

## THEO DÕI

Mã: FCN | Sàn HOSE

Ngành Xây dựng

Trung hạn (6 tháng - 1 năm)

Giá hợp lý: 24,400đ



### CHỈ TIÊU CHÍNH

Giá tại ngày báo cáo (vnd)	19,500
Số CP lưu hành (cp)	47,499,422
Số CP niêm yết (cp)	49,499,422
Vốn hóa (tỷ vnd)	904.86
Doanh thu 2016 (tỷ vnd)	2,107
EPS 4 quý (vnd)	3,285
P/E	6.0x
P/B	0.9x
ROE	14.38%
ROA	4.34%
Cổ tức tiền mặt 2016	10%
Số hữu nước ngoài	33.73%

Chuyên Viên Phân Tích

**VÕ THẾ VINH**

vinhvt@ivs.com.vn



### ĐIỂM NHẤN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

- CTCP Fecon – mã FCN sàn HOSE - là nhà thầu chuyên nghiệp hàng đầu Việt Nam về kỹ thuật nền móng công trình, đã tham gia tại hơn 300 dự án triển khai trên toàn quốc, trong đó có 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...với tư cách là nhà thầu chủ đạo các hạng mục nền móng.
- KQKD 2016 của FCN vẫn giữ ở mức tích cực với doanh thu đạt 2,106 tỷ (+26.9% yoy) nhưng không đạt kế hoạch (hoàn thành 81%). Bên cạnh đó do biên lợi nhuận gộp giảm về mức thấp 15.8% cùng với chi phí lãi vay tăng vọt lên gần 80% so với 2015 khiến cho LNST chỉ đạt 155.2 tỷ (+9.16% yoy).
- Với vị thế vững chắc ở miền Bắc, hiện công ty đang mở rộng thị trường vào miền Nam và ra các nước trong khu vực, đạt được kết quả khả quan. Bên cạnh lĩnh vực nền, nóng thể mạnh thì hạ tầng (bao gồm cả hoạt động đầu tư) và công trình ngầm được đặt trọng tâm trong định hướng phát triển của FCN.

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

#### Các yếu tố tạo sức hút cho cổ phiếu

- Có kinh nghiệm và năng lực với nhiều dự án nổi bật trong mảng phát triển hạ tầng và xử lý nền móng cùng chiến lược phát triển kết hợp với các đối tác nước ngoài cho lợi thế về công nghệ;
- Thu hút nhà đầu tư tổ chức như quỹ Pyn Elite (cổ đông lớn nhất nắm giữ 15.7% vốn), Vietnam Holding, CTCK MBS, quỹ Intereffekt và quỹ Lotus-Mekong River;
- Room khối ngoại được nâng lên 75%;
- Tăng trưởng trong dài hạn khi phát triển hạ tầng giao thông và công trình ngầm.

#### Rủi ro đầu tư

- Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và đầu tư âm trong các năm gần đây khiến cho doanh nghiệp phải phụ thuộc vào việc sử dụng đòn bẩy;
- Rủi ro pha loãng với trái phiếu chuyển đổi.

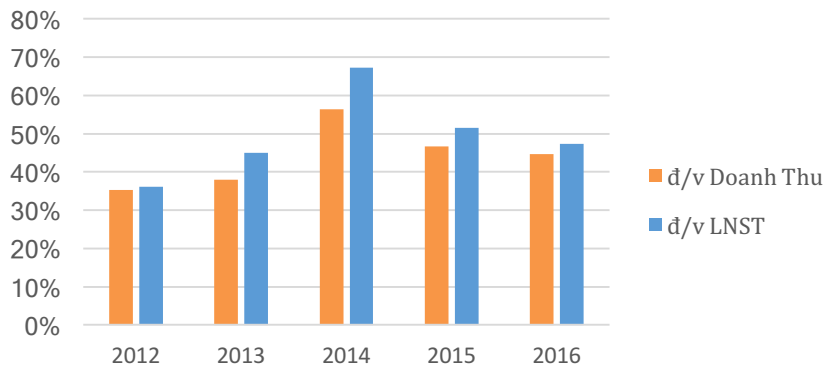
### KHUYẾN NGHỊ

- Với khối lượng giao dịch hiện tại, IVS cho rằng FCN sẽ tiếp tục vận động giằng co trong giai đoạn trước mắt. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với FCN trong ngắn hạn chờ đợi các tín hiệu rõ ràng hơn về xu hướng vận động của cổ phiếu.
- Trong dài hạn với vị thế FCN hoàn toàn có thể giao dịch với mức P/E forward = 6.8 - 7, EPS forward 2017 = 3,150 cho mức giá hợp lý vào khoảng 22,050đ.

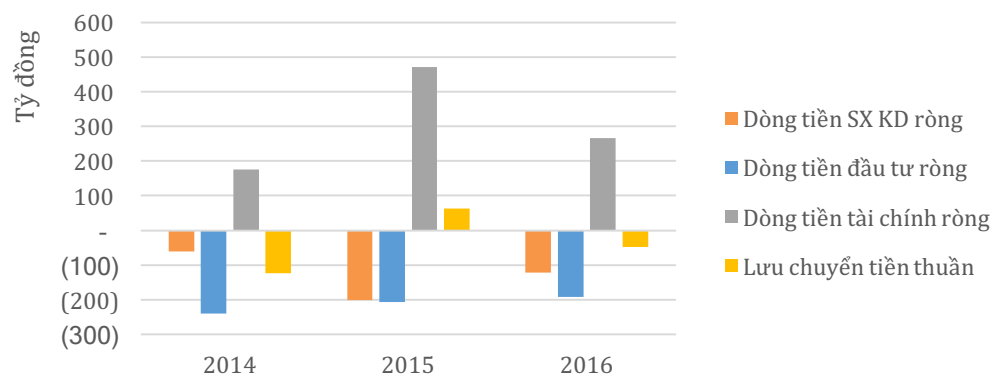
## HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

- Doanh thu 2016 dù không đạt mục tiêu đề ra nhưng vẫn cho thấy sự tăng trưởng, cụ thể: Thi công xử lý nền móng tăng 5%, Thi công hạ tầng tăng 14%, Thi công cọc bê tông dự ứng lực và cọc đúc sẵn tăng 15%. Đặc biệt, nhóm tăng trưởng mạnh gồm có thi công cọc khoan nhồi và tường vây tăng 65% và thi công xây kết cấu bê tông tăng 80% và công trình ngầm đô thị tiếp với mức tăng trên 200%.
- Tính chung 5 năm gần nhất, FCN tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận với CAGR lần lượt là 18.17% và 12.36%.
- Dù vậy, biên lợi nhuận bị thu hẹp khi Doanh thu 2016 đạt 2,106 tỷ (+26.9% yoy) nhưng LNST chỉ đạt 155.2 tỷ (+9.16% yoy). Net margin cho công ty mẹ giảm từ 8.7% xuống còn 7.4%, nguyên nhân đến từ: (1) cạnh tranh tăng cao, đặc biệt trong lĩnh vực cọc ly tâm, cọc khoan nhồi và tường vây khiến gross margin giảm từ 17.4% xuống 15.8% và EBITDA margin giảm từ 15% xuống 3.4%; (2) chi phí trả lãi vay tăng cao thêm 70% yoy (tương ứng tăng từ 2.74% doanh thu lên 3.83% tổng doanh thu).
- Với đặc thù hoạt động, FCN có điểm rơi doanh thu, lợi nhuận vào quý IV, khi thường hạch toán khoảng một nửa doanh thu, lợi nhuận trong năm vào thời điểm này.

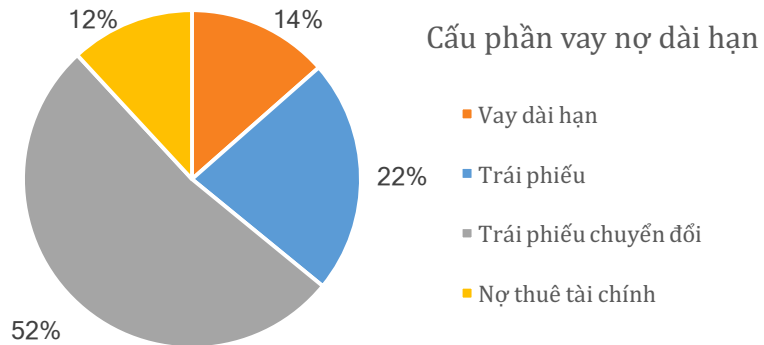
Đóng góp của Quý IV



- Bên cạnh đó, chính sách sử dụng đòn bẩy gây ra áp lực trả nợ lớn hàng năm đi cùng với việc khoản phải thu (chủ yếu tạm ứng) tăng cao và việc giảm mạnh các khoản phải trả khiến cho 3 năm gần nhất dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh đều âm. Tương tự, việc FCN đầu tư máy móc thiết bị và dụng cụ quản lý lớn đi cùng với hoạt động đầu tư vào công ty con để mở rộng thị trường trong các năm gần đây, cũng tạo ra dòng tiền thuần âm từ hoạt động đầu tư. FCN phải dựa vào hoạt động vay nợ để sắp xếp nguồn tiền.



- FCN sử dụng đòn bẩy tỷ lệ Nợ/ Vốn CSH = 1.7, tỷ lệ nợ ngắn hạn - dài hạn lần lượt là 35% và 65% nguồn vốn vay và thuê tài chính. Dù vậy, các chỉ tiêu thanh toán của doanh nghiệp vẫn ở mức an toàn, cụ thể khả năng thanh toán nhanh 2016 = 1.25 và khả năng thanh toán hiện thời 2016 = 1.8. Tuy nhiên IVS cũng lưu ý chiếm tỷ trọng lớn trong tài sản ngắn hạn là các khoản tạm ứng và chi phí sản xuất, kinh doanh dở dang khiến cho tỷ lệ thanh toán tiền mặt 2016 của FCN chỉ ở mức 0.2.



- 52% nguồn vốn vay nợ dài hạn của FCN đến từ việc phát hành trái phiếu chuyển đổi, 4 chủ nợ chính đang nắm lượng trái phiếu này là Japan South East Asia Growth (thành viên thuộc NH Phát triển Nhật Bản – DBJ) với 327.5 tỷ, CTCK Vietcombank – VCBS với 60.6 tỷ, quỹ Mutual Fund Elite với 32.5 tỷ và Vietnam Holding với 40 tỷ. Đây là nguồn vốn chi phí thấp với lãi suất 6%/năm.
- Giá trị của lượng trái phiếu có thể chuyển đổi trong 2017 là 241.8 tỷ đồng với tỷ lệ pha loãng tối đa là 21%. IVS cho rằng khả năng chuyển đổi lô trái phiếu này là cao do FCN là một cổ phiếu thu hút sự chú ý của nhiều nhà đầu tư tổ chức đồng thời gần đây room khối ngoại cũng đã được nâng lên 75%. Nhiều trái chủ đã thực hiện chuyển đổi, có thể kể tới Vietnam Holding và PYN Elite. Nhằm giảm tốc độ pha loãng, FCN đã tiến hành đàm phán gia hạn một phần từ 36 lên 60 tháng.

### TRIỂN VỌNG 2017 & DÀI HẠN

- Theo báo cáo quý I/2017 cập nhật từ doanh nghiệp, đạt doanh thu hợp nhất khoảng 296 tỷ (+4% yoy), LNST 18.6 tỷ (-13% yoy), với nhiều dự án chưa thực hiện hoặc nghiệm thu, đây là kết quả không quá bất ngờ.
- Trong quý I/2017, DN ký kết được nhiều dự án mới, nổi bật có 2 gói thầu tại nhà máy FLAT (Hải Phòng), giá trị hợp đồng 40 tỷ đồng và nhà máy Bột giấy Quảng Ngãi, giá trị hợp đồng 51.5 tỷ đồng. Bên cạnh đó, trong tháng 3.2017, FCN cũng trúng gói thầu khảo sát địa chất cho phần hầm ngầm và nhà ga ngầm tại dự án đường sắt đô thị Hà Nội số 3. Đây là dự án metro thứ 2 mà FECON tham gia (sau dự án đường sắt đô thị số 1 tại Thành phố Hồ Chí Minh).
- FCN đặt kế hoạch 2017 với 2,800 tỷ đồng doanh thu hợp nhất (+30% yoy) và 200 tỷ LNST, trong đó LNST cho cổ đông công ty mẹ là 180 tỷ đồng, EPS hợp nhất theo kế hoạch 3.500đ.
- FCN có khoảng 1000 tỷ backlog cho 2017 đến từ các dự án Nhiệt Điện Nam Định, Nhiệt điện Nghi Sơn 2 và dự án Long Sơn, do vậy IVS đánh giá kế hoạch 2017 là trong khả năng của doanh nghiệp.

### Kế hoạch thoái vốn của FCN trong 2017

- Hiện DN đang có kế hoạch thoái vốn khỏi một số mảng nhằm tập trung dòng tiền cho hoạt động kinh doanh cốt lõi, đây là hướng đi phù hợp đặc biệt khi dòng tiền ròng của doanh nghiệp trong giai đoạn gần đây giữ ở mức âm.

- Trong 2017, 2 khoản đầu tư mà FCN đang có kế hoạch thoái vốn là dự án tại Phú Quốc (vốn đầu tư 170 tỷ - theo doanh nghiệp đánh giá có thể lãi 80 tỷ) và chuyển nhượng lại toàn bộ số vốn góp tại CTCP đầu tư hạ tầng FCC (giá trị vốn góp 112 tỷ), với giá bán không thấp hơn 12.000đ, số tiền FCN thu về vào khoảng 130 tỷ.

### Tiềm năng phát triển trong dài hạn

- Định hướng hoạt động của FCN gồm 2 hướng: (1) đối với hoạt động kinh doanh, tập trung vào mảng nền, móng thể mạnh, mở rộng sang xây dựng hạ tầng và công trình ngầm; (2) đối với lĩnh vực đầu tư hạ tầng, trọng tâm của FCN hướng vào hạ tầng năng lượng, đô thị - môi trường và hạ tầng giao thông. Đối với hoạt động đầu tư, FCN đi theo hướng thành lập công ty hoạt động trong các lĩnh vực liên quan. Một ví dụ là CTCP đầu tư hạ tầng FCC được thành lập để thực hiện dự án BOT Phú Lý, khoản đầu tư này đã đem về lợi nhuận khoảng 20% cho FCN.
- Việc mở rộng thị trường miền Nam và nước ngoài sẽ giúp FCN gia tăng số lượng dự án, đi cùng với đó IVS đánh giá 2 mảng Hạ tầng và Công trình ngầm sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn. Hiện FCN đang tiếp tục xem xét lựa chọn các dự án BOT, BT để tiếp tục triển khai, dòng tiền tốt từ các dự án này được kỳ vọng là động lực bền vững cho tăng trưởng của doanh nghiệp. Về mảng còn lại, dù hiện vẫn đóng vai trò là nhà thầu phụ cho các chủ thầu nước ngoài (ví dụ Nhật Bản ở dự án metro Tp Hồ Chí Minh), việc sớm tham gia vào thị trường sẽ tạo vị thế đi đầu cho Fecon và công ty đặt mục tiêu chiếm 20% thị phần ở lĩnh vực này vào 2020. Nếu tập trung vốn vào hoạt động cốt lõi, tăng trưởng trong giai đoạn từ 2017 đến 2020 có thể đạt CAGR = 25%.

### ĐỊNH GIÁ

- Hiện FCN đang được giao dịch tại mức P/E = 6 lần, trong quá khứ cổ phiếu cũng thường xuyên được giao dịch quanh ngưỡng P/E từ 6-8 lần, P/B dưới 1.
- IVS sàng lọc ra 86 công ty niêm yết trên 2 sàn trong ngành xây dựng - hạ tầng, các chỉ số trung bình của nhóm này như sau:

P/E = 10.2	P/B = 0.91	EPS = 2,203
Gross margin = 15.42%	Net margin = 8.08%	ROE = 11.56%
		(TB ngành xây dựng = 13.62%)

- Với vị thế doanh nghiệp hàng đầu cùng thể mạnh của mình, IVS cho rằng FCN hoàn toàn có thể giao dịch tại mức P/E khoảng 7-8. Với dự phóng doanh nghiệp tiếp tục hoàn thành kế hoạch doanh thu nhưng vẫn thận trọng về hiệu quả hoạt động của FCN, EPS forward 2017 có thể ở mức 3.600đ (trước pha loãng), giả định P/E giữ ở mức 6.8 - 7, giá hợp lý của FCN nằm tại 24,400 - 25,200. IVS cho rằng trong 2017, sau khi ghi nhận kết quả cả các dự án và hoàn thành các kế hoạch thoái vốn, FCN có triển vọng khả quan để tiến về vùng giá này, đặc biệt trước quý 4 khi đây thường là điểm rơi doanh thu - lợi nhuận của doanh nghiệp.

**GÓC NHÌN KỸ THUẬT**

**Điểm nhấn**

- Trong dài hạn, FCN vận động đi ngang với 2 kênh giá 17,200 và 21,600, xu hướng này được hình thành từ đầu 2015 tới nay. Trong ngắn hạn sau đợt điều chỉnh sâu từ giá 23,000 về 17,700 trong nửa cuối 2016, cổ phiếu đã hồi phục về vùng giá 21,000 trước khi tiếp tục chỉnh nhẹ và hiện giao dịch ở quang vùng 19,000 – 20,000.
- Hệ thống chỉ báo kỹ thuật hiện chưa cho thấy một xu hướng rõ ràng:
  - (1) Chỉ báo MACD co rút lại từ phía trên đường 0;
  - (2) RSI nằm ở khoảng 50;
  - (3) Chỉ báo Aroon up sau khi chạm 100 đang giảm về 50;
  - (4) ADX nằm dưới 20 xác nhận việc cổ phiếu đang không có xu hướng;
  - (5) Giá vận động tại vùng giữa dải Bollinger Band.

**Nhận định**

- Với khối lượng vẫn đang giữ ở mức cao như hiện tại, cần có một giai đoạn tiết cung để có đà tăng. IVS cho rằng cần theo dõi thêm để xác định hướng đi của cổ phiếu.
- Các ngưỡng giá đáng chú ý theo quan điểm kỹ thuật gồm:
  - (1) Ngưỡng hỗ trợ gần – xa nằm tại 18,500 - 17,900 - 17,000
  - (2) Ngưỡng kháng cự gần – xa nằm tại 19,800 - 21,000 - 22,000

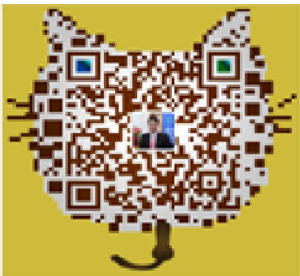
*Bản tin này được cung cấp bởi Công ty chứng khoán đầu tư Việt Nam\_ IVS. Nội dung bản tin này chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy, nhưng IVS không đảm bảo tính chính xác của các thông tin và không chịu trách nhiệm đối với các quyết định mua bán do tham khảo thông tin này.*

## PHÒNG PHÂN TÍCH IVS

**Nguyễn Hữu Bình**

Trưởng phòng

binhnh@ivs.com.vn

**Wechat QR code**

**Võ Thế Vinh**

Chuyên viên

vinhvt@ivs.com.vn

**Wechat QR code**

**Đỗ Trung Nguyên**

Chuyên viên

nguyendt@ivs.com.vn

**Wechat QR code**

**Nghiêm Đình Đức**

Chuyên viên

ducnd@ivs.com.vn

**Wechat QR code**

**CÔNG TY  
CHỨNG KHOÁN IVS**

 Email: [ivs@ivs.com.vn](mailto:ivs@ivs.com.vn)  
 Website:  
[www.ivs.com.vn](http://www.ivs.com.vn)
**ĐIỆN THOẠI ĐẶT  
LỆNH**

(04) 35.779.999

**TRỤ SỞ CHÍNH  
HÀ NỘI**

 Tầng 1, Số 9 Đào Duy Anh, Tòa  
 nhà VCCI

Điện thoại: (04) 35.730.073

Fax: (04) 35.730.088

**CHI NHÁNH  
TP. HCM**

 Lầu 4, Số 2 BIS, Công Trường  
 Quốc Tế, P. 6, Q. 3, Tp.HCM

Điện thoại: (08) 38.239.966

Fax: (08) 38.239.696