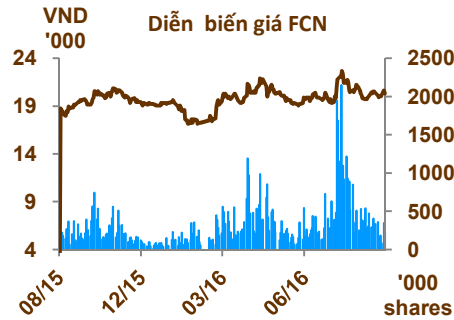


Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG
HOSE: FCN

Xây dựng

Giá thị trường (VND) 21,400
Giá mục tiêu 2016 (VND) 26,100



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	3%	-3%	2%	8%
Tương đối	-13%	-6%	-7%	-11%

Nguồn: Stoxplus, so với VNI

Thông kê 31/08/2016

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	22,650-17,131
SL lưu hành (triệu cp)	45.75
Vốn hóa (tỷ đồng)	928
Vốn hóa (triệu USD)	42
% khối ngoại sở hữu	31.9%
SL cp tự do (triệu cp)	45.75
KLGD TB 3 tháng (cp)	461bn
VND/USD	22,330
Index: VNIndex / HNX	672/84

Nguồn: Stoxplus

Cơ cấu sở hữu 31/08/16

Phạm Việt Khoa	8.25%
PYN Elite Fund	7.05%
Vietnam Holding Limited	6.00%
Công ty Groundtech	5.95%
Holding Co., Ltd	
Công ty cổ phần Chứng	2.57%
khoán MB	

Nguồn: Stoxplus

Hoàng Thế Trung

(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1460
trung.ht@kisvn.vn
www.kisvn.vn

CÔNG TY CỔ PHẦN FECON (HSX: FCN) hoạt động kinh doanh đang phát triển theo tiến độ ký hợp đồng.

Quan điểm đầu tư:

- FECON được ghi nhận là nhà thầu chuyên nghiệp hàng đầu Việt Nam về kỹ thuật nền móng công trình, với hàng loạt công nghệ sản xuất, thi công mang tính đột phá và hiệu quả cao.
- FECON duy trì được tốc độ tăng trưởng doanh thu tăng trung bình 16%/năm và lợi nhuận sau thuế tăng 13% qua mỗi năm.
- FECON có cơ cấu khách hàng đa dạng, không phụ thuộc vào một số khách hàng nhất định nào nên có sự phát triển mang tính bền vững.
- Chúng tôi định giá cổ phần FECON ở mức 26.1k đồng tại thời điểm cuối 2016 dựa trên phương pháp so sánh mức định giá PE và PB với các doanh nghiệp trong ngành xây dựng (xem trang 4).

Rủi ro:

- Tổng giá trị trái phiếu chuyển đổi đã phát hành lên 500 tỷ đồng (trái tức 6%/năm) làm gia tăng chi phí lãi vay đồng thời gia tăng áp lực pha loãng cổ phiếu làm giảm EPS trong các năm sau.
- Tốc độ tăng trưởng tài sản và doanh thu khá nhanh làm cho dòng tiền kinh doanh bị âm trong 2 năm gần đây và đang tiếp tục âm trong 6 tháng đầu năm 2016.
- FECON đang đối mặt với rất nhiều đối thủ, trong đó có các nhà thầu ngoại bắt đầu thâm nhập thị trường Việt Nam. Các nhà thầu cạnh tranh thường giảm giá với mức giảm sâu ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của FECON.

Tỷ đồng	2013	2014	2015	2016E	2017E
DT Thuần (tỷ đồng)	1,205	1,354	1,661	2,600	3,024
Tăng trưởng (%)	20%	12%	23%	57%	16%
LN hoạt động (tỷ đồng)	142.69	181.06	180.90	295.69	343.09
Biên lợi nhuận (%)	12%	13%	11%	11%	11%
LN khác	22.02	12.44	48.78	0.00	0.00
LNST (tỷ đồng)	116.9	135.2	154.6	199.1	230.3
Biên lợi nhuận (%)	9.70%	9.99%	9.31%	7.66%	7.61%
SLCP lưu hành (triệu cp)	40	46	46	46	65
EPS (hiệu chỉnh, VND)	2.340	2.591	3.036	2.080	2.381
Tăng trưởng (%)	-55%	11%	17%	-31%	14%
ROE (%)	23.83%	20.03%	17.88%	18.18%	17.58%
Nợ ròng/VCSH (%)	-23%	43%	40%	39%	31%
PE (x)	8.6	7.8	6.7	5.4	6.6
PB (x)	1.50	1.38	1.19	0.97	1.14
EV/EBITDA (x)	4.8	5.7	6.2	4.5	4.0
Cổ tức (VND)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	5%	5%	5%	5%	5%

Cập nhật tiến độ ký hợp đồng và kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm

FECON là nhà thầu xây dựng kinh doanh trong thị trường đặc thù yêu cầu kỹ thuật cao là thi công công trình ngầm và không gian ngầm, phát triển lĩnh vực hạ tầng, trong đó ưu tiên các loại dự án hạ tầng giao thông, hạ tầng năng lượng và hạ tầng môi trường nên được hưởng lợi từ việc phát triển các công trình hạ tầng trọng điểm của Việt Nam, trong 4 năm gần đây 2011-2015, kết quả kinh doanh của FECON có sự tăng trưởng ổn định với doanh thu tăng trung bình 16% và LNST tăng 13% qua mỗi năm.

6 tháng đầu năm 2016, Fecon ghi nhận 644 tỷ đồng doanh thu (+18.6% n/n hoàn thành 24.8% kế hoạch) nhờ các dự án công trình từ 2015 qua 2016 mới hoàn thành. Trong khi đó, LNST hợp nhất đạt 46.5 tỷ đồng (-12.5% n/n, hoàn thành 26.9% kế hoạch) và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ đạt 45.6 tỷ đồng. Theo chúng tôi ước tính, các dự án chính được Fecon ghi nhận gồm thi công cọc cho Samsung, xây dựng hạ tầng dự án BOT Phủ Lý, công trình đường và cầu Cao Lãnh, dự án nhà máy bột giấy Quảng Ngãi...

Đến thời điểm tháng 7.2016, FECON có tổng giá trị hợp đồng ký kết đã đạt 2,000 tỷ đồng, trong đó có 900 tỷ đồng từ những hợp đồng đã ký trong năm 2015 chuyển sang và 1,100 tỷ đồng từ những hợp đồng mới ký kết trong các tháng đầu năm 2016, FECON 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, FECON thường hạch toán kết quả kinh doanh lớn nhất vào Q4 hàng năm do đặc thù kinh doanh.

Biên LN gộp 6T.2016 tăng nhẹ lên 18.9% (6T.2015 đạt 18.4%). Tuy nhiên, chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí lãi vay tăng nhanh hơn tốc độ tăng của doanh thu dẫn đến biên LN ròng giảm nhẹ so với cùng kỳ với 7.1% (6T.2015 đạt 9.6%). Cụ thể, chi phí quản lý doanh nghiệp tăng lên 51.3 tỷ đồng (+32.1% yoy) và chi phí lãi vay tăng lên 34.9 tỷ đồng (+53.3% yoy), trong khi hoạt động đầu tư tài chính ghi nhận khoản lãi 10.4 tỷ đồng liên quan đến thoái vốn.

	1H2015	1H2016
Doanh thu	543.3	644.19
<i>Tăng trưởng</i>		18.6%
Lợi nhuận gộp	99.94	121.70
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	18.4%	18.9%
Doanh thu tài chính	21.28	51.70
Chi phí tài chính	24.88	72.70
Chi phí SG&A	42.98	57.03
<i>% doanh thu</i>	7.9%	8.9%
LNST cổ đông mẹ	52.22	45.59
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	9.6%	7.1%

FECON có cơ cấu khách hàng đa dạng, không phụ thuộc vào một số khách hàng nhất định

Với kinh nghiệm và uy tín xây dựng của mình, Fecon đã thực hiện hơn 80 dự án trong năm 2015 và có khả năng sẽ thực hiện nhiều dự án hơn trong năm 2016 của rất nhiều các khách hàng khác nhau.

Đồng thời công tác thu hồi công nợ của Fecon cũng khá tốt, tổng dư nợ phải thu khách hàng đến 30/06/2016 là 825 tỷ nhưng nợ khó đòi chỉ 7 tỷ chiếm chưa tới 1%, không có khách hàng nào có số dư nợ vượt 15% tổng dư nợ phải thu. Qua so sánh chi tiết từng công nợ phải thu thì hầu hết các khoản công nợ có số dư tại 31/12/2015 đều đã được thu hồi, các số dư công nợ còn lại là các khoản công nợ dự án mới hoàn thành.

Những điều trên cho thấy hoạt động kinh doanh của Fecon có nguồn khách hàng đa dạng và mang tính phát triển bền vững.

Phát hành thêm trái phiếu chuyển đổi làm gia tăng chi phí lãi vay đồng thời gia tăng áp lực pha loãng cổ phiếu

Trong Quý 2.2016, FECON đã phát hành thành công 132 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi cho đối tác Japan South East Asia Growth Fund, đồng thời nâng tổng giá trị trái phiếu chuyển đổi đã phát hành lên 500 tỷ đồng (trái tức 6%/năm).

STT	Tên đối tác	Số tiền (tỷ đồng)	Ngày phát hành	Ngày đáo hạn	Lãi suất
1	Japan South East Asia Growth Fund L.P	195.6	30/06/2014	30/06/2017	6%/năm
2	VCBS	100	09/06/2015	09/06/2018	6%/năm
3	Quỹ Mutual Fund Elite	32.5	31/07/2015	31/07/2018	6%/năm
4	Vietnam Holding LTD	40	15/10/2015	15/10/2018	6%/năm
5	Japan South East Asia Growth Fund L.P	131.9	21/04/2016	21/04/2019	6%/năm
Tổng cộng		500			

Đợt phát hành trái phiếu mới làm lãi vay công ty tăng thêm 8 tỷ đồng/năm lên 30 tỷ đồng/năm, điều này sẽ gia tăng áp lực lên kết quả kinh doanh của công ty trong thời gian tới.

Theo ước tính của chúng tôi, nếu FECON hoàn thành được kế hoạch 2016 là đạt 173 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế và tiếp tục giữ được tốc độ tăng trưởng doanh thu là 16%/ năm, thì EPS sẽ đạt 2,080 đồng trong năm 2016, 2,381 đồng trong năm 2017 và 2,881 đồng trong năm 2018, do ảnh hưởng việc pha loãng cổ phiếu của trái phiếu chuyển đổi.

Tốc độ tăng trưởng tài sản và doanh thu khá nhanh làm cho dòng tiền kinh doanh bị âm trong 2 năm gần đây và đang tiếp tục âm trong 6 tháng đầu năm 2016

Trong giai đoạn 2011-2013 thì hoạt động kinh doanh chính của FECON luôn mang lại hiệu quả cao và dòng tiền kinh doanh luôn dương với khoảng 80 tỷ đồng/ năm. Tuy nhiên qua giai đoạn từ 2014 tới nay thì do tốc độ mở rộng tài sản và doanh thu khá nhanh nên đang dẫn tới nguồn tiền từ kinh doanh không đủ cho mở rộng tài sản, do đó Fecon phải tiến hành vay nợ nhiều hơn làm tăng chi phí lãi vay và gia tăng áp lực thanh khoản.

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chính của Fecon đã âm 60 tỷ trong năm 2014 lên tới âm 200 tỷ trong năm 2015 và tiếp tục âm thêm 195 tỷ trong 6 tháng đầu năm 2016. Tuy nhiên khả năng thanh toán của Fecon vẫn đảm bảo nhờ công tác thu hồi nợ tốt và thúc đẩy hoàn thành các dự án đảm bảo tiến độ. Tại thời điểm 30/06/2016 thì hệ số thanh toán nhanh và hệ số thanh toán hiện hành của Fecon tương ứng là 1.5 và 1.07 lần.

Các thông tin khác

Dự án BOT quốc lộ 1 đoạn tránh thành phố Phủ Lý – Hà Nam đã hoàn thành đưa vào sử dụng từ tháng 7/2016, vượt tiến độ 5 tháng so với kế hoạch ban đầu của Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng FCC (đơn vị nhận góp vốn của FECON) kỳ vọng sẽ mang lại lợi nhuận từ cổ tức cho khoản đầu tư trị giá 88 tỷ của FECON từ năm 2017 trở đi.

Ngày 08.08.2016, FECON đã thực hiện chốt quyền nhận cổ tức 10% bằng tiền mặt.

Theo thông tin từ Fecon, hiện nay FECON đang đối mặt với rất nhiều đối thủ, trong đó có các nhà thầu ngoại bắt đầu thâm nhập thị trường Việt Nam. Để thắng thầu, họ không ngại giảm giá với mức giảm tới trên 30% so với giá chào thầu, trong khi FECON tối đa chỉ giảm được ở mức 18%, do đó dù doanh thu tăng cao, nhưng biên lợi nhuận phải giảm để thích ứng với thị trường

Triển vọng kinh doanh 2016

Đặc thù hoạt động kinh doanh của FECON là theo tiến độ nghiệm thu các công trình của chủ đầu tư nên doanh thu lợi nhuận thường hạch toán vào 6 tháng cuối năm. Vì vậy trong 6 tháng đầu năm 2016 thì FECON chỉ đạt 24,8% kế hoạch doanh thu và 26,9% kế hoạch lợi nhuận. Tuy nhiên với tốc độ ký kết hợp đồng khá nhanh đã đạt 2,000 tỷ đồng đến tháng 7/2016, thì chúng tôi kỳ vọng FECON sẽ hoàn thành được kế hoạch doanh thu 2,600 tỷ và lợi nhuận sau thuế đạt 175 tỷ trong 6 tháng cuối năm.

Định giá

Với mức lợi nhuận dự phóng đạt 175 tỷ đồng thì EPS pha loãng của FECON sẽ đạt 2,080 đồng trong năm 2016 tương ứng mức PE là 9.71 lần. Dùng phương pháp so sánh PE và PB với các doanh nghiệp cùng ngành xây dựng, chúng tôi khuyến nghị “TĂNG TỶ TRỌNG” đối với cổ phiếu của Fecon với giá mục tiêu là 26,100 đồng vào cuối năm 2016.

Cổ phần	Vốn hóa thị trường	P/E	P/B
S55	195	4.53	0.82
TDC	590	3.75	0.56
SC5	388	10.33	1.30
VGC	3,899	11.87	1.32
HBC	2,607	14.12	2.16
Trung bình theo tỷ trọng vốn hóa		11.75	1.53

Items	Industry average	VNR Price (VND)
P/E method	11.75	24,433
P/B method	1.53	31,907
Average		26,100

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH FCN	Giá TT: 21k VND	Giá MT: 26k VND	Vốn hóa: 978 tỷ VND	
Đvt: Tỷ đồng	2014	2015	2016E	2017E
Doanh thu thuần	1,354	1,661	2,600	3,024
Tăng trưởng (%)	12%	23%	57%	16%
GVHB	1,098	1,371	2,127	2,474
Biên LN gộp (%)	19%	17%	18%	18%
Chi phí BH& QLDN	75	109	177	207
EBITDA	230	249	364	411
Biên lợi nhuận (%)	17%	15%	14%	14%
Khấu hao	49	68	68	68
Lợi nhuận từ HĐKD	181	181	296	343
Biên LN HĐKD (%)	13%	11%	11%	11%
Chi phí lãi vay ròng	24	42	47	55
Khả năng trả lãi vay(x)	7.49	4.32	6.32	6.21
Lãi/lỗ khác	12	49	-	-
Thuế	34	33	50	58
Thuế suất (%)	20%	18%	20%	20%
Lợi nhuận ròng	135.2	154.6	199.1	230.3
Biên lợi nhuận (%)	12%	12%	9%	9%
Lợi ích CĐ thiểu số	5	12	24	26
LN cho công ty mẹ	130.30	142.21	175.12	203.88
Số lượng CP (triệu)	45.7	45.7	45.7	65.2
EPS hiệu chỉnh (VND)	2.591	3.036	2.080	2.381
Tăng EPS (%)	11%	17%	-31%	14%
Cổ tức (VND)	1,000	1,000	1,000	1,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	5%	5%	5%	5%

- EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN
- EBIT = EBITDA – Khấu hao
- Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi
- Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi/lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác
- Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CDKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2014	2015	2016E	2017E
Vòng quay phải thu (x)	2.23	1.82	1.82	1.82
Vòng quay HTK (x)	8.16	5.03	5.03	5.03
Vòng quay phải trả (x)	1.45	1.59	1.59	1.59
Thay đổi vốn lưu động	197	444	94	42
Capex	348	232	232	232
Dòng tiền khác	-78	415	-2	-2
Dòng tiền tự do	-439	-38	-60	22
Phát hành cp	20	0	0	0
Cổ tức	1,000	1,000	1,000	1,000
Thay đổi nợ ròng	459	84	60	-22
Nợ ròng cuối năm	316	400	460	438
Giá trị doanh nghiệp (EV)	1,303	1,543	1,627	1,631
Tổng VCSH	734	996	1,195	1,425
Lợi ích cổ đông thiểu số	64	219	243	270
VCSH	670	777	952	1,156
Giá trị sổ sách/cp (VND)	14,660	16,983	20,813	17,717
Nợ ròng / VCSH (%)	-23%	43%	40%	39%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-0.8	1.4	1.6	1.3
Tổng tài sản	2,198	2,950	3,209	3,418

- Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2014	2015	2016E	2017E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	22%	20%	20%	19%
ROA (%)	7%	6%	6%	7%
ROIC (%)	8.13%	7.27%	7.68%	8.28%
WACC (%)	15.00%	12.84%	12.92%	13.34%
PER (x)	7.8	6.7	5.4	6.6
PBR (x)	1.4	1.2	1.0	1.1
PSR (x)	0.7	0.6	0.4	0.3
EV/EBITDA (x)	5.7	6.2	4.5	4.0
EV/sales (x)	1.0	0.9	0.6	0.5
Suất sinh lợi cổ tức (%)	5%	5%	5%	5%

Liên hệ:**Trụ sở chính HCM**

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 8) 3914 8585
Fax: (+84 8) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q.Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Phân tích Doanh nghiệp**Trưởng phòng Phân tích
Doanh nghiệp**

Hoàng Huy
(+84 8) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Năng lượng, hàng hóa,
logistics**

Trần Hà Xuân Vũ
(+84 8) 3914 8585 (x1459)
vu.th@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Tiêu dùng**

Lê Thị Nụ
(+84 8) 3914 8585 (x1460)
nu.lt@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Bất động sản**

Hoàng Thế Trung
(+84 8) 3914 8585 (x1460)
trung.ht@kisvn.vn

Phòng Phân tích Vĩ mô**Trưởng phòng Phân tích Vĩ
mô**

Bạch An Viễn
(+84 8) 3914 8585 (x1449)
vien.ba@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế**Giám đốc Quan hệ Khách
hàng định chế**

Lâm Hạnh Uyên
(+84 8) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.