

CTCP KỸ THUẬT NỀN MÓNG VÀ CÔNG TRÌNH NGẦM FECON

Mã: FCN (HOSE) Ngành: Xây dựng Công trình

Khuyến nghị

Giá mục tiêu

Giá hiện tại

Tầm nhìn đầu tư

MUA

31,400 đồng/cp

23,000 đồng/cp

1 năm

PHÒNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOẢN APEC

Chuyên viên Phân tích:

Cù Hoàng Yến

yench@apec.com.vn

Hà Nội, ngày 11/08/2014

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOẢN APEC

Trụ sở: Tòa nhà APEC Building, Số 14

Lê Đại Hành, Hai Bà Trưng, Hà Nội

Điện thoại: 04.35730200 Ext: 649

Fax: 04.35771966

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Khuyến nghị: Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư MUA cổ phiếu FCN với mức giá mục tiêu 31,400 đồng/cổ phiếu với tầm nhìn đầu tư 1 năm.

Các chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013	2014F
DTT (tỷ đồng)	913.91	1,007.99	1,204.73	1,500.00
+/- yoy (%)	154.7%	10.3%	19.5%	24.5%
LNST (tỷ đồng)	86.68	94.53	102.33	148.00
+/- yoy	73.0%	9.1%	8.3%	44.6%
TTS (tỷ đồng)	969.8	1,234.27	1,594.24	1,913.08
+/- yoy	90.0%	27.3%	29.2%	20.0%
VCSH (tỷ đồng)	262.01	364.27	616.52	685.00
+/- yoy	26.7%	39.0%	69.2%	11.1%
Nợ/TTS	60.3%	60.6%	56.2%	60%
TS LN gộp	24.1%	26.0%	16.9%	13.1%
TS LN ròng	9.5%	9.4%	8.5%	9.9%
EPS (đồng)	5,081	7,474	4,694	4,722
ROA	13.0%	9.1%	8.3%	7.7%
ROE	41.1%	32.0%	23.8%	21.6%

Điểm nổi bật:

- ❖ FCN là công ty đi đầu trong lĩnh vực thi công nền móng các công trình công nghiệp. Lợi thế của FCN là **khả năng cung cấp gói giải pháp tổng thể cho khách hàng** (từ khai thác nguyên liệu, sản xuất, cung cấp các thiết bị đến tổ chức thi công). Ngoài ra, FCN đang không có đối thủ trong mảng **công nghệ “bức thăm chân không”** với nhiều lợi thế vượt trội so với công nghệ “bức thăm thông thường” trong việc thi công các công trình lớn.
- ❖ **Doanh thu tăng trưởng 44.8% và lợi nhuận tăng trưởng 87.59% trong 5 năm vừa qua.** Hoạt động xây lắp và kinh doanh cọc là hoạt động kinh doanh chủ yếu mang lại doanh thu và lợi nhuận cho FCN.
- ❖ Năm 2014, FCN đặt kế hoạch 1,500 tỷ đồng doanh thu và 148 tỷ đồng lợi nhuận, tăng lần lượt 46.38% và 44.63% so với cùng kỳ năm trước. 6 tháng đầu năm 2014, FCN chỉ mới đạt hơn 30% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận. Tuy vậy, theo thông tin từ phía công ty, **phần lớn các hợp đồng xây lắp của công ty sẽ được hạch toán vào các quý cuối năm.**
- ❖ **Dự án Nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn** là dự án trọng điểm của Quốc Gia mà FECON đang triển khai, FECON cũng xác định đây là dự án lớn đem lại công việc và doanh thu lớn cho công ty trong năm 2014 (khoảng 1/3 kế hoạch tổng doanh thu).

Điểm yếu:

- ❖ Nguồn thu tập trung vào một vài dự án lớn, vì vậy một dự án gặp khó khăn trong việc thanh toán thì sẽ ảnh hưởng đến KQKD cũng như dòng tiền của công ty.
- ❖ Sự tăng trưởng của FCN trong các năm gần đây phụ thuộc nhiều vào sự tăng trưởng của quy mô vốn. Điều này khiến cổ phiếu bị pha loãng và tốc độ tăng trưởng có thể chậm lại nếu hoạt động huy động vốn gặp khó khăn.

TỔNG QUAN

Thông tin cơ bản	
Giá ngày 08/08/2014 (nghìn đồng)	23.0
EPS trailing (nghìn đồng)	2.58
P/E	8.08
Giá trị sổ sách /cp (nghìn đồng)	13.9
Hệ số beta	1.42
KLGD khớp lệnh trung bình 10 phiên	328,121
KLCP đang niêm yết	45,722,854
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	1,120.0

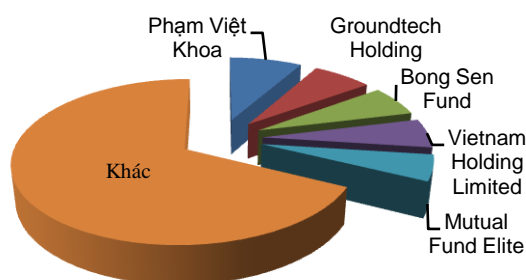
Sau tám lần thay đổi, vốn điều lệ hiện tại của Công ty là 457.2 tỷ đồng. Năm 2014, công ty tiếp tục có kế hoạch tăng vốn lên 517.2 tỷ đồng.

Lịch sử thành lập

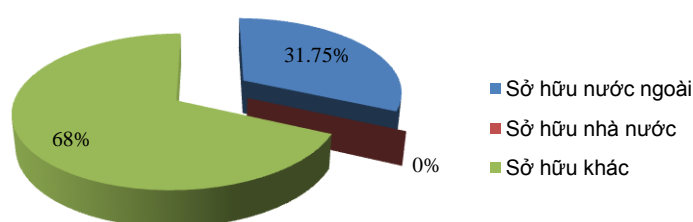
Thành lập ngày 18/6/2004 từ một nhóm các kỹ sư và chuyên gia đầu ngành về xử lý và thi công nền móng công trình, có tâm huyết với nghề, với sự năng động sáng tạo và kết hợp với đội ngũ công nhân lành nghề, hệ thống thiết bị đồng bộ với những công nghệ hiện đại, đến nay FECON đã trở thành một trong những công ty hàng đầu trong lĩnh vực nền móng công trình tại Việt Nam.

Công ty thành lập với vốn điều lệ ban đầu là 05 tỷ đồng.

Cơ cấu cổ đông



Cơ cấu sở hữu



Nhìn chung cơ cấu cổ đông của FCN khá phân tán, cổ đông lớn chủ yếu là các nhà đầu tư có tổ chức, trong đó sở hữu nước ngoài chiếm tỷ lệ tương đối. Tính đến ngày 30/06/2014, cổ đông lớn nhất của FCN là chủ tịch HĐQT Phạm Việt Khoa nắm giữ 8.25%, Groundtech Holding 6.76%, Vietnam Holding Limited 5.85%....

Đội ngũ điều hành

Ông Phạm Việt Khoa là chủ tịch HĐQT kiêm TGD Công ty CP Kỹ thuật nền móng và công trình ngầm FECON. Ông Khoa là thạc sĩ Quản trị kinh doanh, thạc sĩ Nền móng và công trình ngầm. Trước khi làm lãnh đạo của FECON, ông Khoa từng là Đội trưởng đội thi công và thí nghiệm nền móng - Công ty Xây dựng số 20 (LICOGI 20) và phụ trách chuyên môn nền móng - Công ty tư vấn và thiết kế cầu hầm lớn (TEDI). Ông nắm giữ chức vụ này từ năm 2006, đã có nhiều đóng góp cho FCN trong suốt 8 năm qua.

Ngày 01/07/2014, quyết định bổ nhiệm ông Takano Satoshi làm Ủy viên hội đồng quản trị. Với các cổ đông nước ngoài như này, điểm nổi bật của họ, trước hết là cầu nối huy động vốn. FCN là doanh nghiệp chuyên về xây dựng công trình ngầm, do vậy nhu cầu huy động vốn của FCN rất lớn và gần như không có điểm dừng. Thông qua sự hỗ trợ của các cổ đông nước ngoài, FCN có cơ hội tiếp cận với các nhà đầu tư khác để huy động thêm vốn đầu tư cho các dự án của FCN.

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

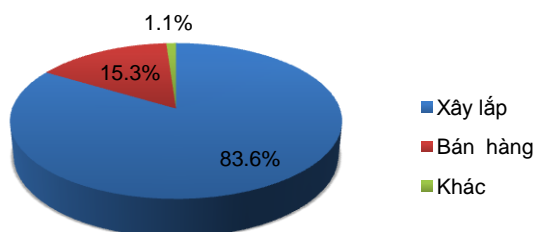
Mô hình sản xuất kinh doanh

Công ty cổ phần Kỹ thuật nền móng và công trình ngầm FECON là công ty hoạt động trong lĩnh vực xây dựng công trình, trong đó tập trung vào phân khúc hẹp là **xây dựng nền móng các công trình công nghiệp**, bao gồm 2 mảng là **xử lý nền đất yếu** và **đóng cọc**:

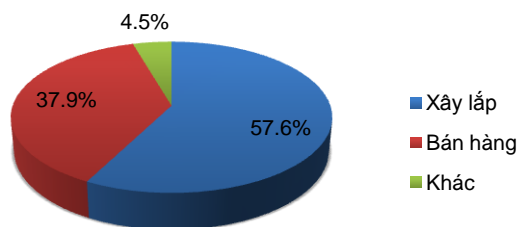
- ❖ **Thiết kế xử lý thi công nền đất yếu:** FCN là doanh nghiệp tiên phong ở Việt Nam thực hiện xử lý nền đất yếu bằng phương pháp cố kết chân không với nhiều ưu điểm về thời gian thi công và giá thành so với phương pháp cọc cát và cọc xi-măng. Những dự án mà FCN tham gia và thành công với phương pháp này: Nhà máy khí điện Cà Mau, Nhà máy Nhiệt điện Nhơn Trạch 2... Phương pháp xử lý nền bằng bức thẩm chân không chiếm 90% thị trường, gần như là không có đối thủ cạnh tranh về phương pháp này. Còn phương pháp xử lý nền bằng bức thẩm thông thường thì hầu như là FCN không sử dụng.
- ❖ **Sản xuất và thi công cọc:** FCN đi đầu trong công nghệ xử lý nền bằng cọc ly tâm dự ứng lực.

Thiết kế, xử lý nền đất yếu và sản xuất, thi công cọc là hai mảng kinh doanh chính của Công ty. Năm 2013, hai mảng này đều chiếm 50% tổng doanh thu thuần. Ngoài ra FCN còn thực hiện **dịch vụ khảo sát, thí nghiệm nền móng và tư vấn địa kỹ thuật công trình**. Hoạt động này bao gồm việc nghiên cứu cũng như 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. Tuy vậy, đây là mảng hoạt động mang tính chất bổ trợ, nhằm đồng bộ hóa gói giải pháp tổng thể từ khảo sát thí nghiệm, xử lý đất nền sản xuất và cung ứng cọc cho khách hàng, tạo ra lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ khác.

Cơ cấu doanh thu 2013



Cơ cấu doanh thu 2014 (dự kiến)



Từ đầu năm 2014 đến nay Công ty đã trúng thầu khoảng 550 tỷ đồng, tương đương với 30% kế hoạch doanh thu, trong đó bao gồm một số dự án lớn:

Dự án	Gói thầu	Tổng giá trị trúng thầu	Tiến độ thực hiện (Dự kiến)	Địa điểm xây dựng
Dự án Nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn	Cung cấp và thi công cọc	206 tỷ	Đã thi công được 30% của dự án	Khu kinh tế Nghi Sơn, tỉnh Thanh Hóa
Dự án Nhiệt điện Thái Bình 1	Xử lý nền, cung cấp và thi công cọc	160 tỷ xử lý nền và 400 tỷ thi công cọc	Đã thi công được 40% của gói xử lý nền, còn thi công cọc vẫn chưa triển khai	Xã Mỹ Lộc, huyện Thái Thụy, Tỉnh Thái Bình
Dự án đường cao tốc Đà Nẵng – Quảng Ngãi	Cung cấp và thi công cọc cát	160 tỷ đồng	Quý 3 2014	
Dự án Nhà máy Bridgestone Việt Nam	Xử lý nền	28 tỷ đồng	N/A	Khu công nghiệp Đình Vũ, Hải Phòng
Dự án Nhà máy Nhiệt điện Vĩnh Tân 4	Cung cấp và thi công cọc	N/A	Tháng 8/2014	Vĩnh Tân, Tuy Phong, Bình Thuận

Dự án Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn

Dự án trọng điểm của Quốc gia nên FECON cũng xác định đây là dự án lớn đem lại công việc và doanh thu lớn cho công ty trong năm 2014. Hợp đồng này là một trong các hạng mục đầu tiên FECON hướng tới trong tổng số nhiều hạng mục của dự án dự kiến sẽ triển khai.

Dự án Liên hợp lọc hóa dầu Nghi Sơn do Công ty TNHH Lọc Hóa dầu Nghi Sơn làm chủ đầu tư, có 3 cổ đông chính: Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (25.1%); Công ty Dầu khí Quốc tế Kuwait (KPI/KPE) 35.1%; Công ty Idemitsu Kosan Nhật Bản (IKC) 35.1% và Công ty Hóa chất Mitsui Nhật Bản (MCI). Các cổ đông chính sẽ đóng góp số vốn khoảng 4 tỉ USD, 5 tỉ USD còn lại sẽ ký với các liên doanh, ngân hàng, tổ chức tài chính quốc tế.

Dự án Nhà máy Nhiệt điện Thái Bình 1

Dự án Nhà máy nhiệt điện Thái Bình 1 do EVN làm chủ đầu tư, nằm trong Trung tâm điện lực Thái Bình. Tổng mức đầu tư của dự án nhiệt điện Thái Bình 1 là 26.5 nghìn tỷ VND, trong đó vốn vay ODA của Cơ quan Hợp tác Quốc tế Nhật Bản (JICA) là 85%; 15% còn lại là vốn đối ứng của EVN. Giá trị hợp đồng EPC được ký kết là 819.6 triệu USD và 20 tỷ Yên Nhật.

Khi đi vào hoạt động, Nhà máy hàng năm sẽ cung cấp cho hệ thống điện khoảng 3,276 tỷ kWh, góp phần cung ứng điện phục vụ phát triển kinh tế – xã hội khu vực đồng bằng sông Hồng, qua đó góp phần giảm sự phụ thuộc của hệ thống điện vào nguồn thủy điện, đặc biệt vào mùa khô và các năm cạn kiệt, tăng tính an toàn, ổn định, kinh tế cho vận hành hệ thống điện...

Phân tích ngành và đối thủ cạnh tranh

Triển vọng ngành xây dựng công trình

Theo thống kê Q1/2014 của BMI, xây dựng cầu đường hiện chiếm trên 51.3% tổng giá trị cơ sở hạ tầng ở nước ta. Theo kế hoạch của Bộ GTVT, giai đoạn 2014-2020 nước ta sẽ huy động khoảng 960.000 tỷ đồng ngoài ngân sách đầu tư phát triển kết cấu hạ tầng giao thông. Như vậy trong 5-6 năm tới sẽ có một lượng tiền lớn chảy vào lĩnh vực xây dựng hạ tầng, cùng với đó là những dự án đầu tư từ nguồn vốn ngân sách được khởi động, hơn nữa dòng vốn FDI có dấu hiệu tăng trở lại, tất cả những điều này sẽ giúp cho ngành xây dựng sôi động hơn trong năm 2014.

Nhà nước lại đang có các chính sách hỗ trợ kinh tế chung, đặc biệt là chính sách về tăng trưởng tín dụng, kiểm soát lạm phát và duy trì lãi suất thương mại thấp. Lãi suất cho vay trong năm 2014 được kỳ vọng tiếp tục ở mức thấp, nên chi phí lãi vay của các DN xây dựng sẽ giảm đáng kể. Đây là những yếu tố tích cực giúp cho FECON phát triển được mảng xây dựng công trình. Mảng xây dựng công trình, đặc biệt là xây dựng cầu đường, sẽ nhận được đầu tư lớn trong năm 2014.

Do vậy mà chiến lược dài hạn của FCN tập trung vào mảng xây dựng công trình ngầm vì mảng này đem lại biên lợi nhuận cao hơn hẳn so với mảng xử lý nền và thi công cọc. Công ty dự kiến tham gia vào lĩnh vực công trình giao thông 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 17% cổ phần tại Cienco 1 và 25% cổ phần tại Tedi, từ đó tạo cơ hội tiếp cận các dự án xây dựng hạ tầng giao thông theo hình thức BOT.

Đối thủ cạnh tranh

FCN dẫn đầu thị trường về công nghệ xử lý nền móng tại Việt Nam. Trong đó nguồn lực 70% tập trung tại Miền Nam và 30% tập trung tại thị trường Miền Bắc và Miền Trung.

FCN có một lợi thế cạnh tranh dễ nhận thấy so với các đối thủ cùng ngành là FCN cung cấp chuỗi giá trị khép kín từ khai thác nguyên liệu, sản xuất, cung cấp các thiết bị đến tổ chức thi công các dự án đòi hỏi về chất lượng cao đạt tiêu chuẩn quốc tế.

Về mảng sản xuất và thi công cọc, hiện tại FCN đang phải cạnh tranh với nhiều đối thủ lớn như công ty TNHH Bê tông và Xây dựng Minh Đức, Vinaconex Phan Vũ tại miền Bắc, công ty TNHH cọc công Kiến Hoa (liên doanh với Trung Quốc), Bê tông 6 (miền Nam). Câu hỏi đặt ra cho FCN cần phải làm gì để đánh bại các đối thủ này trên thị trường.

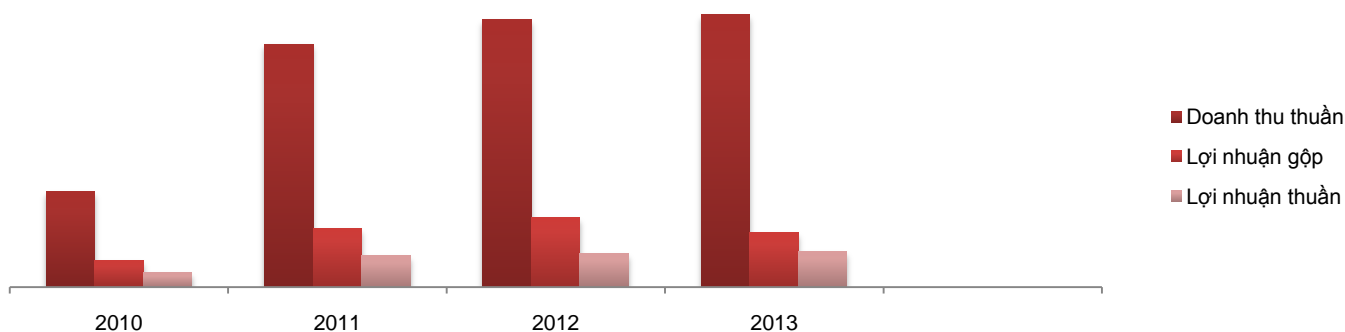
Định hướng sắp tới của FCN là tập trung vào mảng xây dựng công trình ngầm, mảng này đòi hỏi trình độ thi công cao nên hầu như chưa có doanh nghiệp nào trong nước có thể thi công trong mảng này, vì vậy FCN nên triển khai những bước ban đầu bằng cách hợp tác cung cấp nguồn nhân lực trình độ cao cho các nhà thầu nước ngoài tại các dự án để học hỏi kinh nghiệm. Nhưng hiện nay nguồn vốn cung cấp cho các công trình ngầm trong nước chủ yếu là ODA Nhật Bản hoặc Hàn Quốc nên việc xây dựng các công trình này vẫn chủ yếu do các nhà thầu xây dựng nước ngoài đảm nhiệm. Kỳ vọng trong vài năm nữa, FCN có thể tham gia đấu thầu làm tổng thầu các dự án.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần	245.3	358.75	913.91	1007.99	1024.73
Tăng trưởng doanh thu thuần	29.3%	46.24%	155%	10%	20%
Lợi nhuận gộp	64.1	99.02	220.69	262.31	204.12
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	242.78%	54.45%	123%	19%	-22%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	41.71	53.41	117.53	127.82	134.87
Tăng trưởng lợi nhuận từ HĐKD	672.4%	28.05%	120%	9%	6%
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	33.68	50.09	86.68	94.53	102.33
Tăng trưởng LNST	665.9%	48.72%	73%	9%	8%

Nhìn vào bảng trên, tốc độ tăng trưởng doanh thu của FCN trong 5 năm qua **đạt 44.8%**, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận **đạt 87.59%**. Năm 2011 đạt được tốc độ tăng trưởng doanh thu mạnh nhất, tăng 155% so với năm 2010, đạt 913.91 tỷ. FCN đạt được tốc độ tăng trưởng như vậy là do trong năm 2011 có sự tăng trưởng của mảng hoạt động xử lý nền đất yếu từ 178.5 tỷ năm 2010 lên 596 tỷ năm 2011 (tăng 234%) nhờ các dự án Nhà máy Nhiệt điện Long Phú (khoảng 1,000 tỷ). Năm 2012 tốc độ tăng trưởng chậm lại do khó khăn từ các dự án chậm tiến độ.



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 (tăng 19.5%), LNST của Cổ đông Công ty mẹ đạt 102.3 tỷ đồng (tăng 8.3%). 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).

Năm 2013, mảng xây lắp đóng góp 1,007 tỷ đồng doanh thu (tương đương 83.6%) và 141 tỷ đồng lợi nhuận gộp (tương đương 69.1%). Mảng kinh doanh cọc đạt doanh thu 184.8 tỷ đồng (đóng góp 15.3% tổng doanh thu) và lợi nhuận gộp đạt 60.4 tỷ đồng (chiếm 29.6%).

Như vậy, có thể thấy rằng 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.

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm

Đơn vị tính: Tỷ đồng	6 tháng 2013	6 tháng 2014	Thay đổi
Doanh thu thuần	603.5	469.42	-22.22%
Doanh thu hoạt động tài chính	10.67	8.29	-22.29%
Chi phí bán hàng	5.25	6.62	26.08%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	23.29	29.82	28.03%
Lợi nhuận sau thuế	63.47	52.43	-17.41%

Năm 2014, FCN đặt kế hoạch 1,500 tỷ đồng doanh thu và 148 tỷ đồng lợi nhuận, tăng lần lượt **46.38%** và **44.63%** so với cùng kỳ năm trước.

Kết quả kinh doanh quý 6 tháng đầu năm 2014 của công ty có sự giảm sút so với cùng kỳ năm 2013, doanh thu giảm

22.2%, đạt 31.29% kế hoạch cả năm và lợi nhuận giảm 17.41%, đạt 35.43% kế hoạch năm.

Doanh thu 6 tháng đầu năm sụt giảm do doanh thu phần lớn đến từ xử lý nền móng (điều này lý giải biên lợi nhuận gộp cao). Nguyên nhân cụ thể là doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ của công ty mẹ giảm 22.07% so với cùng kỳ năm trước, vì các dự án của FECON đã bắt đầu triển khai, thời gian thi công kéo dài, công ty chưa hoàn thành hồ sơ nghiệm thu với khách hàng, và các khoản doanh thu này thường sẽ được hạch toán vào quý 3, quý 4.

Bên cạnh đó chi phí quản lý bán hàng của FCN tăng 26.08%, so với cùng kỳ năm trước vì trong 6 tháng đầu năm 2014, hầu hết các dự án công ty đang thực hiện đều có vị trí địa lý cách xa nhà máy sản xuất nên chi phí vận chuyển hàng hóa, thành phẩm đến công trình có chi phí chiếm tỷ trọng lớn trong tổng chi phí. Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 28.03%

Từ quý 3, FCN ghi nhận doanh thu từ các dự án cung cấp và thi công cọc nhưng mảng này có biên lợi nhuận gộp thấp hơn mảng xử lý nền đất yếu nên sức ép hoàn thành kế hoạch 6 tháng cuối năm là rất lớn. Tuy nhiên, dựa trên tốc độ tăng trưởng, khả năng hoàn thành kế hoạch của FCN trong các năm qua, chúng tôi dự báo FCN có thể hoàn thành kế hoạch với doanh thu, tuy nhiên lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận sau thuế lần lượt chỉ đạt 91% và 95% kế hoạch.

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị tính: %	2010	2011	2012	2013	6 tháng đầu năm 2014
TỔNG TÀI SẢN	510.43	969.8	1,234.27	1,594.24	1,832.98
+/- yoy	84.8%	90.0%	27.3%	69.2%	49.64%
VỐN CHỦ SỞ HỮU	206.79	262.01	364.27	616.52	635.48
+/- yoy	82.7%	26.7%	39.0%	69.2%	61.12%

Quy mô tài sản của công ty tăng khá nhanh trong các năm qua, tổng tài sản bình quân tăng 57.2% mỗi năm. Đến 6 tháng đầu năm 2014, tổng tài sản đạt 1,832.98, tăng 49.64% so với cùng kỳ năm ngoái.

Có thể thấy, FCN luôn khát vốn và tăng vốn liên tục trong 5 năm qua để đáp ứng tiến độ các dự án đã triển khai và các phương án kinh doanh mới của công ty. Đặc biệt, năm 2013 vốn chủ sở hữu tăng gấp đôi so với năm 2012. Năm 2013, phát hành thành công 260 tỷ đồng vốn cổ phần. 6 tháng đầu năm 2014, công ty liên tục tăng vốn cổ phần lên 457 tỷ đồng bằng việc phát hành cổ phần mới có cổ đông hiện hữu và cán bộ công nhân viên (ESOP). Việc tăng vốn liên tục này sẽ gây ra tình trạng pha loãng cổ phiếu, giá cổ phiếu của FCN sụt giảm.

Đơn vị tính: %	2010	2011	2012	2013	6 tháng đầu năm 2014
TÀI SẢN NGẮN HẠN	43%	59%	58%	73%	70.79%
Tiền và tương đương tiền	5%	12%	8%	23%	18.87%
Các khoản phải thu	24%	19%	29%	41%	40.61%
Phải thu khách hàng	22%	13%	29%	19%	16.93%
Đầu tư dài hạn	1%	1%	1%	9%	11.87%
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	100%	100%	100%	100%	100%
NỢ PHẢI TRẢ	45%	60%	61%	56%	65.33%
Nợ ngắn hạn	27%	45%	47%	53%	45.88%
VỐN CHỦ SỞ HỮU	41%	27%	30%	39%	34.67%
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	100%	100%	100%	100%	100%

Cơ cấu tài sản có sự chuyển dịch dần sang tài sản ngắn hạn tăng 58% từ năm 2012 đến 73% năm 2013, nhưng lại giảm xuống còn 70.79% vào 6 tháng đầu năm 2014.

Tính đến cuối năm 2013, tiền và tương đương tiền của công ty tăng gấp 3 lần so với cùng kỳ năm 2012. Nhưng đến 6 tháng đầu năm công ty đã giảm tỷ trọng tiền và tương đương tiền trong cơ cấu tài sản. Cụ thể, tiền mặt giảm 18.39%, ngoài ra các khoản tương đương tiền giảm 30.78%.

Các khoản phải thu cùng chiếm tỷ trọng đáng kể, 40.61%, giảm nhẹ so mức 41% vào cuối năm 2013. Điểm tích cực là khoản phải thu khách hàng ngắn hạn đã có sự cải thiện đáng kể trong thời gian này. Rõ ràng công ty cần phải chú trọng hơn vào việc quyết toán các dự án.

Khoản mục đầu tư dài hạn của FCN đã tăng từ 148.8 tỷ đồng cuối năm 2013 lên 217 tỷ đồng vào 6 tháng đầu năm 2014. Hoạt động đầu tư mới của FCN chủ yếu tập trung vào khoản mục đầu tư khác, khi khoản mục này tăng hơn 10 lần, lên 84.6 tỷ đồng, tập trung ở TCT Xây dựng Công trình Giao thông 1 với hơn 70 tỷ đồng. Đây nhiều khả năng là bước xây dựng quan hệ giữa FCN và công ty hàng đầu trong lĩnh vực xây dựng công trình giao thông tại Việt Nam. Điều này sẽ giúp tạo cơ hội cho FCN tiếp cận nhiều dự án hạ tầng giao thông trong tương lai.

Cơ cấu vốn: Đến hết năm 2013, tỷ trọng nợ phải trả giảm xuống còn 56%, nhưng lại tăng ngược trở lại lên mức 61% vào 6 tháng đầu năm 2014. Trong 6 tháng đầu năm, công ty đã hoàn thành phát hành 200 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi cho Quỹ Phát triển Đông Nam Á của Ngân hàng Phát triển Nhật bản – DBJ, 6 tháng cuối năm sẽ phát hành nốt 300 tỷ đồng trái phiếu còn lại.

Chúng tôi cho rằng, trong điều kiện suất đang ở mức thấp thì cơ cấu vốn của FCN như vậy là hợp lý. Công ty có thể tranh thủ tiếp tục gia tăng nguồn vốn với chi phí lãi vay tương đối thấp để tài trợ cho các hoạt động kinh doanh.

Các chỉ số tài chính

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2010	2011	2012	2013	6 tháng đầu năm 2014
Khả năng thanh toán					
Hệ số thanh toán hiện hành	1.6	1.31	2.09	1.38	1.54
Hệ số thanh toán nhanh	1.18	0.74	1.11	1.34	1.3
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.2	0.26	0.13	0.42	0.41
Cấu trúc tài chính					
Vay dài hạn/Tài sản	0.18	0.15	1.24	0.03	0.15
Vốn vay/Tài sản	0.24	0.36	0.82	0.14	0.29
Công nợ/Tài sản	0.45	0.6	0.17	0.56	0.61
Hiệu quả hoạt động					
Thời gian TB thu tiền KH	62	62	100	155	486
Thời gian TB xử lý HTK	61	80	119	64	138

Thời gian TB trả cho NCC	45	55	111	128	448
Chu kỳ tiền tệ	58	87	108	92	176
Tỷ suất sinh lời					
Lãi gộp/Doanh thu	27.6%	24.1%	26.0%	16.9%	20.87%
Lãi hoạt động/Doanh thu	14.9%	12.9%	12.7%	11.2%	12.39%
Lãi trước thuế/Doanh thu	18.7%	12.9%	12.7%	12.4%	13.34%
Lãi ròng/Doanh thu	14.4%	10.5%	9.9%	9.7%	11.17%
ROA	20.2%	13.0%	9.1%	8.3%	3.43%
ROE	49.9%	41.1%	32.0%	23.8%	10.18%

Khả năng thanh toán

Sức khỏe tài chính công ty tương đối lành mạnh. Hệ số thanh toán hiện hành và hệ số thanh toán nhanh có xu hướng tăng nhẹ vì tỷ trọng các khoản nợ ngắn hạn giảm. Tỷ trọng các khoản tiền và tương đương tiền giảm, các khoản phải thu tăng có khả năng ảnh hưởng đến việc trả nợ vay ngắn hạn của công ty

Cấu trúc tài chính

Hoạt động kinh doanh của FCN được tài trợ chủ yếu bằng các nguồn vay thể hiện thông qua chỉ số công nợ/tài sản tăng đột biến từ 0.17 năm 2012 lên 0.56 năm 2013, và tăng lên 0.61 vào 6 tháng đầu năm 2014. Điều này tiềm ẩn rủi ro về khả năng thanh toán nợ dài hạn của công ty.

Hiệu quả hoạt động

Kỳ thu tiền trung bình có xu hướng tăng nhẹ, có thể do công ty áp dụng các chính sách thương mại nói lỏng khiến việc thu hồi các khoản phải thu chậm.

Tỷ suất sinh lời

Tỷ suất sinh lời trung bình trong những năm gần đây tương đối tốt, tuy nhiên lại có xu hướng giảm dần. Các chỉ số này đều được cải thiện vào 6 tháng đầu năm 2014 nhưng nó không mang tính dài hạn vì tỷ trọng các dự án thực hiện và hoàn thành trong các quý còn lại chủ yếu là các dự án cung cấp và thi công cọc với tỷ suất lợi nhuận thấp hơn các dự án xử lý nền đã thực hiện.

So sánh với các công ty trong ngành

Chỉ Số	FCN	VCG	CTD	HDG	TDC
Cơ sở tính toán	TTM	TTM	TTM	TTM	TTM
Giá trị vốn hóa(Tỷ VND)	1,120.21	6,360.63	2,633.33	1,674.46	1,110.00
Sở hữu nước ngoài	31.81%	9.68%	49%	15.98%	2.81%
EPS cơ bản (VND)	3,032.3	1,017.94	6,595.43	1,603.94	1,340.06
Book Value (VND)	15,897.74	12,690.26	54,952.86	13,181.12	11,841.62
P/E cơ bản	8.08	14.15	9.48	16.02	8.28
P/B	1.54	1.13	1.14	1.95	0.94
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.18	0.1	0.95	0.28	0.01
TSLD/Nợ ngắn hạn	1.27	1.25	2.18	1.25	1.2
Vay dài hạn/Tài sản	0.02	0.16	-	-	0.03
Vốn vay/Tài sản	0.15	0.27	0.18	0.03	0.1
Công nợ/Tài sản	0.56	0.69	0.33	0.64	0.71
Lãi gộp/Doanh thu	20.52%	13.55%	7.69%	14.38%	23.78%
Lãi ròng/Doanh thu	10.08%	4.48%	4.74%	9.88%	9.15%
ROE	20.01%	1.82%	12.32%	14.69%	11.8%
ROA	7.79%	8.27%	4.61%	8.48%	3.38%

Có thể thấy so với các công ty khác trong ngành, FCN có quy mô vốn khá lớn. Các chỉ tiêu tài chính của FCN đều tương đối lành mạnh so với các công ty khác, nhưng ROA và ROE ở mức thấp so với chuẩn, nhưng tương đối cao so với các công ty trong ngành và đòn bẩy tài chính ở mức cao.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Phương pháp DCF

Chúng tôi cho rằng năm 2014, công ty có thể đạt được mức doanh thu và lợi nhuận kế hoạch đề ra. Trong 5 năm tiếp theo, cùng với sự phục hồi của nền kinh tế và tình hình kinh doanh ổn định và bền vững của công ty trong các năm qua, chúng tôi dự phóng mức tăng trưởng là 30%/năm.

Đơn vị tính: tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu	1,500	1,950	2,437.5	3,046.88	3,656.25
Lợi nhuận sau thuế	148	189.15	231.56	283.36	340.03
Lãi suất (1-T)	31.97	41.56	51.94	64.93	77.92
Khấu hao	75.00	97.50	121.88	152.34	182.81
Đầu tư vào tài sản cố định	73.50	95.55	119.44	149.30	179.16
Đầu tư vào vốn lưu động	150.00	195.00	243.75	304.69	365.63
Dòng tiền tự do (FCFF)	31.47	37.66	42.19	46.65	55.98
Giá trị doanh nghiệp từ sau 2017					1,889.33
Giá trị doanh nghiệp					2,100.18
Giá trị nợ					895.67
Số lượng cổ phiếu lưu hành					45,722,854
Giá trị cổ phiếu (đồng)					26,344

Phương pháp P/E và P/B

	TB ngành	FCN	Định giá
P/B	1.63	16,042	26,148
P/E	11.2	3,722	41,691

Giá trị trung bình của cả 3 phương pháp với tỷ trọng ngang nhau là 31,400 VND/cổ phiếu. Với mức giá này, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư MUA cổ phiếu FCN với lợi nhuận dự kiến 36.52% trong vòng 1 năm tới.

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC

Hội Sở Chính:

Address: Tòa nhà APEC Building, số 14 Lê Đại Hành, Q.Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200 EXT: 692

Fax: (84- 4) 35771966

Email: research@apec.com.vn; Website: <http://www.apec.com.vn>