

Vài nét về doanh nghiệp

HHV là thành viên quan trọng thuộc hệ thống Tập đoàn Đèo Cả - một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực đầu tư thi công các dự án hạ tầng giao thông. Hiện tại, HHV hoạt động trên một số lĩnh vực chính: (1) Đầu tư, khai thác dự án BOT, (2) Duy tu, bảo dưỡng và quản lý vận hành hạ tầng giao thông, (3) Xây lắp công trình giao thông.

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu (VND)

16.720

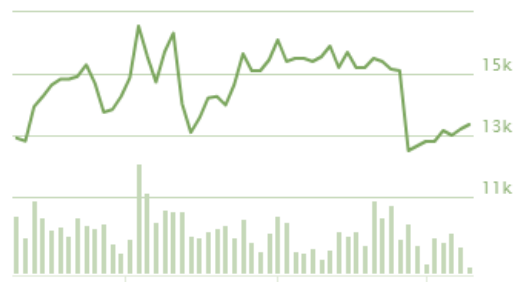
Upside

+ 25,2%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Xây dựng
Thị giá (03/06/2024)	13.350
Biến động 1 năm	11.060 – 16.830
KLGD bình quân 52T (cp)	7.599.494
Vốn hóa (Tỷ đồng)	5.434
P/E	13,1x
P/B	0,8x
%NN sở hữu	6,72%

Diễn biến giá



Chuyên viên phân tích

Phạm Hồng Quân, CFA

phquan@vcbs.com.vn

024 3936 6990 - ext 7183

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

HIỆU QUẢ KINH DOANH CẢI THIỆN TẠI CÁC DỰ ÁN MỚI

ĐÁNH GIÁ: MUA

Trong giai đoạn 2024 - 2025, các mảng kinh doanh quan trọng của HHV dự báo có mức tăng trưởng tích cực nhờ: (1) Các gói thầu hạ tầng giao thông lớn bước vào giai đoạn thi công hạng mục chính, (2) Được chấp thuận tăng phí tại các trạm BOT quan trọng. Ngoài ra, các dự án PPP kì vọng cải thiện mạnh về hiệu quả kinh doanh và đảm bảo động lực tăng trưởng trong dài hạn của doanh nghiệp.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HHV với mức định giá hợp lý là **16.720 VND/ cổ phiếu**.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Lợi nhuận thu phí BOT kì vọng tăng trưởng tích cực trong năm 2024

VCBS đánh giá lợi nhuận mảng thu phí của HHV có thể ghi nhận mức tăng trưởng trên 30% trong năm 2024 nhờ: (1) Được chấp thuận tăng phí tại một số trạm với mức tăng trung bình khoảng 18%, (2) Lưu lượng xe qua trạm duy trì xu hướng hồi phục.

Gia tăng mạnh tỷ lệ vốn ngân sách tham gia tại các dự án PPP mới

Hiệu quả đầu tư và tính khả thi của việc đảm bảo phương án tài chính tại các dự án PPP mới (cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh và Hữu Nghị - Chi Lăng) dự kiến được cải thiện đáng kể nhờ mức tham gia cao hơn của vốn ngân sách tại dự án. Do đó, doanh nghiệp giảm bớt sự phụ thuộc vào nguồn vốn tín dụng và hạn chế áp lực chi phí tài chính.

Tăng tốc ghi nhận doanh thu từ các gói thầu xây lắp

KQKD mảng xây lắp của HHV dự báo ghi nhận sự bùng nổ trong các năm 2024 – 2026 nhờ: (1) Các gói thầu quan trọng bắt đầu vào giai đoạn thi công hạng mục chính, (2) Biên lợi nhuận gộp xây lắp hồi phục dần về mức 8 - 9%. Về dài hạn, chúng tôi đánh giá cao năng lực kinh doanh và khả năng tiếp tục trúng các gói thầu xây lắp hạ tầng của HHV & Tập đoàn Đèo Cả.

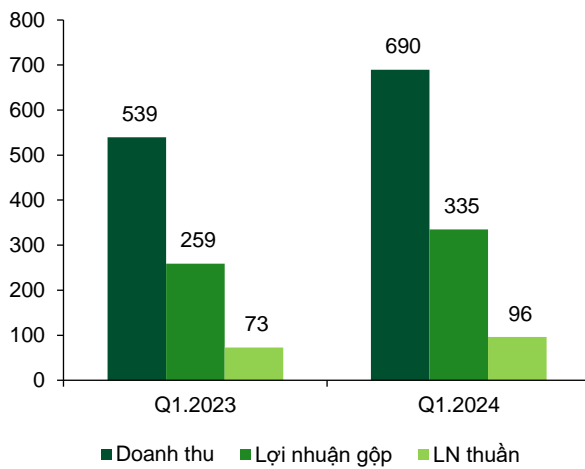
Chi tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
DTT (tỷ đồng)	2.095	2.686	3.394	3.762
+/- yoy (%)	12,53%	28,21%	26,37%	10,85%
LN thuần (tỷ đồng)	264	322	435	482
+/- yoy (%)	-1,79%	21,99%	35,15%	10,71%
TS LN gộp (%)	48,53%	40,23%	43,38%	43,89%
TS LN ròng (%)	12,61%	11,99%	12,83%	12,81%
EPS - TTM (VND)	858	978	1.058	1.171

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q1.2024

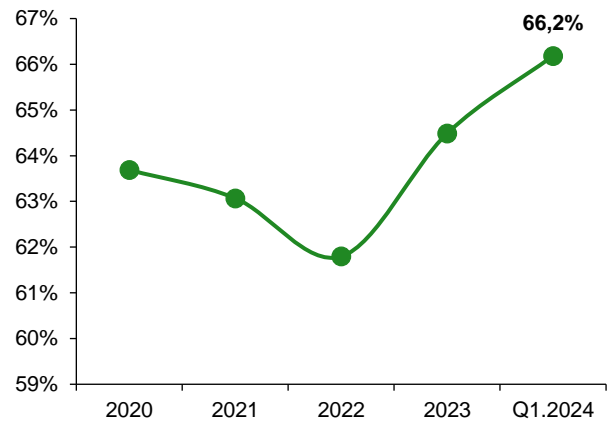
Doanh thu thuần Q1.2024 đạt 690 tỷ đồng, tăng trưởng 27,9% so với cùng kỳ. Hai mảng kinh doanh chủ đạo (Thu phí BOT và Xây lắp) cùng ghi nhận mức tăng trưởng tích cực (lần lượt đạt 23,1% và 43,3% yoy) nhờ: (1) Mức giá thu phí tại các trạm BOT được điều chỉnh tăng từ cuối năm 2023; (2) HHV đẩy mạnh thi công các gói thầu xây lắp lớn.

Lợi nhuận thuần đạt 96 tỷ đồng (+31,7% yoy). Biên lợi nhuận được cải thiện nhẹ so với Q1.2023 do: (1) Biên lợi nhuận gộp mở rộng nhờ điều chỉnh mức giá thu phí, (2) Chi phí quản lý được kiểm soát hiệu quả, (3) Bắt đầu ghi nhận doanh thu tài chính từ hoạt động hợp tác đầu tư tại dự án cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo.

Hình 1: KQKD của HHV (đv: tỷ đồng)



Hình 3: Xu hướng biên LN gộp mảng thu phí của HHV



Nguồn: HHV, VCBS tổng hợp

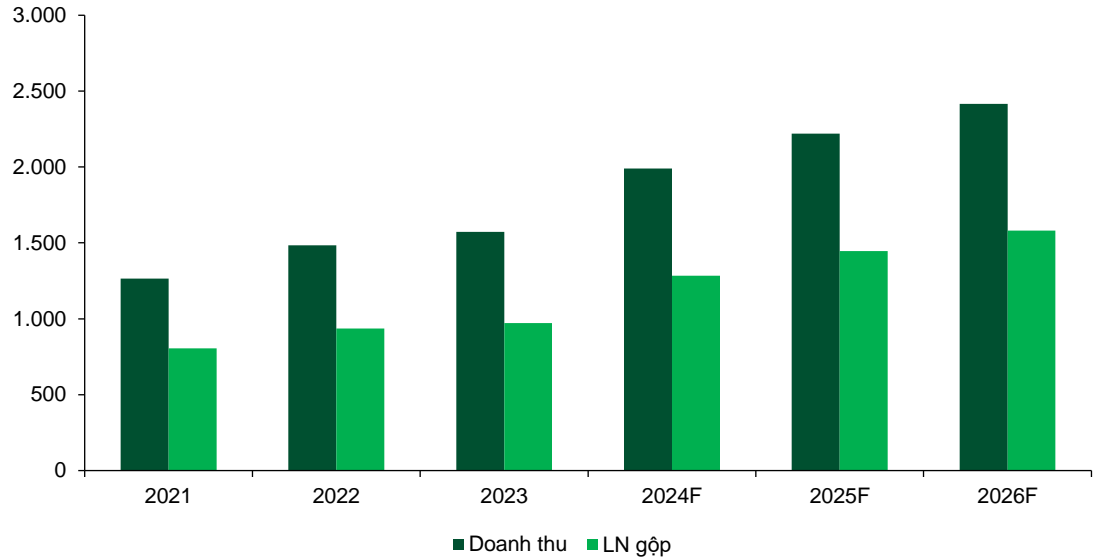
TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Lợi nhuận thu phí BOT kì vọng tăng trưởng tích cực trong năm 2024

Hiện tại, HHV và các đơn vị thành viên đang vận hành, khai thác ổn định 7 trạm thu phí và là nguồn đóng góp chủ đạo đến KQKD của doanh nghiệp. VCBS đánh giá lợi nhuận mảng thu phí của HHV có thể ghi nhận mức tăng trưởng trên 30% trong năm 2024 xét đến:

- Tại cuối năm 2023, HHV đã chính thức được chấp thuận tăng giá thu phí tại 4 trạm (trạm Đèo Cả, An Dân, Cù Mông và Ninh Lộ) với mức tăng trung bình khoảng 18%.
- Lưu lượng xe qua các trạm tiếp tục xu hướng hồi phục cùng với các hoạt động kinh tế và xuất nhập khẩu.

Hình 4: KQKD mảng thu phí BOT của HHV (đv: tỷ đồng)

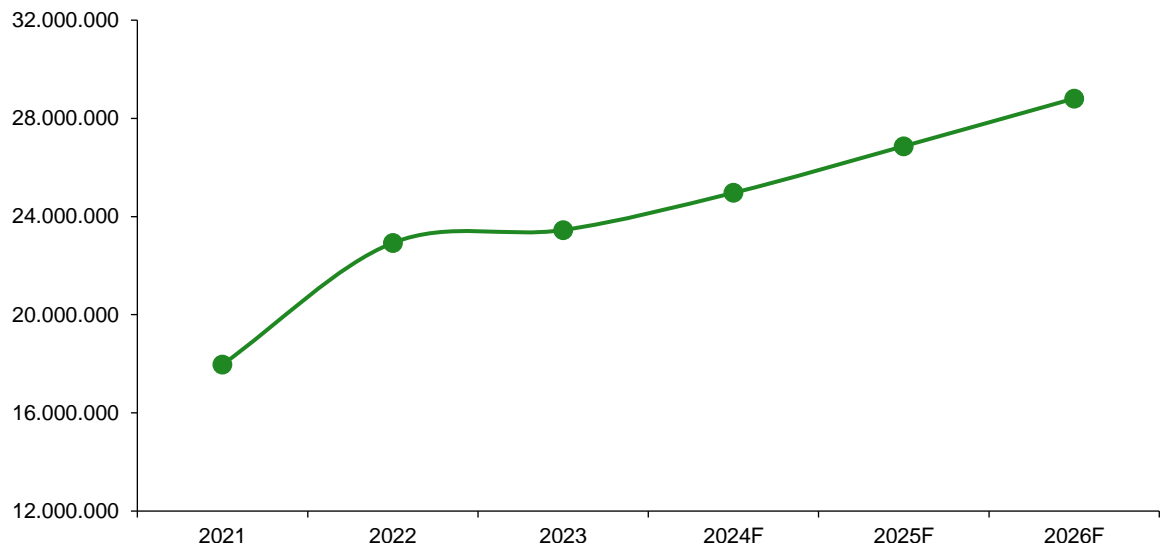


Nguồn: HHV, VCBS

Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng lưu lượng xe và doanh thu thu phí tại các trạm có thể duy trì mức tăng trưởng 5-10% mỗi năm, qua đó giúp đóng góp dòng tiền tích cực cho doanh nghiệp nhờ:

- Động lực từ tăng trưởng các hoạt động kinh tế và xu hướng phổ biến xe hơi.
- So với các tuyến đường cũ (đường quốc lộ và đường đèo qua núi), hệ thống hầm và cao tốc do Đèo Cả đầu tư sở hữu ưu thế vượt trội về tính an toàn và thời gian di chuyển.
- Phần lớn các dự án giao thông được doanh nghiệp đầu tư đón đầu xu hướng phát triển hạ tầng trong tương lai, đầu nối trực tiếp với chuỗi Cao tốc Bắc – Nam phía Đông. Do đó, các trạm thu phí của HHV sẽ hưởng lợi lớn khi các dự án thành phần Cao tốc Bắc – Nam phía Đông giai đoạn 2 dần hoàn thiện (trong chu kỳ đầu tư công trung hạn 2021 – 2025).

Hình 5: Tổng lưu lượng qua các trạm thu phí của HHV (đv: lượt xe)



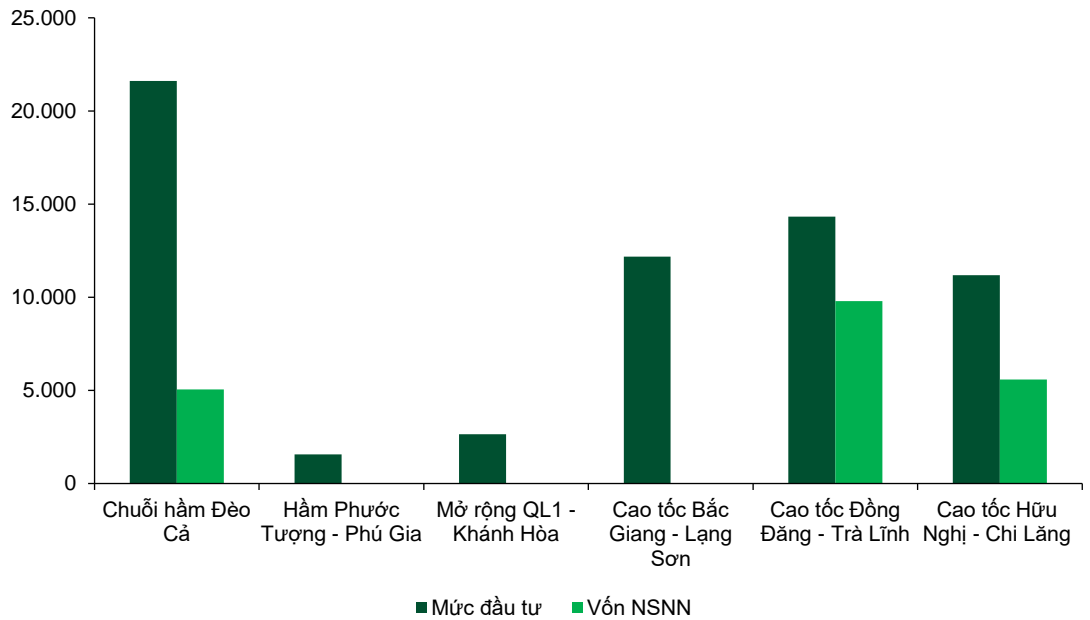
Nguồn: HHV, VCBS

Gia tăng mạnh tỷ lệ vốn ngân sách tham gia tại các dự án PPP mới

Trong quá khứ, một số dự án PPP của HHV đã gặp những khó khăn nhất định trong việc đảm bảo lưu lượng và doanh thu thu phí so với phương án tài chính (PATC), chủ yếu do các yếu tố:

- Vốn ngân sách nhà nước (NSNN) tham gia vào dự án ở tỷ lệ rất thấp (thậm chí không tham gia) trong khi quy mô dự án lớn. Do đó, doanh nghiệp phải dựa nhiều vào vốn tín dụng và gia tăng áp lực từ chi phí lãi vay. Ngoài ra, việc đặt mức giá thu phí cao để phù hợp với quy mô đầu tư cũng không khả thi do: (1) Chịu sự quản lý của nhà nước, (2) Mức thu phí quá cao sẽ gây khó khăn trong thu hút lưu lượng từ các tuyến đường cũ.
- Doanh thu thu phí hoàn vốn tại một số dự án BOT chịu ảnh hưởng tiêu cực do: (1) Thiếu các tuyến đường đầu nối và hạ tầng hỗ trợ, (2) Nhà nước cắt bớt các trạm thu phí so với phương án ban đầu.

Hình 6: Mức đầu tư và phần vốn NSNN tham gia tại các dự án BOT (đv: tỷ đồng)



Nguồn: HHV, VCBS tổng hợp

Tuy vậy đối với các dự án PPP mới (cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh và Hữu Nghị - Chi Lăng) được HHV và Tập đoàn Đèo Cả lần lượt khởi công trong tháng 01 & 04 năm 2024, VCBS đánh giá hiệu quả đầu tư và tính khả thi của việc đảm bảo PATC được nâng lên đáng kể do:

- Sau khi luật PPP 2020 có hiệu lực (từ năm 2021), tỷ lệ vốn ngân sách tham gia vào các dự án PPP được tăng lên nhiều so với các dự án trước đó (lên đến 50% giá trị đầu tư). Đặc biệt với một số dự án đặc thù như tuyến cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh (do HHV tham gia đầu tư), tỷ lệ vốn ngân sách tham gia được nâng lên gần 70%, qua đó giúp giảm thiểu đáng kể áp lực tài chính cho nhà đầu tư.
- HHV và Đèo Cả linh hoạt hơn việc huy động vốn tham gia các dự án mới, kết hợp các nguồn vốn tín dụng – phát hành chứng khoán – hợp tác kinh doanh từ các nhà thầu/ đơn vị đối tác (thay vì dựa phần lớn vào vốn tín dụng như trước kia). Điều này giúp giảm bớt gánh nặng nợ vay và chi phí tài chính tại dự án – vốn tiềm ẩn rủi ro cho doanh nghiệp nếu lưu lượng xe và nguồn thu phí tại trạm thấp hơn dự kiến.

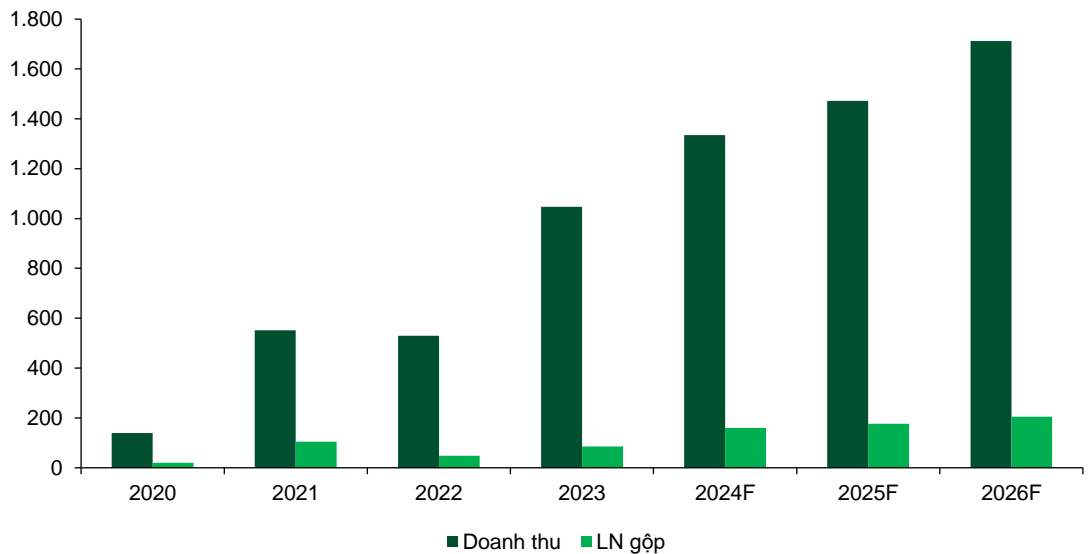
Tăng tốc ghi nhận doanh thu từ các gói thầu xây lắp

Trong vài năm qua, HHV đã dần gia tăng mạnh mẽ sự hiện diện trong lĩnh vực xây lắp công trình giao thông với việc trúng thầu nhiều dự án lớn nhờ lợi thế: (1) Hưởng lợi từ danh tiếng và năng lực đã được chứng minh của Tập đoàn Đèo Cả, đặc biệt đối với các dự án có địa hình phức tạp, (2) Nguồn việc xây lắp lớn tại các dự án cao tốc do Đèo Cả là chủ đầu tư PPP hoặc tổng thầu thi công.

VCBS đánh giá KQKD mảng xây lắp của HHV sẽ ghi nhận sự bùng nổ trong các năm 2024 – 2026 xét đến:

- Các gói thầu quan trọng (cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, Đồng Đăng – Trà Lĩnh và Hữu Nghị - Chi Lăng) bắt đầu vào giai đoạn thi công hạng mục chính. Đặc biệt, dự án Quảng Ngãi – Hoài Nhơn đang thu được kết quả rất tốt về tiến độ thi công, dự kiến bắt đầu hoàn tất xây dựng cơ bản các công trình hầm và mặt đường trong năm 2025.
- Biên lợi nhuận gộp xây lắp dự báo hồi phục dần về mức 8 – 9% nhờ: (1) Các cơ quan quản lý đã có nhiều giải pháp điều chỉnh về định mức, đơn giá vật liệu để sát hơn với thực tế; (2) Các gói thầu do HHV đảm nhận thường khá hiệu quả về chi phí nhờ đảm bảo tốt tiến độ và có thể tận dụng nguồn vật liệu đào ra từ các công trình hầm qua núi.

Hình 7: KQKD mảng xây lắp của HHV (đv: tỷ đồng)



Nguồn: HHV, VCBS

Về dài hạn, chúng tôi đánh giá cao năng lực kinh doanh và khả năng tiếp tục trúng các gói thầu xây lắp hạ tầng của HHV & Tập đoàn Đèo Cả khi:

- Doanh nghiệp đã tạo dựng được uy tín lớn về đảm bảo chất lượng, tiến độ thi công và từng giải cứu thành công các dự án bị ách tắc nhiều năm.
- Tuyến Cao tốc Bắc – Nam phía Tây và hệ thống đường sắt Bắc Nam (được đẩy mạnh triển khai trong chu kỳ đầu tư công tiếp theo) sẽ đi qua nhiều đoạn địa hình phức tạp và xuyên qua núi – vốn là thế mạnh của Đèo Cả. Ngoài ra, Đèo Cả hiện cũng là đơn vị duy nhất tại Việt Nam có năng lực thi công các công trình hầm qua núi cấp đặc biệt (dài trên 1,5 km).

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

VCBS dự phóng doanh thu năm 2024 của HHV đạt **3.394 tỷ đồng (+26,4% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **435 tỷ đồng (+35,2% yoy)**, tương ứng với EPS là **1.058 VNĐ/ cổ phiếu**.

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu HHV dựa trên một số phương pháp:

Định giá từng phần

Chúng tôi định giá vốn cổ phần hợp lý của từng dự án, mảng kinh doanh quan trọng của HHV và đưa ra kết quả định giá hợp lý là **17.396 VNĐ/ cổ phiếu**.

	Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)
Các dự án BOT và lợi ích hợp tác BCC	5.505
Mảng xây lắp, vận hành khai thác & khác	1.657
Giá trị VCSH hợp lý	7.162
Số cổ phiếu (triệu)	412
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VNĐ)	17.396

Định giá tương đối

Chúng tôi sử dụng mức P/B trung vị được giao dịch trong quá khứ của HHV và đưa ra mức định giá hợp lý là **16.044 VNĐ/ cổ phiếu**.

	P/B
2023	1,20
2022	0,74
2021	2,22
2020	1,53
2019	1,16
Trung vị	1,20
BPVS 2024 (VNĐ)	13.316
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VNĐ)	16.044

Kết hợp 2 phương pháp

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá từng phần và định giá tương đối theo tỷ lệ 50:50 và đưa ra kết quả định giá hợp lý của cổ phiếu HHV là **16.720 VNĐ/ cổ phiếu**.

Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)	
Phương pháp định giá từng phần	17.396
Phương pháp định giá tương đối	16.044
Kết hợp 2 phương pháp	16.720

ĐÁNH GIÁ

Là thành viên quan trọng thuộc Tập đoàn Đèo Cả và đảm nhận vai trò khai thác vận hành các dự án BOT được đầu tư bởi Đèo Cả và các đơn vị thành viên, HHV sở hữu hiệu quả kinh doanh và dòng tiền tương đối bền vững.

Trong giai đoạn 2024 - 2025, các mảng kinh doanh quan trọng của HHV dự báo có mức tăng trưởng tích cực nhờ: (1) Các gói thầu hạ tầng giao thông lớn bước vào giai đoạn thi công hạng mục chính, (2) Được chấp thuận tăng phí tại các trạm BOT quan trọng. Ngoài ra, các dự án PPP kì vọng cải thiện mạnh về hiệu quả kinh doanh và đảm bảo động lực tăng trưởng trong dài hạn của doanh nghiệp. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HHV với mức định giá hợp lý là **16.720 VND/ cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân, CFA

Chuyên viên Phân tích Cao cấp

phquan@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>