơn 1,8% so với giá đóng cửa ngày 29/05/2023. Dữ liệu của nhóm doanh nghiệp so sánh là dữ liệu trong 4 quý gần nhất (Q2/2022 – Q1/2023).

Ticker	Doanh thu (tỷ đồng)	Giá đóng cửa	Vốn hóa (tỷ đồng)	LNST (tỷ đồng)	EV (tỷ đồng)	EBITDA (tỷ đồng)	EV/EBITDA (lần)
VCG	9.241	21.100	10.252	520,2	24.303	1.210	20,0
G36	1.383	9.200	936	28,7	1.668	86	19,2
C4G	3.008	13.600	4.584	176,9	7.930	433	18,3
<b>Trung bình</b>							<b>19,6</b>
<b>LCG</b>	<b>1.069</b>	<b>13.450</b>	<b>2.551</b>	<b>152,4</b>	<b>2.623</b>	<b>146</b>	<b>17,9</b>

Nguồn: FPT S tổng hợp

<sup>8</sup> Các mỏ vật liệu xây dựng thông thường không thuộc hạng mục địa phương được thu hồi đất theo Thông báo số 167/TB-BTNMT của Bộ Tài nguyên – Môi trường, do đó phải thực hiện thông qua hình thức chuyển nhượng quyền sử dụng đất, sau đó địa phương tổ chức thu hồi và cho nhà thầu thuê lại để khai thác.

<sup>9</sup> Các nhà thầu dự án CTBN GD2 đã trình địa phương 48/82 mỏ đất, 25/31 mỏ cát cần được cấp phép nhưng tính đến ngày 9/5/2023 mới cấp được 02 mỏ đất cho nhà thầu Sơn Hải (thi công đoạn Hoài Nhơn – Quy Nhơn) và LCG (thi công đoạn Vân Phong – Nha Trang).

<sup>10</sup> **EV (Enterprise value)** = Vốn hóa thị trường + giá trị nợ vay + lợi ích cổ đông không kiểm soát – tiền & tương đương tiền – đầu tư tài chính ngắn hạn

**EBITDA:** Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao

Mức EV/EBITDA trung bình được sử dụng cho định giá là 19,6 với giá trị EBITDA forward năm 2023 của LCG là 136 tỷ đồng, cụ thể như sau:

Ticker	EV (tỷ đồng)	Nợ vay (tỷ đồng)	Tiền, TĐT và ĐTTTC ngắn hạn (tỷ đồng)	Lợi ích cổ đông KKS (tỷ đồng)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá cổ phiếu (đồng)
LCG	2.665	442	411	42	2.592	13.700

Nguồn: FPTTS tổng hợp

## VIII. PHỤ LỤC

### 1. Danh sách các công ty con, công ty liên kết của LCG ([quay lại](#))

Tại thời điểm Q1/2023, danh sách các công ty con, công ty liên kết của LCG như sau:

STT	Tên công ty	Lĩnh vực kinh doanh chính
<b>Công ty con</b>		
1	Công ty TNHH Xây dựng & TM12	Xây lắp, kinh doanh bất động sản
2	CTCP Đầu tư hạ tầng Lizen	Xây dựng công trình đường sắt và đường bộ
3	CTCP Đầu tư Tiện ích Licogi 16	Khai thác, cung cấp và xử lý nước
4	CTCP Licons Việt Nam	Sản xuất VLXD, thi công xây dựng dân dụng và công nghiệp
5	CTCP Đầu tư Năng lượng Tái tạo Licogi 16	Sản xuất VLXD, thi công xây dựng dân dụng và công nghiệp
6	CTCP Điện mặt trời Chư Ngọc	Sản xuất truyền tải và phân phối điện, thi công xây dựng dân dụng và công nghiệp
7	CTCP Bất động sản Lizen	Kinh doanh bất động sản
<b>Công ty liên kết</b>		
1	CTCP Cấp nước khu kinh tế Đông Nam Quảng Trị	Khai thác, cung cấp và xử lý nước
2	CTCP Điện lực Licogi 16	Xây lắp các công trình điện, đầu tư
3	Công ty TNHH Nhiên liệu sinh học Phương Đông	Sản xuất Ethanol nhiên liệu
4	CTCP Bắc Giang Lạng Sơn Hữu Nghị	Xây dựng công trình đường sắt và đường bộ

Nguồn: LCG

### 2. Kết quả kinh doanh năm 2022 ([quay lại](#))

Năm 2022, LCG không đạt kế hoạch về doanh thu và lợi nhuận. Cụ thể, doanh thu thuần đạt 1.005 tỷ đồng (-44% yoy), tương ứng ~56%KH và LNST đạt 192 tỷ đồng (+7% yoy), tương ứng 77%KH. LNST tăng trưởng dương chủ yếu nhờ ghi nhận doanh thu tài chính đột biến từ chuyển nhượng 02 công ty con trong lĩnh vực điện mặt trời.

Đơn vị: Tỷ VND	2022	% YoY	%KH2022
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1.005</b>	<b>-44%</b>	<b>56%</b>
Xây dựng	920	-29%	

Bất động sản	0	-100%	
Bán điện	73	-43%	
Khác	12	-60%	
<b>Giá vốn hàng bán</b>	876	-36%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>128</b>	<b>-70%</b>	
<i>Biên LNG</i>	12,6%	-11,2 đpt	
Xây dựng	91	-41%	
<i>Biên LNG</i>	9,9%	-1,9 đpt	
Bất động sản	0	-100%	
Bán điện	37	-44%	
<i>Biên LNG</i>	50,6%	-1 đpt	
Chi phí bán hàng	0	-100%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	79	-6%	
<b>Lợi nhuận hoạt động kinh doanh</b>	<b>50</b>	<b>-85%</b>	
Doanh thu tài chính	276	1,684%	
Chi phí tài chính	69	-35%	
- Trong đó: Chi phí lãi vay	69	-35%	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>246</b>	<b>8%</b>	
<b>Lợi nhuận sau thuế TNDN</b>	<b>192</b>	<b>7%</b>	<b>77%</b>

Nguồn: BCTC LCG, FPTs tổng hợp

Trong đó:

- **Doanh thu:** Năm 2022, LCG đạt doanh thu 1.005 tỷ đồng, -44% yoy và ~56% kế hoạch năm, do:
  - Tình hình thi công đình trệ: (1) Các dự án dân dụng và năng lượng tái tạo chững lại do khó khăn của ngành bất động sản và chờ quy hoạch điện VIII; và (2) Nguyên vật liệu phục vụ cho các công trình giao thông có nguồn cung khan hiếm và giá cả tăng cao ([xem Tại đây](#)).
  - LCG không ghi nhận doanh thu bất động sản do (1) không phát triển thêm mảng bất động sản trong năm do khó khăn chung của ngành và (2) quỹ đất còn lại không nhiều, tương đương 17,9 ha.
  - Doanh thu bán điện đạt 73 tỷ đồng, -43% yoy do doanh nghiệp chuyển nhượng lại nhà máy Điện mặt trời Solar Farm Nhơn Hải vào tháng 7/2022 và Chư Ngọc – Gia Lai giai đoạn 1 vào tháng 12/2022 cho đối tác Banpu Group (Thái Lan).
- **Lợi nhuận gộp:** Lợi nhuận gộp chỉ đạt 128 tỷ đồng (-70% yoy), tương ứng biên lợi nhuận gộp giảm 11,19 đpt chủ yếu do không còn khoản lợi nhuận cao đóng góp từ mảng bất động sản (BLNG 2021 ~60%). Biên lợi nhuận gộp mảng xây dựng giảm đạt ~10%, giảm 02 đpt yoy do giá nguyên vật liệu tăng cao.
- **Chi phí bán hàng:** Không phát sinh chi phí hoa hồng từ hoạt động kinh doanh bất động sản.
- **Doanh thu tài chính:** Doanh thu tài chính tăng gấp 17,5 lần, nhờ ghi nhận khoản lãi 266 tỷ đồng từ chuyển nhượng vốn tại CTCP Đầu tư Năng lượng Tái tạo Licogi 16 Ninh Thuận (lãi ~242 tỷ đồng) và CTCP Đầu tư Năng lượng tái tạo Licogi 16 Gia Lai (lãi ~24 tỷ đồng) cho đối tác Banpu Group (Thái Lan). 02 công ty nói trên vận hành lần lượt 02 dự án Nhà máy Điện mặt trời Solar Farm Nhơn Hải 35MWp và Nhà máy Điện mặt trời Chư Ngọc – Gia Lai giai đoạn 1 15MWp.
- **Chi phí tài chính:** Chi phí tài chính giảm sau khi chuyển nhượng 02 công ty con trên. Nợ vay dài hạn giảm mạnh ~90% so với mức 743 tỷ đồng đầu năm, còn 73 tỷ đồng.

### 3. Năng lực thi công các dự án hạ tầng giao thông của LCG ([quay lại](#))

#### 3.1. Năng lực thi công

LCG đáp ứng các tiêu chí lựa chọn nhà thầu CTBN GD2 của Bộ GTVT với những điểm đáng chú ý như: **(1)** có chứng chỉ năng lực hạng đối với công trình đường bộ hoặc chứng chỉ năng lực phù hợp cấp công trình cầu, hầm (nếu có) của gói thầu đang xét, **(2)** doanh thu bình quân hoạt động xây dựng 3 năm gần nhất phải tương đương với giá trị gói thầu đang xét, **(3)** có kinh nghiệm thực hiện hợp đồng tương tự về mặt kỹ thuật với giá trị hợp đồng tối thiểu 50% giá gói thầu đang xét và **(4)** yêu cầu về máy móc thiết bị chủ yếu đảm bảo chất lượng, tiến độ.

(1)	(2)	(3)	(4)								
LCG được cấp chứng chỉ năng lực hạng I đối với công trình đường bộ số BXD-00000006.	Doanh thu bình quân hoạt động xây dựng 3 năm 2019 – 2021 đạt 2.226 tỷ đồng ( <a href="#">xem Biểu đồ 2</a> ).	LCG có kinh nghiệm thực hiện các dự án xây dựng hạ tầng giao thông quy mô lớn, cụ thể như sau: <table border="1" data-bbox="526 672 1037 918"> <thead> <tr> <th>Dự án</th> <th>Giá trị HĐ</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>QL45 – Nghi Sơn</td> <td>536 tỷ đồng</td> </tr> <tr> <td>Vân Đồn – Tiên Yên</td> <td>603 tỷ đồng</td> </tr> <tr> <td>Bắc Giang – Lạng Sơn</td> <td>2.032 tỷ đồng</td> </tr> </tbody> </table>	Dự án	Giá trị HĐ	QL45 – Nghi Sơn	536 tỷ đồng	Vân Đồn – Tiên Yên	603 tỷ đồng	Bắc Giang – Lạng Sơn	2.032 tỷ đồng	Theo chúng tôi ước tính, LCG đã chi ~29 tỷ đồng đầu tư máy móc thiết bị & phương tiện vận tải trong giai đoạn 2019 – 2022. Ngày 22/2/2023, HĐQT vừa thông qua kế hoạch đầu tư máy móc thiết bị phục vụ các công trình mới trong năm 2023 – 2024 với tổng mức đầu tư không quá 150 tỷ đồng.
Dự án	Giá trị HĐ										
QL45 – Nghi Sơn	536 tỷ đồng										
Vân Đồn – Tiên Yên	603 tỷ đồng										
Bắc Giang – Lạng Sơn	2.032 tỷ đồng										

*Nguồn: FPTIS tổng hợp*

#### 3.2. Các dự án LCG được chỉ định thầu thuộc CTBN giai đoạn 2

Dự án	Gói thầu	Giá trị gói thầu (tỷ đồng)	Tỷ lệ trong danh	LCG liên	Giá trị hợp đồng ước tính (tỷ đồng)	Liên danh nhà thầu
Vũng Áng – Bùng	XL02	5.098	25%		1.274	Phương Thành + LCG
Vân Phong – Nha Trang	XL01	4.700	58.4%		2.744	LCG + Phương Thành + VNCC E&C + Hải Đăng

*Nguồn: FPTIS tổng hợp*

### 4. Kế hoạch và thực hiện dự án xây dựng 2022

STT	Dự án	KH 2022	TH 2022	Tỷ lệ thực hiện
	<b>Hạ tầng giao thông</b>	<b>845</b>	<b>485</b>	<b>57%</b>
1	Cao tốc Quốc lộ 45 – Nghi Sơn	226	223	
2	Cao tốc Vân Đồn – Tiên Yên	152	143	
3	Cẩm Đình – Hiệp Thuận	121	-	
4	Hòn Rơm	96	-	
5	Vinhomes Ocean Park 3	160	-	
6	Sân bay Long Thành	40	38	
7	Khác	50	81	
	<b>Hạ tầng dân dụng công nghiệp &amp; NLTT</b>	<b>520</b>	<b>208</b>	<b>40%</b>

8	Nhà máy Điện mặt trời nổi KN Srêpók 3	50	-	
9	Nhà máy điện mặt trời KN laly Kon Tum	50	-	
10	Dự án điện mặt trời Ninh Sim 40MWp	30	-	
11	MT1&2 60MWp	50	-	
12	Nhà máy điện mặt trời KN Vạn Ninh	14	13	
13	Điện gió Chợ Long	-	1	
14	Điện gió Lạc Hòa 2	30	-	
15	Khu TMDV du lịch nghỉ dưỡng Oải Hương	-	87	
16	Khác	116	104	
	<b>Bất động sản</b>	<b>80</b>	<b>-</b>	<b>0%</b>
	<b>Khác</b>	<b>200</b>	<b>-</b>	<b>0%</b>
	<b>Công ty thành viên</b>	<b>360</b>	<b>313</b>	<b>87%</b>
	<b>Tổng cộng</b>	<b>2.005</b>	<b>1.006</b>	<b>50%</b>

Nguồn: LCG

## 5. Đầu tư hạ tầng giao thông (*quay lại*)

Theo doanh nghiệp chia sẻ, việc đầu tư hạ tầng giao thông hướng tới 2 mục đích: (1) thu lợi nhuận từ việc đầu tư và (2) đem lại nguồn công việc cho mảng xây dựng. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá việc đầu tư vào các dự án BOT của LCG chưa thực sự hiệu quả. Hiện tại, LCG đang đầu tư vào 3 dự án BOT với thông tin cụ thể như sau:

- **BOT Hữu Nghị - Chi Lăng:** Hiện tạm dừng do vướng mắc huy động vốn và đang thực hiện đấu thầu lựa chọn lại nhà đầu tư mới. Với phần tiền mặt còn lại, doanh nghiệp dự án đang thực hiện giảm vốn để hoàn trả lại cho các nhà đầu tư. Doanh nghiệp dự án sẽ chốt số vốn đầu tư đã thực hiện với UBND tỉnh Lạng Sơn và hoàn trả lại cho nhà đầu tư sau khi lựa chọn được nhà đầu tư mới.
- **BOT Bắc Giang – Lạng Sơn:** Dự án đã vận hành thu phí từ năm 2018, tuy nhiên nguồn thu của dự án chưa đạt theo hoạch định tại FS. Do đó, LCG đã làm việc lại với ngân hàng Vietinbank (đơn vị tài trợ vốn cho dự án) để cơ cấu lại khoản vay. Thêm nữa, LCG còn là nhà thầu thi công xây lắp dự án, với phần công việc chưa được quyết toán tại thời điểm Q1/2023 là 207 tỷ đồng (tương đương 20,5% doanh thu 2022).
- **BOT 38:** Dự án được đưa vào vận hành từ 5/2018 với TMĐT là 1.573 tỷ đồng. Doanh thu bình quân hàng tháng của trạm đạt 6,8 tỷ đồng, đạt ~67% so với FS. Do nguồn thu không ổn định nên ngân hàng SHB (ngân hàng tài trợ vốn đầu tư) đã kiến nghị nhà nước mua lại dự án.

**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu LCG, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Trụ sở chính**

Số 52 Lạc Long Quân, Phường  
Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt  
Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.24) 3773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3 Tòa nhà 136-138 Lê Thị  
Hồng Gấm, Phường Nguyễn Thái  
Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt  
Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.24) 6291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch  
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,  
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.23) 6355 3888