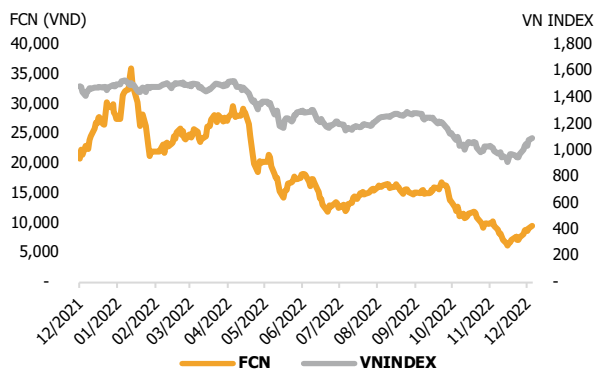


**CÔNG TY CỔ PHẦN FECON (HOSE: FCN)**
**Ngành**
**Xây dựng**
**FCN – Chờ đợi sự bùng nổ trong Quý 4**
**KHUYẾN NGHỊ**
**MUA**

Giá mục tiêu	12,000
Giá hiện tại	9,500
Upside	26.3%

*Ngày 05/12/2022*
**Một số chỉ tiêu chính**

	2021	T12M	2022F
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>3,484</b>	<b>3,480</b>	<b>3,263</b>
LN gộp (tỷ VND)	470	481	303
EBIT (tỷ VND)	255	281	272
<b>LN ròng (tỷ VND)</b>	<b>71</b>	<b>46</b>	<b>40</b>

**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**
**FCN ghi nhận doanh thu thuần đạt 664.3 tỷ đồng trong quý 3/2022,**

giảm 23.5% so với cùng kỳ và giảm 36.1% so với quý trước. Nhu cầu xây dựng giảm mạnh trong thời gian qua khiến tiến độ thi công dự án của FCN bị ảnh hưởng nặng nề. Biên lợi nhuận gộp đạt 15.3%, cao hơn mức 10.8% cùng kỳ năm trước và 10.2% của quý trước cho thấy việc giá thép giảm đã tác động tích cực đến chi phí giá vốn hàng bán, đồng thời giá nhiên liệu như xăng dầu cũng đã giảm mạnh. Các chi phí lãi vay và quản lý đều tăng đáng kể khiến cho lợi nhuận ròng bị thu hẹp. Lũy kế 9 tháng đầu năm, FCN đạt doanh thu thuần 2,205 tỷ đồng, đi ngang so với cùng kỳ năm 2021, lợi nhuận sau thuế đạt 2 tỷ đồng.

**FCN trúng thầu hơn 270 tỷ đồng trong quý 3/2022.** Các gói thầu lớn mà FCN đã ký kết trong quý này nằm trong các dự án như Nhà máy xử lý nước thải Nhiêu Lộc Thị Nghè TP. Hồ Chí Minh, Vinhomes Phú Quốc; Vinhomes Đại An; Khu đô thị Star Bay; dự án Đồng Nai Waterfront – Khu đô thị IZUMI, ... Ước tính tổng giá trị các dự án ký mới từ đầu năm của công ty đạt khoảng 3,500 tỷ đồng.

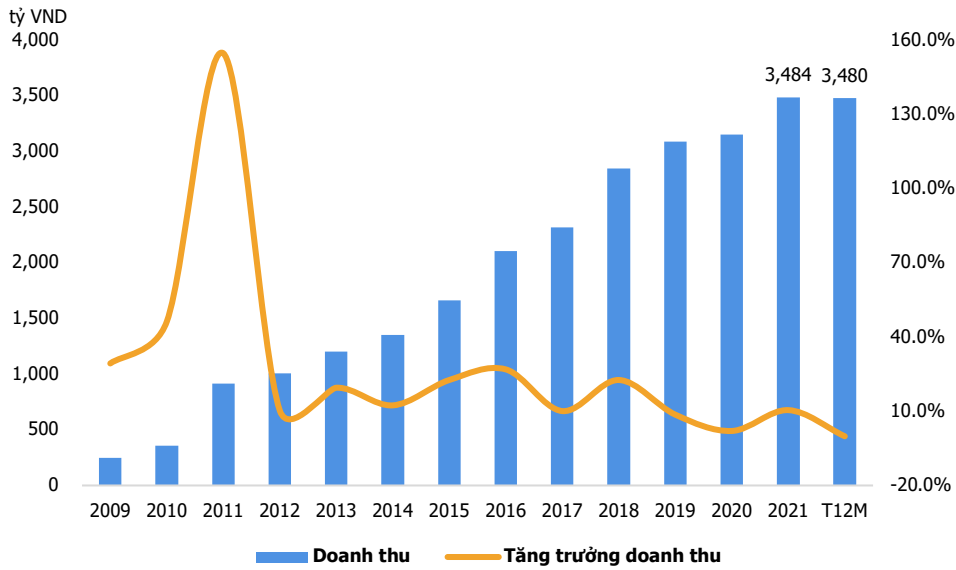
**Về kết quả kinh doanh năm 2022 của FCN,** chúng tôi kỳ vọng doanh thu quý 4 sẽ cải thiện so với 3 quý trước đó do đây thường là thời điểm tăng tốc của ngành xây dựng, cùng với đó là nền tảng danh mục dự án dồi dào mà FCN đang sở hữu. Tuy nhiên, biên lợi nhuận có thể bị thu hẹp do các rủi ro về biến động nguyên vật liệu đầu vào, lãi suất tăng cao. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế của FCN trong năm 2022 đạt khoảng 40 tỷ đồng, trong đó lợi nhuận sau thuế trong quý 4 đạt 38 tỷ đồng.

**Định giá**

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị đối với cổ phiếu FCN ở mức **MUA**, giá mục tiêu 12 tháng là 12,000 đồng/cp (upside 26.3%).

Kết quả kinh doanh & tình hình tài chính quý 2/2022

Doanh thu thuần & Biên lợi nhuận gộp

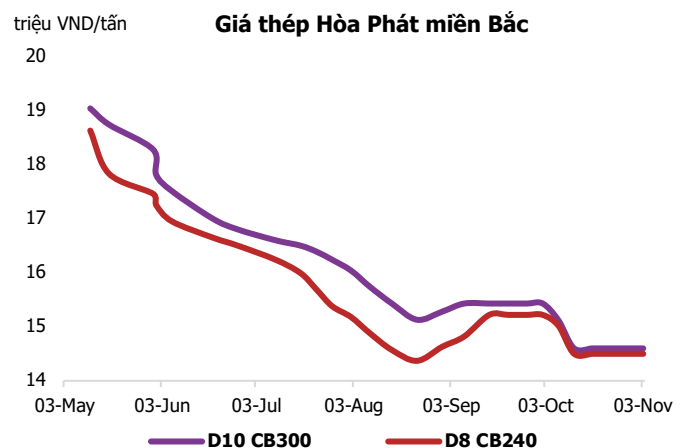
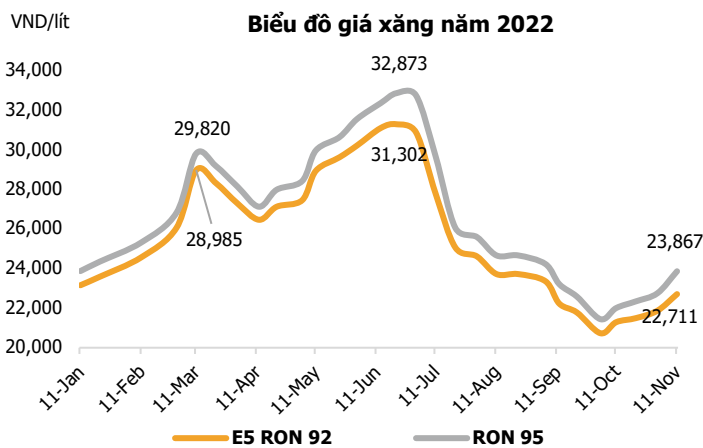


Nguồn: BCTC FCN

• Kết quả kinh doanh

**Doanh thu FCN trong quý 3 đạt 664.3 tỷ đồng, giảm 23.5% YoY và giảm 36.1% so với quý trước**, cho thấy FCN đang chịu áp lực chung của ngành xây dựng. Tốc độ tăng trưởng doanh thu đã giảm dần trong nhiều năm gần đây. Doanh thu T12M chỉ đạt 3,480 tỷ đồng, đi ngang so với cả năm 2021, do nguồn cung dự án mới rất hạn chế. Các doanh nghiệp BĐS đang thiếu động lực triển khai dự án mới vì thiếu vốn và các vướng mắc về pháp lý, trong khi đó việc triển khai đầu tư công đang gặp nhiều khó khăn, giải ngân đầu tư công 10 tháng đầu năm mới chỉ đạt hơn 51% kế hoạch năm của Thủ tướng Chính phủ.

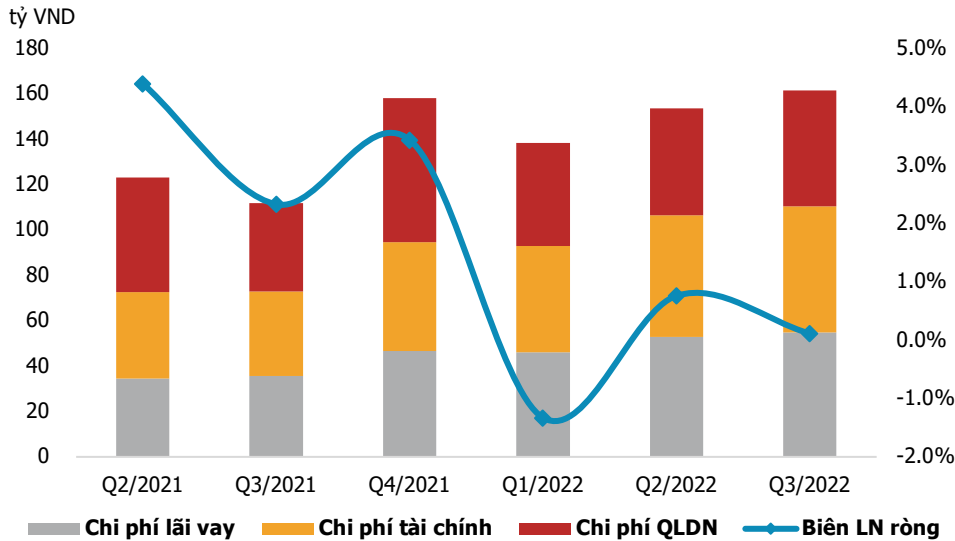
**Biên lợi nhuận gộp cải thiện trong quý 3, đạt 15.3%**, tốt hơn so với mức 10.2% ở quý trước và 10.8% cùng kỳ năm ngoái, cho thấy áp lực chi phí nguyên vật liệu đã giảm sút đáng kể. Giá thép – loại nguyên vật liệu chính cho các công trình xây dựng đã giảm sâu từ đầu quý 2, trong bối cảnh ngành thép thế giới và trong nước đều suy thoái vì nhu cầu thấp. Giá xăng cũng đã chiết khấu 27.4% so với mức đỉnh hồi tháng 6.



Nguồn: PSI tổng hợp

**Các chi phí của FCN trong 9 tháng đầu năm đều tăng mạnh, lợi nhuận giảm sút.** Chi phí lãi vay tăng mạnh so với cùng kỳ, đạt 153.56 tỷ đồng (+ 55.1% YoY), do công ty phải ghi nhận chi phí lãi vay từ Công ty CP Điện gió Quốc Vinh Sóc Trăng (trong quý 3/2021 dự án này chưa đi vào vận hành nên chi phí lãi vay được vốn hóa). Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 5.42%, trong đó chi phí nhân công chiếm tỷ trọng lớn nhất (63.1%) và đạt mức tăng 6.8% YoY, cho thấy FCN vẫn duy trì nguồn nhân lực ổn định chuẩn bị cho giai đoạn phục hồi sắp tới. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế của công ty chỉ đạt 2 tỷ đồng, bằng 0.71% kế hoạch lợi nhuận cả năm.

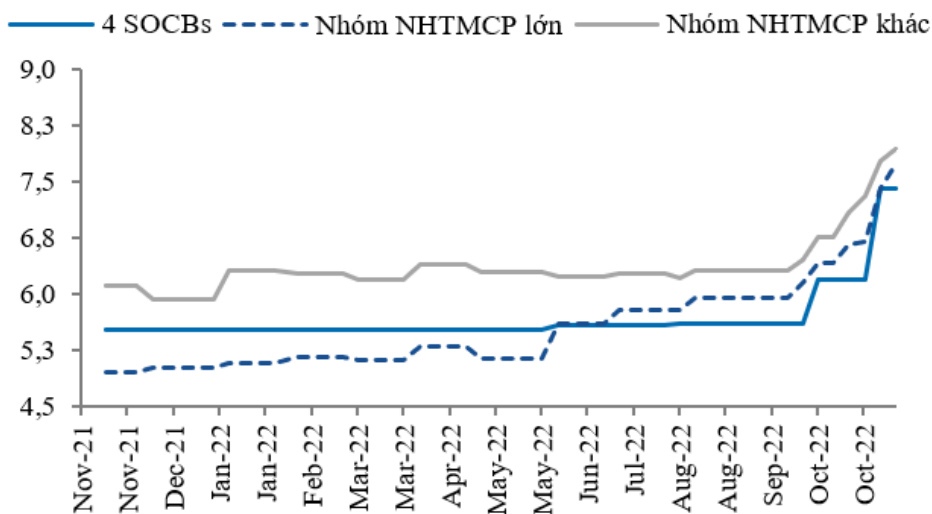
**Cấu trúc chi phí FCN**



Nguồn: BCTC FCN

**Về triển vọng cuối năm 2022,** dự báo doanh thu của FCN sẽ được cải thiện so với 3 quý trước đó do quý 4 hàng năm thường là mùa cao điểm của ngành xây dựng. Với nền tảng backlog dồi dào với nhiều dự án chưa được ghi nhận doanh thu, chúng tôi dự phóng doanh thu của FCN đạt 1,042.7 tỷ đồng trong quý 4, tổng cộng 3,247.8 tỷ đồng cả năm, đạt 65% kế hoạch. Tuy nhiên, giá thép đang tăng trở lại do các chính sách nới lỏng Zero-COVID tại Trung Quốc có thể khiến biên lợi nhuận của FCN bị ảnh hưởng. Đồng thời, lãi suất cho vay vẫn đang neo cao sẽ khiến áp lực chi phí lãi vay và dòng tiền trả nợ được duy trì trong quý tới. Với kịch bản FCN có thể hoàn thành thương vụ bán 40% cổ phần tại Công ty Cổ phần Năng lượng Vĩnh Hào 6, chúng tôi dự báo công ty sẽ có lợi nhuận sau thuế đạt 38 tỷ đồng trong quý 4 và đạt 40 tỷ đồng cả năm 2022.

**Lãi suất tiền gửi VND kỳ hạn 13 tháng**



Nguồn: Bloomberg

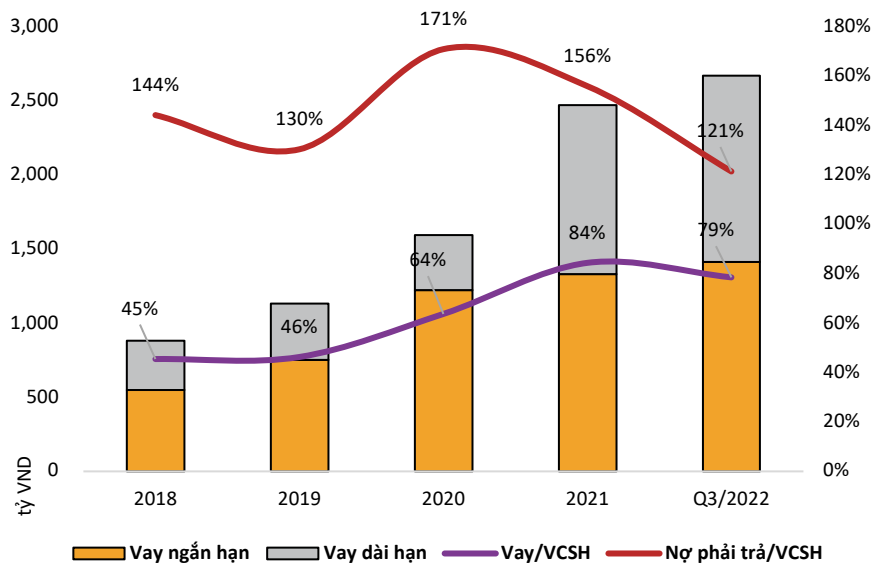
**Tình hình tài chính**

FCN đã thu về hơn 212 tỷ đồng công nợ phải thu khách hàng trong quý 3, và tổng cộng hơn 432 tỷ đồng từ đầu năm. Công ty có phát sinh phải thu cho vay một số cá nhân với tổng số tiền là 500 tỷ đồng trong quý 2. Số tiền vay này được thực hiện bởi Công ty Cổ phần Năng lượng FECON – công ty con của FECON.

Phải trả người bán giảm 37.4% so với đầu năm tương đương 392.1 tỷ đồng, chi phí trả trước cũng được cắt giảm 53%, tương đương 247.5 tỷ đồng, chủ yếu là khoản trích trước chi phí các công trình xây dựng. Điều này khiến cho dòng tiền kinh doanh của FCN bị thâm hụt 162 tỷ đồng.

Trong 9 tháng đầu năm FCN đã vay thêm gần 210 tỷ từ các ngân hàng. Số dư vay tài chính của FCN đạt 2,670.4 tỷ đồng, tương ứng 78.5% vốn chủ sở hữu.

**Cơ cấu nguồn vốn FCN**



Nguồn: BCTC FCN

**Các dự án đã trúng thầu trong quý 3**

Dự án	Hạng mục trúng thầu	Tổng giá trị hợp đồng
Nhà máy xử lý nước thải Nhiêu lộc Thị Nghè TP. Hồ Chí Minh.	Xử lý nền	<b>274.2</b>
Nhà máy Nhiệt điện Vũng Áng 2 Hà Tĩnh	Cọc thí nghiệm	
Khu đô thị nghỉ dưỡng và công viên giải trí Nam Sông Mã Thanh Hóa	Gói thầu hạ tầng kỹ thuật khu 2.1	
Đồng Nai Waterfront – Khu đô thị IZUMI Đồng Nai	Thi công cọc và xử lý nền	
Khu đô thị Star Bay		
Vinhomes Phú Quốc; Vinhomes Đại An		

Nguồn: FECON, PSI tổng hợp

**Tình hình hợp đồng đến tháng 9/2022 và mục tiêu đến cuối năm 2022:**

Giá trị hợp đồng chuyển tiếp năm 2021 (theo ước tính của PSI): 2,100 tỷ đồng

Giá trị hợp đồng ký mới tính đến hết quý 3/2022 (theo ước tính của PSI): 3,500 tỷ đồng

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần năm 2022 của FCN là 3,248 tỷ đồng, giảm 6.8% YoY, với lợi nhuận ròng đạt 40 tỷ đồng. Mức dự báo này có sự thay đổi so với mức dự báo được đưa ra tại báo cáo cập nhật FCN quý 2/2022 bởi các yếu tố:

- Mức doanh thu và lợi nhuận ròng sau 6 tháng của công ty đạt lần lượt 44.1% và 0.71% kế hoạch năm.
- Việc triển khai đầu tư công trong 9 tháng đầu năm là tương đối chậm, mới chỉ đạt 51.34% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao ảnh hưởng lớn đến tiến độ thực hiện các dự án và ghi nhận doanh thu.
- Lãi suất cho vay của ngân hàng vẫn còn neo cao
- Giá vật liệu xây dựng còn diễn biến khó lường trong ngắn hạn.

**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 16,520 đ/cp, EPS forward 12M đạt 336 đ/cp.

Mã CK	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/B	P/E
LIG	377	0.41	6.63
PHC	317	0.49	14.52
L10	245	0.98	16.44
HUB	346	0.89	8.26
LCG	1,371	0.55	7.37
S99	436	0.51	7.92
CDC	405	1.40	13.74
<b>Trung bình</b>	<b>1,189</b>	<b>0.78</b>	<b>11.18</b>

Nguồn: Bloomberg 30/11/2022

Chúng tôi lựa chọn giá trị P/B và P/E trung bình lần lượt là 0.78 và 11.18 là hệ số mục tiêu để định giá FCN.

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

- **Phương pháp FCFE:**

Chỉ tiêu (Đơn vị: triệu VND)	2022	2023	2024	2025	2026
Lợi nhuận trước thuế	<b>49,850</b>	<b>113,938</b>	<b>183,588</b>	<b>238,789</b>	<b>259,341</b>
Chi phí lãi vay	(221,966)	(210,126)	(201,833)	(187,561)	(184,150)
<b>EBIT</b>	<b>271,817</b>	<b>324,064</b>	<b>385,421</b>	<b>426,350</b>	<b>443,490</b>
Khấu hao	134,011	135,447	136,471	126,631	126,631
Thay đổi vốn lưu động	554,192	(224,417)	(38,409)	(90,504)	(90,085)
Nợ vay ròng	(327,030)	(69,351)	35,290	(15,498)	(12,707)
<b>CAPEX</b>	<b>472,447</b>	<b>526,680</b>	<b>569,670</b>	<b>644,229</b>	<b>734,330</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>873,501</b>	<b>459,509</b>	<b>849,892</b>	<b>855,890</b>	<b>965,642</b>

Giá trị dòng tiền đã chiết khấu (triệu VND)	2,746,266
SLCP đang lưu hành	157,439,005
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>17,443</b>

**Kết quả định giá**

<b>KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ</b>	
Hệ số so sánh	6,514
FCFE	17,443
<b>Trung bình</b>	<b>12,000</b>

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu FCN với giá mục tiêu là **12,000 đ/cp**.

**Báo cáo tài chính**

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2020	2021	T12M
Doanh thu thuần	3,154	3,484	3,480
Giá vốn hàng bán	2,681	3,015	2,999
Lợi nhuận gộp	473	470	481
Doanh thu hoạt động tài chính	15	19	37
Chi phí tài chính	99	152	204
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	-	-	-
Chi phí bán hàng	22	25	24
Chi phí quản lý doanh nghiệp	192	200	207
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	175	111	83
Lợi nhuận khác	(7)	(1)	(1)
Lợi nhuận trước thuế	168	110	81
Lợi nhuận sau thuế	134	71	46
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	119	68	53
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	15	2	(7)
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>Q3.2022</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>5,557</b>	<b>5,063</b>	<b>5,138</b>
Tiền & tương đương tiền	358	312	248
Đầu tư tài chính ngắn hạn	35	49	29
Các khoản phải thu ngắn hạn	3,969	2,821	2,853
Hàng tồn kho	1,028	1,662	1,735
Tài sản ngắn hạn khác	166	218	273
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>1,223</b>	<b>2,433</b>	<b>2,390</b>
Các khoản phải thu dài hạn	70	57	133
Tài sản cố định	673	1,886	1,821
Đầu tư tài chính dài hạn	305	292	254
Tài sản dài hạn khác	128	170	100
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6,780</b>	<b>7,496</b>	<b>7,529</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>4,277</b>	<b>4,567</b>	<b>4,128</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>3,896</b>	<b>3,365</b>	<b>2,808</b>
Các khoản phải trả ngắn hạn	2,676	2,034	1,397
Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,220	1,332	1,411
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>381</b>	<b>1,201</b>	<b>1,320</b>
Các khoản phải trả dài hạn	7	60	61
Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	375	1,141	1,260
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,503</b>	<b>2,929</b>	<b>3,401</b>
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	162
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	288	275	800
Nguồn vốn khác	0	0	0
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>6,780</b>	<b>7,496</b>	<b>7,529</b>

Chỉ số chính	2020	2021	T12M
<b>Khả năng sinh lời</b>			
Biên lợi nhuận gộp	15.0%	13.5%	13.8%
Biên EBITDA	21.5%	20.6%	12.5%
Biên lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	3.8%	2.0%	2.3%
ROE	5.3%	2.4%	1.3%
ROA	2.0%	0.9%	0.6%
<b>Tăng trưởng</b>			
Doanh thu	2.0%	10.5%	3.8%
Lợi nhuận gộp	9.0%	-0.8%	0.4%
Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	-40.8%	-42.4%	-54.5%
Tổng tài sản	20.1%	10.6%	0.4%
VCSH	2.2%	17.0%	16.1%
<b>Thanh khoản</b>			
Thanh toán hiện hành	1.4	1.5	1.8
Nợ/tài sản	23.5%	33.0%	35.5%
Nợ/vốn chủ sở hữu	63.7%	84.4%	78.5%
Khả năng thanh toán lãi vay	2.8	1.8	1.4
<b>Định giá</b>			
EPS (VND)	754	434	336
BVPS (VND)	17,661	16,860	16,520
<b>Báo cáo LCTT</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>T12M</b>
CFO	89	(110)	(83)
CFI	(355)	(1,209)	(620)
CFF	389	1,273	612



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](http://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](mailto:tuanta@psi.vn)

**Đặng Trần Hải Đăng**

Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp  
Email: [dangdth@psi.vn](mailto:dangdth@psi.vn)

**Bùi Đăng Thành**

Trưởng Bộ phận Quan hệ Quốc tế  
Email: [thanhbdt@psi.vn](mailto:thanhbdt@psi.vn)

**Nguyễn Quỳnh Trang**

Chuyên viên cao cấp – Phòng Truyền thông – Chỉ số  
Email: [trangnq@psi.vn](mailto:trangnq@psi.vn)

**Vũ Huyền Hà My**

Chuyên viên Truyền thông – Phòng Truyền thông – Chỉ số  
Email: [myvhh@psi.vn](mailto:myvhh@psi.vn)

**Phạm Hoàng**

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp  
Email: [phamhoang@psi.vn](mailto:phamhoang@psi.vn)

**Tô Quốc Bảo**

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp  
Email: [baotq@psi.vn](mailto:baotq@psi.vn)

**Nguyễn Đức Duy**

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp  
Email: [duynd@psi.vn](mailto:duynd@psi.vn)

**Đồng Việt Dũng**

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp  
Email: [dungdv@psi.vn](mailto:dungdv@psi.vn)

**Vũ Thị Ngọc Lê**

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp  
Email: [levtn@psi.vn](mailto:levtn@psi.vn)

**Vũ Văn Khoa**

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp  
Email: [khoavv@psi.vn](mailto:khoavv@psi.vn)

**Trần Vĩnh Xuân**

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp  
Email: [xuantv@psi.vn](mailto:xuantv@psi.vn)

**Nguyễn Minh Quang**

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