

## CTCP Fecon

(HOSE: FCN)

## Đón sóng đầu tư hạ tầng

**Tăng tỷ trọng**  
(Báo cáo cập nhật)

**Giá mục tiêu:**  
**13.600 đồng/cp**  
(+10,7%)

Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)  
Trần Duy Lam, lam.td@miraeasset.com.vn

## Luận điểm đầu tư

- Là một trong số ít nhà thầu xây dựng hạ tầng, thi công nền, móng và công trình ngầm hàng đầu tại Việt Nam với sự hợp tác chiến lược về nhân lực, trình độ kỹ thuật và vốn góp từ đối tác Nhật Bản Raito Kogyo.
- Do một số đặc thù về kỹ thuật, tiểu ngành thi công nền, móng, công trình ngầm có rào cản gia nhập cao hơn tiểu ngành xây dựng dân dụng, vì thế có biên lợi nhuận gộp cao hơn.
- Chúng tôi lo ngại về việc tăng vốn điều lệ liên tục trong giai đoạn 2016-2019, ở tốc độ cao hơn so với doanh thu và lợi nhuận, gây pha loãng giá cổ phiếu liên tục trong các năm vừa qua.

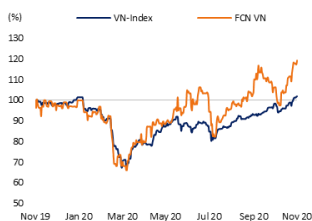
## Kết quả kinh doanh 9 tháng và dự phóng năm 2020.

- KQKD 9 tháng đầu năm 2020: Doanh thu và lợi nhuận sau thuế (LNST) lần lượt đạt 2.019 tỷ đồng (+12% YoY) và 83 tỷ đồng (-43% YoY), EPS đạt 591 đồng/cổ phiếu (cp) (-61% YoY). LNST và EPS giảm do trong cùng kỳ năm ngoái, FCN ghi nhận khoản lợi nhuận tài chính xấp xỉ 100 tỷ đồng từ việc bán 60% cổ phần tại Công ty CP Vĩnh Hảo 6 cho Acwa Power (Saudi Arabia) và 36% cổ phần tại Công ty CP Công trình ngầm FECON cho Raito Kogyo (Nhật Bản)
- Cho năm 2020: Chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 3.358 tỷ đồng (+8,6% YoY, hoàn thành 84% kế hoạch) và LNST đạt 194 tỷ đồng (-8,5% YoY, hoàn thành 83% kế hoạch), theo đó EPS đạt 1.645 đồng/cp (-12% YoY, hoàn thành 100% kế hoạch). Nguyên nhân do một số công trình chậm khởi công từ chủ đầu tư, cũng như tác động từ đại dịch Covid-19.
- Tính đến hết tháng 10/2020, tổng giá trị hợp đồng ký mới trong năm 2020 đạt 4.506 tỷ đồng, tương đương 82% kế hoạch đặt ra tại ĐHCĐ Thường niên 2020 vào tháng 6/2020.

## Định giá và khuyến nghị

- Chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** cổ phiếu FCN với giá mục tiêu **13.600 đồng/cp**, xác định dựa vào phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF. Chúng tôi kỳ vọng động lực từ các dự án đầu tư công, chú trọng vào hạ tầng, công trình công nghiệp, năng lượng, sẽ mang lại tác động lan tỏa và FCN là đơn vị được hưởng lợi.

## Dữ liệu quan trọng



Giá hiện tại (đồng)	12.300	Vốn hóa (tỷ đồng)	1.452
LNST (2020E, tỷ đồng)	194	Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	118
Kỳ vọng thị trường (2020E, tỷ đồng)	N/A	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	71,0
Tăng trưởng EPS (2020E, %)	-11,7	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	51,4
P/E (2020E, x)	7,5	Beta (12M)	1,1
P/E thị trường (2020F, x)	15,7	Cao nhất 52 tuần (đồng)	6.500
Vn-Index	996	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	12.450

## Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	12,3	33,0	24,0
Tương đối	8,7	17,4	22,0

## Các chỉ tiêu tài chính và định giá

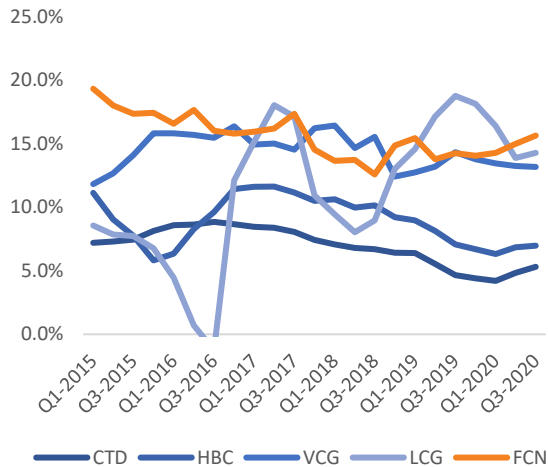
Năm tài chính	2017H	2018H	2019H	2020E	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ đồng)	2.320	2.846	3.091	3.358	3.648	3.963
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	337	428	434	488	530	576
Biên lợi nhuận gộp (%)	14,5%	15,0%	14,1%	14,5%	14,5%	14,5%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	178	249	212	194	166	213
EPS (VND/CP)	3.019	2.957	1.863	1.645	1.409	1.806
ROE (%)	10,7%	11,3%	8,6%	7,6%	6,1%	7,3%
P/E (x)	4,1x	4,2x	6,6x	7,5x	8,7x	6,8x
P/B (x)	0,5x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x

Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích Mirae Asset VN

PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

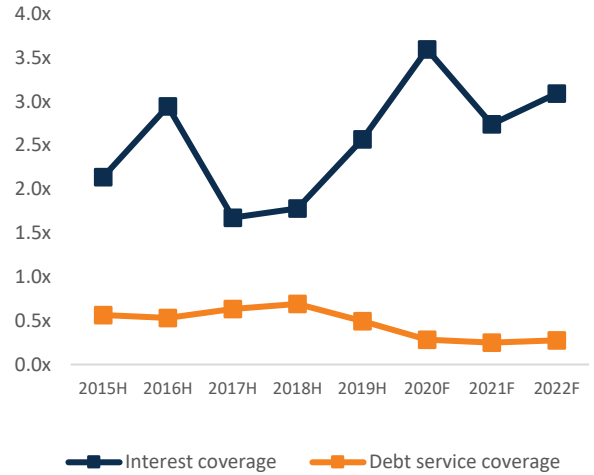
## Luận điểm đầu tư

**Biểu đồ 1: Biên LNG các doanh nghiệp ngành Xây dựng**



Nguồn: Dữ liệu Công ty

**Biểu đồ 2: Dự phóng các chỉ số cân nợ của FCN**



Nguồn: Dữ liệu Công ty, Phòng Phân tích Mirae Asset VN

**Bảng 1: Một số công trình trúng thầu trong 9 tháng 2020**

Stt	Chủ đầu tư	Gói thầu	Thời gian	Địa điểm	Giá trị (tỷ đồng)
1	N/A	Thi công hạng mục hạ tầng và xây dựng Dự án điện gió B&T Quảng Bình	11 tháng	Quảng Bình	700
2	Công ty CP cơ Điện lạnh (REE)	Xây dựng cầu nối, xây dựng móng	12 tháng	Trà Vinh	490
3	CTCP XD Golden City số 2	Thi công kết cấu và hoàn thiện cơ bản Trung tâm trưng bày SP Toyota	9 tháng	Lâm Đồng	121
4	Ban QLCT GT Hà Nội	Thi công hầm kín, hầm hở	6 tháng	Hà Nội	293
5	Công ty TNHH PowerChina Việt Nam	Thi công nhà máy điện gió, trạm biến 110kV	12 tháng	Sóc Trăng	439
6	CTCP Tập đoàn Thái Bình Dương	Thi công hạ tầng & công trình nhà máy điện gió Thái Hòa	9 tháng	Bình Thuận	255
7	Huyndai E&C - Ghella	Thi công đường hầm đoạn Voi Phục-Trần Hưng Đạo	18 tháng	Hà Nội	650

Tính đến hết tháng 10/2020, tổng giá trị hợp đồng ký mới trong năm 2020 đạt 4.506 tỷ đồng, tương đương 82% kế hoạch đặt ra tại ĐHCĐ Thường niên 2020 vào tháng 6/2020.

## Dự phóng cho năm 2020 và định giá doanh nghiệp

### Phương pháp chiết khấu dòng tiền (Discounted Cash Flow)

- Cho năm 2020: Chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 3.358 tỷ đồng (+8,6% YoY, hoàn thành 84% kế hoạch) và LNST đạt 194 tỷ đồng (-8,5% YoY, hoàn thành 83% kế hoạch), theo đó EPS đạt 1.624 đồng/cp (-13% YoY, hoàn thành 99% kế hoạch).
- Biên lợi nhuận gộp 9T2020 có sự cải thiện, tăng từ 14,1% lên 16,2% (+210 bps, YoY), chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp cho cả năm 2020 ở mức 14,5%.

**Bảng 2: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền**

	Khoản mục	2020E	2021F	2022F
	Lợi nhuận sau thuế	194	166	213
+	Khấu hao	50	51	53
+	Lãi vay sau thuế	75	96	102
+	Đầu tư tài sản cố định	80	(67)	(21)
+	Thay đổi vốn lưu động ròng	(277)	(208)	(226)
=	Dòng tiền tương lai	122	38	120
	Hiện giá dòng tiền	112	29	79

Nguồn: Phòng Phân tích Mirae Asset VN

**Bảng 3: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền**

Khoản mục	Giá trị	Khoản mục	Giá trị
EBITDA năm cuối (2022E, tỷ đồng)	447	Giá trị doanh nghiệp hiện tại	2.857
EV/EBITDA	9,0x	Trừ: Tổng nợ	1.448
Giá trị doanh nghiệp năm cuối (2022E)	4.020	Trừ: Cổ phiếu ưu đãi	0
Hiện giá của giá trị năm cuối	2.636	Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	256
Hiện giá của dòng tiền	220	Cộng: Tiền & ĐTTC NH	454
Giá trị doanh nghiệp hiện tại	2.857	Giá trị hợp lý vốn chủ sở hữu	1.607
<b>Giá trị hợp lý vốn chủ sở hữu</b>			1.607
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành <sup>1</sup>			118.029.323
<b>Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu (vnd/cp)</b>			13.617

Nguồn: Phòng Phân tích Mirae Asset VN

<sup>1</sup> Tính đến 13/11/2020

CTCP Fecon (HOSE: FCN)

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2019H	2020E	2021F	2022F
Doanh thu thuần	3,091	3,358	3,648	3,963
Giá vốn hàng bán	2,657	2,870	3,118	3,387
Lợi nhuận gộp	434	488	530	576
Lãi từ HĐTC	211	16	16	16
Chi phí tài chính	179	94	119	127
SG&A	184	168	219	198
Lợi nhuận hoạt động	281	243	208	266
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	281	243	208	266
Lợi nhuận ngoài HĐKD	(5)	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	277	243	208	266
Thuế TNDN	65	49	42	53
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	212	194	166	213
Lợi nhuận khác	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	212	194	166	213
Cổ đông công ty mẹ	212	194	166	213
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
EBITDA	537	387	378	447
FCF (Dòng tiền tự do)	28	122	38	120
EBITDA Margin (%)	17.4%	11.5%	10.4%	11.3%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	14.05%	14.5%	14.5%	14.5%
Biên lợi nhuận ròng (%)	6.8%	5.8%	4.6%	5.4%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2019H	2020E	2021F	2022F
LNST	212	194	166	213
Chi phí không bằng tiền				
Khấu hao	76	50	51	53
Khấu trừ	-	-	-	-
Khác				
Thay đổi vốn lưu động				
Tăng giảm phải thu	(419)	(177)	(297)	(322)
Tăng giảm tồn kho	(155)	(54)	(63)	(68)
Tăng giảm phải trả	425	(46)	151	164
LCTT từ hoạt động kinh doanh	(29)	(33)	9	40
Tăng giảm Tài sản cố định	(77)	80	(67)	(21)
Tăng giảm Tài sản vô hình	-	-	-	-
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	84	(200)	-	-
Tăng giảm Tài sản dài hạn khác	-	-	-	-
LCTT từ hoạt động đầu tư	(125)	(120)	(67)	(21)
Phát hành cổ phiếu	-	-	-	-
Mua lại cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	(57)	-	-	-
Tiền thu từ đi vay/Trả nợ vay	307	314	97	109
LCTT từ hoạt động tài chính	197	314	97	109
LCTT trong kỳ	44	162	39	128
Số dư đầu kỳ	193	236	398	437
Số dư cuối kỳ	236	398	437	564

Nguồn: BCTC Công ty. Mirae Asset Vietnam dự phóng

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2019H	2020E	2021F	2022F
Tài sản ngắn hạn	4,502	4,894	5,292	5,810
Tiền và tương đương tiền + ĐTTC NH	292	454	492	620
Phải thu khách hàng	2,571	2,793	3,034	3,296
Chi phí trả trước	107	107	107	107
Khoản phải thu khác	687	642	697	757
Hàng tồn kho	675	730	793	861
Tài sản ngắn hạn khác	171	171	171	171
Tài sản cố định	678	548	564	533
Đầu tư tài chính dài hạn	311	511	511	511
Tổng tài sản	5,647	6,110	6,525	7,012
Nợ phải trả	3,192	3,460	3,708	3,981
Phải trả người bán ngắn hạn	846	890	967	1,051
Khách hàng trả trước	127	134	145	158
Thuế TNDN hoãn lại	123	123	123	123
Phải trả người lao động	13	13	13	13
Chi phí phải trả ngắn hạn	828	730	793	862
Nợ vay	1,134	1,448	1,544	1,653
Phải trả khác	122	122	122	122
Vốn chủ sở hữu	2,456	2,650	2,816	3,029
Vốn góp chủ sở hữu	1,195	1,195	1,195	1,195
Thặng dư cổ phần	418	418	418	418
Lợi nhuận giữ lại	301	495	661	874
Lợi ích cổ đông thiểu số + QĐTPT	541	541	541	541
Tổng nguồn vốn	5,647	6,110	6,525	7,012

Các chỉ số định giá/dự phóng (tóm tắt)

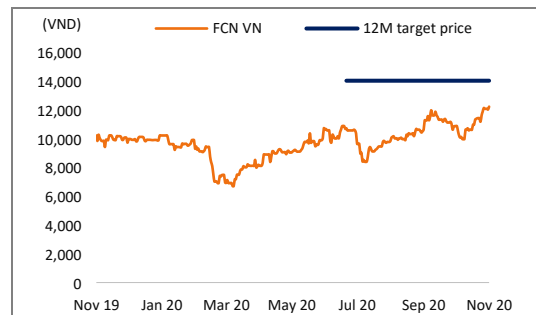
	2019H	2020E	2021F	2022F
P/E (x)	6.6x	7.5x	8.7x	6.8x
P/CF (x)	52.9x	12.0x	39.0x	12.2x
P/B (x)	0.6x	0.6x	0.5x	0.5x
EPS (đồng/cổ phiếu)	1,863	1,645	1,409	1,806
CFPS (đồng/cổ phiếu)	232	1,022	315	1,007
BVPS (đồng/cổ phiếu)	20,544	22,165	23,557	25,340
DPS (đồng/cổ phiếu)	-	-	-	-
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-
Tăng trưởng doanh thu	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
Tăng trưởng EBITDA (%)	-22%	-28.0%	-2.2%	18.1%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	2%	12.4%	8.6%	8.6%
Tăng trưởng EPS	-37.0%	-11.7%	-14.3%	28.2%
Số ngày bình quân khoản phải thu (ngày)	343	364	359	359
Số ngày bình quân khoản phải trả (ngày)	113	110	109	109
Số ngày bình quân chi phí phải trả (ngày)	91	99	89	89
ROE (%)	8.6%	7.6%	6.1%	7.3%
ROA (%)	4.1%	3.3%	2.6%	3.1%
ROIC (%)	2.9%	5.1%	3.9%	4.7%
Nợ vay/Tổng Tài sản (%)	20%	24%	24%	24%
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	46%	55%	55%	55%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	2.6x	3.6x	2.7x	3.1x
Tỷ lệ khả năng trả nợ (x)	0.5x	0.3x	0.2x	0.3x

# Appendix 1

## Important disclosures and disclaimers

### Two-year rating and TP history

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
CTCP Fecon (HOSE: FCN)	25/11/2020	Tăng tỷ trọng	13.600



Stock ratings		Sector ratings	
Buy	Expected 12-month performance: +20% or greater	Overweight	Expected to outperform the market over 12 months
Trading Buy	Expected 12-month performance: +10% to +20%	Neutral	Expected to perform in line with the market over 12 months
Hold	Expected 12-month performance: -10% to +10%	Underweight	Expected to underperform the market over 12 months
Sell	Expected 12-month performance: -10% or worse		

Rating and TP history: Share price (—), TP (—), Not Rated (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆)

\* Our investment rating is a guide to the expected return of the stock over the next 12 months.

\* Outside of the official ratings of Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., analysts may call trading opportunities should technical or short-term material developments arise.

\* The TP was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on estimates of future earnings.

\* TP achievement may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

### Analyst certification

The research analysts who prepared this report (the “Analysts”) are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. MAS policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst’s area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

### Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

**Mirae Asset Daewoo International Network**

<b>Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)</b> One-Asia Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea  Tel: 82-2-3774-2124	<b>Mirae Asset Securities (HK) Ltd.</b> Units 8501, 8507-8508, 85/F International Commerce Centre 1 Austin Road West Kowloon Hong Kong Tel: 852-2845-6332	<b>Mirae Asset Securities (UK) Ltd.</b> 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom  Tel: 44-20-7982-8000
<b>Mirae Asset Securities (USA) Inc.</b> 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA  Tel: 1-212-407-1000	<b>Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.</b> 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA  Tel: 1-213-262-3807	<b>Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM</b> Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia Sao Paulo - SP 04551-060 Brazil Tel: 55-11-2789-2100
<b>PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia</b> Equity Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190 Indonesia Tel: 62-21-515-3281	<b>Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.</b> 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore  Tel: 65-6671-9845	<b>Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC</b> 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam  Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)
<b>Mirae Asset Securities Mongolia UTSK LLC</b> #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia  Tel: 976-7011-0806	<b>Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd</b> 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China  Tel: 86-10-6567-9699	<b>Beijing Representative Office</b> 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China  Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
<b>Shanghai Representative Office</b> 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China  Tel: 86-21-5013-6392	<b>Ho Chi Minh Representative Office</b> 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam  Tel: 84-8-3910-7715	