

CTCP FECON (FCN) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND16.150	VND16.500	1,86%	TRUNG LẬP	Xây dựng

Ngày 05/08/2022

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực
Triển vọng dài hạn: Tích cực
Định giá: Trung bình

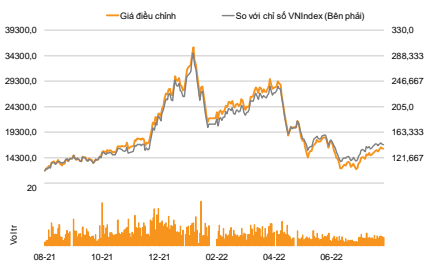
Consensus*: Mua: 0 Giữ: 0 Bán: 0

Giá mục tiêu/Consensus: NA

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Giảm dự phóng EPS năm 2022-23 lần lượt 47,2%-26,2%

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	36.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10.800
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	42.509
Thị giá vốn (tỷ VND)	2.543
Free float (%)	45
P/E trượt (x)	83,1
P/B hiện tại (x)	1,0

Cơ cấu sở hữu

Raito Kogyo Co., Ltd	25,5%
Red One Fund	10,2%
Khác	64,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Trần Bá Trung

trung.tranba@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Biên lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục chịu áp lực

- Tổng giá trị hợp đồng ký mới trong 6T22 đạt 1.981 tỷ đồng chủ yếu đến từ các dự án công nghiệp (có biên LN gộp cao hơn so với các dự án dân dụng).
- Chúng tôi giảm lần lượt 47,2%-26,2% dự phóng LN ròng năm 2022-23 do giá vật liệu xây dựng cao ảnh hưởng đến giá vốn hàng bán.
- Giảm giá mục tiêu xuống 16.500 đồng/cp phản ánh EPS 2022-23 thấp hơn.

Biên lợi nhuận gộp suy giảm khiến KQKD 6T22 thấp hơn kỳ vọng

Trong quý 2/2022 (Q2/22), FCN ghi nhận doanh thu (DT) tăng 36,6% svck đạt 1.039 tỷ đồng tuy nhiên lợi nhuận (LN) ròng lại giảm mạnh 53,1% svck xuống 15 tỷ đồng. Biên LN gộp trong kỳ giảm còn 10,2% từ mức 17,5% trong Q1/22 phản ánh giá vật liệu xây dựng tăng. Chi phí lãi vay tăng 52,7% svck chủ yếu do nợ vay tại dự án điện gió Quốc Vinh-Sóc Trăng không còn được vốn hóa từ Q4/21. Lũy kế 6T22, DT và LN ròng của FCN lần lượt đạt 1.541 tỷ đồng-15 tỷ đồng (+14,9% svck/-84% svck), chỉ hoàn thành 4% dự phóng LN ròng cả năm của chúng tôi.

Những khó khăn của mảng xây dựng đường như đã qua đi

Đại dịch Covid-19 kéo dài và giá vật liệu xây dựng tăng cao đã làm chậm tiến độ của hàng loạt dự án trong giai đoạn 2021-6T22. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng mảng xây lắp của FCN sẽ phục hồi đáng kể trong những tháng sắp tới nhờ dòng vốn đầu tư công và FDI mạnh mẽ. Công ty hiện đang còn nhiều backlog tại các dự án xây dựng công nghiệp lớn như Khu liên hợp Gang thép Dung Quất 2, nhiệt điện Vũng Áng 2 & Nhơn Trạch 3&4,...

Biên LN gộp thấp gây áp lực lên khả năng phục hồi LN trong năm 2022

Do sự cạnh tranh ngày càng gay gắt của ngành xây dựng trong nước và giá vật liệu xây dựng cao, chúng tôi dự phóng biên LN gộp mảng xây lắp của FCN sẽ chỉ đạt 12,5% trong năm 2022. Mặc dù hầu hết các hợp đồng mà FCN ký kết đều có điều khoản điều chỉnh giá, chúng tôi vẫn cho rằng tác động của nguyên liệu đầu vào sẽ ảnh hưởng đáng kể đến biên LN gộp trong phần còn lại của năm 2022.

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng LN ròng trong năm 2022-23

Chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 47,2%/26,2% dự phóng LN ròng trong năm 2022-23 phản ánh việc biên LN gộp giảm 3,3/1,8 điểm %. Mặc dù vậy, LN ròng của FCN vẫn sẽ tăng trưởng kép 59,8% trong năm 2022-23 nhờ giá trị backlog lớn hiện tại, chiếm 60% dự phóng của chúng tôi. Trong năm 2022, DT và LN ròng sẽ tăng 24,9%-55,7% svck. Trong dự phóng này, chúng tôi chưa tính đến việc FCN thoái vốn khỏi 2 nhà máy điện. Nếu chuyển nhượng thành công, 2 nhà máy trên sẽ đem lại cho công ty khoảng 150 tỷ đồng LN ròng trong năm 2022-23.

Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu 16.500đ/cp

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần và giảm mục tiêu xuống 16.500đ/cp phản ánh mức EPS năm 2022-23 thấp hơn. Tiềm năng tăng giá bao gồm (1) giá trị thoái vốn 2 nhà máy điện cao hơn kỳ vọng và (2) quỹ đất mới từ các dự án bất động sản. Rủi ro giảm giá là giá vật liệu xây dựng cao hơn kỳ vọng.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	3.154	3.484	4.351	4.589
Tăng trưởng DT thuần	2,0%	10,5%	24,9%	5,5%
Biên lợi nhuận gộp	15,0%	13,5%	13,5%	15,0%
Biên EBITDA	9,2%	8,6%	9,0%	10,3%
LN ròng (tỷ)	119	68	106	175
Tăng trưởng LN ròng	(40,8%)	(42,4%)	55,7%	64,0%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(40,8%)	(42,4%)	55,7%	64,0%
EPS cơ bản	754	434	676	1.109
EPS điều chỉnh	708	382	636	1.033
BVPS	14.071	16.860	17.091	18.002 ¹
ROAE	5,4%	2,8%	4,0%	6,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

BIÊN LỢI NHUẬN GỘP SẼ TIẾP TỤC CHỊU ÁP LỰC

Biên lợi nhuận gộp suy giảm khiến KQKD 6T22 thấp hơn kỳ vọng

Hình 1: Tóm tắt kết quả kinh doanh Q2/22 (tỷ đồng)

tỷ đồng	Q2/22	Q2/21	% svck	6T22	6T21	% svck	% sv dự phóng cả năm	Nhận xét
Doanh thu	1.039,1	760,5	36,6%	1.540,8	1.340,8	14,9%	34,4%	
Lợi nhuận gộp	106,1	134,5	-21,1%	194,0	239,2	-18,9%	25,9%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>10,2%</i>	<i>17,7%</i>	<i>-7,5 đ %</i>	<i>12,6%</i>	<i>17,8%</i>	<i>-5,2 đ %</i>	<i>-4,2 đ %</i>	Biên lợi nhuận gộp Q2/22 giảm 7,5 điểm % svck do (1) giá nguyên vật liệu cao và (2) doanh thu mảng xây lắp trong Q2/21 đến chủ yếu bởi các dự án điện gió, vốn có biên lợi nhuận gộp cao.
CPBH&QLDN	52,2	58,1	-10,1%	103,7	111,1	-6,7%	33,6%	
<i>CPBH&QLDN / DTT</i>	<i>5,0%</i>	<i>7,6%</i>	<i>-2,6 đ %</i>	<i>6,7%</i>	<i>8,3%</i>	<i>-1,6 đ %</i>	<i>-0,2 đ %</i>	
EBIT	53,9	76,4	-29,5%	90,3	128,1	-29,5%	20,4%	
Lãi vay	52,8	34,6	52,7%	98,9	62,2	58,9%	54,5%	
Lợi nhuận trước thuế	10,0	41,8	-76,0%	8,9	67,2	-86,8%	3,5%	
Lợi nhuận sau thuế	7,9	33,5	-76,4%	1,2	50,8	-97,6%	0,6%	
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông thiểu số	(7,3)	1,1	NA	(6,8)	0,5	NA	NA	Theo ban lãnh đạo FCN, tỷ lệ sở hữu của công ty tại dự án điện gió Quốc Vinh-Sóc Trăng đã được điều chỉnh về mức thực tế là 51% trong Q2/22 (từ mức 90% trong quý trước đó - theo hợp đồng hợp tác đầu tư ban đầu). Do đó, lợi nhuận sau thuế của cổ đông thiểu số trong Q2/22 lỗ 7,3 tỷ đồng.
Lợi nhuận ròng	15,2	32,4	-53,1%	8,0	50,3	-84,0%	4,0%	
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>1,5%</i>	<i>4,3%</i>	<i>-2,8 đ %</i>	<i>0,5%</i>	<i>3,8%</i>	<i>-3,2 đ %</i>	<i>-4,0 đ %</i>	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 6 tháng cuối năm 2022 và 2023: giá trị backlog lớn nhưng biên LN gộp vẫn sẽ duy trì ở mức thấp

Giá trị ký mới tích cực trong 6T22 chủ yếu đến từ các dự án công nghiệp

Ngoại trừ 2 tháng đầu năm kém sôi động do trùng với kỳ nghỉ Tết Nguyên đán, hoạt động đấu thầu của FCN đã tăng tốc kể từ tháng 3/2022. Kết quả là tổng giá trị hợp đồng ký mới của FCN trong 6T22 đạt 1.981 tỷ đồng (+11,3% svck), tương đương 44% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Trong báo cáo gần nhất, chúng tôi kỳ vọng việc các dự án điện gió sẽ đóng góp khoảng 1.500 tỷ đồng/năm vào tổng giá trị hợp đồng ký mới trong giai đoạn 2022-2023 nhờ xu hướng khuyến khích đầu tư vào các dự án điện gió của nhà nước. Tuy nhiên, Chính phủ vẫn chưa phê duyệt Quy hoạch điện 8, chậm hơn so với kỳ vọng trước đây của chúng tôi là trong nửa đầu năm 2022. Do đó, đã có rất ít dự án điện gió được thi công trong 6T22, đồng nghĩa với việc thiếu hụt việc làm cho các nhà thầu xây lắp. Trên thực tế, FCN không nhận thầu thêm bất kỳ dự án điện gió nào và chỉ thi công phần còn lại từ dự án điện gió Hòa Đông trong 6 tháng đầu năm vừa qua.

Bên cạnh đó, giá vật liệu xây dựng tăng cao trong 6T22 cũng làm nhiều dự án chậm tiến độ. Do đó, kết quả trúng thầu khả quan của FCN trong 6T22 là khá ấn tượng và chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng tổng giá trị hợp đồng ký mới năm 2022 lên 5.500 tỷ đồng, từ mức 4.850 tỷ đồng trước đó. Chúng tôi cũng lưu ý rằng hoạt động đấu thầu thường tập trung vào quý cuối năm.

Hình 2: Các hợp đồng ký mới của FCN trong nửa đầu năm 2022

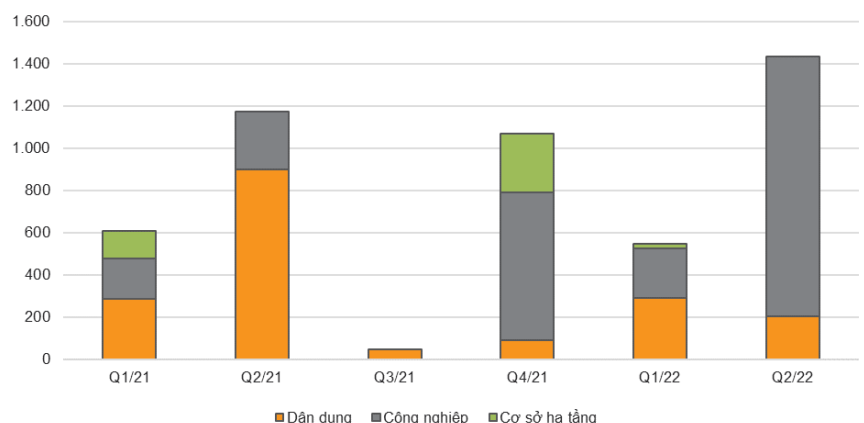
Dự án	Giá trị hợp đồng (tỷ đồng)	Thời điểm tháng thầu
Tổng	1.981	
Dân dụng	498	
KĐT An Hưng	40	03/2022
Grand Mercure Hội An resort	122	03/2022
Paragon Đại Phước, Grand World Phú Quốc,...	130	03/2022
Park Hyatt Phú Quốc Residences	17	04/2022
HH1, D6 - quận Tây Hồ	51	04/2022
Park City Hà Nội	31	05/2022
Swancity Đại Phước	84	05/2022
KĐT Nam Đông Hà - Quảng Trị	23	06/2022
Công nghiệp	1.461	
Khu liên hợp Gang thép Dung Quất 2	233	03/2022
Khu liên hợp Gang thép Dung Quất 2	268	04/2022
ICD Vĩnh Phúc	118	04/2022
Nhiệt điện Vũng Áng 2	120	04/2022
Nhiệt điện Vũng Áng 2	239	05/2022
Nhiệt điện Quảng Trạch 1	65	06/2022
Nhiệt điện Nhơn Trạch 3&4	418	06/2022
Cơ sở hạ tầng	22	
Sân bay Long Thành	22	03/2022

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi ước tính giá trị backlog của FCN tính đến hết Q2/22 khoảng 3.000 tỷ đồng. Nếu loại trừ gói thầu xây dựng dự án tuyến metro số 3 Hà Nội (bị chậm do vướng giải phóng mặt bằng và chưa xác định được thời gian quay trở lại thi công), giá trị backlog hiện tại là 2.400 tỷ đồng, đảm bảo tăng trưởng doanh thu trong nửa cuối năm 2022.

Trong giai đoạn 2023-2026, chúng tôi kỳ vọng mảng xây dựng của FCN sẽ tiếp tục đà tăng trưởng cả về doanh thu và giá trị hợp đồng ký mới nhờ (1) FCN là một trong những công ty nội địa hàng đầu trong lĩnh vực xây dựng công nghiệp nặng với chuyên môn sâu về nền móng; (2) FCN đã chứng tỏ năng lực xây dựng các dự án điện gió trong năm 2021 và sẽ hưởng lợi từ đà xu hướng phát triển năng lượng tái tạo khi Quy hoạch điện 8 (được kỳ vọng phê duyệt vào Q4/22) và (3) nhu cầu xây dựng ở Việt Nam vẫn còn rất lớn ở cả mảng dân dụng và công nghiệp. Do đó, chúng tôi giả định giá trị hợp đồng ký mới của FCN trong giai đoạn 2023-26 sẽ khoảng 6.000 tỷ đồng/năm.

Hình 3: Giá trị hợp đồng ký mới của FCN trong năm 2021-6T22 theo loại hình dự án (tỷ đồng)



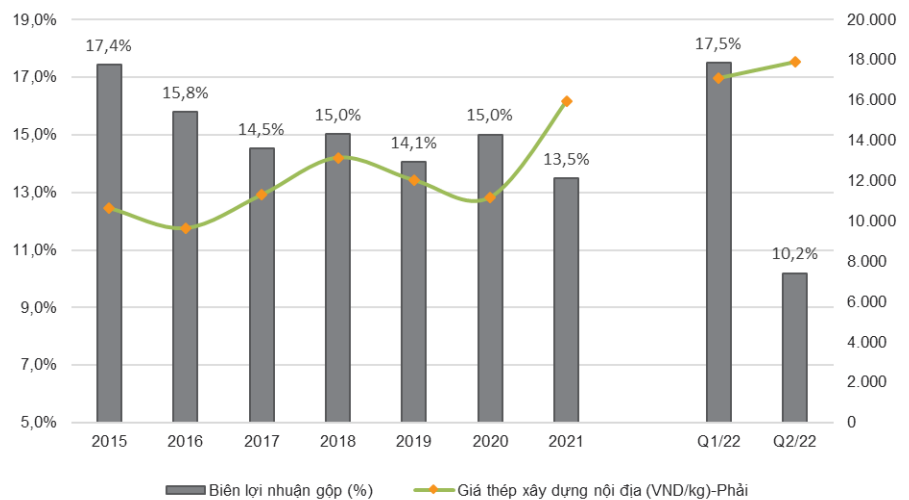
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Biên LN gộp thấp gây áp lực lên khả năng phục hồi LN trong năm 2022

Nhờ duy trì vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực xây dựng nền móng và giá trị backlog lớn từ các dự án công nghiệp nặng và công trình ngầm, FCN đã duy trì biên LN gộp ổn định trong giai đoạn 2017-20 ở mức khoảng 14-15%, cao hơn đáng kể so với các doanh nghiệp xây dựng niêm yết khác như CTD & HBC (chỉ 5%-10%).

Tuy nhiên, biên LN gộp của FCN đã giảm mạnh trong năm 2021 xuống 13,5%, mức thấp nhất kể từ khi niêm yết. Chúng tôi cho rằng hiệu suất kinh doanh thấp của năm 2021 chủ yếu do (1) giá vật liệu xây dựng tăng cao, đặc biệt là giá thép tăng 43% svck trong năm ngoái và (2) cạnh tranh ngày càng gay gắt trong ngành do đại dịch Covid-19 làm gián đoạn hoạt động xây dựng.

Hình 4: Biên LN gộp của FCN suy giảm mạnh trong Q2/22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Do sự cạnh tranh ngày càng gay gắt của ngành xây dựng trong nước và giá vật liệu xây dựng cao, chúng tôi dự báo biên LN gộp mảng xây lắp của FCN sẽ chỉ đạt 12,5% trong cả năm 2022 bất chấp mức biên LN nhuận gộp cao trong Q1/22 (17,5%). Chúng tôi cũng lưu ý rằng biên LN gộp năm 2021 của công ty sau kiểm toán đã giảm 1,3 điểm % từ 14,8% xuống 13,5% do việc điều chỉnh giá thầu với các chủ đầu tư được kiểm toán đánh giá là không chắc chắn. Mặc dù đã tăng của giá vật liệu xây dựng đã hạ nhiệt trong hai tháng qua và hầu hết các hợp đồng mà FCN ký kết đều có điều khoản điều chỉnh giá, chúng tôi vẫn cho rằng nguyên liệu đầu vào sẽ ảnh hưởng đáng kể đến biên LN gộp của công ty trong phần còn lại của năm 2022. Trong giai đoạn 2023-2024, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp được dự báo sẽ tăng dần lên mức cao hơn là 14%.

Mảng đầu tư: chưa có nhiều thông tin về các dự án tiềm năng

FCN có khả năng sẽ thoái vốn khỏi ít nhất một trong hai dự án năng lượng tái tạo (NLTT) trong năm 2022.

FCN hiện đang sở hữu lần lượt 40% và 51% cổ phần tại hai nhà máy NLTT là điện mặt trời Vĩnh Hảo 6 và điện gió Quốc Vinh - Sóc Trăng. Nhà máy điện mặt trời Vĩnh Hảo 6 (tỉnh Bình Thuận) với vốn đầu tư ban đầu là 1.361 tỷ đồng. Dự án này đã được vận hành thương mại từ tháng 6/2019 và đang được hưởng mức giá FIT 9,35 cent/kWh trong 20 năm. Chúng tôi ước tính dự án sẽ đóng góp khoảng 5-7 tỷ đồng/năm LN trước thuế cho FCN.

Dự án điện gió đầu tiên của công ty là Quốc Vinh – Sóc Trăng có vốn đầu tư 1.400 tỷ đồng. Dự án đã bắt đầu vận hành thương mại từ tháng 10/2021 và

được hưởng mức giá FIT 8,5 cent/kWh trong 20 năm. Theo ban lãnh đạo công ty, sự cố gây cánh quạt tuabin trong tháng 11/2021 đã được khắc phục và dự án ghi nhận hiệu suất hoạt động 70% trong 6T22. Chúng tôi ước tính dự án sẽ đóng góp khoảng 130 tỷ đồng doanh thu cho FCN trong năm 2022 và khoảng 160 tỷ đồng doanh thu mỗi năm từ năm 2023.

FCN kỳ vọng sẽ thoái vốn hoàn toàn khỏi ít nhất một dự án NLTT hiện có trong năm nay. Trong trường hợp thoái vốn cả hai dự án, FCN sẽ ghi nhận một lần LN ròng là 150 tỷ đồng, dựa trên ước tính của chúng tôi. Cho đến nay, không có thêm thông tin nào thêm được công bố, vì vậy chúng tôi không đưa các khoản thoái vốn này vào dự phóng LN giai đoạn 2022-2023. Chúng tôi cho rằng đây có thể là một tiềm năng tăng giá ngắn hạn đối với FCN.

Từng bước tiến vào lĩnh vực phát triển bất động sản (BDS)

Tại Đại hội cổ đông thường niên tháng 4/2022, FCN đặt mục tiêu phát triển 5 dự án BDS trong hai năm tới, bao gồm 4 dự án BDS khu dân cư và 1 dự án BDS khu công nghiệp (chi tiết tại Hình 5). Trong ngắn hạn, FCN nhiều khả năng sẽ được chọn là nhà phát triển dự án khu đô thị Nam Thái. Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng của khu đô thị này khi sở hữu vị trí đắc địa tại TP. Phủ Yên (thành phố mới của tỉnh Thái Nguyên), nơi có nhu cầu nhà ở cao khi nằm gần các nhà máy của Samsung. Với tổng vốn đầu tư 98 triệu USD, chúng tôi tin rằng FCN sẽ đẩy nhanh tiến độ thoái vốn các dự án NLTT để tài trợ các dự án mới.

Đối với các dự án bất động sản khác, chúng tôi không có thông tin cập nhật về tiến độ. Do đó, chúng tôi tạm thời không đưa hoạt động các dự án bất động sản vào mô hình dự phóng và định giá.

Hình 5: Danh mục đầu tư dự án của FCN

Dự án	Địa điểm	Diện tích (ha)	Tổng mức đầu tư (triệu USD)	Ghi chú
Năng lượng tái tạo				
Điện mặt trời Vĩnh Hào 6	Tuy Phong, Bình Thuận		59	- Tỷ lệ sở hữu: 40% - Công suất thiết kế: 50 MWp - Sản lượng điện: 83 triệu kWh/năm - Thời điểm vận hành thương mại: tháng 06/2019
Điện gió Quốc Vinh - Sóc Trăng	Vĩnh Châu, Sóc Trăng		61	- Tỷ lệ sở hữu: 51% - Công suất thiết kế: 30 MWp - Sản lượng điện: 98 triệu kWh/năm - Thời điểm vận hành thương mại: tháng 11/2021
Điện gió Bà Rịa-Vũng Tàu	Bà Rịa-Vũng Tàu		NA	- Công suất thiết kế: 500 MWp - Loại hình đầu tư: điện gió ngoài khơi - Tiến độ: FCN đã ký thỏa thuận hợp tác phát triển dự án với Corio Generation (Australia). Hiện tại, dự án đang thực hiện các thủ tục đầu tư để bổ sung vào Quy hoạch điện 8.
Bất động sản dân cư				
Mỹ Hào Garden City	Mỹ Hào, Hưng Yên	325	590	Đã được phê duyệt quy hoạch 1/2000 Dự án đã được chấp thuận chủ trương đầu tư. Đầu tháng 7/2022, Sở Kế hoạch và Đầu tư tỉnh Thái Nguyên đã công bố CTCP Fecon Phủ Yên (Fecon Investment sở hữu 55% cổ phần) là nhà đầu tư duy nhất đăng ký thực hiện dự án.
KĐT Nam Thái	Phủ Yên, Thái Nguyên	25	98	
KĐT Việt Hùng	Quê Võ, Bắc Ninh	6	16	
Trung tâm thương mại, dịch vụ kết hợp nhà ở Sa Đéc	Sa Đéc, Đồng Tháp	37	62	
Bất động sản khu công nghiệp				
KCN Yên Phong 2	Yên Phong, Bắc Ninh	655	272	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng LN ròng giai đoạn 2022-23 do biên LN gộp thu hẹp

Chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 47,2%/26,2% LN ròng giai đoạn 2022-23 xuống để phản ánh biên LN gộp giảm 3,3 điểm %/1,8 điểm % bất chấp (1) chi phí lãi vay giảm 1,6%/7,1% và (2) CPBH&QLDN / DT giảm 0,4 điểm %.

Hình 6: Điều chỉnh dự phóng năm 2022-23

tỷ đồng	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		% thay đổi		Nhận xét
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	
Doanh thu	4.474,2	4.887,7	4.350,7	4.588,6	-2,8%	-6,1%	
Xây lắp	4.314,6	4.725,0	4.214,6	4.420,0	-2,3%	-6,5%	
Năng lượng	159,5	162,7	136,1	168,6	-14,7%	3,6%	Chúng tôi giảm dự phóng doanh thu năng lượng năm 2022 do hiệu suất vận hành thấp hơn tại điện gió Quốc Vinh-Sóc Trăng là 70% so với mức 80% trong dự phóng trước đó. Trong năm 2023, chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu năng lượng chủ yếu do công ty được hưởng lợi từ tỷ giá cao hơn so với dự phóng trước đó của chúng tôi.
Lợi nhuận gộp	750,6	817,2	585,3	686,1	-22,0%	-16,0%	
Biên lợi nhuận gộp	16,8%	16,7%	13,5%	15,0%	-3,3 đ %	-1,8 đ %	
Xây lắp	15,5%	15,5%	12,5%	13,5%	-3,0 đ %	-2,0 đ %	Chúng tôi giảm biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp do (1) giá vật liệu xây dựng cao hơn dự kiến và (2) giá trị ký mới của các dự án điện gió (thường có biên lợi nhuận gộp cao) thấp hơn so với kỳ vọng trước đó.
Năng lượng	51,3%	52,1%	43,0%	53,0%	-8,3 đ %	0,9 đ %	
CPBH&QLDN	308,7	337,3	281,4	296,8	-8,9%	-12,0%	
CPBH&QLDN / DTT	6,9%	6,9%	6,5%	6,5%	-0,4 đ %	-0,4 đ %	Chúng tôi giảm dự phóng tỷ lệ CPBH&QLDN / DTT do mức CPBH&QLDN thực tế của năm 2021 thấp hơn dự phóng trước đó.
EBIT	432,9	470,2	295,7	380,7	-31,7%	-19,0%	
Lãi vay	181,4	175,3	178,5	162,9	-1,6%	-7,1%	Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng lãi vay nhờ khoản nợ vay thấp hơn khi vốn chủ sở hữu của công ty đã bổ sung 416 tỷ đồng nhờ đợt phát hành riêng lẻ trong tháng 12/2021.
Lợi nhuận trước thuế	257,1	301,4	143,0	234,9	-44,4%	-22,1%	
Lợi nhuận sau thuế	204,3	239,2	109,1	177,5	-46,6%	-25,8%	
Lợi nhuận ròng	201,8	236,5	106,5	174,6	-47,2%	-26,2%	
Biên lợi nhuận ròng	4,5%	4,8%	2,4%	3,8%	-2,1 đ %	-1,0 đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi chưa đưa việc FCN thoái vốn khỏi 2 dự án điện gió Quốc Vinh - Sóc Trăng và điện mặt trời Vĩnh Hảo 6. Ban lãnh đạo công ty đang đặt mục tiêu chuyển nhượng vốn tại hai dự án này trong giai đoạn quý 4/2022-2023. Nếu thành công, chúng tôi kỳ vọng hai nhà máy sẽ đem lại cho FCN khoảng 150 tỷ đồng LN ròng trong năm 2021-22.

Định giá: khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 16.500đ/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá từng phần cho mảng xây dựng của FCN và hai nhà máy NLTT (Vĩnh Hảo 6 và Quốc Vinh - Sóc Trăng). Đối với mảng xây dựng, chúng tôi áp dụng phương pháp DCF 5 năm với WACC là 9,4%. Đối với mảng NLTT, chúng tôi áp dụng định giá DCF cho toàn bộ vòng đời dự án (20 năm) với WACC là 10,1%. Đối với Khoản đầu tư vào công ty liên kết và Lợi ích cổ đông thiểu số, chúng tôi ghi nhận giá trị sổ sách tại ngày 30/06/2022. Theo đó, giá mục tiêu của chúng tôi là 16.500đ/cp, tương ứng với việc hạ khuyến nghị xuống Trung lập đối với FCN.

Chúng tôi cho rằng việc giá vật liệu xây dựng hạ nhiệt gần đây đã giúp giá cổ phiếu của các công ty xây dựng phục hồi đáng kể. Giá cổ phiếu của FCN đã tăng 34% trong một tháng qua, cao hơn mức trung bình của các công ty cùng ngành (+30%) và vượt trội so với VN-Index là +5,0%. Hiện tại, FCN đang giao dịch ở mức P/E 12 tháng là 83,1 lần và P/E năm 2022 là 25,4 lần. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu FCN đã ở mức hợp lý trong đầu tư ngắn hạn. Về dài hạn,

chúng tôi sẽ chờ thêm thông tin về các dự án bất động sản mà công ty đang theo đuổi trong giai đoạn 2023–24.

Chúng tôi lưu ý rằng mô hình định giá hiện tại chưa bao gồm các dự án bất động sản và khoản lợi nhuận ghi nhận một lần tiềm năng từ việc thoái vốn 2 dự án NLTT.

Hình 7: Phương pháp định giá từng phần

Định giá từng phần	Phương pháp	tỷ đồng
Xây lắp	DCF 5 năm	4.008
Điện gió Quốc Vinh - Sóc Trăng	DCF 20 năm	761
Điện mặt trời Vĩnh Hảo 6	DCF 20 năm	320
Đầu tư vào công ty liên kết	Giá trị sổ sách cuối Q2/22	253
(+) Tiền và tương đương tiền		307
(-) Nợ vay	Giá trị sổ sách cuối Q2/22 (đã loại trừ phần lãi vay tại điện gió Quốc Vinh-Sóc Trăng theo tỷ lệ góp vốn thực tế)	2.243
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	Giá trị sổ sách cuối Q2/22	802
Giá trị doanh nghiệp		2.603
SLCP đang lưu hành (triệu cp)		157
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)		16.534
Giá mục tiêu (làm tròn, đồng)		16.500

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

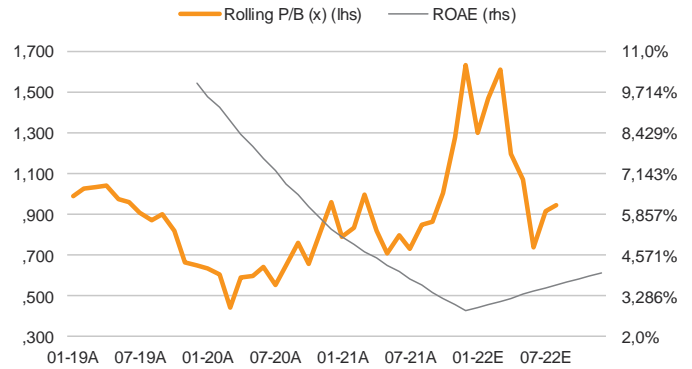
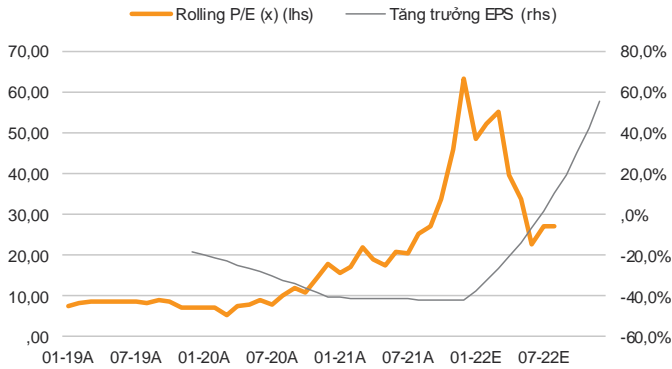
Tiềm năng tăng giá bao gồm (1) giá trị các hợp đồng ký mới cao hơn kỳ vọng, (2) giá trị các thương vụ thoái vốn cao hơn kỳ vọng và (3) quỹ đất mới từ các dự án bất động sản. Rủi ro giảm giá là giá vật liệu xây dựng cao hơn kỳ vọng làm chậm tiến độ xây dựng.

Hình 8: So sánh với các công ty trong ngành xây dựng (dữ liệu ngày 04/08/2022)

Công ty	Mã CK	Thị giá	Vốn hóa	P/E (x)	P/BV (x)	ROE (%)	ROA (%)	D/E (%)
		VND	triệu USD	TTM	Hiện tại	TTM	Hiện tại	Hiện tại
CTCP Xây lắp điện 1	PC1 VN	38.750	389,3	18,7	1,9	10,5	2,7	143,9
CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình	HBC VN	21.350	224,1	52,4	1,4	2,7	0,6	125,7
CTCP Xây dựng Coteccons	CTD VN	63.800	201,3	na	0,6	(0,8)	(0,5)	0,0
CTCP ĐTPT Công nghiệp và Vận tải	TCD VN	12.950	135,2	4,5	0,9	22,0	6,4	70,3
CTCP Hưng Thịnh Incons	HTN VN	35.350	134,6	12,6	2,0	16,6	3,3	129,0
CTCP Đạt Phương	DPG VN	48.000	129,2	8,2	2,0	27,6	6,7	151,9
CTCP SCI	S99 VN	10.500	25,4	9,4	0,6	8,9	1,8	129,2
CTCP Xây dựng số 5	SC5 VN	19.100	12,2	8,7	0,9	9,4	1,4	138,8
CTCP Xây dựng 47	C47 VN	14.300	16,8	8,4	1,0	11,0	2,5	211,3
<i>Trung bình</i>			140,9	15,4	1,2	12,0	2,8	122,2
<i>Trung vị</i>			134,6	9,1	1,0	10,5	2,5	129,2
CTCP FECON	FCN VN	16.150	109,0	83,1	1,0	1,8	1,4	84,4

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	3.484	4.351	4.589
Giá vốn hàng bán	(3.015)	(3.765)	(3.902)
Chi phí quản lý DN	(25)	(32)	(33)
Chi phí bán hàng	(200)	(250)	(264)
LN hoạt động thuần	244	304	389
EBITDA thuần	290	374	462
Chi phí khấu hao	(45)	(70)	(73)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	244	304	389
Thu nhập lãi	19	27	19
Chi phí tài chính	(160)	(197)	(182)
Thu nhập ròng khác	7	8	9
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	110	143	235
Thuế	(39)	(34)	(57)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(2)	(3)	(3)
LN ròng	68	106	175
Thu nhập trên vốn	68	106	175
Cổ tức phổ thông	(41)	(79)	(79)
LN giữ lại	28	28	96

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	312	370	401
Đầu tư ngắn hạn	49	49	49
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.821	2.742	2.703
Hàng tồn kho	1.662	1.702	1.711
Các tài sản ngắn hạn khác	218	252	266
Tổng tài sản ngắn hạn	5.063	5.115	5.130
Tài sản cố định	1.913	1.920	1.924
Tổng đầu tư	292	252	252
Tài sản dài hạn khác	228	261	275
Tổng tài sản	7.496	7.548	7.581
Vay & nợ ngắn hạn	1.332	1.198	1.025
Phải trả người bán	1.049	774	855
Nợ ngắn hạn khác	985	1.001	1.056
Tổng nợ ngắn hạn	3.365	2.972	2.936
Vay & nợ dài hạn	1.141	1.008	926
Các khoản phải trả khác	60	75	80
Vốn điều lệ và	1.574	1.574	1.574
LN giữ lại	218	246	342
Vốn chủ sở hữu	2.654	2.691	2.834
Lợi ích cổ đông thiểu số	275	802	805
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	7.496	7.548	7.581

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	110	143	235
Khấu hao	48	73	76
Thuế đã nộp	(39)	(34)	(57)
Các khoản điều chỉnh khác	(98)	(92)	(87)
Thay đổi VLĐ	(179)	(312)	122
LC tiền thuần HKĐK	(158)	(221)	288
Đầu tư TSCĐ	(1.266)	(80)	(80)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(14)	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	13	40	0
LC tiền từ HĐĐT	(1.267)	(40)	(80)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.420	397	(99)
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(41)	(79)	(79)
LC tiền thuần HĐTC	1.379	318	(177)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	358	312	370
LC tiền thuần trong năm	(46)	57	31
Tiền & tương đương tiền cuối kì	312	370	401

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	2,0%	2,4%	3,8%
Vòng quay TS	0,49	0,58	0,61
ROAA	1,0%	1,4%	2,3%
Đòn bẩy tài chính	2,93	2,81	2,74
ROAE	2,8%	4,0%	6,3%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	295,6	230,0	215,0
Số ngày nắm giữ HTK	201,2	165,0	160,0
Số ngày phải trả tiền bán	127,0	75,0	80,0
Vòng quay TSCĐ	2,65	2,27	2,39
ROIC	1,3%	1,9%	3,1%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,5	1,7	1,7
Khả năng thanh toán nhanh	1,0	1,1	1,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	0,2
Vòng quay tiền	369,8	320,0	295,0
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	10,5%	24,9%	5,5%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(5,7%)	24,4%	28,1%
Tăng trưởng LN ròng	(42,4%)	55,7%	64,0%
Tăng trưởng EPS	(42,4%)	55,7%	64,0%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Trần Bá Trung – Chuyên viên Phân tích

Email: trung.tranba@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>