

**BÁO CÁO NGẮN CƠ HỘI ĐẦU TƯ**

09/10/2024

# LIZEN (LCG)

## Các dự án trọng điểm được bàn giao trong 2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên  
[nguyenn1@kbsec.com.vn](mailto:nguyenn1@kbsec.com.vn)

### Mua

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 13,900</b>
Vùng hỗ trợ/Điểm mua 1	10,200 – 10,600
Lợi nhuận kỳ vọng 1	31%
Vùng hỗ trợ/Điểm mua 2	8,600 – 9,000
Lợi nhuận kỳ vọng 2	54%

**Lưu ý:**

Nhà đầu tư cần kết hợp nhận định xu hướng thị trường chung, mức độ hấp dẫn của các điểm nhấn đầu tư và khẩu vị rủi ro của mình để quản lý tỷ trọng tại từng vùng giá cho phù hợp.

Do việc xác định mỗi điểm mua được dựa trên các khung thời gian khác nhau nên chúng tôi không đưa ra mức dừng lỗ cố định. Nhìn chung, mức dừng lỗ nên được đặt chặt hơn cho điểm mua gần (5-7%) và rộng hơn cho điểm mua xa (10-15%).

### Hoạt động kinh doanh

LCG hoạt động chính trong hai lĩnh vực bao gồm (1) xây dựng công trình hạ tầng, điện và (2) bất động sản. Công ty có kinh nghiệm lâu năm trong hoạt động xây dựng khu công nghiệp, thủy điện, điện mặt trời, đường dây tải điện.

### Tương quan mặt bằng giá

P/B của LCG hiện đang ở vùng 0.8x, thấp hơn trung bình 5 năm. Chúng tôi cho rằng vùng định giá hiện tại tương đối hấp dẫn, sau khi các yếu tố liên quan tới việc chuyển nhượng dự án (điện mặt trời Nhơn Hải, Chư Ngọc) đã được phản ánh gần hết vào giá cổ phiếu, và ước tính giá cổ phiếu hợp lý ở vùng 0.9x.

### ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

#### Nhiều dự án đầu tư công trọng điểm đến hạn bàn giao trong 2025-2026

Theo quan sát của chúng tôi, 2025 là năm bản lề cho việc hoàn thành đường cao tốc Bắc – Nam giúp kết nối hạ tầng liên tỉnh, tăng trưởng kinh tế. Điều này được kỳ vọng sẽ là động lực thúc đẩy giải ngân đầu tư công trong giai đoạn tới.

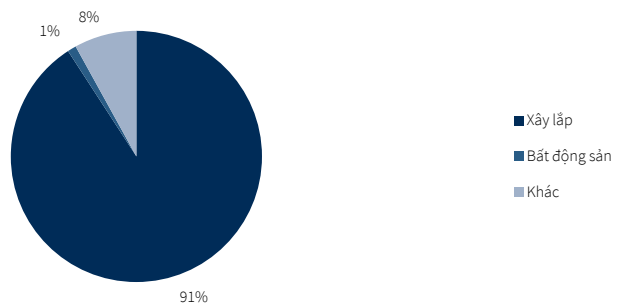
#### Ước tính doanh thu LCG tăng 16%/25% trong 2024/2025

Tính tới 8T2024, tiến độ giải ngân vốn đầu tư công tại hai dự án cao tốc lớn của LCG là Vũng Áng – Bùng, Vân Phong – Nha Trang đạt 87%/51%. Chúng tôi ước tính backlog của LCG tính tới 4Q2024 là hơn 4,300 tỷ VND, ước tính doanh thu 2024/2025 đạt 2,322/2,984 tỷ VND.

#### LCG có thể ghi nhận lợi nhuận tài chính đột biến trong 2H2024

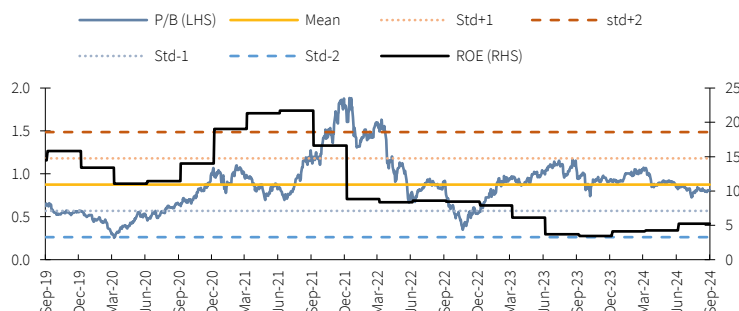
Hợp đồng chuyển nhượng cổ phần tại CTCP Đầu tư NLTT Licogi 16 Gia Lai có giá trị 279 tỷ VND, chúng tôi ước tính LCG có thể ghi nhận 108 tỷ lãi tài chính đột biến trong 2H2024

### Cơ cấu doanh thu 2023



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

### Diễn biến P/B và ROE của doanh nghiệp



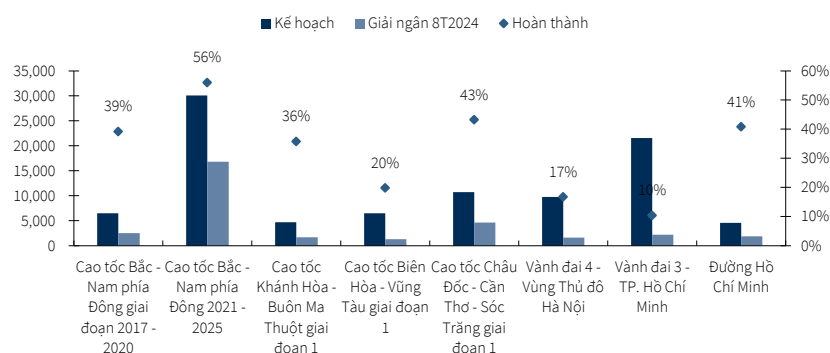
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## 1. Các dự án đầu tư công trọng điểm đến hạn hoàn thành, bàn giao trong 2025-2026

### Nhiều dự án đầu tư công trọng điểm có hạn chót phải hoàn thành trong 2025-2026

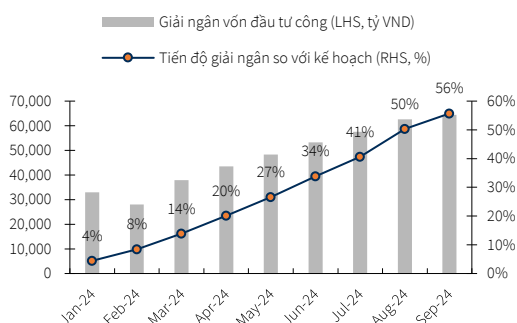
Theo thống kê từ Bộ Tài chính, tính tới cuối T8/2024, tiến độ giải ngân tại các dự án đầu tư công trọng điểm quốc gia đạt 34.6%, tương đối chậm do còn gặp khó khăn trong quá trình đền bù (kỳ vọng được hỗ trợ bởi luật Đầu tư công sửa đổi, luật Đất đai trong thời gian tới, giúp xác định giá đất, khởi thông tắc nghẽn trong việc giải phóng mặt bằng). Chúng tôi kỳ vọng tiến độ giải ngân vốn sẽ có sự cải thiện đáng kể trong 4Q2024 khi các nhà thầu đẩy mạnh triển khai, thi công nhằm đạt kế hoạch đã giao của chủ đầu tư. Đối với giai đoạn 2025-2026, KBSV cho rằng nhóm ngành Đầu tư công sẽ là lĩnh vực đáng chú ý khi nhiều dự án trọng điểm đến hạn hoàn thành, bàn giao. Theo báo cáo của Bộ Kế hoạch và Đầu tư, nhu cầu vốn tối thiểu cho đầu tư phát triển trong 2025 ước tính đạt 903 nghìn tỷ VND (tăng xấp xỉ 25% so với cùng kỳ). KBSV kỳ vọng vốn đầu tư công giải ngân trong 2025 sẽ khởi sắc hơn, đặc biệt tại những dự án thành phần thuộc cao tốc Bắc – Nam phía Đông giai đoạn 2021-2025.

Biểu đồ 1. Tiến độ giải ngân vốn đầu tư công các dự án trọng điểm trong 2024



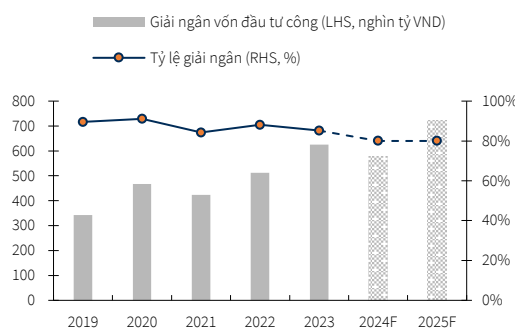
Nguồn: Bộ Tài chính, KBSV

Biểu đồ 2. Tiến độ giải ngân vốn đầu tư công 2024



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 3. Giải ngân vốn đầu tư công giai đoạn 2019-2025



Nguồn: GSO, Bộ KH&ĐT, KBSV

## 2. Kỳ vọng doanh thu LCG trong 2025 tăng 29% YoY nhờ bàn giao các dự án cao tốc lớn

**Backlog tính tới cuối 3Q2024 ước tính đạt hơn 4,300 tỷ VND**

Động lực tăng trưởng chính của LCG trong giai đoạn 2024-2026 tới từ các dự án đầu tư công (cao tốc) lớn, với backlog ước tính đạt hơn 4,300 tỷ VND tại thời điểm cuối 3Q2024. Trong đó, hai gói thầu lớn nhất là cao tốc Vũng Áng – Bùng; Vân Phong – Nha Trang đang có tiến độ thi công khả quan với tỷ lệ giải ngân đạt 87%/51% kế hoạch năm 2024 (tính tới cuối T8/2024, theo báo cáo của Bộ Tài chính). Cả hai dự án trên dự kiến sẽ hoàn thành tuyến chính trước 30/04/2025, kỳ vọng sẽ được hoàn thiện và nghiệm thu trong 2Q2024, phù hợp với kế hoạch triển khai đề ra. Với những thành công trong việc thi công và bàn giao các dự án cao tốc hiện tại, hồ sơ năng lực của LCG sẽ được cải thiện đáng kể, tạo lợi thế cạnh tranh trong đấu thầu các dự án đầu tư công lớn giai đoạn 2026 – 2030. KBSV ước tính doanh thu của LCG trong 2024/2025 đạt 2,322/2,984 tỷ VND (+16%/+29% YoY).

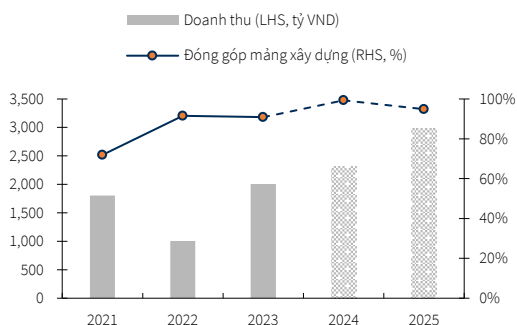
Chúng tôi đánh giá tích cực về khả năng thi công, triển khai và bàn giao dự án của LCG, được hỗ trợ bởi nguồn vốn tạm ứng từ các chủ đầu tư, giúp số ngày quay vòng phải thu khách hàng đã có sự cải thiện đáng kể trong 2Q2024 (đạt 178 ngày, so với 357 ngày cùng kỳ). Việc tận dụng được nguồn tiền ứng trước từ chủ đầu tư tạo dư địa cho LCG chủ động trong việc thi công, đối ứng nguồn vốn, công nợ với thầu phụ, ngân hàng.

**Bảng 4. Backlog và ước tính ghi nhận doanh thu từ các dự án của LCG**

(tỷ VND, %)	Backlog		Tiến độ thực hiện			
	Ban đầu	4Q2024	2023	2024	2025	2026
Vân Phong - Nha Trang	2,745		29%	61%	100%	100%
Vũng Áng - Bùng	1,275		21%	49%	100%	100%
Vành đai 4 - Hà Nội đoạn Hưng Yên	1,253		1%	26%	48%	100%
Đường Tân Phúc - Vĩng Phan	845		0%	35%	100%	100%
Biên Hòa - Vũng Tàu	395		0%	20%	48%	100%
Quốc lộ 1 - Cà Ná	239		0%	30%	100%	100%
Khác	321		0%	100%	100%	100%
<b>Backlog</b>	<b>7,072</b>	<b>4,346</b>	<b>23%</b>	<b>30%</b>	<b>36%</b>	<b>11%</b>

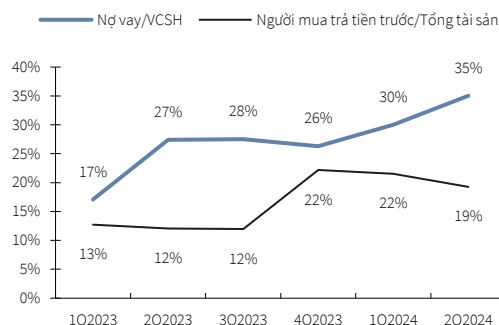
Nguồn: LCG, KBSV

**Biểu đồ 5. Doanh thu của LCG**



Nguồn: LCG, KBSV

**Biểu đồ 6. Cơ cấu nguồn vốn tương đối an toàn trong ngành**



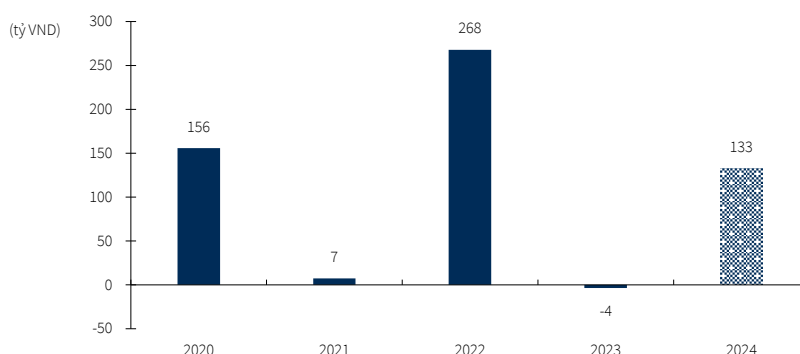
Nguồn: LCG, KBSV

### 3. Ghi nhận lợi nhuận tài chính đột biến từ việc chuyển nhượng CTCP Đầu tư NLTT Licogi 16 Gia Lai

**LCG có thể ghi nhận 108 tỷ VND lãi tài chính đột biến trong 2H2024**

Hợp đồng chuyển nhượng trị giá 298 tỷ VND (chi phí hủy hợp đồng 73 tỷ VND) liên quan tới dự án Điện mặt trời Chư Ngọc (tổng công suất 40 MW, giai đoạn 1 có công suất 15 MW) có ngày cuối cùng thực hiện hợp đồng là 30/09/2024. KBSV ước tính sau khi chuyển nhượng thành công dự án trên, LCG có thể ghi nhận 108 tỷ VND lợi nhuận tài chính đột biến trong 2H2024.

**Biểu đồ 7. Lãi/lỗ tài chính từ chuyển nhượng dự án, khác**



Nguồn: LCG, KBSV

#### Yếu tố rủi ro

**Tiến độ giải phóng mặt bằng chậm có thể khiến doanh thu lùi thời gian ghi nhận**

Tiến độ thi công và ghi nhận doanh thu của LCG có thể chịu tác động bên ngoài nếu tốc độ giải phóng mặt bằng bị chậm trễ. Theo thống kê của chúng tôi hiện tại, dự án vành đai 4 – Hà Nội (đoạn Hưng Yên) và cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu đạt tỷ lệ giải phóng được là 86%/50%.

**Doanh thu tập trung từ các dự án cao tốc khiến biên lãi gộp suy giảm**

So với lịch sử, doanh thu xây lắp của LCG tới từ hai mảng chính, bao gồm (1) hạ tầng, cao tốc và (2) xây lắp điện. Với việc doanh thu của LCG tập trung chủ yếu từ mảng xây lắp, trong đó, 96% backlog của LCG tới từ các dự án đầu tư công, chúng tôi cho rằng biên lãi gộp của LCG sẽ suy giảm trong thời gian tới. KBSV ước tính biên lãi gộp mảng xây dựng của LCG đạt 10.1%/9.0% trong 2024/2025.

**Cần theo dõi các khoản phải thu khó đòi**

Dựa trên báo cáo tài chính 2Q2024, chúng tôi ước tính các khoản phải thu, nợ xấu có rủi ro đạt 364 tỷ VND, chiếm 6% tổng tài sản của LCG.

## KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

### Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

### Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

### Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannnd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

### Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

### Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

### Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhhd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

### Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&amp;17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên đọc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.