

## HUYẾN NGHỊ MUA CTCP LIZEN (HSX: LCG) KỲ VỌNG ĐẦU TƯ CÔNG

Giá hiện tại:	<b>12,800</b>	Ngày viết báo cáo:	22/5/2023	<b>CƠ CẤU CỔ ĐÔNG</b>	
Giá mục tiêu trước:		Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	192	NGUYEN VAN NGHIA	7.4%
Giá mục tiêu mới:	<b>15,500</b>	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	2,418	SUDONO BUDIMAN	0.1%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân (tỷ VNĐ)	123		
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>21%</b>	Sở hữu nước ngoài	3.2%		

**Bộ phận Research:**

Phạm Quang Minh  
(Cảng biển, Vật liệu xây dựng)  
[minhpmq@bsc.com.vn](mailto:minhpmq@bsc.com.vn)

**QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **LCG** với giá trị hợp lý năm 2023 là **15,500 VNĐ/CP** (Upside **21%** so với giá đóng cửa ngày 22/05/2023), theo phương pháp định giá từng phần với P/E mục tiêu cho mảng Xây lắp = 11.5x, và giá trị sổ sách cho các dự án Điện và Bất động sản. BSC sử dụng P/E mục tiêu mảng xây lắp = 11.5x, thấp hơn 8% so với P/E trung bình của các doanh nghiệp xây lắp = 12.5x để phản ánh danh mục tài sản ngoài ngành như Bất động sản, các dự án BOT; tuy nhiên, cao hơn so với lịch sử định giá của LCG trong giai đoạn 2016 – 2020 để phản ánh quy mô doanh thu và Backlog cao hơn gấp 2-5 lần so với quá khứ. LCG hiện tại đang giao dịch tại mức định giá P/B <1.

**Bảng so sánh giá CP và VN- Index**



**DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

Trong năm 2023, BSC dự báo LCG ghi nhận DTT = **3,240 tỷ VNĐ (+221% yoy)**, NPATMI = **168 tỷ VNĐ (-14% yoy)**, tương đương EPS FWD 2023 = 871 VNĐ/CP, P/E FWD 2023 = 14.6, P/B FWD 2023 = 0.9x. So sánh với HKKD cốt lõi -10 tỷ VNĐ trong năm 2022, thì KQKD năm 2023 vẫn khả quan hơn. Dự báo Doanh thu/NPAT của BSC cao hơn lần lượt 14% và 12% so với kế hoạch Ban lãnh đạo LCG đưa ra, chủ yếu đến từ việc BSC kỳ vọng các dự án trúng thầu của LCG sẽ triển khai nhanh hơn trong bối cảnh Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công. Chi tiết các giả định chính như sau:

- **Doanh thu mảng xây lắp = 3,100 tỷ VNĐ (+235% yoy)**, nhờ thực hiện các dự án Diễn Châu Bãi Vọt, Quốc Lộ 45 – Nghi Sơn, và dự án Vũng Áng – Bùng và Nha Trang – Vân Phong.
- **Doanh thu mảng Bất động sản = 110 tỷ VNĐ**, nhờ ghi nhận nốt từ các dự án cũ.
- **Biên lợi nhuận giả định = 9.1%**. Trong đó, biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp = 7.6%, giảm 5.3 điểm % so với năm 2022 do các dự án Bắc – Nam LCG tham gia dưới hình thức chỉ định thầu, có biên lợi nhuận gộp thấp hơn. Biên lợi nhuận gộp mảng bất động sản = 50% tương đương với Quý 1.2023.

**Bảng so sánh P/E và VN index**



**TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2023**

KQKD của LCG kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2023 nhờ:

1. **Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công trong năm 2023** do các khó khăn về giá nguyên vật liệu, đền bù GPMB, đã được tháo gỡ
2. **LCG sở hữu lượng Backlog có giá trị lớn (6,300 tỷ VNĐ tại Quý 1.2023) – cao hơn gấp 2-5 lần so với giai đoạn 2016 -2020**. BSC kỳ vọng giá trị Backlog sẽ tiếp tục tăng trưởng trong thời gian tới với việc LCG sở hữu năng lực tài chính & thi công tốt, Ban lãnh đạo LCG có kinh nghiệm lâu năm mảng xây lắp. Bên cạnh đó, Backlog đang dần chuyển dịch sang mảng Năng lượng tái tạo, Xây lắp điện giúp LCG ghi nhận biên lợi nhuận tốt hơn.

**CẬP NHẬT HỢP ĐỒNG KÝ MỚI**

Trong Quý 1.2023, LCG ký mới được 2 gói thầu xây lắp mới là **Vũng Áng – Bùng (1,275 tỷ VNĐ)**, và **Nha Trang – Vân Phong (2,745 tỷ VNĐ)**. Theo đó, BSC ước tính tổng giá trị backlog của LCG khoảng 5,000- 6,000 tỷ VNĐ tại T2.2023).

Chỉ số	2021	2022	2023F	Peer
PE (x)	47.4	12.1	14.6	12.4
PB (x)	3.6	0.9	0.9	1.1
ROE (%)	17%	8%	7%	16.8%
ROA (%)	5%	3%	4%	5.7%

KQKD	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	3,536	1,803	1,009	3,240
Lợi nhuận gộp	305	429	127	296
NPATMI	311	182	193	167
EPS	2,430	1,054	1,008	871
Tăng trưởng EPS	45%	-57%	-4%	-14%

## I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2022 – QUÝ 1.2023

Hình 1: Tóm tắt KQKD của LCG trong Quý 4.2022 & năm 2022

LCG_Tỷ VNĐ	Q4.2021	Q4.2022	% YoY	2021	2022	% YoY	Nhận xét
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>471</b>	<b>244</b>	<b>-48%</b>	<b>2,120</b>	<b>1,009</b>	<b>-52%</b>	<b>Kết thúc năm 2022, LCG ghi nhận Doanh thu thuần đạt 1,009 tỷ VNĐ (-52% yoy), NPATMI đạt 193 tỷ VNĐ (+5% yoy).</b>  <b>Doanh thu giảm mạnh (-52% yoy), trong đó:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>Doanh thu xây lắp = 925 tỷ VNĐ (-29% yoy)</b> do tiến độ triển khai các dự án chậm. Trong năm 2022, LCG đã ghi nhận doanh thu xây lắp từ các dự án hạ tầng Vân Đồn – Tiên Yên, Quốc lộ 45 – Nghi Sơn, . . (tổng giá trị ước tính = 440 tỷ VNĐ – chiếm 48% DT) và các dự án xây lắp trạm biến áp, NLTT (ước tính 485 tỷ VNĐ – chiếm 52% DT).</li> <li><b>Không ghi nhận doanh thu từ Bất động sản</b></li> <li><b>Doanh thu điện &amp; khác = 84 tỷ VNĐ (-47% yoy)</b> do bán dự án điện Chư Ngọc GĐ 1 và Solar Farm Nhơn Trạch</li> </ul> <b>Biên lợi nhuận gộp = 13%, giảm 8 điểm %</b> do không còn ghi nhận doanh thu từ Bất động sản có biên lợi nhuận cao (50-60%). <b>Tính riêng mảng xây lắp, biên lợi nhuận gộp vẫn duy trì ở mức 12-13%</b> , cao so với trung bình ngành do tham gia vào các dự án xây lắp điện NLTT đặc thù có biên lợi nhuận cao (ước 15%-20%).  <b>Thu nhập tài chính = 270 tỷ VNĐ (+1,643% yoy)</b> do bán dự án điện Chư Ngọc GĐ 1 và Solar Farm Nhơn Trạch (258 tỷ VNĐ). <b>Chi phí tài chính = 69 tỷ VNĐ (-35% yoy)</b> do giảm 670 tỷ VNĐ nợ vay dài hạn khi không còn hợp nhất các dự án điện mặt trời.  <b>Đánh giá chung: Doanh thu giảm mạnh, tuy nhiên, lợi nhuận gần như đi ngang</b> , được bù đắp chính bởi doanh thu tài chính đến từ bán các dự án điện. Nếu loại bỏ đi lợi nhuận đột biến kể trên thì LCG không ghi nhận lợi nhuận từ HDKD cốt lõi (-10 tỷ VNĐ). ----- <b>Tính riêng Quý 4.2022, LCG ghi nhận doanh thu thuần = 244 tỷ VNĐ (-48% yoy), NPATMI = 31 tỷ VNĐ (+34% yoy). Nhìn chung:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Doanh thu giảm mạnh (-47, chủ yếu đến từ mảng xây lắp.</li> <li>Lợi nhuận + 34% yoy, nhờ giảm chi phí lãi vay và ghi nhận doanh thu tài chính từ bán dự án.</li> </ul>
Xây lắp	117	234	99%	1,297	925	-29%	
BĐS	13	-	-100%	348	-	-100%	
Điện & khác	23	11	-52%	158	84	-47%	
<b>Lãi gộp</b>	<b>79</b>	<b>28</b>	<b>-64%</b>	<b>431</b>	<b>127</b>	<b>-71%</b>	
Xây lắp	68	27	-60%	155	119	-23%	
BĐS	3	-	-100%	208	-	-100%	
Điện & khác	6	1	-80%	66	8	-88%	
Thu nhập tài chính	9	50	467%	15	270	1643%	
Chi phí tài chính	(24)	(13)	-44%	(107)	(69)	-35%	
Trong đó: Lãi vay	(24)	(13)	-45%	(106)	(69)	-35%	
Lãi/(lỗ) từ CTLK	-	-	-	0	-	-100%	
Chi phí bán hàng	-	-	-	(17)	-	-100%	
CP QLDN	(26)	(18)	-30%	(85)	(71)	-16%	
<b>Lãi từ HDKD</b>	<b>39</b>	<b>47</b>	<b>21%</b>	<b>238</b>	<b>257</b>	<b>8%</b>	
Thu nhập khác, ròng	(10)	(4)	-60%	(9)	(8)	-7%	
<b>EBT</b>	<b>29</b>	<b>43</b>	<b>50%</b>	<b>229</b>	<b>249</b>	<b>8%</b>	
Thuế TNDN	(8)	(11)	41%	(46)	(54)	16%	
<b>NPAT</b>	<b>21</b>	<b>32</b>	<b>54%</b>	<b>183</b>	<b>195</b>	<b>6%</b>	
Lợi ích của CĐTS	(2)	2	-182%	(1)	2	-276%	
<b>NPATMI</b>	<b>23</b>	<b>31</b>	<b>34%</b>	<b>184</b>	<b>193</b>	<b>5%</b>	
<b>Biên LN gộp</b>	<b>17%</b>	<b>12%</b>	<b>-5%</b>	<b>20%</b>	<b>13%</b>	<b>-8%</b>	
Xây lắp	58%	12%	-46%	12%	13%	1%	
BĐS	26%	-	-	60%	-	-	
Điện & khác	25%	11%	-15%	42%	10%	-32%	
<b>Biên LN ròng</b>	<b>4%</b>	<b>13%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>19%</b>	<b>11%</b>	

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

Hình 2: Ước tính doanh thu các dự án ghi nhận của LCG trong năm 2022

Dự án	Doanh thu năm 2021 (tỷ VNĐ)	Doanh thu năm 2022 (tỷ VNĐ)
<b>Hạ tầng giao thông</b>	<b>483</b>	<b>440</b>
GTVT	20	
Cẩm Đình Hiệp Thuận	53	
Vân Đồn Tiên Yên	270	275
Hòn Rơm	77	35
XN VLXD	18	
BGLS	-	
QL 45 - Nghi Sơn	45	130
Diễn Châu - Bãi Vọt	-	
Long Tân (LCE)	-	
<b>Năng lượng tái tạo, Xây lắp điện &amp; Dân dụng</b>	<b>814</b>	<b>485</b>

Nguồn: BSC Research ước tính

Hình 3: Cập nhật KQKD Quý 1.2023

LCG_Tỷ VNĐ	Q1.2022	Q1.2023	% YoY	Nhận xét
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>181</b>	<b>242</b>	<b>34%</b>	<p><b>Kết thúc Quý 1.2023, LCG ghi nhận Doanh thu thuần đạt 242 tỷ VNĐ (+34% yoy), NPATMI đạt 11 tỷ VNĐ (-79% yoy).</b> Trong đó,</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Doanh thu xây dựng đạt 222 tỷ VNĐ (+56% yoy). BSC cho rằng doanh thu xây dựng ghi nhận từ các dự án đang triển khai bao gồm Quốc lộ 45 – Nghi Sơn, Diễn Châu – Bãi Vọt.</li> <li>Doanh thu bất động sản đạt 17 tỷ VNĐ.</li> </ul> <p><b>Doanh thu tài chính đạt 2 tỷ VNĐ (-97% yoy)</b> do mức nền cao từ ghi nhận lãi chuyển nhượng đầu tư cùng kỳ.</p> <p><b>Chi phí tài chính đạt 11 tỷ VNĐ (-53% yoy)</b> do giảm nợ vay từ các dự án điện.</p> <p><b>Đánh giá chung:</b> Doanh thu đi ngang, tuy nhiên, lợi nhuận sụt giảm mạnh so với cùng kỳ do không còn ghi nhận lãi từ chuyển nhượng các khoản đầu tư.</p>
Xây lắp	142	222	56%	
BĐS	-	17	-	
Điện & khác	39	4	-91%	
<b>Lãi gộp</b>	<b>40</b>	<b>35</b>	<b>-13%</b>	
Xây lắp	19	26	39%	
BĐS	-	8	-	
Điện & khác	21	(0)	-100%	
Thu nhập tài chính	66	2	-97%	
Chi phí tài chính	(23)	(11)	-53%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	(23)	(11)	-53%	
Lãi/(lỗ) từ CTLK	-	-	-	
Chi phí bán hàng	-	-	-	
CP QLDN	(17)	(17)	1%	
<b>Lãi từ HĐKD</b>	<b>66</b>	<b>9</b>	<b>-87%</b>	
Thu nhập khác, ròng	(1)	4	-662%	
<b>EBT</b>	<b>65</b>	<b>13</b>	<b>-81%</b>	
Thuế TNDN	(13)	(2)	-82%	
<b>NPAT</b>	<b>52</b>	<b>10</b>	<b>-80%</b>	
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	(0)	-200%	
<b>NPATMI</b>	<b>52</b>	<b>11</b>	<b>-79%</b>	
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>22%</b>	<b>14%</b>	<b>-8%</b>	
Xây lắp	13%	12%	-1%	
BĐS	-	50%	-	
Điện & khác	54%	-2%	-56%	
Biên lợi nhuận ròng	29%	0%	-29%	

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

### CẬP NHẬT HỢP ĐỒNG KÝ MỚI – KÝ MỚI GÓI THẦU VĨNG ÁNG BÙNG, NHA TRANG VÂN PHÒNG (4,000 TỶ VNĐ)

Trong Quý 1.2023, LCG ký mới được 2 gói thầu xây lắp mới là Vũng Áng – Bùng (1,275 tỷ VNĐ), và Nha Trang – Vân Phòng (2,745 tỷ VNĐ). Theo đó, BSC ước tính tổng giá trị backlog của LCG khoảng 5,000- 6,000 tỷ VNĐ tại T2.2023 dựa trên giá trị hợp đồng chuyển tiếp từ năm 2022 = 1,900 tỷ VNĐ.

Hình 4: Cập nhật tiến độ Backlog của LCG

TT	Dự án	Ngày công bố	Giá trị gói thầu tỷ VNĐ	Tỷ lệ tham gia LCG	Giá trị thầu LCG tỷ VNĐ	Thời gian	Tiến độ Quý 1.2023
I	<b>Các dự án chuyển tiếp – Giá trị HĐ chuyển tiếp = 1,900 tỷ VNĐ*</b>						
	Trong đó:						
1	Gói 10 - 500 Kv Vĩnh Yên	T5/2022	114	-	-	2022-2023	
2	Gói 10 - Trạm Biến áp Năm Căn Cà Mau	T6/2022	70	-	-	2022-2023	
3	Gói 10 – Trạm Biến áp KCN Phú Mỹ 3	24/2/2023	136	-	-	2022-2023	
4	Diễn Châu – Bãi Vọt	-	1,189	85%	1,011		Hoàn thành 25% khối lượng thi công cả dự án, chậm 4% so với tiến độ
5	XL2- Quốc lộ 45 – Nghi Sơn	-	-	-	536		Hoàn thành 62% khối lượng thi công các hạng mục cấp phối đá dăm, gia cố xi măng thuộc gói LCG, dự kiến sẽ trải xong trước tháng 8/2023
6	Floating Solar				598		
II	<b>Các dự án ký mới trong năm 2023</b>						
					<b>4,406</b>		

1	XL-02 Vũng Áng - Bùng	04/01/2023	5,098	25%	1,275	2023-2025	Đang bàn giao mặt bằng cho nhà thầu
2	XL-01 Nha Trang – Vân Phong	15/01/2023	4,700	58%	2,745	2023-2025	Đang bàn giao mặt bằng cho nhà thầu
3	XL- 22 – thuộc đường nối CTBN – Quốc Lộ 1 – Cà Ná	14/11/2022	239	100%	239	2023-2025	Đã khởi công
4	XL-10 Xây lắp trạm biến áp	24/2/2023	148	100%	148	2023	

\*Chú thích: BSC ước tính giá trị hợp đồng chuyển tiếp từ năm 2022, dựa trên số liệu giá trị hợp đồng chuyển tiếp vào cuối năm 2021 là 2,600 tỷ VNĐ.

## II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

KQKD của LCG kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2023 nhờ việc (1) Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công, (2) và LCG sở hữu lượng Backlog có giá trị lớn (6,300 tỷ VNĐ).

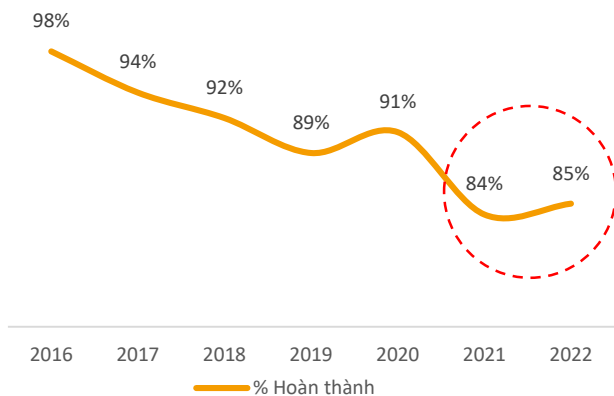
### 1. LCG sẽ hưởng lợi trực tiếp từ việc Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công trong năm 2023

BSC kỳ vọng Chính phủ sẽ đẩy mạnh đầu tư công trong năm 2023 do các khó khăn về giá nguyên vật liệu, đền bù GPMB, đã được tháo gỡ. Trong năm 2022, tổng chi từ nguồn vốn ngân sách nhà nước = 595,423 tỷ VNĐ (+ 19% yoy), tương đương 85% kế hoạch giải ngân của năm. Tỷ lệ hoàn thành gần như ở mức thấp nhất trong giai đoạn 2016 – 2022, chủ yếu do (1) Thiếu nguồn cung, đi kèm với giá nguyên vật liệu cao, (2) Vướng mắc đền bù và GPMB, (3) Khó khăn về thủ tục lựa chọn nhà thầu. Tuy nhiên, bước sang đầu năm 2023, BSC nhận thấy các tín hiệu tích cực – là cơ sở để Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công trong thời gian tới như:

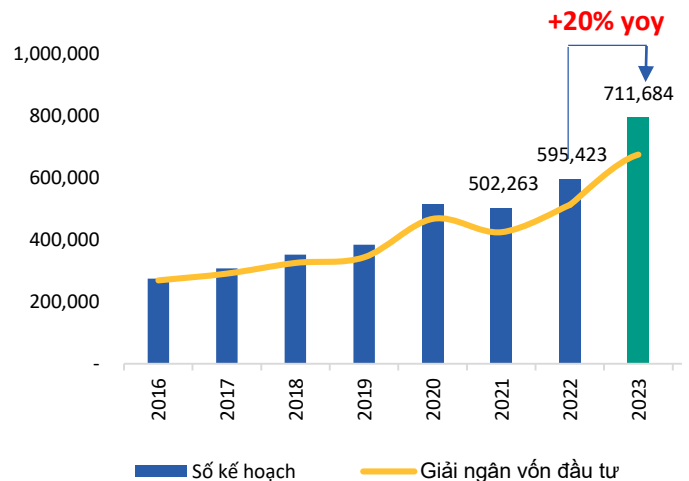
- Giá nguyên vật liệu đã hạ nhiệt;
- Chính phủ phối hợp UBND các tỉnh, Ban QLDN để đẩy mạnh đền bù, GPMB..
- Tiến hành chỉ định thầu và phân chia thành các gói thầu nhỏ phù hợp năng lực nhà thầu ([Chi tiết tại Hình 4](#)).

Với việc các vướng mắc cơ bản đã được gỡ bỏ, BSC kỳ vọng Chính phủ sẽ đẩy mạnh đầu tư công trong năm 2023. BSC dự báo tổng chi từ nguồn vốn NSNN cho đầu tư công +20% yoy. ([Chi tiết tham khảo tại Báo cáo chuyên đề](#)). Với việc đẩy mạnh đầu tư công, BSC kỳ vọng tốc độ triển khai dự án/ghi nhận doanh thu của LCG cũng sẽ được đẩy mạnh trong năm 2023.

Hình 5: Tỷ lệ giải ngân năm 2022 đạt 85% - ở mức gần như thấp nhất trong giai đoạn 2016-2022 (%)



Hình 6: Tổng chi từ nguồn ngân sách nhà nước giai đoạn 2016 – 2023 (Tỷ VNĐ)



Nguồn: BSC Research tổng hợp, dự báo

Hình 7: Các vướng mắc về giải ngân đầu tư công đã được tháo gỡ

TT	Vướng mắc trong năm 2022	Tình trạng/Giải pháp tháo gỡ từ Chính Phủ	Nhận xét của BSC
1	Thiếu nguồn cung, đi kèm với giá nguyên vật liệu cao	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Giải pháp:</b> T6/2021, Chính phủ áp dụng “cơ chế đặc thù”, cho phép nâng UBND các tỉnh nâng công suất/hoặc phê duyệt các dự án khoáng sản để tăng nguồn cung nguyên vật liệu một số dự án cao tốc Bắc – Nam</li> <li><b>Tình trạng:</b> Giá nguyên vật liệu đã hạ nhiệt.</li> </ul>	Đã được giải quyết
2	Vướng mắc đền bù, GPMB	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Giải pháp:</b> Ban QLDA phối hợp UBND các tỉnh, Bộ TNMT, Bộ GTVT để đẩy mạnh đền bù GPMB.</li> <li><b>Tình trạng:</b> Các địa phương đã bàn giao dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2 đạt 76% mặt bằng tính tới năm 2022, và dự kiến đạt 100% vào Q2.2023.</li> </ul>	Đã được giải quyết
3	Khó khăn thủ tục chọn thầu	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Giải pháp:</b> Chính phủ tiến hành chỉ định thầu đối với 12/12 dự án thành phần, phân chia gói thầu thành 25 gói thành phần nhỏ, phù hợp năng lực triển khai, tài chính các nhà thầu</li> <li><b>Tình trạng:</b> 100% các dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2 đã có nhà thầu xây lắp.</li> </ul>	Đã được giải quyết

Nguồn: BSC Research tổng hợp

## 2. LCG sở hữu backlog các dự án hạ tầng lớn – ước tính 6,300 tỷ VNĐ, cao hơn 2-5 lần so với giai đoạn 2016 – 2020.

Tại T3.2023, BSC ước tính tổng giá trị backlog của LCG = 6,300 tỷ VNĐ. Trong đó, gói XL-02 Vũng Áng – Bùng và XL - 01 Nha Trang – Vân Phong có giá trị lớn nhất - chiếm 50% tổng giá trị backlog hiện tại của LCG. Chi tiết tiến độ dự án:

- **Vũng Áng – Bùng:** có quy mô = 1,275 tỷ VNĐ, đang bồi thường, GPMB và bắt đầu bàn giao từng đợt cho nhà thầu. Dự án dự kiến bàn giao 100% mặt bằng trước Quý 2.2023.
- **Nha Trang – Vân Phong:** có quy mô = 2,745 tỷ VNĐ, đang bồi thường, GPMB và bắt đầu bàn giao từng đợt cho nhà thầu.

Hình 8: Cập nhật tiến độ Backlog của LCG

TT	Dự án	Ngày công bố	Giá trị gói thầu tỷ VNĐ	Tỷ lệ tham gia LCG	Giá trị thầu LCG tỷ VNĐ	Thời gian	Tiến độ tại Quý 1.2023
I	<b>Các dự án chuyển tiếp – Giá trị HD chuyển tiếp = 1,900 tỷ VNĐ*</b>						
	Trong đó:						
1	Gói 10 - 500 Kv Vĩnh Yên	T5/2022	114	-	-	2022-2023	
2	Gói 10 - Trạm Biến áp Năm Căn Cà Mau	T6/2022	70	-	-	2022-2023	
3	Gói 10 – Trạm Biến áp KCN Phú Mỹ 3	24/2/2023	136	-	-	2022-2023	
4	Diễn Châu – Bãi Vọt	-	1,189	85%	1,011		Hoàn thành 25% khối lượng thi công cả dự án, chậm 4% so với tiến độ
5	XL2- Quốc lộ 45 – Nghi Sơn	-	-	-	536		Hoàn thành 62% khối lượng thi công các hạng mục cấp phối đá dăm, gia cố xi măng thuộc gói LCG, dự kiến sẽ trải xong trước tháng 8/2023
6	Floating Solar – Tài liệu ĐHĐCĐ 2022				598		
II	<b>Các dự án ký mới trong năm 2023</b>					<b>4,406</b>	
1	XL-02 Vũng Áng - Bùng	04/01/2023	5,098	25%	1,275	2023-2025	Đang bàn giao mặt bằng cho nhà thầu
2	XL-01 Nha Trang – Vân Phong	15/01/2023	4,700	58%	2,745	2023-2025	Đang bàn giao mặt bằng cho nhà thầu
3	XL- 22 – thuộc đường nối CTBN – Quốc Lộ 1 – Cà Ná	14/11/2022	239	100%	239	2023-2025	Đã khởi công
4	XL-10 Xây lắp trạm biến áp	24/2/2023	148	100%	148	2023	

Nguồn: BSC Research tổng hợp

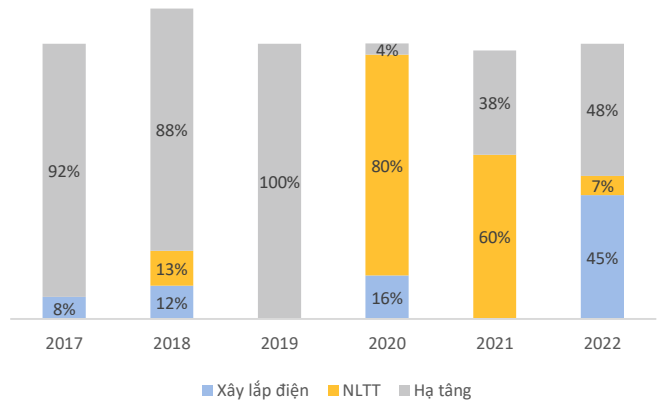
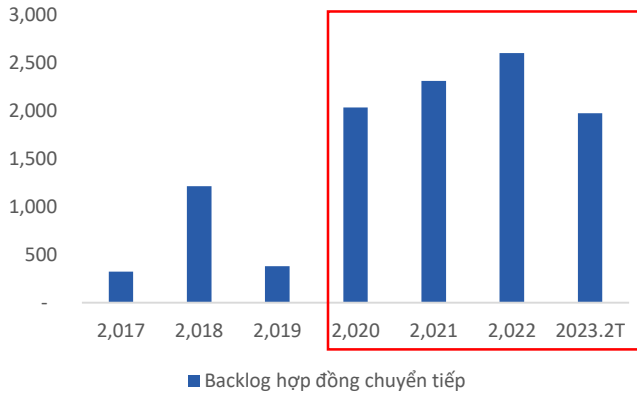
So sánh với giai đoạn 2016 – 2020, BSC nhận thấy:

1. **LCG hiện duy trì 6,300 tỷ VNĐ backlog, cao hơn 2-5 lần so với giai đoạn 2016 – 2020** (như 1,215 tỷ VNĐ (năm 2018), 381 tỷ VNĐ (năm 2019)). Nguyên nhân đến từ việc (1) Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công, (2) LCG tham gia thêm vào mảng Xây lắp điện, tạo ra thêm nguồn Backlog mới.

2. **Cơ cấu Backlog đang có sự chuyển dịch dần sang mảng Xây lắp điện & Năng lượng tái tạo.** Bằng chứng là tỷ trọng dự án năng lượng tái tạo trong doanh thu xây lắp của LCG ở mức 50-80% trong giai đoạn 2020 – 2022. Trong khi đó, Công ty gần như không ghi nhận dự án Xây lắp điện, Năng lượng tái tạo nào trong giai đoạn 2016 -2020. Sự chuyển dịch Backlog sang mảng Năng lượng tái tạo và Xây lắp điện sẽ giúp cho LCG có biên lợi nhuận tốt hơn.

Hình 9: Tổng giá trị Backlog của LCG tại T2.2023

Hình 10: Cơ cấu doanh thu xây lắp theo các mảng giai đoạn 2017 -2022



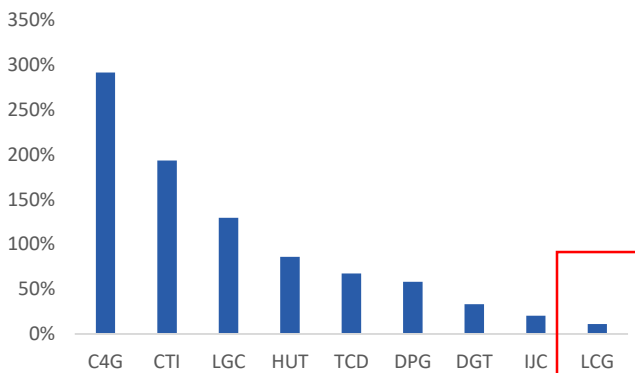
Nguồn: BSC Research tổng hợp

Ngoài ra, LCG cũng có kế hoạch tham gia đấu thầu tại một số dự án điện mặt trời nổi (ước tính giá trị các gói thầu >600 tỷ VNĐ - dựa trên Kế hoạch kinh doanh năm 2021). **BSC kỳ vọng LCG sẽ giành thêm các dự án hạ tầng/xây lắp điện trong thời gian tới nhờ:**

- Sở hữu năng lực tài chính tốt.** Tại 31/12/2022, tỷ lệ nợ vay/VCSH của LCG = 11%, ở mức thấp nhất trong các doanh nghiệp niêm yết mảng xây lắp. Công ty không còn các khoản nợ vay lớn liên quan đến các dự án đầu tư ngoài ngành như Bất động sản, Điện.
- Sở hữu năng lực thi công tốt,** đã được chứng minh qua nhiều dự án hạ tầng/ xây lắp điện trải dài khắp cả nước. BSC nhận thấy các dự án mà LCG triển khai luôn theo sát tiến độ, chẳng hạn dự như dự án xây lắp Quốc Lộ 45 – Nghi Sơn, cao tốc Vân Đồn – Tiên Yên; dự án điện
- Đội ngũ ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm trong lĩnh vực xây lắp.** Bằng chứng là trong giai đoạn 2016-2022, LCG từng trúng thầu nhiều dự án có quy mô lớn như Xây lắp: Hạ Long – Vân Đồn, Bắc Giang Lạng Sơn (2,030 tỷ VNĐ), Vân Đồn – Tiên Yên (603 tỷ VNĐ), nâng cấp quốc lộ 38 (1,700 tỷ VNĐ), Xây lắp điện: Điện gió Chợ Long, Lạc Hòa, Hòa Đông.

Hình 11: Tỷ lệ nợ vay/VCSH các doanh nghiệp niêm yết xây lắp

Hình 12: LCG có kinh nghiệm xây lắp các dự án hạ tầng giao thông



TT	Dự án	Giá trị gói thầu của LCG (tỷ VNĐ)	Giai đoạn
1	Cao tốc Vân Đồn – Tiên Yên	603	2021-2022
2	Cắm Đỉnh – Hiệp Thuận	267	2020-2021
3	Bắc Giang – Lạng Sơn	2,030	2017-2019
4	Hạ Long – Vân Đồn		2015-2018
5	Đường băng sân bay Nội Bài	-	2019
6	Nâng cấp Quốc lộ 38	1,700	2017

Nguồn: BSC Research tổng hợp

### III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Với (1) việc sở hữu BackLog lớn (6,300 tỷ VNĐ), (2) Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công như kể trên, BSC kỳ vọng KQKD của LCG sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trở lại trong năm 2023. **Trong năm 2023, BSC dự báo LCG ghi nhận DTT = 3,240 tỷ VNĐ (+221% yoy), NPATMI = 167 tỷ VNĐ (-14% yoy),** tương đương EPS FWD 2023 = 876 VNĐ/CP, P/E FWD 2023 = 14.6, P/B FWD 2023 = 0.9x. So sánh với HĐKD cốt lõi -10 tỷ VNĐ trong năm 2022, thì KQKD năm 2023 phục hồi mạnh mẽ nhờ triển khai các dự án đầu tư công.

Chi tiết các giả định chính như sau:

- **Doanh thu mảng xây lắp = 3,100 tỷ VNĐ (+235% yoy)**, với giả định sau: **(1)** doanh thu chuyển tiếp từ các dự án hạ tầng và công ty thành viên sang năm 2022 = 360 tỷ VNĐ, **(2)** doanh thu thực hiện mới trong năm 2023 = 2,600 tỷ VNĐ (tương đương 45% tổng giá trị backlog hiện tại của LCG). Trong đó, BSC kỳ vọng LCG sẽ ghi nhận doanh thu thực hiện mới từ các dự án Diễn Châu Bãi Vọt (700 tỷ VNĐ), Quốc Lộ 45 – Nghi Sơn (360 tỷ VNĐ), và dự án Vũng Áng – Bùng và Nha Trang – Vân Phong và dự án khác (1,400 tỷ VNĐ), các dự án xây lắp điện/trạm biến áp (210 tỷ VNĐ).
- **Doanh thu mảng Bất động sản = 110 tỷ VNĐ**, nhờ ghi nhận nốt từ các dự án cũ.
- **Biên lợi nhuận giả định = 9.1%**. Trong đó, biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp = 7.6%, giảm 5.3 điểm % so với năm 2022 do các dự án Bắc – Nam LCG tham gia dưới hình thức chỉ định thầu, có biên lợi nhuận gộp thấp hơn. Biên lợi nhuận gộp mảng bất động sản = 50% tương đương với Quý 1.2023.

Dự báo doanh thu/NPAT của BSC cao hơn lần lượt 14% và 12% so với kế hoạch Ban lãnh đạo LCG đưa ra. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc BSC kỳ vọng các dự án trúng thầu của LCG sẽ triển khai nhanh hơn trong bối cảnh Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công. Trong năm 2023, LCG đặt kế hoạch doanh thu = 2,850 tỷ VNĐ (+182% yoy), NPATMI = 150 tỷ VNĐ (-22% yoy).

Hình 13: Dự báo doanh thu ghi nhận của LCG trong năm 2023

TT	Dự án	2022	2023	2024	2025	Tiến độ tại T12.2023	Tiến độ kỳ vọng đến hết năm 2023	Doanh thu dự báo ghi nhận năm 2023 của BSC
1	Diễn Châu – Bãi Vọt					15.3%	65-70%	700
2	XL2- Quốc lộ 45 – Nghi Sơn					55%	100%	360
3	XL-02 Vũng Áng - Bùng					0%	35%	440
4	XL-01 Nha Trang – Vân Phong					0%	35%	960
5	XL- 22 – đường nối CTBN –Cà Ná					0%	30%	72
6	XL-10 Xây lắp trạm biến áp							
7	Floating Solar							
8	Dự án xây lắp điện/trạm biến áp					-	-	210*
9	Dự án chuyển tiếp tại công ty con							360

Chú thích\*: BSC kỳ vọng doanh thu xây lắp điện = 210 tỷ VNĐ (-50% yoy) nhờ triển khai các dự án xây lắp trạm biến áp trúng thầu vào cuối năm 2022.

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình 14: Dự báo Kết quả kinh doanh năm 2023

KQKD	2019	2020	2021	2022	2023F	% YoY 2023
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2,536</b>	<b>3,536</b>	<b>1,803</b>	<b>1,009</b>	<b>3,240</b>	<b>221%</b>
Xây lắp	2,006	3,376	1,297	925	3,100	235%
BĐS	485	98	348	-	110	
Điện & khác	46	63	158	84	30	-64%
<b>Lãi gộp</b>	<b>460</b>	<b>305</b>	<b>429</b>	<b>127</b>	<b>295</b>	<b>132%</b>
Xây lắp	121	207	155	119	236	98%
BĐS	321	66	208	-	55	
Điện & khác	18	33	66	8	5	-45%
Thu nhập tài chính	48	346	15	270	77	-72%
Chi phí tài chính	(116)	(114)	(107)	(69)	(82)	19%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(79)	(105)	(106)	(69)	(82)	19%
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	(9)	2	(0)	-	-	
Chi phí BH	(52)	(8)	(17)	-	-	
Chi phí QLDN	(74)	(160)	(84)	(71)	(71)	0%
Lãi từ HĐKD	258	372	236	257	219	-15%
Thu nhập khác, ròng	(2)	1	(9)	(8)	(8)	0%
<b>LNTT</b>	<b>256</b>	<b>373</b>	<b>227</b>	<b>249</b>	<b>210</b>	<b>-15%</b>
Thuế TNDN	(62)	(61)	(47)	(54)	(42)	-21%
<b>LNST</b>	<b>194</b>	<b>312</b>	<b>181</b>	<b>195</b>	<b>168</b>	<b>-14%</b>
Lợi ích CĐKKS	3	1	(1)	2	2	-14%
<b>LNST Công ty mẹ</b>	<b>191</b>	<b>311</b>	<b>182</b>	<b>193</b>	<b>167</b>	<b>-14%</b>
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>18.1%</b>	<b>8.6%</b>	<b>23.8%</b>	<b>12.6%</b>	<b>9.1%</b>	<b>-3.5%</b>
Xây lắp	6.1%	6.1%	11.9%	12.9%	7.6%	
BĐS	66.2%	67.2%	59.7%		50.0%	
Điện & khác	39.3%	51.8%	42.1%	9.7%	15.0%	
<b>Biên lợi nhuận ròng</b>	<b>7.6%</b>	<b>8.8%</b>	<b>10.0%</b>	<b>19.3%</b>	<b>5.2%</b>	<b>-14.1%</b>

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 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 2023 là **15,500 VNĐ/CP** (Upside **21%** so với giá đóng cửa ngày 22/05/2023), theo phương pháp định giá từng phần với P/E mục tiêu cho mảng Xây lắp = 11.5x, 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 = 11.5x, thấp hơn 8% 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; tuy nhiên, cao hơn so với lịch sử định giá của LCG trong giai đoạn 2018 – 2020 để phản ánh quy mô doanh thu và Backlog cao hơn gấp 2-5 lần so với quá khứ. LCG hiện tại đang giao dịch tại mức định giá P/B <1.

Hình 15: Định giá cổ phiếu

Phương pháp	Giá trị các mảng HĐKD (tỷ VNĐ)
<b>Xây lắp – Phương pháp PE</b>	<b>1,987</b>
EPS FW 2023	871
P/E mục tiêu	11.5x
<b>Bất động sản (Giá trị sổ sách)</b>	<b>191</b>
<b>Công ty liên kết như BOT, Điện (Giá trị sổ sách)</b>	<b>734</b>
<b>Chi phí sản xuất kinh doanh dở dang (Giá trị sổ sách)</b>	<b>147</b>
<b>Tiền và tương đương tiền</b>	<b>77</b>
(-) Nợ dài hạn đầu tư các dự án điện	(73)
(-) Lợi ích cổ đông không kiểm soát	(58)
<b>Tổng hợp định giá (VNĐ/CP)</b>	<b>15,500</b>

Nguồn: BSC Research tổng hợp

**Định giá trung bình của các doanh nghiệp xây lắp P/E 5 năm = 12.4x**

Doanh nghiệp	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	P/B Trailing	P/B 5 năm	P/E Trailing	P/E 5 năm	ROE (%)	ROA (%)
<b>LCG VN</b>	2,361	0.9	1.0	12.4	12.5	7.6	3.5
<b>DPG VN</b>	1,833	1.1	2.3	9.3	4.8	25.2	6.3
<b>CTI VN</b>	712	0.6	0.9		8.1	8.1	1.9
<b>C4G VN</b>	2,887	1.1	1.1	17.2	15.0	8.2	1.9
<b>DGT VN</b>	600	0.6	60.4		9.7	5.9	1.5
<b>Giá trị trung vị</b>		<b>0.9</b>	<b>1.1</b>	<b>12.4</b>	<b>9.7</b>	<b>8.1</b>	<b>1.9</b>

Nguồn: BSC Research tổng hợp từ Bloomberg

Định giá PE của LCG



## PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ VND)	2020	2021	2022	2023F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3,536</b>	<b>1,803</b>	<b>1,009</b>	<b>3,240</b>
Giá vốn hàng bán	(3,231)	(1,374)	(882)	(2,945)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>305</b>	<b>429</b>	<b>127</b>	<b>295</b>
Thu nhập tài chính	346	15	270	77
Chi phí tài chính	(114)	(107)	(69)	(82)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(105)	(106)	(69)	(82)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	2	(0)	-	-
Chi phí BH	(8)	(17)	-	-
Chi phí QLDN	(160)	(84)	(71)	(71)
Lãi từ HĐKD	372	236	257	219
Thu nhập khác, ròng	1	(9)	(8)	(8)
<b>LNTT</b>	<b>373</b>	<b>227</b>	<b>249</b>	<b>210</b>
Thuế TNDN	(61)	(47)	(54)	(42)
<b>LNST</b>	<b>312</b>	<b>181</b>	<b>195</b>	<b>168</b>
Lợi ích CĐKKS	1	(1)	2	2
<b>LNST Công ty mẹ</b>	<b>311</b>	<b>182</b>	<b>193</b>	<b>167</b>
EPS	2,430	1,054	1,008	871

LCTT (Tỷ VND)	2020	2021	2022	2023F
<b>(Lỗ)/LNTT</b>	<b>373</b>	<b>227</b>	<b>249</b>	<b>210</b>
Khấu hao và phân bổ	106	139	93	12
Thay đổi vốn lưu động	(9)	(15)	(830)	(814)
Điều chỉnh khác	15	(32)	(334)	(42)
<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>485</b>	<b>319</b>	<b>(822)</b>	<b>(633)</b>
Tiền chi mua TSCĐ	(444)	(1)	(7)	(5)
Đầu tư khác	(56)	(225)	450	(0)
<b>LCTT từ HĐĐT</b>	<b>(500)</b>	<b>(226)</b>	<b>443</b>	<b>(5)</b>
Tiền chi trả cổ tức	-	(81)	(0)	(0)
Tiền từ vay ròng	196	(478)	216	677
Tiền thu khác	0	479	1	-
<b>LCTT từ HĐTC</b>	<b>196</b>	<b>(79)</b>	<b>218</b>	<b>677</b>
<b>Dòng tiền đầu kỳ</b>	<b>61</b>	<b>242</b>	<b>256</b>	<b>95</b>
Tiền trong kì	181	14	(161)	39
<b>Dòng tiền cuối kỳ</b>	<b>242</b>	<b>256</b>	<b>95</b>	<b>134</b>

CĐKT (Tỷ VND)	2020	2021	2022	2023F
<b>Tiền và tương đương tiền</b>	<b>242</b>	<b>256</b>	<b>95</b>	<b>134</b>
Đầu tư ngắn hạn	39	259	52	54
Phải thu ngắn hạn	3,043	2,199	2,352	5,670
Hàng tồn kho	574	837	1,154	1,177
TS ngắn hạn khác	83	117	142	455
<b>TS ngắn hạn</b>	<b>3,981</b>	<b>3,668</b>	<b>3,794</b>	<b>7,490</b>
Phải thu dài hạn	6	36	38	124
TSCĐ nguyên giá	1,569	1,666	687	692
Khấu hao	(286)	(418)	(416)	(429)
TSĐT nguyên giá	-	-	-	-
Khấu hao	-	-	-	-
TS dở dang dài hạn	77	74	77	77
ĐT dài hạn	704	703	734	732
TS dài hạn khác	81	76	33	105
<b>TS dài hạn</b>	<b>2,152</b>	<b>2,137</b>	<b>1,154</b>	<b>1,302</b>
<b>Tổng TS</b>	<b>6,132</b>	<b>5,805</b>	<b>4,948</b>	<b>8,792</b>
Nợ phải trả	2,825	2,336	1,826	4,915
Vay ngắn hạn	622	229	358	1,084
<b>Tổng Nợ ngắn hạn</b>	<b>3,447</b>	<b>2,564</b>	<b>2,185</b>	<b>5,999</b>
Vay dài hạn	732	743	73	25
Nợ dài hạn khác	107	108	110	20
<b>Tổng Nợ dài hạn</b>	<b>839</b>	<b>851</b>	<b>183</b>	<b>45</b>
<b>Tổng Nợ phải trả</b>	<b>4,286</b>	<b>3,416</b>	<b>2,368</b>	<b>6,044</b>
Vốn góp	1,172	1,744	1,916	1,916
Thặng dư vốn	94	94	94	94
Vốn chủ khác	100	100	100	100
Lãi chưa phân phối	416	391	411	578
Lợi ích CĐTS	63	60	58	60
<b>Tổng VCSH</b>	<b>1,846</b>	<b>2,389</b>	<b>2,580</b>	<b>2,749</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>6,132</b>	<b>5,805</b>	<b>4,948</b>	<b>8,792</b>

Chỉ số	2020	2021	2022	2023F
<b>Khả năng thanh toán</b>				
H số TT ngắn hạn	1.2	1.4	1.7	1.2
H số TT nhanh	1.0	1.1	1.1	1.0
<b>Cơ cấu vốn</b>				
H số Nợ/TTS	70%	59%	48%	69%
H số Nợ/VCSH	232%	143%	92%	220%
<b>Năng lực hoạt động</b>				
Số ngày HTK	65	222	478	146
Số ngày phải thu ngắn hạn	314	445	851	639
<b>Tỉ suất lợi nhuận</b>				
Lợi nhuận gộp	9%	24%	12.6%	9.1%
Lợi nhuận LNST	9%	10%	19%	5%
ROE	17%	8%	7%	6%
ROA	5%	3%	4%	2%
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng DTT	39%	-49%	-44%	221%
Tăng trưởng EBIT	43%	-30%	-5%	-8%
Tăng trưởng LNNT	46%	-39%	9%	-15%
Tăng trưởng EPS	45%	-57%	-4%	-14%
SLCP lưu hành (triệu)	103	115	172	192

## 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 10&11 Tháp BIDV

35 Hàng Vôi, 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>**

