

# BÁO CẬP NHẬT- CTCP KỸ THUẬT NỀN MÓNG VÀ CÔNG TRÌNH NGẦM FECON (FCN-HSX)

## Báo cáo cập nhật 07/09/2016

Khuyến nghị	<b>Năm giữ</b>
Giá mục tiêu (VND)	25.000
Tiềm năng tăng giá	15,2%
Cổ tức (VND)	1.000
Lợi suất cổ tức	~5%

## Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



## Thông tin cổ phiếu, ngày 07/09/2016

Giá hiện tại (VND)	21.700
Số lượng CP niêm yết	45.722.854
Vốn điều lệ (tỷ VND)	457,22
Vốn hóa TT(tỷ VND)	923,60
Khoảng giá 52 tuần (VND)	17.200-24.500
% sở hữu nước ngoài	31,93%
% giới hạn sở hữu NN	49%

## Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2013	2014	2015
EPS (vnd)	4.827	3.021	3.094
BVPS (vnd)	15.506	16.049	17.085
Cổ tức (vnd)	1.000	1.000	1.000
ROA (%)	7.24	6.87	6.03
ROE (%)	20,87	19,30	17,24

## Hoạt động chính

Công ty cổ phần Kỹ thuật nền móng và Công trình ngầm FECON là công ty hoạt động trong lĩnh vực xây dựng nền móng công trình, công trình ngầm đô thị, hạ tầng giao thông, hạ tầng công nghiệp. Đến nay FECON đã trở thành công ty hàng đầu trong lĩnh vực nền móng công trình ngầm tại Việt Nam. Mục tiêu tới năm 2020, FECON sẽ trở thành nhóm doanh nghiệp hàng đầu về Hạ tầng tại Việt Nam.

Nguồn: MBS tổng hợp

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2016

### FECON thu về gần 1.000 tỷ đồng hợp đồng ký mới trong 6 tháng đầu năm

CTCP Kỹ thuật nền móng và công trình ngầm FECON (FCN) đã tổng kết hoạt động kinh doanh 6 tháng đầu năm 2016, ghi nhận tổng giá trị hợp đồng đã ký khoảng 1.000 tỷ đồng. Cộng với khoảng 900 tỷ đồng những hợp đồng đã ký vào năm 2015 để chuyển sang thi công vào năm nay, tính đến thời điểm này, FECON đã có tổng trị giá hợp đồng gần 2.000 tỷ đồng.

Trong tháng 6, FECON đã trúng thêm 2 gói thầu đến từ các dự án đang triển khai là Samsung Display và LG Display tại Hải Phòng với tổng giá trị hơn 53 tỷ đồng. Ngoài ra, dự án 69B Thụy Khuê – tổ hợp chung cư cao tầng và văn phòng với gói thầu thi công cọc khoan nhồi và tường vây, dự án Lake View tại TP.Hồ Chí Minh thi công cọc PHC cũng mang lại cho FECON hơn 70 tỷ đồng doanh thu.

Cũng trong tháng 6, FECON đã quyết định thành lập CTCP FECON South. Dự kiến trong thời gian tới, FECON South sẽ là đơn vị chủ lực, giúp FECON mở rộng và chinh chiến tại thị trường phía Nam, nơi rất nhiều nhà đầu tư chọn lựa để xây dựng các dự án trọng điểm. Ban lãnh đạo FECON cho biết đang rất tự tin vào khả năng hoàn thành vượt dự kiến doanh thu 2.600 tỷ đồng cho năm 2016.

### Thuế thu nhập doanh nghiệp giảm một nửa, Fecon lợi nhuận quý 2 tăng 26% sau điều chỉnh

Cụ thể, doanh thu thuần trong kỳ tăng gần 23% lên mức 359,8 tỷ đồng, trong khi giá vốn hàng bán chỉ tăng hơn 14,5%, qua đó đẩy lãi gộp tăng gần 68% đạt 75,7 tỷ đồng. Tuy nhiên, hoạt động tài chính trong kỳ có chiều hướng đi xuống, doanh thu tài chính giảm 85% về mức 3 tỷ đồng do phần lợi nhuận cổ tức được chia giảm mạnh và mất đi nguồn thu từ hoạt động tài chính khác. Chi phí tài chính tăng gần 44% đạt 24 tỷ đồng, chi phí quản lý doanh nghiệp cũng tăng hơn 60% lên mức gần 31 tỷ đồng. Sau khi trừ các chi phí liên quan, FCN kết thúc quý 2 đạt 24 tỷ đồng lãi ròng, tăng 26% so với với báo cáo công bố trước đó.

**Mãng hoạt động bán hàng hóa:** Trong 6 tháng đầu năm 2016, doanh thu từ bán hàng hóa đạt hơn 61 tỷ đồng giảm mạnh so với cơ số 154 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2015. Nguyên nhân chính là do doanh thu từ sản phẩm cọc bê tông được hoạch toán vào doanh thu xây lắp. Biên lợi nhuận gộp mảng này giảm xuống mức thấp gần 2% do sự cạnh tranh gay gắt về giá giữa các doanh nghiệp cùng ngành trên thị trường.

**Mãng hoạt động xây lắp:** Doanh thu thuần trong tháng đầu năm 2016 đạt 564 tỷ đồng tăng 46% so với cùng kỳ tương đương với biên lợi nhuận gộp đạt 20%, giảm so với con số 25% cùng kỳ năm ngoái. Nguyên nhân do trong doanh thu xây lắp bao gồm cả phần cọc được sử dụng trong thi công, đây là sản phẩm có biên lợi nhuận gộp thấp. Trong năm 2016, công ty dự kiến sẽ hoàn thành giai đoạn 2 của dự án BOT Phủ Lý với doanh thu ghi nhận dự kiến là khoảng 400 tỷ đồng.

**Mãng hoạt động dịch vụ:** Trong 6 tháng đầu năm, doanh thu thuần mảng dịch vụ đạt gần 19 tỷ đồng giảm mạnh so với con số 34 tỷ đồng cùng kỳ năm trước đó.

Lũy kế 6 tháng đầu năm, FCN đạt tổng doanh thu 644,2 tỷ đồng, tăng gần 19% so với cùng kỳ 2015 và tương đương gần 25% kế hoạch 2016. Lợi nhuận sau thuế nửa đầu năm ghi nhận ở 45,3 tỷ đồng, giảm 14,85% và đạt 26% chỉ tiêu năm đề ra.

Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh trong kỳ ghi âm hơn 195,6 tỷ đồng (cùng kỳ 2015 ghi âm gần 166 tỷ đồng), chủ yếu do tăng mạnh hàng tồn kho. Tính đến thời điểm 30/06/2016, khoản mục hàng tồn kho của FCN ở mức 604,7 tỷ đồng, tăng gần gấp đôi so với hồi đầu năm và chiếm 29% tài sản ngắn hạn của Công ty.

### Phát hành trái phiếu chuyển đổi

Tổng giá trị trái phiếu chuyển đổi của công ty là 500 tỷ đồng, tương đương với khoảng 25 triệu cổ phiếu. FECON đã phát hành thành công 195.585 trái phiếu với giá trị 195,6 tỷ đồng cho Japan South East Asia Growth Fund L.P, một thành viên thuộc Ngân hàng Phát triển Nhật Bản (DBJ) và 100 tỷ đồng trái phiếu cho Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS). Ngày 11/08 vừa qua, FCN đã hoàn tất thương vụ phát hành 32,5 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi với lãi suất 6%/năm, kỳ hạn 3 năm, giá chuyển đổi 20.400 đồng/cổ phiếu cho tổ chức Mutual Fund Elite (Non-UCITS) và 40 tỷ đồng cho quỹ Vietnam Holding LTD.

Như vậy tổng giá trị trái phiếu chuyển đổi còn lại là hơn 100 tỷ đồng.

### Triển vọng kinh doanh 6 tháng cuối năm 2016. Định giá cổ phiếu

Đến thời điểm tháng 8/2016, FCN có tổng giá trị hợp đồng ký kết đã đạt 2.300 tỷ đồng, trong đó có 900 tỷ đồng từ những hợp đồng đã ký trong năm 2015 chuyển sang và 1.400 tỷ đồng từ những hợp đồng mới ký kết trong 8 tháng đầu năm 2016, FCN cũng đang trong quá trình đàm phán và chuẩn bị kí kết nhiều hợp đồng lớn khác để thực hiện trong những tháng cuối năm 2016 và 2017. Ngoài ra, FCN thường hạch toán kết quả kinh doanh lớn nhất vào Q4 hàng năm do đặc thù kinh doanh.

Tiếp nối đà tăng trưởng của năm 2015 với nhiều dự án lớn trúng thầu và triển vọng khả quan của những tháng đầu năm 2016, giá trị hợp đồng ký kết để thực hiện cho năm 2016 đã đạt 2.300 tỷ đồng, trong đó có 900 tỷ đồng từ những hợp đồng đã ký trong năm 2015 chuyển sang và 1400 tỷ đồng từ những hợp đồng mới ký kết trong 8 tháng đầu năm 2016, FCN đặt mục tiêu doanh thu cho năm 2016 là 2.600 tỷ đồng (+56,57% yoy). Được biết FCN có tham vọng trở thành nhóm doanh nghiệp hàng đầu về lĩnh vực hạ tầng tại Việt Nam vào năm 2020.

Trong bối cảnh kinh tế Việt Nam tiếp tục đà tăng trưởng 6,8% trong năm nay, nhiều Hiệp định thương mại tự do được ký kết sẽ tiếp tục thu hút mạnh dòng vốn FDI, Nhà nước tiếp tục tăng cường đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng và sự hồi phục của thị trường bất sản, sẽ tiếp tục tác động tích cực tới nhu cầu xây dựng. FCN đã khẳng định được vị trí đầu ngành của mình trong lĩnh vực công trình ngầm và nền móng yếu, phản ánh thông qua tốc độ trúng thầu nhiều dự án lớn trong thời gian gần đây và nhiều dự án tiếp tục được triển khai cho các giai đoạn tiếp theo, như các nhà máy nhiệt điện (Nghị Sơn 2, Long Phú 1, Long Phú 2, Sông Hậu 1, Duyên Hải 3, Vũng Áng 3, Nam Định) và nhà máy lọc dầu (Long Sơn Dung Quất, Nhơn Hội). Trên cơ sở đó, chúng tôi đánh giá FCN hoàn toàn có thể đạt được mục tiêu 2.600 tỷ đồng doanh thu trong năm nay. Với kết quả này, chúng tôi dự phóng LNST của FCN có thể đạt mức 160 tỷ đồng, tăng 12,67% so với thực hiện năm 2015 tương đương EPS đạt 3.500 đồng/cp.

Hiện tại cổ phiếu FCN đang giao dịch với mức P/E là 6.9x, đây là mức khá hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành Xây dựng (P/E là 9,5 lần) cũng như P/E thị trường (14.x lần), giá trị hợp lý của cổ phiếu FCN vào khoảng 25.000 đồng /CP, tương đương P/E forward năm 2016 ở mức 7,1 lần. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư **Nắm giữ** cổ phiếu FCN tại vùng giá 21.000 - 22.000 đồng /CP, đây là vùng giá của trái phiếu chuyển đổi.

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH LẠC QUAN

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Chúng tôi khuyến nghị *Nắm giữ* đối với cổ phiếu của Công ty kỹ thuật nền móng và Công trình ngầm Fecon (FCN) với mức định giá trên cơ sở thận trọng 25.000 đồng/cp, với tiềm năng tăng giá ~16,82% so với 21.400 đồng/cp ngày 31/08/2016 trên cơ sở:**

- Kinh tế Việt Nam tiếp tục tăng trưởng khả quan nhờ giá nhập nhiều Hiệp định thương mại tự do.
- Thị trường bất động sản khởi sắc, nhiều dự án tiếp tục được triển khai và xây dựng.
- Fecon duy trì được hiệu quả kinh doanh tốt ngay cả trong giai đoạn khó khăn nhất của thị trường bất động sản.
- Kết quả kinh doanh năm 2015 khả quan: thành công trong lĩnh vực công trình ngầm và đầu tư hạ tầng.
- Lĩnh vực thi công hạ tầng và thi công công trình ngầm tiếp tục đóng góp doanh thu và lợi nhuận cao nhờ một loạt những dự án gối đầu.
- MUA cổ phiếu FCN tại vùng giá 20.000 - 21.000 đồng /CP- đây là vùng giá của trái phiếu chuyển đổi.

#### ▪ Triển vọng ngành xây dựng năm 2016

Ngành xây dựng sẽ tiếp tục tăng trưởng khả quan nhờ sự hồi phục của thị trường bất động sản trong hai năm 2014-2015 và dự báo sẽ tiếp tục ấm lên trong năm 2016. Bên cạnh đó, nhu cầu xây dựng sẽ gia tăng trong bối cảnh kinh tế Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2016-2020, GDP có thể đạt mức bình quân 6,7-7%/năm, khi chính thức tham gia nhiều Hiệp định thương mại tự do quan trọng, như Cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC), Hiệp định FTA Việt Nam – EU (EVFTA), Hiệp định TPP, Hiệp định FTA Việt Nam – Hàn Quốc (VKFTA) và Hiệp định đối tác kinh tế toàn diện khu vực (RCEP). Điều này phản ánh qua con số tăng trưởng ấn tượng của 104 doanh nghiệp xây dựng đang niêm yết trên hai sàn (HSX và HNX). Trong Quý IV/2015, tổng doanh thu của toàn nhóm này đạt mức 33.487 tỷ đồng và lợi nhuận gộp đạt 3.585 tỷ đồng, tương ứng mức tăng bình quân lần lượt đạt 11,2% và 14,7% so với cùng kỳ năm trước (theo Stockbiz).

#### ▪ Vị thế cạnh tranh trong ngành

Mặc dù không nằm trong top 5 doanh nghiệp (CTD, PVX, VCG, HUT và HBC) lớn nhất nhất trong nhóm 104 doanh nghiệp niêm yết đang sở hữu 49,5% doanh thu thuần và 39,4% lợi nhuận trước thuế của toàn nhóm, nhưng FCN lại có vị thế đầu ngành trong lĩnh vực Nền móng yếu và công trình ngầm và nằm trong top 5 doanh nghiệp (CTD, SHN, VCG, HUT và FCN) có lợi nhuận lớn nhất, đóng góp 57% lợi nhuận Quý IV/2015.

Đến nay FCN đã trở thành công ty hàng đầu trong lĩnh vực nền móng công trình ngầm tại Việt Nam. Mục tiêu tới năm 2020, FECON sẽ trở thành nhóm doanh nghiệp hàng đầu về Hạ tầng tại Việt Nam. Hiện tại, FCN là đơn vị đầu tiên và duy nhất của Việt Nam sản xuất thành công sản phẩm cọc bê tông ly tâm dự ứng lực cường độ cao (Mac 800) theo tiêu chuẩn quốc tế. FCN tham gia thi công ở hầu hết các công trình trọng điểm quốc gia như: Nhà máy Lọc hóa dầu Nghi Sơn, Nhà máy nhiệt điện Thái Bình 1, Nhà máy nhiệt điện Vĩnh Tân 4, Nhà máy Samsung Thái Nguyên, Cao tốc Đà Nẵng – Quảng Ngãi... Gần đây nhất đã chính thức đặt chân vào dự án công trình ngầm đầu tiên đó là tuyến tàu điện ngầm Metro số 1 TP Hồ Chí Minh cùng đối tác Raito.

#### ▪ Kết quả hoạt động kinh doanh

**FCN duy trì được hiệu quả kinh doanh tốt ngay cả trong giai đoạn khó khăn nhất của thị trường Bất động sản**

Nhiều doanh nghiệp trong ngành xây dựng đã bị ảnh hưởng nặng nề, lợi nhuận giảm mạnh thậm chí thua lỗ hoặc phá sản khi tăng trưởng kinh tế chậm lại, lãi suất tăng mạnh khiến chi phí hoạt động tăng mạnh và thị trường Bất động sản rơi vào trạng thái đóng băng (giai đoạn 2010-2013), nhưng hoạt động kinh doanh của FCN vẫn được đảm bảo, tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận bình quân vẫn đạt tương ứng là 15,86% và 9%/năm và lợi nhuận gộp biên duy trì ở mức trên 17%/năm.

**Hoạt động kinh doanh năm 2015 chỉ đạt 92,25% KHDT và 84,21% KHLN, nhưng tăng trưởng mạnh so với năm 2014**

Năm 2015, FCN đã ghi nhận 1.660 tỷ đồng doanh thu, hoàn thành 92,25% kế hoạch doanh

thu và tăng 23% so với năm 2014. LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 141,5 tỷ, hoàn thành 84,21% kế hoạch và tăng 8,57% so với năm 2014. Nguyên nhân dẫn đến kết quả hoạt động kinh doanh năm 2015 thấp hơn so với chỉ tiêu kế hoạch, chủ yếu là do chi phí tài chính phát sinh (lãi vay, lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện và chi phí khác) tăng mạnh lên 148,1 tỷ đồng (+379% yoy) và chi phí quản lý tăng 32,5 tỷ đồng (+51,66% yoy) lên mức gần 95,7 tỷ đồng.

Biên lợi nhuận gộp năm 2015 giảm so với năm, chỉ đạt 17,4% so với mức 18,9% năm 2014. Nguyên nhân là do từ năm 2015 FCN tham gia thêm mảng hoạt động cọc khoan nhồi, thi công các dự án nhỏ có biên lợi nhuận thấp so với cọc bê tông dự ứng lực của các dự án lớn.

Biên lợi nhuận ròng năm 2015 cũng giảm nhẹ so với năm 2014 đạt 9,3% so với 10% năm 2014. Nguyên nhân chính do FCN tiếp tục mở rộng quy mô tài sản và tăng đầu tư góp vốn bằng vay nợ ngắn hạn và phát hành trái phiếu chuyển đổi do đó chi phí lãi vay tăng mạnh lên mức 55,45 tỷ đồng tăng 95% so với 28,43 tỷ đồng năm 2014.

### **Triển khai, trúng thầu nhiều dự án lớn và mở rộng thị trường ra ngoài nước trong năm 2015**

Năm 2015, FCN đã đánh dấu những bước đi quan trọng trong lĩnh vực công trình ngầm và đầu tư hạ tầng với việc thi công thành công Jet Grouting đường kính lớn 3,5m duy nhất trên thị trường tại dự án Metro Line 1 TP. Hồ Chí Minh, sản xuất thử nghiệm thành công bê tông vô hàm và đầu tư vào hạ tầng giao thông với dự án BOT Quốc lộ 1 đoạn tránh thành phố Phú Lý – Hà Nam...

FCN cũng ghi nhận kỷ lục số lượng dự án trong năm 2015 lên tới 80 dự án tăng gấp đôi so với năm 2014. Các dự án lớn điển hình: xử lý nền tại nhà máy Samsung Bắc Ninh, Samsung Thái Nguyên, Samsung TP HCM, dự án Nhà máy dầu ăn Nghi Sơn, Nhiệt Điện Long Phú 1, Nhiệt điện Thái Bình 1,...

Bên cạnh đó, năm 2015 lần đầu tiên sau 11 năm, FCN bước ra thị trường ngoài nước khi đấu thầu thành công gói thầu Xử lý nền dự án mở rộng cảng Thilawa-Myanmar và bắt tay với công ty xây dựng địa phương thành lập Công ty liên doanh FECON-RAINBOW- công ty đầu tiên của FECON tại nước ngoài.

### **Lĩnh vực thi công hạ tầng và thi công công trình ngầm tiếp tục đóng góp doanh thu và lợi nhuận cao nhờ một loạt những dự án gói thầu.**

Lĩnh vực thi công hạ tầng, thi công công trình ngầm và khai thác & cung cấp vật liệu đá xây dựng sẽ là 3 mảng hoạt động quan trọng mà FCN đặt mục tiêu bứt phá trong giai đoạn 2016-2017. Một số dự án lớn đóng góp vào kết quả kinh doanh của FCN trong năm 2015 như: Nhà máy Lọc hóa dầu Nghi Sơn (70 tỷ) và dự án nhà máy dầu thực vật Vocarimex (81 tỷ đồng), tổ hợp các dự án thuộc Samsung (400 tỷ đồng), Nhà máy Nhiệt điện Thái Bình 1 (250 tỷ đồng), Đại Quang Minh (200 tỷ đồng), Nhiệt điện Long Phú 1 (150 tỷ).

Tiếp nối thành công từ năm trước, từ đầu năm tới nay FCN liên tục ký thêm được gần 500 tỷ đồng các gói thầu thi công và cung cấp cọc, trong đó có những hợp đồng quan trọng như gói cọc ly tâm và móng dự án The Manor Central Park (92 tỷ đồng), Ga Depot Hà Đông (30 tỷ đồng), Diamond Tân Thuận Tây (62 tỷ đồng). Chỉ riêng tháng 3/2016 FCN đã trúng thầu 4 dự án lớn trị giá 170 tỷ đồng. Trong đó, đáng chú ý là gói thầu khoan cọc Dự án nhà máy bột giấy Quảng Ngãi 97 tỷ đồng. Đây là dự án do liên doanh giữa Tập đoàn JK (Ấn Độ), Tập đoàn Sojitz (Nhật Bản) và Tổng công ty Lâm nghiệp Việt Nam (Vinafor) đầu tư với tổng vốn đăng ký đầu tư hơn 7.900 tỷ đồng. Một gói hợp đồng quan trọng khác là thi công 3.980 m cọc khoan nhồi và 3.760 m tường vây cho Dự án Tòa soạn báo Nhân dân trị giá 28 tỷ đồng. Một số hợp đồng khác có giá trị cao như tường vây dự án Tòa soạn báo Nhân dân trị giá 28 tỷ đồng. Ngoài ra, còn có dự án thi công cọc Dự án Conic Residence tại Tp. Hồ Chí Minh và dự án Gold Mark City 136 Hồ Tùng Mậu cũng sẽ mang lại cho FECON thêm khoảng 44 tỷ đồng.

***Nhìn chung, hoạt động kinh doanh của FCN liên tục tăng trưởng, doanh thu năm 2013 đạt 1204,7 tỷ đồng thì đến năm 2015 là 1660,5 tỷ đồng tăng 37,83%. Nhờ giá vốn hàng bán trên doanh thu thuần giảm nhẹ nên biên lợi nhuận gộp năm 2015 tăng gần 42% so với năm 2013. Kết quả, lợi nhuận sau thuế năm 2015 tăng 32,5% đạt 154,88 tỷ đồng. Với kết quả hoạt động kinh doanh luôn duy trì được tốc độ tăng trưởng tốt trong những năm qua và liên tiếp trúng thầu các dự án lớn trong năm 2015 và những tháng đầu năm nay, chúng tôi cho rằng trong năm nay và những năm tiếp theo công ty sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng doanh thu khoảng 20-30%/năm.***

#### **▪ Định giá cổ phiếu**

Tiếp nối đà tăng trưởng của năm 2015 với nhiều dự án lớn trúng thầu và triển vọng khả quan của những tháng đầu năm 2016, giá trị hợp đồng ký kết để thực hiện cho năm 2016

đã đạt 1.400 tỷ đồng, trong đó có 900 tỷ đồng từ những hợp đồng đã ký trong năm 2015 chuyển sang và 500 tỷ đồng từ những hợp đồng mới ký kết trong 3 tháng đầu năm 2016, FCN đặt mục tiêu doanh thu cho năm 2016 là 2.600 tỷ đồng (+56,57% yoy). Được biết FCN có tham vọng trở thành nhóm doanh nghiệp hàng đầu về lĩnh vực hạ tầng tại Việt Nam vào năm 2020.

Trong bối cảnh kinh tế Việt Nam tiếp tục đà tăng trưởng 6,8% trong năm nay, nhiều Hiệp định thương mại tự do được ký kết sẽ tiếp tục thu hút mạnh dòng vốn FDI, Nhà nước tiếp tục tăng cường đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng và sự hồi phục của thị trường bất sản, sẽ tiếp tục tác động tích cực tới nhu cầu xây dựng. FCN đã khẳng định được vị trí đầu ngành của mình trong lĩnh vực công trình ngầm và nền móng yếu, phản ánh thông qua tốc độ trúng thầu nhiều dự án lớn trong thời gian gần đây và nhiều dự án tiếp tục được triển khai cho các giai đoạn tiếp theo, như các nhà máy nhiệt điện (Nghị Sơn 2, Long Phú 1, Long Phú 2, Sông Hậu 1, Duyên Hải 3, Vũng Áng 3, Nam Định) và nhà máy lọc dầu (Long Sơn Dung Quất, Nhơn Hội). Trên cơ sở đó, chúng tôi đánh giá FCN hoàn toàn có thể đạt được mục tiêu 2.600 tỷ đồng doanh thu trong năm nay. Với kết quả này, chúng tôi dự phóng LNST của FCN có thể đạt mức 160 tỷ đồng, tăng 12,67% so với thực hiện năm 2015 tương đương EPS đạt khoảng 3.500 đồng/cp.

Hiện tại cổ phiếu FCN đang giao dịch với mức P/E là 6.9x, đây là mức khá hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành Xây dựng (P/E là 9,5 lần) cũng như P/E thị trường (14.x lần), giá trị hợp lý của cổ phiếu FCN vào khoảng 25.000 đồng /CP. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư **Nắm giữ** cổ phiếu FCN tại vùng giá 21.000 – 22.000 đồng /CP đây là vùng giá của trái phiếu chuyển đổi.

#### ■ **Rủi ro đầu tư cổ phiếu**

**Rủi ro kinh doanh:** FCN cũng như các công ty xây dựng khác trong cùng ngành sẽ chịu tác động từ sự biến động chung của nền kinh tế, cũng như sự tăng trưởng chậm lại của nhu cầu đầu tư cho xây dựng dân dụng và cơ sở hạ tầng. Bên cạnh đó, nhiều dự án được đấu thầu dưới hình thức BOT, do đó việc thu hồi vốn sẽ cần nhiều thời gian hơn.

**Rủi ro pha loãng cổ phiếu:** Tổng giá trị trái phiếu chuyển đổi của công ty là 500 tỷ đồng, tương đương với khoảng 25 triệu cổ phiếu. FECON đã phát hành thành công 195.585 trái phiếu với giá trị 195,6 tỷ đồng cho Japan South East Asia Growth Fund L.P, một thành viên thuộc Ngân hàng Phát triển Nhật Bản (DBJ) và 100 tỷ đồng trái phiếu cho Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS). Ngày 11/08 vừa qua, FCN đã hoàn tất thương vụ phát hành 32,5 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi với lãi suất 6%/năm, kỳ hạn 3 năm, giá chuyển đổi 20.400 đồng/cổ phiếu cho tổ chức Mutual Fund Elite (Non-UCITS) và 40 tỷ đồng cho quỹ Vietnam Holding LTD. Như vậy tổng giá trị trái phiếu chuyển đổi còn lại là hơn 100 tỷ đồng. Như vậy rủi ro pha loãng sẽ tương ứng khoảng 18-20%. FCN có triển vọng tăng trưởng kép với tỷ lệ CAGR từ 20-25% trong giai đoạn 2016 –2018, tăng tốt hơn tốc độ pha loãng dự kiến từ trái phiếu chuyển đổi qua đó sẽ giúp trung hòa rủi ro pha loãng cổ phiếu.

**TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

**BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

Đvt: Tỷ VND

	2013	2014	2015
Doanh thu bán hàng và CCDV	1,204.7	1,354.0	1,660.6
Các khoản giảm trừ doanh thu	0.0	0.0	0.0
Doanh thu thuần	1,204.7	1,354.0	1,660.6
Giá vốn hàng bán	1,000.6	1,097.9	1,370.9
Lợi nhuận gộp	204.1	256.0	289.7
Doanh thu hoạt động tài chính	13.0	11.0	136.0
Chi phí tài chính	20.8	30.9	148.2
Trong đó: Chi phí lãi vay	18.2	28.4	55.5
Chi phí bán hàng	10.5	11.8	12.5
Chi phí quản lý doanh nghiệp	50.9	63.2	95.7
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	134.9	161.2	169.4
Thu nhập khác	25.5	140.4	45.3
Chi phí khác	23.4	149.7	45.6
Lợi nhuận khác	2.1	-9.3	-0.3
Lãi (lỗ) cty liên doanh/liên kết	12.6	17.4	19.2
Lợi nhuận trước thuế	149.6	169.3	188.2
Chi phí thuế TNDN hiện hành	26.5	33.9	33.3
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	6.2	0.2	0.0
Lợi nhuận sau thuế	116.9	135.2	154.9
Lợi ích của cổ đông thiểu số	14.5	4.9	13.4
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	102.3	130.3	141.5

**BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN**

Đvt: Tỷ VND

	2013	2014	2015
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	1,168.0	1,411.6	1,939.4
Tiền và tương đương tiền	360.2	236.6	299.7
Đầu tư tài chính ngắn hạn	5.1	0.0	0.6
Các khoản phải thu	660.8	925.0	1,062.2
Hàng tồn kho	113.5	155.6	388.6
Tài sản ngắn hạn khác	28.5	94.4	188.3
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	426.2	786.5	1,001.7
Phải thu dài hạn	0.0	0.0	3.7
Tài sản cố định	265.9	418.8	693.8
Bất động sản đầu tư	0.0	0.0	0.0
Đầu tư tài chính dài hạn	148.8	348.6	276.3
Lợi thế thương mại	0.0	0.0	0.0
Tài sản dài hạn khác	11.6	19.2	27.9
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	1,594.2	2,198.1	2,941.1
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	895.7	1,400.8	1,941.7
Nợ ngắn hạn	848.9	1,031.9	1,281.8
Vay và nợ ngắn hạn	181.5	189.2	414.8
Phải trả người bán	352.5	553.6	328.1
Người mua trả tiền trước	59.2	6.7	258.7
Nợ dài hạn	46.7	368.9	659.9
Vay và nợ dài hạn	40.6	363.0	285.4
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	616.5	733.8	781.2
Vốn đầu tư của CSH	397.6	457.2	457.2
Thặng dư vốn cổ phần	34.5	34.5	34.5
Cổ phiếu quỹ	0.0	0.0	0.0
Lãi chưa phân phối	137.8	189.4	226.5
Vốn và quỹ khác	46.6	52.7	62.9
Lợi ích cổ đông thiểu số	82.0	63.5	218.3
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	1,594.2	2,198.1	2,941.1

**CÁC HỆ SỐ TÀI CHÍNH**

	2013	2014	2015
Hệ số về khả năng thanh toán			
Hệ số thanh toán hiện thời	1.38	1.37	1.51
Hệ số thanh toán nhanh	1.24	1.22	1.21
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.42	0.23	0.23
Hệ số về hiệu quả hoạt động			
Vòng quay các khoản phải thu	1.82	1.46	1.56
Số ngày thu nợ bình quân	197.46	245.94	230.27
Vòng quay hàng tồn kho	17.64	8.16	5.04
Số ngày tồn kho bình quân	33.91	41.37	84.25
Vòng quay tổng tài sản	0.76	0.62	0.56
Vòng quay tài sản cố định	4.53	3.23	2.39
Hiệu suất sử dụng vốn chủ sở hữu	1.95	1.85	2.13
Hệ số về cơ cấu vốn			
Tài sản ngắn hạn/ Tổng tài sản	73.3%	64.2%	65.9%
Tài sản dài hạn/ Tổng tài sản	26.7%	35.8%	34.1%
Hệ số nợ (chung)	56.2%	63.7%	66.0%
Hệ số nợ trên VCSH	145.3%	190.9%	248.6%
Hệ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản	53.3%	46.9%	43.6%
Hệ số nợ ngắn hạn trên TS ngắn hạn	72.7%	73.1%	66.1%
Hệ số nợ ngắn hạn trên VCSH	137.7%	140.6%	164.1%
Hệ số nợ dài hạn trên tổng tài sản	2.9%	16.8%	22.4%
Hệ số nợ dài hạn trên tài sản dài hạn	11.0%	46.9%	65.9%
Hệ số nợ dài hạn trên VCSH	7.6%	50.3%	84.5%
Hệ số về khả năng sinh lời			
Hệ số lợi nhuận gộp	16.9%	18.9%	17.4%
Hệ số lợi nhuận từ HĐSXKD	11.2%	11.9%	10.2%
Hệ số lợi nhuận khác	0.2%	-0.7%	0.0%
Hệ số lợi nhuận trước thuế	12.4%	12.5%	11.3%
Hệ số lợi nhuận ròng	8.5%	9.6%	8.5%
Hệ số sinh lời tổng tài sản (ROA)	6.4%	5.9%	4.8%
Hệ số sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE)	16.6%	17.8%	18.1%
Tỷ trọng lợi nhuận khác/ LNTT	0.0%	0.0%	0.0%
Tỷ trọng lợi nhuận từ HĐSXKD/ LNTT	1.4%	-5.5%	-0.2%
Hệ số đánh giá thu nhập			
Thu nhập trên cổ phần (EPS)	2,574	2,850	3,094
Cổ tức trên cổ phần	1,000	1,000	1,000
Hệ số chi trả cổ tức	38.9%	35.1%	32.3%
Mức sinh lời cổ tức	4.3%	3.4%	3.8%
Tăng trưởng cổ tức hàng năm (gD)	0.0%	0.0%	0.0%
Giá trị sổ sách (BV)	15,506	16,049	17,085

**Liên hệ:**

**Trung tâm nghiên cứu:**

Trần Hoàng Sơn

[son.tranhoang@mbs.com.vn](mailto:son.tranhoang@mbs.com.vn)

Đỗ Bảo Ngọc

[Ngoc1.dobao@mbs.com.vn](mailto:Ngoc1.dobao@mbs.com.vn)

Phạm Văn Quỳnh

[Quynh.phamvan@mbs.com.vn](mailto:Quynh.phamvan@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
----------	--

MUA	$\geq 20\%$
-----	-------------

KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
----------	----------------

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
--------------------	------------------

KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
--------------	-------------------

BÁN	$\leq -20\%$
-----	--------------

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

**MBS tự hào được nhìn nhận là:**

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**MBS HỘI SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.