

# BÁO CÁO NGẪN- CÔNG TY CỔ PHẦN FECON (FCN-HSX)

## Báo cáo chi tiết 12/07/2017

Khuyến nghị	<b>Năm giữ</b>
Giá mục tiêu (VND)	32.200
Tiềm năng tăng giá	17%
Cổ tức (VND)	1.000
Lợi suất cổ tức	3,62%

## Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



## Thông tin cổ phiếu, ngày 11/07/2017

Giá hiện tại (VND)	27.500
Số lượng CP niêm yết	52.352.916
Vốn điều lệ (tỷ VND)	523,5
Vốn hóa TT(tỷ VND)	1.445
Khoảng giá 52 tuần (VND)	17.700-28.800
% Sở hữu nước ngoài	34,6%
% Giới hạn sở hữu NN	75%

## Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2014	2015	2016
EPS (vnd)	3.017	3.111	3.378
BVPS (vnd)	16.049	21.778	25.865
Cổ tức (vnd)	1.000	1.000	1.000
ROA(%)	19,3	16,45	13,92
ROE(%)	20,69	16,55	15,73

## Hoạt động kinh doanh chính

Công ty Cổ phần Fecon (FCN) được thành lập tháng 6/2004, với lĩnh vực kinh doanh cốt lõi là thi công xử lý nền móng, công trình ngầm và đầu tư phát triển hạ tầng. Đến nay, sau 13 năm phát triển, Fecon đã trở thành thương hiệu dẫn đầu về công nghệ thi công nền móng, có khả năng tối ưu hóa các giải pháp tổng thể về nền móng, công trình ngầm. Công ty đặc biệt có thế mạnh trong các dự án hạ tầng giao thông & hạ tầng công nghiệp có quy mô lớn, yêu cầu cao về công nghệ & tiến độ.

Nguồn: MBS tổng hợp

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH LẠC QUAN

Công ty cổ phần Fecon (FCN) đã khẳng định được vị trí đầu ngành trong lĩnh vực công trình ngầm và nền móng yếu, phản ánh thông qua tốc độ trúng thầu nhiều dự án lớn trong những năm 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).

Ngoài ra, Fecon tiếp tục được các đối tác tin tưởng, giao phó hàng loạt các dự án có vốn ODA, FDI, các dự án trọng điểm quốc gia quy mô lớn trên khắp cả nước như Nhiệt điện Long Phú 1, Nhiệt điện Vĩnh Tân 4, Nhiệt điện Hải Dương, Samsung Bắc Ninh, Samsung TP. Hồ Chí Minh, Nhà máy Bột giấy Quảng Ngãi, Metro Line 1 TP. Hồ Chí Minh, Tổ hợp khách sạn và Casino Nam Hội An.

## Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Chỉ tiêu	2014	2015	2016	2017F
DTT ( tỷ VNĐ)	1.354	1.661	2.108	2.800
LNG ( tỷ VNĐ)	256	289,67	333	434
LNR ( tỷ VNĐ)	130	142	155	220
Biên LNG (%)	18,9%	17,4%	15,8%	15,5%
Biên LNR (%)	9,6%	8,5%	7,4%	7,9%
EPS (VNĐ)	3.017	3.111	3.378	3.200
Vốn điều lệ	457	457	477	687,5

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Chúng tôi khuyến nghị Năm giữ đôi với cổ phiếu FCN của Công ty cổ phần Fecon với mức định giá 32.200 đồng/cp, với tiềm năng tăng giá ~17% so với 27.500 đồng/cp ngày 11/07/2017 trên cơ sở:**

- ❖ Thị trường BĐS khởi sắc, nhiều dự án tiếp tục được triển khai và xây dựng
- ❖ Kết quả kinh doanh năm 2016 khả quan: Thành công trong lĩnh vực công trình ngầm và đầu tư hạ tầng.
- ❖ Mở rộng thị trường phía Nam, Fecon liên tục trúng những gói thầu lớn
- ❖ Trong năm 2017, Công ty dự kiến chuyển nhượng dự án bất động sản ở Phú Quốc và chuyển nhượng khoảng 50% vốn tại CTCP đầu tư hạ tầng FCC
- ❖ FCN đặt kế hoạch kinh doanh đầy tham vọng cho năm 2017 và những năm tiếp theo

### ▪ Định giá và khuyến nghị

Trong bối cảnh kinh tế Việt Nam tiếp tục đà tăng trưởng 6,7% 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 những năm gần đây và nhiều dự án tiếp tục được triển khai cho các giai đoạn tiếp theo.

Trên cơ sở đó, chúng tôi đánh giá FCN hoàn toàn có thể đạt được mục tiêu 2.800 tỷ đồng doanh thu trong năm nay. Với kết quả này, chúng tôi dự phóng LNST của FCN có thể đạt mức 196 tỷ đồng, tăng 26,5% so với thực hiện năm 2016, trong trường hợp tính thêm lợi nhuận từ chuyển nhượng dự án và thoái vốn có thể đạt khoảng 220 tỷ đồng. Nếu giả định các trái chủ thực hiện quyền chuyển đổi toàn bộ 327,5 tỷ còn lại với giá chuyển đổi khoảng 20.400 đồng/cp thì EPS forward của Fecon đạt khoảng 3.200 đồng/cp

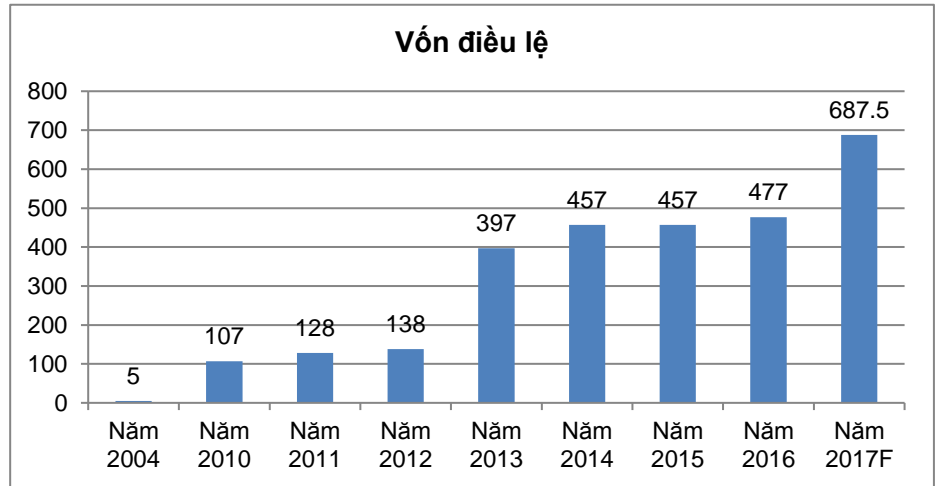
Hiện tại cổ phiếu FCN đang giao dịch với mức P/E là 8,57 lần, đây là mức khá hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành Xây dựng (P/E là 9,8 lần) cũng như P/E thị trường (16,x lần). Mức P/E forward năm 2017 của FCN khoảng 10 lần, giá trị hợp lý của cổ phiếu FCN vào khoảng 32.200 đồng/cp. **Do đó, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu FCN tại vùng giá hiện tại.**

## I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### Thông tin chung về công ty

Công ty Cổ phần Fecon (FCN) được thành lập tháng 6/2004, với lĩnh vực kinh doanh cốt lõi là thi công xử lý nền móng, công trình ngầm và đầu tư phát triển hạ tầng. Đến nay, sau 13 năm phát triển, Fecon đã trở thành thương hiệu dẫn đầu về công nghệ thi công nền móng, có khả năng tối ưu hóa các giải pháp tổng thể về nền móng, công trình ngầm. Công ty đặc biệt có thế mạnh trong các dự án hạ tầng giao thông & hạ tầng công nghiệp có quy mô lớn, yêu cầu cao về công nghệ & tiến độ. Tính tới thời điểm hiện tại, tổng tài sản của Fecon trên 3.000 tỷ đồng, vốn hóa thị trường trên 1.200 tỷ đồng.

### Quá trình tăng vốn của Fecon



Nguồn: FCN

### Công ty con và công ty liên kết

STT	Công ty con	VĐL ( tỷ VND)	Tỷ lệ sở hữu	Ngành nghề kinh doanh
1	Viện nền móng và công trình ngầm	26	100%	Thực hiện các hoạt động khảo sát, thí nghiệm, thiết kế nền móng và đẩy mạnh các hoạt động nghiên cứu, ứng dụng các công trình tiên tiến nhất trong lĩnh vực nền móng, công trình ngầm và phát triển hạ tầng
2	CTCP xử lý nền Fecon-Shanghai Harbour	103	51,20%	Nghiên cứu ứng dụng mới trong xử lý nền đất yếu
3	CTCP Fecon Miltec	21	50,20%	Với dây chuyền sản xuất bậc thâm có công suất 3,5 triệu m/tháng. FECON Miltec đảm bảo cung cấp các sản phẩm bậc thâm theo tiêu chuẩn Nhật Bản và quốc tế phục vụ cho hoạt động xử lý nền đất yếu của FECON cũng như cung cấp cho thị trường trong nước và xuất khẩu.
4	Trường THPT Ý Yên	5	67,70%	
5	CTCP Công trình ngầm Fecon	51,5	69,90%	Thi công xây dựng công trình ngầm tại khu vực đô thị như thi công công trình hầm Metro, thi công hệ thống hạ tầng kỹ thuật, xử lý nền đất yếu trong thi công công trình ngầm bằng các công nghệ đặc biệt như Jet Grouting, Chemical Grouting, TAM Grouting.
6	CTCP Hạ tầng Fecon	375	35,86%	Phát triển dự án đầu tư hạ tầng; Thi công các dự án hạ tầng; Hoạt động kiến trúc và tư vấn kỹ thuật...
7	CTCP Fecon South	15.8	88,88%	Hoạt động chủ yếu là thiết kế và thi công các giải pháp nền, móng và hạ tầng.
8	CTCP xây dựng nền móng Fecon- Raibow	4.5	7,50%	Thực hiện các công việc liên quan đến khảo sát địa chất, xử lý nền móng, thi công cọc & dịch vụ thiết kế, đón đầu các cơ hội trong lĩnh vực xây dựng tại thị trường Myanmar.
<b>Công ty liên kết</b>				
1	CTCP Khoáng sản Fecon	410	36,06%	Sản xuất sản phẩm cọc bê tông dự ứng lực mang thương hiệu FECON Pile, các sản phẩm bê tông chất lượng cao và khai thác khoáng sản cung cấp nguyên vật liệu xây dựng.
2	Tổng công ty tư vấn thiết kế GTVT	125	30,11%	Triển khai xây dựng các dự án về hạ tầng để thực hiện đầu tư các dự án hạ tầng theo hình thức PPP, BOT, BT...

▪ **FCN phát hành thành công 4.9 triệu cổ phiếu chuyển đổi trái phiếu cho 3 trái chủ**

FCN đã phát hành gần 4,9 triệu cp để chuyển đổi trái phiếu cho 3 trái chủ là Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam (hơn 3 triệu cp), PYN Elite Fund (796.568 cp) và Vietnam Holding Limited (980.784 cp). Sau khi hoàn tất chuyển đổi, cả 3 tổ chức trên đều không còn sở hữu trái phiếu chuyển đổi của FCN và chỉ duy nhất trái chủ là Japan South East Asia Growth Fund (JSEAG) cũng là tổ chức sở hữu giá trị trái phiếu lớn nhất (327,5 tỷ đồng) không thực hiện chuyển đổi.

Với việc hoàn tất chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu, danh sách cổ đông lớn của FCN có thêm thành viên mới là Chứng khoán Ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam sở hữu 6,47% vốn, bên cạnh 3 cái tên khác là ông Phạm Việt Khoa sở hữu 6,94% vốn, Groudtech Holding Co nắm 5,51% vốn, và PYN Elite Fund nắm 15,12% vốn. Hiện 4 cổ đông lớn này sở hữu hơn 34% lượng cổ phiếu của FCN.

<b>Tổng khối lượng trái phiếu trước khi chuyển đổi</b>						
STT	Nhà đầu tư	Giá trị phát hành ( tỷ đồng)	Số lượng trái phiếu đã phát hành	Số lượng trái phiếu đã chuyển đổi	Số lượng trái phiếu còn lại	Số lần chuyển đổi
1	Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam	100	100.000	39.400	60.600	1
2	Japan South East Asia Growth Fund L.P					
	Lần giải ngân 1	195,585	195.585	0	195.585	0
	Lần giải ngân 2	131,915	131.915	0	131.915	0
3	PYN Elite Fund	32,5	32.500	16.250	16.250	1
4	Vietnam Holding Limited	40	40.000	19.992	20.008	1
	<b>Tổng cộng</b>	<b>500</b>	<b>500.000</b>	<b>75.642</b>	<b>424.358</b>	

<b>Số lượng cổ phiếu đã chuyển đổi 4853494 cổ phiếu</b>		
STT	Nhà đầu tư	Số lượng cổ phiếu phát hành
1	Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam	3.076.142
2	Vietnam Holding Limited	980.784
3	PYN Elite Fund	796.568
	<b>Tổng cộng</b>	<b>4.853.494</b>

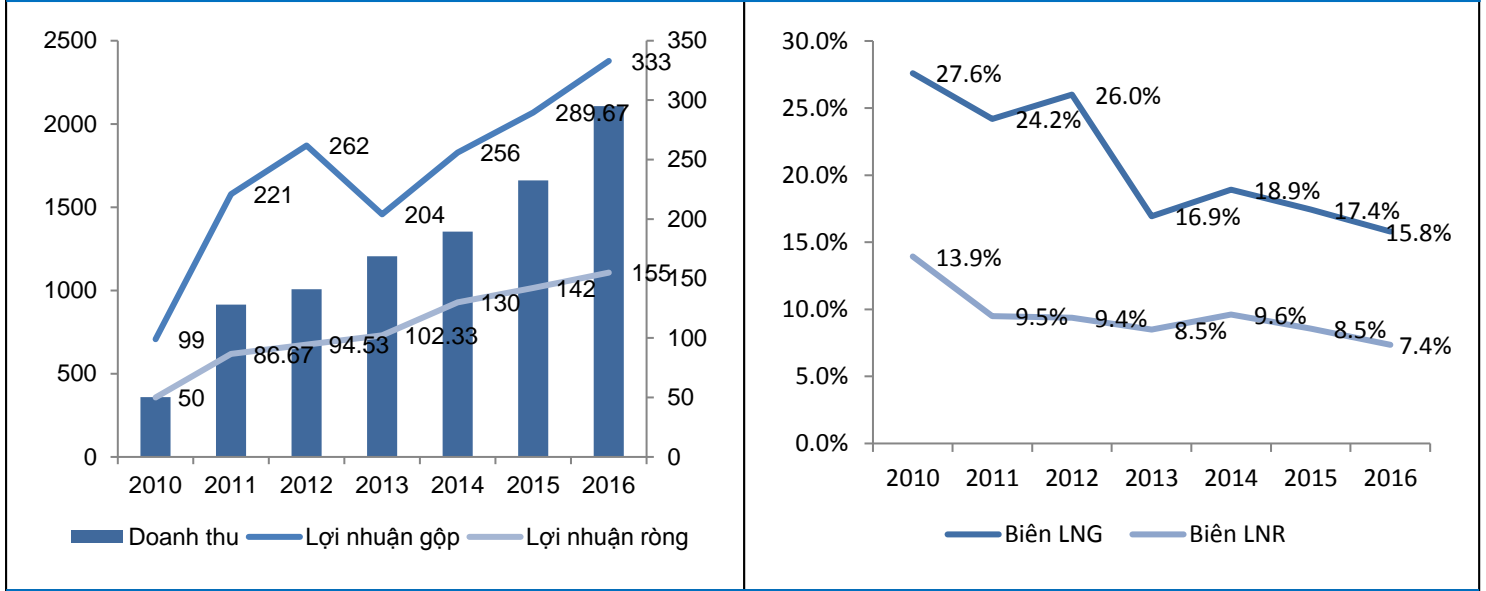
<b>Tổng khối lượng trái phiếu sau khi chuyển đổi</b>						
STT	Nhà đầu tư	Giá trị phát hành ( tỷ đồng)	Số lượng trái phiếu đã phát hành	Số lượng trái phiếu đã chuyển đổi	Số lượng trái phiếu còn lại	Số lần chuyển đổi
1	Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam	100	100.000	100.000	0	2
2	Japan South East Asia Growth Fund L.P					
	Lần giải ngân 1	195,585	195.585	0	195.585	0
	Lần giải ngân 2	131,915	131.915	0	131.915	0
3	PYN Elite Fund	32,5	32.500	32.500	0	2
4	Vietnam Holding Limited	40	40.000	40.000	0	1
	<b>Tổng cộng</b>	<b>500</b>	<b>500.000</b>	<b>172.500</b>	<b>327.500</b>	

Theo thông tin từ Đại hội cổ đông, đối tác Nhật Bản đã cho biết muốn gia hạn thời gian chuyển đổi trái phiếu vì JSEAG là trái chủ lớn nhất nếu chuyển đổi sẽ tạo áp lực lên cổ phiếu FCN trên thị trường. Về đại hạn, JSEAG có kế hoạch chuyển nhượng theo lô lượng cổ phiếu (sau khi chuyển đổi) cho một đối tác tài chính lớn để tránh áp lực pha loãng lên thị trường. Tuy nhiên, thông tin trên vẫn chỉ là mong muốn của đối tác chưa được công bố bằng văn bản, do đó, chúng tôi cho rằng lượng trái phiếu vẫn được chuyển đổi trong năm nay. Như vậy tổng trái phiếu chuyển đổi còn lại là 327.500 trái phiếu (tương ứng hơn 16,4 triệu cổ phiếu), rủi ro pha loãng sẽ tương ứng khoảng 17-19%.

**II. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH 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

Hoạt động kinh doanh của FCN đang được đảm bảo, tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận bình quân trong giai đoạn 2010-2016 đạt tương ứng là 41% và 22,7%/năm và lợi nhuận gộp biên duy trì ở mức trên 15,5%/năm.

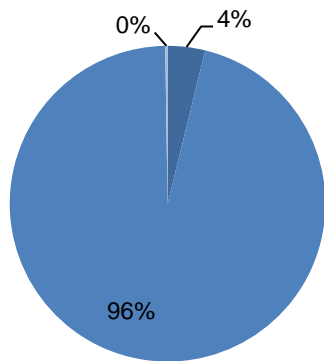


Nguồn: FCN

- Kết quả kinh doanh năm 2016 khả quan: Thành công trong lĩnh vực công trình ngầm và đầu tư hạ tầng.**

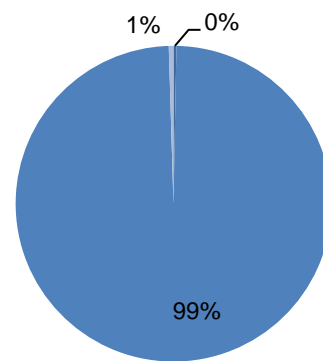
Năm 2016, Fecon đạt doanh thu hợp nhất gần 2.108 tỷ đồng, tăng 27% so với 2015, tương đương 81% kế hoạch đề ra. Lãi sau thuế hợp nhất đạt 155 tỷ đồng, tăng trưởng 9,2%, chia cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ 10%. Trong năm, tổng số hợp đồng Fecon đã ký kết trị giá trên 2.000 tỷ đồng, gồm một số dự án lớn như: The Manor Central Park (100 tỷ đồng), LG-giai đoạn 2 (140 tỷ đồng), Nhiệt điện Hải Dương (108 tỷ đồng), Bột giấy Quảng Ngãi (230 tỷ đồng), Khu phức hợp Khách sạn – Casino Nam Hội An (293 tỷ đồng), Nhiệt điện Long Phú 1 (225 tỷ đồng)...

**Cơ cấu doanh thu 2016**



■ Doanh thu bán hàng    ■ Doanh thu xây lắp  
■ Doanh thu cung cấp dịch vụ

**Cơ cấu lợi nhuận năm 2016**



■ Lợi nhuận gộp bán hàng    ■ Lợi nhuận gộp mảng xây lắp  
■ Lợi nhuận gộp mảng dịch vụ

Nguồn: FCN

Trong năm 2016 đã chứng kiến những bước tiến vượt bậc của các mảng chiến lược mới như Công trình ngầm với bước đi tiên phong tại các dự án Metro Line đầu tiên tại Việt Nam, mảng hạ tầng với việc dự án BOT Quốc lộ 1 đoạn tránh TP. Phủ Lý – Hà Nam đã chính thức được đưa vào khai thác và thu phí trước 03 tháng, dự án tại thị trường nước ngoài đầu tiên ở Myanmar hoàn thành thắng lợi đem lại hiệu quả cao và mở ra các cơ hội vươn ra thị trường quốc tế.

Hiện nay, Fecon tiếp tục mở rộng mạnh mẽ chiếm lĩnh và đón đầu các thị trường tiềm năng với sự ra đời của các thành viên mới: Công ty Fecon South với nhiệm vụ chiếm lĩnh thị trường phía Nam trong các dự án hạ tầng đô thị; Công ty CP Địa kỹ thuật tiên tiến Raito-Fecon (RFI) với mục tiêu nội địa hoá, chuyển giao công nghệ tiên tiến Nhật Bản vào Việt Nam ở lĩnh vực công trình ngầm; Trung tâm nguồn nhân lực Fecon. Bằng uy tín và chất lượng đã được khẳng định, Fecon tiếp tục được các đối tác tin tưởng, giao phó hàng loạt các dự án có vốn ODA, FDI, các dự án trọng điểm quốc gia quy mô lớn trên khắp cả nước như Nhiệt điện Long Phú 1, Nhiệt điện Vĩnh Tân 4, Nhiệt điện Hải Dương, Samsung Bắc Ninh, Samsung TP. Hồ Chí Minh, Nhà máy Bột giấy Quảng Ngãi, Metro Line 1 TP. Hồ Chí Minh, Tổ hợp khách sạn và Casino Nam Hội An.

#### ■ **Mở rộng thị trường phía Nam, Fecon liên tục trúng những gói thầu lớn**

Từ đầu năm đến nay, thị trường bất động sản ở TP. Hồ Chí Minh diễn ra khởi sắc với nhiều dự án triển khai thi công. Rất nhiều doanh nghiệp, trong đó có FCN được hưởng lợi từ điều này bằng việc ký kết những hợp đồng có giá trị lớn.

FCN đã và đang thực hiện rất nhiều dự án lớn, trong đó có nhiều dự án trọng điểm quốc gia như Nhiệt điện Long Phú 1, Samsung TPHCM, cao tốc HCM - Long Thành - Giàu Dây... và hàng loạt các dự án bất động sản lớn. TPHCM cũng như các tỉnh lân cận được ban lãnh đạo Fecon xác định là thị trường quan trọng của công ty trong thời gian sắp tới.

Theo thông tin từ Công ty CP Fecon South (doanh nghiệp tại thị trường phía Nam của Fecon), trong quý 2/2017, công ty đã ký kết nhiều gói thầu tại các dự án bất động sản lớn. Đáng chú ý, trong số đó là gói thầu thi công nền móng cho dự án Empire City - Thủ Thiêm ký với Công Ty TNHH Liên doanh Thành phố Đế Vương - Empire City LLC, có giá trị hơn 149 tỷ đồng. Đây là dự án đầu tiên FCN áp dụng công nghệ phụt vữa thân cọc cho cọc khoan nhồi, do các chuyên gia đến từ Pháp hỗ trợ chuyển giao công nghệ, nhằm giúp làm tăng sức chịu tải cọc, giảm được chiều sâu cọc và tiết kiệm cho chủ đầu tư. Đây cũng là lý do Fecon thắng được gói thầu này trước những đối thủ mạnh khác.

Bên cạnh đó, Fecon còn ký thêm nhiều gói thầu khác có giá trị trên 100 tỷ đồng như: Khu dân cư cảng Phú Định (Harbor City) - 118 tỷ đồng, Khu phức hợp dân cư và thể thao Tân Thắng Celadon City - 135 tỷ đồng. Các dự án khác như Tổ hợp Samsung Electronics HCMC, Khu đô thị mới Quốc tế Đa Phước, Palm Residence, Lancer... cũng mang lại cho Fecon thêm 125 tỷ đồng.

Như vậy, chỉ tính riêng thị trường phía Nam, từ đầu năm 2017 đến hiện nay, Fecon phía Nam đã ký kết trên 500 tỷ đồng giá trị hợp đồng, đóng góp không nhỏ vào mục tiêu doanh thu hợp nhất của Công ty là 2.800 tỷ đồng.

#### ■ **Trong năm 2017, Công ty dự kiến chuyển nhượng dự án bất động sản ở Phú Quốc và chuyển nhượng khoảng 50% vốn tại CTCP đầu tư hạ tầng FCC**

Theo chia sẻ từ phía doanh nghiệp, Công ty đang có kế chuyển nhượng dự án bất động sản tại Phú Quốc. Đây là lô đất FCN nhận chuyển nhượng từ CEO Group hơn 2 năm trước. Với triển vọng bất động sản nghỉ dưỡng như hiện nay, việc chuyển nhượng lô đất này chắc chắn đem lại lợi nhuận tốt cho FCN. Công ty kỳ vọng đạt được mức lợi nhuận khoảng 50% giá trị đã đầu tư (lợi nhuận ước tính đạt khoảng 80 tỷ đồng), chi phí Fecon đã bỏ ra đầu tư khoảng 170 tỷ đồng.

Bên cạnh đó, Fecon cũng có kế hoạch chuyển nhượng tối thiểu 50% vốn góp tại CTCP đầu tư hạ tầng FCC với giá trị vốn FCN đã góp là 112 tỷ đồng và kỳ vọng lợi nhuận dự kiến đạt tối thiểu 20% ( tương ứng đạt khoảng 22 tỷ đồng)

Tính đến thời điểm 31/03/2017, lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh ghi nhận ở mức âm hơn 38 tỷ đồng, ngoài ra FCN có số dư nợ vay với ngân hàng khoảng 951 tỷ đồng (gồm nợ vay ngắn hạn và nợ vay dài hạn). Như vậy, sau khi thoái vốn thành công 2 mảng trên sẽ giúp Công ty cải thiện tương đối về dòng tiền. Ngoài ra, chi phí tài chính của FCN có thể được giảm thiểu khoảng 9-10 tỷ đồng.

#### ■ **FCN đặt kế hoạch kinh doanh đầy tham vọng cho năm 2017 và những năm tiếp theo**

Năm 2017, Fecon đặt mục tiêu tổng doanh thu hợp nhất đạt 2.800 tỷ đồng, tăng 33% so với năm 2016. Lợi nhuận sau thuế hợp nhất dự kiến ở mức 208 tỷ đồng, tăng trưởng 18,2%; trong đó lãi ròng của cổ đông công ty mẹ đạt 180 tỷ đồng, tăng trưởng 16,1%. Tỷ lệ cổ tức



chi trả không quá 10%. Trong năm, ngoài tiếp tục đầu tư mở rộng chuỗi giá trị: xử lý nền, công trình ngầm và xây dựng hạ tầng, đặc biệt là công trình thủy, FCN còn hợp tác liên doanh, liên kết với các nhà đầu tư trong và ngoài nước có kinh nghiệm về lĩnh vực này để cùng đầu tư, xây dựng, trên cơ sở đó Công ty sẽ được thi công phần lớn công việc nền móng và hạ tầng của dự án đầu tư.

Định hướng của Fecon trong năm sẽ tập trung hợp tác đầu tư những dự án có hiệu quả cao thuộc lĩnh vực: hạ tầng giao thông, hạ tầng năng lượng, xử lý chất thải rắn và chống ngập. Kế hoạch trong giai đoạn 2018-2020, Fecon đặt mục tiêu doanh thu như sau: Năm 2018 đạt 4.311 tỷ đồng; năm 2019 đạt 5.612 tỷ đồng và năm 2020 đạt 6.545 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế đặt chỉ tiêu đạt 260 tỷ đồng trong năm 2018, 456 tỷ đồng năm 2019 và 524 tỷ đồng vào năm 2020.

Chỉ tiêu	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Doanh thu</b>	2.108	2.800	4.311	5.612	6.454
<b>% tăng trưởng</b>		32,8%	54,0%	30,2%	15,0%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	176	208	317	545	627
<b>% tăng trưởng</b>		18,2%	52,4%	71,9%	15,0%
<b>Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ</b>	155	180	260	456	524
<b>% tăng trưởng</b>		16,1%	44,4%	75,4%	14,9%

Nguồn: FCN

#### ■ Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2017

Trong bối cảnh kinh tế Việt Nam tiếp tục đà tăng trưởng 6,7% 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).

Doanh thu mảng xây lắp trong năm 2017 có thể đạt khoảng 3.000 tỷ đồng (trong năm 2016, giá trị mảng xây lắp đạt 2.000 tỷ đồng). Trong đó, mảng xây lắp truyền thống dự kiến đạt khoảng 2.500 tỷ đồng, hoạt động xây dựng hạ tầng đạt khoảng 300 tỷ đồng, mảng xây dựng công trình ngầm đạt khoảng 200 tỷ đồng.

#### Mảng xây lắp truyền thống:

Các dự án mang lại giá trị sản lượng lớn bao gồm nhiệt điện than Nam Định, nhiệt điện Hải Dương, dự án Casino Nam Hội An do Fecon triển khai với vai trò là nhà thầu thi công nền móng.

Dự án lớn	Giá trị hợp đồng ( tỷ đồng)
<b>Casino Nam Hội An</b>	293
<b>Nhà máy bột giấy Quảng Ngãi</b>	230
<b>Empire City</b>	149
<b>Harbor City</b>	118
<b>Celadon City</b>	135
<b>Nhiệt điện Hải Dương</b>	108
<b>KĐT Quốc tế Đa Phước, Palm Residence,...</b>	125

Nguồn: FCN & MBS tổng hợp

#### Mảng thi công công trình ngầm là lĩnh vực còn rất nhiều tiềm năng ở Việt Nam:

Vừa qua, FCN đã khởi công đào hầm bằng máy TBM tại dự án metro số 1 đoạn Bến Thành – Suối Tiên. Dự án Metro Tuyến số 1, tuyến Bến Thành – Suối Tiên dài 19,7 km, gồm 2,6 km đi ngầm và 17,11 km trên cao, 14 nhà ga (3 nhà ga dưới mặt đất và 11 nhà ga trên cao). Khu Depot tại phường Long Bình (Q.9) với diện tích 20,9 ha. Tổng doanh thu doanh thu từ dự án Metro Line 1 đoạn từ ga Ba Son về Nhà hát Thành phố dự kiến đóng góp khoảng 100 tỷ đồng. Bên cạnh tuyến metro số 1 tại TP. Hồ Chí Minh, Fecon cũng tham gia công tác thí nghiệm nền móng cho dự án tuyến metro số 3 đoạn Nhổn – Ga Hà Nội. Tổng doanh thu

dự kiến mảng thi công công trình ngầm đạt khoảng 200 tỷ đồng, lợi nhuận dự kiến đạt 40 tỷ đồng, tương đương biên lợi nhuận gộp từ mảng công trình ngầm đạt khoảng 20%.

**Mảng hạ tầng giao thông:**

FCN đã hoàn thành dự án BOT Phú Lý và đã thoái vốn thành công dự án này. Hiện FCN đang xem xét chọn lựa dự án để thực hiện tiếp, hình thức triển khai sẽ là các dự án hạ tầng hoặc BOT, BT, đây sẽ là mảng đóng góp thêm vào sự tăng trưởng của FCN tới năm 2020.

Trên cơ sở đó, chúng tôi đánh giá FCN hoàn toàn có thể đạt được mục tiêu 2.800 tỷ đồng doanh thu trong năm nay. Với kết quả này, chúng tôi dự phóng LNST của FCN có thể đạt mức 196 tỷ đồng, tăng 26,5% so với thực hiện năm 2016, trong trường hợp tính thêm lợi nhuận từ chuyển nhượng dự án và thoái vốn có thể đạt khoảng 220-230 tỷ đồng. Nếu giả định các trái chủ thực hiện quyền chuyển đổi toàn bộ 327,5 tỷ còn lại với giá chuyển đổi khoảng 20.400 đồng/cp thì EPS forward của Fecon đạt khoảng 3.200 đồng/cp.

■ **Định giá và khuyến nghị**

Hiện tại, cổ phiếu FCN đang giao dịch với mức P/E là 8,57 lần, đây là mức khá hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành Xây dựng (P/E là 9,8 lần) cũng như P/E thị trường (16.x lần). Mức P/E forward năm 2017 của FCN khoảng 10 lần, giá trị hợp lý của cổ phiếu FCN vào khoảng 32.200 đồng /CP. Do đó, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu FCN tại vùng giá hiện tại.

**Bảng chỉ tiêu so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành:**

Mã	Giá	Tổng tài sản	Doanh thu	Lợi nhuận gộp	Lợi nhuận ròng	Biên LNG	Biên LNR	EPS	Vốn hóa	P/E	P/B
CTD	214.000	11.741	20.783	1.799	1.422	8,7%	6,8%	20.669	16.474	11,12	2,52
HBC	52.900	11.449	10.766	1.232	567	11,4%	5,3%	5.346	5.049	7,18	2,58
<b>FCN</b>	<b>27.600</b>	<b>3.332</b>	<b>2.108</b>	<b>333</b>	<b>155</b>	<b>15,8%</b>	<b>7,4%</b>	<b>3.132</b>	<b>1.366</b>	<b>8,57</b>	<b>1,34</b>
TDC	7.900	7.278	1.449	407	122	28,1%	8,4%	1.119	790	5,86	0,65
THG	51.300	694	829	186	86	22,4%	10,4%	8.015	624	6,28	2,05
L14	57.500	445	227	51	27	22,5%	11,9%	6.048	287	7,86	2,89
TKC	25.900	665	854	50	17	5,9%	2,0%	1.543	278	12,74	1,86
VC7	23.600	583	291	62	17	21,3%	5,8%	1.578	259	11,03	2
CDC	15.500	735	284	31	16	10,9%	5,6%	978	243	11,72	0,83
VC2	15.800	2.520	1.029	114	17	11,1%	1,7%	1.213	237	9,23	0,87
BCE	5.900	1.264	862	31	15	3,6%	1,7%	430	177	15,73	0,5
<b>Trung bình</b>										<b>9,76</b>	<b>1,64</b>

Nguồn: MBS tổng hợp

■ **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. Vừa qua, FCN đã chuyển đổi thành công 172.500 trái phiếu thành hơn 8,6 triệu cổ phiếu (chiếm 34,5% số trái phiếu chuyển đổi), giá trị chuyển đổi trái phiếu đạt 96,858 tỷ đồng). Như vậy tổng trái phiếu chuyển đổi còn lại là 327.500 trái phiếu (tương ứng hơn 16,4 triệu cổ phiếu), rủi ro pha loãng sẽ tương ứng khoảng 17-19%. FCN có triển vọng tăng trưởng lợi nhuận với tỷ lệ CAGR từ 20-25% trong giai đoạn 2017 –2020, cao 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**

<b>BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH</b>				<b>CÁC HỆ SỐ TÀI CHÍNH</b>			
<b>Đvt: Tỷ VNĐ</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>		<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Doanh thu bán hàng và CCDV	1354	1661	2108	<b>Hệ số đánh giá thu nhập</b>			
Các khoản giảm trừ doanh thu	0	0	0	EPS	3.017	3.111	3.378
Doanh thu thuần	1354	1661	2108	BVPS	16.049	21.778	25.865
Giá vốn hàng bán	1098	1371	1775	PE	7,26	6,56	5,87
Lợi nhuận gộp	256	290	333	PB	1,29	0,94	0,74
Doanh thu hoạt động tài chính	11	136	73	PS	0,7	0,56	0,43
Chi phí tài chính	31	148	111	Tỷ suất cổ tức	0,05	4,9	0
Trong đó: Chi phí lãi vay	28	46	81	<b>Hệ số khả năng sinh lời</b>			
Chi phí bán hàng	12	13	8	Tỷ suất lợi nhuận gộp biên	18,91	17,44	15,81
Chi phí quản lý doanh nghiệp	63	96	99	Tỷ lệ lãi EBIT	14,61	14,06	13,82
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	161	169	215	Tỷ lệ lãi EBITDA	18,2	18,16	16,53
Thu nhập khác	140	45	5	Tỷ suất sinh lợi trên doanh thu thuần	9,99	9,31	8,33
Chi phí khác	150	46	10	ROA	19,3	16,45	13,92
Lợi nhuận khác	-9	0	-5	ROE	20,69	16,55	15,73
Lãi (lỗ) cty liên doanh/liên kết	17	19	0	Tăng trưởng doanh thu thuần	6,87	5,53	4,89
Lợi nhuận trước thuế	169	188	211	Tăng trưởng lợi nhuận gộp	12,39	22,64	26,93
Chi phí thuế TNDN hiện hành	34	33	35	Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	25,43	13,14	15,01
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	0	0	0	Tăng trưởng LNST của CĐ công ty mẹ	13,21	10,93	12,08
Lợi nhuận sau thuế	135	155	176	<b>Hệ số khả năng thanh toán</b>			
Lợi ích của cổ đông thiểu số	5	12	20	Tỷ số thanh toán bằng tiền mặt	0,23	0,23	0,2
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	130	142	155	Tỷ số thanh toán nhanh	1,22	1,21	1,5
				Tỷ số thanh toán nhanh	0,23	0,23	0,21
				Tỷ số thanh toán hiện hành	1,37	1,51	1,75
				Khả năng thanh toán lãi vay	6,96	5,12	3,61
				<b>Hệ số về hiệu quả hoạt động</b>			
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	Vòng quay phải thu khách hàng	2,23	1,82	2,06
Tiền và tương đương tiền	237	300	252	Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	163,87	200,78	177,3
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	1	13	Vòng quay hàng tồn kho	8,16	5,03	5,01
Các khoản phải thu	925	1071	1358	Thời gian tồn kho bình quân	44,73	72,5	72,91
Hàng tồn kho	156	389	320	Vòng quay phải trả nhà cung cấp	2,42	3,11	4,64
Tài sản ngắn hạn khác	94	197	303	Thời gian trả tiền khách hàng bình quân	150,6	117,37	78,58
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>787</b>	<b>993</b>	<b>1086</b>	Vòng quay tài sản cố định	3,96	3,08	2,99
Phải thu dài hạn	0	4	3	Vòng quay tổng tài sản	0,71	0,65	0,67
Tài sản cố định	419	660	752	Vòng quay vốn chủ sở hữu	2,01	1,92	1,89
Bất động sản đầu tư	0	0	0	<b>Hệ số về cơ cấu vốn</b>			
Đầu tư tài chính dài hạn	349	267	240	Tăng trưởng tổng tài sản	37,88	34,2	15,34
Lợi thế thương mại	0	0	0	Tăng trưởng nợ dài hạn	689,56	78,59	23,64
Tài sản dài hạn khác	19	28	35	Tăng trưởng nợ phải trả	56,4	39,5	7,36
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>2198</b>	<b>2950</b>	<b>3332</b>	Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	19,02	35,69	23,97
				Tăng trưởng vốn điều lệ	15	0	4,37
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>1401</b>	<b>1954</b>	<b>2098</b>	Giá vốn hàng bán/Doanh thu thuần	81,09	82,56	84,19
Nợ ngắn hạn	1032	1295	1283	Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	0,87	0,75	0,4
Vay và nợ ngắn hạn	189	415	502	Chi phí QLDN/Doanh thu thuần	4,66	5,8	4,71
Phải trả người bán	554	328	436				
Người mua trả tiền trước	7	271	75				
Nợ dài hạn	369	659	815				
Vay và nợ dài hạn	363	285	417				
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>734</b>	<b>996</b>	<b>1234</b>				
Vốn đầu tư của CSH	457	457	477				
Thặng dư vốn cổ phần	35	35	54				
Cổ phiếu quỹ	0	0	0				
Lãi chưa phân phối	189	222	258				
Vốn và quỹ khác	0	0	0				
Lợi ích cổ đông thiểu số	64	0	0				
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	<b>2198</b>	<b>2950</b>	<b>3332</b>				

Nguồn: MBS Research



**Liên hệ trung tâm nghiên cứu:****Chuyên viên nghiên cứu: Phạm Văn Quỳnh**Email: [Quynh.phamvan@mbs.com.vn](mailto:Quynh.phamvan@mbs.com.vn)**Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn**Email: [Son.tranhoang@mbs.com.vn](mailto:Son.tranhoang@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;
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**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.

**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)