

FCN – MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU (Ngày 20/04/2016)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	21.000
KLGD TB 10 ngày (CP)	454.580
Vốn hoá (tỷ đồng)	1.010
Số lượng CPLH	45.722.854
% sở hữu nước ngoài	31,93

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Mạc Đình Tuấn
mdtuan@vcbs.com.vn
+84-4 3936 6425 ext 121

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

FCN: duy trì đà tăng trưởng

- Năm 2015 FCN có kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ năm trước với DT đạt 1.660 tỷ đồng (+22,6% yoy, hoàn thành 92,2% kế hoạch), LNST hợp nhất đạt 155 tỷ đồng (+15% yoy, hoàn thành 92,3% kế hoạch) và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ đạt 142 tỷ đồng, tương đương với EPS 2015 đạt 3.036 đồng/CP, khá sát với kết quả chúng tôi dự báo trước đây.
- Chúng tôi lặp lại dự báo FCN có triển vọng tăng trưởng kép CAGR trên 20% trong giai đoạn 2016 – 2018 với nhiều động lực tăng trưởng và khả năng sẽ trúng thầu nhiều dự án lớn. Giá trị các hợp đồng đã ký kết đến thời điểm hiện nay cũng cho thấy khả năng chắc chắn duy trì đà tăng trưởng trong năm 2016. Kế hoạch nói room lên 100% sẽ là thông tin rất tích cực đối giá cổ phiếu FCN.
- Chúng tôi tăng dự báo DT năm 2016 so với trước đây lên mức 2.400 tỷ đồng (+44,6% yoy), giữ nguyên dự báo LNST hợp nhất đạt 176 tỷ đồng (+13,5% yoy) và LNST cổ đông công ty mẹ 162 tỷ đồng (+14,1% yoy), tương ứng EPS forward 2016 đạt 3.543 đồng/CP. Trong khi FCN đặt kế hoạch 2016 với DT 2.600 tỷ đồng và LNST 173 tỷ đồng (LNST cổ đông công ty mẹ dự kiến đạt 156 tỷ đồng).
- Với giá trị định giá hợp lý là 25.623/CP, cao hơn khoảng 20% so với giá thị trường, ngoài ra FCN có kế hoạch trả cổ tức tỷ lệ 10% tiền mặt trong năm 2016. Tại mức giá ngày 20.04.2016 và EPS forward 2016 đạt 3.543 đồng/CP, FCN có P/E đạt 5,9 lần, P/B đạt 1,23 lần, là mức khá hấp dẫn, do vậy chúng tôi lặp lại khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu FCN.

Chỉ tiêu tài chính	2013	2014	2015	2016F
DTT (tỷ đồng)	1.204	1.354	1.660	2.400
+/- yoy (%)	19,5%	12,4%	22,6%	44,6%
LNST (tỷ đồng)	117	135	155	176
+/- yoy (%)	8,3%	27,3%	14,8%	13,5%
TTS (tỷ đồng)	1.594	2.198	2.950	
+/- yoy (%)	29,2%	37,9%	34,2%	
VCSH (tỷ đồng)	617	734	996	
+/- yoy (%)	69,3%	19,0%	35,7%	
Nợ/TTS (%)	56,2%	63,7%	66,2%	
TS LN gộp (%)	16,9%	18,9%	17,4%	
TS LN ròng (%)	8,5%	9,6%	9,3%	
EPS - TTM (đồng)	4.694	3.042	3.036	
ROA (%)	6,4%	5,9%	5,3%	
ROE (%)	16,6%	17,8%	15,6%	
CPLH (cổ phiếu)	39.759.118	45.722.854	45.722.854	

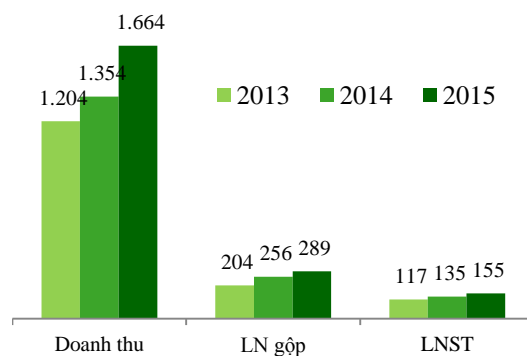
PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH 2015

KQKD 2015: Tích cực

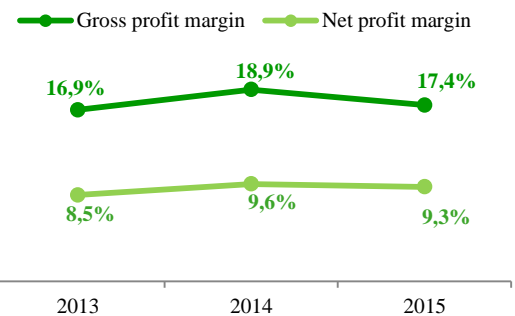
Năm 2015 FCN có kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ năm trước, mặc dù vẫn thấp so với kế hoạch năm 2015, với DT đạt 1.660 tỷ đồng (+22,6% yoy, hoàn thành 92,2% kế hoạch), LNST hợp nhất đạt 155 tỷ đồng (+15% yoy, hoàn thành 92,3% kế hoạch) và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ đạt 142 tỷ đồng, tương đương với EPS 2015 đạt 3.036 đồng/CP, khá sát với kết quả dự phóng trong báo cáo cập nhật trước đây của chúng tôi.

Biên LN gộp 2015 đạt 17,4%, giảm so với mức 18,9% cùng kỳ năm 2014 do tỷ trọng doanh thu chủ yếu đóng góp từ mảng sản xuất thi công cọc và xây dựng hạ tầng với biên lợi nhuận gộp thấp hơn so với mảng xử lý nền móng.

Biểu đồ: Doanh thu, lợi nhuận (tỷ đồng)



Biểu đồ: Tỷ suất lợi nhuận



(Nguồn: BCTC của FCN; VCBS tổng hợp và cập nhật)

Hoạt động tài chính tăng mạnh với doanh thu tài chính đạt 136 tỷ đồng (+1.060%) và chi phí tài chính cũng đồng thời tăng tương ứng lên 103 tỷ đồng (đã loại trừ lãi vay). Nguyên nhân, công ty con FCI đã thanh lý khoản đầu tư 7% cổ phần tại Cienco 1, do vậy FCN hiện chỉ còn sở hữu 10% cổ phần tại Cienco1. Chi phí lãi vay cũng tăng mạnh lên mức 45,6 tỷ đồng (+60% yoy), do FCN tiếp tục mở rộng quy mô tài sản và tăng đầu tư góp vốn bằng vay nợ ngắn hạn và phát hành trái phiếu chuyển đổi.

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

Kết thúc năm 2015, tổng tài sản của FCN tăng lên 2.950 tỷ đồng (+34,2% yoy), đây cũng là mức tăng bình quân tổng tài sản của FCN trong 3 năm gần nhất. Cơ cấu tài sản tăng thêm chủ yếu do (1) tăng đầu tư góp vốn vào các công ty Hạ tầng Fecon FCI, Công trình ngầm Fecon, Đầu tư Hạ tầng FCC để mở rộng sang lĩnh vực xây dựng hạ tầng và công trình ngầm, (2) đầu tư tài sản máy móc thiết bị và (3) tài trợ cho hàng tồn kho tăng do mở rộng quy mô kinh doanh.

Các khoản phải thu ngắn hạn không biến động nhiều và có diễn biến tích cực khi FCN đã thu hồi được 60 tỷ đồng/102 tỷ đồng trong quý 1.2016 đối với phải thu tại Dự án Nhiệt điện Long Phú 1.

Hệ số Nợ/TTS tăng lên 66,2% phản ánh xu hướng tăng tài sản dựa trên vốn nợ của FCN. Trong đó, tổng nợ vay chịu lãi tăng mạnh, đạt 1.068 tỷ đồng (+93% yoy) nên áp lực trả lãi vay sẽ tăng nên đáng kể trong năm 2016. Trái phiếu chuyển đổi đã phát hành thành công tăng lên 368 tỷ đồng (chi phí lãi trái tức 6%/năm), FCN dự kiến tổng giá trị phát hành sẽ tăng lên 500 tỷ đồng trong Quý II.2016.

TRIỂN VỌNG

Triển vọng tăng trưởng kép với CAGR trên 20%

Chúng tôi lặp lại dự báo FCN có triển vọng tăng trưởng kép trên 20% trong giai đoạn 2016 – 2018 với các động lực đến từ (1) nhiều hiệp định FTAs được ký kết sẽ làm tăng triển vọng đầu tư nhiều dự án xây dựng công nghiệp từ dòng vốn FDI (2) nhiều dự án hạ tầng giao thông được triển khai của Chính phủ, (3) công nghệ thi công mới trong thi công các công trình ngầm (Jet Grouting 3 pha đường kính lớn, Vỡ hầm cho các dự án Metro và Tường bê tông ly tâm dự ứng lực) và (4) doanh nghiệp tích cực mở rộng thị trường miền Nam bằng việc ký kết nhiều hợp đồng trị giá xấp xỉ 400 tỷ đồng và phát triển thị trường ra nước ngoài (Myanmar, trúng gói thầu đầu tiên trị giá 2 triệu USD), trong đó triển vọng 2016 các mảng kinh doanh cụ thể như sau:

- Mảng sản xuất và thi công cọc dự kiến sẽ tiếp tục đóng góp tỷ trọng trên 60% doanh thu năm 2016 với nhiều dự án dân dụng và công nghiệp đã được ký kết, biên LN gộp của mảng này có thể sẽ giảm nhẹ do cạnh tranh và các dự án tại miền Nam sẽ có hiệu quả thấp hơn do FCN hiện chỉ có nhà máy sản xuất cọc đặt tại Hà Nam.
- Mảng xử lý nền đất yếu FCN tiếp tục khẳng định vị thế đầu ngành: là mảng công việc có yếu tố công nghệ đặc thù, áp lực cạnh tranh không lớn nên biên LN gộp luôn trên 20%. Chúng tôi dự kiến mảng xử lý nền đất yếu sẽ tiếp tục đóng góp tỷ trọng trên 20% doanh thu trong năm 2016.
- Mảng công trình ngầm dự kiến sẽ đạt tỷ lệ tăng trưởng mạnh từ năm 2016 với triển vọng trúng nhiều gói thầu thuộc các dự án Metro HCM và Metro Hà Nội do từ 2015 FCN đã phối hợp với các đối tác nước ngoài để áp dụng công nghệ mới JetGrouting 3 pha đường kính lớn 3,5m duy nhất tại thị trường trong nước, là công nghệ đặc thù trong triển khai các công trình Metro ngầm. Mảng hạ tầng giao thông có khối lượng công việc lớn do nhu cầu xây dựng hạ tầng của Việt Nam hiện rất lớn, tiềm năng và dài hạn. Trong năm 2016, FCN sẽ hoàn thành dự án BOT Phủ Lý với doanh thu xây lắp dự kiến năm 2016 sẽ đạt khoảng 250 tỷ đồng. FCN đang có kế hoạch thực hiện thêm một dự án BOT khác trong nửa cuối năm 2016.
- Fecon đang từng bước phát triển thị trường nước ngoài khi thành lập Công ty liên doanh Fecon Rainbow tại Myanmar, đồng thời đã trúng gói thầu đầu tiên trị giá 2 triệu USD tại dự án Cảng quốc tế Thilawa. Liên doanh nay cũng đang có triển vọng tham gia thi công khu công nghiệp lớn 2.500 ha và một dự án nhiệt điện tại Myanmar.

Danh mục dự án đã ký kết là điều kiện đảm bảo tăng trưởng kết quả kinh doanh. Năm 2015, FCN đã thực hiện 80 dự án và đánh dấu sự hiện diện tại nhiều công trình lớn trên cả nước. 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. Đến thời điểm hiện nay, giá trị hợp đồng ký kết để thực hiện cho năm 2016 đã đạt 1.400 tỷ đồng, trong đó có 900 tỷ đồng từ những hợp đồng đã ký trong năm 2015 chuyển sang và 500 tỷ đồng từ những hợp đồng mới ký kết trong 3 tháng đầu năm 2016, FCN cũng đang trong quá trình đàm phán và chuẩn bị ký kết nhiều hợp đồng lớn khác để thực hiện trong 6 tháng cuối năm 2016 và năm 2017.

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng doanh thu năm 2016 so với báo cáo trước đây lên mức 2.400 tỷ đồng (+44,6% yoy), giữ nguyên dự báo LNST hợp nhất đạt 176 tỷ đồng (+13,5% yoy) và LNST cổ đông công ty mẹ 162 tỷ đồng (+14,1% yoy), tương ứng EPS forward 2016 đạt 3.543 đồng/, do chúng tôi dự phóng LN gộp trong năm 2016 có khả năng tiếp tục giảm nhẹ cộng với các chi phí lãi vay và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng. Khi đã loại trừ chi phí lãi vay, hoạt động tài chính sẽ tiếp tục có lãi theo kế hoạch tiếp tục thoái vốn khoản đầu tư tại Cienco1. Chúng tôi dự phóng doanh thu theo giả định đóng góp các mảng kinh doanh như sau: mảng sản xuất và thi công cọc 1.500 tỷ đồng, xử lý nền móng 400 tỷ đồng, xây dựng hạ tầng 300 tỷ đồng và công trình ngầm 200 tỷ đồng. Dự báo của chúng tôi có phần thận trọng

hơn với doanh thu thấp hơn 8,3% nhưng có lợi nhuận cao hơn 2% nếu so với kế hoạch FCN dự kiến sẽ trình trong kỳ họp đại hội cổ đông sắp tới là DT 2.600 tỷ đồng và LNST 173 tỷ đồng.

Trái chủ DBJ đã đủ điều kiện nhưng chưa chuyển đổi giúp giảm rủi ro pha loãng trong thời điểm hiện tại. Theo dự kiến trong năm 2016, sẽ có khoảng 245 tỷ đồng giá trị trái phiếu (tương ứng với khoảng 12,5 triệu cổ phiếu phát hành riêng lẻ, tăng 27% vốn điều lệ) đủ điều kiện để chuyển đổi. Tuy nhiên, đối tác DBJ đã trì hoãn việc này trong năm 2015 và có khả năng chưa chuyển đổi trái phiếu trong năm 2016, do vậy mức độ rủi ro pha loãng cổ phiếu đang giảm đi đối với các cổ đông đang nắm giữ cổ phiếu. Theo đánh giá của chúng tôi, trong trường hợp các trái chủ thực hiện chuyển đổi với mức giá cam kết (cao hơn 20% so với giá trị sổ sách và tương đương với giá thị trường), mặc dù sẽ tăng độ pha loãng cổ phiếu nhưng việc chuyển đổi này sẽ mang lại nhiều lợi ích cho FCN trong dài hạn như giảm chi phí lãi vay và tăng sức mạnh tài chính để mở rộng quy mô kinh doanh.

STT	Tên đối tác	Số tiền (tỷ đồng)	Thời điểm mua	Kỳ hạn	Giá chuyển đổi	Đủ điều kiện chuyển đổi 1	Đủ điều kiện chuyển đổi 2
1	DBJ	195	6.2014	6%/năm, 3 năm	19.500		Năm 2016: 10 triệu cp
2	VCBS	100	6.2015	6%/năm, 3 năm	19.700	Năm 2016: 2,5 triệu cp	Năm 2017: 2,5 triệu cp
3	PYN Ucits	32,5	8.2015	6%/năm, 3 năm	20.400	Năm 2017: 0,75 triệu cp	Năm 2018: 0,75 triệu cp
4	Vietnam Holdings	40	10.2015	6%/năm, 3 năm	20.400	Năm 2017: 1 triệu cp	Năm 2018: 1 triệu cp
5	Dự kiến DBJ	132,5	Quý 2.2016	6%/năm, 3 năm	19.700	Năm 2018: 3,25 triệu cp	Năm 2019: 3,25 triệu
Tổng giá trị		500					

Triển vọng nói room khối ngoại đang làm tăng mức hấp dẫn đối với cổ phiếu FCN khi hiện tại Room cho nhà đầu tư nước ngoài đã kín ở mức 31,93% (do FCN đã thực hiện khóa room từ mức 49% xuống 31,93% theo kế hoạch chuyển đổi trái phiếu của các trái chủ là nhà đầu tư nước ngoài). Kế hoạch nói room lên 100% sẽ được trình tại đại hội cổ đông thường niên trong năm nay, chúng tôi đánh giá khả năng cao là đề xuất này sẽ được thông qua, do vậy đây sẽ là thông tin rất tích cực đối giá cổ phiếu FCN trong thời gian tới.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

MUA

FCN có triển vọng tăng trưởng kép với tỷ lệ CAGR trên 20% trong giai đoạn 2016 –2018 với nhiều động lực thúc đẩy sẽ trúng thầu nhiều dự án lớn. Giá trị các hợp đồng đã ký kết đến thời điểm hiện nay cho thấy khả năng duy trì đà tăng trưởng năm 2016.

Mức độ tăng trưởng của FCN sẽ tăng tốt hơn tốc độ pha loãng dự kiến từ trái phiếu chuyển đổi trong 3 năm tới. Trong khi các trái chủ vẫn có khả năng chưa/hoặc không thực hiện quyền chuyển đổi khi đủ điều kiện, điều này sẽ làm giảm rủi ro pha loãng trong ngắn hạn. Ngoài ra, thông tin nói room lên 100% cho nhà đầu tư nước ngoài sẽ là thông tin tích cực đối với FCN trong năm 2016.

Năm 2016, FCN dự kiến đạt DT 2.400 tỷ đồng (+44,6% yoy), LNST hợp nhất đạt 176 tỷ đồng (+13,5% yoy) và LNST cổ đông công ty mẹ 162 tỷ đồng (+14,1% yoy), tương ứng EPS forward 2016 đạt 3.543 đồng/CP. Với giá trị định giá hợp lý là 25.623/CP, cao hơn khoảng 20% so với giá thị trường, ngoài ra FCN có kế hoạch trả cổ tức tỷ lệ 10% tiền mặt trong năm 2016. Tại mức giá ngày 20.04.2016, FCN có P/E đạt 5,9 lần, P/B đạt 1,23 lần, là mức khá hấp dẫn, do vậy chúng tôi lặp lại khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu FCN.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Anh Tuấn, CFA

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tatuan@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn

Chuyên viên Phân tích cao cấp

mdtuan@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Tòa nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630