

CÔNG TY CỔ PHẦN KỸ THUẬT NỀN MÓNG VÀ CÔNG TRÌNH NGẦM FECON

Thông tin cổ phiếu

Ngày 31/3/2014

Mã chứng khoán	FCN
Ngành	Xây dựng công trình
Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá ngày 31/3/2014 (đồng)	28.000
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	1.083,8
KLCP đang lưu hành	39.759.118
P/E trailing	6,0
P/B	1,8

- Năm 2013, mặc dù các doanh nghiệp ngành xây dựng gặp khó khăn nhưng FCN vẫn đạt được KQKD khá tốt. Doanh thu thuần đạt 1.204,7 tỷ đồng (+19,5% yoy), lợi nhuận ròng đạt 102,3 tỷ đồng (+8,3% yoy). Tốc độ tăng trưởng kép bình quân (CAGR) trong giai đoạn 2009-2013 của doanh thu và lợi nhuận lần lượt đạt 49% và 32%.
- ĐHĐCĐ năm 2014 đã thông qua kế hoạch doanh thu 1.500 tỷ đồng (+25% yoy) và lợi nhuận sau thuế 148 tỷ đồng (+27% yoy). Chúng tôi đánh giá đây là mục tiêu khá thách thức bởi mảng kinh doanh cọc ngầm của FCN sẽ khó tăng trưởng mạnh như năm 2013 do cạnh tranh tăng cao trong khi thị trường xây lắp nhìn chung chưa có nhiều khởi sắc.
- Công ty có kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 517,2 tỷ đồng và phát hành 500 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi. Tổng số tiền thu về gần 670 tỷ đồng sẽ được sử dụng để đầu tư trang thiết bị máy móc, hợp tác kinh doanh và tăng vốn lưu động, tạo điều kiện để FCN nâng cao năng lực cạnh tranh và mở rộng sang lĩnh vực xây dựng hạ tầng.
- Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2014 của FCN sẽ đạt 1.500 tỷ đồng (+25% yoy) và LNST đạt 127,5 tỷ đồng (+10% yoy). P/E forward đạt 10 lần tương đương trung bình ngành. Trên cơ sở đánh giá những điểm mạnh cũng như rủi ro của cổ phiếu, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư NẮM GIỮ cổ phiếu FCN.

Chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013
DTT (tỷ đồng)	358,7	913,9	1.008	1.204,7
+/- yoy (%)	+46,3%	+154,8%	+10,3%	+19,5%
LNST (tỷ đồng)	50,1	86,7	94,5	102,3
+/- yoy (%)	+48,7%	+73,1%	+9,1%	+8,3%
TTS (tỷ đồng)	510,4	970	1.234	1.594
+/- yoy (%)	+84,7%	+90,0%	+27,3%	+28,2%
VCSH (tỷ đồng)	206,8	262	364	626,7
+/- yoy (%)	+82,7%	+26,7%	+39,0%	+28,2%
Nợ/TTS (%)	45,4%	60,3%	60,6%	56,3%
TS LN gộp (%)	27,6%	24,2%	26,0%	16,9%
TS LN ròng (%)	14,0%	9,5%	9,4%	8,5%
BV (đồng)	15.898	17.605	19.262	14.907
EPS - TTM (đồng)	5.081	7.474	5.756	4.694
ROA (%)	12,7%	11,7%	8,6%	7,2%
ROE (%)	31,3%	37,0%	30,2%	20,9%

31.3.2014

NỘI DUNG:

Thông tin doanh nghiệp - Trang 02
KQKD 2013 - Trang 03
Kế hoạch kinh doanh năm 2014 - Trang 05
Phân tích rủi ro - Trang 06
Quan điểm đầu tư - Trang 07

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 8

Thông kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại

www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại www.vcbs.com.vn

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

Lê Khánh An

+84 8 3820 5510 (ext. 401)

likan@vcbs.com.vn

31.3.2014

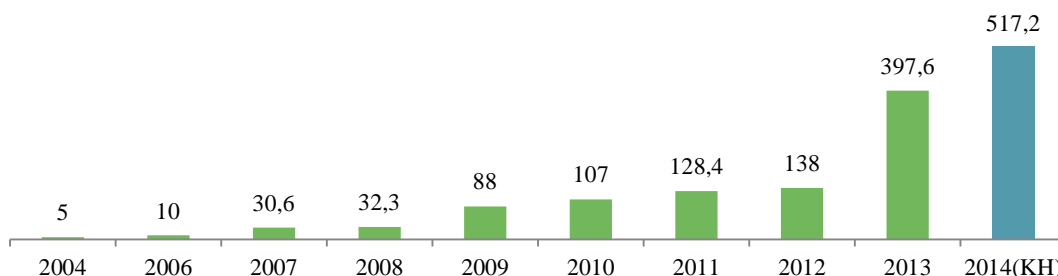
**Bộ phận Nghiên cứu – Phân tích
VCBS**

THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

Giới thiệu chung

CTCP Kỹ thuật Nền móng và Công trình ngầm Fecon được thành lập ngày 18/6/2004 với vốn điều lệ ban đầu là 05 tỷ đồng. Sau tám lần thay đổi, vốn điều lệ hiện tại của Công ty là 397,6 tỷ đồng. Năm 2014, Công ty tiếp tục có kế hoạch tăng vốn lên 517,2 tỷ đồng.

Quá trình tăng vốn của FCN



Nguồn: VCBS tổng hợp

Lĩnh vực hoạt động chính

+ **Thiết kế và xử lý thi công nền đất yếu:** FCN là doanh nghiệp tiên phong ở Việt Nam thực hiện xử lý nền đất yếu bằng phương pháp cố kết chân không với nhiều ưu điểm về thời gian thi công và giá thành so với phương pháp cọc cát và cọc xi-măng. Những dự án mà FCN đã tham gia và thành công với phương pháp này: Nhà máy khí điện đạm Cà Mau, Nhà máy Nhiệt Điện Nhơn Trạch 2...

+ **Sản xuất và thi công cọc:** FCN đi đầu trong công nghệ xử lý nền bằng cọc bê tông ly tâm dự ứng lực.

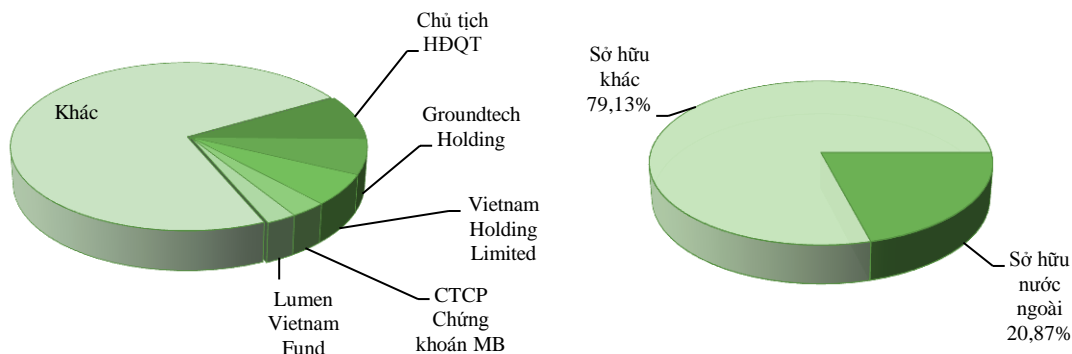
+ **Khảo sát, thí nghiệm nền móng và tư vấn địa kỹ thuật công trình:** Hoạt động chính trong mảng này là nghiên cứu giải quyết những vấn đề liên quan đến kỹ thuật xử lý nền đất yếu, kết cấu công trình, đồng thời nghiên cứu các ứng dụng công nghệ mới trong xây dựng nền móng và công trình ngầm, được thực hiện bởi Viện Nền Móng Công Trình.

Trong 3 mảng hoạt động, mảng thiết kế, xử lý nền đất yếu và sản xuất cọc là hai mảng kinh doanh chính của Công ty, hoạt động thí nghiệm nền móng và tư vấn kỹ thuật địa công trình là hoạt động mang tính chất hỗ trợ, nhằm đồng bộ hóa gói giải pháp tổng thể từ khảo sát, thí nghiệm, xử lý nền đến sản xuất và cung ứng cọc cho khách hàng. Đây là một lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ khác.

Cơ cấu cổ đông

Công ty có sở hữu nước ngoài 20,87% và sở hữu khác 79,13%, không có sở hữu Nhà nước. Trong đó, một số cổ đông lớn có thể kể đến: Groudtech Holding (6,84%), Vietnam Holding Limited (6%), CTCP Chứng khoán MB (2,95%), Lumen Vietnam Fund (2,54%)...

Cơ cấu cổ đông của FCN tính đến ngày 31/3/2014



Nguồn: VCBS tổng hợp

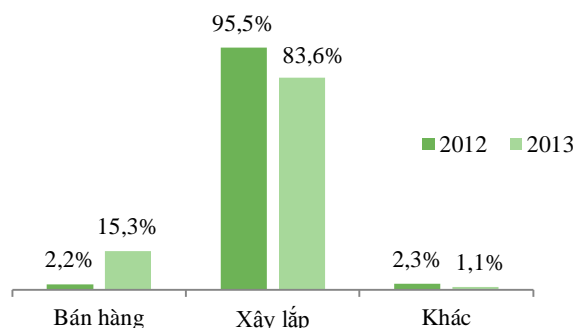
KẾT QUẢ SẢN XUẤT KINH DOANH 2013

Phân tích doanh thu, chi phí và lợi nhuận

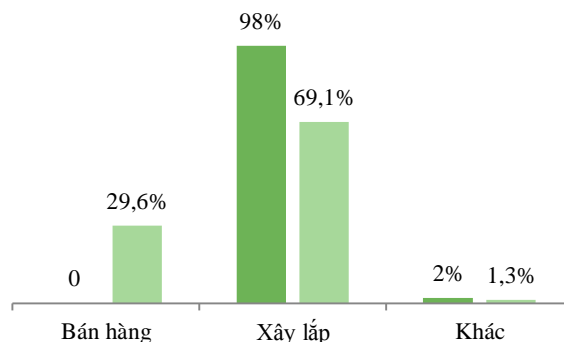
FCN vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ấn tượng. Trong năm 2013, mặc dù các doanh nghiệp ngành xây dựng gặp khó khăn nhưng FCN vẫn đạt được KQKD khá tốt. Doanh thu thuần đạt 1.204,7 tỷ đồng (+19,5% yoy), LNST của Cổ đông Công ty mẹ đạt 102,3 tỷ đồng (+8,3% yoy). Tốc độ tăng trưởng kép bình quân (CAGR) trong giai đoạn 2009-2013 của doanh thu và lợi nhuận lần lượt đạt 49% và 32%.

Thu nhập của FCN đến từ nhiều mảng hoạt động như xây lắp, bán hàng hóa (cọc bê tông ly tâm dự ứng lực), bán thành phẩm (bắc thấm), hoạt động giáo dục...trong đó xây lắp là hoạt động kinh doanh chủ yếu mang lại doanh thu và lợi nhuận cho Công ty. Mảng xây lắp (chủ yếu là xây dựng nền móng công trình các nhà máy) đóng góp 1.007 tỷ đồng doanh thu (tương đương 83,6%, +4,6% yoy) và 141 tỷ đồng lợi nhuận gộp (tương đương 69,1%; -45,1% yoy). Một số dự án lớn mang lại doanh thu trong năm 2013: Nhà máy gang thép Formosa Hà Tĩnh (doanh thu: 264 tỷ đồng), Nhà máy Samsung Thái Nguyên (doanh thu: 201,7 tỷ đồng), Nhà máy điện tử LG Hải Phòng (doanh thu: 65,53 tỷ đồng).

Cơ cấu doanh thu 2012-2013



Cơ cấu lợi nhuận gộp 2012-2013



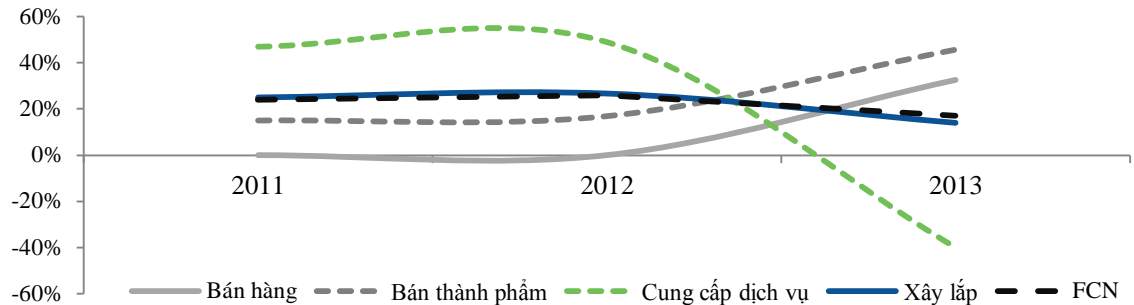
Nguồn: VCBS tổng hợp

Tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận của mảng xây lắp giảm trong năm 2013 do sự tăng trưởng mạnh mẽ ở hoạt động kinh doanh cọc bê tông ly tâm dự ứng lực. Tỷ trọng doanh thu mảng xây lắp giảm từ 95,5% trong năm 2012 xuống 83,6% trong năm 2013, lợi nhuận gộp giảm đáng kể từ 98% xuống 69,1% do Công ty đã đẩy mạnh hoạt động kinh doanh cọc bê tông ly tâm dự ứng lực. Cụ thể, mảng kinh doanh cọc đạt doanh thu 184,8 tỷ đồng (đóng góp 15,3% tổng doanh thu, +739% yoy) và lợi nhuận gộp đạt 60,4 tỷ đồng (đóng góp 29,6%, trong năm 2012 mảng này chưa tạo ra lợi nhuận).

Như vậy, riêng hai mảng xây lắp và kinh doanh cọc đã đóng góp 99% doanh thu và 98,7% lợi nhuận gộp cho FCN trong năm 2013.

Tỷ suất lợi nhuận của mảng kinh doanh cọc khá cao, tỷ suất lợi nhuận gộp ở mảng xây lắp suy giảm. Mảng cọc của FCN đã tăng trưởng mạnh trong năm 2013 với tỷ suất lợi nhuận cao 33% chủ yếu nhờ FCN trúng gói thầu cung cấp cọc ngầm cho dự án Samsung Thái Nguyên. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mảng cọc ngầm của FCN sẽ khó lặp lại tốc độ tăng trưởng tương tự trong các năm sau do hiện nay thị trường cọc ngầm đang khá cạnh tranh với nhiều đối thủ lớn trong và ngoài nước. Doanh thu ở mảng này nhiều khả năng sẽ tăng trưởng chậm lại và biên lợi nhuận gộp giảm dần. Ở mảng xây dựng, do hoạt động trong lĩnh vực xây lắp đặc thù và cung cấp một gói giải pháp tổng thể gồm nhiều công đoạn trong việc xử lý và thi công nền móng nên FCN có biên lợi nhuận gộp khá cao so với các doanh nghiệp xây lắp khác. Mặc dù vậy, biên lợi nhuận gộp đã giảm mạnh từ mức 27% trong năm 2012 xuống chỉ còn 15% trong năm 2013 do thị trường ngày càng khó khăn. Nhìn chung, tỷ suất lợi nhuận gộp của FCN đã giảm mạnh từ mức 25% xuống còn 17% trong năm 2013.

Biên lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh giai đoạn 2011-2013



Nguồn: BCTC FCN năm 2011-2013

Công ty giãn tiến độ thu tiền cho khách hàng để duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu. Các khoản phải thu tăng thêm 297 tỷ đồng (+82% yoy) khiến số ngày thu tiền tăng từ 100 ngày trong năm 2012 lên 155 ngày trong năm 2013, tuy nhiên dòng tiền của FCN không bị ảnh hưởng nhiều do Công ty cũng đã giảm được hàng tồn kho, đồng thời tăng chiếm dụng vốn của người bán. Hàng tồn kho đã giảm 126,5 tỷ đồng (-52,7% yoy), khoản phải trả tăng 92 tỷ đồng (+35% yoy) khiến số ngày tồn kho giảm từ 119 ngày xuống 64 ngày và số ngày phải trả tăng từ 111 ngày lên 128 ngày.

Chi phí tài chính, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp đều được kiểm soát tốt. Ngoại trừ chi phí GVHB có tỷ lệ trên doanh thu tăng lên (chiếm 83% DT so với 74% DT của năm 2012) do các nguyên nhân đã nêu trên, các loại chi phí khác đều giảm so với năm 2012. Chi phí tài chính giảm mạnh 55% yoy, chỉ chiếm 1,7% doanh thu do trong năm 2013 FCN đã tăng vốn điều lệ thành công, tạo điều kiện để Công ty giảm nợ vay từ 398 tỷ đồng xuống chỉ còn 222 tỷ đồng (-44% yoy), giúp chi phí lãi vay tiết giảm 48% yoy. Chi phí bán hàng và chi phí QLDN cũng giảm tương ứng từ mức 3,5% doanh thu và 5,8% doanh thu trong năm 2012 xuống chỉ còn 0,9% và 4,2% trong năm 2013.

Lãi ròng tăng nhẹ so với năm 2012, tỷ suất lợi nhuận ròng suy giảm. LNST cả năm của FCN đạt 102,3 tỷ đồng (+8,3% yoy), EPS sau khi pha loãng đạt 4.694 đồng. Tỷ suất lợi nhuận ròng đạt 8,5% (giảm gần 1% so với năm 2012).

KQKD của các đơn vị thành viên

Các công ty con và liên kết của FCN nhìn chung có kết quả không tích cực trong năm 2013. Ngoại trừ CTCP Khoáng Sản Fecon (FCM) lãi khá cao, đạt 35,8 tỷ đồng, các đơn vị còn lại đều có lợi nhuận thấp hoặc bị lỗ, lợi nhuận từ hoạt động liên doanh, liên kết trong năm 2013 đạt 12,5 tỷ đồng. Cụ thể:

KQKD các đơn vị thành viên năm 2013

Tên công ty	Lĩnh vực hoạt động	VĐL	Tỷ lệ SH (%)	DTT (Tỷ đồng)	LNST (Tỷ đồng)
Công ty con					
CTCP Fecon Miltec	Xử lý nền đất yếu	20,8 tỷ đồng	50,2%	27,6	-1,7
CT TNHH Xử lý nền đất yếu Fecon Shanghai- Harbour	Xử lý nền đất yếu	5 triệu USD	50,5%	156	0,7
Viện Nền Móng và Công Trình ngầm	Khảo sát, thí nghiệm nền móng và tư vấn địa kỹ thuật công trình	26 tỷ đồng	100%	39	4,8
Công ty liên kết					
CTCP Khoáng sản Fecon	Sản xuất và thi công cọc	268 tỷ đồng	36,38%	425,5	35,8
CTCP Fecon Nghi Sơn	Sản xuất và kinh doanh sản phẩm bê-tông	100 tỷ đồng	30%	-	-1

Nguồn: FCN, VCBS tổng hợp

Fecon Miltec – đơn vị sản xuất bắc trầm, liên doanh với Công ty Miltec (Pháp) - lỗ trong năm 2013 do (1) các sản phẩm mới sản xuất nên doanh số còn hạn chế nhưng chi phí cao, (2) hệ thống bán hàng còn khá nhỏ nên chưa thể bán sản phẩm ra thị trường mà chủ yếu là cung cấp cho FCN. Định hướng của Fecon Miltec sẽ là thị trường Indonesia do sản phẩm có giá cao, khó cạnh tranh được tại thị trường trong nước.

Trong kế hoạch tái cấu trúc công ty, FCN cho biết có thể chuyển nhượng cổ phần tại Fecon Nghi Sơn cho FCM để FCM đảm nhiệm mảng sản xuất cọc ngầm, đồng thời chuyển cổ phần của Fecon Miltec về Fecon Shanghai - Harbour để đơn vị này phụ trách mảng xử lý nền đất yếu. Như vậy, mỗi mảng kinh doanh sẽ được chuyển về cho một đơn vị chuyên biệt phụ trách, tạo ra sự thống nhất và giúp tinh giản hệ thống quản lý.

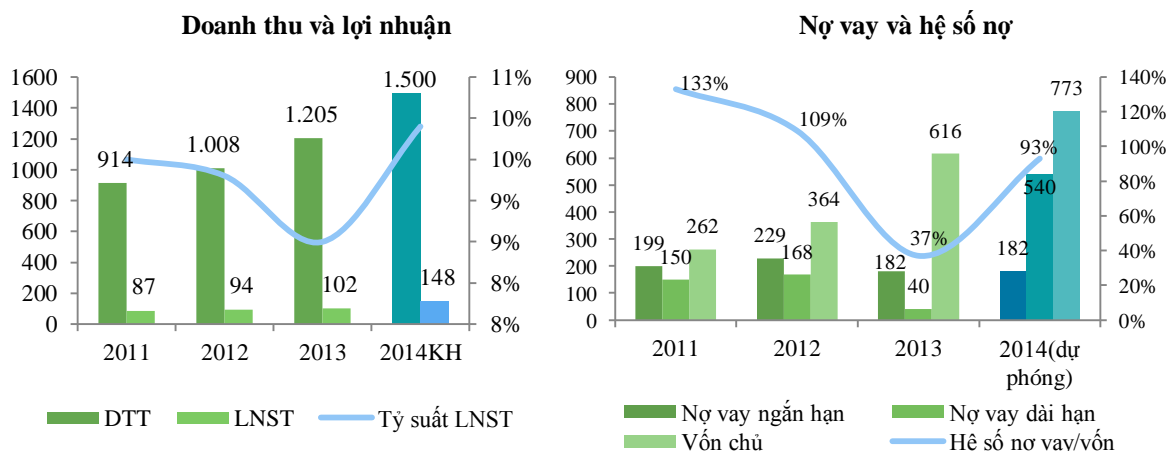
Thành lập đơn vị chuyên về công trình ngầm

Với chiến lược mở rộng sang mảng xây dựng công trình ngầm hạ tầng và dân dụng, FCN đã có kế hoạch hợp tác với Tổng Công ty Xây dựng Công trình Giao Thông 1 (Cienco 1) và CTCP Xây dựng Contecons (CTD) để thành lập công ty chuyên về xây dựng các công trình ngầm nhằm đón đầu các dự án lớn của Tập Đoàn Dầu Khí ở Hà Nội và TP HCM trong thời gian tới. Công ty này dự kiến sẽ được thành lập trong năm 2014 với VDL 100 tỷ đồng, sau 3 năm sẽ tăng vốn lên 300 tỷ đồng với phần vốn góp của FCN là 40%. Giai đoạn đầu, Công ty sẽ làm thầu phụ cho các doanh nghiệp xây dựng nước ngoài có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng công trình ngầm, kế hoạch sau 10 năm sẽ có thể tự tham gia dự thầu với tư cách tổng thầu.

KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2014

Kế hoạch doanh thu và lợi nhuận

ĐHCĐ năm 2014 đã thông qua kế hoạch doanh thu 1.500 tỷ đồng (+25% yoy) và lợi nhuận sau thuế 148 tỷ đồng (+27% yoy). Chúng tôi đánh giá đây là mục tiêu khá thách thức bởi mảng kinh doanh cọc ngầm của FCN sẽ khó tăng trưởng mạnh như năm 2013 trong khi bối cảnh thị trường xây lắp nhìn chung chưa có nhiều khởi sắc.



Nguồn: VCBS tổng hợp

Từ đầu năm 2014 đến nay Công ty đã trúng thầu khoảng 550 tỷ đồng, tương đương 30% kế hoạch doanh thu, trong đó bao gồm một số hợp đồng lớn như: gói thầu cung cấp cọc ở Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn (giá trị 200 tỷ đồng, FCN vẫn đang thương thảo với nhà thầu chính để phụ trách thi công cọc), dự án Nhiệt Điện Thái Bình 1 (giai đoạn 1: 168 tỷ đồng, và có thể sẽ trúng thầu giai đoạn 2: 600 tỷ đồng), Nhà máy Bridgestone Hải Phòng (giá trị khoảng 28 tỷ đồng), Nhà máy Samsung Thái Nguyên (tiếp tục giai đoạn 2), cung cấp và thi công cọc cát ở Cao tốc Đà Nẵng – Quảng Ngãi (giá trị 88 tỷ đồng). Ngoài ra, Công ty cũng đang tiếp cận một số dự án khác như Nhà máy Kyo Steel Ninh Bình, Nhà máy Samsung ở Khánh Hòa và TPHCM.

Chiến lược dài hạn của FCN tập trung vào mảng xây dựng hạ tầng. Công ty dự kiến tham gia vào lĩnh vực hạ tầng thông qua việc trở thành đối tác chiến lược của Tổng Công ty Xây dựng Công trình Giao Thông 1 (Cienco 1) và Tổng Công ty Tư vấn và Thiết kế Giao thông Vận tải (Tedi). Với chủ trương cổ phần hóa

Cienco 1 và Tedi trong thời gian tới, FCN đặt kế hoạch sẽ nắm giữ 10% cổ phần tại Cienco 1 và 5% cổ phần tại Tedi, từ đó tạo cơ hội tiếp cận các dự án hạ tầng giao thông theo hình thức BOT. Điều này, theo đánh giá của Công ty, có thể giúp FCN chủ động hơn về nguồn thu nhập và cải thiện đáng kể tỷ suất lợi nhuận.

Kế hoạch tăng vốn điều lệ & phát hành trái phiếu chuyển đổi

Trong năm 2014, FCN sẽ phát hành tăng vốn điều lệ 119,6 tỷ đồng, thông qua hình thức:

	Số lượng	Giá trị phát hành	Tiền thu về
(1)Phát hành ESOP	1.987.955	19.879.550.000	19.879.550.000
Giá phát hành: 10.000 đồng/cp			
(2)Trả cổ tức bằng cổ phiếu 10%	3.975.911	39.759.110.000	
(3)Phát hành cho cổ đông chiến lược	6.000.000	60.000.000.000	150.000.000.000
Giá phát hành: không thấp hơn 25.000 đồng/cp			
Tổng cộng	11.963.866	119.638.660.000	169.879.550.000

Nguồn: VCBS tổng hợp

Nếu phát hành thành công, vốn điều lệ của Công ty sẽ tăng thêm 119,6 tỷ đồng, đạt 517,2 tỷ đồng (+30,1%) và FCN sẽ thu về gần 170 tỷ đồng. Số lượng thành viên HĐQT sẽ tăng từ 7 lên 9 thành viên để đáp ứng yêu cầu của đối tác chiến lược nhưng Công ty vẫn duy trì tối thiểu 2/3 số thành viên trong HĐQT để nắm quyền chi phối.

Phát hành 500 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi với kỳ hạn 36 tháng. FCN cũng có kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi vào T6/2014 với hình thức chào bán riêng lẻ cho nhà đầu tư chiến lược (dưới 100 nhà đầu tư không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp). Tổng mệnh giá phát hành là 500 tỷ đồng (500 ngàn trái phiếu, mệnh giá 1 triệu đồng) với kỳ hạn 36 tháng và lãi suất tối đa 6%/năm. Giá chuyển đổi ban đầu không thấp hơn 19.500 đồng/cp. Việc chuyển đổi sẽ được thực hiện tối đa 3 lần. Trái chủ có thể yêu cầu chuyển đổi lần đầu từ T9/2015 với tỷ lệ tối đa 50% số lượng trái phiếu có quyền chuyển đổi.

Tổng số tiền thu về từ đợt phát hành tăng vốn điều lệ và phát hành trái phiếu chuyển đổi dự kiến là 669,9 tỷ đồng, phục vụ cho nhu cầu sử dụng vốn: (1) Đầu tư máy móc thiết bị năm 2014, 2015 (225 tỷ đồng), (2) đầu tư liên kết với các đối tác cùng ngành (74,1 tỷ đồng), (3) Góp vốn thành lập công ty công trình ngầm (60 tỷ đồng), (4) Đầu tư dự án hạ tầng BOT từ năm 2014 (160 tỷ đồng), (5) Bổ sung vốn lưu động (150,8 tỷ đồng).

PHÂN TÍCH RỦI RO

Hoạt động kinh doanh

Mảng kinh doanh cọc ngầm bị cạnh tranh mạnh, hệ thống bán hàng chưa phát triển. Các sản phẩm cọc và bắc thăm được sản xuất chủ yếu để phục vụ nội bộ nên doanh số bán chưa cao. Mảng sản xuất và thi công cọc bê tông ly tâm dự ứng lực bị cạnh tranh từ nhiều đối thủ như Công ty TNHH Bê tông và Xây dựng Minh Đức, Vinaconex Phan Vũ tại miền Bắc, Công ty TNHH Cọc ống Kiến Hoa (liên doanh với Trung Quốc), Bê tông 6 (Miền Nam). Trong năm trước mảng này tăng trưởng khá tốt, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng gần đây đã chậm lại do cạnh tranh và biên lợi nhuận giảm dần. Bắc thăm do FCN sản xuất hầu như chưa bán ra thị trường do chưa có hệ thống đại lý phân phối.

Thiếu nhân lực ở cấp quản lý. FCN có đội ngũ kỹ sư chuyên môn cao, tuy nhiên lại thiếu nhân lực có trình độ quản lý dự án. Hiện nay chỉ có khoảng 40% kỹ sư có khả năng chỉ huy công trường, do đó Công ty đang khẩn trương cải thiện yếu tố con người để có thể đáp ứng nhu cầu mở rộng kinh doanh trong tương lai.

Cơ cấu tài chính

Phát hành trái phiếu chuyển đổi sẽ làm tăng hệ số nợ, tăng chi phí tài chính. Với giả định FCN tăng vốn thành công và toàn bộ trái phiếu chuyển đổi được phát hành, hệ số nợ vay/VCSH có thể tăng từ 37% lên 93% trong năm 2014. Chi phí lãi vay của 500 tỷ đồng trái phiếu lãi suất 6% sẽ khoảng 30 tỷ đồng/năm. Nếu phát

hành toàn bộ trái phiếu chuyển đổi vào T6/2014, chi phí lãi vay năm 2014 sẽ tăng khoảng 15 tỷ đồng (+83% yoy), cộng với các chi phí liên quan đến việc phát hành sẽ khiến chi phí tài chính năm 2014 tăng mạnh.

Rủi ro pha loãng

Việc phát hành tăng vốn liên tục sẽ khiến cho cổ phiếu bị pha loãng. Việc FCN liên tục tăng vốn trong thời gian qua đã khiến cổ phiếu bị pha loãng khá nhiều. Trong năm 2014, Công ty sẽ tăng vốn điều lệ khoảng 30%, khiến cho EPS bị pha loãng. Trái phiếu chuyển đổi cũng sẽ khiến cổ phiếu FCN tiếp tục bị pha loãng trong năm 2015. HĐQT cho biết sẽ cố gắng duy trì mức EPS tối thiểu 3.000 đồng/cp.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Khuyến nghị: **NẮM GIỮ**

Chúng tôi đánh giá FCN là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực xây dựng nền móng hiện nay. Với định hướng phát triển sang mảng xây dựng công trình ngầm hạ tầng, triển vọng phát triển của Công ty trong dài hạn là khá tốt khi dòng vốn FDI đang có dấu hiệu tăng trở lại. Tuy nhiên, rủi ro của FCN trong năm 2014 đáng lưu ý khi Công ty tiếp tục tăng vốn với quy mô lớn. FCN đã tăng vốn khá nhiều trong vài năm trở lại đây, gây pha loãng cổ phiếu liên tục và thực tế công ty cũng từng thất bại trong việc phát hành tăng vốn điều lệ trong năm 2012, do đó chúng tôi chưa đánh giá được khả năng thành công của đợt tăng vốn cũng như phát hành trái phiếu chuyển đổi năm 2014.

Một quan ngại khác là nguồn thu nhập của FCN tập trung vào một vài dự án lớn, vì vậy khi một dự án lớn gặp khó khăn trong việc thanh toán có ảnh hưởng đến KQKD cũng như dòng tiền của Công ty. Cụ thể trong Q3.2013, việc chậm nghiệm thu dự án Nhà máy Samsung Thái Nguyên đã ảnh hưởng lớn đến doanh thu và lợi nhuận của FCN.

Chúng tôi đánh giá kế hoạch lợi nhuận 2014 của FCN là hơi cao, Công ty đặt kế hoạch doanh thu 1.500 tỷ đồng và LNST 148 tỷ đồng, như vậy tỷ suất lợi nhuận ròng sẽ đạt 9,9% trong khi trung bình giai đoạn 2011-2013 tỷ suất lợi nhuận ròng chỉ đạt 9,1%. Với quy mô vốn ngày càng mở rộng và vị thế dẫn đầu trong ngành xây dựng nền móng, chúng tôi cho rằng FCN có thể hoàn thành được kế hoạch doanh thu, tuy nhiên trên cơ sở thận trọng chúng tôi điều chỉnh biên lợi nhuận ròng xuống 8,5% do trong năm 2014 chi phí tài chính của FCN có thể sẽ tăng mạnh. Như vậy, LNST 2014 dự phóng đạt 127,5 tỷ đồng (+10% yoy). Với giả định rằng FCN sẽ tăng vốn thành công vào tháng 6, EPS forward có thể sẽ đạt 2.787 đồng/cp, P/E forward tương ứng đạt 10 lần. Với mức P/E forward tương đương trung bình ngành, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư **NẮM GIỮ** cổ phiếu FCN.

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân 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.

CÔNG TYCHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 366 990

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367518/19/20; 39368601/02; 39365094/95; 39367516; 39366990 - Số máy lẻ: 213/218
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)-38208116
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Toà nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh 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, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812