

CÔNG TY CỔ PHẦN FECON (HOSE: FCN)
Ngành
Xây dựng
FCN – Kết quả kinh doanh tích cực nhờ đóng góp từ các dự án điện
KHUYẾN NGHỊ
MUA

Giá mục tiêu	13,300
Giá hiện tại	11,700
Upside	13.7%

Ngày 06/02/2023

Doanh thu tăng mạnh so với quý trước. Quý 4/2022, FCN ghi nhận doanh thu thuần 838.5 tỷ đồng, + 26.2% QoQ cho thấy tốc độ thi công xây dựng các gói thầu đã được cải thiện. Tuy nhiên mức doanh thu này vẫn thấp hơn cùng kỳ năm ngoái 34.2%.

FCN trúng thầu hơn 620 tỷ đồng trong quý 4/2022 (52.2% YoY). Các gói thầu lớn mà FCN đã ký kết trong quý này nằm trong các dự án bao gồm: Dự án Đầu tư xây dựng bến số 5, số 6 Khu bến cảng Lạch Huyện (380 tỷ đồng), Dự án điện gió ngoài khơi Đông Nam Á (70 tỷ đồng), Dự án Nhà máy Nhiệt điện Vũng Áng 2 (170 tỷ đồng).

FCN đã bán toàn bộ cổ phần còn lại tại Dự án Nhà máy Điện Mặt trời Vĩnh Hào 6. Thương vụ này đã được công ty ghi nhận doanh thu tài chính trong năm 2022, đóng góp tích cực vào kết quả kinh doanh của công ty. Đồng thời, việc chia sẻ đường dây điện ở Dự án Điện gió Quốc Vinh Sóc Trăng cũng giúp lợi nhuận sau thuế của công ty được cải thiện đáng kể.

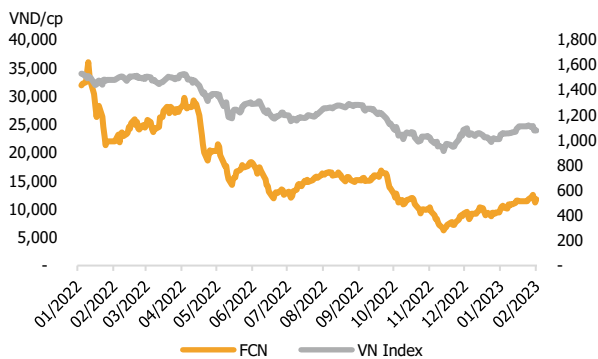
Lợi nhuận sau thuế quý 4 của FCN đạt 49.3 tỷ đồng, cả năm đạt 51.3 tỷ đồng (- 27.5% YoY). Doanh thu tài chính và thu nhập khác từ các dự án điện gió là nguồn thu nhập chính đóng góp vào kết quả lợi nhuận tích cực của công ty trong quý này.

Định giá

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị đối với cổ phiếu FCN ở mức **MUA**, giá mục tiêu 12 tháng là 13,300 đồng/cp (upside 13.7%).

Một số chỉ tiêu chính

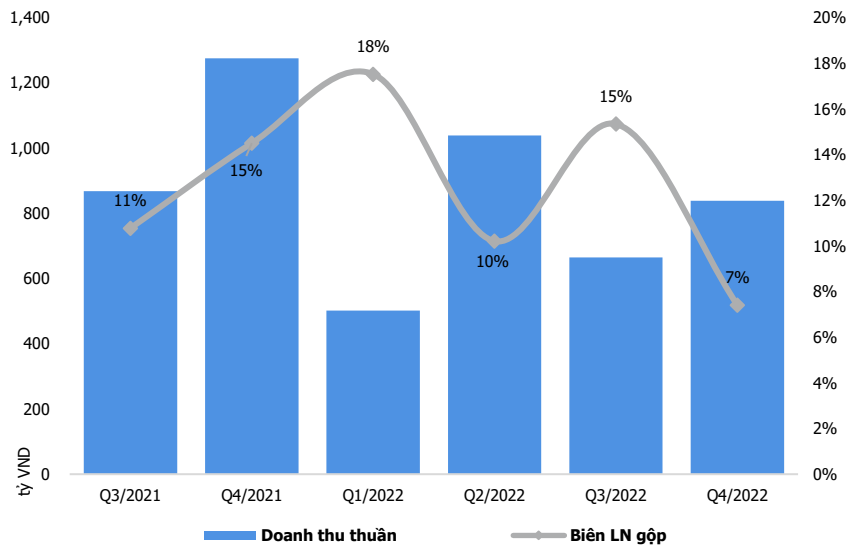
	2021	2022	2023F
Doanh thu (tỷ VND)	3,484	3,044	3,578
LN gộp (tỷ VND)	470	358	375
EBIT (tỷ VND)	255	135	107
LN ròng (tỷ VND)	71	51	91

Diễn biến giá cổ phiếu

Cổ đông lớn

Raito Kogyo Co, Ltd	25.51%
Quỹ đầu tư Red One	10.16%

CHUYÊN GIA PHÂN TÍCH
Đồng Việt Dũng
dungdv@psi.vn

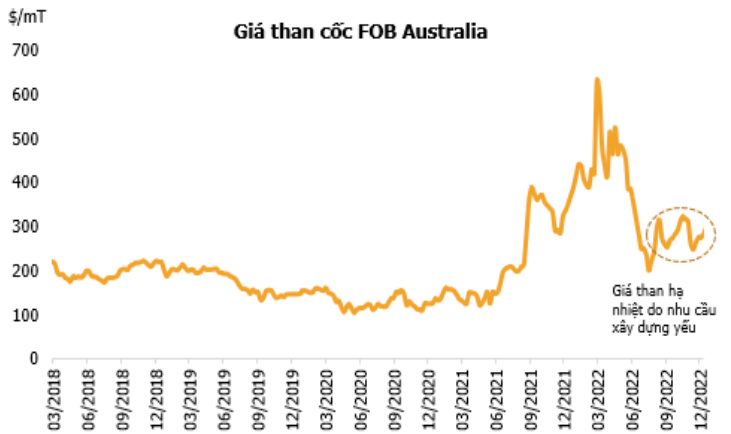
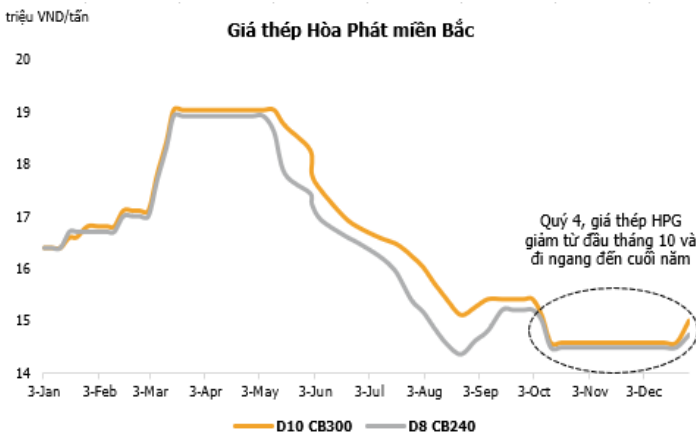
• Kết quả kinh doanh



Nguồn: BCTC FCN

Doanh thu cải thiện cho thấy dấu hiệu phục hồi. Quý 4/2022 công ty ghi nhận doanh thu thuần 838.5 tỷ đồng, giảm 34.2% YoY nhưng tăng 26.2% QoQ, cho thấy dấu hiệu tích cực trong bối cảnh thị trường vẫn còn ảm đạm. Nhu cầu xây dựng vẫn là khá thấp đặc biệt là mảng BĐS dân dụng, do đó cần thêm thời gian để sự phục hồi trở nên rõ ràng hơn.

Biên lợi nhuận gộp thu hẹp đáng kể. Trong quý 4, công ty chỉ đạt biên lợi nhuận gộp 7.4%, thấp hơn so với cùng kỳ năm ngoái (14.5%) và quý trước (15.3%). Theo giải trình từ công ty, các gói thầu được hoàn thành và ghi nhận doanh thu trong quý này đều thuộc các dự án có tỷ suất sinh lời không cao, thấp hơn các dự án trước đó. Điều này khiến biên lợi nhuận gộp giảm trong bối cảnh giá nhiều loại nguyên vật liệu đã bình ổn trở lại trong 3 tháng cuối năm, trong đó có thép và xi măng.

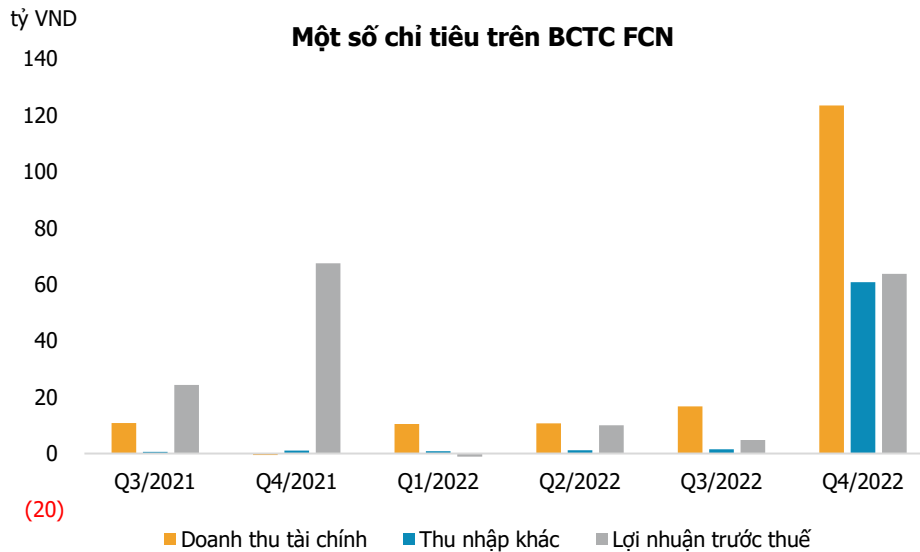


Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

Các dự án điện gió góp phần tạo nên lợi nhuận trong quý 4.

- **Dự án Điện mặt trời Vinh Hào 6:** FCN đã hoàn thành việc bán phần sở hữu còn lại của công ty tại Dự án này (40%). Doanh thu tài chính đã tăng hơn 130.4 tỷ trong quý 4.
- **Dự án Điện gió Quốc Vinh Sóc Trăng:** FCN ghi nhận thu nhập từ việc chia sẻ đường dây điện tại dự án này vào khoản mục "Thu nhập khác". Khoản mục này đã tăng hơn 55.3 tỷ đồng trong quý 4

→ Lợi nhuận trước thuế của FCN được cải thiện đáng kể, đạt 63.7 tỷ đồng, trong khi tổng lợi nhuận trước thuế của 3 quý trước đó chỉ đạt 14 tỷ đồng.



Nguồn: BCTC FCN

Lũy kế cả năm 2022, công ty ghi nhận doanh thu thuần đạt 3,043.5 tỷ đồng (- 12.6% YoY), lợi nhuận gộp 358 tỷ đồng (- 23.8% YoY).

Các chi phí đều phát sinh đáng kể, bào mòn lợi nhuận doanh nghiệp. Chi phí lãi vay tăng mạnh trong năm (+ 46.2% YoY) do lãi suất tăng cao, đạt 213 tỷ đồng. Chi phí quản lý doanh nghiệp & chi phí bán hàng tăng 8.2%, đạt 243.8 tỷ đồng. Các dự án bị đình trệ do nhu cầu xây dựng & bất động sản yếu, tiến độ thực hiện các dự án đầu tư công chậm khiến lợi nhuận doanh nghiệp bị thu hẹp. Lợi nhuận sau thuế của FCN đạt 51.3 tỷ đồng (- 27.5% YoY).

Về cơ bản, những yếu tố bất lợi gồm: giá nguyên liệu đầu vào tăng nhanh do xung đột Nga – Ukraine; Trung Quốc thực hiện chính sách "Zero Covid"; nhu cầu xây dựng trong nước và thị trường BĐS giảm; áp lực lạm phát, tỷ giá, lãi suất đã ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành xây dựng nói chung trong đó có FCN trong năm 2022. Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của FCN vẫn sẽ đi ngang trong 2 quý đầu năm trước khi có sự cải thiện về cuối năm 2023.

- Tình hình các dự án**

Tổng giá trị các gói thầu ký mới của FCN trong năm 2022 là 4,100 tỷ đồng. Trong đó, riêng quý 4 công ty ký mới tổng cộng 620 tỷ đồng.

Dự án	Hạng mục thi công	Giá trị gói thầu (tỷ đồng)	Thời điểm trúng thầu
Nhà máy Nhiệt điện Vũng Áng 2 – Hà Tĩnh	Thi công bê tông đúc sẵn hệ thống cống hộp cấp nước và thoát nước	170	10/2022
Điện gió ngoài khơi Đông Nam Á	Thử nghiệm	70	10/2022
Đầu tư Xây dựng bến số 5, số 6 Khu bến cảng Lạch Huyện	Cọc đất gia cố xi măng – CDM	380	12/2022

Nguồn: FCN, PSI tổng hợp

Giải ngân vốn đầu tư công không đạt kỳ vọng, tác động tiêu cực đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Trong năm 2022, chỉ có 1 dự án đầu tư công đáng chú ý được hoàn thành là hầm chui Lê Văn Lương. FCN đảm nhiệm gói thầu số 8: Thi công xây dựng hầm Lê Văn Lương - Vành đai 3 (Liên danh với Cienco 4) với trị giá gói thầu 293 tỷ đồng.

FCN đã được chấp thuận đầu tư 2 dự án BĐS.

1. Dự án Cụm công nghiệp Danh Thắng – Đoan Bái
 - Diện tích: 75 ha
 - Vị trí: Cụm công nghiệp Danh Thắng – Đoan Bái, xã Danh Thắng và xã Đoan Bái, huyện Hiệp Hoà, tỉnh Bắc Giang.
 - Tiếp giáp: Ranh giới phía Bắc giáp với đường quy hoạch VĐ2 nối với Quốc lộ 37; phía Nam giáp với đường quy hoạch N1 nối với Quốc lộ 37; phía Đông giáp với khu dân cư hiện trạng thôn Đồng Đá và thôn Phúc Thịnh và đường nối thị trấn Thăng với đường Vành đai 4.
 - Thời gian hoàn thành GPMB, mời nhà đầu tư thứ cấp sản xuất kinh doanh dự kiến: Quý 3/2024
 - Tổng mức đầu tư: 1,000 tỷ đồng
 - Các ngành nghề thu hút đầu tư: Công nghiệp cơ khí; công nghiệp điện - điện tử; chế biến nông, lâm sản; công nghiệp may mặc; dược phẩm, thức ăn chăn nuôi; công nghiệp chế biến, chế tạo; công nghiệp hỗ trợ.
2. Dự án Khu đô thị Nam Thái
 - Diện tích khai thác: 24.68 ha
 - Vị trí: Thành phố Phổ Yên – tỉnh Thái Nguyên
 - Tổng mức đầu tư: 2,250 tỷ đồng

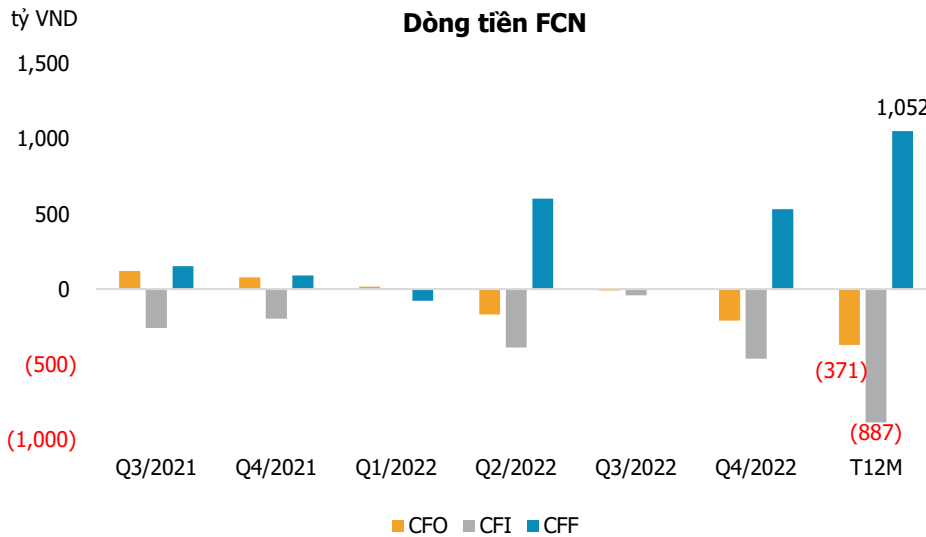
• **Tình hình tài chính**

Tổng tài sản FCN đạt 7,566.1 tỷ đồng tại thời điểm 31/12/2022, tăng nhẹ 0.5% so với đầu năm. Tài sản ngắn hạn chiếm 66.8% tổng tài sản, đạt 5,055.1 tỷ đồng, giảm nhẹ 0.15% so với thời điểm đầu năm.

Thu hồi công nợ còn gặp nhiều vướng mắc. Công nợ phải thu ngắn hạn tăng nhẹ 2.5% so với quý trước, lên mức 2,923.1 tỷ đồng (chiếm 57.8% tài sản ngắn hạn). Phải thu khách hàng tăng nhẹ 4% so với thời điểm 30/09/2022, đạt mức 1,690.6 tỷ đồng, cho thấy công ty còn gặp khó khăn trong việc thu hồi công nợ. Hoạt động thi công xây lắp đã chịu ảnh hưởng nặng trong năm qua khiến dòng tiền kinh doanh của FCN càng gặp áp lực, có thể tiếp tục kéo dài trong năm tới. Trong khi đó, phải thu về cho vay ngắn hạn tăng 120% so với đầu năm, các khoản ký quỹ ký cược dài hạn, phải thu khác cũng tăng đột biến 624% so với đầu năm, đạt mức 394.5 tỷ đồng.

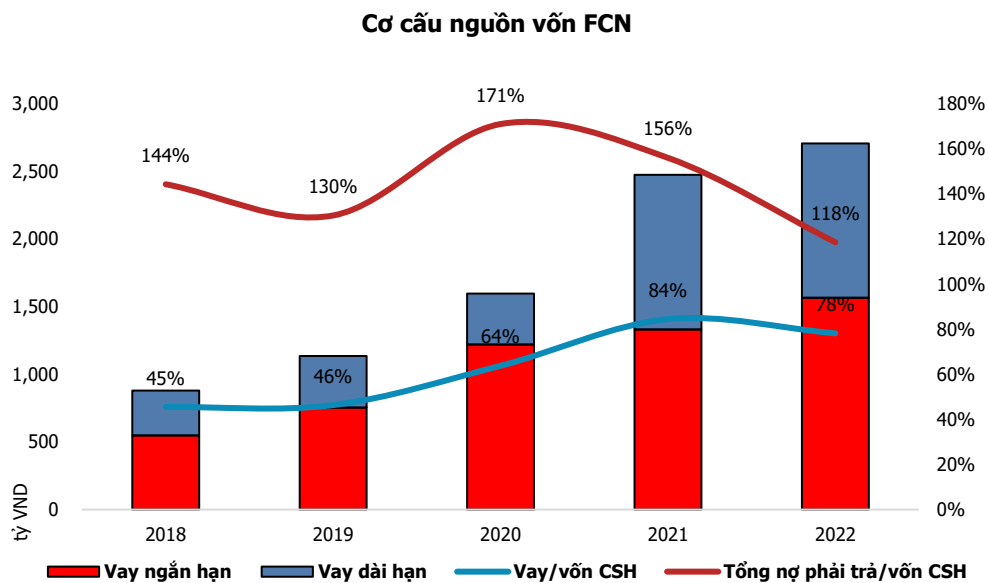
Đầu tư tài chính dài hạn giảm 59% so với đầu năm 2022, do FCN đã hoàn tất việc thoái 40% vốn còn lại tại CTCP Năng lượng Vĩnh Hào 6 (giá trị ghi sổ là hơn 162.18 tỷ đồng).

Áp lực từ vốn vay. Tổng vay tài chính của FCN đạt 2,705 tỷ đồng, chiếm 35.8% tổng tài sản công ty (tăng 9.4% so với đầu năm). Công ty vẫn phải phụ thuộc nhiều vào dòng vốn vay ngân hàng để tài trợ cho các hoạt động kinh doanh cốt lõi. Dòng tiền kinh doanh âm 371.4 tỷ đồng, trong khi dòng tiền đầu tư âm 886.6 tỷ đồng.



Nguồn: BCTC FCN

Trong năm tới, dự báo việc cho vay với các doanh nghiệp vẫn sẽ được kiểm soát chặt chẽ, tín dụng ngân hàng sẽ có xu hướng giải ngân có chọn lọc trong thời gian tới nhằm kiểm soát rủi ro và bình ổn thị trường. Nhu cầu về BĐS được kỳ vọng sẽ phục hồi trở lại trong nửa cuối năm 2023, là cơ hội để FCN ký mới thêm nhiều gói thầu lớn, cải thiện hiệu quả kinh doanh và dòng tiền cho công ty.



Nguồn: BCTC FCN

• **Định giá doanh nghiệp**

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu FCN dựa theo các phương pháp FCFE, P/B và P/E.

Phương pháp so sánh (P/B, P/E)

- P/B, P/E được lấy dựa trên trung bình của các công ty hoạt động trong ngành xây dựng, thi công các công trình công nghiệp, dân dụng tại thị trường Việt Nam.
- Chúng tôi lấy BVPS forward 12M đạt 16,820 đ/cp, EPS forward 12M đạt 249 đ/cp.

Mã CK	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/B	P/E
SC5	360	1.07	15.91
L10	255	1	15.32
PHC	317	0.49	16.24
LCG	2,029	0.81	10.25
S99	667	0.52	9.76
CDC	402	1.39	18.8
Trung bình	671.48	0.88	14.38

Nguồn: Bloomberg 06/02/2023

Chúng tôi lựa chọn giá trị P/B và P/E trung bình lần lượt là 0.88 và 14.38 là hệ số mục tiêu để định giá FCN.

PHƯƠNG PHÁP HỆ SỐ	
P/B	12,957
P/E	3,753
Trung bình	6,514

Phương pháp FCFE:

Chỉ tiêu (Đơn vị: triệu VND)	2022	2023	2024	2025	2026
Lợi nhuận trước thuế	77,390	114,364	185,490	227,887	249,670
Chi phí lãi vay	(212,869)	(221,419)	(201,833)	(187,561)	(184,150)
EBIT	244,283	316,880	376,662	415,448	433,820
Khấu hao	160,673	135,447	136,471	126,631	126,631
Thay đổi vốn lưu động	(254,994)	337,736	305,403	(215,341)	(194,745)
Nợ vay ròng	233,043	(629,424)	35,290	(15,498)	(12,707)
CAPEX	472,447	526,680	569,670	644,229	734,330
Dòng tiền tự do	666,037	461,931	1,195,226	722,331	853,246

Giá trị dòng tiền đã chiết khấu (triệu VND)	2,567,395
SLCP đang lưu hành	157,439,005

Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	16,307
------------------------------	--------

- Kết quả định giá

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ	
Hệ số so sánh	6,514
FCFE	16,307
Trung bình	13,300

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu FCN với giá mục tiêu là **13,300 đ/cp**.

Báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2020	2021	2022 (CKT)
Doanh thu thuần	3,154	3,484	3,044
Giá vốn hàng bán	2,681	3,015	2,685
Lợi nhuận gộp	473	470	358
Doanh thu hoạt động tài chính	15	19	161
Chi phí tài chính	99	152	222
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	-	-	-
Chi phí bán hàng	22	25	27
Chi phí quản lý doanh nghiệp	192	200	217
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	175	111	54
Lợi nhuận khác	(7)	(1)	23
Lợi nhuận trước thuế	168	110	77
Lợi nhuận sau thuế	134	71	51
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	119	68	39
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	15	2	12

Bảng cân đối kế toán	2020	2021	2022 (CKT)
Tài sản ngắn hạn	5,557	5,063	5,055
Tiền & tương đương tiền	358	312	171
Đầu tư tài chính ngắn hạn	35	49	28
Các khoản phải thu ngắn hạn	3,969	2,821	2,923
Hàng tồn kho	1,028	1,662	1,675
Tài sản ngắn hạn khác	166	218	258
Tài sản dài hạn	1,223	2,433	2,511
Các khoản phải thu dài hạn	70	57	394
Tài sản cố định	673	1,886	2,511
Đầu tư tài chính dài hạn	305	292	120
Tài sản dài hạn khác	128	170	112
Tổng tài sản	6,780	7,496	7,566
Nợ phải trả	4,277	4,567	4,103
Nợ ngắn hạn	3,896	3,365	2,957
Các khoản phải trả ngắn hạn	2,676	2,034	1,393
Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,220	1,332	1,564
Nợ dài hạn	381	1,201	1,146
Các khoản phải trả dài hạn	7	60	4
Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	375	1,141	1,141
Vốn chủ sở hữu	2,503	2,929	3,463
Vốn điều lệ	1,254	1,574	1,574
Thặng dư vốn cổ phần	418	518	518
Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	212	218	209
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	288	275	815
Nguồn vốn khác	0	0	0
Tổng nguồn vốn	6,780	7,496	7,566

Chỉ số chính	2020	2021	2022 (CKT)
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	15.0%	13.5%	11.8%
Biên EBITDA	21.5%	20.6%	12.7%
Biên lợi nhuận trước thuế	5.3%	3.2%	2.5%
ROE	5.3%	2.4%	1.5%
ROA	2.0%	0.9%	0.7%
Tăng trưởng			
Doanh thu	2.0%	10.5%	-9.2%
Lợi nhuận gộp	9.0%	-0.8%	-25.2%
Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	-40.8%	-42.4%	-66.3%
Tổng tài sản	20.1%	10.6%	0.9%
VCSH	2.2%	17.0%	18.2%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	1.4	1.5	1.7
Nợ/tài sản	23.5%	33.0%	35.8%
Nợ/vốn chủ sở hữu	63.7%	84.4%	78.1%
Khả năng thanh toán lãi vay	2.8	1.8	1.1
Định giá			
EPS (VND)	754	434	249
BVPS (VND)	17,661	16,860	16,821

Báo cáo LCTT	2020	2021	2022 (CKT)
CFO	89	(110)	(371)
CFI	(355)	(1,209)	(887)
CFF	389	1,273	1,052



LIÊN HỆ

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: www.psi.vn

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi, Phường Đa Kao, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (84-8) 3914 6789
Fax: (84-8) 3914 6969

Chi nhánh TP. Vũng Tàu

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba Cu, Tp. Vũng Tàu
Điện thoại: (84-64) 254520/22/23/24/26
Fax: (84-64) 625 4521

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

Tầng G và Tầng 1, Tòa nhà PVcomBank Đà Nẵng, Lô A2.1 đường 30 tháng 4, phường Hòa Cường Bắc, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng
Điện thoại: (84-236) 389 9338
Fax: (84-236) 38 9933

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Trần Anh Tuấn, CFA

Giám đốc Trung tâm Phân Tích
Email: tuanta@psi.vn

Đặng Trần Hải Đăng

Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp
Email: dangdth@psi.vn

Bùi Đăng Thành

Trưởng Bộ phận Quan hệ Quốc tế
Email: thanhbdt@psi.vn

Nguyễn Quỳnh Trang

Chuyên viên cao cấp – Phòng Truyền thông – Chỉ số
Email: trangnq@psi.vn

Vũ Huyền Hà My

Chuyên viên Truyền thông – Phòng Truyền thông – Chỉ số
Email: myvh@psi.vn

Phạm Hoàng

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp
Email: phamhoang@psi.vn

Tô Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp
Email: baotq@psi.vn

Nguyễn Đức Duy

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp
Email: duynd@psi.vn

Đồng Việt Dũng

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp
Email: dungdv@psi.vn

Vũ Thị Ngọc Lê

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp
Email: levtn@psi.vn

Vũ Văn Khoa

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp
Email: khoavv@psi.vn

Trần Vĩnh Xuân

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp
Email: xuantv@psi.vn

Nguyễn Minh Quang

Chuyên viên IR – Phòng Truyền thông – Chỉ số
Email: quangnm@psi.vn

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.