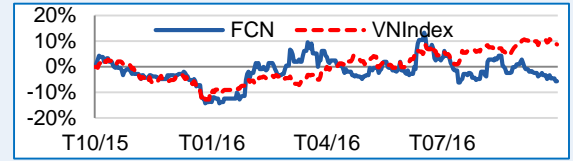


CTCP FECON (FCN)

BC Khối khách hàng cá nhân

Ngày báo cáo:	02/11/2016		2014	2015	9M2016
Giá hiện tại:	19.600 VND	Tăng trưởng DT	12,4%	22,6%	32%
Lợi suất cổ tức:	5,1%	Tăng trưởng LNST	33,1%	16,4%	9%
		Biên LN gộp	18,9%	17,4%	15,3%
		Biên LN ròng	9,6%	8,5%	6,8%
		EV/EBITDA	6,1x	6,1x	



Ngành:	Xây dựng		<u>FCN</u>	<u>Peer</u>	<u>VNI</u>
GT vốn hóa:	42,5 triệu USD	P/E (trượt)	6,3x	11,0x	16,3x
Room KN:	0 triệu USD	P/B (hiện tại)	1,2x	1,6x	1,8x
GTGD/ngày (30n):	0,18 triệu USD	Nợ ròng/CSH	70%	113%	N/A
Cổ phần Nhà nước:	0%	ROE	21,6%	15,3%	12,9%
SL cổ phiếu lưu hành	47,7 triệu	ROA	5,3%	10,6%	2,2%
Pha loãng	71,2 triệu				

FCN chuyên thực hiện xây lắp công trình nền, móng đối với các dự án nhà ở cũng như công nghiệp. Ngoài ra, FCN cũng thực hiện hoạt động xây dựng công trình ngầm với công trình tiêu biểu là đoạn ngầm tuyến metro số 1 tại TP. HCM. FCN có thị trường lớn ở miền Bắc nhưng công ty cũng đang mở rộng vào thị trường miền Nam và nước ngoài.

Danh mục các dự án đang thực hiện lớn thúc đẩy LN năm 2016

Nguyễn Đắc Phú Thành
Chuyên viên

Chúng tôi khuyến nghị NĐT mở vị thế đối với cổ phiếu của CTCP FECON (FCN) trong 3-6 tháng nhờ vị thế đầu ngành trong lĩnh vực thi công công trình nền móng và công trình ngầm. Chúng tôi cho rằng FCN có tiềm năng tăng trưởng cao nhờ mở rộng thị trường tại miền Nam và nước ngoài, mức P/E 6,3 lần chưa phản ánh đúng tiềm năng của công ty.

FCN là công ty hàng đầu trong lĩnh vực xây dựng công trình nền móng, công trình ngầm thương hiệu uy tín và kỹ thuật hiện đại. Lợi thế cạnh tranh lớn nhất của FCN là công ty có thể áp dụng đa dạng các công nghệ xây dựng cho các dạng dự án khác nhau. FCN đã thực hiện công trình cho nhiều tập đoàn lớn như Samsung Vietnam, Vingroup, và Bitexco, và Keppel Land và CapitaLand. Tuyến metro số 1 đánh dấu sự thâm nhập của FCN vào phân khúc xây dựng công trình ngầm.

Thị trường miền Nam và thị trường nước ngoài sẽ giúp FCN gia tăng số lượng dự án. FCN đã có vị thế vững chắc ở thị trường miền Bắc từ lâu, công ty đang cố gắng thâm nhập thị trường miền Nam và bước đầu đã đạt được thành công nhất định. FCN hợp tác với RAITO, một công ty xây dựng của Nhật Bản để thành lập RAITO-FECON (RFI), công ty chuyên xây dựng công trình ngầm tại Việt Nam và xa hơn là hướng đến nước ASEAN. Ngoài ra, FECON RAINBOW được thành lập để thực hiện các công trình của RAITO tại Myanmar.

Danh mục dự án đang thực hiện lớn tạo tăng trưởng tốt cho doanh thu năm 2016. Sau khi ghi nhận 49 triệu USD doanh thu từ hoạt động xây dựng trong Quý 3, FCN đang thực hiện một số hợp đồng trị giá 72 triệu USD, và dự kiến trong Quý 4/2016 sẽ ký thêm một số hợp đồng trị giá 18-22 triệu USD. Do đặc thù của hoạt động xây lắp công trình nền, móng, FCB thường ghi nhận doanh thu cao nhất trong Quý 4. Vì vậy, chúng tôi cho rằng doanh thu 2016 của FCN sẽ tăng 32% lên 2.200 tỷ đồng.

Tỷ lệ EPS có khả năng bị pha loãng 21% trong năm 2017. Năm 2016, Japan South East Asia Growth Fund L.P. tiếp tục mua trái phiếu chuyển đổi của FCN dù 195,6 tỷ đồng trái phiếu của công ty sẽ đáo hạn vào tháng sáu tới. Vì vậy, có thể tin rằng nhà đầu tư chiến lược này muốn trở thành cổ đông của FCN bằng cách chuyển đổi trái phiếu. Tuy nhiên, công ty cho biết đang thương lượng để gia hạn một phần số trái phiếu này.

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận sẽ bù đắp phần pha loãng đến từ phát hành trái phiếu chuyển đổi. Chúng tôi dự báo LNST 2017 sẽ tăng 23%. Dự báo này được đưa ra trên cơ sở doanh thu tăng trưởng 20% vì hoạt động thi công dự kiến sẽ mạnh, và giá định biên lợi nhuận ròng 7%, cao hơn so với mức 6,8% trong 9 tháng đầu năm 2016. Như vậy, tăng trưởng LNST có thể bù đắp được tình trạng EPS bị pha loãng 21%.

Mức trả cổ tức hấp dẫn đối với các NĐT. Với kết quả lợi nhuận 2016 tích cực, chúng tôi dự báo FCN sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt lợi suất 5% như hai năm qua.

KQLN 6 tháng đầu năm 2016

Hình 1: KQLN hợp nhất 9 tháng đầu năm 2016

tỷ VND	Q3/2015	Q3/2016	Tăng trưởng	9T đầu 2015	9T đầu 2016	Tăng trưởng	Ghi chú
Doanh thu	341	523	53%	885	1.167	32%	
trong đó, từ xây dựng				685	1.092	59%	Giá trị hợp đồng lớn, giúp hỗ trợ doanh thu từ hoạt động xây dựng.
% trong doanh thu				77%	94%		
Lợi nhuận gộp	57	57	0%	157	179	14%	Biên lợi nhuận giảm để ký được hợp đồng do thị trường cạnh tranh, phù hợp với kế hoạch của FCN đầu năm 2016.
Chi phí quản lý và bán hàng	-31	-26	-18%	-74	-83	11%	
Lợi nhuận từ HĐKD	26	31	22%	83	96	16%	
Thu nhập tài chính	3	15	488%	24	66	176%	Lợi nhuận bất thường nhờ thoái vốn khỏi Cienco6
Chi phí tài chính	17	17	-4%	42	89	112%	
Trong đó, chi phí lãi vay	12	16	40%	34	51	49%	Phát hành 131,9 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi tháng 04/2016.
Lợi nhuận trước thuế	18	39	114%	79	94	20%	
LNST và sau lợi ích CĐTS	16	32	101%	68	78	14%	
Biên lợi nhuận gộp	16,7%	10,9%		17,7%	15,3%		
Chi phí quản lý và bán hàng / doanh thu	9,2%	5,0%		8,4%	7,1%		
Biên LN từ HĐKD %	7,5%	6,0%		9,3%	8,2%		
Biên LNST %	4,7%	6,2%		7,7%	6,7%		

Nguồn: FCN

Triển vọng 2016/17

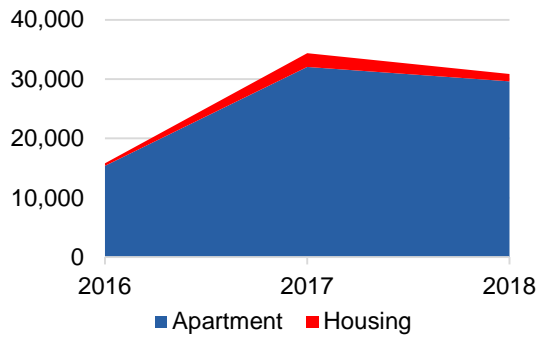
Trúng thầu nhiều dự án hơn nhờ mở rộng sang các thị trường mới

FCN có quan hệ tốt với nhiều khách hàng đang lập kế hoạch xây dựng dự án mới. Là một doanh nghiệp với thành tích hoạt động ấn tượng, FCN trúng thầu nhiều dự án của các tập đoàn lớn, như Samsung Corp., Vingroup (VIC) và Bitexco, cũng như các dự án trọng điểm của nhà nước như Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn, Nhà máy Nhiệt điện Thái Bình 1 và Vĩnh Tân 4. Phần lớn khách hàng hiện nay của FCN đều có kế hoạch mở rộng hoặc xây dựng dự án mới trong năm 2017, và FCN có nhiều khả năng tiếp tục trúng thầu các dự án này nhờ quan hệ kinh doanh tốt với các đối tác trên.

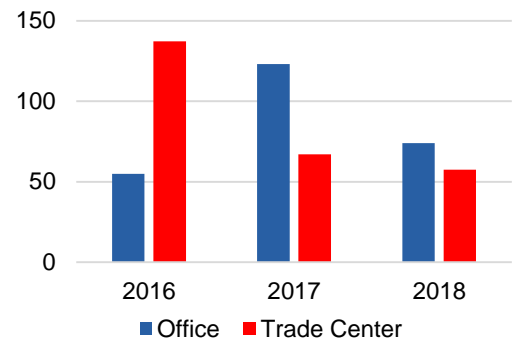
FCN dự kiến sẽ mở rộng hoạt động vào miền Nam. Trong tháng 06/2016, FCN đã thành lập công ty con FECON South. Công ty này có nhiệm vụ hỗ trợ FCN mở rộng hoạt động vào miền Nam, là khu vực có nhiều dự án tiềm năng. Hiện FCN thực hiện xây lắp công trình nền, móng cho các dự án nhà ở của CapitaLand và Keppel Land, ngoài ra công ty cũng thực hiện một số dự án công nghiệp như nhà máy tại TP. HCM của Samsung, nhà máy nước Tham Lương – giai đoạn 1 của SFC Vietnam. Dựa trên số liệu thống kê của Jones Lang LaSalle (JLL), chúng tôi cho rằng nhu cầu xây lắp công trình nền, móng năm 2017 sẽ mạnh. Là một trong những công ty xây lắp công trình nền, móng công nghệ cao hàng đầu Việt Nam, FCN có thể thi công bằng nhiều phương pháp khác nhau, như xử lý nền chân không dành cho các dự án công nghiệp và điện, xử lý nền cho các dự án đường cao tốc, và khoan cọc nhồi cho các dự án nhà ở. Chúng tôi cho rằng khả năng thực hiện nhiều phương pháp thi công khác nhau sẽ hỗ trợ FCN có thêm nhiều khách hàng tại thị trường mới này.

FCN dự kiến sẽ vươn ra thị trường nước ngoài với việc thành lập FECON RAINBOW tại Myanmar. FECON RAINBOW phụ trách thực hiện khảo sát địa chất, xử lý móng và xây dựng cọc cho Super Rainbow, một công ty xây dựng của Myanmar. Chúng tôi cho rằng việc hợp tác này sẽ hỗ trợ FCN có thêm nhiều dự án mới tại một thị trường đầy tiềm năng.

Hình: Cung nhà ở và căn hộ mới (căn)



Hình 7: Mặt bằng văn phòng và trung tâm thương mại (nghìn m2)



Nguồn: Jones Lang LaSalle

High backlog will boost FY16 result for FCN

FCN cho biết các hợp đồng mới ký tính đến cuối Quý 3/2016 trị giá 45 triệu USD. Ngoài số hợp đồng mới này, FCB dự kiến sẽ có thêm hợp đồng khoảng 400-500 tỷ đồng, nâng tổng giá trị dự án năm 2016 lên 3.000 tỷ đồng. Phần lớn dự án cung cấp và xây dựng cọc sẽ hoàn tất trong thời gian 3-4 tháng, và sẽ được ghi nhận trong năm nay. Chúng tôi ước tính có khoảng 1.000 tỷ đồng sẽ được chuyển sang năm 2017, qua đó kích thích tăng trưởng doanh thu. Chúng tôi cũng dự báo xây dựng công trình ngầm sẽ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận của FCN năm tới.

Hình: Danh mục các dự án của FCN

Dự án	Khởi công	Trị giá (tỷ VND)	Chủ thầu chính	Địa điểm	Công đoạn
Từ năm 2015					
2015					
Tuyến metro số 1	2015	1.000	Shimizu Maede - Bachy Soletanche Vietnam	TP. HCM	Thi công Jet Grouting tường vây, hạng mục thi công tường vây và cọc Kingpost phần ngầm Nhà hát lớn thành phố
BOT Phủ Lý	2015	400		Hà Nam	
Nhiệt điện Long Phú 1	Q3/2015	425	PetroVietnam Technical Services Corporation	Sóc Trăng	Sản xuất, cung cấp và thi công cọc vuông dự ứng lực 500x500, 350x350
Dự án nhà máy nước TP. HCM giai đoạn 2	Q3/2015	N/A	POSCO E&C	TP. HCM	Thi công cọc PHC450
New sign in 2016					
2016					
Nhà máy bột giấy Quảng Ngãi	Q1/2016	97	India's JK Paper and Japan's Sojitz Corporation	Quảng Ngãi	Khoan và thi công cọc móng
Vihome Reverside 2	Q1/2016		Vingroup	Hà Nội	Cung cấp và thi công cọc
Vinmec Đà Nẵng	Q1/2016	91	Vingroup	Đà Nẵng	Cung cấp và thi công cọc
Condotel Đà Nẵng	Q1/2016		Vingroup	Đà Nẵng	Cung cấp và thi công cọc
The Manor Central Park	Q1/2016	92	Bitexco JSC	Hà Nội	Thi công Cọc và Móng
Diamond Tân Thuận Tây	Q2/2016	62	Hoan Cau Group		Cung cấp và thi công cọc
Ga Depot Hà Đông	Q2/2016	30	6th Bureau Group Co Ltd (China)	Hà Nội	Cung cấp và thi công cọc
LG Display Hải Phòng	Q2/2016	80	GS& Serveone	Hải Phòng	Khoan và thi công cọc móng
Goldmark City	Q2/2016	23,5	Coteccons	Hà Nội	Cung cấp và thi công cọc
Nhà máy Samsung Bắc Ninh – Giai đoạn 3	Q2/2016	88	Samsung C&T	Bắc Ninh	Cung cấp và thi công hơn 110,000m cọc PHC500A và RC300x300
Samsung C&T	Q2/2016		Samsung C&T	TP. HCM	Cung cấp và thi công cọc
Samsung Engineering	Q2/2016	48	Samsung C&T	Bắc Ninh	Cung cấp và thi công cọc

Nguồn: VCSC

Hợp tác với chủ thầu nước ngoài để thâm nhập phân khúc xây dựng ngầm

Phân khúc xây dựng ngầm sẽ giúp FCN tăng trưởng lợi nhuận. RAITO Construction, với vốn điều lệ 31 triệu USD, từ năm 1997 cung cấp kỹ thuật cải tạo và ổn định đất nền. Hiện RAITO sở hữu công nghệ hiện đại nhất, như Deep Soil Mixing, Soil Mixing Wall, Jet Grouting và QC system. Từ năm 2015 đến nay, nhà thầu Nhật Bản này và FCN có thỏa thuận để hợp tác chuyển giao công nghệ xây dựng công trình ngầm. Là doanh nghiệp Việt Nam đầu tiên có công nghệ Jet Grouting, FCN trúng thầu 2,6km đường hầm tuyến metro 1 tại TP. HCM. Theo ước tính, dự án sẽ mang lại khoảng 1.000 tỷ đồng doanh thu, biên lợi nhuận 15%-18% trong giai đoạn 2015-2017.

FCN và RAITO thành lập công ty RAITO-FECON (RFI), có vốn điều lệ 1,4 triệu USD trong tháng 09/2016. RFI dự kiến sẽ tập trung vào xây dựng công trình ngầm và hầm metro tại Việt Nam. Trong dài hạn, RIF dự kiến sẽ mở rộng hoạt động sang các nước ASEAN khác. FCN cho biết công ty đang tiếp cận thi công dự án cấp thoát nước tại TP. HCM, ước tính mang lại lợi nhuận lớn. Chúng tôi lạc quan về việc FCN tham gia lĩnh vực xây dựng công trình ngầm vì đây là một phân khúc mang lại lợi nhuận lớn nhưng lại khó thâm nhập vì đòi hỏi công nghệ cao.

Tăng trưởng LNST cao khắc phục được tình trạng pha loãng

FCN có rủi ro pha loãng từ trái phiếu chuyển đổi. Sau khi VCBS chuyển đổi 39,4 tỷ đồng trái phiếu, FCN vẫn còn 460,4 tỷ trái phiếu chuyển đổi, tương đương gần 23,6 triệu cổ phiếu. Việc phát hành trái phiếu chuyển đổi được lên kế hoạch năm 2014 để huy động vốn đầu tư cho FECON Underground và FECON Infrastructure. Trái phiếu có kỳ hạn 3 năm với lãi suất 6%. Nhà đầu tư có chuyển đổi 50% giá trị trái phiếu sau khi nắm giữ 15 tháng với giá chuyển đổi không thấp hơn 19.500VND. Tháng 06/2017, trái phiếu chuyển đổi của Japan South East Asia Growth Fund sẽ đáo hạn và chúng tôi cho rằng quỹ này có khả năng sẽ chuyển đổi một phần trái phiếu, dẫn đến pha loãng với tỷ lệ tối đa là 21%.

Hình: Danh sách trái chủ (tỷ đồng)

Trái chủ	Giá trị	Ngày phát hành	Ngày đáo hạn	Chuyển đổi tối đa 2016	Chuyển đổi tối đa 2017	Giá trị chuyển đổi	Phát hành cổ phiếu
Japan South East Asia Growth Fund	195,6	30/06/2014	30/06/2017	195,6	195,6	0	0
VCBS	100	09/06/2015	09/06/2018	50	10,6	39,4	2 triệu
Mutual Fund Elite	32,5	31/07/2015	31/07/2018	16,25	16,25	0	0
Vietnam Holding LTD	40	15/10/2015	15/10/2018	0	20	0	0
Japan South East Asia Growth Fund	131,9	21/04/2016	21/04/2019	0	0	0	0
Tổng cộng				261,85	241,85	39,4	2 triệu

Nguồn: FCN

Chúng tôi cho rằng EPS tăng mạnh sẽ bù đắp pha loãng từ chuyển đổi trái phiếu. Theo giả định của chúng tôi FCN sẽ đạt 149,6 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng 5,4% so với năm 2015. EPS 2016 không thay đổi đáng kể vì LNST tăng trưởng nhưng bị pha loãng do 2 triệu cổ phiếu mới của VCBS.

Chúng tôi cho rằng lĩnh vực xây dựng sẽ tiếp tục tăng trưởng năm 2017. Vì FCN có lợi thế về giá và được hỗ trợ công nghệ cao, chúng tôi thận trọng dự báo doanh thu 2017 của FCN sẽ đạt 2.640 tỷ VND, trong đó có 40 triệu USD sẽ được chuyển sang năm 2016. Việc hợp tác với hai công ty nước ngoài sẽ giúp biên lợi nhuận gộp tăng, nên chúng tôi giả định sẽ đạt 16%, so với 15,3% năm 2016. Chúng tôi dự báo FCN sẽ đạt 185 tỷ VND LNST, tăng 23% so với năm 2015, có tính cả đợt pha loãng nếu Japan South East Asia Growth Fund chuyển đổi toàn bộ trái phiếu năm 2017.

Hình: Dự báo báo cáo KQLN

tỷ VND	2016F	2017F	2016F vs 2017F	Giải thích
Doanh thu	2.200	2.640	20%	Năm 2017, lĩnh vực xây dựng tiếp tục tăng trưởng mạnh, nhưng không bằng năm 2016.
trong đó, từ lĩnh vực xây dựng	2.058	2.470	20%	
Lợi nhuận gộp	337	422,40	25,4%	Biên lợi nhuận cao hơn nhờ xây dựng công trình ngầm và các dự án tại nước ngoài
Chi phí quản lý và bán hàng	(156)	(187)	20%	
Lợi nhuận từ HĐKD	181	235	30,1%	
Chi phí tài chính, ròng	(20)	(18)	-10%	
Trong đó, chi phí lãi vay	(65)	(59)	-9,2%	Giải thích chi phí lãi vay giảm do có 195,6 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi sẽ đáo hạn vào tháng 06/2017.
Thu nhập từ các công ty liên kết	21	25	20%	
Lợi nhuận trước thuế	183	242	32,5%	
LNST	150	189	26,1%	
SL cổ phiếu lưu hành	47,2	57,2	21,2%	Giải thích Japan South East Asia Growth Fund sẽ chuyển đổi toàn bộ 195 tỷ đồng trái phiếu
EPS	3,178	3,307	4,0%	
Biên LN gộp	15,3%	16,0%		
Chi phí quản lý và bán hàng / doanh thu	7,1%	7,1%		
Biên LN từ HĐKD %	8,2%	8,9%		
Biên LNST %	6,8%	7,2%		

Nguồn: VCSC

So sánh với các công ty khác trong ngành

FCN có P/E thấp so với các công ty xây dựng khác. Tuy LNST 9 tháng đầu năm 2016 tăng 14%, tăng trưởng EPS trượt 12 tháng đi ngang vì phần lớn LNST 2014 được ghi nhận vào Quý 4, tạo ra một mức so sánh cao. Xây lắp công trình nền, móng có biên lợi nhuận thấp hơn so với xây dựng, nhưng FCN có ROA và ROE cao hơn so với các công ty khác trong ngành. P/E trượt 12 tháng là 6,3 lần, vẫn thấp hơn các công ty trong ngành và không phù hợp với một công ty xây dựng hàng đầu.

Hình: So sánh FCN với các công ty khác trong ngành xây dựng

Công ty	Giá trị vốn hóa	Tăng trưởng doanh thu trượt 12T	Tăng trưởng EPS trượt 12T	Biên LN gộp	Biên LN ròng	ROE	ROA	Nợ / CSH	P/E trượt 12T	P/B hiện tại
CTD	572	74,8%	90%	8,1%	4,9%	8,1%	4,9%	0%	10x	3,2x
VCG	315	4,9%	28%	15,8%	4,9%	15,8%	4,9%	59%	17,4x	1,2x
HUT	100	3,8%	-52%	14,4%	7,1%	14,4%	7,1%	215%	6,2x	1,0x
HBC	126,9	87%	50%	5,8%	1,6%	15%	2%	190%	8,4x	2,3x
Average	278	43%	29%	11%	5%	13%	5%	116%	10,6x	1,9x
Median	315	5%	28%	14%	5%	14%	5%	59%	10,1x	1,2x
FCN	42	15,8%	0%	15,3%	6,7%	21,6%	5,3%	70%	6,3x	1,2x

Nguồn: Bloomberg

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2013A	2014A	2015A	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2013A	2014A	2015A
Doanh thu	1.205	1.354	1.661	Tiền và tương đương	360	237	300
Giá vốn hàng bán	-1.001	-1.098	-1.371	Đầu tư TC ngắn hạn	5	0	1
Lợi nhuận gộp	204	256	290	Các khoản phải thu	299	906	913
Chi phí bán hàng	-11	-12	-12	Hàng tồn kho	113	156	389
Chi phí quản lí DN	-51	-63	-96	TS ngắn hạn khác	391	114	355
LN thuần HĐKD	143	181	181	Tổng TS ngắn hạn	1.168	1.412	1.957
Lãi từ chênh lệch tỷ giá	0	0	-4	TS dài hạn (gộp)	354	500	908
Lỗ/lãi ngoài HĐKD	21	17	56	- Khấu hao lũy kế	-112	-148	-215
EBIT	164	198	233	TS dài hạn (ròng)	242	351	693
Chi phí lãi vay	-14	-28	-46	Đầu tư TC dài hạn	8	113	68
LNTT	150	169	188	TS dài hạn khác	176	322	231
Thuế TNDN	-33	-34	-33	Tổng TS dài hạn	426	786	993
LNST trước CĐTS	117	135	155	Tổng Tài sản	1.594	2.198	2.950
Lợi ích CĐ thiểu số	-15	-5	-12	Phải trả ngắn hạn	352	554	328
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	102	130	142	Nợ ngắn hạn	181	189	415
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	52	77	126	Nợ ngắn hạn khác	315	289	552
EBITDA	234	258	260	Tổng nợ ngắn hạn	849	1.032	1.295
EPS cơ bản, báo cáo, VND	3.821	3.049	3.111	Nợ dài hạn	41	363	285
EPS cơ bản, điều chỉnh ⁽¹⁾, VND	3.821	3.049	3.111	Nợ dài hạn khác	6	6	373
EPS pha loãng ⁽²⁾, VND	1.437	1.912	2.226	Tổng nợ dài hạn	47	369	659
				Tổng nợ	896	1.401	1.954
TỶ LỆ	2013A	2014A	2015A	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Tăng trưởng				Vốn cổ phần	35	35	35
Tăng trưởng doanh thu	19,5%	12,4%	22,6%	Thặng dư vốn CP	398	457	457
Tăng trưởng LN HĐKD	-15,6%	26,9%	-0,1%	Lợi nhuận giữ lại	184	242	285
Tăng trưởng LN trước thuế	17,0%	13,2%	10,9%	Lợi ích CĐTS	82	63	219
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	8,3%	33,1%	16,4%	Vốn chủ sở hữu	699	797	996
				Tổng cộng nguồn vốn	1.594	2.198	2.950
Khả năng sinh lời				LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2013A	2014A	2015A
Biên LN gộp	16,9%	18,9%	17,4%	Tiền đầu năm	96	360	237
Biên LN từ HĐ %	11,8%	13,4%	10,9%	Lợi nhuận sau thuế	102	130	142
Biên EBITDA	22,9%	16,7%	18,1%	Khấu hao	38	49	68
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	9,7%	10,0%	9,3%	Thay đổi vốn lưu động	20	-41	-41
ROE %	8,3%	7,1%	6,0%	Điều chỉnh khác	-17	-188	-343
ROA %	13,6%	14,6%	14,1%	Tiền từ hoạt động KD	144	-50	-173
Chỉ số hiệu quả vận hành				Thanh lý tài sản cố định	25	140	41
Số ngày tồn kho	64	45	72	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-62	-207	-191
Số ngày phải thu	99	162	200	Đầu tư khác	-30	-183	-85
Số ngày phải trả	112	151	117	Tiền từ HĐ đầu tư	-67	-250	-235
TG luân chuyển tiền	52	56	155	Cổ tức đã trả	-16	-40	-46
				Tăng (giảm) vốn cổ phần	201	20	0
Thanh khoản				Tăng (giảm) nợ dài hạn	205	216	516
CS thanh toán hiện hành	1,38	1,37	1,51	Tiền từ các hoạt động TC khác	-2	0	0
CS thanh toán nhanh	1,24	1,22	1,21	Tiền từ hoạt động TC	188	176	471
CS thanh toán tiền mặt	0,42	0,23	0,23	Tổng lưu chuyển tiền tệ	264	-124	63
Nợ/Tài sản	14%	25%	24%	Tiền cuối năm	360	237	300
Nợ/Vốn sử dụng	24%	41%	41%				

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) Các tỷ lệ được tính dựa theo lợi nhuận báo cáo. EPS điều chỉnh dựa theo lợi nhuận chuẩn hóa có có khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng và phúc lợi (5% LNST) theo Thông tư 200.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Đắc Phú Thành, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Barry Weisblatt. +848 3914 3588 ext 105
Barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp, ext 145 Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

- Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124
- Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

Vật liệu xây dựng

- Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

Vĩ mô

- Nguyễn Hải Hiền, Chuyên viên ext 132

Hàng tiêu dùng, Ôtô và Sắm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

BDS và Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh. Chuyên viên. ext 174

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+848 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130 Logistics và Nông nghiệp

- Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138
- Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng ext 363

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên 147
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194
- Chu Lực Ninh, Chuyên viên ext 196

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.