



Cập Nhật FCN – GIỮ

Ngày 13/03/2017



Cao Việt Hùng

(+84 8) 3823 4159 - Ext: 250

hungcv@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Khuyến nghị

GIỮ

HOSE: FCN

Xây dựng

Giá hiện tại (VND) 19.750

Giá mục tiêu (VND) 20.500

Tỷ lệ tăng giá 3,8%

Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 5,1%

Tổng tỷ suất lợi nhuận 8,9%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	2,6	0,0	7,9	-0,2
Tương đối	-4,8	-1,3	-0,6	-28,4

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

PYN Elite Fund	10,6%
Phạm Việt Khoa (Chủ tịch)	7,6%
Groundtech Holding Ltd.	6,0%
Vietnam Holding Ltd.	3,9%

Thông kê 10/03/2017

Mã Bloomberg	FCN VN
Thấp/cao 52 tuần (VND)	17.700-24.500
SL lưu hành (triệu cp)	49,5
Vốn hóa (tỷ đồng)	970
Vốn hóa (triệu USD)	42
Room khối ngoại còn lại	0,0
Tỷ lệ cp lưu hành tự do	77,8%
KLGD TB 3 tháng (cp)	280.607
VND/USD	22.840
Index: VNIndex / HNX	710,47/87,52

CÔNG TY CỔ PHẦN FECON (FCN VN)

Áp lực cạnh tranh và chi phí lãi vay làm chậm tốc độ tăng trưởng

BCTC chưa kiểm toán năm 2016 cho thấy doanh thu cả năm đạt 2.107 tỷ đồng, tăng 27% n/n nhưng chỉ đạt 81% kế hoạch. Biên lợi nhuận gộp giảm xuống chỉ còn 15,9%, mức thấp nhất trong 8 năm trở lại đây, nguyên nhân là do trong nửa cuối năm 2016 FCN thi công nhiều hợp đồng có giá trị thấp và do đó phải cạnh tranh với nhiều nhà thầu nhỏ. Biên lợi nhuận gộp giảm cộng với chi phí lãi vay tăng mạnh lên 80 tỷ đồng khiến lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 150 tỷ đồng, tăng nhẹ 5,6% n/n và thấp hơn 13% dự phóng của chúng tôi.

Ngoại trừ Japan South East Asia Growth, các trái chủ còn lại có vẻ khá ưa thích việc chuyển đổi trái phiếu thành cổ phần. Kể từ tháng 10/2016, VCBS, PYN và Vietnam Holding đã chuyển đổi tổng cộng 75,6 tỷ đồng (trên tổng số 500 tỷ) giá trị trái phiếu chuyển đổi sang 3,78 triệu cổ phiếu. Việc hoán đổi nợ thành vốn, cộng với chủ trương bán cổ phần tại FCC (với giá tối thiểu 12.000 đồng/cổ phần) sẽ giúp giảm áp lực nợ vay cho FCN, bởi tỷ lệ nợ ròng trên vốn chủ sở hữu cuối 2016 đã ở mức khá cao là 1,3 lần.

Trong năm 2017, chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ việc mở rộng thị trường sang miền Nam và nước ngoài. Ngoài ra, cuối năm 2016, FCN cũng đã ký được một số hợp đồng lớn như Nam Hội An (giá trị 300 tỷ đồng) và dự án nâng cấp và mở rộng Tỉnh Lộ 9, TPHCM (giá trị 1.000 tỷ đồng, hợp tác với Refico, Coteccons và BMT).

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2017 đạt 2.634 tỷ đồng (+25% n/n) và lợi nhuận sau thuế đạt 195 tỷ đồng (+30% n/n). EPS 2017 dự phóng đạt 3.034 đồng, chỉ tăng 7% do chúng tôi giả định các trái chủ sẽ chuyển đổi trái phiếu để phản ánh rủi ro pha loãng cổ phiếu.

Trong quá khứ, FCN thường được giao dịch ở mức P/E khá thấp, chỉ khoảng 6-8 lần, nguyên nhân có thể là do chất lượng lợi nhuận của FCN trong 3 năm qua là khá thấp, do đó chúng tôi định giá FCN bằng phương pháp chiết khấu FCFF thay vì phương pháp P/E. Do tốc độ tăng trưởng và biên lợi nhuận thấp hơn kỳ vọng, chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu của FCN xuống 20.500 đồng/cổ phiếu. Khuyến nghị **GIỮ**.

	2015	2016E	2017F	2018F	2019F
DT thuần (tỷ đồng)	1.661	2.107	2.634	3.029	3.332
Tăng trưởng (%)	22,6%	26,9%	25,0%	15,0%	10,0%
EBITDA (tỷ đồng)	249	279	338	385	422
Tăng trưởng (%)	8,4%	11,9%	21,5%	13,7%	9,7%
LN ròng (tỷ đồng)	142	150	194	215	242
Tăng trưởng (%)	9,1%	5,6%	29,6%	10,4%	12,7%
EPS hiệu chỉnh (đồng)	2.890	2.831	3.034	3.164	3.566
Tăng trưởng (%)	13,2%	-2,0%	7,2%	4,3%	12,7%
ROE (%)	17,5%	16,3%	16,8%	14,8%	14,8%
ROIC (%)	10,8%	9,7%	10,6%	10,6%	10,9%
Nợ ròng/EBITDA (x)	3,1	4,0	2,3	1,9	1,7
EV/EBITDA (x)	7,0	7,5	5,2	4,4	4,0
PER (lần)	7,4	7,2	5,6	5,1	4,5
PBR (lần)	1,3	1,1	0,8	0,7	0,6
Cổ tức (đồng)	1.000	1.000	1.000	1.200	1.200
Suất sinh lợi cổ tức (%)	5,1%	5,1%	5,1%	6,1%	6,1%

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ FCN	Giá hiện tại (đồng):	19,750	Giá mục tiêu (đồng):	20,500	Vốn hóa (tỷ đồng):	978
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2014	2015	2016E	2017F	2018F	2019F
Doanh thu thuần	1.354	1.661	2.107	2.634	3.029	3.332
Tăng trưởng (%)	12,4%	22,6%	26,9%	25,0%	15,0%	10,0%
GVHB trừ khấu hao	1.049	1.303	1.715	2.153	2.480	2.729
Chi phí bán hàng và QLDN	75	109	114	142	164	180
Chi phí bán hàng và QLDN/Doanh thu thuần	5,5%	6,5%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
EBITDA	230	249	279	338	385	422
Tỷ suất EBITDA (%)	17,0%	15,0%	13,2%	12,9%	12,7%	12,7%
Chi phí khấu hao	49	68	57	62	67	72
Lợi nhuận từ HĐKD	181	181	221	277	318	350
Biên LN HĐKD (%)	13,4%	10,9%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Chi phí lãi vay ròng	24	42	76	77	67	65
Chi phí lãi vay ròng/Nợ ròng	7,7%	5,4%	6,8%	9,7%	9,2%	9,1%
Lãi/lỗ liên doanh. liên kết	17	19	26	32	36	39
Thuế	34	33	36	47	51	58
Thuế suất thực tế (%)	22%	20%	20%	20%	20%	20%
Lợi ích CĐ thiểu số	5	12	15	20	22	25
Lợi nhuận ròng	130	142	150	194	215	242
Biên lợi nhuận ròng (%)	9,6%	8,6%	7,1%	7,4%	7,1%	7,3%
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	45,7	45,7	47,7	57,7	61,0	61,0
EPS hiệu chỉnh (đồng)	2.554	2.890	2.831	3.034	3.164	3.566
Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)	12,0%	13,2%	-2,0%	7,2%	4,3%	12,7%

ĐỊNH GIÁ FCFF (đơn vị: đồng/cổ phần)	2014	2015	2016E	2017F	2018F	2019F
Dòng tiền công ty (FCFF)	-2.304	-6.859	-5.751	1.094	1.880	2.352
Hệ số chiết khấu				1,00	0,82	0,67
Giá trị hiện tại của FCFF				1.094	1.657	1.827
Tăng trưởng dài hạn				5,0%		
Giá trị hiện tại của FCFF cuối kỳ dự phóng				22.639		
Tiền & các khoản đầu tư				11.858		
Nợ vay				18.587		
Giá trị mỗi cổ phần cuối 2017				20.500		

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2014	2015	2016E	2017F	2018F	2019F
Thay đổi vốn lưu động	188	280	246	80	60	46
Capex	67	150	192	125	138	151
Các khoản mục dòng tiền khác	-363	-187	-90	128	-21	-24
Dòng tiền tự do	-439	-407	-321	179	62	93
Phát hành cp	20	0	20	199	66	0
Cổ tức đã trả	40	46	46	58	61	73
Thay đổi nợ ròng	459	452	346	-321	-67	-19
Nợ ròng cuối năm	316	768	1.114	794	727	707
Vốn chủ sở hữu	734	777	886	1.203	1.401	1.545
Giá trị sổ sách/cp (đồng)	16.049	16.983	18.569	20.841	22.943	25.309
Nợ ròng / VCSH (%)	0,4	1,0	1,3	0,7	0,5	0,5
Nợ ròng / EBITDA (x)	1,4	3,1	4,0	2,3	1,9	1,7
Tổng tài sản	2.198	2.950	3.538	3.824	4.186	4.502

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2014	2015	2016E	2017F	2018F	2019F
ROE (%)	17,3%	17,5%	16,3%	16,8%	14,8%	14,8%
ROA (%)	6,2%	5,1%	4,2%	4,8%	4,8%	5,0%
ROIC (%)	13,1%	10,8%	9,7%	10,6%	10,6%	10,9%
WACC (%)	13,8%	13,4%	13,2%	13,4%	13,5%	13,5%
EVA (%)	-0,7%	-2,7%	-3,6%	-2,9%	-2,8%	-2,5%
PER (x)	8,4	7,4	7,2	5,6	5,1	4,5
EV/EBITDA (x)	5,6	7,0	7,5	5,2	4,4	4,0
EV/FCF (x)	-2,9	-4,3	-6,5	9,9	27,4	18,2
PBR (x)	1,3	1,3	1,1	0,8	0,7	0,6
PSR (x)	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3
EV/sales (x)	1,0	1,1	1,0	0,7	0,6	0,5
Suất sinh lợi cổ tức (%)	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	6,1%	6,1%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 8) 3823 4159
Fax: (+84 8) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3942 9395
Fax: (+84 4) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Giám đốc Phân tích

Lê Nguyệt Ánh

(+84 8) 3823 4159(ext: 354)

anhln@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận – Phân tích Ngành

Nguyễn Phương Uyên

(+84 8) 3823 4159 (ext: 303)

uyennp@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Lương Thị Kim Chi

(+84 8) 3823 4159 (ext: 327)

chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Thép, Logistics, Nông nghiệp, Điện, Thủy sản

Trần Thị Hải Yến

(+84 8) 3823 4159 (ext: 326)

yentran@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 8) 3823 4159 (ext: 303)

trucptt@acbs.com.vn

NVPT – Dầu khí

Phan Việt Hưng

(+84 8) 3823 4159 (ext: 354)

hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Trần Nhật Trung

(+84 8) 3823 4159 (ext: 351)

trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Thép, Điện

Nguyễn Trí Cường

(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)

cuongnt@acbs.com.vn

NVPT – Bất động sản, Nhựa, ETF

Vũ Quang Hưng

(+84 8) 3823 4159 (ext: 323)

hungvq@acbs.com.vn

NVPT – Bất động sản

Cao Việt Hùng

(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)

hungcv@acbs.com.vn

NVPT – Kinh tế vĩ mô

Trần Vi Phúc

(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)

phuctv@acbs.com.vn

KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung

(+84 8) 54 043 070

tyler@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH

Đặng Mạnh Hùng

(+84 8) 3823 4798

hungdm@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH

Phan Hồng Diệp

(+84 8) 3823 4159(ext: 307)

diepph@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận

GDKHĐC

Huỳnh Thị Mỹ Hạnh

(+84 8) 5404 6632

hanhhtm@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC

Đinh Thị Thanh Ngọc

(+84 8) 5404 6626

ngocdtt@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Lê Thị An Nghĩa

(+84 8) 3823 4160 (ext: 311)

ngghialta@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

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

GIỮ: nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2017). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.