

**Nguyễn Ngọc Đức**  
Chuyên viên phân tích

Email: [ducnn2@fpts.com.vn](mailto:ducnn2@fpts.com.vn)

Điện thoại: (8424) - 3773 7070

Ext: 4307

Giá hiện tại: 20,230

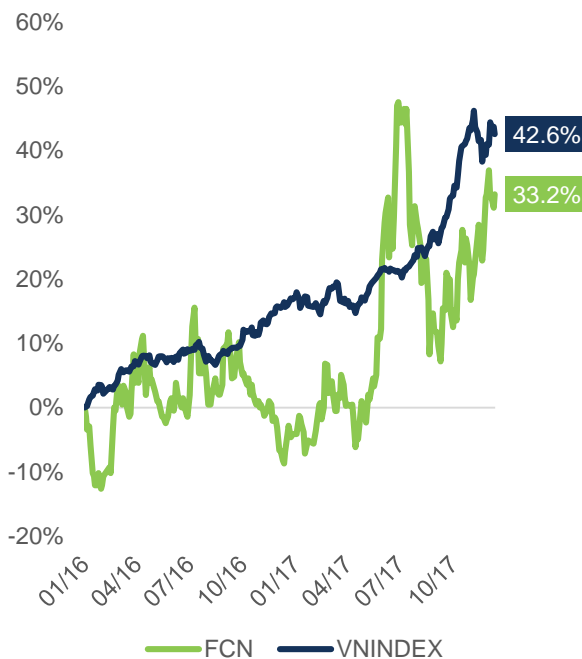
Giá mục tiêu: 24,500

Tăng/(giảm): 21%

**Khuyến nghị**

**MUA**

## Biến động giá cổ phiếu FCN so với VNINDEX 2016-2017



## TẬP TRUNG PHÁT TRIỂN CƠ SỞ HẠ TẦNG

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu FCN của Công ty Cổ phần FECON, niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu của FCN là **24,500 VNĐ/CP**.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với các luận điểm như sau:

### TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

- (1) Doanh nghiệp có thương hiệu và uy tín tại thị trường miền Bắc:** Thị trường này mang lại khoảng 70% doanh thu và lợi nhuận hàng năm cho FCN. FCN có lợi thế từ nguồn cung cọc nội bộ và uy tín với các khách hàng lớn ở miền Bắc. Theo đánh giá của chúng tôi, thị trường miền Bắc sẽ tiếp tục là thị trường đóng góp đáng kể doanh thu và phần lớn lợi nhuận cho FCN trong ngắn hạn.
- (2) Triển vọng từ dự án đầu tư:** Hai dự án đầu tư sắp tới được thực hiện kết hợp với đối tác lớn, nhiều kinh nghiệm (ACWA Power, Coteccons và REFICO). Dự án Nhà máy Điện mặt trời Vĩnh Hảo 6 có đầu ra đảm bảo giúp giảm rủi ro đầu tư. Dự án BT Tỉnh lộ 9 – giả định FCN triển khai tương tự như dự án BOT tuyến tránh Phú Lý – kỳ vọng mang lại 50-60 tỷ lợi nhuận từ thi công cho FCN (~40% giá trị vốn chủ của FCN tại dự án này).
- (3) Hoạt động chuyển nhượng các khoản đầu tư hỗ trợ cho kết quả kinh doanh:** Hoạt động chuyển nhượng giúp tạo dựng quan hệ hợp tác chiến lược với đối tác Công ty Cổ phần Đường cao tốc miền Trung Nhật Bản (NEXCO) trong mảng đầu tư cơ sở hạ tầng giao thông. Ước tính chuyển nhượng sẽ mang lại khoảng 78 tỷ lợi nhuận trên 260 tỷ giá vốn cho FCN, giúp tập trung nguồn lực tài chính để đầu tư các dự án mới.

### Thông tin giao dịch\* 11/01/2018

Giá hiện tại (VNĐ/CP)	20,230
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	24,290
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	15,730
Số lượng CP niêm yết	54,352,916
Số lượng CP lưu hành	87,352,916
KLGD BQ 30 ngày (CP/ngày)	714,492
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	40.61%
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	545.53
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	1,767.15

\*Thông tin giao dịch được điều chỉnh cho ngày giao dịch không hưởng quyền 12/01/2018

**Thông tin chung**

Tên	Công ty Cổ phần FECON
Địa chỉ	Tầng 15, Tòa nhà CEO, Phạm Hùng, Mễ Trì, Nam Từ Liêm, Hà Nội
Doanh thu chính	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Thi công các loại cọc bê tông đúc sẵn, dự ứng lực</li> <li>- Thi công xử lý nền móng</li> <li>- Thi công cơ sở hạ tầng</li> <li>- Đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng</li> </ul>
Chi phí chính	Nguyên vật liệu, cọc bê tông, lao động...

**Cơ cấu cổ đông (%)**

PYN Elite Fund	19.17%
Phạm Việt Khoa	6.94%
Geoharbour Holding Co., Ltd.	5.51%
Khác	68.38%


**Thấu hiểu lòng đất, chinh phục tầm cao**
**RỦI RO ĐẦU TƯ**

- (1) Rủi ro mở rộng lĩnh vực kinh doanh:** Từ lĩnh vực cốt lõi là thi công nền móng, FCN bắt đầu xâm nhập lĩnh vực cơ sở hạ tầng trong năm 2013. Phát triển cơ sở hạ tầng yêu cầu nguồn vốn đầu tư lớn và thời gian hồi vốn dài, tiềm ẩn nhiều rủi ro và bất định. Đến nay, FCN đã đầu tư khoảng 400 tỷ cho các đơn vị thành viên trong lĩnh vực này và sẽ tiếp tục đầu tư thêm 120 tỷ trong 2018. Dù vậy, FCN vẫn cần thêm thời gian và nguồn vốn để tạo dựng lợi thế cạnh tranh và khắc phục các hạn chế nội tại, qua đó cải thiện khả năng sinh lời của lĩnh vực mới.
- (2) Rủi ro khoản phải thu:** Do khoản phải thu tăng nhanh làm hạn chế dòng tiền kinh doanh, FCN phải dựa vào nguồn vốn huy động ngoài để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động và đầu tư mở rộng kinh doanh. Vì vậy, FCN phải đối mặt với rủi ro thanh toán nếu xu hướng khoản phải thu FCN tăng mạnh tiếp diễn.
- (3) Rủi ro pha loãng:** Cổ phiếu bị pha loãng khi FCN phát hành thêm 27.5 triệu cổ phiếu cho người lao động và cổ đông chiến lược (2018) và 16 triệu cổ phiếu để chuyển đổi trái phiếu cho Japan South East Asia Growth Fund – JSEAGF (2019). Việc phát hành thêm sẽ tạo nên áp lực lớn lên EPS, đặc biệt trong 2018 và 2019 khi các khoản đầu tư từ nguồn vốn phát hành chưa mang lại lợi nhuận cho FCN ([Chi tiết tăng vốn điều lệ và phát hành thêm FCN](#)).

## I. TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP VÀ CHIẾN LƯỢC KINH DOANH

Năm 2004, Công ty Cổ phần Kỹ thuật nền móng và Công trình ngầm FECON (tiền thân của Công ty Cổ phần FECON) được thành lập với vốn điều lệ ban đầu 5 tỷ, hoạt động chủ yếu ở mảng thi công ép cọc.

Năm 2009, CTCP FECON đã phát triển mảng xử lý nền móng để hoàn thiện khả năng kinh doanh ở lĩnh vực thi công nền móng và bước chân vào lĩnh vực phát triển cơ sở hạ tầng vào năm 2013.

Năm 2012, CTCP FECON chính thức niêm yết 12.8 triệu cổ phiếu trên sàn HSX, mã chứng khoán FCN.

Đến 2017, CTCP FECON có vốn điều lệ 543 tỷ, tổng tài sản trên 3,500 tỷ, hoạt động ở hai lĩnh vực chính là thi công nền móng và phát triển hạ tầng.

### 1. Phát triển lợi thế công nghệ để xây dựng thương hiệu ở lĩnh vực thi công nền móng

Trong những năm đầu thành lập, thành công của FCN có một phần đến từ đặc thù của lĩnh vực kinh doanh tại thời điểm đó ở Việt Nam: (1) công nghệ thi công nền móng lạc hậu so với thế giới và (2) áp lực cạnh tranh thấp do chưa có nhiều nhà thầu tạo được uy tín. Vì đặc thù này, chiến lược tiếp cận các công nghệ tiên tiến đóng vai trò quan trọng xây dựng nên thương hiệu của FCN trong lĩnh vực thi công nền móng.



Ảnh 1 - Cọc bê tông ly tâm dự ứng lực FECON Pile



Ảnh 2 - Cốt kết chân không kết hợp bắc thẳm

Hai công nghệ tiêu biểu của FCN là (1) sản xuất cọc bê tông ly tâm dự ứng lực FECON Pile và (2) xử lý nền bằng cốt kết chân không kết hợp bắc thẳm. Hai công nghệ này giúp cắt giảm đáng kể chi phí cũng như thời gian thi công<sup>1</sup>. Dây chuyền cọc bê tông (tiền thân của CTCP Khoáng sản FECON – HSX: FCM) được đưa vào sử dụng năm 2008 đã cung cấp cho các dự án lớn của FCN như Nhà máy nước giải khát Pepsico (2011), Nhiệt điện Nghi Sơn 1 (2011), Khu liên hợp Gang thép FORMOSA Hà Tĩnh (2012). Cọc FECON Pile đã đóng góp một phần lớn trong bước đầu xây dựng thương hiệu FECON.

FCN hướng tới cung cấp gói giải pháp tổng thể cho nền móng – từ khảo sát, thí nghiệm đến thiết kế, thi công và bảo trì dự án. Năm 2010, FCN đã thành lập Viện nền móng và công trình ngầm để đẩy mạnh các hoạt động nghiên cứu và phát triển công nghệ và bước sang tiếp nhận chuyển giao các công nghệ mới hơn như khoan phụt vữa, khoan hóa chất (2016) và thi công hầm bằng Tunnel Boring Machine – TBM (2017).

**Lợi thế công nghệ đóng vai trò quan trọng giúp FCN có khả năng cạnh tranh cao ở các dự án có quy mô lớn với yêu cầu về tiến độ và chất lượng, đồng thời xây dựng thương hiệu với các khách hàng lớn như CTD, HBC, Samsung, LG...**

<sup>1</sup> Cọc bê tông ly tâm dự ứng lực chi phí thấp hơn 20% so với cọc bê tông cốt thép cùng sức chịu tải do công nghệ dự ứng lực thép và quay ly tâm; Cốt kết chân không kết hợp bắc thẳm giúp giảm 30% giá thành và 50% thời gian thi công so với phương pháp cốt kết bằng gia tải, cọc cát, cọc vôi, cọc đất-xi măng.

## 2. Bước chân vào phát triển cơ sở hạ tầng từ khả năng thi công nền móng

Tầm nhìn 2020 của FCN là trở thành nhóm doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam trong mảng phát triển hạ tầng. Từ 2013, FCN đã góp vốn khoảng 450 tỷ vào các đơn vị thành viên trong lĩnh vực này trong cả đầu tư và thi công cơ sở hạ tầng, với một trong đó là đơn vị riêng tập trung vào thi công công trình ngầm.



Ảnh 3 – Trạm thu phí Nam Cầu Giẽ - dự án BOT tuyến tránh Phủ Lý – Hà Nam: FCN nắm giữ 20%, giá vốn 56 tỷ, tổng vốn đầu tư 2,046 tỷ, đưa vào thu phí từ 24/11/2016, dự kiến thu phí 19 năm

Nhu cầu phát triển cơ sở hạ tầng của Việt Nam lớn do (1) chất lượng cơ sở hạ tầng sẵn có kém và (2) tốc độ phát triển kinh tế cao. Thêm nữa, cơ chế hợp tác công-tư (Public-Private Partnership – PPP) tạo ra nhiều cơ hội đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng cho các đơn vị ngoài nhà nước như FCN.

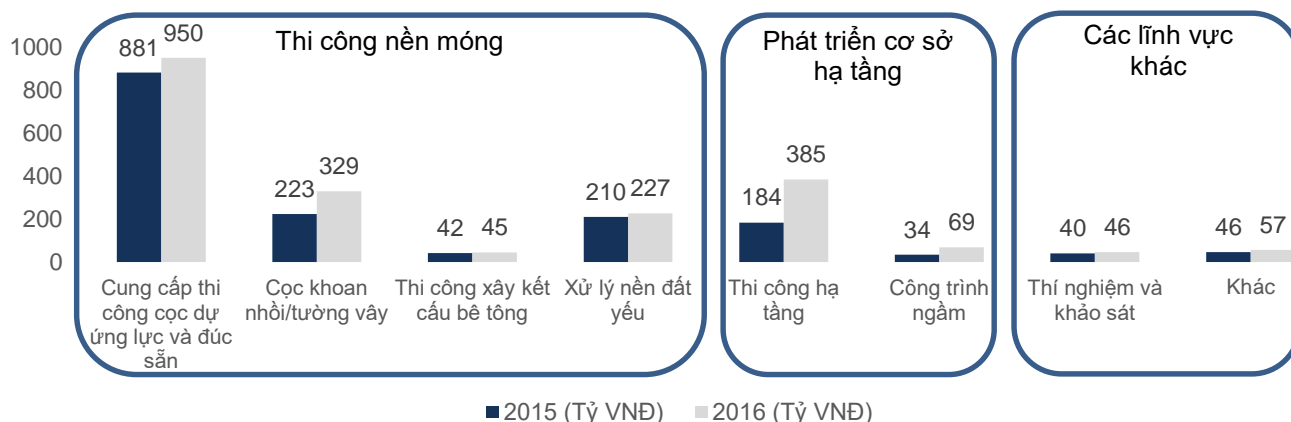
Các dự án trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng có đặc thù diện tích lớn và thời gian sử dụng lâu dài, đặc biệt các dự án đường, cầu, cảng. Vì vậy, thi công nền móng chiếm tỷ trọng cao hơn trong chi phí thi công đối với các dự án này so với dân dụng và công nghiệp. Do vậy, khả năng thi công nền móng sẵn có của FCN được tận dụng khi FCN trở thành nhà phát triển cơ sở hạ tầng – vừa là nhà đầu tư, vừa là nhà thầu thi công.

**Chiến lược phát triển cơ sở hạ tầng giúp FCN hạn chế phụ thuộc vào các nhà thầu ngoài khi đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng, đồng thời giúp giảm áp lực cạnh tranh từ các đối thủ trong lĩnh vực thi công nền móng.**

## II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Trong 2016, FCN đạt 2,107 tỷ doanh thu và 175 tỷ lợi nhuận sau thuế hợp nhất, tăng trưởng 27% và 14% yoy, đạt 81% và 102% kế hoạch. Tuy lĩnh vực phát triển cơ sở hạ tầng đã tăng trưởng trên 100% yoy, thi công nền móng vẫn là lĩnh vực kinh doanh chính, chiếm 74% doanh thu.

Doanh thu theo lĩnh vực kinh doanh



Nguồn: BCTN FCN

Trong 9 tháng đầu năm 2017, FCN đạt 1,300 tỷ doanh thu và 120 tỷ lợi nhuận sau thuế, đạt 47% và 57% kế hoạch cả năm (Phụ lục 1: [Cập nhật kết quả kinh doanh 9 tháng đầu 2017](#)).

### 1. Lĩnh vực phát triển cơ sở hạ tầng

Lĩnh vực phát triển cơ sở hạ tầng cho thấy nhiều tiềm năng phát triển dài hạn. Tuy nhiên, do đầu tư lớn, doanh thu tăng trưởng nhanh nhưng lợi nhuận sau thuế thấp, lĩnh vực này tạo nên áp lực dòng tiền kinh doanh và đầu tư đáng kể trong ngắn hạn cho FCN.

Đến hết 2018, sau khi tăng thêm 120 tỷ đầu tư vào CTCP Công trình ngầm FECON, số vốn FCN đầu tư vào lĩnh vực cơ sở hạ tầng sẽ đạt hơn 500 tỷ.

Chi tiết các đơn vị thành viên trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng hiện tại của FCN như sau:

Đv: Tỷ VNĐ	Đơn vị thành viên	Mảng kinh doanh	Thành lập	Vốn điều lệ	Vốn góp FCN	Tỷ lệ sở hữu	Doanh thu 2016	LNST 2016	Tỷ suất LNST
1	CTCP Hạ tầng FECON (FCI)	Thi công cơ sở hạ tầng	2013	375	301	80%	258	2.4	0.9%
2	CTCP Công trình ngầm FECON (UCC)	Thi công công trình ngầm	2014	51.5	36	70%	85	3.7	4.4%
3	CTCP Đầu tư hạ tầng FCC (FCC)	Đầu tư cơ sở hạ tầng	2014	280	56	20%	NA	NA	NA
<b>Tổng cộng</b>				<b>706.5</b>	<b>393</b>		<b>343</b>	<b>6.1</b>	<b>1.8%</b>

Nguồn: FPTs tổng hợp

Trong 2016, lĩnh vực này có tăng trưởng doanh thu trên 100% yoy, đóng góp 21% doanh thu hợp nhất. Tuy doanh thu tăng trưởng ấn tượng nhưng khả năng sinh lời của lĩnh vực này còn thấp. Mảng đầu tư cơ sở hạ tầng chưa mang lại lợi nhuận đáng kể do đến nay FCN chỉ còn nắm giữ 20% của dự án BOT tuyến tránh Phú Lý – Hà Nam qua công ty con FCI. Thêm nữa, tỷ suất LNST của mảng thi công cơ sở chỉ khoảng 1.8% trong 2016 do FCN vẫn đang trong quá trình đầu tư và chuyển giao công nghệ, chưa xây dựng được lợi thế cạnh tranh đáng kể.



### 1.1. Mảng thi công cơ sở hạ tầng: Hướng tới khả năng tự chủ thi công Tunnel Boring Machine (TBM)

FCN tham gia thi công nền móng và công trình ngầm tại các dự án đường sắt đô thị là Metro line 1 TP Hồ Chí Minh và Metro line 3 Hà Nội. Đặc biệt, Metro line 1 TP Hồ Chí Minh là dự án đầu tiên tại Việt Nam áp dụng công nghệ TBM do FCN cung cấp nhân sự vận hành máy đào TBM dưới sự chuyển giao công nghệ của đối tác Nhật Bản Shimizu-Maeda.

Thi công TBM cho đường sắt đô thị ngầm là giải pháp rất phù hợp cho các đô thị phát triển nhanh như Hà Nội và Hồ Chí Minh do công nghệ thi công ít gây ảnh hưởng tới các công trình xung quanh và mặt bằng hạn chế. Thị trường tiềm năng của công nghệ TBM rất lớn – theo quy hoạch đường sắt đô thị tại thành phố Hà Nội và Hồ Chí Minh<sup>2</sup>, đến 2030, tổng kinh phí khái toán cho phần ngầm đạt tới trên 600 nghìn tỷ.

Thi công TBM có rào cản gia nhập cao do (1) yêu cầu kỹ thuật cao, đặc biệt tại TP Hồ Chí Minh và Hà Nội có nền đất yếu, và (2) yêu cầu đầu tư lớn<sup>3</sup>. Đây vừa là thách thức, vừa là cơ hội cho FCN: rào cản gia nhập cao cộng với ít nhà thầu có khả năng thi công TBM tại Việt Nam sẽ hạn chế áp lực cạnh tranh và giữ biên lợi nhuận cao.

### 1.2. Mảng đầu tư cơ sở hạ tầng: Khắc phục hạn chế qua quan hệ đối tác chiến lược

Đến nay, FCN đã hoàn thành dự án BOT tuyến tránh Phú Lý – Hà Nam và đưa vào thu phí từ cuối năm 2016. Dự án này đã chứng minh năng lực và uy tín của FCN, tạo điều kiện cho các dự án PPP tiếp theo. Trong 2018, FCN sẽ triển khai đầu tư dự án Nhà máy Điện mặt trời Vĩnh Hảo 6 và BT Tỉnh Lộ 9 TP Hồ Chí Minh và nghiên cứu các dự án khác trong mảng cơ sở hạ tầng giao thông, năng lượng và môi trường đô thị.

#### Triển vọng từ hai dự án đầu tư:

Dự án Nhà máy điện mặt trời và BT Tỉnh lộ 9 có tổng vốn đầu tư là hơn 3,300 tỷ, trong đó vốn chủ sở hữu của FCN là 287 tỷ. Nhà máy điện mặt trời Vĩnh Hảo 6 sẽ được đầu tư bằng nguồn vốn từ phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu trong đợt phát hành cho cổ đông hiện hữu của FCN ([Chi tiết chào bán công chứng FCN](#)).

Chi tiết hai dự án đầu tư như sau:

STT	Dự án	Chi tiết	Đối tác	Kỳ vọng FCN
1	Nhà máy Điện mặt trời Vĩnh Hảo 6	Giai đoạn 1: Tổng mức đầu tư 1,420 tỷ, công suất thiết kế 50 MW, đặt tại huyện Hàm Thuận Nam, Bình Thuận. Dự kiến thi công từ tháng 04/2018 và đưa vào phát điện thương mại trước 30/06/2019 Giai đoạn 2: Dự kiến tăng công suất thêm 100 MW	ACWA Power là đối tác có quy mô lớn, nhiều kinh nghiệm phát triển và vận hành các dự án năng lượng. Đến 2016, giá trị hữu hình ACWA Power quản lý trên 2 tỷ USD (7.66 tỷ SAR), công suất các nhà máy năng lượng tái tạo đạt 741 MW	Tỷ lệ hoàn vốn nội bộ (IRR) tối thiểu 13%, cao hơn so với chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) ước tính ~ 9.5%
2	BT Tỉnh lộ 9 Thành phố Hồ Chí Minh	FCN và CTD tham gia dự án hạ tầng và chuẩn bị mặt bằng bất động sản, sau đó sẽ chuyển giao quỹ đất cho REFICO để phát triển bất động sản. Dự án hạ tầng có số vốn đầu tư 1,785 tỷ, dự kiến thi công vào quý 2/2018 đến 2020	CTD là tổng thầu lớn với nguồn lực tài chính mạnh REFICO là đơn vị phát triển bất động sản với nhiều kinh nghiệm ở các dự án tập trung ở thành Phố Hồ Chí Minh	Tự chủ thi công phần lớn dự án, tỷ suất lợi nhuận khoảng 10%

*Nguồn: FCN, FPTTS tổng hợp*

<sup>2</sup> Theo quy hoạch đường sắt đô thị Hà Nội và Hồ Chí Minh đến 2020 tầm nhìn 2030, sẽ có khoảng 174 km đường sắt đô thị ngầm được xây dựng, với giá định suất đầu tư 170 triệu USD cho mỗi km ngầm, tổng giá trị xây dựng lên đến 29 tỷ USD (~670 nghìn tỷ VNĐ)

<sup>3</sup> Máy thi công TBM và các thiết bị phụ trợ với quy mô đường kính 7m (tương tự như ở dự án Metro line 1 TP Hồ Chí Minh) có giá trị khoảng 15 triệu EUR (~400 tỷ VNĐ)

➤ **Đánh giá dự án:**

**(1) Dự án Nhà máy điện mặt trời Vĩnh Hảo 6** – Vốn góp dự kiến 153 tỷ, sở hữu 40%:

Dự án được đặt tại vị trí có bức xạ mặt trời ở mức cao so với cả nước, sản lượng điện mặt trời đạt khoảng 1,512 kWh/kWp 1 năm. (Phụ lục 4: [Bản đồ bức xạ năng lượng mặt trời Việt Nam](#))

Giai đoạn 1 của dự án có suất đầu tư thấp so với các dự án tương tự ở Việt Nam (28.4 tỷ VNĐ/MW so với khoảng 27-40 tỷ VNĐ/MW).

Đầu ra được đảm bảo: toàn bộ sản lượng điện sẽ được mua với giá ưu đãi là 9.35 UScents/kWh<sup>4</sup> (~2,086 VNĐ). Mức giá này khá hấp dẫn với các nhà đầu tư do chi phí quy dẫn (Levelized Cost of Energy – bao gồm chi phí vốn đầu tư và hoạt động, bảo trì) của năng lượng mặt trời chỉ ở mức 4.3-5.3 UScents/kWh<sup>5</sup>.

**(2) Dự án BT Tỉnh lộ 9 TP Hồ Chí Minh** – Vốn góp dự kiến 134 tỷ, sở hữu 50%:

Với giả định dự án được triển khai tương tự như dự án BOT tuyến tránh Phủ Lý – Hà Nam, FCN sẽ đảm nhiệm phần lớn thi công (chi phí xây dựng dự kiến 685 tỷ), lợi nhuận ước tính 50-60 tỷ (~40% số vốn đầu tư của FCN vào dự án này).

**Một số hạn chế:**

Chúng tôi đánh giá FCN còn hạn chế ở hai mặt, đó là (1) nguồn vốn và (2) kinh nghiệm quản lý, vận hành và bảo trì. Hai điểm này hạn chế khả năng FCN tham gia vào các dự án cơ sở hạ tầng lớn, làm bỏ lỡ cơ hội đầu tư tiềm năng.

Để khắc phục, FCN hướng tới huy động tăng vốn đầu tư và xây dựng quan hệ đối tác chiến lược với các đối tác lớn và giàu kinh nghiệm trong mảng tương ứng.

**(1) Về nguồn vốn:** Để tăng cường nguồn vốn đầu tư, FCN đã thông qua chiến lược phát hành tăng vốn trên 1,000 tỷ trong Đại hội đồng cổ đông bất thường tháng 08/2017. Thêm nữa, do các dự án đều được thực hiện với đối tác với quy mô tài chính lớn, FCN có thể lựa chọn số lượng vốn góp để phù hợp với sức khỏe tài chính của doanh nghiệp.

**(2) Về kinh nghiệm vận hành, bảo trì:** FCN đã tạo dựng quan hệ đối tác chiến lược với Công ty Cổ phần Đường cao tốc miền Trung Nhật Bản (NEXCO). NEXCO sẽ hỗ trợ cung cấp những hiểu biết và kỹ thuật quản lý bảo trì thông qua nhân sự tại dự án BOT tuyến tránh Phủ Lý – Hà Nam, đồng thời bắt tay với FCN để nghiên cứu các dự án cao tốc tại Việt Nam.

---

<sup>4</sup> Theo Quyết định 11/2017/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính Phủ (*Về cơ chế khuyến khích phát triển các dự án điện mặt trời tại Việt Nam*): ngoài các ưu đãi về thuế nhập khẩu, thuế thu nhập, và đất đai, các Nhà máy điện mặt trời vận hành **trước ngày 30/06/2019** sẽ được Tập đoàn Điện lực Việt Nam mua toàn bộ sản lượng điện với giá 9.35 UScents/kWh, thời hạn hợp đồng mua bán điện là 20 năm.

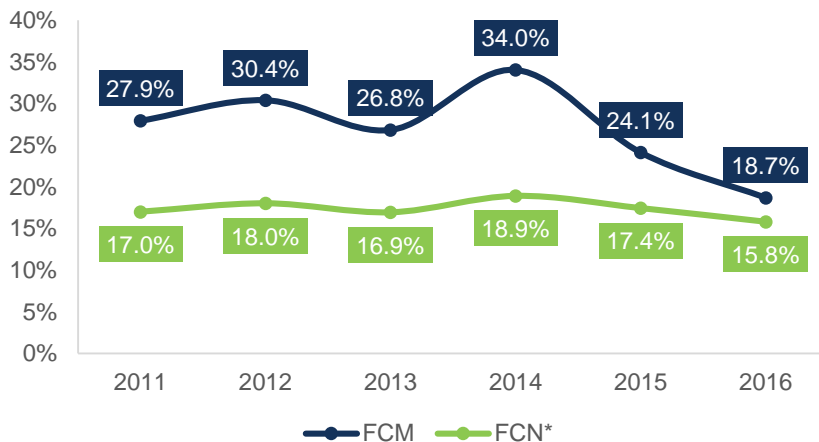
<sup>5</sup> Theo báo cáo Chi phí quy dẫn thường niên của Lazard (11/2017).

## 2. Lĩnh vực thi công nền móng

Lĩnh vực thi công nền móng là lĩnh vực cốt lõi của FCN, đóng góp phần lớn doanh thu và lợi nhuận. Tuy nhiên, lĩnh vực này đang chịu áp lực cạnh tranh từ các đối thủ lớn như CT TNHH Bê tông và Xây dựng Minh Đức, Tập đoàn Phan Vũ, CT TNHH Xây dựng Fico-Corea và Bachy Soletanche Việt Nam.

Trong lĩnh vực này, FCN tham gia ở hai mảng kinh doanh là sản xuất và thi công cọc bê tông các loại và xử lý nền móng. Trong đó, áp lực cạnh tranh được thể hiện rõ ở mảng sản xuất và thi công cọc:

Biên lợi nhuận gộp FCN\* và FCM 2011-2016



Nguồn: BCTC FCN, FCM

\*:Lợi nhuận gộp của FCN 2011 và 2012 được điều chỉnh loại trừ FCM

FCN là đơn vị đầu tiên ở Việt Nam đầu tư quy mô lớn vào dây chuyền sản xuất cọc bê tông đúc sẵn vào 2008, công suất 4,000 mét dài cọc/ngày. Theo ước tính của chúng tôi, FCM chiếm khoảng 70% thị phần cung cấp cọc miền Bắc tại 2008. Tuy nhiên, đến 2015, thị phần của FCM chỉ còn 30% dù tổng công suất đã lên tới 12,000 mét dài cọc/ngày.

Trong giai đoạn 2011-2016, biên lợi nhuận gộp của FCM cũng giảm tương ứng từ 30% xuống còn 19%, biên lợi nhuận gộp FCN điều chỉnh (tách lợi nhuận gộp FCM trong 2011 và 2012) cũng giảm nhẹ từ 18% xuống 16%.

FCN hiện là doanh nghiệp thi công nền móng hàng đầu tại Việt Nam qua quá trình đi đầu trong tiếp nhận và chuyển giao công nghệ thi công tiên tiến từ quốc tế, xây dựng được uy tín và thương hiệu với các khách hàng lớn như Samsung, LG, và các tổng thầu lớn HBC, CTD... **Trong bối cảnh áp lực cạnh tranh gia tăng, yếu tố thương hiệu và uy tín sẽ là lợi thế cạnh tranh quan trọng của FCN để đảm bảo khả năng sinh lời trong lĩnh vực thi công nền móng.**

**Thị trường miền Bắc:** thị trường chính của FCN trong lĩnh vực này, mang lại khoảng 70-80% doanh thu và lợi nhuận hợp nhất hàng năm. Thị trường này tập hợp nhiều lợi thế kinh doanh của FCN:

- (1) Nguồn cung cọc bê tông dự ứng lực từ Công ty Cổ phần Khoáng sản FECON (HOSE : FCM – FCN chiếm 36%): Mỗi năm FCM cung cấp khoảng 300-500 tỷ cọc bê tông cho các dự án của FCN, chiếm từ 20-50% giá vốn hàng bán. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, giá bán cọc tại nhà máy của FCM cho FCN rẻ hơn trung bình thị trường khoảng 5-10%, tạo lợi thế cạnh tranh cho FCN ở các dự án ở khu vực lân cận nhà máy FCM tại Hà Nam và Thanh Hóa.
- (2) FCN đã nhiều năm xây dựng thương hiệu và uy tín tại thị trường miền Bắc, được các khách hàng lớn đánh giá cao về khả năng thi công và quản lý dự án. Uy tín và thương hiệu là lợi thế cạnh tranh quan trọng với FCN khi mà công nghệ và giá cả thi công cọc tương đương giữa các doanh nghiệp.

Với tỷ suất LNST đạt khoảng 6.7%, đây là thị trường có khả năng sinh lời cao nhất hiện tại của FCN. Tuy nhiên, dư địa tăng trưởng khá hạn chế do áp lực cạnh tranh lớn từ các đối thủ có mặt bằng công nghệ và giá thi công đồng đều.



**Thị trường miền Nam:** dù đã tiếp cận thị trường miền Nam từ năm 2009 nhưng đến 2016 FCN mới thành lập CTCP FECON South để chính thức xâm nhập thị trường nhiều tiềm năng này. Trong nửa đầu 2017, FECON South đã ký kết khoảng 500 tỷ giá trị hợp đồng, tăng trưởng lớn so với doanh thu chỉ 65 tỷ trong 2016. Tuy nhiên, khả năng sinh lời của thị trường miền Nam còn hạn chế (tỷ suất LNST 1.0% trong 2016) do thiếu đi các lợi thế ở thị trường miền Bắc, đồng thời FCN giảm giá đấu thầu để cạnh tranh và phải chịu chi phí di chuyển máy móc, nhân lực trong giai đoạn đầu tiên mở rộng thị trường.

### 3. Hoạt động chuyển nhượng các khoản đầu tư:

Các hoạt động chuyển nhượng giúp FCN xây dựng quan hệ chiến lược với đối tác nhiều kinh nghiệm trong quản lý và bảo trì dự án như NEXCO, đồng thời cải thiện dòng tiền ngắn hạn và giúp tập trung nguồn lực tài chính để đầu tư các dự án mới.

Trong 2017, FCN chuyển nhượng hai dự án đầu tư là dự án BOT tuyến tránh Phủ Lý – Hà Nam và Bất động sản Phú Quốc, tổng lợi nhuận ít nhất 60 tỷ, giá vốn khoảng 250 tỷ. Theo thông tin từ doanh nghiệp, cả hai hoạt động chuyển nhượng này đã xong trong 2017 và sẽ được đưa vào báo cáo hợp nhất.

Chi tiết dự án chuyển nhượng của FCN như sau:

Đv: Tỷ VNĐ	Dự án	Giá vốn	Lợi nhuận ước tính	Đối tác
1	BOT tuyến tránh Phủ Lý - Hà Nam	56	28	NEXCO và JEXWAY
2	Bất động sản Phú Quốc	200	50	N/A
<b>Tổng cộng</b>		<b>256</b>	<b>78</b>	

*Nguồn: FCN, FPTS tổng hợp*

### III. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

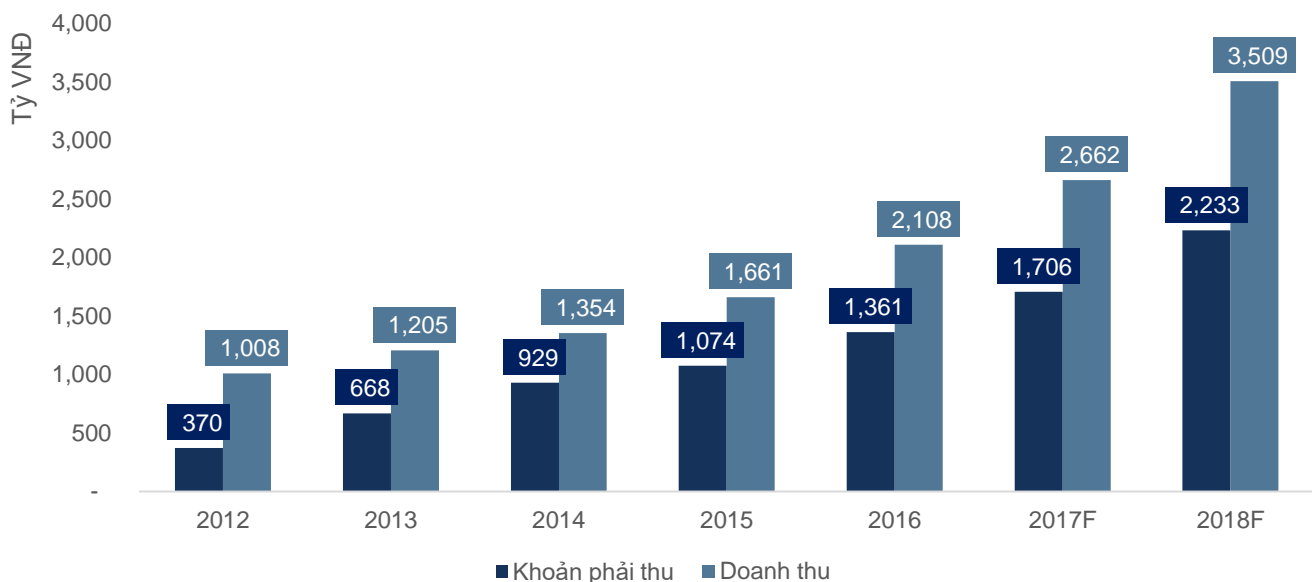
#### 1. Xu hướng tài chính đáng lưu ý:

- (1) Khoản phải thu tăng nhanh do tăng trưởng quy mô doanh thu và khả năng mặc cả với khách hàng giảm.
- (2) Huy động vốn từ hoạt động tài chính để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động và mở rộng kinh doanh.

Hai xu hướng này ảnh hưởng đến toàn bộ hoạt động tài chính của công ty, thể hiện ở tăng trưởng quy mô, cơ cấu nguồn vốn, khả năng thanh toán và khả năng hoạt động của FCN.

#### 1.1. Khoản phải thu tăng nhanh

Khoản phải thu và doanh thu FCN 2012-2018F



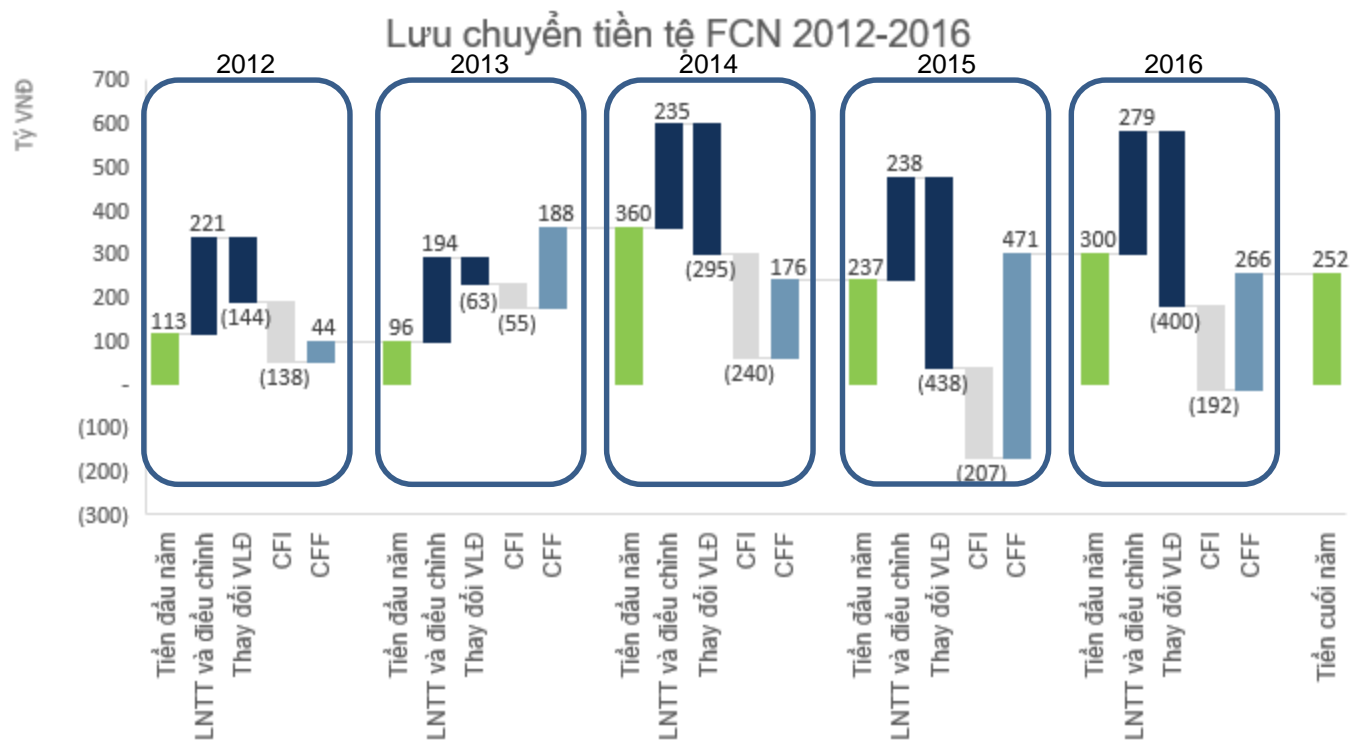
Nguồn: BCTC FCN

Trong giai đoạn 2012-2016, khoản phải thu FCN tăng trung bình 40% mỗi năm (gấp đôi tăng trưởng doanh thu cùng kỳ) và đến 2016 đạt 40% tổng tài sản. Theo phân tích của chúng tôi, khoản phải thu FCN tăng nhanh do hai lý do chính:

- (1) Quy mô doanh thu tăng: do đặc thù ngành xây dựng, dòng tiền kinh doanh luôn đến chậm hơn doanh thu. Nhà thầu cần 1-3 tháng để hoàn thành hồ sơ quyết toán và nhận thanh toán từ khách hàng. Doanh thu FCN tăng trưởng trung bình 20% năm trong 2012-2016, tạo áp lực lớn lên dòng tiền do đặc thù nhà thầu xây dựng luôn bị chiếm dụng vốn và phải quản lý dòng tiền hiệu quả để đảm bảo đủ nguồn vốn thực hiện các dự án thi công.
- (2) Khả năng mặc cả của khách hàng tăng: do áp lực cạnh tranh gia tăng, đồng thời do FCN hướng tới các dự án lớn, dẫn tới sự phụ thuộc nhiều hơn vào khách hàng.

Khoản phải thu tăng nhanh làm cho dòng tiền kinh doanh của FCN âm lũy kế gần 400 tỷ trong 2014-2016. Do tăng trưởng nhanh của thị trường miền Nam và lĩnh vực cơ sở hạ tầng, chúng tôi đánh giá khoản phải thu sẽ tiếp tục tăng trong 2017, tạo áp lực lên dòng tiền từ hoạt động kinh doanh.

## 1.2. Huy động vốn từ hoạt động tài chính

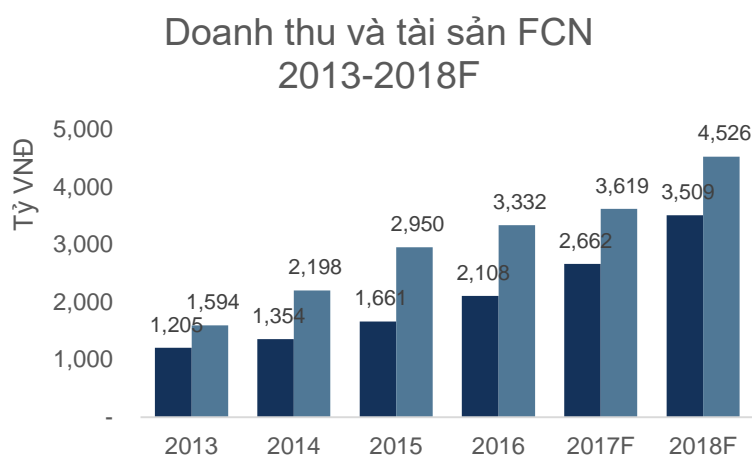


Nguồn: BCTC FCN

Trong 2012-2016, do lũy kế dòng tiền kinh doanh âm, dòng tiền tài chính là nguồn vốn chủ yếu để bổ sung vốn lưu động và đầu tư mở rộng kinh doanh. Nguồn vốn huy động trong cùng kỳ đạt 1,300 tỷ, trong đó 550 tỷ là nợ vay, 500 tỷ từ trái phiếu chuyển đổi và 250 tỷ từ phát hành thêm.

## 2. Các chỉ số tài chính

### 2.1. Tăng trưởng quy mô doanh thu và tài sản

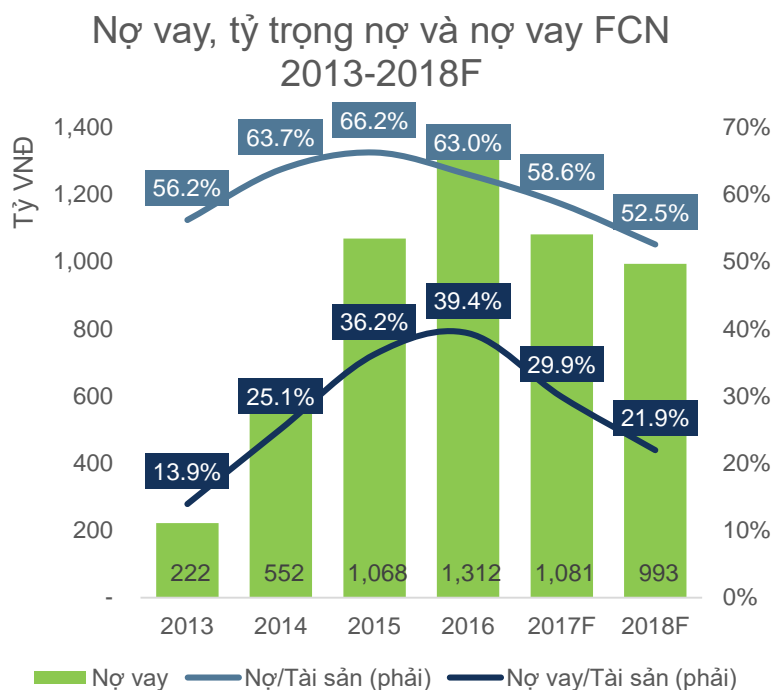


Nguồn: BCTC FCN

**Từ 2013-2016, doanh thu và tổng tài sản FCN tăng trung bình lần lượt 20% và 28%.** Tài sản FCN tăng trung bình 600 tỷ/năm, chủ yếu do nguồn vốn huy động từ hoạt động tài chính (lợi nhuận sau thuế trung bình cùng kỳ chỉ 145 tỷ mỗi năm).

Doanh thu tăng trưởng thấp hơn tài sản thể hiện khả năng sử dụng tài sản của FCN giảm trong 2013-2016. Đây là hệ lụy của khoản phải thu tăng nhanh – doanh nghiệp bị chiếm dụng vốn và phải dựa vào hoạt động tài chính để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động.

## 2.2. Cơ cấu nguồn vốn



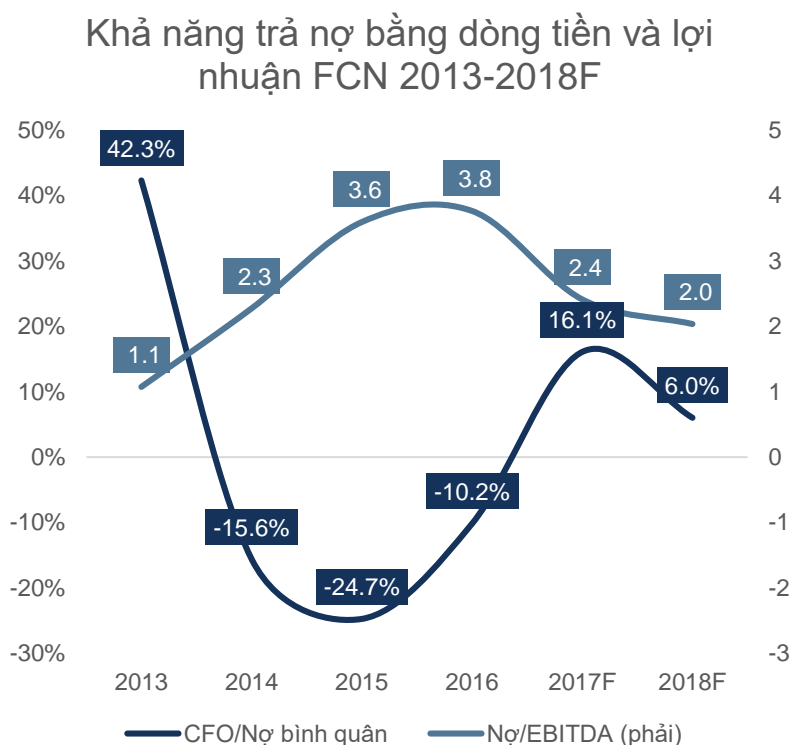
Nguồn: BCTC FCN

**Từ 2013, tỷ trọng nợ vay trên tổng tài sản của FCN tăng từ 14% lên 39%.** Đến 2016, nợ vay FCN đạt 1,380 tỷ, trong đó 40% là nợ ngắn hạn, trái phiếu chuyển đổi và nợ dài hạn chiếm 30% mỗi loại.

Nợ vay tăng nhanh làm chi phí lãi vay tăng tương ứng trong cùng kỳ, từ 18 tỷ lên 81 tỷ (trung bình tăng 45% mỗi năm).

Tuy nhiên, xu hướng của cơ cấu nguồn vốn nhiều khả năng sẽ đảo ngược trong các năm sắp tới do FCN đã lên kế hoạch tăng vốn trên 1,000 tỷ (2018) và chuyển đổi 328 tỷ trái phiếu (2019).

## 2.3. Khả năng thanh toán



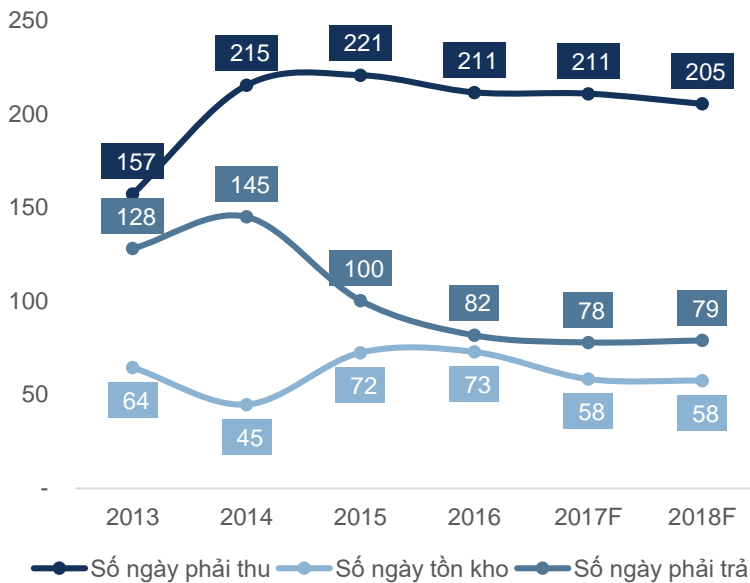
Nguồn: BCTC FCN

**Do ảnh hưởng từ dòng tiền kinh doanh, chỉ số thanh toán bằng dòng tiền (CFO/Nợ bình quân) FCN âm trong 2014-2016, trong khi khả năng trả nợ bằng lợi nhuận (Nợ/EBITDA) luôn ở mức tốt trong cùng kỳ.**

Cải thiện khả năng hoạt động và sử dụng vốn lưu động là yếu tố quan trọng trong tương lai của FCN. Tuy hiện tại tình hình tài chính của công ty vẫn ở mức an toàn và có đủ khả năng thanh toán lãi vay, nếu xu hướng CFO âm kéo dài sẽ ảnh hưởng nghiêm trọng tới khả năng thanh toán nợ dài hạn của FCN.

## 2.4. Các chỉ số hoạt động

Các chỉ số hoạt động FCN  
2013-2018F



Nguồn: BCTC FCN

**Trong 2013-2016, các chỉ số hoạt động của FCN đều có xu hướng xấu đi.**

Trong đó, xu hướng tăng của số ngày phải thu và giảm của số ngày phải trả có ảnh hưởng lớn tới hoạt động của FCN.

Ngoài xu hướng tăng mạnh của số ngày phải thu, xu hướng giảm của số ngày phải trả thể hiện sự yếu đi của khả năng mặc cả FCN với nhà cung cấp. Điều này là hệ lụy tất yếu của chiến lược mở rộng thị trường và lĩnh vực kinh doanh khi FCN phải xây dựng mạng lưới nhà cung cấp từ đầu.

Trong tương lai, chúng tôi đánh giá hai xu hướng này đều có triển vọng cải thiện:

- (1) Số ngày phải thu: cùng với sự phát triển của lĩnh vực cơ sở hạ tầng, tỷ trọng doanh thu thi công các dự án đầu tư sẽ tăng lên, giảm sự phụ thuộc của FCN vào khách hàng.
- (2) Số ngày phải trả: có thể được cải thiện khi FCN đã vững chân ở thị trường mới và phát triển mạng lưới nhà cung cấp.



#### IV. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ FCN

Mô hình định giá của chúng tôi theo phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE) và dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF). Trong mô hình định giá, chúng tôi chưa đưa vào ảnh hưởng của hoạt động tăng vốn cho cổ đông chiến lược do còn nhiều bất định.

##### Kết quả định giá

STT	Phương pháp định giá	Kết quả	Trọng số
	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	24,290	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	24,766	50%
	<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>24,528</b>	

##### Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2017	9.35%	Phần bù rủi ro	8.72%
Chi phí sử dụng nợ	6.81%	Hệ số Beta không đòn bẩy	0.53
Chi phí sử dụng VCSH	12.00%	Tăng trưởng dài hạn	2%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 5 năm	4.65%	Thời gian dự phóng	10 năm

##### Tổng hợp định giá

Tổng hợp định giá FCFF (Đơn vị: Triệu)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	3,022,234
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	284,486
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	1,081,390
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,225,330</b>
Số lượng cổ phiếu	89.85*
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>24,766</b>

Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Triệu)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền chủ sở hữu	1,898,015
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	284,486
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,182,501</b>
Số lượng cổ phiếu	89.85
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>24,290</b>

\*Số lượng cổ phiếu bao gồm cả phát hành ESOP

## TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH (Đơn vị: Tỷ VNĐ)

HĐKD	2016	2017F	2018F	2019F
Doanh thu thuần	2,108	2,662	3,509	4,119
- Giá vốn hàng bán	1,775	2,276	2,974	3,502
Lợi nhuận gộp	333	386	535	616
- Chi phí bán hàng	8	19	24	26
- Chi phí quản lí DN	99	129	176	210
Lợi nhuận thuần HĐKD	226	238	335	380
- (Lỗ)/lãi HĐTC	43	94	12	15
- Lợi nhuận khác	23	14	9	34
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	291	346	357	429
- Chi phí lãi vay	81	81	76	61
Lợi nhuận trước thuế	211	264	281	367
- Thuế TNDN	35	42	46	61
LNST	176	223	234	307
EPS (đ)	3,132	3,741	2,569	2,460

Chỉ số khả năng sinh lợi	2016	2017F	2018F	2019F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15.8%	14.5%	15.2%	15.0%
Tỷ suất LNST	8.3%	8.4%	6.7%	7.4%
ROE DuPont	15.8%	16.3%	12.9%	12.9%
ROA DuPont	5.6%	6.4%	5.8%	6.3%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	10.7%	8.9%	9.6%	9.2%
LNST/LNTT	83.4%	84.3%	83.4%	83.4%
LNTT / EBIT	93.3%	111.3%	83.8%	96.6%
Vòng quay tổng tài sản	67.1%	76.6%	86.2%	85.1%
Đòn bẩy tài chính	2.7x	2.4x	2.1x	2.0x

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2016	2017F	2018F	2019F
CS thanh toán hiện hành	1.75	1.88	1.86	2.00
CS thanh toán nhanh	1.50	1.59	1.56	1.67
CS thanh toán tiền mặt	0.21	0.19	0.16	0.15
Nợ / Tài sản	0.63	0.59	0.53	0.49
Nợ / Vốn CSH	1.70	1.41	1.11	0.97
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	1.04	0.93	0.82	0.71
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0.66	0.48	0.28	0.26
Khả năng TT lãi vay	3.61	4.25	4.69	7.02

CĐKT	2016	2017F	2018F	2019F
<b>Tài sản</b>				
+ Tiền và tương đương tiền	252	253	271	265
+ Đầu tư TC ngắn hạn	13	13	13	13
+ Các khoản phải thu	1,358	1,703	2,229	2,598
+ Hàng tồn kho	320	408	530	621
+ Tài sản ngắn hạn khác	303	247	247	247
Tổng tài sản ngắn hạn	2,246	2,624	3,291	3,744
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	770	972	1,255	1,502
+ Khấu hao lũy kế	264	361	487	637
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	506	611	768	865
+ Đầu tư tài chính dài hạn	240	240	316	393
+ Tài sản dài hạn khác	340	144	150	157
Tổng tài sản dài hạn	1,086	995	1,235	1,415
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3,332</b>	<b>3,619</b>	<b>4,526</b>	<b>5,159</b>

### Nợ & Vốn chủ sở hữu

+ Phải trả người bán	436	574	768	927
+ Vay và nợ ngắn hạn	502	364	392	213
+ Nợ ngắn hạn khác	345	457	607	728
Nợ ngắn hạn	1,283	1,395	1,767	1,867
+ Vay và nợ dài hạn	809	717	601	668
+ Nợ dài hạn khác	5	7	9	11
Nợ dài hạn	815	724	611	679
<b>Tổng nợ</b>	<b>2,098</b>	<b>2,119</b>	<b>2,378</b>	<b>2,547</b>
+ Thặng dư	54	121	286	453
+ Vốn điều lệ	477	544	899	1,059
+ LN chưa phân phối	258	349	399	482
+ Khác	445	487	564	618
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1,234</b>	<b>1,500</b>	<b>2,148</b>	<b>2,612</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>3,332</b>	<b>3,619</b>	<b>4,526</b>	<b>5,159</b>

Chỉ số hiệu quả vận hành	2016	2017F	2018F	2019F
Số ngày phải thu	211	211	205	215
Số ngày tồn kho	73	58	58	60
Số ngày phải trả	82	78	79	86
Thời gian luân chuyển tiền	203	191	184	189
COGS / Hàng tồn kho	5.55	5.58	5.61	5.64

## PHỤ LỤC

### Phụ lục 1: Cập nhật kết quả kinh doanh 9 tháng đầu 2017 ([trở lại](#))

Trong 9 tháng đầu 2017, FCN đạt 47% kế hoạch Doanh thu và 57% Lợi nhuận sau thuế.

Đơn vị: Triệu VNĐ	Q3-2017	Q3-2016	q.o.q	Lũy kế 9T-2017	Lũy kế 9T-2016	y.o.y	Kế hoạch 2017	Tăng trưởng KH	% Hoàn thành KH
Doanh thu	598,149	522,587	14%	1,302,651	1,166,815	12%	2,800,000	33%	47%
Lợi nhuận gộp	95,406	57,249	67%	232,925	178,674	30%			
Biên lợi nhuận gộp	16%	11%		18%	15%				
Lợi nhuận sau thuế	65,031	34,540	88%	119,594	79,833	50%	208,000	18%	57%
Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ	63,220	32,253	96%	121,974	76,700	59%	180,000	16%	68%

*Nguồn: FPTIS tổng hợp*

Trong 2017, FCN đã công bố các dự án được ký có giá trị khoảng 2,640 tỷ, backlog đạt khoảng 1,000 tỷ (Phụ lục 3: [Cập nhật các dự án ký kết](#)). Các dự án công nghiệp và cơ sở hạ tầng lớn như dự án Nhiệt điện Long Phú 1, Khu liên hợp gang thép Hòa Phát Dung Quất, Metro line 1 TP Hồ Chí Minh, Metro line 3 Hà Nội, LG Display và LG Inotek sẽ là nguồn công việc ổn định cho FCN khi công ty liên tục trúng các gói thầu ở các dự án này.

### Phụ lục 2: Cập nhật các thông tin liên quan

#### 1.1. Đại hội đồng cổ đông bất thường 2017: huy động trên 1,000 tỷ để đầu tư các dự án cơ sở hạ tầng

- **Đánh giá:** chiến lược tăng vốn của FCN sẽ tạo áp lực lớn lên EPS ngắn hạn, do các dự án cơ sở hạ tầng thường có thời gian xây dựng trên 1 năm và thời gian hồi vốn dài. Việc tăng vốn quy mô khắc phục hạn chế hiện tại của FCN về quy mô tài chính.

Kế hoạch tăng vốn của FCN được thông qua trong ĐHĐCĐ bất thường tháng 08/2017 như sau:

STT	Đối tượng phát hành	Số cổ phiếu	Giá	Số tiền (Tỷ VNĐ)	Thời gian dự kiến	Hạn chế chuyển nhượng
1	Cổ đông hiện hữu	33,000,000	15,000	495	2018	Không
2	Người lao động (ESOP)	2,500,000	10,000	25	2018	50% sau 1 năm và 50% còn lại sau 2 năm
3	Cổ đông chiến lược	25,000,000	22,000	550	2018	1 năm
<b>Tổng cộng</b>		<b>60,500,000</b>		<b>1,070</b>		

*Nguồn: FPTIS tổng hợp*

Dự kiến FCN sẽ phát hành trong hai đợt, cho Cổ đông hiện hữu và Người lao động trước, sau đó sẽ đến Cổ đông chiến lược. Đợt 1 sẽ tăng vốn điều lệ FCN lên 898.5 tỷ (+65% so với hiện tại), đợt 2 lên 1,148.5 tỷ (+28% so với sau đợt 1).

**Ngày 29/12/2017, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã phê duyệt bản cáo bạch chào bán cổ phiếu ra công chúng của FCN ([trở về](#)).** Chi tiết chào bán như sau:

Thông tin	Nội dung
Số lượng cổ phiếu	33,000,000
Giá bán cổ phiếu	15,000
Tổng giá trị theo giá chào bán	495,000,000,000
Tỷ lệ thực hiện quyền của cổ đông hiện hữu	1000:607
Ngày đăng ký cuối cùng	15/01/2018
Thời gian chuyển nhượng quyền mua	Từ ngày 23/01/2018 đến 12/02/2018
Thời gian đăng ký đặt mua và nộp tiền mua cổ phiếu	Từ ngày 23/01/2018 đến 23/02/2018

*Nguồn: FPTTS tổng hợp*

Mục đích sử dụng vốn được công bố trong bản cáo bạch chào bán ra công chúng ngày 29/12/2017 như sau:

STT	Mục đích sử dụng vốn	Số tiền (Tỷ VNĐ)	Nguồn vốn từ đối tượng phát hành
1	Tăng vốn Công ty cổ phần FECON South	50	Cổ đông hiện hữu
2	Tăng vốn cho Công ty cổ phần Công trình ngầm FECON (UCC)	112	
3	Đầu tư dự án Điện mặt trời Vĩnh Hảo 6 (đền bù giải phóng mặt bằng giai đoạn trước khi có Giấy chứng nhận đầu tư)	108	
4	Bổ sung vốn lưu động	225	
<b>Tổng cộng</b>		<b>495</b>	

*Nguồn: FPTTS tổng hợp*

## 1.2. Gia hạn 196 tỷ trái phiếu chuyển đổi đáo hạn năm 2017 đến 2019

- **Đánh giá:** Việc gia hạn chuyển đổi trái phiếu đợt 1 của JSEAGF đến 2019 làm giảm áp lực pha loãng cổ phiếu FCN trong ngắn hạn, hỗ trợ cho chiến lược phát hành thêm cổ phiếu của FCN.

Chi tiết Trái phiếu chuyển đổi của FCN như sau:

STT	Sự kiện	Thời gian	Vốn điều lệ (Tỷ)	Tỷ lệ sở hữu của CĐHH	Pha loãng CĐHH so với sự kiện trước
1	Hiện tại	2017	544	100%	#N/A
2	Phát hành cho Cổ đông hiện hữu	2018	874	100%	#N/A
3	Phát hành cho Người lao động	2018	899	97%	3%
4	Phát hành cho Cổ đông chiến lược	2018	1,149	76%	22%
5	Chuyển đổi trái phiếu JSEAGF	2019	1,309	67%	12%

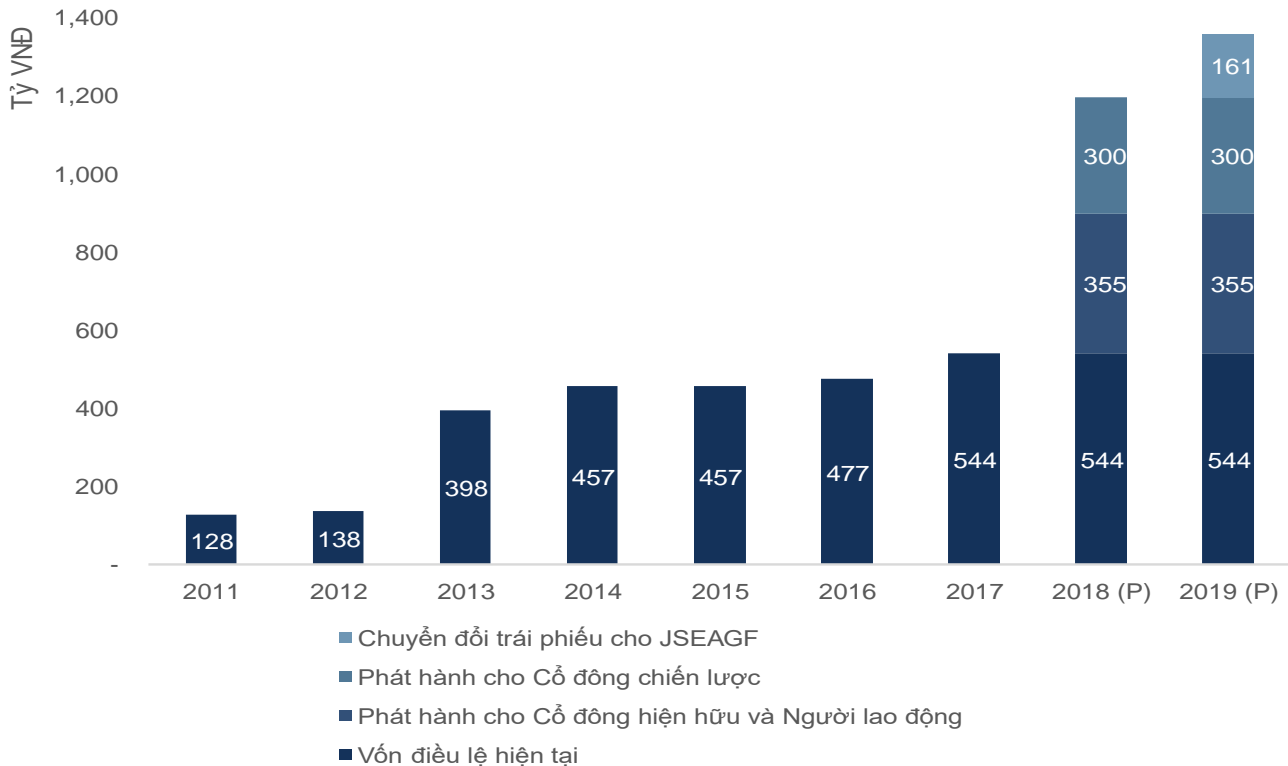
*Nguồn: FPTTS tổng hợp*

Với giả định các hoạt động phát hành thành công trong 2018 và JSEAGF sẽ chuyển đổi khi đáo hạn (2019) với mức giá 20,400/cổ phiếu, 327.5 tỷ Trái phiếu của JSEAGF sẽ được chuyển đổi thành 16 triệu cổ phiếu, nâng vốn điều lệ FCN lên trên 1,300 tỷ (+14% so với đầu 2019).

Sau chuyển đổi toàn bộ trái phiếu, JSEAGF sẽ trở thành cổ đông lớn của FCN, nắm giữ 12% cổ phiếu.

### 1.3. Chi tiết lộ trình tăng vốn điều lệ của FCN ([trở lại](#))

Lộ trình tăng vốn điều lệ FCN (2011-2019)



Nguồn: FPTIS tổng hợp

Chi tiết phát hành thêm như sau:

STT	Sự kiện	Thời gian	Vốn điều lệ (Tỷ)	Tỷ lệ sở hữu của CĐHH	Pha loãng CĐHH so với sự kiện trước
1	Hiện tại	2017	544	100%	#N/A
2	Phát hành cho Cổ đông hiện hữu	2018	874	100%	#N/A
3	Phát hành cho Người lao động	2018	899	97%	3%
4	Phát hành cho Cổ đông chiến lược	2018	1,149	76%	22%
5	Chuyển đổi trái phiếu JSEAGF	2019	1,309	67%	12%

Nguồn: FPTIS tổng hợp



**Phụ lục 3: Cập nhật các dự án ký kết ([trở lại](#))**
**Các dự án FCN ký kết từ 2017:**

Đv: Tỷ	Tên dự án	Giá trị
1	Nhiệt Điện Long Phú 1 (kho than)	200
2	Nhà máy kính PV FLAT	60
3	Nhà máy bột giấy Quảng Ngãi	120
4	Gamuda Land	130
5	Hoi An South Development	300
6	Metro line 3 (HN) và Metro line 1 (TP HCM)	350
7	Empire City LLC	300
8	Harbor City	120
9	Khu liên hợp gang thép Hòa Phát Dung Quất	250
10	Xử lý nền Đại Quang Minh	100
11	LG Display-giai đoạn 2	70
12	Nhà máy ô tô Vinfast	100
13	Các dự án khác: Gang thép Nghi Sơn, Chuơ Hải Phòng, LG Inotek Hải Phòng, Palm City, Nhà máy nghiền bột đá Christobalite...	540
<b>Tổng cộng</b>		<b>2,640</b>

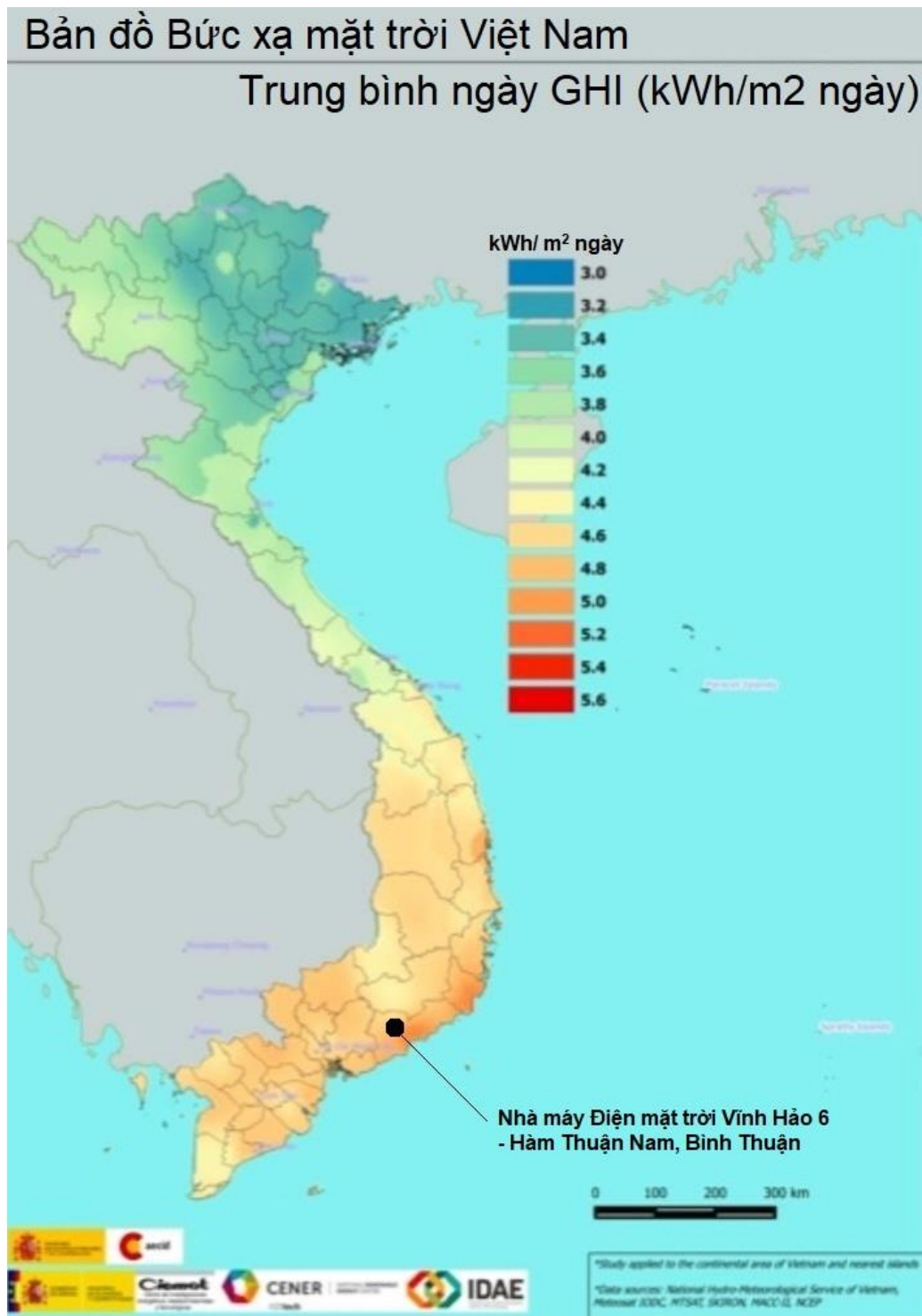
*Nguồn: FPTTS tổng hợp*

**Các dự án FECON South ký kết trong 6 tháng đầu 2017:**

Đv: Tỷ	Tên dự án	Giá trị
1	Dự án Empire City – Thủ Thiêm	149
2	Khu dân cư cảng Phú Định (Harbor City)	118
3	Khu Phức Hợp Dân Cư Và Thể Thao Tân Thắng (Celadon City)	135
4	Các dự án khác: Tổ hợp Samsung Electronics HCMC, Khu Đô Thị Mới Quốc Tế Đa Phước, Palm Residence, Lancer...	125
<b>Tổng cộng</b>		<b>527</b>

*Nguồn: FPTTS tổng hợp*

Phụ lục 4: Bản đồ bức xạ mặt trời Việt Nam ([trở lại](#))



Nguồn: CIEMAT

**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 14 cổ phiếu FCN và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu FCN nào.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT****Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,  
Quận Tây Hồ, TP. Hà Nội, Việt Nam

ĐT: (84.24) 37737070 / 62717171

Fax: (84.24) 37739058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT****Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng  
Gấm, Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt  
Nam

ĐT: (84.28) 62908686

Fax:(84.28) 62910607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT****Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100 Quang Trung, Phường Thạch  
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà  
Nẵng, Việt Nam

ĐT: (84.236) 3553666

Fax:(84.236) 3553888