

# CTCP KỸ THUẬT NỀN MÓNG VÀ CÔNG TRÌNH NGẦM FECON (FCN)

Ngày 25 tháng 2 năm 2015

## BÁO CÁO LẦN ĐẦU: NĂM GIỮ



Giá hiện tại (24/2/2015):	Đồng	21.700
Giá mục tiêu:	Đồng	23.200
Khuyến nghị đầu tư ngắn hạn		NĂM GIỮ
Mức kháng cự	Đồng	22.500
Mức hỗ trợ	Đồng	21.000

Mã Bloomberg: <b>FCN VN</b>	Sàn niêm yết:	HSX
Ngành:		Xây dựng
Bêta		1,12
Giá thấp/cao nhất 52 tuần (đồng)		27.000/19.000
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)		45,72
Vốn hóa (tỷ đồng)		992
Tỷ lệ free-float (triệu cổ phiếu)		33,9
KLGD BQ 6 tháng (cổ phiếu)		195.570
Sở hữu nước ngoài (%)		31,93% *

(\*) Room còn lại cho trái phiếu chuyển đổi

Năm	Lợi suất cổ tức (%)	EPS (đồng)
2015 (VPBS dự phóng)	4,6%	**3.160
2014	0,0%	3.106
2013	5,3%	2.575
2012	5,5%	6.852

(\*\*) Trái chủ sẽ chuyển đổi 50% giá trị trong năm 2015

	2009-14	2015E	2014-19E
	CAGR	(tỷ đồng)	CAGR
Doanh thu	40,7%	1.739	15,3%
EBITDA	30,4%	273	13,3%
Lợi nhuận ròng	33,4%	160	13,5%

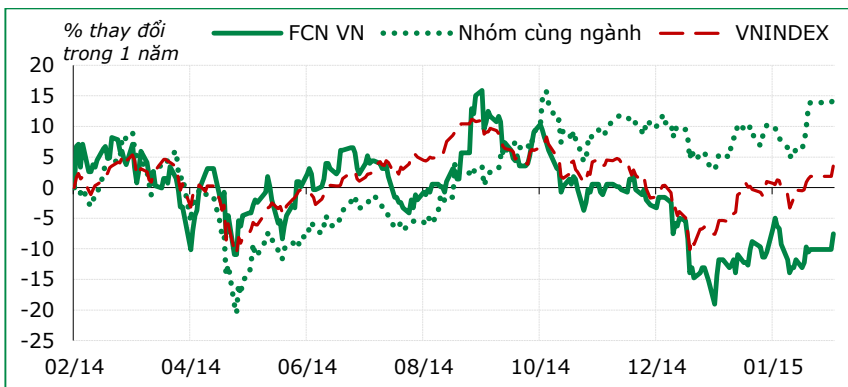
Chỉ số	FCN	Cùng ngành	VNI
P/E	7,0	7,7	13,9
P/B	1,6	1,0	2,0
EV/EBITDA	8,0	5,0	9,5
Nợ vay/ VCSH	0,8	1,1	1,1
Biên lãi ròng	10,5%	5,5%	9,4%
ROA	7,4%	3,2%	2,7%
ROE	21,3%	12,4%	14,0%

### Giới thiệu công ty:

Fecon được thành lập vào năm 2004 và niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh vào tháng 7 năm 2012.

Lĩnh vực kinh doanh chính gồm thi công nền móng và cọc (chiếm 92,1% tổng doanh thu 2014), vật liệu xây dựng (6,3%), và các dịch vụ khác như khảo sát địa chất, thí nghiệm nền móng và tư vấn địa kỹ thuật (1,6%).

Kết quả năm 2014 (chưa kiểm toán): Doanh thu thuần: 1.354 tỷ đồng; Lợi nhuận ròng: 142 tỷ đồng; Vốn chủ sở hữu: 718 tỷ đồng



Trong báo cáo lần đầu CTCP Kỹ thuật Nền móng và Công trình Ngầm FECON (FCN), chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** dài hạn:

**Nhu cầu cao về xử lý nền đất yếu:** Tỷ lệ đất yếu tại Việt Nam cao, đặc biệt là ở vùng lân cận sông Hồng và sông Cửu Long. Tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam là 34,5%, đứng thứ 9 trong 10 quốc gia khối ASEAN. Do đó, chúng tôi dự đoán nhu cầu thi công nền đất yếu sẽ tiếp tục tăng trong những năm tới.

**Hoạt động kinh doanh cốt lõi thúc đẩy lợi thế cạnh tranh:** Mạng thi công nền móng của FCN có những lợi thế cạnh tranh về mặt quy mô, chi phí xây dựng, năng lực thi công, cùng với thương hiệu tốt trong lĩnh vực này. Chúng tôi ước tính doanh thu của phân khúc này sẽ tăng trưởng tốt nhờ vào các dự án lớn như nhà máy lọc dầu Long Sơn, các dự án nhiệt điện, metro, các dự án dân dụng.

**Doanh thu năm 2015 tăng mạnh nhưng biên lợi nhuận giảm:** Chúng tôi ước tính giá trị còn lại của các dự án chưa hoàn thành cùng với các hợp đồng mới ký kết sẽ giúp doanh thu tăng mạnh trong năm 2015. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần năm 2015 sẽ tăng 28% so với năm trước, nhưng biên lợi nhuận ròng giảm xuống còn 9,2% do số lượng hợp đồng thi công cọc và cung cấp cọc có biên lợi nhuận thấp hơn tăng lên.

**Mở rộng sang lĩnh vực cơ sở hạ tầng thông qua việc đầu tư vào các công ty liên kết:** Trong năm 2014, chúng tôi thấy rằng FCN đã phân bổ một số vốn lớn vào các công ty liên kết để tham gia vào các dự án cơ sở hạ tầng. FCN đặt mục tiêu trở thành một trong những công ty đầu ngành về lĩnh vực hạ tầng và trở thành nhà tổng thầu EPC (thiết kế, cung cấp thiết bị và thi công) vào năm 2020 và điều này phù hợp với xu hướng chung của ngành. Chúng tôi cho rằng đây là một kế hoạch mở rộng khả năng tham vọng do sự đầu tư vào lĩnh vực trên đòi hỏi một nguồn vốn đáng kể và kỹ năng quản lý.

**Giá cổ phiếu hiện ở mức hợp lý:** Trước đây, giá cổ phiếu FCN biến động cùng với các công ty cùng ngành. Nhưng do sự sụt giảm gần đây đã làm cho diễn biến giá cổ phiếu thấp hơn các công ty cùng ngành, mặc dù chỉ số P/E của công ty đang thấp hơn trung vị nhóm công ty cùng ngành. Cổ phiếu FCN đã biến động theo xu hướng của chỉ số VN-Index và giảm 8% trong 12 tháng qua, trong khi nhóm công ty cùng ngành tăng 14%.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

---

## NỘI DUNG

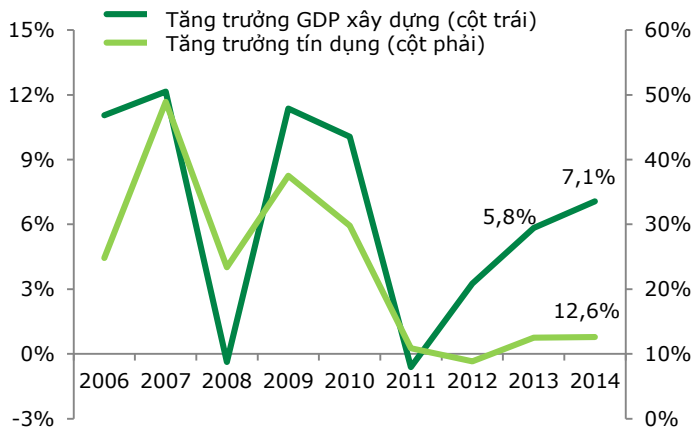
<b>TỔNG QUAN NGÀNH XÂY DỰNG VIỆT NAM .....</b>	<b>3</b>
<b>TỔNG QUAN CÔNG TY .....</b>	<b>6</b>
Cơ cấu công ty .....	7
Cơ cấu sở hữu .....	8
Vị thế trên thị trường .....	10
<b>HOẠT ĐỘNG KINH DOANH .....</b>	<b>11</b>
<b>GIẢ ĐỊNH .....</b>	<b>17</b>
<b>ĐỊNH GIÁ .....</b>	<b>18</b>
Mô hình DCF .....	18
Phương pháp so sánh .....	18
Phân tích độ nhạy .....	19
<b>PHÂN TÍCH KỸ THUẬT.....</b>	<b>20</b>
<b>KẾT LUẬN .....</b>	<b>21</b>

# TỔNG QUAN NGÀNH XÂY DỰNG VIỆT NAM

Giá trị sản xuất ngành xây dựng đạt tốc độ CAGR là 10% trong giai đoạn từ năm 2005 đến năm 2014.

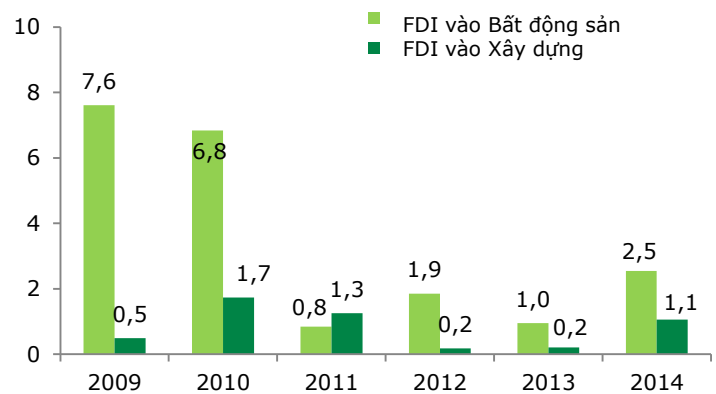
Theo Tổng cục Thống kê (GSO), GDP của ngành xây dựng đã tăng 7,1% trong năm 2014, so với mức tăng năm 2013 là 5,8%, và đạt tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) là 6,5% trong giai đoạn từ năm 2005 đến năm 2014. Giá trị sản xuất của ngành đạt 676,1 nghìn tỷ đồng, tăng 8% năm 2014, ghi nhận tốc độ CAGR là 10% trong giai đoạn từ năm 2005 đến năm 2014. Chúng tôi nhận thấy ngành xây dựng đã hồi phục mạnh mẽ trong những năm gần đây.

Tốc độ tăng trưởng GDP của ngành xây dựng và tăng trưởng tín dụng



Nguồn: GSO, VPBS thu thập

Vốn FDI vào ngành bất động sản và xây dựng (tỷ USD)



Nguồn: GSO, VPBS thu thập

## Ngành xây dựng được hưởng lợi từ sự phục hồi tích cực của thị trường bất động sản và sự cải thiện của các chỉ số kinh tế vĩ mô.

Số lượng căn hộ bán được và tỷ lệ hấp thụ tăng mạnh tại Thành phố Hồ Chí Minh (TP.HCM) và Hà Nội trong năm 2014 cho thấy nhà đầu tư đang quay trở lại đối với kênh đầu tư bất động sản. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng sự tác động tích cực từ các chính sách mới về nhà ở, như bao gồm Luật Nhà ở (sửa đổi), Luật Kinh doanh bất động sản (sửa đổi) có hiệu lực từ 1/7/2015, và Thông tư 36 có hiệu lực từ 1/2/2015. Ngoài ra, FDI đăng ký vào lĩnh vực xây dựng và bất động sản đã tăng mạnh trong năm 2014. Theo Cục Đầu tư Nước ngoài, tính đến ngày 15 tháng 12 năm 2014, ngành bất động sản đứng thứ hai và chiếm 12,6% tổng số vốn FDI đăng ký, có 35 dự án được đăng ký với giá trị 2,5 tỷ USD, tăng 167% so với cùng kỳ. Ngành xây dựng đứng thứ ba, chiếm 5,2% tổng vốn FDI đăng ký, có 107 dự án được đăng ký với giá trị 1,06 tỷ USD, tăng 401% so với cùng kỳ.

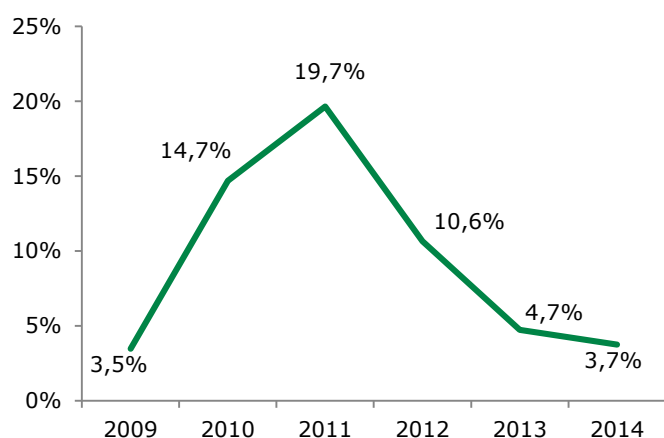
Chúng tôi cũng nhận thấy rằng lãi suất hiện nay đang ở mức thấp nhất kể từ năm 2005, chỉ với 6%/năm. Chúng tôi kỳ vọng lạm phát thấp sẽ vẫn giữ lãi suất ở mức thấp trong năm 2015 và sẽ giúp cho thị trường bất động sản tiếp tục được cải thiện. Điều này sẽ tạo thuận lợi cho lĩnh vực xây dựng nhờ được hưởng lợi từ nguồn vốn chi phí thấp.

## Chỉ số giá nhà ở và vật liệu xây dựng của Việt Nam tăng 3,74% trong năm 2014 và dự kiến duy trì mức tăng trưởng nhẹ trong năm 2015.

Theo Tổng cục thống kê (GSO), trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2013, không tính đến sự biến động mạnh trong năm 2011 và năm 2012, hầu hết các chi phí vật liệu xây dựng đều tăng nhẹ với mức tăng bình quân kép (CAGR) từ 5% đến 10% (tại Hà Nội). Cụ thể, giá thép đã tăng với tốc độ CAGR là 3%, cát (6%), đá (10%), và xi măng (11%).

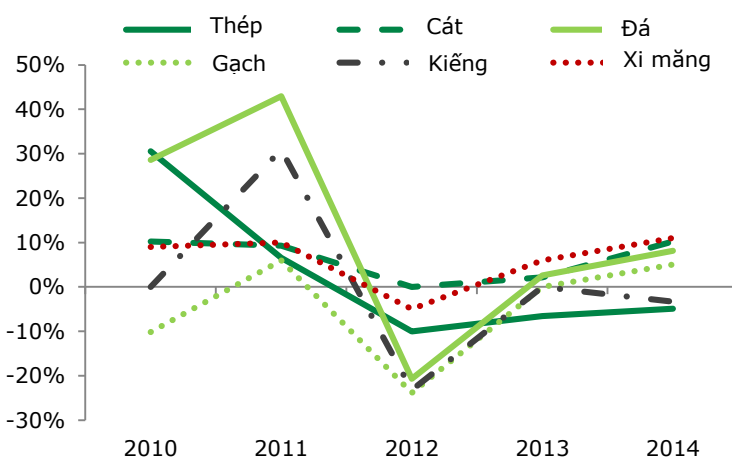
Turner & Townsend dự báo rằng chi phí xây dựng bình quân ở Việt Nam sẽ tiếp tục tăng nhẹ 3%-5% trong năm 2015, chủ yếu là do lạm phát thấp và chi phí vận chuyển giảm do giá xăng giảm.

Chỉ số giá bình quân của nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng (% tăng so với cùng kỳ)



Nguồn: Tổng cục thống kê (GSO)

Tốc độ tăng giá vật liệu xây dựng tại Hà Nội



Nguồn: Sở Xây dựng Hà Nội, VPBS tính toán

## Lĩnh vực thi công nền móng

### Nhu cầu thi công xử lý nền đất yếu cao

*Tỷ lệ đất yếu tại Việt Nam ở mức cao, đặc biệt là vùng sông Hồng và sông Cửu Long.*

Tỷ lệ đất yếu tại Việt Nam ở mức cao, đặc biệt là vùng sông Hồng và sông Cửu Long. Nhiều thành phố và thị xã được hình thành và phát triển trên nền đất này cùng các điều kiện nền móng phức tạp, nhất là dọc theo các con sông và bờ biển. Đây là khu vực đất giàu phù sa và cũng là nơi tập trung đất sét yếu. Ngoài ra, tỷ lệ đô thị hóa ở Việt Nam trong năm 2014 đạt 34,5%; đứng thứ 9 trong số 10 quốc gia trong khối ASEAN, chỉ cao hơn Cam-pu-chia (21%). Vì vậy, chúng tôi nhận thấy được nhu cầu cao trong việc thi công xử lý cải tạo đất yếu.

Các dự án được xây dựng trên nền đất yếu phải đối mặt với nhiều vấn đề cần giải quyết như: công suất chịu tải của đất thấp, lún đất và sự ổn định đất trên diện rộng. Trong điều kiện hiện tại của Việt Nam, một số vấn đề cần được quan tâm như:

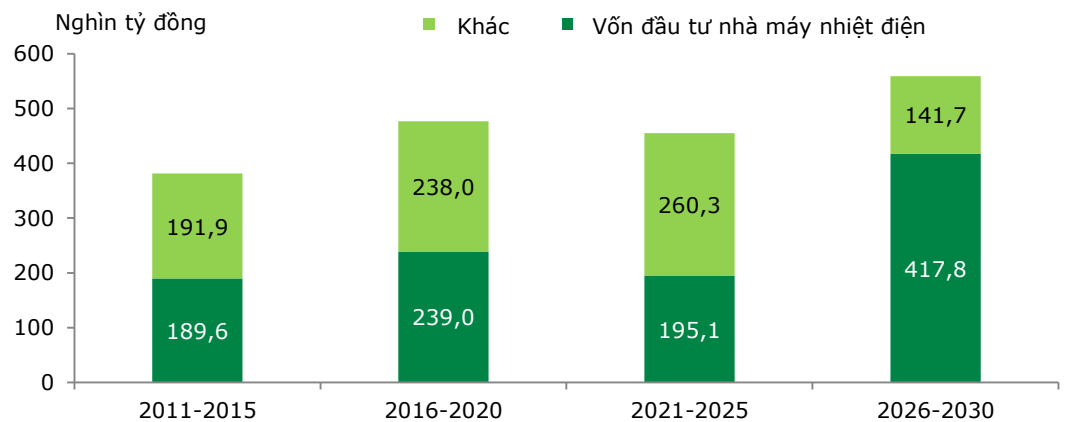
- Xây dựng đường xá, thủy lợi, đê điều, công nghiệp, năng lượng, v.v. trên nền đất yếu
- Cải thiện và củng cố chân đê, đường giao thông trên nền đất yếu

- Xử lý tình trạng lở đất ven sông, ven biển, đê điều
- Các công trình dưới đáy biển và trên mặt biển
- Cải tạo nền móng cho các khu công nghiệp dọc bờ sông và bờ biển
- Xử lý nền đất yếu để sống chung với lũ ở đồng bằng sông Cửu Long

### **Nhu cầu cao cho việc phát triển các dự án nhiệt điện trong giai đoạn từ năm 2016 đến năm 2020**

Theo Quy hoạch điện VII, Chính phủ có kế hoạch đầu tư 239.023 tỷ đồng cho các dự án nhiệt điện từ năm 2016 đến năm 2020. Do đó, vốn bình quân hàng năm cho các dự án này là 95.403 tỷ đồng. Vì thi công nền móng thường chiếm 10%-15% tổng giá trị công trình, nên chúng tôi ước tính tổng giá trị hàng năm cho lĩnh vực này vào khoảng 9.540-14.311 tỷ đồng cho giai đoạn trên.

#### **Vốn đầu tư cho nhà máy Nhiệt điện**



*Nguồn: Quy hoạch điện VII*

## TỔNG QUAN CÔNG TY

CTCP Kỹ thuật Nền móng và Công trình Ngầm FECON (FCN) được thành lập vào năm 2004 từ một nhóm kỹ sư lành nghề và các chuyên gia về xử lý và thi công nền móng và công trình ngầm. Công ty đã tham gia hơn 500 công trình, trong đó có nhiều công trình trọng điểm quốc gia trên khắp cả nước. Trong năm 2014, FECON đứng thứ 3 trong bảng xếp hạng các doanh nghiệp hoạt động hiệu quả nhất toàn quốc.

### Quá trình hình thành và phát triển của công ty

Năm 2004	•Thành lập với vốn điều lệ là 5 tỷ đồng
Năm 2006	•Tham gia vào Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam
Năm 2007	•CTCP Khoáng sản FECON được thành lập và tập trung vào lĩnh vực sản xuất cọc bê tông ly tâm dự ứng lực cường độ cao (PC/PHC) với thương hiệu FECON Pile
Năm 2008	•Được nhận giải thưởng "Thương hiệu Mạnh Việt Nam"
Năm 2009	•CT TNHH Xử lý nền đất yếu FECON - Shanghai Harbour được thành lập và tập trung vào lĩnh vực xử lý nền đất yếu
Năm 2010	•Viện nền móng và công trình ngầm được thành lập nhằm duy trì và phát triển các hoạt động khảo sát, thí nghiệm, thiết kế nền móng, v.v.
Năm 2011	•CTCP FECON Miltec được thành lập và tập trung vào lĩnh vực sản xuất vải địa kỹ thuật, bắc thăm và các sản phẩm khác từ nhựa
Năm 2012	•Tốp 15 doanh nghiệp xuất sắc Hội nhập và Phát triển
Năm 2013	•CTCP FECON - Nghi Sơn được thành lập và tập trung vào lĩnh vực sản xuất và cung cấp các sản phẩm bê tông ly tâm dự ứng lực
Năm 2014	•Phát hành 195 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi cho Ngân hàng Phát triển Nhật Bản (DBJ)

Nguồn: BCTN năm 2013

FCN là một trong những công ty hàng đầu về lĩnh vực thi công nền móng ở Việt Nam.

FECON tập trung vào các hoạt động kinh doanh sau:

- Thi công nền móng và cọc (đóng góp 92,1% doanh thu năm 2014): FCN cung cấp các phương pháp thi công nền móng như cố kết chân không, bắc thăm (PVD), thi công cọc cát, thi công cọc đá, thi công cọc xi măng đất, thi công cọc cát đầm và thi công khoan phụt cao áp, v.v. Công ty cung cấp các phương pháp thi công cọc như đóng cọc bằng búa diesel, đóng cọc máy ép thủy lực (robot) với sức chịu tải 300-800 tấn, hàn nối cọc, khoan cọc nhồi.
- Cung cấp vật liệu xây dựng (6,3% doanh thu năm 2014): Về cung cấp vật liệu xây dựng, CTCP Khoáng sản FECON (FCN sở hữu 36%) có hai nhà máy sản xuất cọc bê tông ly tâm dự ứng lực (PC/PHC) ở Hà Nam và Khu kinh tế Nghi Sơn với tổng công suất đạt 8.000 mét cọc/ngày, bên cạnh đó còn có cả mỏ đá, mỏ cát ở Hà Nam.
- Dịch vụ nền móng (1,6% doanh thu năm 2014): FCN cung cấp dịch vụ kiểm tra nền móng, thí nghiệm nền móng và tư vấn địa kỹ thuật, v.v.
- Xây dựng cơ sở hạ tầng: FCN hiện đang tham dự vào dự án BOT (Xây dựng-Kinh doanh-Chuyển giao) tại Phú Lý (FCN sở hữu 40%) với tổng số vốn đầu tư là 2.047 tỷ đồng.

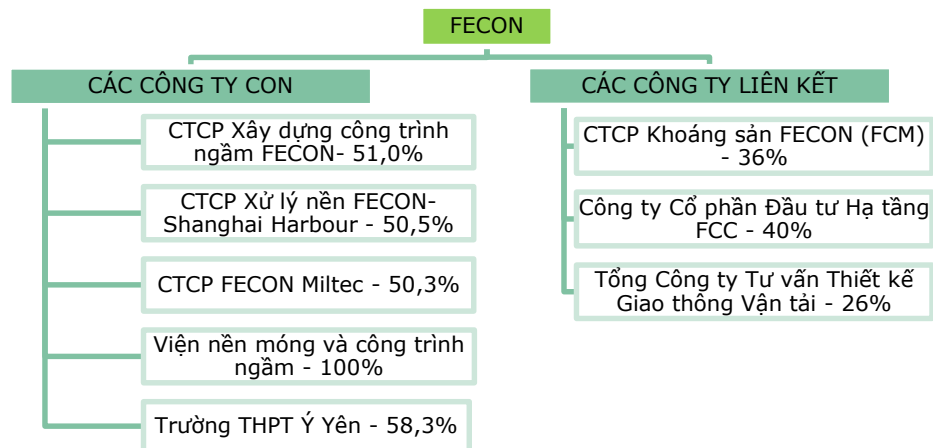
FECON có thể cung cấp các gói giải pháp tổng thể cho các công trình và dịch vụ nền móng từ những công đoạn đầu tiên về tư vấn địa kỹ thuật, khảo sát địa chất, thí nghiệm nền móng, thiết kế, cung cấp và thi công đến công đoạn cuối cùng là giám sát và bảo trì. Gói giải pháp này không chỉ giúp FECON tăng doanh thu, mà còn giúp các khách hàng, nhà đầu tư giảm thiểu chi phí.

## Cơ cấu công ty

*Chiến lược dài hạn của FCN là trở thành một trong những công ty đầu ngành trong lĩnh vực hạ tầng.*

FCN có năm công ty con hoạt động trong lĩnh vực thi công nền móng, và ba công ty liên kết tập trung vào lĩnh vực cơ sở hạ tầng, cung cấp vật liệu xây dựng và tư vấn thiết kế. Với cơ cấu này, chiến lược dài hạn của FCN là trở thành một trong những công ty đầu ngành trong lĩnh vực hạ tầng và là nhà tổng thầu EPC (thiết kế, cung cấp thiết bị và thi công) vào năm 2020.

### Cơ cấu công ty



*Nguồn: Dữ liệu công ty tại ngày 31/12/2014*

**CTCP Xây dựng Công trình Ngầm FECON** (thành lập vào quý 4 năm 2014) có vốn điều lệ hiện tại là 100 tỷ đồng, trong đó FCN sở hữu 51% và Tập đoàn Kanamoto nắm 29%.

Sự hợp tác này là bước khởi đầu cho FCN tham gia vào các dự án công trình đô thị ngầm tại Việt Nam. Hoạt động kinh doanh bao gồm đào đường hầm, làm mái vòm bê tông và vỏ bê tông. Hiện nay, công ty đang đàm phán với các nhà thầu để thi công phần ngầm trong các dự án đường sắt đô thị (metro) ở Hà Nội và TP.HCM. Theo buổi thảo luận của chúng tôi với ban lãnh đạo công ty, FCN sẽ tiến hành đầu tư vào nhà máy sản xuất vỏ và vòm bê tông cho công trình ngầm, sau khi thỏa thuận xong hợp đồng. Tập đoàn Kanamoto là một trong những công ty hàng đầu chuyên về máy móc xây dựng tại Nhật Bản, do đó mối quan hệ hợp tác này giúp FCN có thêm nhiều lợi thế khi tham gia đấu thầu các công trình ngầm.

**Công ty TNHH Xử lý nền FECON - Shanghai Harbour** (thành lập vào năm 2009) có vốn điều lệ hiện tại là 105 tỷ đồng, trong đó FCN sở hữu 50,5% và Công ty TNHH công trình xử lý nền đất yếu Shanghai Harbour Thượng Hải, Trung Quốc nắm 49,0%. Công ty này cung cấp dịch vụ tư vấn thiết kế cho các công trình công nghiệp, dân dụng cùng với các dịch vụ khảo sát địa chất, khảo sát địa hình, và thi công xử lý nền đất yếu.



**CTCP FECON Miltec** (thành lập vào năm 2011) hiện có vốn điều lệ là 20,9 tỷ đồng, trong đó FCN sở hữu 50,3% và Công ty Chiaki Miltect – Nhật Bản nắm 49,0%.

Hoạt động kinh doanh chính bao gồm thiết kế và thi công xử lý nền đất yếu; sản xuất vải địa kỹ thuật với công suất dự kiến là 30 triệu mét dài/năm và các sản phẩm khác từ nhựa.

**Viện nền móng và công trình ngầm** tiền thân là Trung tâm khảo sát và thí nghiệm công trình FECON, đây là viện nghiên cứu quốc gia đầu tiên trong một doanh nghiệp xây dựng ở Việt Nam. Viện được chính thức thành lập vào tháng 2 năm 2010 với vốn điều lệ là 26 tỷ đồng, nhằm duy trì và phát triển các hoạt động khảo sát, thí nghiệm, thiết kế nền móng cũng như đẩy mạnh nghiên cứu phát triển công nghệ trong lĩnh vực nền móng và công trình ngầm cho FECON.

**CTCP Khoáng sản FECON** (thành lập vào năm 2007) có vốn điều lệ hiện tại là 410 tỷ đồng, trong đó FCN sở hữu 36,3%.

Công ty này tập trung vào sản xuất cọc PC/PHC với thương hiệu FECON Pile có đường kính từ 300 đến 1.000 mm với chiều dài tối đa lên đến 27 mét. Hiện nay, công suất của công ty nằm trong top ba công ty hàng đầu sản xuất cọc PC/PHC tại thị trường phía Bắc.

**CTCP Đầu tư Hạ tầng FCC** (thành lập vào quý 4 năm 2014) có vốn điều lệ hiện tại là 369 tỷ đồng, trong đó FCN sở hữu 40%, theo sau là CTCP Xây dựng Cotec - CTD (35%) và Tổng Công ty Xây dựng Công trình Giao thông 1 - Cienco 1 (25%). Công ty này đang thực hiện dự án BOT Phủ Lý với tổng số vốn đầu tư trên 2.047 tỷ đồng. FECON đặt mục tiêu trở thành công ty dẫn đầu trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng vào năm 2020.

## Cơ cấu sở hữu

*Tỷ lệ sở hữu nước ngoài của FCN đã được điều chỉnh từ 49% xuống còn 31,93%.*

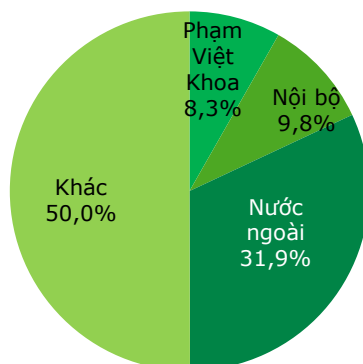
Ngày 28 tháng 5 năm 2014, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam đã thông qua việc điều chỉnh tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài đối với cổ phiếu FCN từ 49% xuống mức 31,93%, để dành room cho 195 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi cho Quỹ Japan Southeast Asia Development – thuộc Ngân hàng Phát triển Nhật Bản (DBJ). Các trái phiếu chuyển đổi này có kỳ hạn ba năm với lãi suất 6% mỗi năm. Theo thỏa thuận, trái phiếu có thể được chuyển đổi ba lần, và lần đầu tiên là 15 tháng kể từ sau ngày phát hành (24/5/2014) và tối đa là 50%. Giá chuyển đổi không thấp hơn 19.500 đồng mỗi cổ phiếu. DBJ sẽ nắm khoảng 15% cổ phần của FCN sau khi chuyển đổi toàn bộ trái phiếu.

FCN đã lên kế hoạch phát hành 500 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi trong năm 2014, nhưng chỉ thực hiện được 39% do một số điều khoản trong hợp đồng không được thống nhất giữa công ty và các nhà đầu tư. Theo buổi thảo luận của chúng tôi với phía công ty, FCN kỳ vọng sẽ hoàn thành đợt phát hành này trong quý 1 năm 2015.

Cổ phiếu FCN dường như hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài, trong đó có quỹ Vietnam Holding Ltd (6,00%), Groundtech Holding Co. Ltd (6,76%), và Mutual Fund Elite (5,19%). Hiện nay, tỷ lệ sở hữu cho các nhà đầu tư nước ngoài của FCN đã được lấp đầy 31,93%.



## Cơ cấu sở hữu



Nguồn: Dữ liệu sàn giao dịch ngày 6/1/2015

## Nhà đầu tư nước ngoài

Quỹ đầu tư	Sở hữu
Vietnam Holding Limited	6,00%
Groundtech Holding Co., Ltd	6,76%
Mutual Fund ELITE (NON-UCITS)	5,19%
Lumen VietNam Fund	2,54%
Intereffkt Investment funds	2,26%
Lotus Mekong River Equity Fund	1,79%

Nguồn: Dữ liệu sàn giao dịch ngày 6/1/2015

## Quản trị công ty

Ông Phạm Việt Khoa - Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám Đốc: sở hữu bằng thạc sĩ quản trị kinh doanh và thạc sĩ chuyên ngành công trình ngầm, và có hơn 20 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực thi công nền móng. Ông là một trong những người sáng lập ra công ty và có nhiều đóng góp cho sự phát triển của FCN sau hơn 10 năm nắm giữ vị trí này.

## Hội đồng Quản trị và ban Giám đốc

Tên	Chức vụ	Năm sinh	Tỷ lệ sở hữu
<b>Hội đồng Quản trị</b>			
Ông Phạm Việt Khoa	CT HĐQT	1973	8,25%
Ông Hà Thế Phương	Phó CT HĐQT	1954	0,80%
Ông Trần Trọng Thắng	Thành viên	1972	1,69%
Ông Hà Thế Lộc	Thành viên	1953	1,32%
Ông Phạm Quốc Hùng	Thành viên	1975	1,25%
Ông Nguyễn Quang Hải	Thành viên	1972	0,30%
Ông Hà Cửu Long	Thành viên	1972	1,41%
Ông Takano Satoshi	Thành viên	1971	0,00%
<b>Ban Giám đốc</b>			
Ông Phạm Việt Khoa	TGD	1973	8,25%
Ông Trần Trọng Thắng	Phó TGD	1972	1,69%

Nguồn: Báo cáo quản trị của công ty, dữ liệu tại ngày 22/1/2015

Trong hai tháng cuối năm 2014, chúng tôi thấy một số thay đổi về nhân sự, như ông Phạm Duy Cường (giám đốc tài chính kiêm kế toán trưởng và thành viên HĐQT) đã từ chức vào tháng 11 năm 2014. Ông Trương Tuấn Tú (trưởng phòng kế toán) tạm thời thay thế vị trí kế toán trưởng của công ty. Ông Trần Phương được bổ nhiệm làm trưởng phòng kế toán tài chính, và thay thế ông Phạm Duy Cường phụ trách công bố thông tin của FCN.

## Vị thế trên thị trường

*FCN có lợi thế cạnh tranh về mặt quy mô, chi phí xây dựng, năng lực thi công, thương hiệu tốt trong lĩnh vực thi công xử lý nền đất yếu.*

**Thi công xử lý nền đất yếu:** FCN hoạt động trong lĩnh vực thi công xử lý nền đất yếu. Nhu cầu cho lĩnh vực này đang gia tăng cùng với quá trình đô thị hóa và công nghiệp hóa của Việt Nam. Hiện nay, FCN có những lợi thế cạnh tranh về mặt quy mô công ty, chi phí xây dựng, năng lực thi công, và thương hiệu tốt trong phân khúc này. Tuy nhiên, sự cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong lĩnh vực này ngày càng tăng khi có sự tham gia của các nhà thầu nước ngoài, đặc biệt là các nhà thầu Trung Quốc. Bên cạnh đó còn có rất nhiều công ty (Licogi, Sông Đà, Tập đoàn Vinaconex và các công ty tư nhân) có thể cung cấp các dịch vụ thi công nền móng khác như đóng cọc cát đầm, thi công cọc đá, thi công bắc thấm, v.v.

### Mức độ cạnh tranh trong phân khúc thi công nền móng

Phương pháp	Dự án	Ưu điểm	Nhược điểm	Tính cạnh tranh và đối thủ
Cố kết chân không	Công nghiệp, điện năng	Tiết kiệm chi phí và 50% thời gian so với các phương pháp truyền thống	Chỉ hiệu quả đối với các dự án quy mô lớn trên 10 ha	Là một trong những công ty lớn nhất tại thị trường phía Bắc nhưng FCN đang gặp phải sự cạnh tranh mạnh mẽ từ các nhà thầu Trung Quốc
Cọc cát đầm	Đường cao tốc	Chống trượt hiệu quả và tăng sự gắn kết	Chỉ thích hợp với đất xốp, mực nước ngầm sâu. Thi công lâu	
Thi công cọc đá	Công nghiệp, điện năng	Đơn giản, chi phí thấp	Thiết bị nặng, công kênh, chi phí cao	Cạnh tranh cao từ các nhà thầu Sông Đà, Cienco, Licogi và các nhà thầu tư nhân
Thi công cọc xi măng đất	Hạ tầng, điện năng, khu dân cư	Ứng dụng cao, phù hợp với tất cả các loại đất từ đất bùn, đất sét, đất sỏi	Thiết bị nặng, công kênh, chi phí cao	
Thi công bắc thấm	Công nghiệp, khu dân cư	Chi phí thấp	Tốn thời gian	
Thi công cọc khoan nhồi	Công nghiệp, khu dân cư	Xây dựng trên tất cả các địa hình phức tạp, đất cứng. Tiết kiệm chi phí và thời gian	Yêu cầu kỹ thuật cao	
Đóng cọc bằng búa diesel	Công nghiệp, khu dân cư	Tiết kiệm thời gian	Không áp dụng cho cọc lớn	

*Nguồn: VPBS thu thập*

Thị phần và biên lợi nhuận của FECON sẽ chịu áp lực trong những năm tới do sự gia tăng cạnh tranh. Chúng tôi cho rằng FECON cần tập trung vào chiến lược phát triển chiều sâu, nâng cao chất lượng và hiệu quả quá trình thi công, để duy trì lợi thế cạnh tranh và giữ vững vị thế hàng đầu trong phân khúc thi công xử lý nền móng.

**Cung cấp cọc:** CTCP Khoáng sản FECON (một công ty liên kết của FCN) luôn hoạt động hết công suất nhưng vẫn chưa đáp ứng được nhu cầu của thị trường. Tuy nhiên, sản phẩm cọc có tính cạnh tranh cao, đặc biệt là các sản phẩm của Tập đoàn Phan Vũ, Bê tông Minh Đức (Tập đoàn Trường Sơn), Kiến Hoa Đất Việt (Tập đoàn Jianhua), CTCP Bê tông 6.

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Phân khúc thi công nền móng và cọc đóng góp chính vào doanh thu và lợi nhuận của FCN.

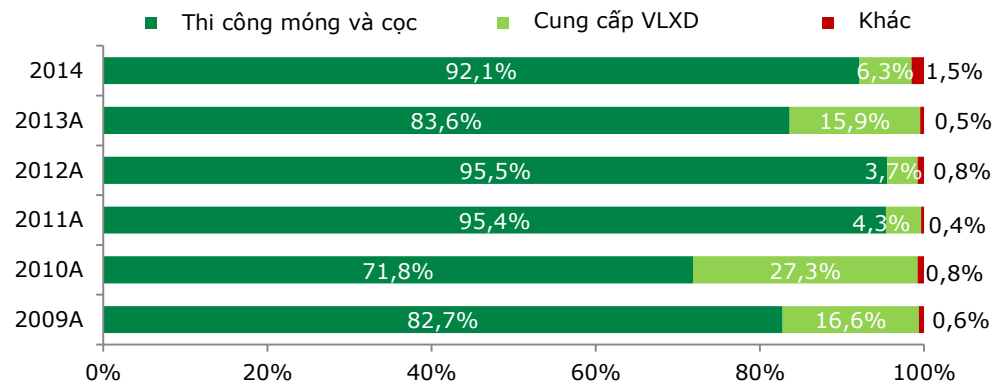
*Phân khúc thi công nền móng đóng góp chính vào doanh thu của FCN với biên lợi nhuận gộp trung bình đạt 18%-25%.*

Như đã đề cập, FCN hoạt động trong ba mảng kinh doanh chính, gồm:

- Xử lý nền móng và thi công cọc
- Cung cấp vật liệu xây dựng: cọc bê tông ly tâm dự ứng lực (PC/PHC), mố đá, mố cát, v.v.
- Dịch vụ nền móng: khảo sát đất, thí nghiệm nền móng và tư vấn địa kỹ thuật, v.v.

Từ năm 2009 đến năm 2014, phân khúc thi công nền móng với biên lợi nhuận gộp trung bình từ 18% đến 25% vẫn là mảng có đóng góp lớn nhất vào doanh thu thuần của FCN. Sự biến động biên lợi nhuận của mảng này phụ thuộc vào tỷ trọng đóng góp của các công trình tham gia thi công xử lý nền đất yếu (thường là 25%) và các công trình cọc (thường là 15%).

#### Cơ cấu doanh thu (\*)



(\*) Doanh thu theo mảng hoạt động mỗi năm có thể không đồng nhất và phụ thuộc vào cách phân loại. Nguồn: BCTC của FCN, VPBS tính toán

### Doanh thu thuần và lợi nhuận ròng tăng trưởng ổn định từ năm 2009 đến năm 2014

*Sự sụt giảm của nền kinh tế Việt Nam và thị trường bất động sản không ảnh hưởng nhiều đến kết quả kinh doanh của công ty, do hầu hết là các dự án nhiệt điện, công nghiệp, cơ sở hạ tầng và các dự án FDI.*

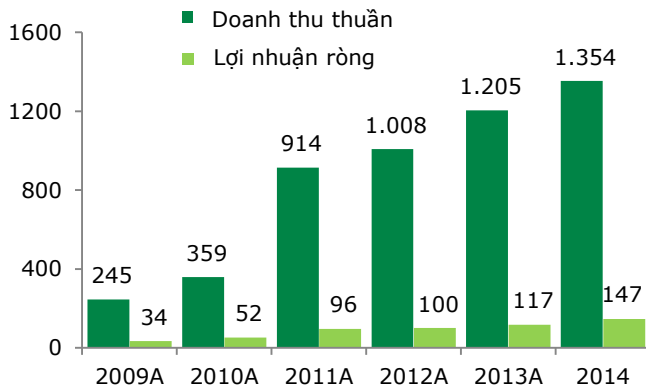
Tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ròng trong năm năm qua của FCN ổn định với mức CAGR lần lượt là 40,7% và 33,4%.

FCN ghi nhận sự tăng trưởng ấn tượng trong năm 2011 nhờ vào doanh thu và lợi nhuận ròng của mảng thi công nền móng và thi công cọc cho các dự án lớn như nhà máy Nhiệt điện Duyên Hải 1, nhà máy Nhiệt điện Thái Bình 2, nhà máy Nhiệt điện Long Phú 1, và nhà máy Nhiệt điện Nghi Sơn 1.

Trong năm 2012, các dự án có đóng góp lớn vào kết quả kinh doanh là nhà máy gang thép Formosa Hà Tĩnh, đoạn Thành phố Hồ Chí Minh – Long Thành – Dầu Giây thuộc tuyến đường cao tốc Bắc – Nam, nhà máy Ariston, nhà máy van Nittan - KCN VSIP tỉnh Bắc Ninh, nhà máy Box-Pak, v.v. Năm 2013 có các dự án như nhà máy Nhiệt điện Thái Bình 2, đường cao tốc Hà Nội - Hải Phòng, Samsung Thái Nguyên, v.v.

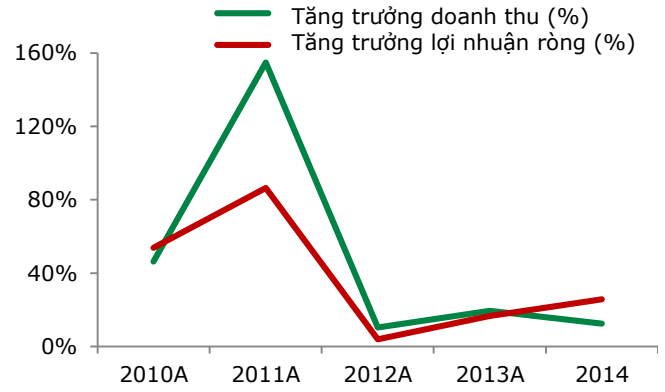
Hầu hết các dự án của FCN trong giai đoạn này thuộc ngành thủy điện, công nghiệp, cơ sở hạ tầng và các dự án FDI, do đó, sự sụt giảm của nền kinh tế Việt Nam và thị trường bất động sản đã không ảnh hưởng nhiều đến kết quả kinh doanh của công ty.

Doanh thu và lợi nhuận (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC của FCN

Tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận (% tăng so với cùng kỳ)



Nguồn: BCTC của FCN

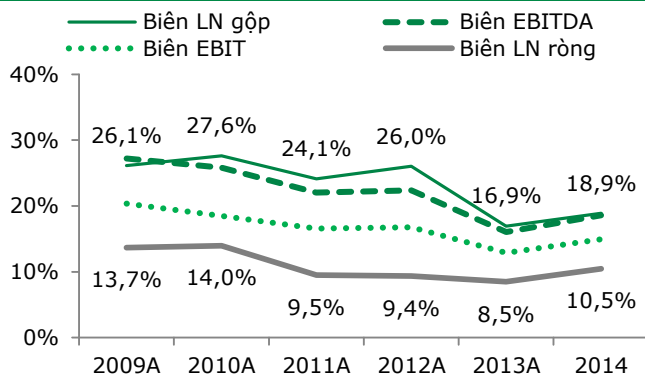
Tỷ trọng giá trị hợp đồng của từng phân khúc ảnh hưởng đáng kể đến biên lợi nhuận của FCN.

### Khả năng sinh lời sụt giảm làm giảm sức hấp dẫn của cổ phiếu này

Biên lợi nhuận gộp của FCN đã tăng giảm theo mô hình zíc-zắc trong bốn năm qua do bị ảnh hưởng đáng kể bởi tỷ trọng giá trị hợp đồng của từng phân khúc. Cụ thể, biên lợi nhuận của FCN giảm mạnh trong năm 2013, do doanh thu mảng thi công cọc và cung cấp cọc có tỷ trọng đóng góp lớn hơn nhưng biên lợi nhuận lại thấp hơn phân khúc thi công xử lý nền đất yếu. Trong 2014, khả năng sinh lời cải thiện nhờ vào việc ghi nhận nhiều hợp đồng xử lý nền đất yếu so với 2013.

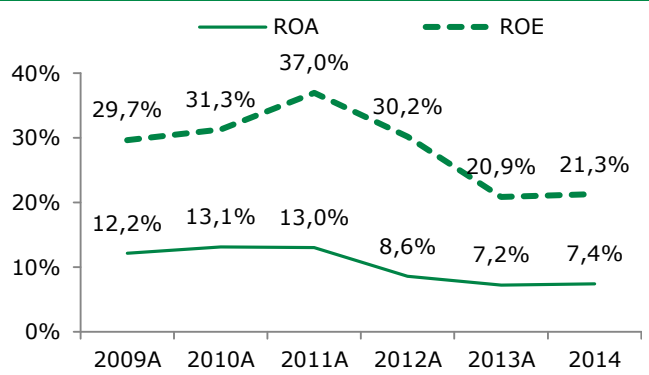
Chỉ số lợi nhuận trên tổng tài sản bình quân (ROA) và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu bình quân (ROE) của công ty có xu hướng giảm từ năm 2009 đến năm 2013, đặc biệt là vào năm 2013 khi vốn chủ sở hữu tăng mạnh. Chúng tôi cho rằng xu hướng này có thể tiếp diễn khi trái chủ chuyển đổi lượng trái phiếu năm giữ sang cổ phiếu trong những năm sắp tới.

Biên lợi nhuận



Nguồn: Báo cáo tài chính FCN

ROA và ROE



Nguồn: Báo cáo tài chính FCN

FCN có khả năng sinh lời tốt hơn so với các công ty niêm yết cùng ngành, bao gồm bảy công ty xây dựng có các hoạt động kinh doanh tương tự với FCN và kết quả tài chính ổn định trong bốn năm qua: CTCP Xây dựng Cotec (CTD), CTCP Sông Đà 6 (SD6), CTCP Sông Đà 9 (SD9), CTCP Sông Đà 5 (SD5), CTCP Sông Đà 10 (SDT), Tổng CTCP Xây dựng điện Việt Nam (VNE), và CTCP Xây dựng Số 5 (SC5). Theo tính toán của chúng tôi, biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng trung bình của FCN từ năm 2010 đến 2014 lần lượt đạt 22,7% và 10,4% và giữ vị trí dẫn đầu.

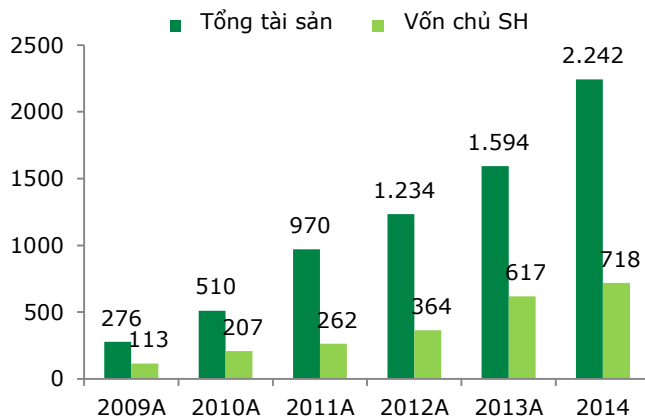
Các chỉ số lợi nhuận								
	FCN	CTD	SD6	SD9	SD5	SDT	VNE	SC5
Biên lợi nhuận gộp								
2010	27,6%	8,5%	15,0%	37,0%	14,7%	21,9%	21,2%	7,5%
2011	24,1%	7,7%	17,7%	31,6%	15,2%	20,8%	25,6%	3,3%
2012	26,0%	7,2%	25,1%	27,0%	20,7%	23,0%	26,4%	4,9%
2013	16,9%	7,5%	18,8%	26,2%	13,9%	22,2%	21,2%	2,5%
2014	18,9%	7,3%	17,1%	20,4%	12,4%	21,9%	30,1%	6,3%
<b>Trung bình</b>	<b>22,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>18,7%</b>	<b>28,4%</b>	<b>15,4%</b>	<b>22,0%</b>	<b>24,9%</b>	<b>4,9%</b>
Biên lợi nhuận ròng								
2010	14,0%	7,3%	4,3%	15,2%	5,6%	9,1%	6,1%	3,4%
2011	9,5%	4,7%	4,1%	6,9%	3,3%	6,1%	4,2%	1,7%
2012	9,4%	5,2%	5,1%	6,0%	2,9%	6,4%	2,4%	0,6%
2013	8,5%	4,2%	3,8%	5,1%	1,3%	5,5%	2,0%	4,3%
2014	10,5%	4,3%	5,5%	5,2%	2,7%	6,1%	8,9%	2,4%
<b>Trung bình</b>	<b>10,4%</b>	<b>5,1%</b>	<b>4,6%</b>	<b>7,7%</b>	<b>3,1%</b>	<b>6,6%</b>	<b>4,7%</b>	<b>2,5%</b>

Nguồn: BCTC của công ty, VPBS ước tính

### Tình hình tài chính tốt và ổn định so với nhóm cùng ngành

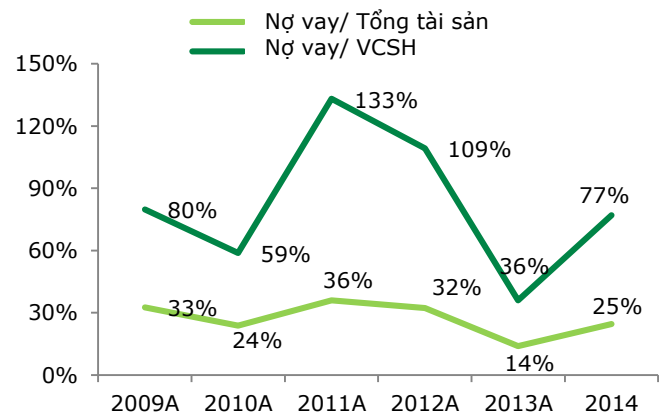
Tính đến cuối năm 2014, tổng nợ vay của FCN ở mức 552 tỷ đồng, trong đó trái phiếu chuyển đổi là 195 tỷ đồng. Tỷ lệ nợ vay trên tài sản và nợ vay trên vốn chủ sở hữu lần lượt là 24,6% và 77,0%.

Tổng tài sản và vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo tài chính công ty

Tỷ lệ vay nợ

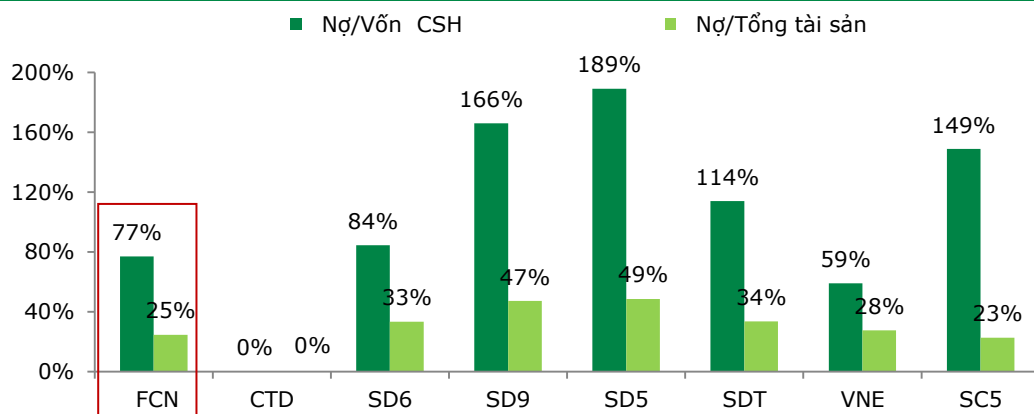


Nguồn: Báo cáo tài chính công ty

FCN có tỷ lệ nợ vay thấp hơn mức trung bình ngành.

Tính đến cuối năm 2014, FCN có các tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản và nợ vay/vốn chủ sở hữu đều thấp hơn mức trung bình của các công ty cùng ngành lần lượt là 30% và 109%.

#### Chỉ số nợ vay cuối năm 2014



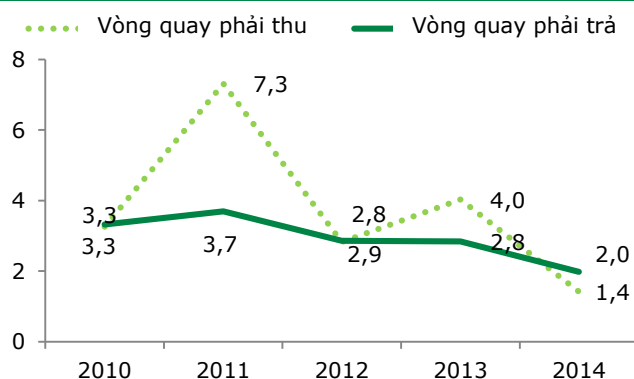
Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, VPBS tính toán

#### Tiến độ thu tiền tại các dự án chậm hơn so với các công ty cùng ngành

Hệ số vòng quay các khoản phải thu đã bất ngờ giảm mạnh xuống 1,4 lần trong năm 2014 từ mức 4,0 lần năm 2013, do sự gia tăng khoản phải thu từ các dự án nhiệt điện (phần lớn là dự án Long Phú, lọc hóa dầu Nghi Sơn, Thái Bình 1+2). Chỉ số này gần bằng với mức trung bình các công ty cùng ngành.

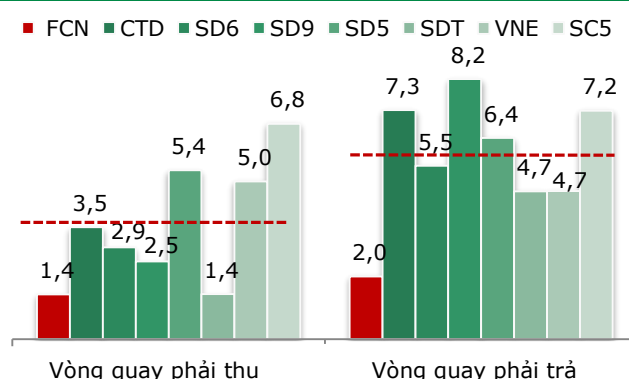
Tuy nhiên, hệ số vòng quay các khoản phải trả cũng liên tục giảm từ 3,7 lần năm 2011 xuống mức 2,0 lần vào cuối năm 2014. Điều này cho thấy FCN đang sử dụng vốn từ các công ty liên kết (chủ yếu là từ CTCP khoáng sản Fecon - FCM). Chỉ số này thấp nhất trong nhóm các công ty cùng ngành.

#### Chỉ số thanh khoản



Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, VPBS tính toán

#### So sánh cùng ngành



Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, VPBS tính toán

## Đầu tư vào các công ty liên kết nhằm mở rộng mảng cơ sở hạ tầng với mục tiêu trở thành nhà thầu EPC

FCN đặt mục tiêu trở thành nhà thầu EPC vào năm 2020.

Chúng tôi cho rằng FCN đang đẩy mạnh việc phân bổ vốn vào các công ty liên kết, để tham gia vào các dự án cơ sở hạ tầng (BOT) với mục tiêu trở thành nhà thầu EPC (thiết kế, cung cấp thiết bị và thi công) vào năm 2020. Chiến lược này phù hợp với xu hướng của ngành, tuy nhiên việc đầu tư vào lĩnh vực trên đòi hỏi một nguồn vốn đáng kể và kỹ năng quản lý. Dựa trên tiềm năng lớn của mảng cơ sở hạ tầng, chúng tôi vẫn kỳ vọng rằng chiến lược này sẽ giúp FCN giành được nhiều hợp đồng hơn trong những năm tới. Chúng tôi ước tính công ty đã chi khoảng 372,5 tỷ đồng cho các công ty liên kết trong năm 2014.

### Các công ty liên kết và công ty con

Các công ty liên kết và công ty con	Tỷ lệ sở hữu của FCN	Giá trị đầu tư (tỷ đồng)	Hoạt động kinh doanh
CTCP Khoáng sản FECON (FCM)	36%	41,0	Bê tông dự ứng lực
CTCP Đầu tư Cơ sở hạ tầng FCC	40%	147,6	BOT Phủ Lý
Tổng Công ty Tư vấn Thiết kế Giao thông Vận tải	26%	62,9	Tư vấn, thiết kế
Tổng công ty Xây dựng công trình giao thông 1	10%	70,0	Cơ sở hạ tầng
CTCP Xây dựng công trình ngầm FECON	51%	51,0	Khoan đường hầm, lót xi măng
<b>Tổng</b>		<b>372,5</b>	

Dữ liệu tại ngày 31/12/2014. Nguồn: FECON, VPBS thu thập

## Kết quả năm 2014 và mục tiêu năm 2015

Trong năm 2014, doanh thu thuần của FCN ước đạt 1.354 tỷ đồng, tăng 12,2% so với cùng kỳ. Một số dự án lớn được ghi nhận vào doanh thu năm 2014: Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn (260 tỷ đồng), Thái Bình 1+2 (500 tỷ đồng), Sam Sung Thái Nguyên (100 tỷ đồng), Đà Nẵng-Quảng Ngãi (70 tỷ đồng). Lợi nhuận sau thuế đạt 147 tỷ đồng, tăng 25,7% so với cùng kỳ.

FCN đã chỉ hoàn thành 90% kế hoạch doanh thu (1.500 tỷ đồng) do một số dự án chậm hơn tiến độ dự kiến, nhưng hoàn thành 99% kế hoạch lợi nhuận (148 tỷ đồng) nhờ vào lợi nhuận được chia từ các công ty liên kết như FCM, Tedi, Cienco 1.

Theo buổi thảo luận của chúng tôi với ban lãnh đạo, FCN đã đặt mục tiêu cho năm 2015 với doanh thu đạt 2.119 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 200 tỷ đồng. Tính đến ngày 31 tháng 1 năm 2015, giá trị thi công của các dự án chưa hoàn thành và các dự án mới ký kết có giá trị khoảng 930 tỷ đồng, tương đương gần 46% kế hoạch doanh thu trong năm. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, kế hoạch này là một thử thách lớn đối với công ty, vì rủi ro lớn nhất chính là tiến độ thi công của các dự án này chậm hơn dự tính của công ty.



### Chi tiết dự án trong năm 2015

(tỷ đồng)	Q1	Q2	Q3	Q4	Tổng	Ghi chú
<b>Thi công cọc, cung cấp cọc</b>	354	427	115	133	1.029	
Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn	53	53			105	Đã ký
Nhà máy Nhiệt điện Thái Bình 2	55	55	-	-	110	Đã ký
Nhà máy Nhiệt điện Thái Bình 1	85	85	-	-	169	Đã ký
Nhà máy Nhiệt điện Nghi Sơn 2	-	-	-	100	100	Đang đàm phán
Nhà máy Nhiệt điện Long Phú 1	-	33	33	33	100	Đang đàm phán
Nhà máy Nhiệt điện Duyên Hải 3		25	25	-	50	Đã ký
Nhà máy Nhiệt điện Vân Phong	7	22	22	-	50	Đã ký
Thép KOYEI	25	25	-	-	50	Đã ký
Mulberry Lane	28	28			55	Đã ký
Samsung HCM	52.5	18	-	-	70	Đã ký
Hanovid		35	35		70	Đã ký
203 Nguyễn Huy Tưởng	25	25			50	Đã ký
BV Việt Đức + Bạch Mai	25	25	-	-	50	Đang đàm phán
<b>Thi công nền móng</b>	-	-	320	320	640	
Nhà máy lọc dầu Long Sơn			150	150	300	Đang đàm phán
Sông Hậu	-	-	60	60	120	Đang đàm phán
Đường nối ĐBSCL			50	50	100	Đang đàm phán
GPP Cà Mau			60	60	120	Đang đàm phán
<b>Hạ tầng</b>	25	42	42	210	350	
Metro HCM line 1	25	25			50	Đang đàm phán
Metro Hanoi line 2				100	100	Đang đàm phán
Phủ Lý	-	17	17	17	50	Đã ký
Đường 18 Ông Bí - Bắc Ninh				100	100	Đang đàm phán
<b>Các dự án khác</b>	25	25	25	25	100	Đã ký
<b>Tổng cộng</b>	<b>404</b>	<b>494</b>	<b>502</b>	<b>688</b>	<b>2.119</b>	

Nguồn: FCN

## GIẢ ĐỊNH

### Doanh thu và lợi nhuận gộp:

(Đơn vị: Tỷ đồng)	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
<b>Tổng doanh thu</b>	1.738,8	2.074,8	2.282,3	2.510,5	2.761,6
Thi công nền móng	1.621,3	1.945,6	2.140,2	2.354,2	2.589,6
Vật liệu xây dựng	94,4	103,9	114,3	125,7	138,2
Khác	23,0	25,3	27,9	30,7	33,7
<b>Tổng lợi nhuận gộp</b>	315,2	375,9	413,5	454,9	500,4
Thi công nền móng	291,8	350,2	385,2	423,8	466,1
Vật liệu xây dựng	14,2	15,6	17,1	18,9	20,7
Khác	9,2	10,1	11,2	12,3	13,5

*Nguồn: VPBS ước tính*

Phân khúc thi công nền móng và cọc: là hoạt động kinh doanh cốt lõi và đang gặp sự cạnh tranh cao từ các nhà thầu Trung Quốc.

Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp của phân khúc này trong năm tới như trên. Các ước tính này dựa trên những giả định sau: tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm là 10% (theo tốc độ CAGR của ngành xây dựng trong giai đoạn từ năm 2005 đến năm 2014), trừ năm 2015 và năm 2016 lần lượt tăng 30% và 20% nhờ dự án nhà máy lọc dầu Long Sơn, đường tàu điện ngầm, dự án dân dụng, đường sắt đô thị (metro) và dự án nhiệt điện. Biên lợi nhuận gộp của phân khúc này là 18% bằng với năm 2014.

Cung cấp vật liệu xây dựng: hỗ trợ cho mảng kinh doanh chính của FCN và nâng cao lợi thế cạnh tranh khi tham gia đấu thầu dự án.

Chúng tôi dự báo rằng phân khúc này sẽ đạt tốc độ tăng trưởng tương tự như phân khúc thi công nền móng, và biên lợi nhuận gộp là 15%.

Các dịch vụ khác: Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng doanh thu phân khúc này sẽ đạt 10% mỗi năm.

**Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp**: chúng tôi giả định tỷ lệ của chi phí này trên doanh thu là 6,1% (bằng mức của năm 2014) trong giai đoạn dự phóng.

**Doanh thu tài chính**: chủ yếu bao gồm lợi nhuận từ cổ tức được chia từ các công ty liên kết và thu nhập từ lãi. Chúng tôi giả định mức cổ tức từ các khoản đầu tư còn lại là 8 tỷ đồng mỗi năm và thu nhập từ lãi vẫn giữ ở mức 2% tiền mặt và tương đương tiền.

**Chi phí tài chính**: chúng tôi giả định tỷ lệ của chi phí lãi vay trên tổng dư nợ giảm từ 6,4% xuống 4,0% do lãi suất và trái phiếu chuyển đổi giảm. Các chi phí tài chính khác giữ ổn định ở mức 5 tỷ đồng, bằng với mức trung bình của năm 2013 và năm 2014.

**Chi phí thuế**: Chúng tôi đưa ra mức thuế suất hiệu dụng cho doanh nghiệp là 22% cho năm 2015 và 20% cho các năm sau đó, theo Nghị định số 218/2013/NĐ-CP.

## ĐỊNH GIÁ

Dựa vào phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp so sánh theo giá thị trường (P/E), chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho FCN là **23.200** đồng mỗi cổ phiếu. Tổng lợi nhuận dự kiến là 11,5%, bao gồm mức tăng giá 6,9% và lợi suất cổ tức 4,6%; do đó chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu này.

Mô hình định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	(đồng/cp)
DCF	22.014	50%	11.007
P/E	24.333	50%	12.167
<b>Giá trị hợp lý</b>			<b>23.200</b>

*Nguồn: VPBS*

## MÔ HÌNH DCF

Mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) của chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 22.014 đồng cho mỗi cổ phiếu FCN.

Chúng tôi áp dụng các chỉ số sau cho mô hình DCF:

- Lãi suất phi rủi ro là lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm, tương đương 5,5%.
- Mức bù rủi ro thị trường dự kiến ở mức 8,86%. Và beta của FCN là 1,12.
- Chi phí vốn cổ phần được ước tính ở mức 15,4% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM).
- Chi phí lãi vay ở mức 8,0% là lãi suất vay bình quân của FCN, và thuế suất hiệu dụng cho FCN là 20%.
- Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là 12,2%.
- Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn của FCN là 5%, bao gồm những khả năng tác động từ mảng cơ sở hạ tầng và công trình ngầm kể từ năm 2019.

Tỷ đồng	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Dòng tiền tự do	(259,9)	157,0	160,7	120,2	141,9
Hệ số chiết khấu	0,9	0,8	0,7	0,6	8,8
Giá trị hiện tại dòng tiền	(231,7)	124,7	113,8	75,9	1.244,4
Giá trị công ty	1.327,2				
Cộng: Tiền mặt	236,6				
Trừ: Nợ vay	(552,2)				
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	5,0				
Giá trị VCSH	1.006,5				
<b>Giá trị cổ phiếu</b>	<b>22.014</b>	đồng/cổ phiếu			

## PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH

Chúng tôi dựa trên mức trung vị P/E của nhóm tương đương cùng ngành (7,7 lần) để ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu FCN. Nhóm tương đương cùng ngành gồm bảy công ty niêm yết có hầu hết các hoạt động kinh doanh tương tự với FCN và kết quả kinh doanh gần như ổn định trong bốn năm qua.

Mã CK	Tên công ty	Tăng trưởng EPS 12T	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E	Nợ vay/VCSH	ROE
CTD	CTCP Xây dựng Cotec	20,4%	2.528	7,7	0%	13%
VNE	Tổng CTCP Xây dựng điện Việt Nam	3409,9%	745	8,2	90%	8%
SDT	CTCP Sông Đà 10	-37,1%	675	7,8	167%	12%
SD6	CTCP Sông Đà 6	-8,1%	539	6,7	119%	15%
SD9	CTCP Sông Đà 9	24,7%	468	7,1	177%	14%
SD5	CTCP Sông Đà 5	7,0%	372	5,8	308%	7%
SC5	CTCP Xây dựng Số 5	-37,8%	345	10,3	149%	10%
	Trung vị			7,7	149%	12%
	Trung bình			7,7	144%	11%
FCN	FECON	21,3%	992	7,0	77%	21%

Nguồn: Bloomberg, dữ liệu tại ngày 24/2/2015

Chúng tôi giả định rằng DBJ sẽ chuyển đổi 50% giá trị trái phiếu chuyển đổi tương đương khoảng 5 triệu cổ phiếu trong năm 2015. Với EPS pha loãng của năm 2015 là 3.160 đồng, chúng tôi xác định giá mục tiêu cho cổ phiếu FCN là 24.333 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu FCN đang giao dịch tại mức giá tương đối hợp lý so với cổ phiếu của các nhà thầu trong nước.

## PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY

**Độ nhạy của giá cổ phiếu FCN do sự thay đổi của WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn**

		Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn						
		3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%
WACC	10,7%	24.000	25.100	26.300	27.800	29.600	31.700	34.300
	11,2%	22.800	23.700	24.800	26.000	27.400	29.200	31.200
	11,7%	21.800	22.600	23.500	24.500	25.700	27.100	28.800
	12,2%	20.800	21.500	22.300	<b>23.200</b>	24.200	25.400	26.800
	12,7%	20.000	20.600	21.300	22.000	22.900	23.900	25.100
	13,2%	19.200	19.800	20.400	21.000	21.800	22.600	23.600
	13,7%	18.600	19.000	19.600	20.100	20.800	21.500	22.400

**Độ nhạy của giá cổ phiếu FCN do sự thay đổi tốc độ tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận gộp của mảng thi công nền móng**

		Biên lợi nhuận gộp của mảng thi công nền móng						
		16,5%	17,0%	17,5%	18,0%	18,5%	19,0%	19,5%
% tăng trưởng doanh thu mảng thi công nền móng	7,0%	18.100	19.700	21.300	22.900	24.500	26.100	27.700
	8,0%	18.200	19.800	21.400	23.000	24.600	26.200	27.800
	9,0%	18.200	19.900	21.500	23.100	24.700	26.300	27.900
	10,0%	18.300	19.900	21.600	<b>23.200</b>	24.800	26.400	28.000
	12,0%	18.400	20.100	21.700	23.400	25.000	26.600	28.300
	15,0%	18.600	20.300	22.000	23.600	25.300	27.000	28.700
	18,0%	18.800	20.500	22.200	23.900	25.600	27.300	29.000

## PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật cho thấy một xu hướng giảm điểm của cổ phiếu FCN khi cổ phiếu này phá vỡ đường hỗ trợ MA200 ngày nằm tại 23.600 đồng/cổ phiếu vào ngày 4 tháng 11 và sau đó giảm về mức giá thấp nhất tại 17,900 đồng/cổ phiếu vào ngày 30 tháng 12 năm 2014. Sau khi tạo đáy tại khu vực này, cổ phiếu FCN biến động quanh đường MA10 ngày và hiện tại đang giao dịch bên trên đường hỗ trợ trung hạn MA50 ngày.

Với sự gia tăng mạnh về khối lượng giao dịch, cây nến Spinning Top tăng nhẹ hình thành trên đồ thị kỹ thuật của cổ phiếu FCN ngày hôm nay cho thấy lực mua có thể sẽ gia tăng trong một vài tuần tới, giúp cổ phiếu này kiểm nghiệm lại vùng đỉnh trước đó tại 22.500 đồng/cổ phiếu.

Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu FCN tại thời điểm phát hành báo cáo này.

Tại ngày 24/2/2015	FCN (đồng/cổ phiếu)
Thời gian phân tích	Từ 3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	23.400
Giá thấp nhất trong 3 tháng	17.900
Đường MA 50 ngày	21.000
Đường MA 100 ngày	22.500
Kháng cự trung hạn	22.500
Hỗ trợ trung hạn	21.000
<b>Khuyến nghị</b>	<b>NẮM GIỮ</b>



---

## KẾT LUẬN

FCN có thương hiệu trong lĩnh vực thi công nền móng và nằm trong топ ba công ty hàng đầu trong sản xuất cọc tại thị trường phía Bắc. Công ty có năng lực thi công các dự án lớn với quy mô trên 10 ha.

Với những lợi thế cạnh tranh về quy mô, chúng tôi tin rằng FCN sẽ tiếp tục giành được nhiều hợp đồng trong lĩnh vực công nghiệp, giao thông, nhiệt điện và các dự án FDI trong những năm tới. Bên cạnh đó, nhờ vào sự phục hồi của thị trường nhà đất trong nước, chúng tôi kỳ vọng FCN có thể ký kết thêm nhiều dự án như thi công cọc khoan nhồi cho CotecCons, và giúp FCN tăng doanh thu cũng như lợi nhuận. Tuy nhiên, biên lợi nhuận cho phân khúc này vẫn ở mức thấp, chỉ 5% trong giai đoạn dự báo.

Theo quan điểm của VPBS, những rủi ro cơ bản của công ty bao gồm:

- 1) Rủi ro pha loãng (DBJ sẽ chuyển đổi trái phiếu thành khoảng 10 triệu cổ phiếu để nắm khoảng 15% cổ phần của FCN trong hai năm tới). Ngoài ra, FCN dự kiến phát hành 300 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi trong quý 1/2015.
- 2) Tiến độ thi công của các dự án trong tương lai chậm hơn dự kiến do các hợp đồng tiếp tục bị trì hoãn.
- 3) Cạnh tranh cao ở thị trường phía Bắc có thể dẫn đến biên lợi nhuận giảm.
- 4) Tiến độ thu hồi tiền về cho các dự án nhiệt điện chậm hơn dự kiến.
- 5) Các dự án tàu điện ngầm, hạ tầng thực hiện chậm hơn dự kiến.

Từ đó, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu FCN với giá mục tiêu 12 tháng là **23.200** đồng mỗi cổ phiếu.

## PHỤ LỤC: VPBS DỰ BÁO

<b>BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Doanh thu</b>	<b>1.008</b>	<b>1.205</b>	<b>1.354</b>	<b>1.739</b>	<b>2.075</b>	<b>2.282</b>	<b>2.511</b>	<b>2.762</b>
% tăng trưởng	10,3%	19,5%	12,4%	28,4%	19,3%	10,0%	10,0%	10,0%
Giá vốn hàng bán	746	1.001	1.098	1.424	1.699	1.869	2.056	2.261
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>262</b>	<b>204</b>	<b>256</b>	<b>315</b>	<b>376</b>	<b>414</b>	<b>455</b>	<b>500</b>
Chi phí bán hàng	93	61	75	104	124	137	151	166
<b>EBIT</b>	<b>169</b>	<b>143</b>	<b>181</b>	<b>211</b>	<b>251</b>	<b>277</b>	<b>304</b>	<b>335</b>
Khấu hao	56	38	49	62	75	88	100	113
<b>EBITDA</b>	<b>225</b>	<b>181</b>	<b>231</b>	<b>273</b>	<b>327</b>	<b>364</b>	<b>404</b>	<b>448</b>
Doanh thu tài chính	5	13	12	12	12	14	19	21
Chi phí tài chính	47	21	32	34	27	24	31	29
Lợi nhuận khác	0	2	(1)	-	-	-	-	-
Lợi nhuận từ công ty liên doanh	0	13	21	21	21	21	21	21
<b>EBT</b>	<b>128</b>	<b>150</b>	<b>181</b>	<b>210</b>	<b>258</b>	<b>287</b>	<b>313</b>	<b>347</b>
Thuế	28	33	34	44	52	57	63	69
Thuế suất hiệu dụng	21,7%	21,9%	18,8%	21,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>100</b>	<b>117</b>	<b>147</b>	<b>166</b>	<b>206</b>	<b>230</b>	<b>251</b>	<b>277</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	6	15	5	6	7	8	9	9
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>95</b>	<b>102</b>	<b>142</b>	<b>160</b>	<b>199</b>	<b>222</b>	<b>242</b>	<b>268</b>
Biên LN ròng	9,4%	8,5%	10,5%	9,2%	9,6%	9,7%	9,6%	9,7%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	6.852	2.575	3.106	3.160	3.571	3.981	4.346	4.810
Số lượng cổ phiếu (triệu)	13,81	39,76	45,72	50,72	55,72	55,72	55,72	55,72

Ghi chú: Chúng tôi giả định rằng DBJ sẽ chuyển đổi 50% giá trị trái phiếu (tương đương với khoảng 5 triệu cổ phiếu) trong năm 2015, và phần còn lại trong năm 2016, tại mức giá 19.500 đồng/cổ phiếu



<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>								
Tiền và các khoản tương đương tiền	96	360	237	195	223	291	548	643
Các khoản đầu tư ngắn hạn	0	5	0	0	0	0	0	0
Các khoản phải thu	357	299	957	1.048	1.137	1.251	1.444	1.678
Hàng tồn kho	240	113	153	199	237	260	285	313
Tài sản ngắn hạn khác	25	391	114	146	174	192	211	232
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>718</b>	<b>1.168</b>	<b>1.460</b>	<b>1.587</b>	<b>1.771</b>	<b>1.993</b>	<b>2.488</b>	<b>2.866</b>
<b>Tài sản dài hạn</b>								
Tài sản cố định	449	242	403	485	554	609	648	682
Các khoản đầu tư dài hạn	0	8	113	113	113	113	113	113
Tài sản dài hạn khác	67	176	266	566	546	526	486	466
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>516</b>	<b>426</b>	<b>782</b>	<b>1.164</b>	<b>1.213</b>	<b>1.247</b>	<b>1.247</b>	<b>1.260</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.234</b>	<b>1.594</b>	<b>2.242</b>	<b>2.751</b>	<b>2.984</b>	<b>3.240</b>	<b>3.736</b>	<b>4.126</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>								
Các khoản phải trả	261	352	554	559	623	683	723	812
Vay nợ ngắn hạn	229	182	189	191	228	251	276	304
Nợ ngắn hạn khác	89	315	337	439	519	569	623	684
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>579</b>	<b>849</b>	<b>1.080</b>	<b>1.189</b>	<b>1.370</b>	<b>1.503</b>	<b>1.623</b>	<b>1.800</b>
<b>Nợ dài hạn</b>								
Vay nợ dài hạn	169	41	363	566	368	268	401	346
Nợ dài hạn khác	0	6	6	6	6	6	6	6
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>169</b>	<b>47</b>	<b>369</b>	<b>572</b>	<b>374</b>	<b>274</b>	<b>407</b>	<b>352</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>748</b>	<b>896</b>	<b>1.449</b>	<b>1.761</b>	<b>1.744</b>	<b>1.777</b>	<b>2.029</b>	<b>2.151</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>								
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	174	432	492	542	592	592	592	592
Lợi nhuận chưa phân phối	191	184	226	361	560	782	1.024	1.292
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>364</b>	<b>617</b>	<b>718</b>	<b>902</b>	<b>1.151</b>	<b>1.373</b>	<b>1.615</b>	<b>1.883</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	122	82	75	88	89	90	91	91
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.234</b>	<b>1.594</b>	<b>2.242</b>	<b>2.751</b>	<b>2.984</b>	<b>3.240</b>	<b>3.736</b>	<b>4.126</b>

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b> (tỷ đồng)	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
LCTT từ hoạt động kinh doanh	77	131	(60)	(139)	282	286	239	268
LCTT từ hoạt động đầu tư	(138)	(55)	(240)	(145)	(144)	(142)	(140)	(146)
LCTT từ hoạt động tài chính	44	187	176	242	(109)	(76)	158	(26)
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>(17)</b>	<b>264</b>	<b>(124)</b>	<b>(42)</b>	<b>29</b>	<b>68</b>	<b>257</b>	<b>95</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	114	96	360	237	195	223	291	548
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>96</b>	<b>360</b>	<b>237</b>	<b>195</b>	<b>223</b>	<b>291</b>	<b>548</b>	<b>643</b>
Dòng tiền cho công ty	(46,5)	79,9	(244,6)	(259,9)	157,0	160,7	120,2	141,9

<b>Phân tích các chỉ số</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Chỉ số sinh lời</b>								
Biên LN gộp	26,0%	16,9%	18,9%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%
Biên EBITDA	22,4%	16,1%	18,6%	16,9%	16,8%	16,9%	16,9%	17,0%
Biên LN hoạt động	26,0%	16,9%	18,9%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%
Biên LN ròng	9,4%	8,5%	10,5%	9,2%	9,6%	9,7%	9,6%	9,7%
Tỷ số LN/tổng tài sản	8,6%	7,2%	7,4%	6,4%	6,9%	7,1%	6,9%	6,8%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	30,2%	20,9%	21,3%	19,8%	19,4%	17,6%	16,2%	15,3%
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>								
Tỷ số thanh toán lãi vay (EBIT/I)	4,8x	10,9x	7,1x	7,7x	11,4x	14,3x	12,0x	13,7x
Tỷ số thanh toán lãi vay và CPĐT từ EBITDA	1,2x	2,5x	1,1x	1,7x	2,1x	2,4x	2,5x	2,7x
Tỷ số nợ vay/tổng nguồn vốn	0,52	0,26	0,43	0,46	0,34	0,27	0,30	0,26
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	1,09	0,36	0,77	0,84	0,52	0,38	0,42	0,34
<b>Chỉ số thanh khoản</b>								
Hệ số vòng quay tài sản	0,8x	0,8x	0,6x	0,6x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu	2,8x	4,0x	1,4x	1,7x	1,8x	1,8x	1,7x	1,6x
Hệ số vòng quay các khoản phải trả	2,9x	2,8x	2,0x	2,5x	2,7x	2,7x	2,8x	2,8x
Hệ số vòng quay hàng tồn kho	2,9x	8,5x	6,9x	6,9x	6,9x	6,9x	6,9x	6,9x
Hệ số thanh toán hiện hành	1,2x	1,4x	1,4x	1,3x	1,3x	1,3x	1,5x	1,6x
Hệ số thanh toán nhanh	0,8x	1,2x	1,2x	1,2x	1,1x	1,2x	1,4x	1,4x



---

## LIÊN HỆ

**Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:**

**Barry David Weisblatt**

Giám đốc Khối Phân tích  
barryw@vpbs.com.vn

**Lưu Bích Hồng**

Giám đốc - Phân tích cơ bản  
honglb@vpbs.com.vn

**Nguyễn Quang Minh**

Chuyên viên phân tích  
minhng@vpbs.com.vn

**Lê Thị Diệu Linh**

Trợ lý phân tích  
linhltd@vpbs.com.vn

**Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:**

**Marc Djandji, CFA**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức  
& Nhà đầu tư Nước ngoài  
marcdjandji@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 158

**Lý Đức Dũng**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân  
dungld@vpbs.com.vn  
+844 3974 3655 Ext: 335

**Võ Văn Phương**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1  
Thành phố Hồ Chí Minh  
phuongvv@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 130

**Domalux**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2  
Thành phố Hồ Chí Minh  
domalux@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 128

---

**Trần Đức Vinh**

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ  
Hà Nội  
vinhtd@vpbs.com.vn  
+844 3835 6688 Ext: 369

**Nguyễn Danh Vinh**

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai  
Thành phố Hồ Chí Minh  
vinhnd@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 146

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lượng và thường của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

### Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế  
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

### Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,  
Quận Hải Châu, Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418