



**NEUTRAL**

## Công ty cổ phần FECON (HOSE)

10/2019

*FCN – Các dự án điện tái tạo sẽ là trọng điểm của FCN trong thời gian tới*

### Tổng quan về Doanh nghiệp

CTCP FECON có tiền thân là Công ty Cổ phần Kỹ thuật nền móng và Công trình ngầm FECON được thành lập vào năm 2004. Công ty hoạt động chính trong lĩnh vực thi công xây dựng nền móng và công trình ngầm phục vụ xây dựng nhà cao tầng, công trình công nghiệp, công trình giao thông, công trình thủy lợi, thi công hạ tầng kỹ thuật khu công nghiệp và đô thị. Khách hàng lớn của FCN là Cotecons, Hòa Bình, LG..

### Luận điểm đầu tư

FCN là nhà thầu chuyên nghiệp hàng đầu Việt Nam về kỹ thuật nền móng công trình với hàng loạt công nghệ tiên tiến, mang tính đột phá và hiệu quả cao. FCN đã tham gia nhiều dự án FDI lớn và trọng điểm quốc gia như: Nhà máy gang thép Formosa (Hà Tĩnh), Tổ hợp khu công nghệ cao Samsung (Thái Nguyên), Nhà máy sản xuất, lắp ráp sản phẩm điện tử công nghệ cao LG (Hải Phòng), Nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn.. SBS đánh giá FCN ở mức Trung Lập (chi tiết xem phần Khuyến nghị).

### Điểm nhấn doanh nghiệp

Các dự án đầu tư, đặc biệt là các dự án điện tái tạo sẽ là trọng điểm của FCN trong thời gian tới

- FCN thời gian tới sẽ tập trung một phần nguồn lực vào mảng đầu tư, đặc biệt là mảng điện tái tạo. Sau khi hoàn thành dự án Vĩnh Hảo 6, FCN dự kiến sẽ tiếp tục phát triển các dự án mới như Dự án điện gió tại Gia Lai, Dự án VH6.2, dự án Điện mặt trời Bình Phước.. Việc đầu tư vào các dự án được hứa hẹn sẽ đem lại lợi nhuận ổn định, bền vững.
- FCN sẽ góp vốn từ 33%-50%, được ưu tiên bao thầu thi công, sau khi hoàn thiện sẽ xem xét thoái vốn hoặc giữ lại. FCN dự kiến đến 2023 mảng đầu tư sẽ đóng góp 50% vào tổng DT toàn công ty, trong đó mảng điện tái tạo chiếm khoảng 60%.

### Các dự án quan trọng triển khai năm 2019

- 2019, FECON sẽ thực hiện 3 dự án Nhiệt điện, 1 dự án hóa dầu, 1 dự án thoát nước ngầm và 3 dự án Metro tại HN và TP HCM. Metro tuyến số 3 của HN sẽ là điểm nhấn quan trọng.

### Hợp tác chiến lược với Raito Kogyo

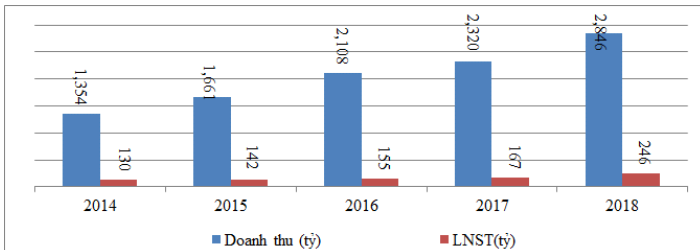
- Raito Kogyo trở thành cổ đông lớn của FCN nắm giữ 17.13% tổng số cổ phần. Raito Kogyo là một trong những tập đoàn hàng đầu, xử lý nước ngầm, xử lý sạt trượt..
- FCN và Raito Kogyo sẽ hợp tác chiến lược trên nhiều phương diện. Raito Kogyo sẽ cung cấp công nghệ tiên tiến cho FCN và sẽ chủ động tìm kiếm hợp đồng tại các dự án nước ngoài, FCN sẽ cung cấp nhân sự để thực hiện dự án.

### Phát hành cổ phiếu và nới room ngoại

- FCN đang có dự định phát hành 25 triệu cổ phiếu riêng lẻ cho cổ đông chiến lược, giá chào bán là 22,000 VND/cp.
- ĐHĐCĐ đã thông qua việc nới room sở hữu nước ngoài đối với cổ phiếu của Công ty là 100% vốn điều lệ.

### Tham vọng vốn hóa 1 tỷ USD và 100 triệu USD LNST đến 2025

- FCN đưa ra 2 kịch bản để đạt mục tiêu trên: P/A 1: FCN sẽ tự phát triển dự án đến 2031, tốc độ tăng trưởng LNST DN ước đạt 11% và không thực hiện M&A. P/A 2: FCN thực hiện M&A, DN sẽ đạt 54 triệu USD LNST từ tăng trưởng qua M&A, bên cạnh 46 triệu USD được tạo ra từ tăng trưởng tự thân vào 2023, sớm hơn kịch bản thứ nhất 7 năm.
- Từ nay đến 2023, DT dự kiến tăng trưởng 25% mỗi năm, trong khi lợi nhuận dự kiến tăng trưởng bình quân 9-10%.



### Thông kê giá cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	17,100
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	11,400
KLCP khớp lệnh TB 10 phiên	359,468

### Thông tin Cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	1,565.96
KLCP lưu hành	119,54 triệu
P/B	0.72
EPS	2,432
P/E	5.39

### Tỉ suất lợi nhuận

Tỉ suất LN ròng	9.87%
ROA	6.35%
ROE	14.46%

### Chỉ số tài chính

Tổng nợ/Tổng tài sản	0.55
Tổng nợ/ Vốn CSH	1.22

### Biểu đồ kỹ thuật:



## Phân tích doanh nghiệp

### CƠ HỘI

-FCN và Raito Kogyo sẽ thực hiện các dự án về hạ tầng giao thông, các dự án đô thị và thoát nước ngầm tại HN và HCM, dự án chống sạt lở, thiên tai tại VN và một số nước ĐNA. Nhật Bản cũng là đối tác cấp vốn ODA lớn cho các dự án giao thông tại VN trong nhiều năm qua.

-Việc gia nhập CPTPP sẽ khiến dòng vốn FDI vào thị trường sẽ tiếp tục tăng lên, mang lại nhiều cơ hội cho các DN có thế mạnh trong lĩnh vực xây dựng CN.

### THÁCH THỨC

-Đặc thù ngành xây dựng công nghiệp là thời gian thi công kéo dài, tiến độ giải ngân các dự án còn chậm, điều này ảnh hưởng trực tiếp tới tình hình tài chính, nhất là khả năng thanh toán của DN. Chi phí nguyên vật liệu đầu vào chiếm tỷ lệ lớn trong tổng chi phí.

-Áp lực cạnh tranh gia tăng : Các đối thủ cạnh tranh nước ngoài có sức mạnh về vốn cũng như nền tảng công nghệ cao, thương hiệu mạnh.

### ĐIỂM MẠNH

-Quy mô và năng lực thi công lớn, có lợi thế khi tiếp cận các công trình trọng điểm quốc gia

-Tiên phong nghiên cứu và ứng dụng khoa học công nghệ: Giúp doanh nghiệp có nhiều lợi thế trong lĩnh vực thi công nền móng như cắt giảm thời gian, chi phí thi công.

-Cọc bê tông được cung cấp nội bộ tại FCM rẻ hơn trung bình thị trường 5-10% trong khi cọc bê tông chiếm từ 20-50% giá vốn hàng bán của FCN.

### ĐIỂM YẾU

-Sự phát triển quá nhanh, tài sản hình thành nhiều từ vốn vay ngắn hạn có thể khiến công ty gặp khó khăn.

-Tính đến cuối năm 2018, giá trị các khoản phải thu của FCN ghi nhận 2,140 tỷ, chiếm 45% tổng tài sản, số ngày phải thu lên đến 274 ngày, tương đối dài và ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh chung của toàn Công ty. Tăng mạnh các khoản phải thu khiến dòng tiền từ hoạt động kinh doanh âm 157 tỷ, và là năm thứ 3 liên tiếp giá trị này ghi nhận thâm hụt.

## So sánh các doanh nghiệp trong ngành:

Số liệu cập nhật ngày 02/10/2019

Các chỉ số	FCN	CTD	HBC	PHC	LCG
ROE (%)	14.46%	14.14%	16.28%	18.68%	14.72%
ROA (%)	6.35%	7.15%	3.37%	3.08%	5.43%
EPS	2.432	14.482	2.233	2.812	2.051
P/E	5.28	6.42	6.45	4.82	4.73
P/B	0.70	0.90	0.96	0.75	0.61
Tổng Nợ/VCSH	1.22	0.49	3.46	5.69	1.66

## Rủi ro đầu tư

- FCN đang đầu tư dàn trải nhiều lĩnh vực, nhiều lĩnh vực không phải thế mạnh của FECON.
- Chi phí lãi vay hàng năm đạt khoảng 90 tỷ ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.
- Lượng cổ phiếu trôi nổi khá nhiều. Các dự án mà FCN lên kế hoạch thực hiện và ký kết có tổng giá trị đầu tư lớn, đòi hỏi doanh nghiệp phải có quy mô vốn tương ứng trong cả 2 trường hợp liên doanh và làm tổng thầu EPC. Tăng vốn điều lệ là tất yếu, do đó tạo hệ lụy và áp lực pha loãng cổ phiếu.

## Định giá doanh nghiệp

### (1) PP So sánh P/E:

EPS hiện tại là 2,432 và P/E kỳ vọng là 6 (P/E trung bình của các doanh nghiệp đầu ngành tương đương là 6).

Giá trị hợp lý của FCN: 14,592

### (2) PP So sánh P/B: So sánh chỉ số P/B của DN với chỉ số P/B TB của các DN đầu ngành hoạt động trong ngành xây dựng.

Chỉ số P/B trung bình: 0.9; BV của FCN hiện tại: 16,940

Giá trị hợp lý của FCN: 15,246

PP định giá	Kết quả	Tỉ trọng	Giá mục tiêu
P/E	14,592	50%	<b>14,920</b>
P/B	15,246	50%	

## Khuyến nghị - TRUNG LẬP

**SBS nhận định:** FCN có vị thế là doanh nghiệp đầu ngành, năng lực thi công tốt trong lĩnh vực công trình ngầm và nền móng yếu, nên có nhiều lợi thế khi tiếp cận các công trình trọng điểm quốc gia, với công nghệ tiên tiến và cọc bê tông được cung cấp nội bộ tại FCM giúp cắt giảm thời gian và chi phí. Tuy nhiên dòng tiền từ HĐ SXKD của DN liên tục âm từ năm 2014 đến nay, cộng với chi phí lãi vay hàng năm đạt khoảng 90 tỷ và lượng cổ phiếu trôi nổi khá nhiều. Chúng tôi đánh giá FCN vẫn còn nhiều tiềm năng trong dài hạn, nhưng cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro trong cơ cấu tài sản. Do vậy, dù định giá cao hơn thị giá hiện tại, nhưng SBS đánh giá FCN ở mức Trung Lập.

### Khuyến nghị: TRUNG LẬP



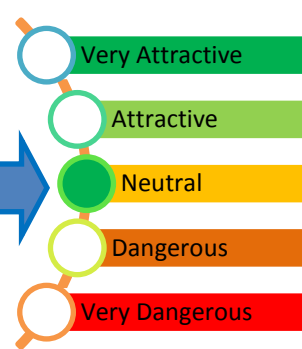
Các dự án điện tái tạo sẽ là trọng điểm của FCN trong thời gian tới



Tham vọng vốn hóa 1 tỷ USD và 100 triệu USD LNST đến 2025.



Sự phát triển quá nhanh, TS hình thành nhiều từ vốn vay ngắn hạn.



## **KHUYẾN CÁO**

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. Công ty SBS cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. SBS sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và SBS hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu này.

### **Chuyên viên phân tích**

**Hoàng Đức Việt**  
*viet.hd@sbsc.com.vn*

**Nguyễn Tuấn Anh**  
*Anh.nt@sbsc.com.vn*

### **Người chịu trách nhiệm**

**Dương Hoàng Linh**  
*linh.dh@sbsc.com.vn*

### **Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Thương Tín**

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3 TP HCM Việt Nam

Tel: +84 (8) 6268 6868

Fax: +84 (8) 6255 5957

[www.sbsc.com.vn](http://www.sbsc.com.vn)

### **Chi nhánh Hà Nội**

Tầng 6, 88 Lý Thường Kiệt, Quận Hoàn Kiếm Hà Nội Việt Nam

Tel: +84 (4) 3942 8076

Fax: +84 (8) 3942 8075

**SBS . Cửa ngõ kết nối đầu tư**