

CTCP FECON - FCN

Trung lập

Nền lãi suất cao gây áp lực lên triển vọng doanh nghiệp

Giá mục tiêu (12T)
VND13.000

Xây dựng | CẬP NHẬT

Consensus*: Mua: 2 Giữ: 0 Bán: 0

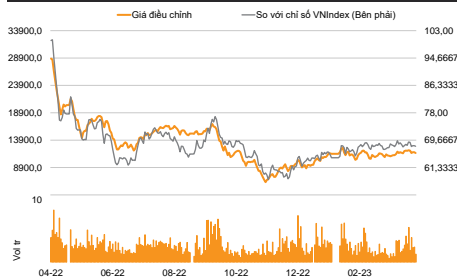
Giá mục tiêu / Consensus: +0,6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh giảm LN ròng 2023/24 46,4%/28,4% so với báo cáo trước đó.
- Giảm giá mục tiêu 21,2% so với báo cáo trước đó.

Khuyến nghị cũ	Trung lập
Giá mục tiêu cũ	VND16.500
Giá thị trường	VND11.500
Cao nhất 52 tuần (VND)	29.250
Thấp nhất 52 tuần (VND)	6.220
GTĐBQ 3 tháng (tr VND)	26.763
Thị giá vốn (tỷ VND)	1.818
Free float	45%
Tỷ suất cổ tức	2,16%
P/E trượt (x)	47
P/B hiện tại (x)	0,7

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

Raito Kogyo Co., Ltd	25,5%
Quý đầu tư hạ tầng Red One	10,2%
Khác	64,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Đức Mạnh

Manh.nguyenduc@vndirect.com.vn

- Lợi nhuận (LN) ròng năm 2022 của FCN giảm 42,8% svck xuống còn 39 tỷ đồng, chỉ hoàn thành 36,6% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng LN ròng năm 2023/24 46,4%/28,4% so với báo cáo trước do biên LN gộp thấp hơn và chi phí tài chính cao hơn.
- Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu theo phương pháp định giá từng phần (SOTP) là 13.000 đồng/cổ phiếu.

Tóm tắt KQKD năm 2022: Mức lợi nhuận ròng thấp nhất kể từ khi niêm yết

Doanh thu (DT) năm 2022 của FCN giảm 12,6% svck xuống 3.045 tỷ đồng, trong khi LN ròng giảm mạnh 42,8% svck xuống 39 tỷ đồng, chỉ hoàn thành 36,6% dự phóng cả năm của chúng tôi do: (1) Biên LN gộp giảm 1,8 điểm % xuống còn 11,7% do chi phí vật liệu xây dựng tăng mạnh trong giai đoạn năm 2021 – 6 tháng đầu 2022, (2) Chi phí lãi vay tăng 45,2% do tổng nợ vay cuối năm 2021 tăng 55% svck. Chú ý trong Q4/22, FCN đã chuyển nhượng 100% cổ phần tại nhà máy điện mặt trời Vĩnh Hảo 6 cho đối tác Leader Energy (nhà đầu tư tổ chức mảng năng lượng từ Malaysia), ghi nhận khoản lãi 145 tỷ đồng vào doanh thu hoạt động tài chính.

Triển vọng năm 2023/24: Doanh thu tăng trưởng mạnh nhờ cải thiện backlog

Chúng tôi ước tính FCN sẽ ký các hợp đồng mới trị giá lần lượt là 3.675 tỷ đồng (+5% svck) và 4.226 tỷ đồng (+15% svck) trong năm 2023/24. Với giá trị backlog cuối năm 2022 là 2.750 tỷ đồng (+37,5% svck), chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2023/24 của FCN sẽ lần lượt là 4.076 tỷ đồng (+33,9% svck) và 4.430 tỷ đồng (+8,7% svck). Công ty đang triển khai thi công nhiều dự án lớn như Khu liên hợp Gang thép Dung Quất 2, Nhiệt điện Vũng Áng 2, Nhơn Trạch 3&4.

Điều chỉnh giảm lợi nhuận ròng của FCN trong năm 2023/24

Chúng tôi điều chỉnh LN ròng năm 2023/24 của FCN giảm lần lượt 46,4%/28,4% xuống còn 94 tỷ đồng (+136,3% svck)/155 tỷ đồng (+65,2% svck). Chúng tôi hạ tỷ trọng các dự án điện có biên lợi nhuận cao trong backlog của báo cáo trước do dự thảo Quy hoạch điện 8 phê duyệt chậm hơn dự kiến, qua đó hạ dự phóng biên LN gộp năm 2023/24. Ngoài ra, chúng tôi điều chỉnh dự báo chi phí tài chính do nợ vay cao hơn để phản ánh tình hình hiện tại. Cuối năm 2022, tổng nợ vay của FCN tăng 9,5% svck và tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu đạt 78,1%.

Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 13.000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi dùng phương pháp định giá từng phần (SOTP) và hạ giá mục tiêu xuống 13.000 đồng/cổ phiếu để phản ánh dự phóng LN ròng thấp hơn năm 2023/24 so với dự báo trước. Tiềm năng tăng giá là (1) giá trị hợp đồng ký mới cao hơn kỳ vọng, đặc biệt ký được dự án quy mô lớn đem lại biên lợi nhuận cao; (2) các dự án BĐS triển khai sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá gồm (1) giá nguyên vật liệu xây dựng tăng cao hơn dự kiến; (2) rủi ro pha loãng từ việc tăng huy động vốn.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	3.484	3.046	4.077	4.430
Tăng trưởng DT thuần	10,5%	(12,6%)	33,9%	8,7%
Biên lợi nhuận gộp	13,5%	11,7%	13,5%	14,3%
Biên EBITDA	8,6%	11,9%	9,8%	10,5%
LN ròng (tỷ)	68	40	94	155
Tăng trưởng LN ròng	(42,4%)	(42,1%)	136,3%	65,2%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(42,4%)	(42,1%)	136,3%	65,2%
EPS cơ bản	434	252	595	982
EPS điều chỉnh	382	202	527	855
BVPS	16.860	16.811	16.701	18.034
ROAE	2,8%	1,5%	3,5%	5,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nền lãi suất cao gây áp lực lên triển vọng doanh nghiệp

KQKD 2022: Lợi nhuận ròng thấp nhất kể từ khi niêm yết do backlog cuối năm 2021 giảm đáng kể, chi phí vật liệu xây dựng và lãi vay tăng cao

Hình 1: Tổng quan KQKD Q4/22 và 2022 (tỷ đồng)

Tỷ đồng	Q4/22	Q4/21	%svck	2022	2021	%svck So với dự phóng 2022	Nhận xét
Doanh thu	838	1.275	-34,3%	3.045	3.484	-12,6%	70,0%
Xây lắp				2.648	3.218	-17,7%	62,8% Tăng trưởng doanh thu âm trong năm 2022 là do giá trị backlog cuối năm 2021 rất thấp, ước tính chỉ còn 2.000 tỷ đồng. Do trong năm 2021, FCN phải đẩy mạnh xây lắp hoàn thành các dự án điện gió để vận hành trước 31/10/2021, nên giá trị backlog cuối năm 2021 giảm mạnh.
Năng lượng				142	0,7	20185,7%	104,4% Nhà máy điện gió Quốc Vinh đã hoạt động ổn định, cải thiện mạnh mẽ công suất lên tới 70% (+65 điểm % svck).
Lợi nhuận gộp	60	185	-67,6%	356	470	-24,3%	60,8%
Biên lợi nhuận gộp	7,4%	14,5%	-7,1%pts	11,8%	13,5%	-1,7đ%	-1,7đ%
Xây lắp				9,1%	12,1%	-3đ%	-3,4đ% Biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp giảm 1,7 điểm %, do: (1) giá vật liệu xây dựng tăng mạnh giai đoạn 2021 và 6 tháng đầu năm 2022, (2) doanh thu xây lắp chủ yếu đến từ các gói thầu có quy mô nhỏ, ước tính khoảng 150-160 tỷ đồng/gói thầu (năm 2021: 240-250 tỷ đồng/gói thầu).
Năng lượng				47,2%	74,3%	-27,1đ%	-4,2đ% Năm 2022, biên lợi nhuận gộp mảng điện gió giảm 27,1 điểm % svck, do năm 2021 nhà máy chỉ vận hành quý trong 4. Tuy nhiên, đặc thù của điện gió là hoạt động hiệu quả nhất vào quý 1 và quý 4 hằng năm. Vì thế giúp biên lợi nhuận gộp năm 2021 cao hơn, mặc dù chỉ vận hành 1 quý.
CPBH&QLDN	79	70	12,9%	241	225	7,1%	85,8%
(CPBH&QLDN)/DT	9,4%	5,5%	3,9%pts	7,9%	6,5%	1,4đ%	0đ%
EBIT	38	67	-43,3%	98	111	-11,7%	37,6%
Doanh thu tài chính	130	-0,5	25900%	168	19	784,2%	615,4% FCN đã chuyển nhượng 100% cổ phần tại nhà máy điện mặt trời Vĩnh Hào 6 cho đối tác Leader Energy trong Q4/2022.
Chi phí lãi vay	59	47	25,5%	212	146	45,2%	118,8% Chi phí lãi vay tăng 45,2% do tổng nợ vay cuối năm 2021 tăng 55% svck.
Lợi nhuận trước thuế	64	67	-4,5%	78	110	-29,1%	53,9%
Lợi nhuận sau thuế	49	44	11,4%	52	71	-26,8%	47,7%
Lợi nhuận ròng	26	39	-33,3%	39	68	-42,6%	36,6%
Biên lợi nhuận ròng	3,1%	3,1%	0%pts	1,3%	2,0%	-0,7đ%	-1,1đ%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Mảng xây lắp: Trở lại quỹ đạo tăng trưởng trong giai đoạn 2023/24

Các hợp đồng ký mới có trị giá lớn giúp cải thiện KQKD 2023/24

Hình 1: Giá trị backlog ước tính cuối năm 2022 và một số gói thầu quy mô lớn

Tên dự án	Tên gói thầu	Thời điểm ký thầu	Thời gian thi công (tháng)	Tổng giá trị gói thầu (tỷ đồng)	Backlog ước tính cuối năm 2022 (tỷ đồng)
Nhơn - Ga Hà Nội	Gói thầu CP03 - thi công đường hầm	T1/20	18	850	850
Cảng quốc tế Hải Phòng	Cọc đất gia cố xi măng – CDM	T12/22	11	380	380
Nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 2	Thi công cống hộp đúc	T10/22	15	170	170
Nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 2	Thi công kênh dẫn nước box culvert	T5/22	20	239	203
Nhà máy điện khí LNG NT3&4	Thiết kế kỹ thuật, bản vẽ thi công và thi công xử lý nền	T6/22	12	418	305
Khu liên hợp Gang thép Dung Quất 2	Thi công hạ tầng, cọc khoan nhồi, cọc PHC	T4/22	15	268	161
Khu liên hợp Gang thép Dung Quất 2	Xử lý nền bến cảng, cọc khoan nhồi	T3/22	20	233	151
Khác					530
Tổng					2.750

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi ước tính giá trị backlog mảng xây lắp cuối năm 2022 là khoảng 2.750 tỷ đồng (+37,5% svck). Theo quan điểm của chúng tôi, lượng backlog này sẽ đảm bảo doanh thu của FCN hồi phục mạnh trong năm 2023.

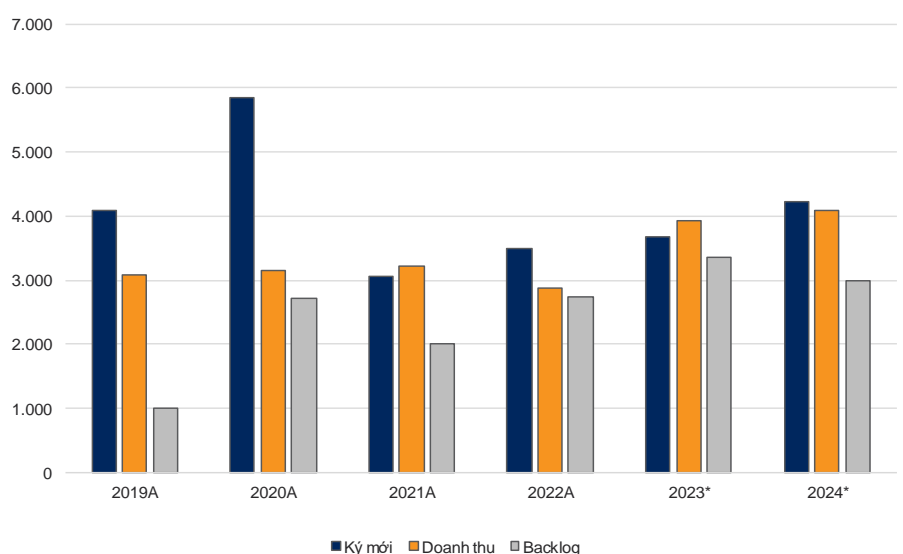
Chúng tôi kỳ vọng FCN sẽ ký các hợp đồng mới với tổng trị giá là 3.675 tỷ đồng (+5% svck) trong năm 2023. Thực tế cho thấy, trong tháng 2/2023, FCN đã ký nhiều hợp đồng với tổng trị giá khoảng 463 tỷ đồng, bao gồm:

- Gói thầu “Cung cấp, thi công cọc đại trà và thí nghiệm cọc” (179 tỷ đồng) tại nhà máy điện LNG Nhơn Trạch 3&4.
- Gói thầu “Xây dựng tường vây phía nam nhà ga 11” (62 tỷ đồng) của Tuyến đường sắt đô thị (Metro Line 3) Hà Nội.
- Gói thầu “Thi công cọc kho than” (75 tỷ đồng) tại Nhà máy điện than Vũng Áng 2.
- Gói thầu “Xây dựng đường cao tốc” Hậu Giang-Cà Mau (147 tỷ đồng).

Chúng tôi kỳ vọng rằng Chính phủ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công trong năm 2023 sẽ tác động tương đối tích cực đến FCN, giúp doanh nghiệp có nhiều cơ hội ký các hợp đồng xây dựng hạ tầng. Chúng tôi ước tính giá trị backlog xây lắp của FCN vào cuối năm 2023 sẽ là 3.357 tỷ đồng (+22,1% svck).

Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng FCN sẽ ký các hợp đồng mới với tổng trị giá 4.226 tỷ đồng (+15% svck). Chúng tôi nhận thấy có dấu hiệu phục hồi kinh tế năm 2024 như: (1) Chính sách tiền tệ sẽ chuyển sang nới lỏng, giúp thúc đẩy đầu tư, thu hút dòng vốn FDI và cải thiện triển vọng cho ngành sản xuất và bất động sản, (2) dự thảo quy hoạch điện 8 (dự thảo QHĐ 8) kỳ vọng sẽ được phê duyệt, giúp FCN có nhiều cơ hội ký mới các dự án xây dựng điện gió, vốn là lợi thế cạnh tranh lớn của doanh nghiệp. Minh chứng trong giai đoạn 2020/21, FCN đã chứng tỏ năng lực thi công đúng tiến độ 6 dự án nhà máy điện gió (tổng công suất 522 MW), chiếm hơn 15% tổng công suất các nhà máy điện gió kịp vận hành thương mại trước ngày 31/10/2021.

Hình 3: Giá trị hợp đồng ký mới, doanh thu và backlog giai đoạn 2019-2024 (tỷ đồng)



*: Dự phóng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 4: FCN thể hiện năng lực thi công vượt trội và đúng tiến độ với 6 nhà máy điện gió

Dự án điện gió	Giá trị gói thầu (tỷ đồng)	Công suất (MW)	Năm
Nhà máy điện gió BT giai đoạn 2	273	42	2021
Nhà máy điện gió Thái Hòa	255	90	2020-2021
Nhà máy điện gió BT	907	252	2020-2021
Nhà máy điện gió Quốc Vinh	440	30	2020-2021
Nhà máy điện gió Lạc Hòa	266	30	2020-2021
Nhà máy điện gió Trà Vinh V1.3	561	48	2020-2021
Nhà máy điện gió Hòa Đông	527	30	2020-2021
Tổng	3.229	522	

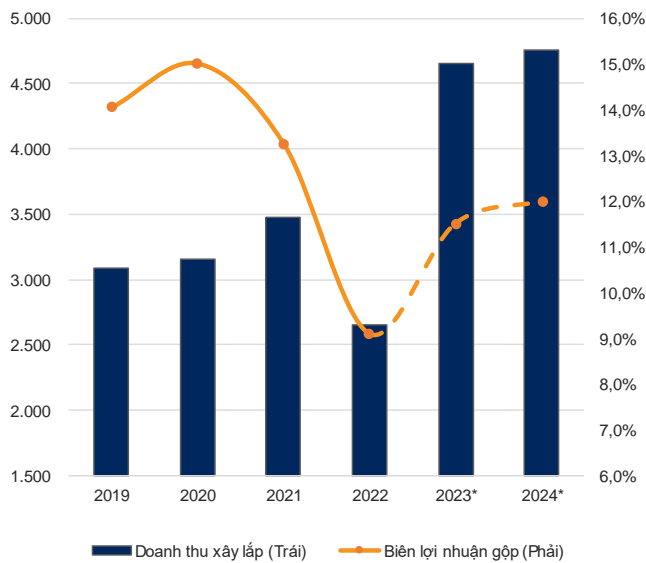
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện trong 2023-24

Với lượng backlog lớn vào cuối năm 2022, chúng tôi kỳ vọng DT mảng xây lắp sẽ tăng 47,9% svck lên 3.918 tỷ đồng trong năm 2023. Ngoài ra, biên LN gộp của mảng xây lắp được dự báo sẽ tăng 2,9 điểm % svck lên 12% do: (1) 75% giá trị backlog ước tính cuối năm 2022 được đóng góp từ các dự án quy mô lớn, kỳ vọng đem lại biên lợi nhuận cao, (2) giá vật liệu xây dựng giảm mạnh trong nửa cuối năm 2022. Thép là nguyên vật liệu xây dựng chiếm tỷ trọng lớn nhất, hơn 30% giá vốn hàng bán của FCN. Giá thép (đại diện là giá thép của HPG) đã giảm 5,6% svck với 15 đợt giảm giá từ tháng 6 đến tháng 8/2022. Giá thép giảm sẽ giúp doanh nghiệp cải thiện biên lợi nhuận.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2024 sẽ đạt 4.248 tỷ đồng (+8,4 % svck), nhờ giá trị backlog lớn vào cuối năm 2023. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của mảng xây lắp tăng nhẹ 0,5 điểm % svck lên 12,5%. Do kỳ vọng FCN sẽ ký được các hợp đồng quy mô lớn trong năm 2024 do kinh tế phục hồi và dự thảo QHĐ 8 được thông qua, như đã đề cập ở trên.

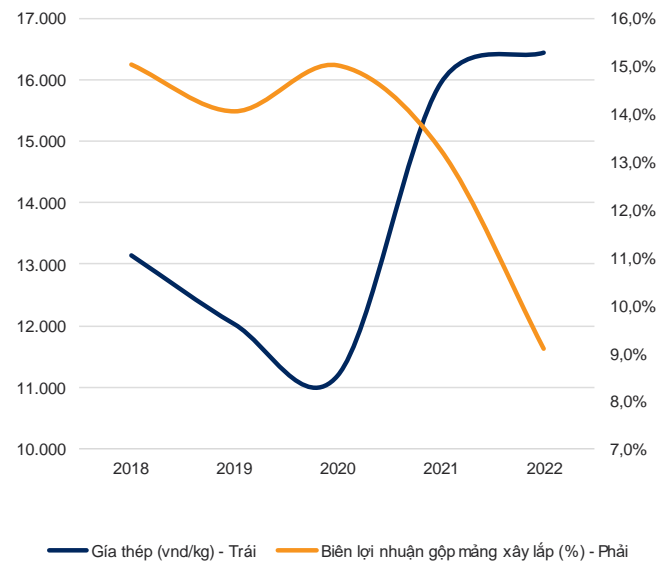
Hình 5: Doanh thu (tỷ đồng) và biên lợi nhuận gộp (%) mảng xây lắp 2019-2024*



*: Kỳ vọng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 6: Tương quan giá thép và biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp 2018-2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Mảng đầu tư: một vài thông tin tích cực cho triển vọng dài hạn

Trong Q4/22, FCN đã chuyển nhượng 100% vốn sở hữu tại nhà máy điện mặt trời Vĩnh Hảo 6 với công suất 50MWp cho đối tác Leader Energy – nhà đầu tư mảng năng lượng tái tạo đến từ Malaysia, mang lại khoản lợi nhuận 145 tỷ đồng trong doanh thu hoạt động tài chính. Như vậy, FCN chỉ còn sở hữu nhà máy điện gió Quốc Vinh-Sóc Trăng. Trong năm 2023/24, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng năng lượng sẽ lần lượt đạt 159 tỷ đồng (+33,9% svck)/182 tỷ đồng (+8,7% svck) do nhà máy điện gió Quốc Vinh đã hoạt động ổn định hơn, giúp cải thiện công suất cao hơn giai đoạn 2023/24. Với định hướng đầu tư 1.000MW năng lượng tái tạo, cụ thể là điện gió, dự thảo QHĐ 8 sẽ là đòn bẩy giúp FCN đạt được mục tiêu trong tương lai.

Đầu năm 2023, FCN đã có những thông tin tích cực về các dự án bất động sản (BDS) như:

- Cụm công nghiệp Danh Thắng - Đoan Bái: Ngày 26/12/2022, tỉnh Bắc Giang quyết định thành lập Cụm công nghiệp Danh Thắng - Đoan Bái tại huyện Hiệp Hòa, tỉnh Bắc Giang. Diện tích dự án là 75 ha, FCN được chọn làm đơn vị đầu tư xây dựng hạ tầng kỹ thuật. Tổng vốn đầu tư dự kiến cho dự án là 1.000 tỷ đồng. Việc xây dựng và vận hành, dự kiến sẽ bắt đầu từ năm 2023 đến Q3/24.
- Dự án Khu đô thị Nam Thái: Ngày 27/01/2023, tỉnh Thái Nguyên quyết định chọn FCN làm chủ đầu tư dự án có quy mô gần 25 ha. Tổng vốn đầu tư dự kiến là 2.250 tỷ đồng. Theo kế hoạch, việc xây dựng và vận hành dự án sẽ hoàn thành vào cuối năm 2026. Thời hạn hoạt động của dự án là 50 năm.

Hai dự án này sẽ là nền tảng quan trọng để FCN có nhiều kinh nghiệm hơn trong việc đầu tư BDS khu công nghiệp và BDS thương mại. Bất động sản là thành phần quan trọng trong kế hoạch trung và dài hạn của FCN. Tuy nhiên, chúng tôi chưa có đầy đủ thông tin và dự án chỉ mới ở giai đoạn đầu, vì thế chúng tôi thận trọng không đưa vào mô hình định giá.

Hình 7: Các dự án đầu tư của FCN

Dự án	Vị trí	Quy mô (ha)	Tổng mức đầu tư (triệu USD)	Thời điểm triển khai
Năng lượng tái tạo				
Điện gió Quốc Vinh-Sóc Trăng	Sóc Trăng		61	2020-21
Điện gió Gia Lai	Gia Lai		176	NA
Điện gió Sóc Trăng	Sóc Trăng		50	NA
Điện gió Vũng Tàu	Bà Rịa		NA	NA
BDS Dân cư				
Khu đô thị Nam Thái*	Thái Nguyên	25	96	NA
Khu dân cư Việt Hùng	Bắc Ninh	6	16	NA
Khu đô thị Như Quỳnh	Hưng Yên	37	62	NA
Mỹ Hảo Garden City	Hưng Yên	325	590	NA
Khu trung tâm thương mại, dịch vụ và nhà ở Sa Đéc	Đồng Tháp	37	62	NA
BDS Khu công nghiệp				
Cụm công nghiệp Danh Thắng-Đoan Bái*	Bắc Giang	75	43	NA
KCN Thái Đào-Lão Hộ	Bắc Giang	190	88	NA
KCN Chấn Hưng	Vĩnh Phúc	129	52	NA

*: dự án mới

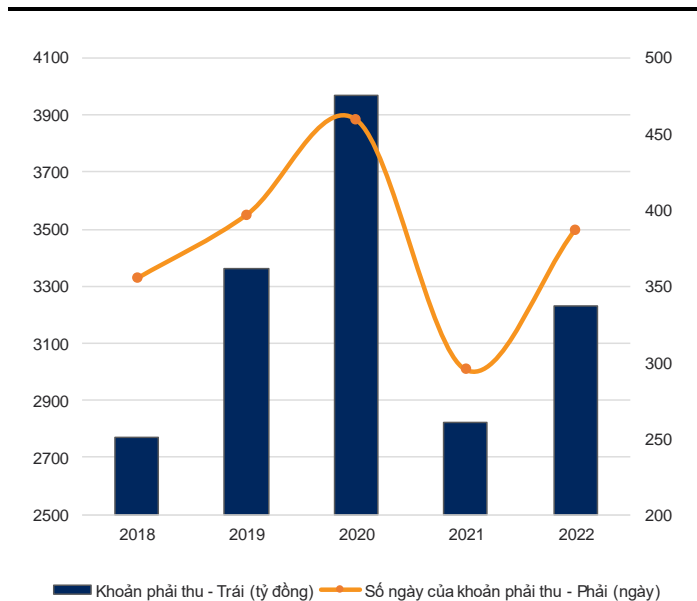
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Dòng tiền tiếp tục âm trong khi đòn bẩy tài chính đã có sự cải thiện

Ghi nhận cuối năm 2022, số ngày các khoản phải thu lên tới 387 ngày (tăng 91 ngày so với năm 2021) và cao hơn trung bình 5 năm gần nhất (365 ngày). Từ đó cho thấy khách hàng của FCN đang gặp nhiều khó khăn về mặt dòng tiền trong năm 2022. Bên cạnh đó, khoản phải trả cuối năm 2022 giảm mạnh 31,7% svck, gây thêm áp lực dòng tiền của doanh nghiệp. Vì thế, trong năm 2022, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tiếp tục âm 203 tỷ đồng (năm 2021: âm 110 tỷ đồng). Tuy nhiên, trong năm 2023, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh kỳ vọng cải thiện, do: (1) khách hàng của FCN sẽ giảm bớt khó khăn về mặt dòng tiền, giúp FCN cải thiện các khoản phải thu, (2) kỳ vọng FCN sẽ cải thiện khả năng chiếm dụng vốn từ các nhà cung cấp như giai đoạn trước.

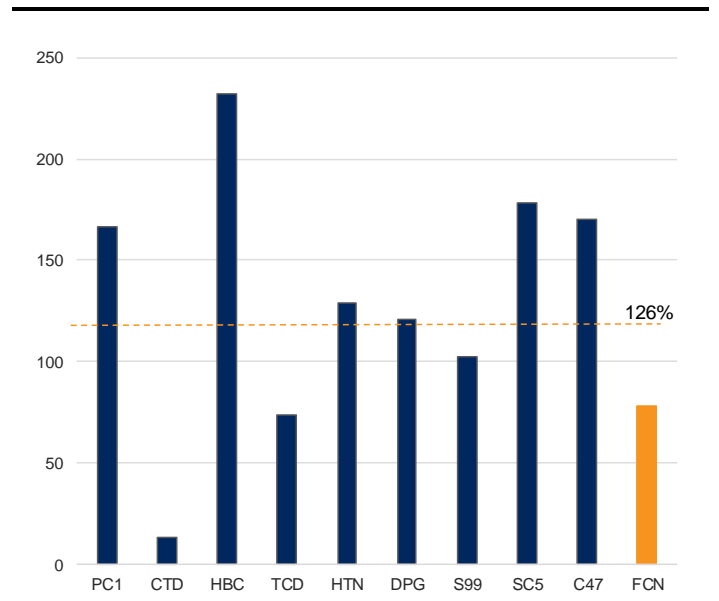
Tại cuối năm 2022, tổng nợ vay tăng 9,5% svck, đạt 2.708 tỷ đồng, trong đó chủ yếu đến từ các khoản vay ngắn hạn. Các khoản vay ngắn hạn tăng mạnh 32,7% svck, đạt 1.766 tỷ đồng, với mục đích hỗ trợ doanh nghiệp ký kết các hợp đồng xây lắp mới (+35,1% svck). Ghi nhận cuối năm 2022, tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu cải thiện tương đối, đạt 78,1% (giảm 6,3 điểm% svck). So với các doanh nghiệp cùng ngành, tỷ lệ đòn bẩy của FCN được đánh giá ở mức thấp hơn nhiều so với mức trung bình ngành (120-130%). Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng năm 2023 kết quả kinh doanh được tốt hơn, sẽ giúp tỷ lệ đòn bẩy tiếp tục cải thiện, đạt 71,3%. Với tỷ lệ đòn bẩy thấp, FCN sẽ có lợi thế cạnh tranh để ký các hợp đồng xây lắp mới.

Hình 8: Khoản phải thu của FCN giai đoạn 2018-2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 9: Tỷ lệ D/E của FCN thấp hơn so với trung bình ngành



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng giai đoạn 2023/24 để phản ánh tình hình hiện tại của doanh nghiệp

Hình 10: Điều chỉnh dự phóng KQKD 2023/24

Tỷ đồng	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		% Thay đổi		Nhận xét
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	
Doanh thu	4.589	4.813	4.077	4.430	-11,2%	-8,0%	
Xây lắp	4.420	4.641	3.918	4.248	-11,4%	-8,5%	
Năng lượng	169	172	159	182	-5,9%	5,9%	
Lợi nhuận gộp	686	742	550	633	-19,8%	-14,7%	
Biên lợi nhuận gộp	15,0%	15,4%	13,5%	14,3%	-1,5đ%	-1,1đ%	
Xây lắp	13,5%	14,0%	12,0%	12,5%	-1,5đ%	-1,5đ%	
	53,0%	53,9%	50,4%	56,2%	-2,6đ%	-2,3đ%	Chúng tôi thận trọng hạ biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp 2023/24, do: (1) FCN sẽ không có nhiều cơ hội để ký mới các gói thầu có quy mô lớn do tình hình kinh tế khó khăn, (2) giá thép đang có dấu hiệu tăng từ những tháng đầu năm.
Năng lượng							Chúng tôi tăng biên lợi nhuận gộp mảng năng lượng năm 2024 thêm 2,4 điểm %, do chúng tôi kỳ vọng nhà máy điện gió Quốc Vinh sẽ cải thiện công suất từ 85% lên 90%.
CPBH&QLDN	297	311	228	248	-23,1%	-20,3%	
(CPBH&QLDN)/DT	6,5%	6,5%	5,6%	5,6%	-0,9đ%	-0,9đ%	
EBIT	381	422	301	363	-20,8%	-14,0%	
Doanh thu tài chính	19	19	23	21	22,5%	10,9%	
Chi phí lãi vay	163	145	198	181	21,5%	24,6%	Chúng tôi tăng khoản vay của FCN, do: (1) phản ánh tình hình vay nợ hiện tại của doanh nghiệp, (2) hỗ trợ FCN ký mới các gói thầu trong năm.
Lợi nhuận trước thuế	235	295	130	208	-44,4%	-29,3%	
Lợi nhuận sau thuế	178	220	105	166	-41,0%	-24,5%	
Lợi nhuận ròng	175	216	94	155	-46,4%	-28,4%	
Biên lợi nhuận ròng	3,8%	4,5%	2,3%	3,5%	-1,5đ%	-1đ%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá: Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn là 13.000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu của FCN dựa trên phương pháp định giá từng phần. Chúng tôi đã loại nhà máy điện mặt trời Vĩnh Hảo 6 ra khỏi mô hình định giá do FCN đã thoái vốn hoàn toàn khỏi nhà máy này vào cuối năm 2022. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF trong thời gian 5 năm với WACC là 10,5% cho mảng xây lắp, cao hơn 1,1 điểm % so với báo cáo trước do lo ngại về mặt bằng lãi suất tăng. Đối với mảng năng lượng, chúng tôi sử dụng định giá DCF 20 năm với WACC là 10,8%, cao hơn 0,7 điểm % so với báo cáo trước với lý do tương tự. Đối với khoản mục Đầu tư vào công ty liên kết và lợi ích cổ đông thiểu số, chúng tôi ghi nhận giá trị sổ sách vào ngày 31/12/2022. Do đó, giá mục tiêu của chúng tôi cho FCN là 13.000 đồng/cổ phiếu, chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị Trung lập.

Hình 11: Phương pháp định giá từng phần

Định giá từng phần	Phương pháp	Tỷ đồng
Xây dựng	DCF 5 năm	3.882
Điện gió Quốc Vinh	DCF 10 năm	733
Đầu tư vào công ty liên kết	Giá trị sổ sách cuối năm 2022	120
(+) Tiền và tương đương tiền	Giá trị sổ sách cuối năm 2022	199
(-) Nợ vay	Giá trị sổ sách cuối năm 2022	2.065
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	Giá trị sổ sách cuối năm 2022	815
Giá trị doanh nghiệp		2.053
SLCP đang lưu hành (triệu cổ phiếu)		157,4
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)		13.042
Giá mục tiêu (làm tròn, đồng)		13.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

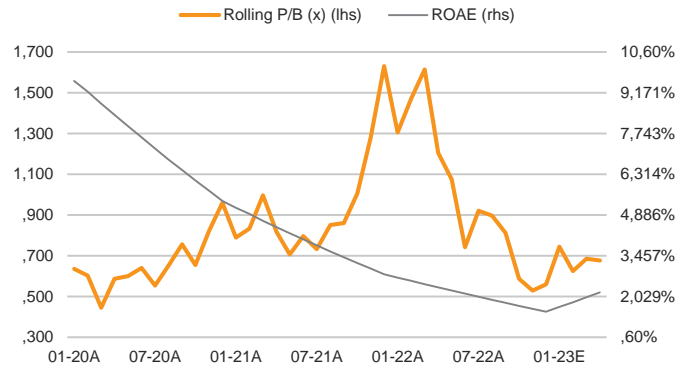
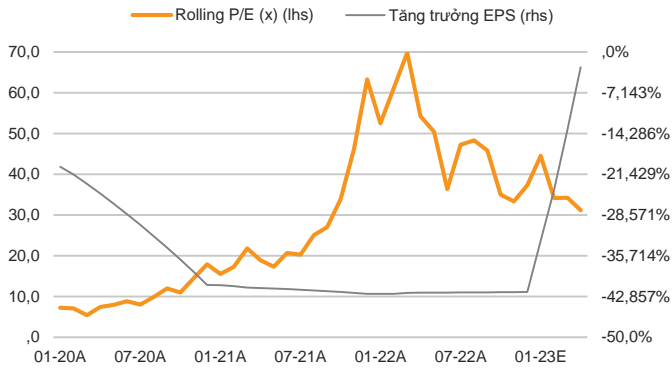
Tiềm năng tăng giá bao gồm (1) giá trị hợp đồng ký mới cao hơn kỳ vọng, đặc biệt ký các dự án lớn, có biên lợi nhuận cao; (2) các dự án BĐS được triển khai sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá gồm (1) giá nguyên vật liệu xây dựng tăng cao hơn dự kiến; (2) rủi ro pha loãng từ việc tăng huy động vốn.

Hình 12: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại Nội tệ	Vốn hóa tr.USD	P/E (lần)		Tăng trưởng CAGR (%)	P/B (lần)		ROE (%)		D/E TTM
				2022	2023		Hiện tại	2023	2022	2023	
CTCP Xây lắp điện 1	PC1 VN	29.500	340	17,0	11,8	28,2	1,6	1,3	9,4	12,0	166,8
CTCP Xây dựng Coteccons	CTD VN	47.900	151	170,0	n/a	n/a	0,4	0,4	0,3	(1,4)	13,1
CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình	HBC VN	8.050	94	n/a	n/a	n/a	0,8	n/a	(36,1)	n/a	232,0
CTCP Đầu tư Phát triển Công nghiệp và Vận tải	TCD VN	8.420	88	5,0	n/a	n/a	0,6	n/a	12,6	n/a	73,5
CTCP Hưng Thịnh Incons	HTN VN	12.050	46	12,0	14,6	10,6	0,7	n/a	5,9	5,5	129,0
CTCP Tập đoàn Đạt Phương	DPG VN	31.000	83	5,0	6,6	5,9	1,2	1,0	25,2	16,9	120,6
CTCP SCI	S99 VN	9.000	43	12,0	n/a	28,4	0,6	n/a	4,6	n/a	102,7
CTCP Xây dựng Số 5	SC5 VN	19.600	13	13,0	n/a	n/a	0,9	n/a	6,6	n/a	178,5
CTCP Xây dựng 47	C47 VN	7.770	9	14,0	n/a	n/a	0,5	n/a	4,0	n/a	170,5
Trung bình			96	31,0	8,3	18,3	0,8	0,9	3,6	8,3	131,9
Trung vị			50	11,5	11,8	19,4	0,6	1,0	5,9	8,8	129,0
CTCP FECON	FCN VN	11.700	79	47,0	19,7	94,8	0,7	0,7	1,5	3,5	78,1

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, DỮ LIỆU TẠI NGÀY 12/04/2023

Valuation



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	3.046	4.077	4.430
Giá vốn hàng bán	(2.689)	(3.527)	(3.797)
Chi phí quản lý DN	(27)	(24)	(27)
Chi phí bán hàng	(215)	(204)	(222)
LN hoạt động thuần	115	322	385
EBITDA thuần	188	395	461
Chi phí khấu hao	(73)	(73)	(75)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	115	322	385
Thu nhập lãi	169	23	21
Chi phí tài chính	(270)	(226)	(212)
Thu nhập ròng khác	65	12	13
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	78	130	208
Thuế	(27)	(26)	(42)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(12)	(11)	(12)
LN ròng	40	94	155
Thu nhập trên vốn	40	94	155
Cổ tức phổ thông	0	(21)	(12)
LN giữ lại	40	73	143

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	175	326	354
Đầu tư ngắn hạn	29	29	29
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.230	3.127	3.156
Hàng tồn kho	1.669	1.739	1.820
Các tài sản ngắn hạn khác	133	222	241
Tổng tài sản ngắn hạn	5.235	5.443	5.600
Tài sản cố định	1.834	1.836	1.835
Tổng đầu tư	222	222	222
Tài sản dài hạn khác	290	232	252
Tổng tài sản	7.581	7.733	7.909
Vay & nợ ngắn hạn	1.767	1.553	1.483
Phải trả người bán	710	937	1.040
Nợ ngắn hạn khác	676	816	886
Tổng nợ ngắn hạn	3.152	3.306	3.409
Vay & nợ dài hạn	941	926	775
Các khoản phải trả khác	4	24	26
Vốn điều lệ và	1.574	1.574	1.574
LN giữ lại	207	280	423
Vốn chủ sở hữu	2.647	2.629	2.839
Lợi ích cổ đông thiểu số	837	847	859
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	7.581	7.733	7.909

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	78	130	208
Khấu hao	154	78	81
Thuế đã nộp	(30)	(26)	(42)
Các khoản điều chỉnh khác	(170)	(92)	(83)
Thay đổi VLĐ	(236)	160	17
LC tiền thuần HKKD	(203)	250	181
Đầu tư TSCĐ	(138)	(80)	(80)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	3	0	0
Các khoản khác	(505)	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	171	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(469)	(80)	(80)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	373	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	161	2	(61)
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	(21)	(12)
LC tiền thuần HĐTC	534	(19)	(73)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	312	175	326
LC tiền thuần trong năm	(138)	152	28
Tiền & tương đương tiền cuối kì	175	326	354

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	1,3%	2,3%	3,5%
Vòng quay TS	0,40	0,53	0,57
ROAA	0,5%	1,2%	2,0%
Đòn bẩy tài chính	2,84	2,90	2,86
ROAE	1,5%	3,5%	5,7%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	387,1	280,0	260,7
Số ngày nắm giữ HTK	226,6	180,0	175,5
Số ngày phải trả tiền bán	96,3	97,0	100,3
Vòng quay TSCĐ	1,63	2,22	2,41
ROIC	0,6%	1,6%	2,6%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,7	1,6	1,6
Khả năng thanh toán nhanh	1,1	1,1	1,1
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	0,1
Vòng quay tiền	517,3	363,0	335,9
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(12,6%)	33,9%	8,7%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(53,0%)	180,5%	19,7%
Tăng trưởng LN ròng	(42,1%)	136,3%	65,2%
Tăng trưởng EPS	(42,1%)	136,3%	65,2%

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

Nguyễn Đức Mạnh - Chuyên viên Phân tích

Email: manh.nguyenduc@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>