

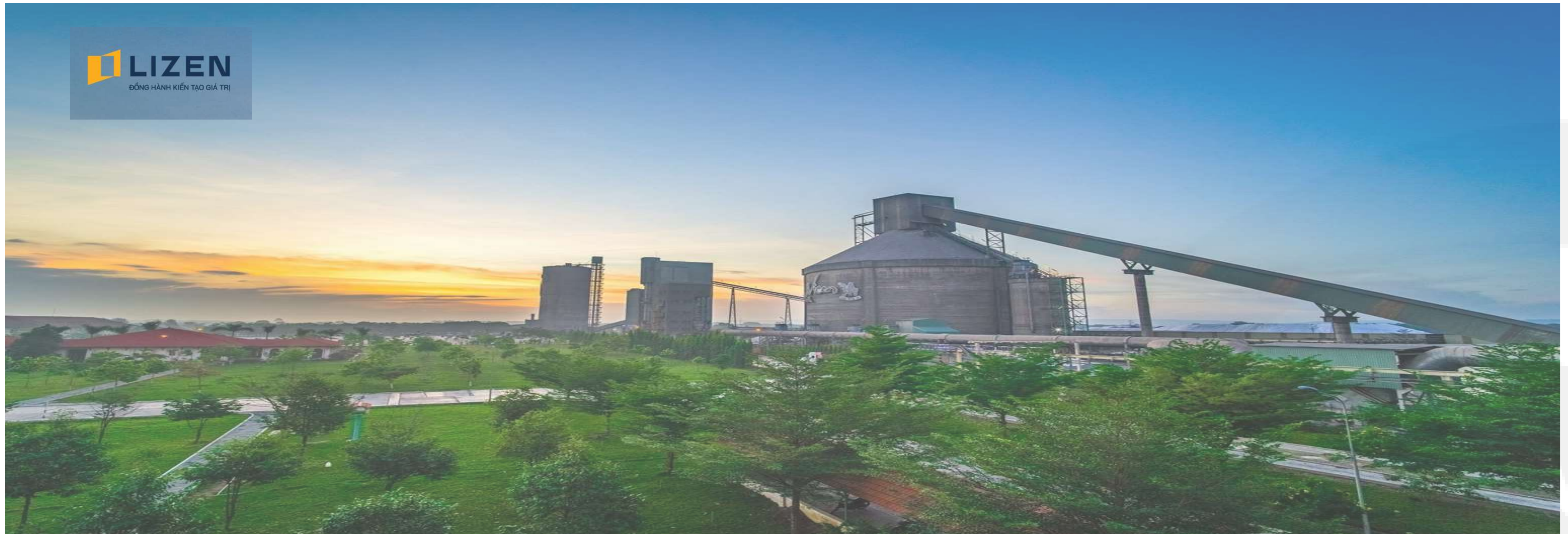
BÁO CÁO KHUYẾN NGHỊ

LCG - CÔNG TY CỔ PHẦN LIZEN

HOSE: LCG

Khuyến nghị cập nhật: 10/2

Giá mục tiêu: 18.530 VNĐ/CP



Công ty Cổ Phần LIZEN

1. Vị thế doanh nghiệp

- ❖ Công ty Cổ phần Lizen (LCG) tiền thân là Công ty Xây dựng 16 được thành lập năm 2001. Công ty được cổ phần hóa năm 2006. Hai lĩnh vực hoạt động kinh doanh chính là xây dựng công trình và kinh doanh bất động sản. Hoạt động xây dựng công trình đóng vai trò chủ yếu trong những năm gần đây trong khi doanh thu từ hoạt động đầu tư bất động sản giảm dần. Là doanh nghiệp có kinh nghiệm lâu năm trong hoạt động xây dựng đặc biệt là xây dựng khu công nghiệp, công trình thủy điện, đường dây tải điện. Công ty có lợi thế là sở hữu xưởng bê tông đầm lăn (RCC) có công nghệ hiện đại nhất Việt Nam nhập khẩu từ Châu Âu và Mỹ.. Bên cạnh đó, công ty sở hữu khoảng 300 ha đất tại huyện Nhơn Trạch, tỉnh Đồng Nai là khu vực trọng điểm trong quy hoạch phát triển kinh tế Đồng Nai và cả khu vực phía Nam.

❖ Lĩnh vực kinh doanh chính:

Hạ tầng giao thông



Bất động sản



Hạ tầng dân dụng – công nghiệp và năng lượng tái tạo



Công ty Cổ phần LIZEN

2. Ban lãnh đạo



Ông Bùi Dương Hùng
Chủ tịch HĐQT

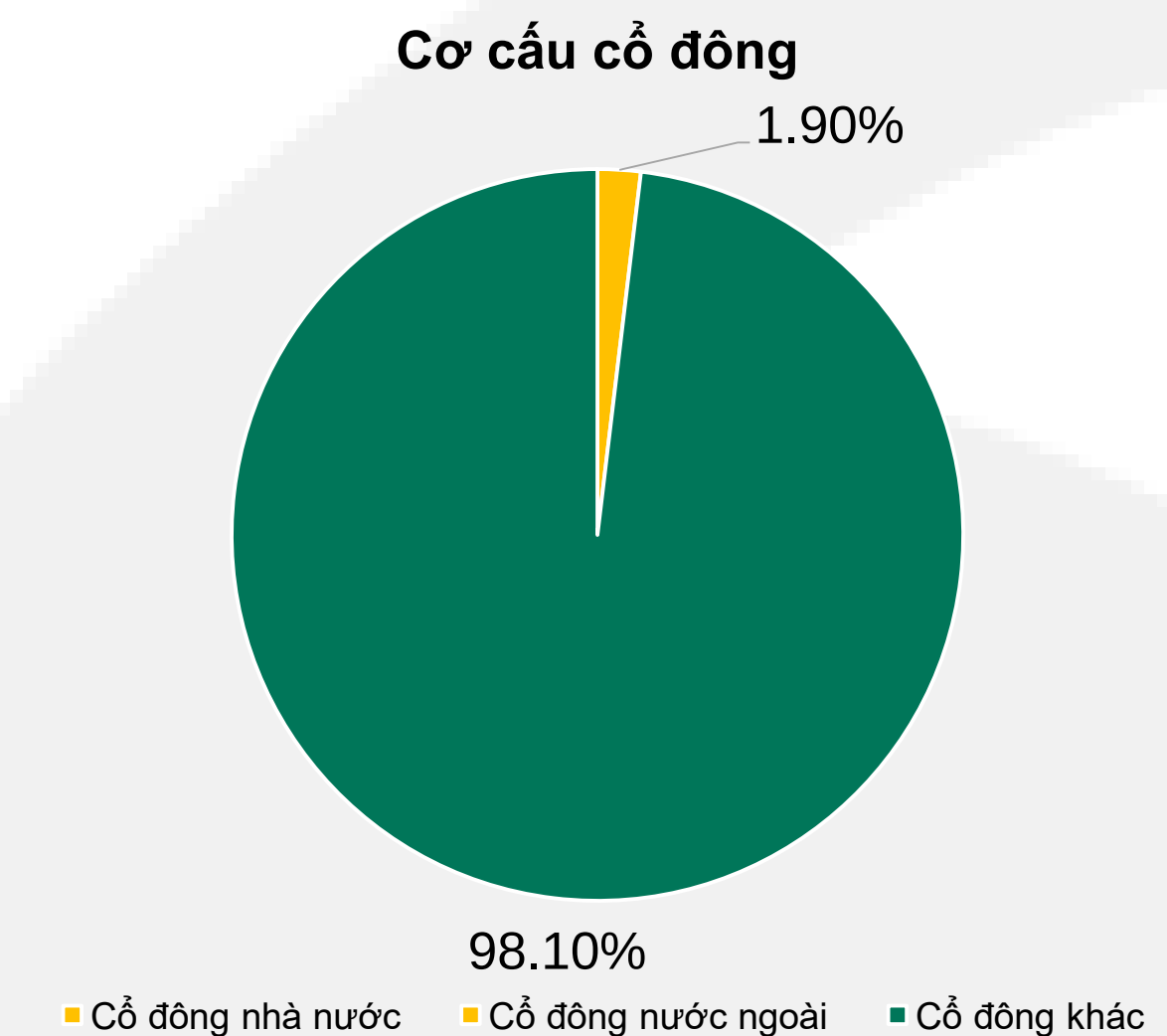
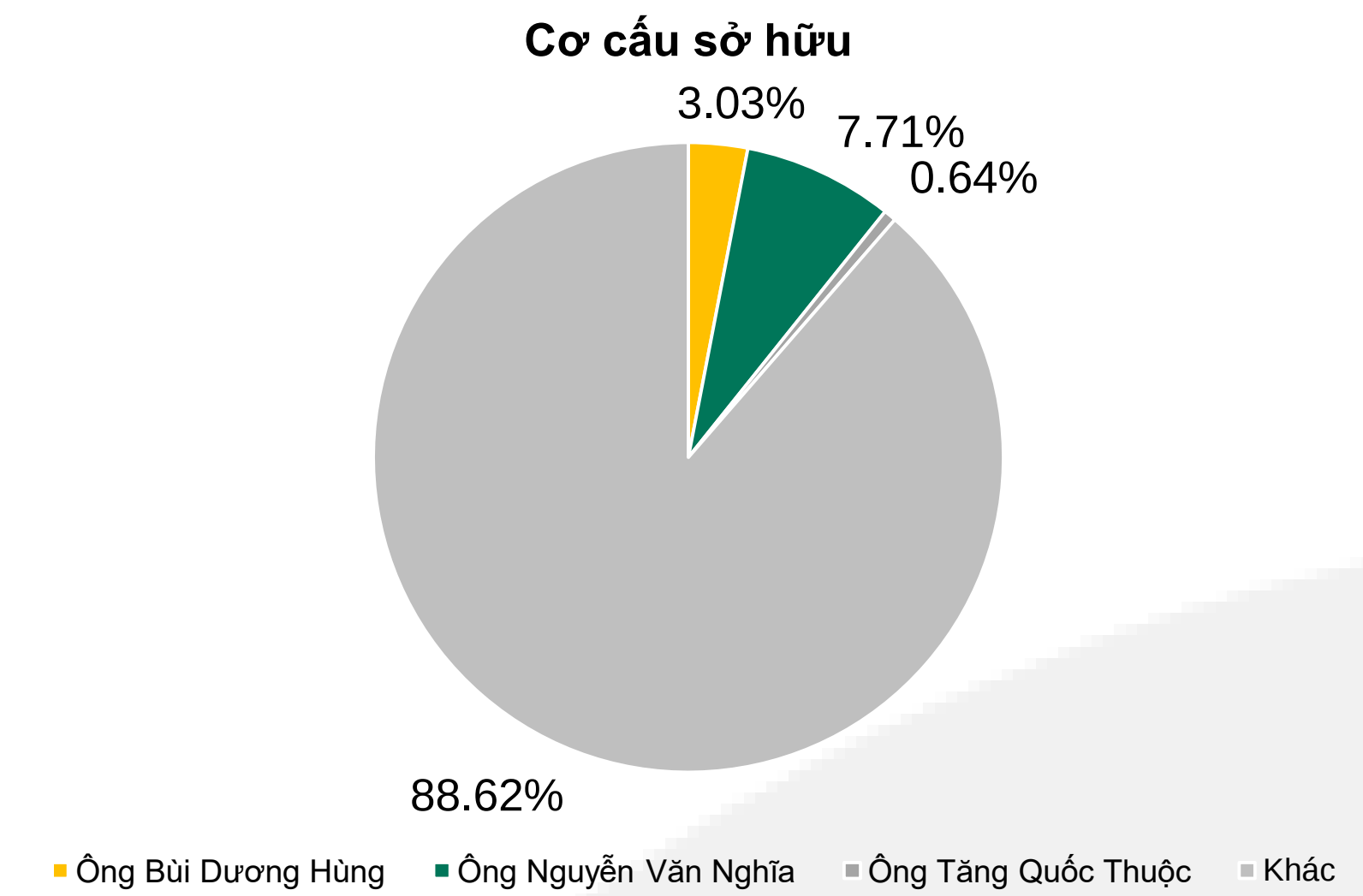


Ông Tăng Quốc Thuộc
Phó Chủ tịch HĐQT

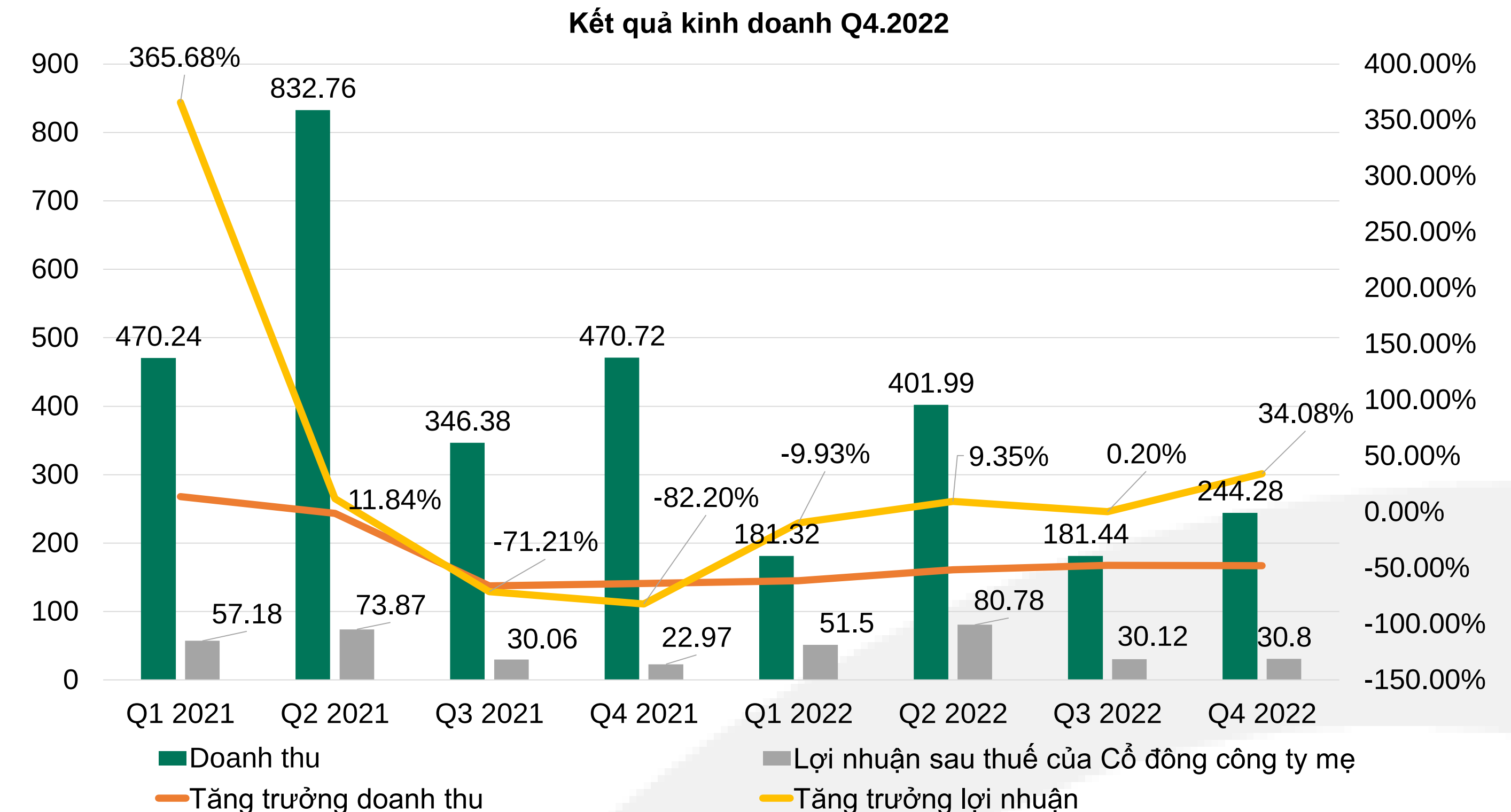
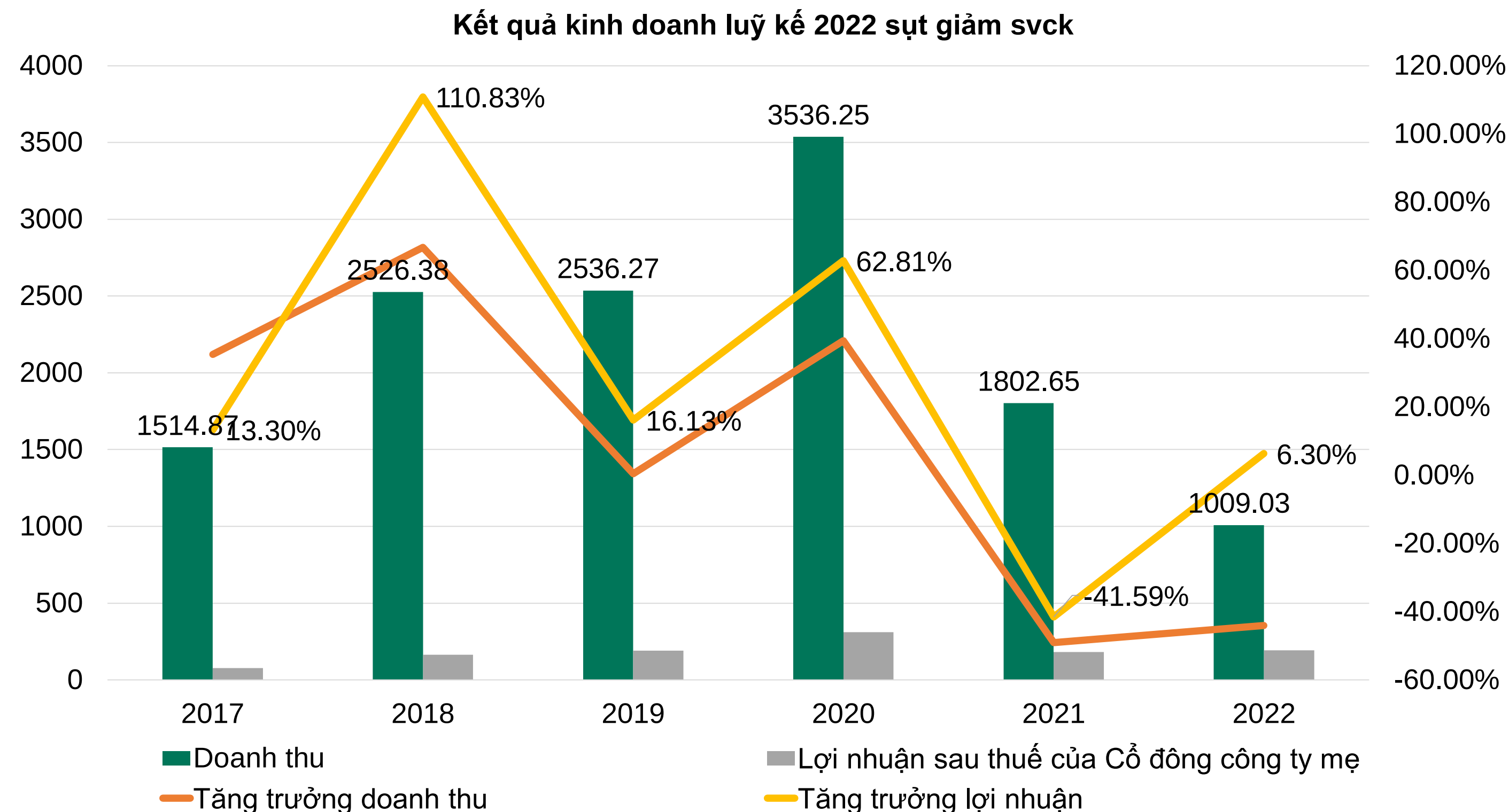


Ông Cao Ngọc Phương
Tổng Giám đốc

❖ Cơ cấu sở hữu:

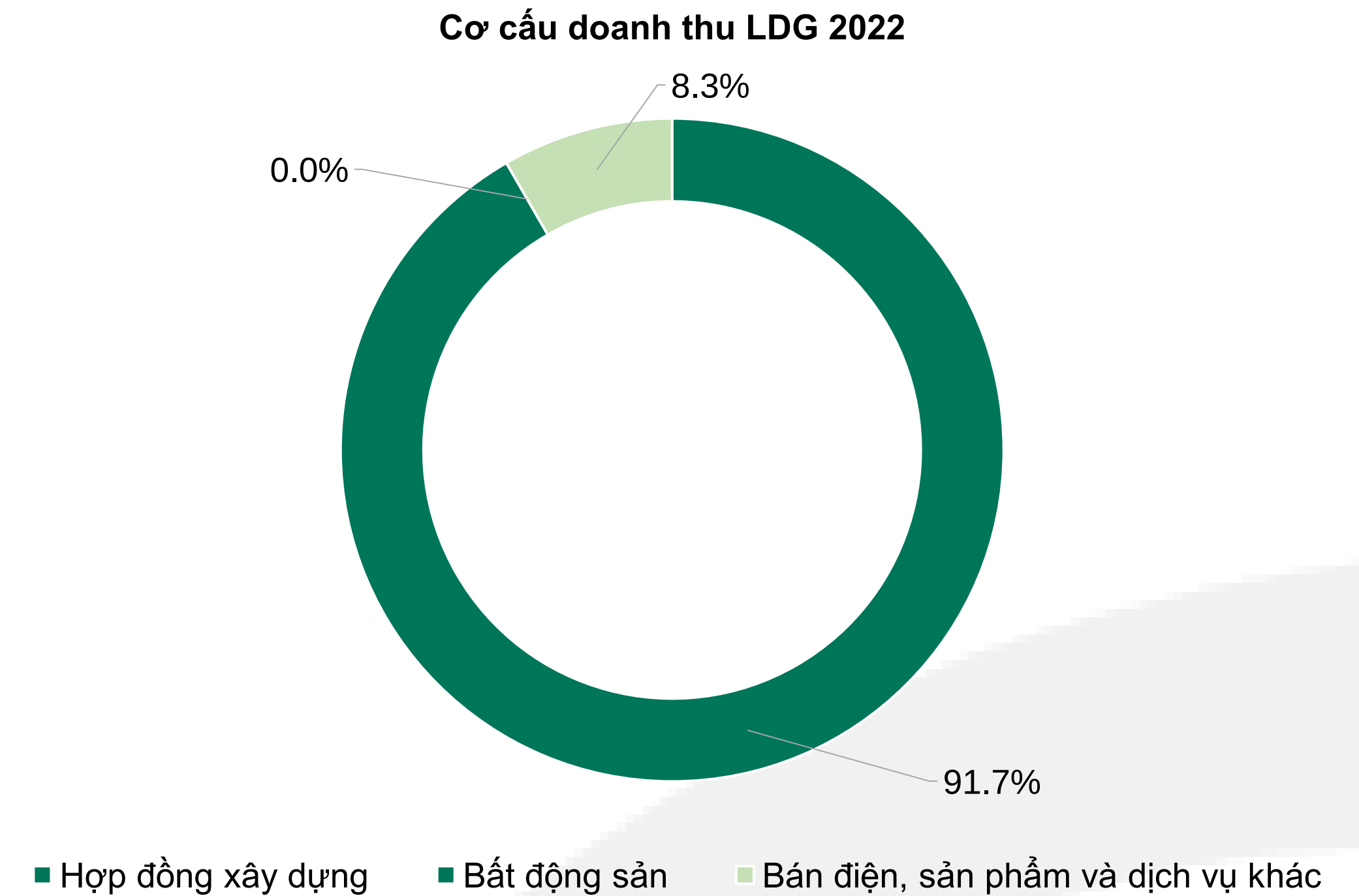
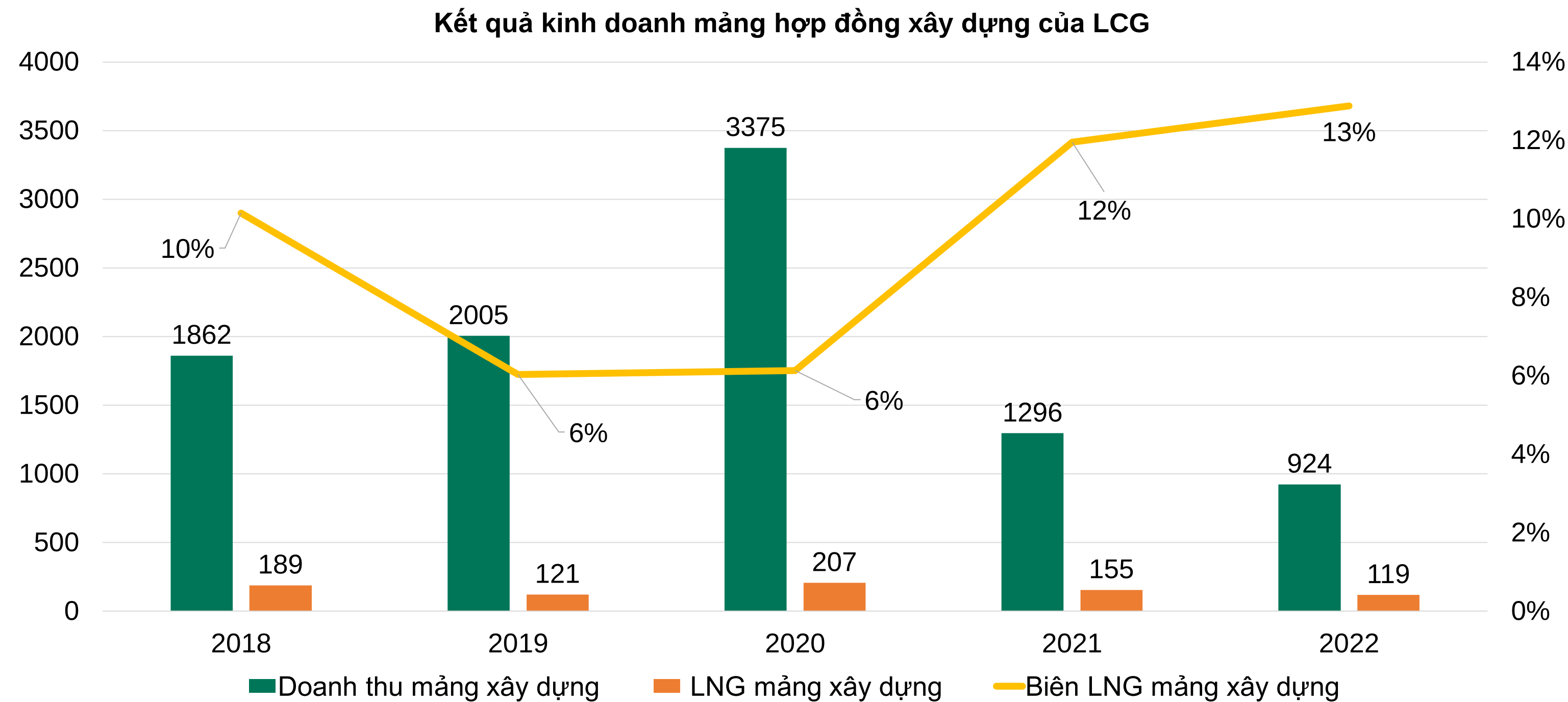


Tình hình kinh doanh và luận điểm đầu tư



- ❖ Lũy kế trong năm 2022, Lizen ghi nhận doanh thu đạt 1.009,03 tỷ đồng, giảm 44% so với cùng kỳ và lợi nhuận sau thuế ghi nhận 194,94 tỷ đồng, tăng 7,8% so với cùng kỳ. hoạt động kinh doanh cốt lõi ghi nhận lỗ 13,35 tỷ đồng so với cùng kỳ lãi 220,76 tỷ đồng, tức giảm 234,11 tỷ đồng. Công ty thoát lỗ nhờ ghi nhận doanh thu tài chính tăng 16,42 lần so với cùng kỳ, tương ứng tăng thêm 254,47 tỷ đồng lên 269,96 tỷ đồng. Kết quả này nhờ vào chuyển nhượng khoản đầu tư.
- ❖ Theo BCTC hợp nhất quý 4/2022 của CTCP Lizen ([HOSE: LCG](#)), trong kỳ Công ty ghi nhận doanh thu và lợi nhuận đều tăng trưởng so với cùng kỳ năm trước đó, kết quả này một phần nhờ vào hoạt động chuyển nhượng vốn công ty thành viên. Doanh thu hợp nhất trong quý 4 đạt hơn 244 tỷ đồng, tăng 59%. Tuy nhiên giá vốn hàng bán tăng mạnh đến hơn 180%, khiến lợi nhuận gộp giảm 63% còn khoảng hơn 28 tỷ đồng.

A. Mạng Xây dựng: Đóng góp chính vào tổng doanh thu LCG



- ❖ Phần lớn doanh thu của LICOZEN đến từ doanh thu **hợp đồng xây dựng (chiếm 91,7% doanh thu năm 2022)**, tuy nhiên năm 2022, doanh thu hợp đồng xây dựng **giảm 28,7%** so với cùng kỳ, tương ứng giảm 371,6 tỷ đồng về 924,9 tỷ đồng. Mức lợi nhuận gộp của hợp đồng xây dựng **ghi nhận 119 tỷ đồng tương đương** với mức biên LNG đối với mảng này đạt 13%.
- Xét với các doanh nghiệp cùng ngành, biên LNG mạng xây dựng của **LCG ở mức cao**, tuy nhiên doanh nghiệp sẽ phải đối mặt với **rủi ro về khoản phải thu cũng như nợ vay lớn**.

A. Mạng Xây dựng: Cú hích lớn đến từ Cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2

Backlog dự án xây dựng của LCG 2022-2023

Dự án	Giá trị (tỷ đồng)
CT Bắc Giang-Lạng Sơn	190,7
Cao tốc Hữu Nghị-Chi Lăng	35,0
Sông Hậu Đức Hoà	33,5
Cao tốc Vân Đồn-Tiên Yên	92,6
Gói thầu XL02 - Cao tốc QL45-Nghi Sơn	84,7
Điện gió Chợ Long	37,6
Sân bay Long Thành	13,0
Dự án KDL Đồi Hòn Rơm	27,3
Khác	469,3
Gói thầu XL01 - Cao tốc Vũng Áng-Bùnh	1931,0
Gói thầu XL02 - Cao tốc Vân Phong-Nha Trang	1350,0

- ❖ Chúng tôi cho rằng Cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2 sẽ là cú hích lớn đối với kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng hàng đầu. So với đợt chỉ định thầu đầu tiên trong ngày 25/12/2022, chúng tôi nhận thấy nhiều doanh nghiệp có giá trị backlog lớn hơn đáng kể tại đợt công bố ngày hôm nay, tiêu biểu như TTL, CC1 và LCG. LCG là doanh nghiệp niêm yết nhận được tổng giá trị backlog từ Cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2 đạt 3.281 tỷ đồng và có tỷ lệ tổng giá trị backlog/ trung bình doanh thu mảng xây lắp 2 năm gần nhất là 2,5 lần.

Mã chứng khoán	Giá trị backlog (tỷ đồng)		Tổng giá trị backlog (tỷ đồng)	Ước tính tỉ lệ Tổng giá trị Backlog/trung bình doanh thu mảng xây lắp 2 năm gần nhất (lần)
	Công bố ngày 25/12/2022	Công bố ngày 10/01/2023		
VCG	3.506	1.600	6.419	1,8
CC1	1.434	3.531	4.965	1,5
C4G	2.060	2.000	4.060	2,8
TTL	-	3.756	3.756	3,2
LCG	1.350	1.931	3.281	2,5
G36	2.356	-	2.356	2,5
HHV	494	975	1.469	2,7
SDT	-	775	775	0,8

Đầu tư công sẽ là điểm sáng trong năm 2023

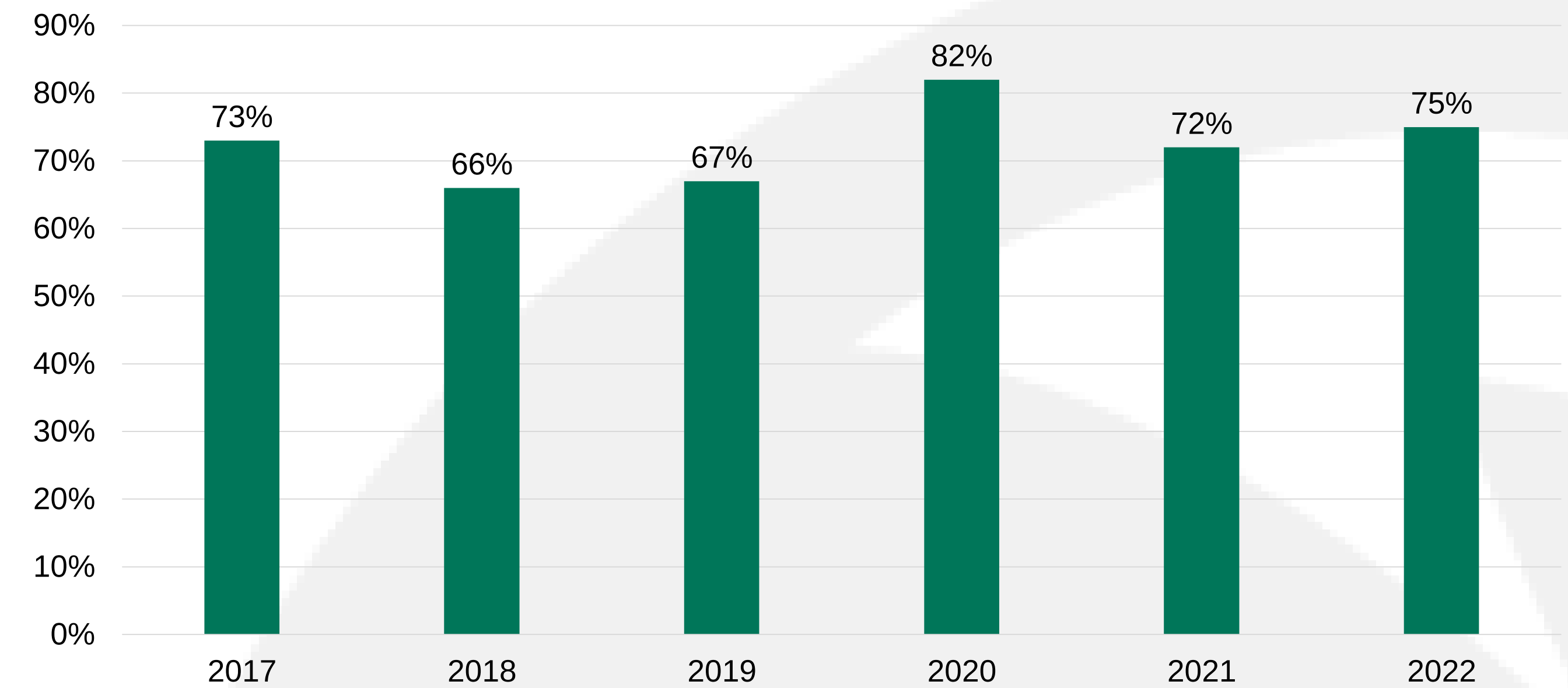
- ❖ Theo ước tính, **giải ngân vốn đầu tư công trong năm 2023 sẽ tăng trưởng 20-25% svck**. Chúng tôi đánh giá cao triển vọng phát triển cơ sở hạ tầng trong năm tới khi các vấn đề về thiếu hụt nguồn cung đá, cát và giá vật liệu xây dựng cao hầu như đã được giải quyết. Một số doanh nghiệp trong mảng hạ tầng được kỳ vọng hưởng lợi từ làn sóng đầu tư công có thể kể đến như C4G, DPG, FCN, HHV, VCG, **LCG (Gói thầu XL02- Cao tốc QL45-Nghi Sơn)**.

Bảng 1: Tiến độ Cao tốc Bắc-Nam Giai đoạn 1

Dự án thành phần	2022	2023	2024
Cao Bồ-Mai Sơn			
Cam Lộ-La Sơn			
Cầu Mỹ Thuận 2			
Diễn Châu-Bãi Vọt			
Nha Trang-Cam Lâm			
Cam Lâm-Vĩnh Hảo			
Mai Sơn-QL 45			
Vĩnh Hảo-Phan Thiết			
Phan Thiết-Dầu Giây			
QL 45-Nghi Sơn			
Nghi Sơn-Diễn Châu			
Mỹ Thuận-Cần Thơ			

- ❖ **Lĩnh vực hạ tầng sẽ được ưu tiên với dòng vốn đầu tư từ Chính phủ xuyên suốt giai đoạn 2023- 2025** Nghị quyết Đại hội Đảng lần thứ XIII đặt mục tiêu đến năm 2025 cả nước đạt 3.000 km đường cao tốc và 5.000 km vào năm 2030. Hệ thống đường bộ, đường cao tốc, sân bay, cảng biển...v.v. sẽ đón nhận dòng vốn đổ vào với mức lớn nhất từ trước đến nay. Theo báo cáo từ Bộ Tài chính, tổng số vốn đầu tư công thuộc nguồn vốn ngân sách nhà nước năm 2023 đến nay đã phân bổ được trên 638.613 tỷ đồng, đạt 90,32% kế hoạch vốn Thủ tướng Chính phủ giao (trên 707.044 tỷ đồng).

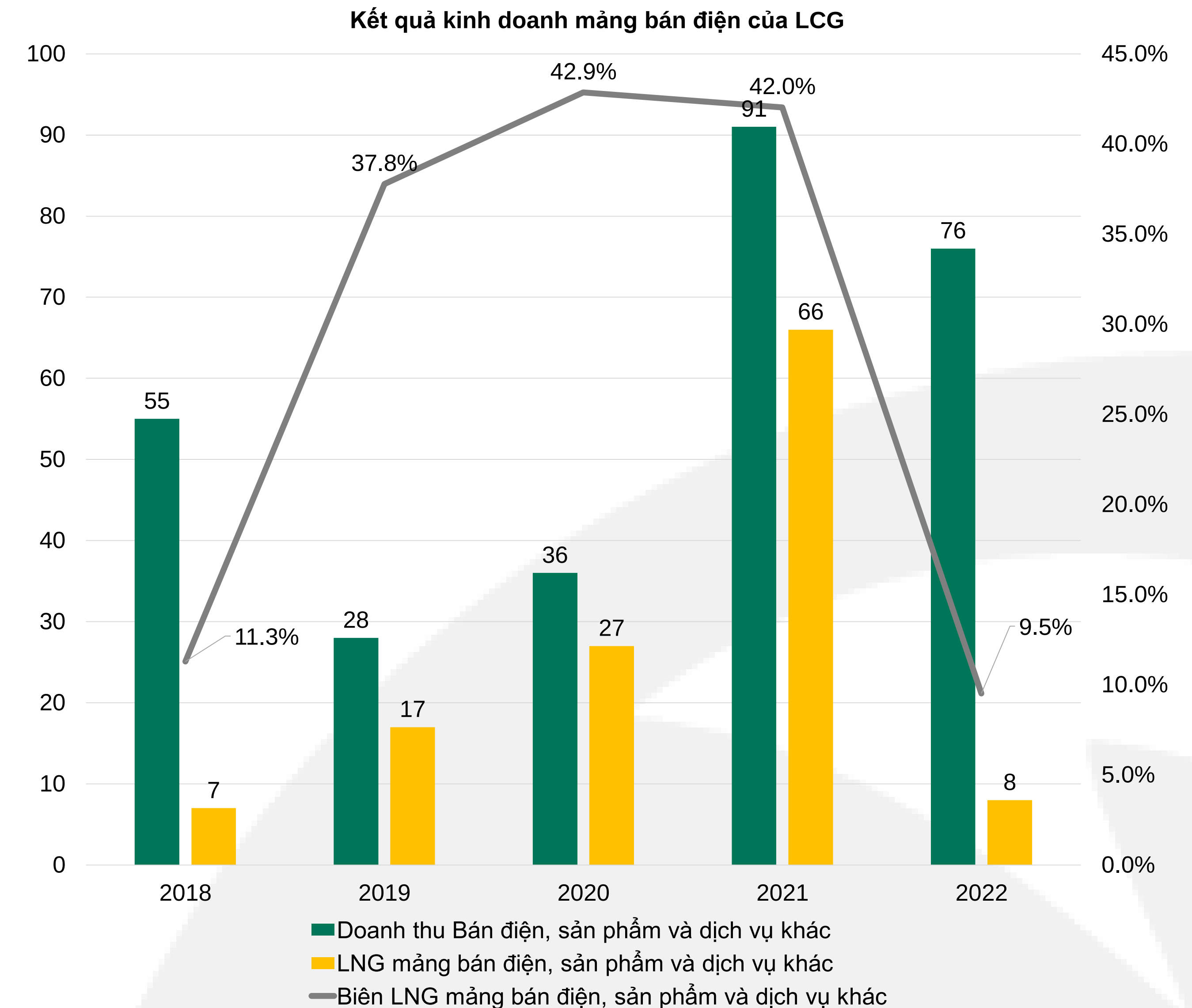
Giải ngân vốn đầu tư công qua các năm



B. Mạng điện: KQKD lũy kế 2022 ghi nhận sự sụt giảm

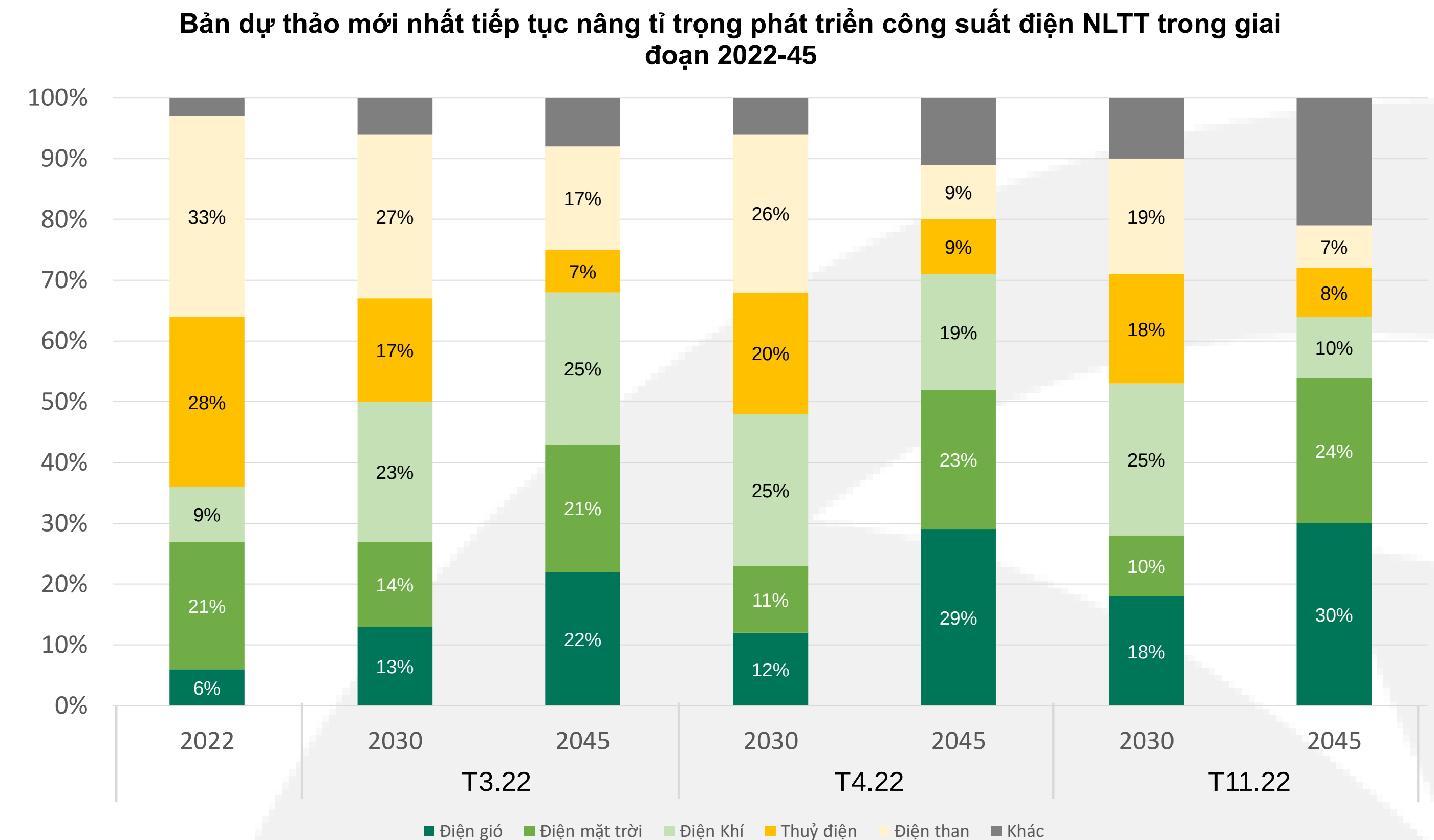
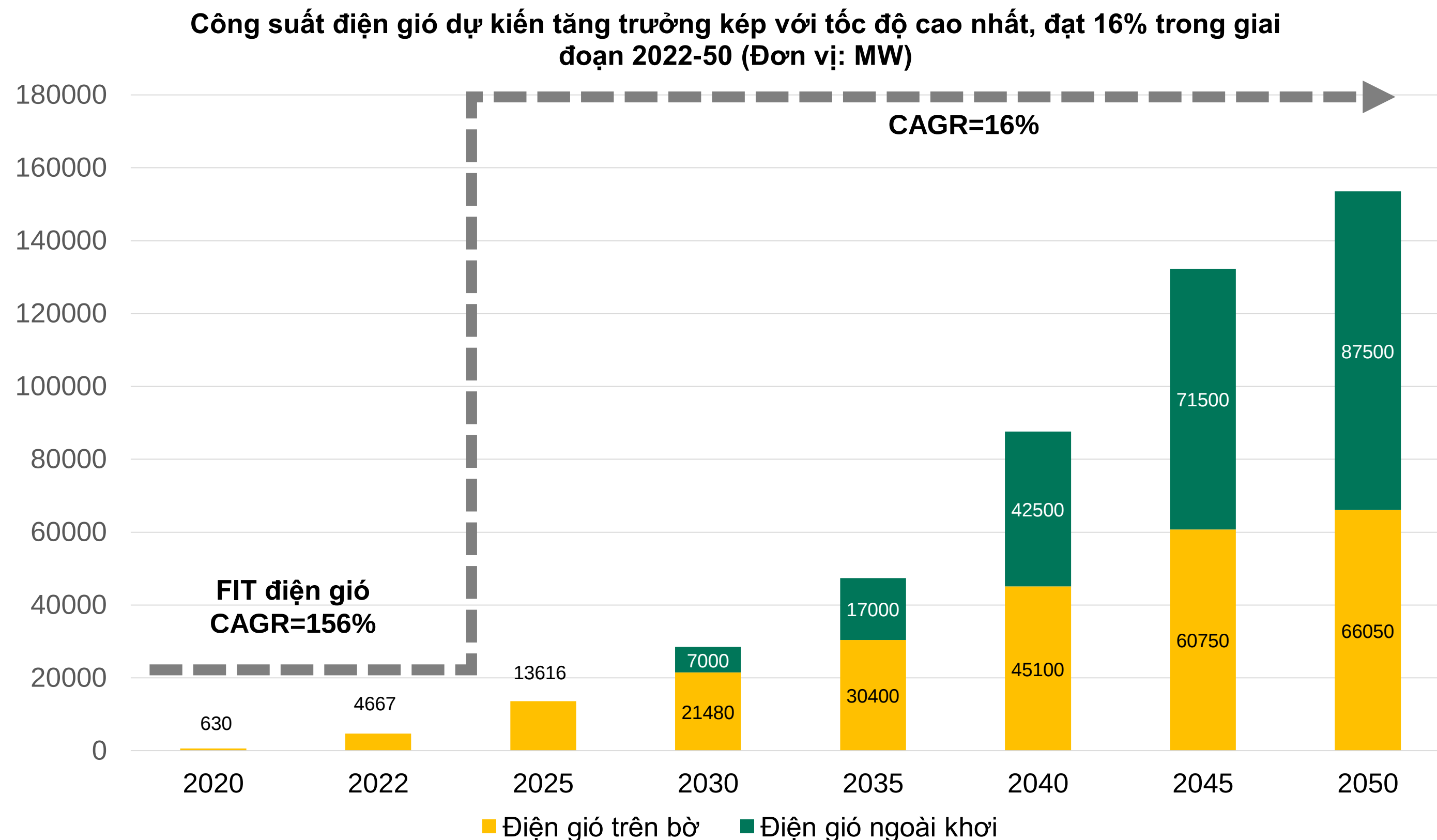
Bảng 1. Các dự án Điện gió & Điện mặt trời của LCG

	Công suất	Địa điểm	Thời gian thi công
Điện Gió			
Điện gió Lạc Hoà 2	n/a	Sóc Trăng	2021-2022
Điện gió Hoà Đông 2	n/a	Sóc Trăng	2021-2022
Dự án nhà máy điện gió Chơ Long	Tổng thầu: 255 tỷ	Gia Lai	Đang thực hiện
Điện mặt trời			
Nhà máy điện mặt trời Đàm Trà Ổ	50Mwp	Bình Định	2020
Nhà máy điện mặt trời KN Vạn Ninh	100Mwp	Khánh Hoà	2020
Nhà máy điện mặt trời Solar Farm Nhơn Hải	35MWp	Ninh Thuận	2020
Nhà máy điện Mỹ Sơn 1 - Mỹ Sơn 2	Tổng thầu: 1795 tỷ	Ninh Thuận	2020
Nhà máy điện mặt trời Chư Ngọc	Giai đoạn 1: 15MWp (DC) (12MW AC) Tổng đầu tư : 364 tỷ đồng	Gia Lai	Đang thi công



QHĐ8 và chính sách giá NLTT là động lực cho một chu kỳ phát triển mới

- ❖ Theo đó, bản dự thảo T11/22 **tập trung tối đa vào điện gió** với mức **tăng trưởng kép cao nhất đạt 16% trong 2022-45**; tiếp tục **loại bỏ 6.800MW điện than** ra khỏi quy hoạch và dự kiến không tiếp tục phát triển điện khí sau 2035 đồng thời phải chuyển dần sang đốt kèm hydrogen. Ngoài ra, bản dự thảo mới đề suất chỉ tiếp tục **phát triển 726MW công suất điện mặt trời trang trại** đã hoàn thành xây dựng hoặc pháp lý, đồng thời **khuyến khích tiếp tục phát triển điện mặt trời áp mái** cho nhu cầu tự dùng, **không bán lên lưới**. Khi QHĐ8 được chính thức ban hành, văn bản này sẽ tạo tiền đề cho chính sách giá NLTT chạy theo. Chúng tôi cho rằng đây là hai văn bản đóng vai trò quan trọng, mở ra một **“sân chơi” mới cho các doanh nghiệp** trong ngành trong giai đoạn phát triển tiếp theo của ngành điện Việt Nam. Với **tiềm năng khổng lồ của NLTT**, chúng tôi nhận thấy **điện gió sẽ là tâm điểm phát triển trong giai đoạn 2022-30**.



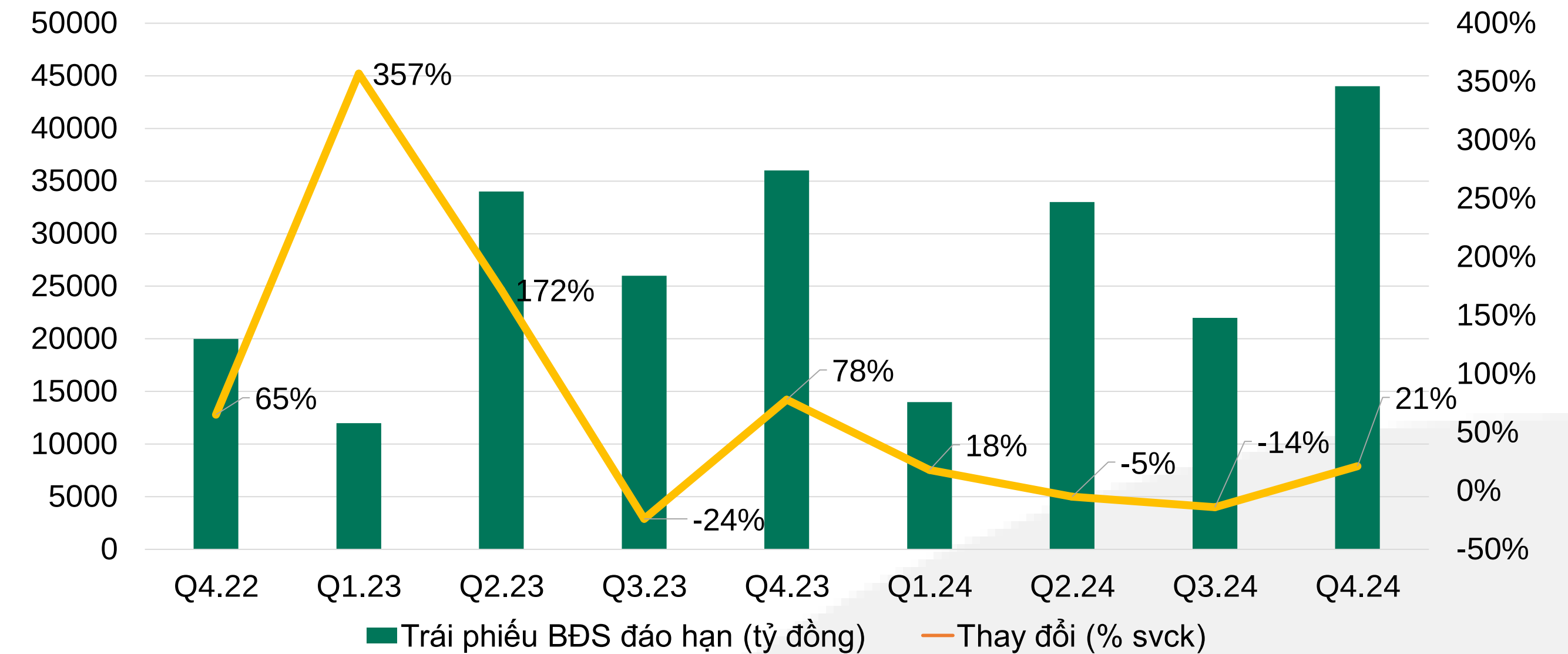
C. Mảng Bất động sản: Năm 2022 Licozen không ghi nhận BĐS

- ❖ Công ty thuyết minh về cơ cấu doanh thu, bên cạnh doanh thu hợp đồng xây dựng giảm 28,7% so với cùng kỳ, tương ứng giảm 371,6 tỷ đồng về 924,9 tỷ đồng; **lĩnh vực bất động sản cũng không ghi nhận doanh so với cùng kỳ ghi nhận 348,3 tỷ đồng.**

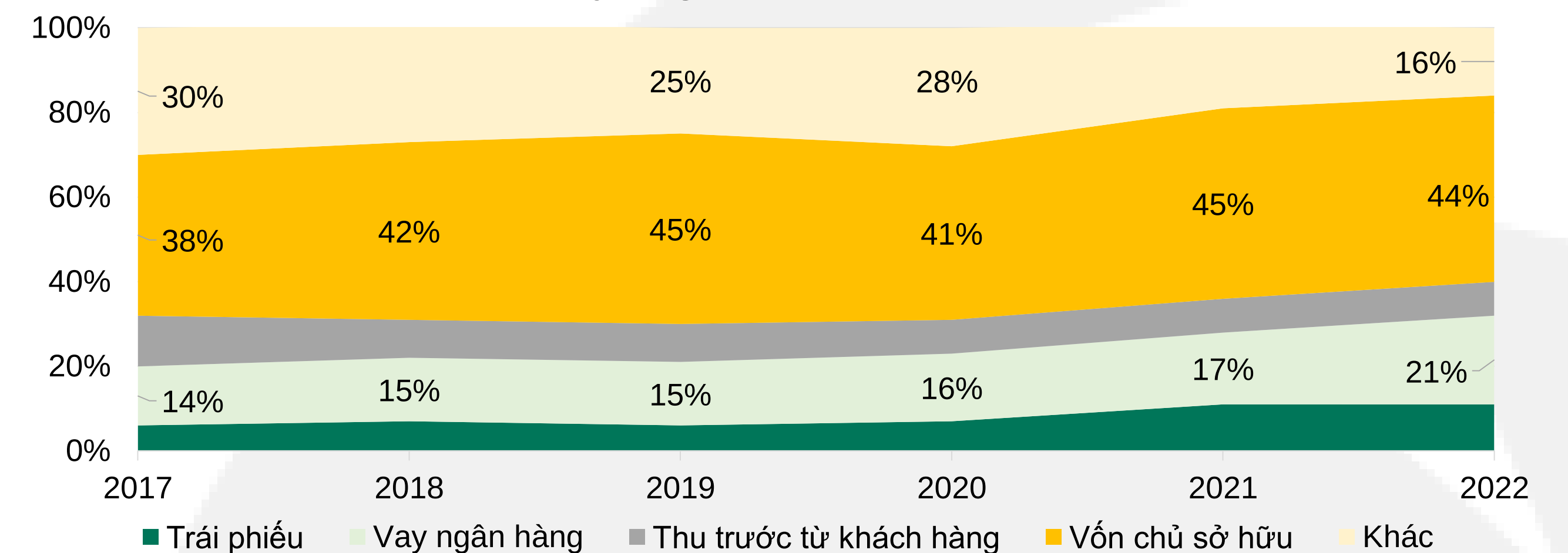
MỘT SỐ DỰ ÁN BĐS DỒI DANG CỦA LICOZEN 2022 (đơn vị: Triệu Đồng)

	Giá trị	
	31/12/2022	01/01/2022
Khu dân cư Long Tân	99.810	9.404
Khu dân cư Bảo Lộc	48.147	43.352
Khu dân cư Hiệp Thành	826	2.115

Các DN BĐS đang đối mặt nhiều thách thức với áp lực trái phiếu đáo hạn tăng mạnh trong năm 2023-2024

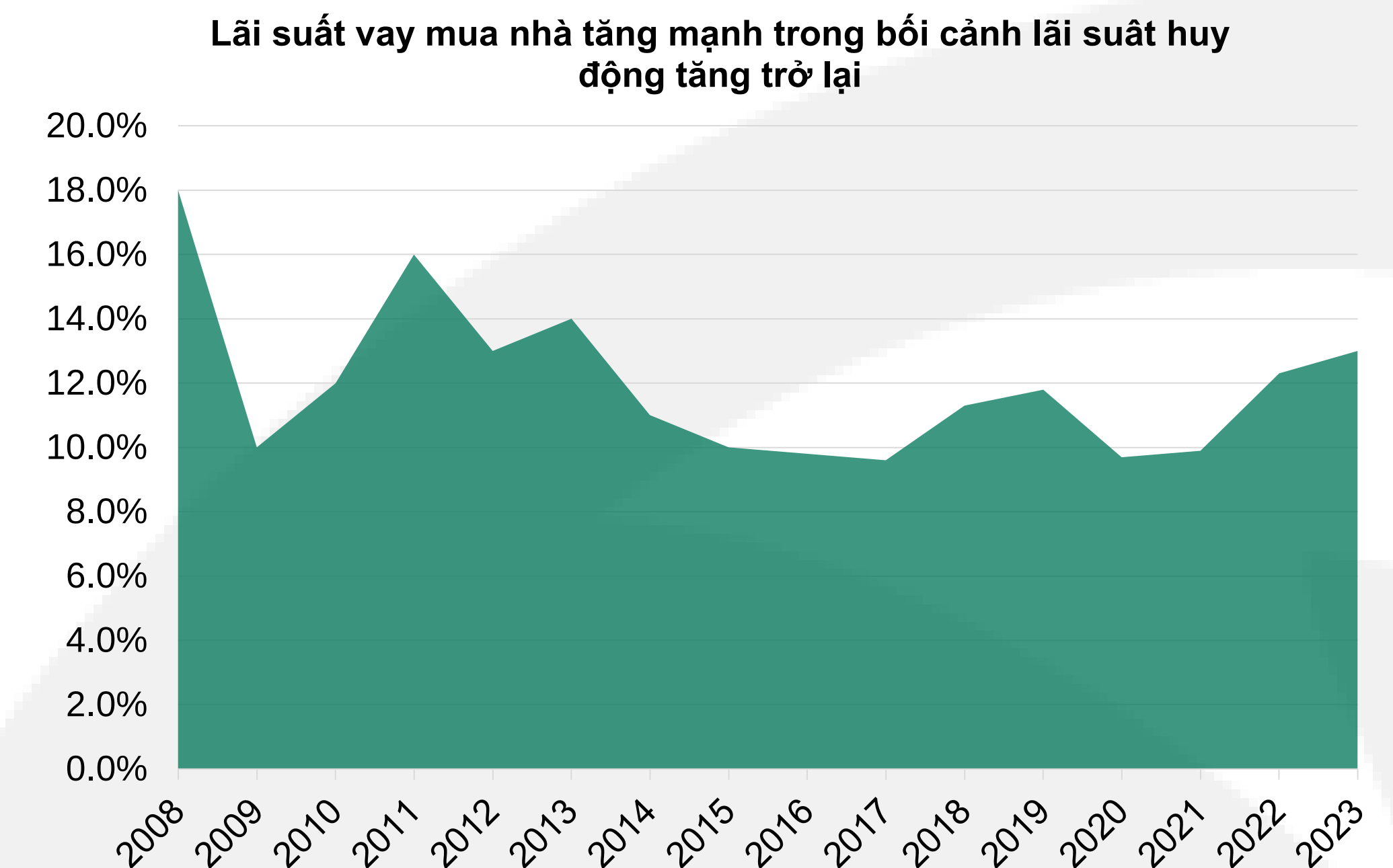
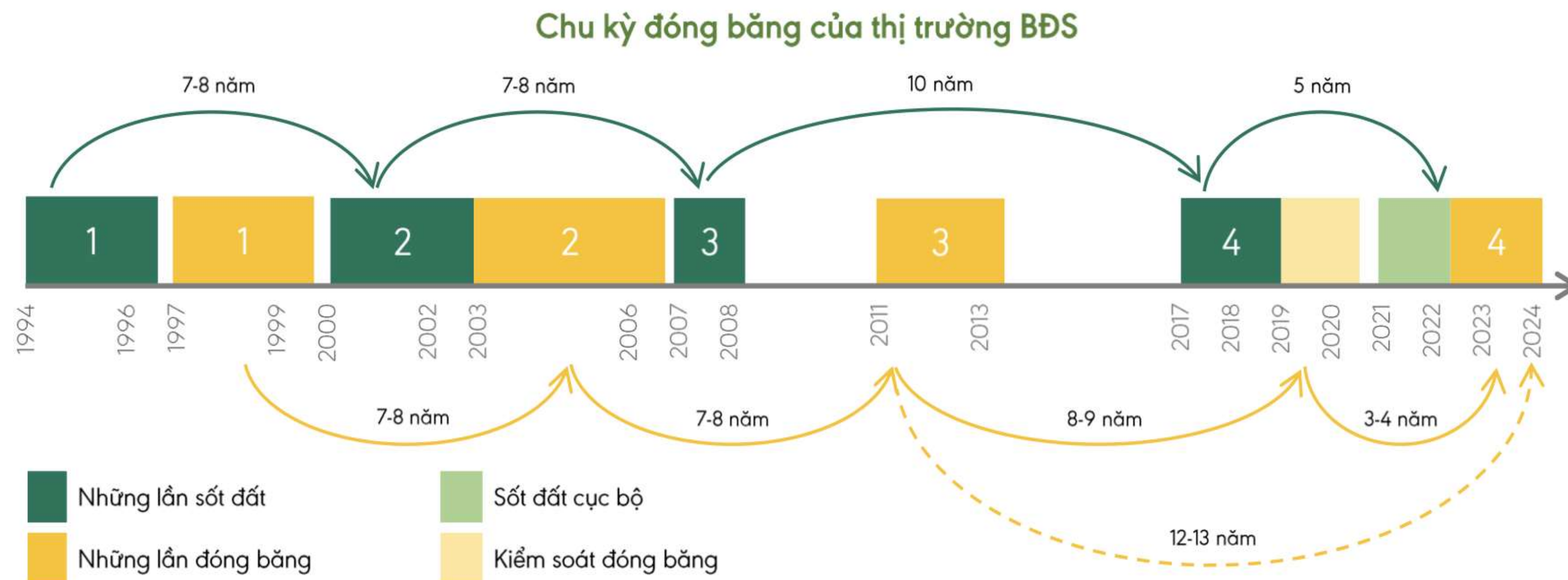


Các kênh huy động vốn chính của chủ đầu tư BĐS



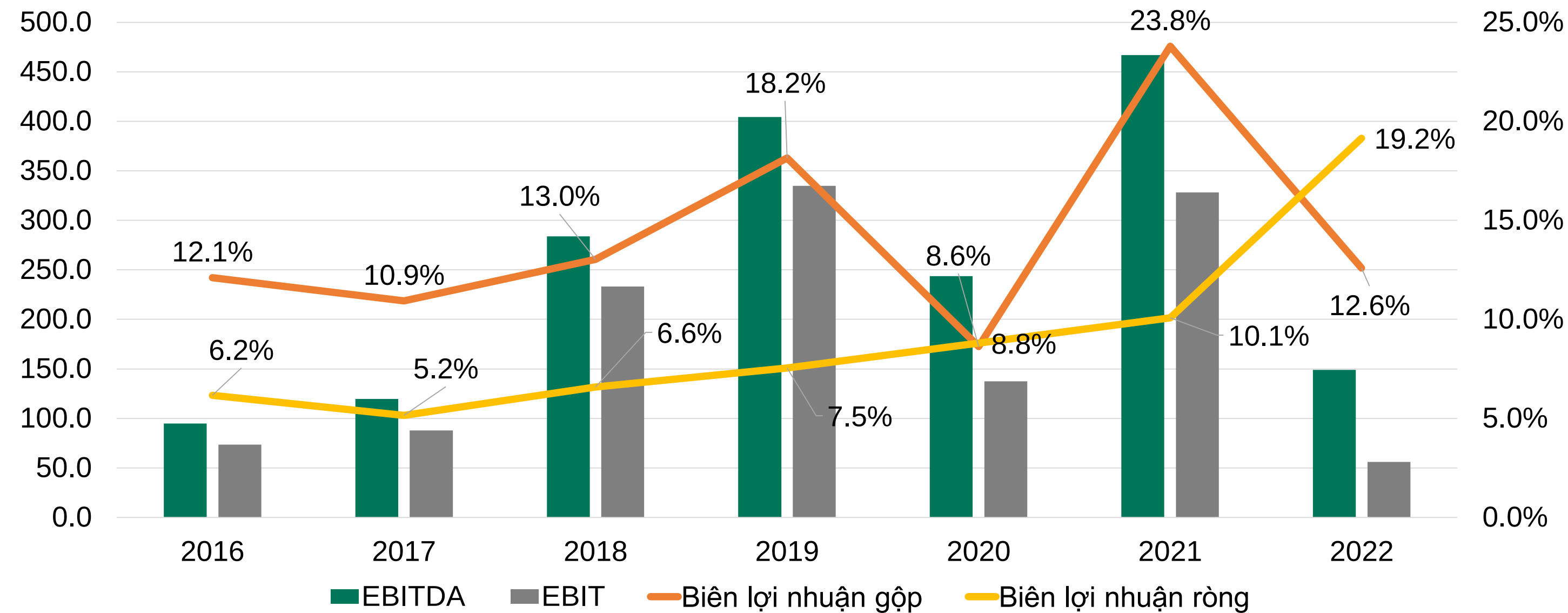
C. Mảng Bất động sản: Rủi ro đến từ chu kỳ "Đóng băng" của ngành BĐS

- ❖ **Lãi suất tăng làm suy yếu nhu cầu mua nhà.** Tính đến giữa tháng 11/2022, chúng tôi quan sát lãi vay mua nhà của các ngân hàng vốn nhà nước và ngân hàng tư nhân tăng mạnh, lần lượt 190 điểm cơ bản lên 11,1% và 230 điểm cơ bản lên 11,7%, so với mức cuối năm 2021, sau khi lãi suất huy động tăng trở lại. Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động có thể tăng hơn 50 điểm cơ bản trong 2023, từ đó dẫn đến lãi suất cho vay thế chấp của các ngân hàng tư nhân có thể tăng lên 12,5-13%/năm trong 2023.
- ❖ **Nguồn cung mới có thể sụt giảm trong bối cảnh quá trình phê duyệt pháp lý chờ được khai thông với Luật đất đai sửa đổi** Theo kế hoạch mở bán mới của một số chủ đầu tư, chúng tôi nhận thấy nhiều dự án mới có thể bị trì hoãn mở bán trong năm 2023, trong bối cảnh quá trình phê duyệt pháp lý chờ được khai thông với Luật đất đai sửa đổi và tâm lý người mua nhà suy yếu do hạn mức tín dụng hạn chế, lạm phát chi phí đẩy và lãi suất tăng mạnh.
- **Dự báo 2023 sẽ tiếp tục là một năm khó khăn đối với mảng BĐS của LICOZEN**

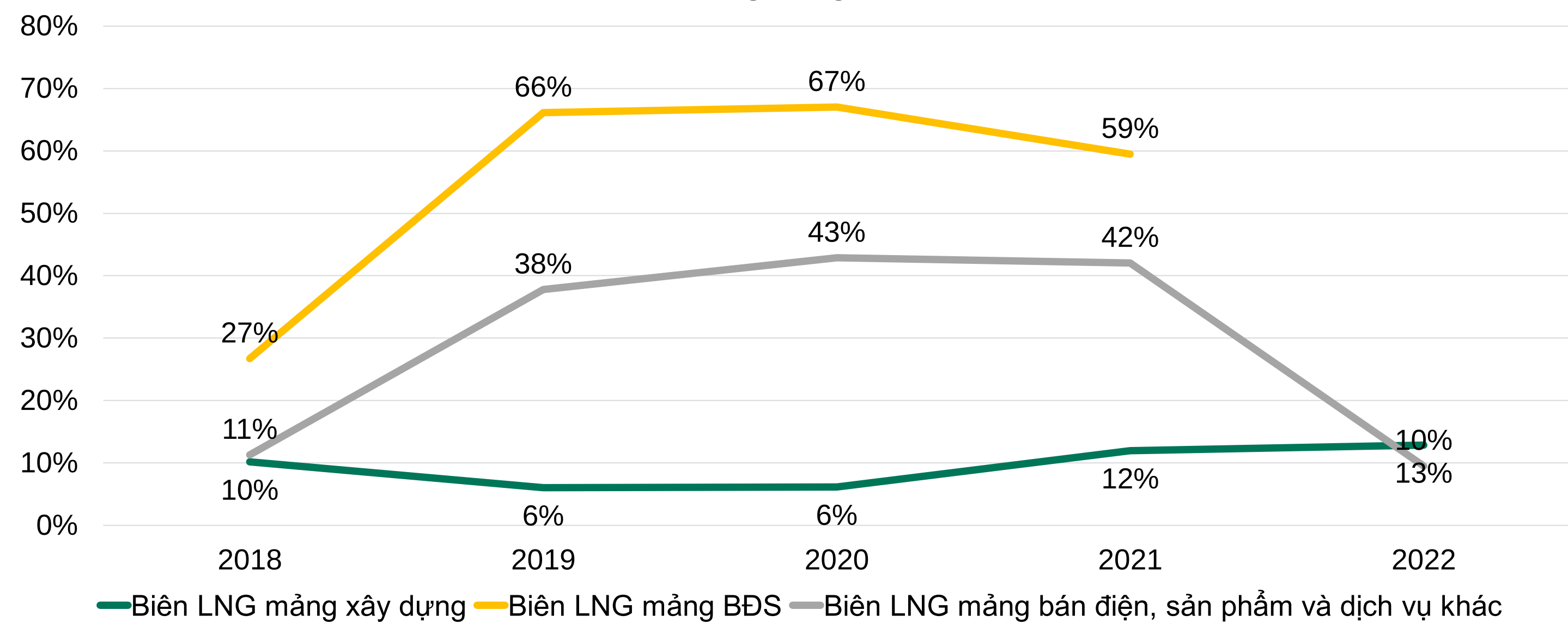


Hiệu quả sinh lời

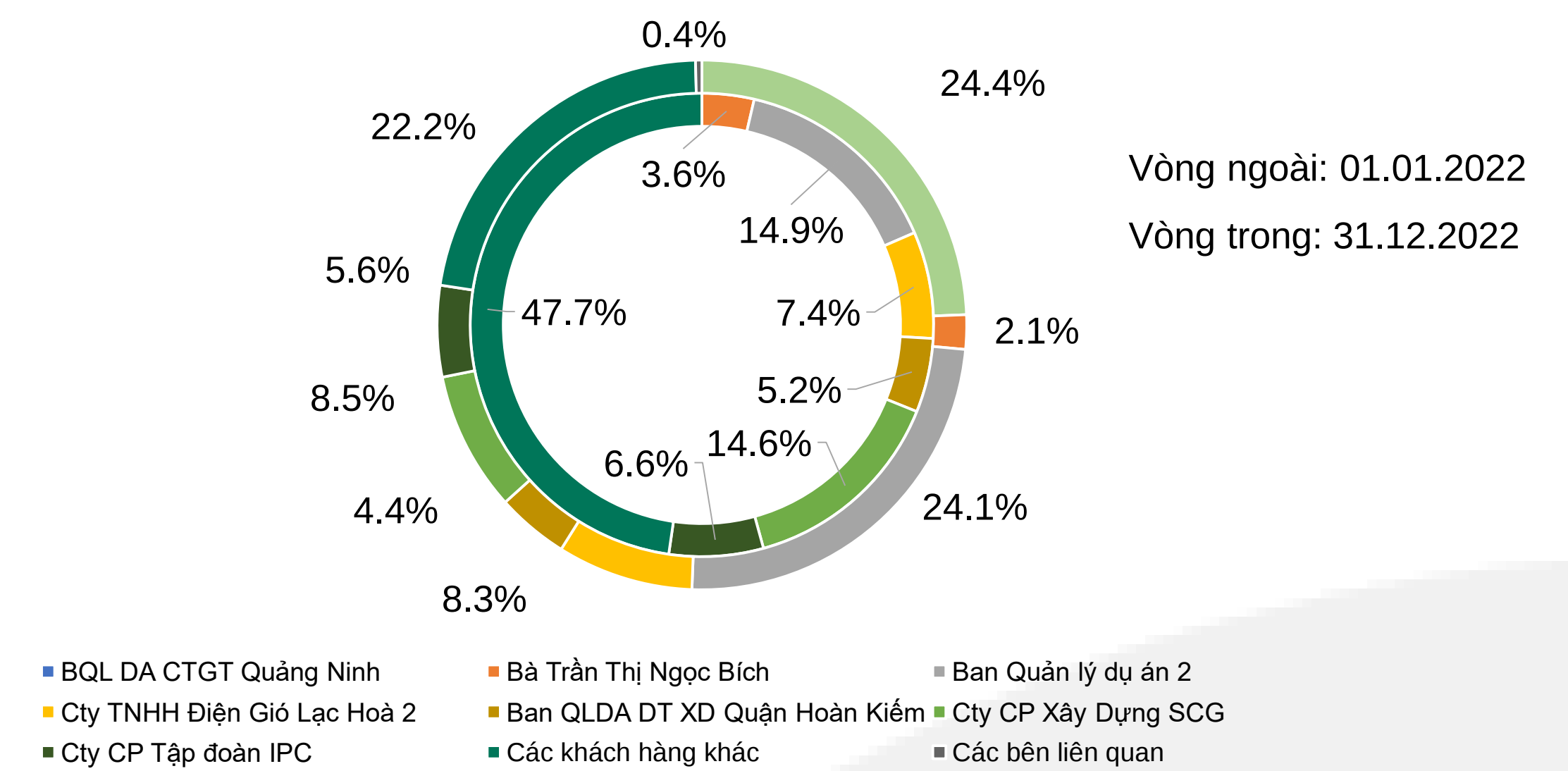
Biên LNG sụt giảm SVCK



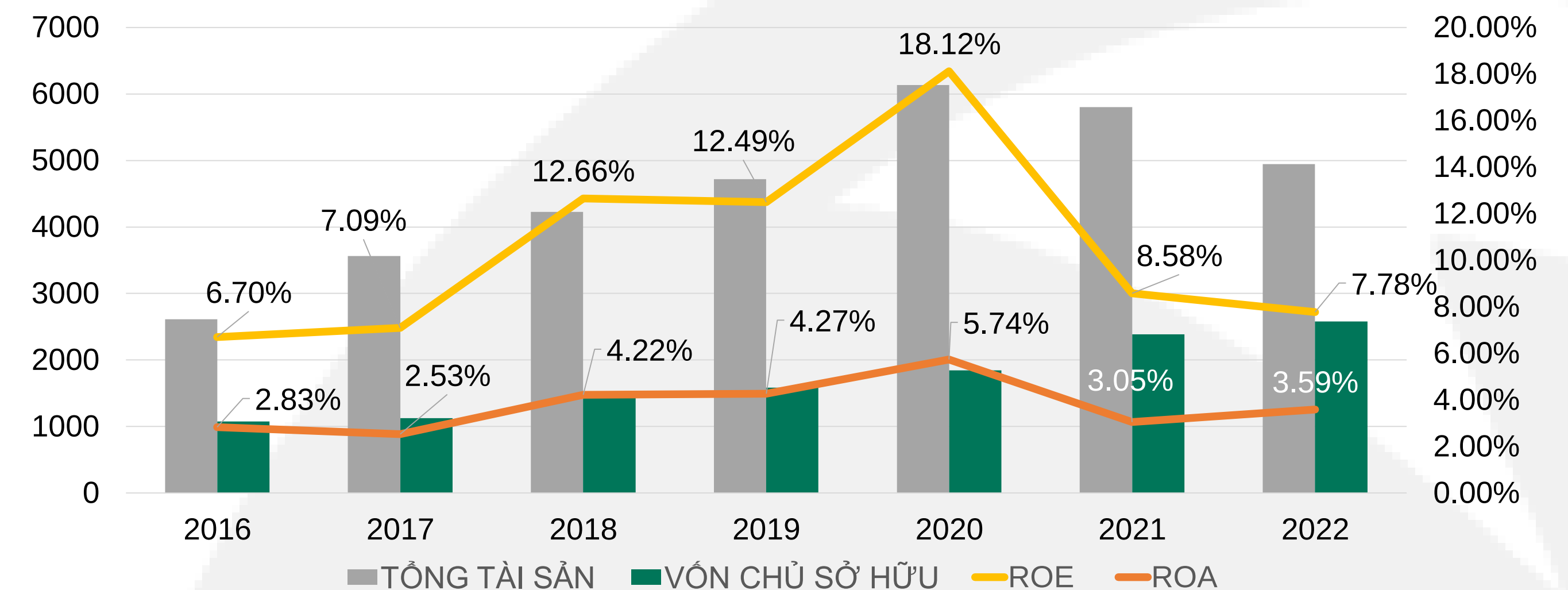
Biên LNG từng mảng của LICOZEN



Thay đổi cơ cấu người mua trả trước (01.01.2022-31.12.2022)

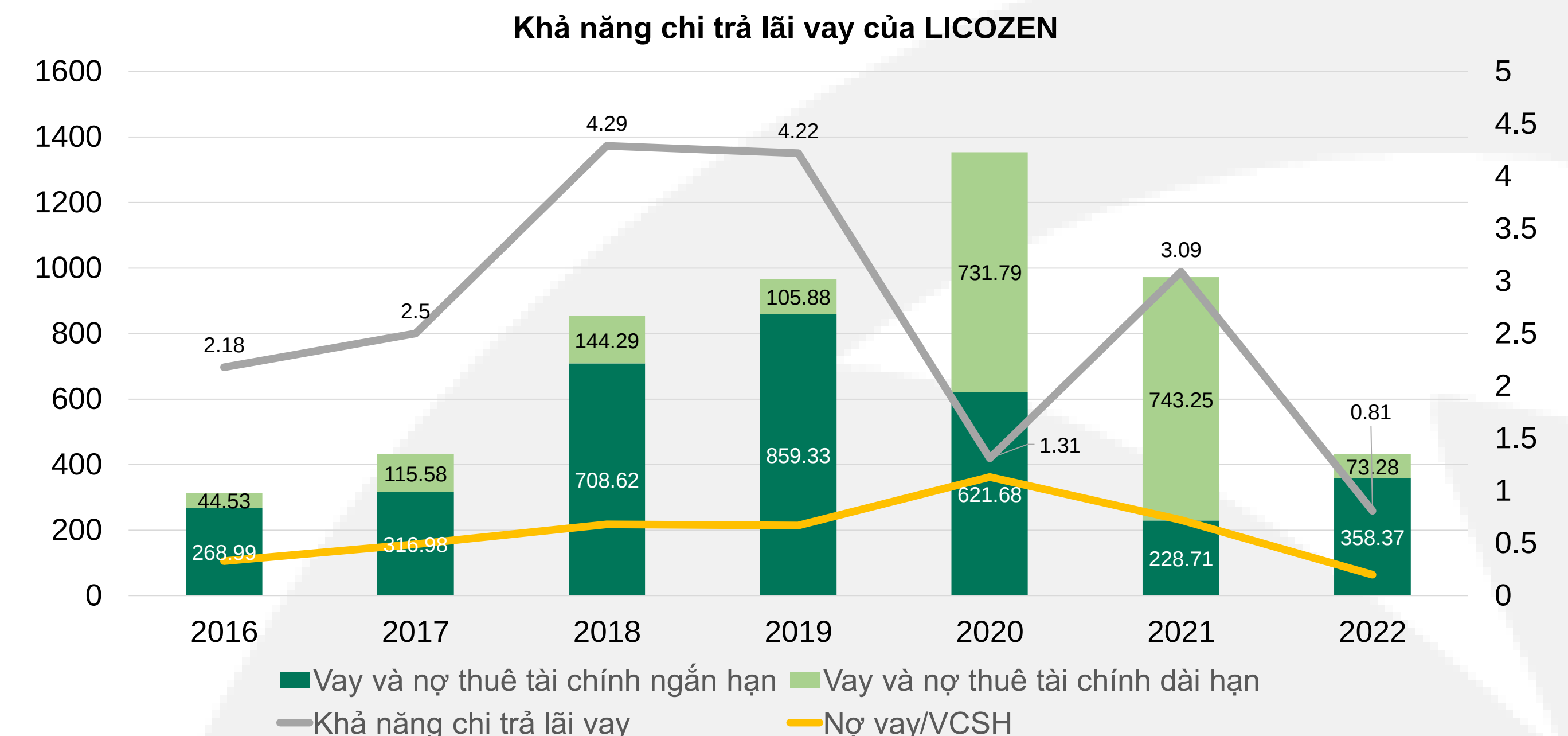
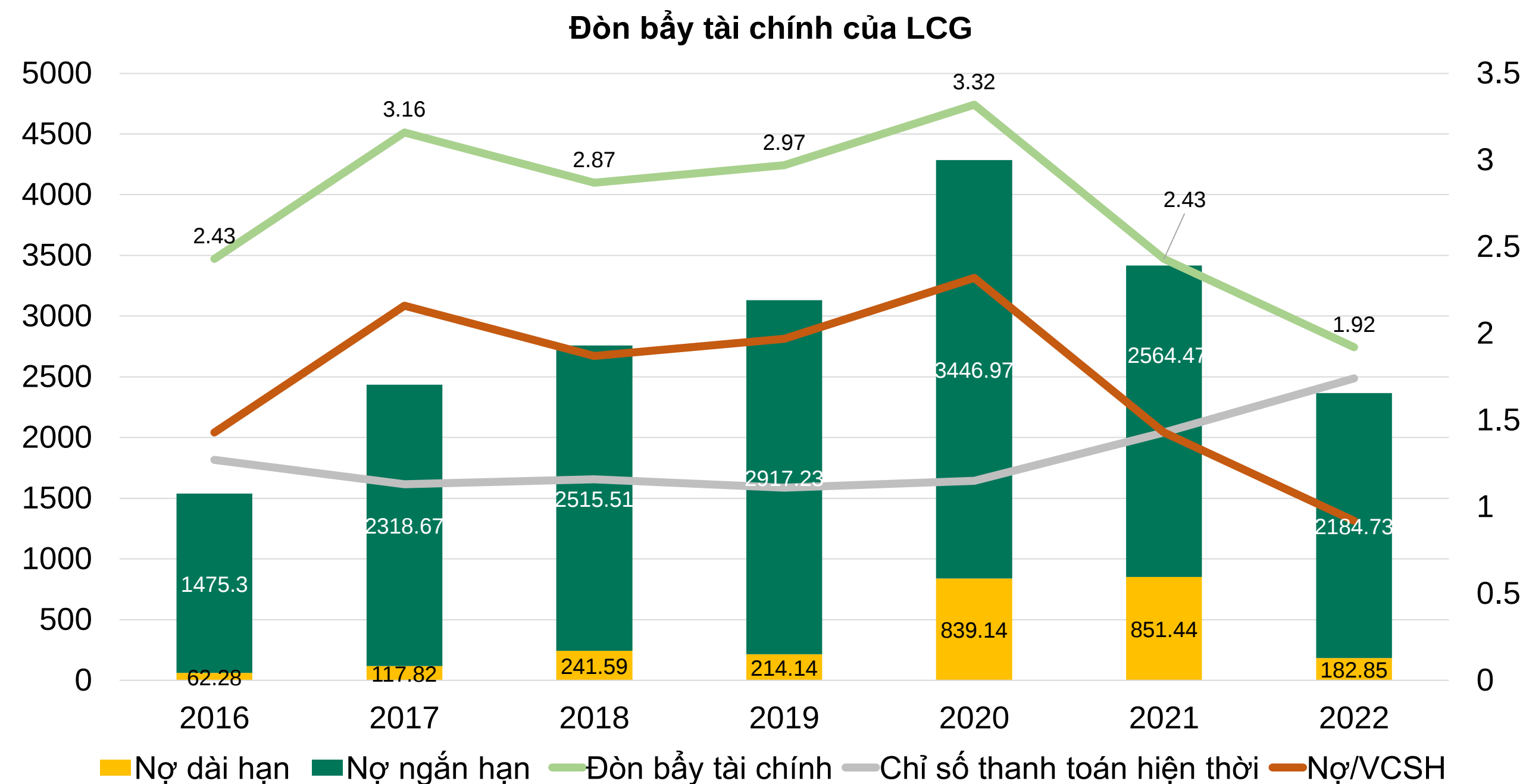


ROA; ROE



Sức khỏe tài chính: Tín hiệu tích cực với tỷ lệ nợ vay giảm mạnh

- ❖ Đối với nợ, trong năm Công ty giảm được 90% nợ vay và thuê tài chính dài hạn, còn khoảng 73 tỷ đồng. Tuy nhiên nợ vay và tài chính ngắn hạn tăng lên 358 tỷ đồng, **chi phí lãi vay giảm gần một nửa đạt mức 13 tỷ đồng. Ngoài ra chi phí quản lý doanh nghiệp giảm 27%, còn chưa đầy 18 tỷ đồng.**
- ❖ Tính đến cuối năm 2022, tổng tài sản của LCG đạt 4,948 tỷ đồng, giảm 15% so với đầu năm. Chiếm phần lớn tài sản là các khoản phải thu của khách hàng với hơn 1,627 tỷ đồng, không thay đổi nhiều so với đầu năm; kế đến là hàng tồn kho 1,154 tỷ đồng, tăng 38% so đầu năm. Trong hàng tồn kho, LCG có gần 13 tỷ đồng chi phí xây dựng dở dang tại sân bay Long Thành.
- ❖ **Dòng tiền kinh doanh âm kỷ lục từ năm 2008 tới nay:** Xét về dòng tiền, trong năm 2022, dòng tiền kinh doanh chính âm 822,4 tỷ đồng so với cùng kỳ dương 319,3 tỷ đồng. Một phần dòng tiền này được bù đắp thông qua tăng vốn chủ sở hữu. Bên cạnh đó, **dòng tiền đầu tư và dòng tiền tài chính của doanh nghiệp lần lượt đạt 443,3 tỷ và 217,8 tỷ đồng, chủ yếu tăng vay nợ.**



Dự phóng và định giá

Định giá	Phương pháp	Mục tiêu 2023F	Giá trị (tỷ đồng)
Xây dựng	P/E	13.x	1704
Bán Điện	P/E	12.x	905
BDS	DCF	2023-2025	942
Tổng giá trị LCG ước tính			3.551
EPS			1.570 VNĐ
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành			191.641.170
Giá mục tiêu cổ phiếu			18.530 VNĐ/CP

Rủi ro:

- (1) Chu kỳ đóng băng của thị trường BĐS
- (2) Dòng tiền kinh doanh âm
- (3) Rủi ro thu hồi vốn chậm từ hũ xây dựng

AAS Research đưa ra khuyến nghị

MUA VÀO và **NẮM GIỮ**

đối với cổ phiếu LCG.

GIÁ MỤC TIÊU: 18.530 VNĐ/CP

