

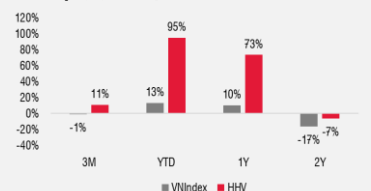
CTCP Đầu tư Hạ tầng giao thông Đèo Cả (HHV: HOSE)

Ngày báo cáo: 10/10/2023
Ngành: XÂY DỰNG
CVPT: Võ Thanh Hằng
Email: hangvt1@ssi.com.vn
SĐT: +84-24 3936 6321 ext. 8709

Giá CP ngày 10/10/2023: 16.800 Đồng

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 218,7
Giá trị vốn hoá (tỷ đồng): 5.335
Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 329,4
KLGD trung bình 3 tháng (cp): 8.685.586
Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ): 18/6,3
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 140,6
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 5,93
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 0

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV) được thành lập năm 1974, tiền thân là cơ sở sản xuất cơ khí sửa chữa ô tô trong chiến tranh Việt Nam. Hiện nay, công ty có 3 ngành nghề kinh doanh bao gồm đầu tư hạ tầng giao thông, xây dựng và vận hành dự án BOT.

HHV là một trong những nhà đầu tư BOT hàng đầu tại Việt Nam với danh mục đầu tư bao gồm 03 dự án trải dài khắp cả nước. HHV có kinh nghiệm thi công hầm và đường với các dự án tiêu biểu như Hầm Đèo Cả, Hầm Hải Vân, cao tốc Trung Lương – Mỹ Thuận, v.v.

Chủ đầu tư dự án BOT được hưởng lợi từ chu kỳ xây dựng đầu tư công

Cập nhật KQKD 6T2023: Trong Q2/2023, HHV ghi nhận 612 tỷ đồng doanh thu thuần (tăng 26,5% svck) và 109 tỷ đồng (tăng 37% svck) LNST. Lũy kế 6T2023, doanh thu và LNST lần lượt đạt 1,15 nghìn tỷ đồng (tăng 25,9% svck) và 167 tỷ đồng (tăng 19,9% svck), hoàn thành 47,4% và 57% kế hoạch năm 2023. Doanh thu tăng trưởng đáng kể nhờ nhu cầu đi lại phục hồi sau khi mở cửa trở lại hoàn toàn từ năm 2022, cũng như hoạt động xây dựng công trình hạ tầng đang trong giai đoạn cao điểm. Biên lợi nhuận gộp trong nửa đầu năm 2023 giảm xuống còn 47,4%, từ mức 55,2% trong nửa đầu năm 2022, khi mảng xây dựng (với tỷ suất thấp hơn) tăng mức đóng góp trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận. Do chi phí lãi vay của các dự án BOT được tính theo tỷ lệ trên doanh thu, chúng tôi lưu ý rằng dòng tiền ra trong nửa đầu năm 2023 liên quan đến chi phí tài chính và thanh toán nợ gốc là 580 tỷ đồng (tăng 57% so với nửa đầu năm 2022) và 519 tỷ đồng (tăng 39% so với nửa đầu năm 2022), chủ yếu là nợ vay của 3 dự án BOT.

Triển vọng nửa cuối năm 2023-2024

Đối với mảng dự án BOT, lưu lượng xe là yếu tố then chốt cho tăng trưởng vì khả năng tăng phí cầu đường trong vài năm tới không cao. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận sẽ duy trì ổn định ở mức 50%-60% đối với biên lợi nhuận gộp và 11,5% đối với biên lợi nhuận ròng. Đối với mảng xây dựng, backlog trong ba năm tới là khoảng 4 nghìn tỷ đồng tính tại thời điểm viết bài. Chúng tôi kỳ vọng HHV sẽ duy trì biên lợi nhuận gộp hiện tại là 15% cho mảng xây dựng. Về cơ cấu bảng cân đối kế toán, chúng tôi kỳ vọng việc phát hành cổ phiếu mới trong giai đoạn 2024-2025 có thể sẽ làm giảm đòn bẩy. Về dài hạn, việc đầu tư mới các dự án đường cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh và Hữu Nghị - Chi Lăng sẽ thúc đẩy tăng trưởng nêu thành công. Tỷ lệ sở hữu của HHV dự kiến là 30%, tương đương 7,5 nghìn tỷ đồng tổng vốn đầu tư. Nguồn vốn huy động thông qua phát hành riêng lẻ cho nhà đầu tư nước ngoài (thời gian thực hiện chưa được công bố).

Chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng của HHV trong năm 2023 và 2024 lần lượt đạt 378 tỷ đồng (tăng 27% svck) và 431 tỷ đồng (tăng 14% svck). Tại mức giá 17.150 đồng/cp, HHV đang giao dịch với P/E năm 2023 và 2024 lần lượt là 15,5x và 13,6x, thấp hơn so với P/E lịch sử 3 năm là 16x.

Yếu tố hỗ trợ ngắn hạn:

- Với kỳ vọng nửa cuối năm 2023 sẽ khá quan hơn. Chúng tôi ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế cho nửa cuối năm 2023 lần lượt là 1.583 tỷ đồng (tăng 34% so với nửa cuối năm 2022 và tăng 37%

so với nửa đầu năm 2023) và 186 tỷ đồng (tăng 19% so với nửa cuối năm 22 và đi ngang so với nửa đầu năm 2023).

- Dự kiến phát hành cổ phiếu với mức giá 10.000 đồng/cổ phiếu tỷ lệ 4:1 trong Q4/2023.
- Công bố trúng thầu các dự án cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh và Hữu Nghị – Chi Lăng.

Rủi ro:

- Tỷ lệ đòn bẩy cao trong khi các dự án hiện đang hoạt động dưới mức công suất dự kiến gây áp lực lên dòng tiền và vốn lưu động, có thể dẫn đến nợ phải tái cấp vốn với lãi suất cao hơn (như trường hợp tái cơ cấu nợ dự án Phước Tường – Phú Gia trong năm 2014) hoặc kéo dài thời gian hoạt động. Dự án cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn vẫn hoạt động dưới công suất thiết kế (chỉ đạt khoảng 50% công suất) và thời gian hoạt động được kéo dài từ 24 năm lên 28 năm.
- Các rủi ro liên quan đến mảng xây dựng như chậm giải ngân ngân sách, thiếu vật liệu xây dựng, v.v.
- Vấn đề quản trị liên quan việc đến Tập đoàn Đèo Cả tuy sở hữu 21,3% kể cả trực tiếp và gián tiếp tại thời điểm 30/06/2023 nhưng vẫn đóng vai trò là công ty mẹ do nắm quyền kiểm soát của HHV.

Bảng tóm tắt ước tính:

| Tỷ đồng | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|------------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần | 1.201 | 1.861 | 2.095 | 2.734 | 3.240 |
| <i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i> | <i>151,8%</i> | <i>54,9%</i> | <i>12,5%</i> | <i>30,5%</i> | <i>18,5%</i> |
| Lợi nhuận gộp | 702 | 925 | 1.017 | 1.166 | 1.286 |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i> | <i>58,4%</i> | <i>49,7%</i> | <i>48,5%</i> | <i>42,6%</i> | <i>39,7%</i> |
| Thu nhập tài chính | 8 | 22 | 5 | 32 | 21 |
| Chi phí tài chính | -480 | -551 | -648 | -742 | -790 |
| SG&A | -102 | -95 | -73 | -92 | -97 |
| Thu nhập ròng khác | -1 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| Lợi nhuận trước thuế | 178 | 333 | 354 | 420 | 479 |
| Lợi nhuận ròng | 176 | 291 | 297 | 378 | 431 |
| <i>Tăng trưởng LN ròng</i> | <i>13,2%</i> | <i>65,6%</i> | <i>2,3%</i> | <i>27,0%</i> | <i>14,0%</i> |
| <i>Biên LN ròng</i> | <i>14,6%</i> | <i>15,6%</i> | <i>14,2%</i> | <i>13,8%</i> | <i>13,3%</i> |
| EPS (VND) | 555 | 1.006 | 918 | 1,103 | 1,259 |

Nguồn: HHV, SSI Research

HHV có hai mảng đóng góp doanh thu chính đến từ xây dựng hạ tầng và quản lý dự án Xây dựng-Vận hành-Chuyển giao (BOT), trong đó các dự án BOT đóng góp 60%-70% doanh thu thuần và khoảng 50% tổng lợi nhuận gộp của doanh nghiệp. HHV có kinh nghiệm thi công hầm và đường với các dự án tiêu biểu như Hầm Đèo Cả, Hầm Hải Vân, cao tốc Trung Lương – Mỹ Thuận, v.v. Trong hoạt động vận hành BOT, danh mục dự án BOT của HHV bao gồm:

| Dự án | HHV sở hữu | Vị trí | Giai đoạn hoạt động | Số trạm thu phí |
|---------------------------------|------------|------------|---------------------|-----------------|
| Đường hầm Phước Tường & Phú Gia | 99,32% | Miền Trung | 2016 – 2035 | 1 |
| Đường hầm Đèo Cả | 72,09% | Miền Trung | 2018 – 2045 | 4 |
| Cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn | 70,36% | Miền Bắc | 2020 – 2048 | 2 |
| Quốc lộ 1 đoạn qua Khánh Hòa | 47,21% | Miền Trung | 2016 – 2037 | 1 |

Nguồn: HHV

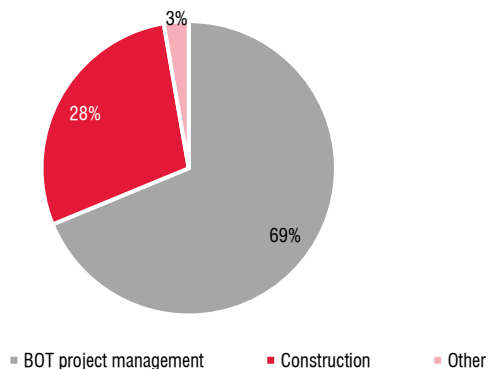
Điểm nhấn trong 6T2023

| Tỷ đồng | 6T2023 | 6T2022 | YoY | % hoàn thành kế hoạch năm | Biên lợi nhuận | | |
|-------------------------------------|---------|--------|-------|---------------------------|----------------|--------|-------|
| | | | | | 6T2023 | 6T2022 | 2022 |
| Doanh thu thuần | 1.151,7 | 914,9 | 25,9% | 46% | | | |
| Lợi nhuận gộp | 546,1 | 505,2 | 8,1% | | 47,4% | 55,2% | 48,5% |
| Lợi nhuận hoạt động | 558,2 | 491,8 | 13,5% | | 48,5% | 53,8% | 47,6% |
| EBIT | 556,3 | 491,7 | 13,1% | | 48,3% | 53,7% | 47,8% |
| EBITDA | 712,6 | 628,2 | 13,4% | | 61,9% | 68,7% | 61,4% |
| Lợi nhuận trước thuế | 221,6 | 176,3 | 25,7% | | 19,2% | 19,3% | 16,9% |
| Lợi nhuận sau thuế | 192,2 | 159 | 20,8% | 57% | 16,7% | 17,4% | 14,2% |
| LN ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ | 167,6 | 139,8 | 19,9% | | 14,5% | 15,3% | 12,6% |

Nguồn: HHV, SSI research

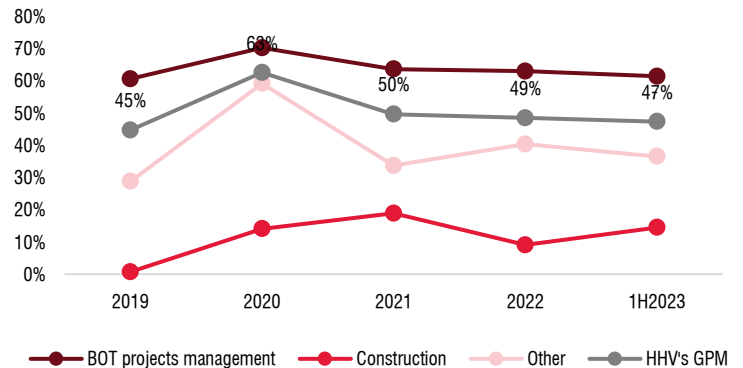
Trong Q2/2023, HHV đạt 612 tỷ đồng doanh thu thuần (tăng 26,5% svck) và LNST đạt 109 tỷ đồng (tăng 37% svck). Lũy kế nửa đầu năm 2023, doanh thu và LNST lần lượt đạt 1,15 nghìn tỷ đồng (tăng 25,9% svck) và 167 tỷ đồng (tăng 19,9% svck), hoàn thành 47,4% và 57% kế hoạch năm 2023. Doanh thu tăng trưởng đáng kể nhờ nhu cầu đi lại phục hồi sau khi mở cửa trở lại hoàn toàn từ tháng 4/2022, cũng như hoạt động xây dựng công trình hạ tầng đang trong giai đoạn cao điểm 2021-2025.

Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu trong nửa đầu năm 2023



Nguồn: HHV, SSI research

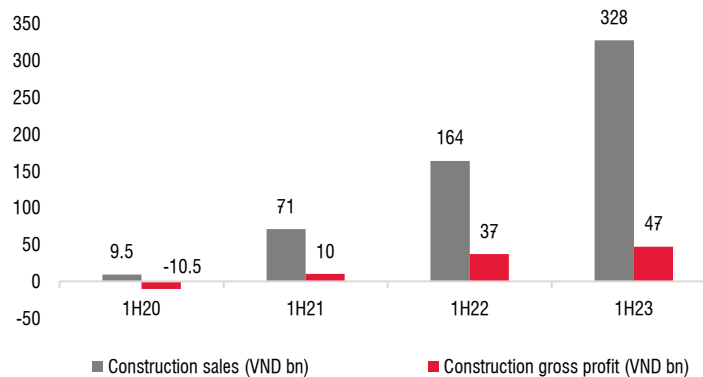
Biểu đồ 2: Biên lợi nhuận gộp theo mảng hoạt động



Lưu lượng giao thông là động lực tăng trưởng chính cho mảng BOT. Trong nửa đầu năm 2023, các dự án BOT đóng góp cho doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt là 792 tỷ đồng (tăng 8% svck) và 488 tỷ đồng (tăng 6% svck). Đồng thời nhu cầu đi lại liên tỉnh và nội tỉnh ở miền Trung đạt mức tăng trưởng 10% svck, cao hơn so với mức tiêu chuẩn 6%-8% như trước đây. Tăng trưởng lưu lượng giao thông của dự án Cao tốc Bắc Giang-Lạng Sơn trong nửa đầu năm 2023 vẫn ở mức cao, đạt 20% svck do trước đó dự án chỉ hoạt động khoảng 50% công suất khi Trung Quốc đóng cửa hoàn toàn biên giới từ năm 2020 cho đến đầu năm 2023.

Mảng xây dựng là tâm điểm khi đẩy mạnh đầu tư công: Doanh thu tăng gấp đôi từ 164 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2022 lên 320 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2023. Các nguồn doanh thu chính đến từ dự án Đường cao tốc Cam Lâm-Vĩnh Hảo (theo hình thức PPP, Tập đoàn Đèo Cả là chủ đầu tư) và Đèo Prenn với mức đóng góp khoảng 90% doanh thu thuần cho hoạt động xây dựng. Biên lợi nhuận gộp trong nửa đầu năm 2023 là 15% (so với mức 23% trong nửa đầu năm 2022). Doanh thu từ các bên liên quan tăng 400% so với nửa đầu năm 2022 và đóng góp tới 95% doanh thu cho mảng xây dựng. Đối với mảng xây dựng của HHV, chúng tôi nhận thấy các dự án do Tập đoàn Đèo Cả làm chủ đầu tư có thể thường có biên lợi nhuận thấp hơn so với các dự án khác.

Biểu đồ 3: Kết quả của mảng xây dựng trong giai đoạn nửa đầu năm 2020-nửa đầu năm 2023



Biên lợi nhuận gộp trong nửa đầu năm 2023 giảm xuống còn 47,4%, từ mức 55,2% trong nửa đầu năm 2022, với tỷ trọng doanh thu cao hơn đến từ mảng xây dựng (có biên lợi nhuận thấp hơn).

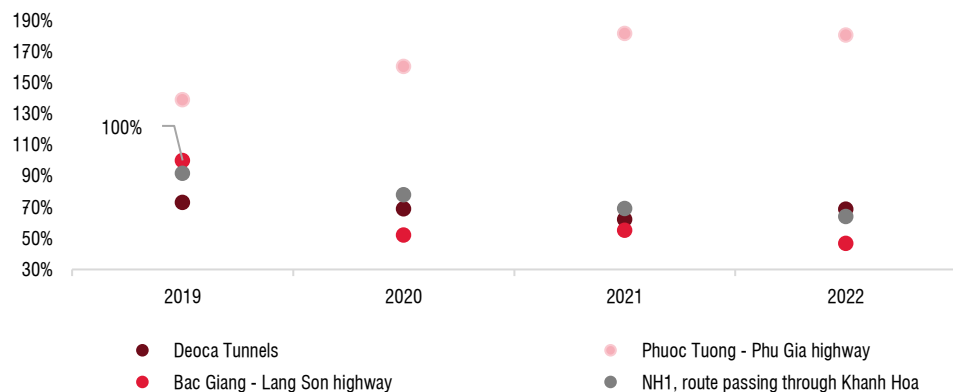
Dòng tiền ra trong nửa đầu năm 2023 liên quan đến chi phí tài chính và thanh toán nợ gốc là 580 tỷ đồng (tăng 57% so với nửa đầu năm 2022) và 519 tỷ đồng (tăng 39% so với nửa đầu năm 2022), chủ yếu là nợ vay của 3 dự án BOT. Trong nửa cuối năm 2023, lãi vay còn lại và dư nợ đến hạn ước tính khoảng 1-1,1 nghìn tỷ đồng, nguồn trả nợ chính sẽ đến từ các dự án BOT. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ ảnh hưởng đến dòng tiền và sức khỏe tài chính của HHV hơn là lợi nhuận, vì việc ghi chi phí lãi vay ghi nhận trong báo cáo KQKD được tính theo tỷ lệ trên doanh thu thuần và các dự án này đảm bảo tỷ suất hoàn vốn nội bộ (IRR) khoảng 11% trong các thỏa thuận BOT giữa HHV và cơ quan có thẩm quyền.

Triển vọng nửa cuối năm 2023 và 2024

Mảng dự án BOT: Lưu lượng giao thông là động lực tăng trưởng chính.

- Tốc độ tăng trưởng lưu lượng giao thông giữa các dự án là khác nhau.
 - Chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng lưu lượng giao thông sẽ trở về mức bình thường khoảng 5%-7% mỗi năm cho các tuyến dọc Quốc lộ 1 ở miền Trung mà HHV đang sở hữu. Giả định của chúng tôi dựa trên thực tế là lượng xe qua các tuyến đường đó duy trì tăng trưởng ổn định trước dịch Covid và hiện tại đã quay về mức trước khi có dịch bệnh.
 - Đối với tuyến Bắc Giang - Lạng Sơn, chúng tôi kỳ vọng lưu lượng giao thông sẽ có tốc độ tăng trưởng cao từ 10%-15% mỗi năm. Hiệu quả hoạt động của đường cao tốc này trong dài hạn sẽ phụ thuộc vào nhu cầu trao đổi và đi lại giữa Việt Nam và Trung Quốc, cùng với việc hoàn thiện hệ thống đường cao tốc nối biên giới Trung Quốc-Việt Nam.
- Khả năng tăng phí cầu đường trong vài năm là không cao, dù đã được cam kết trong hợp đồng BOT (tăng 18% ba năm một lần). Trước đây, chỉ có 2 trạm (trong tổng số 8 trạm) của các dự án gặp khó khăn tài chính được phép tăng giá vé theo lộ trình. Trong khi trạm thu phí ở Đèo Cả (dự án đường hầm Đèo Cả) có mức tăng phí là 57% so với năm 2019 (mức tăng gần nhất vào năm 2017) thì trạm thu phí Bắc Hải Vân (dự án Phước Tường – Phú Gia) có mức tăng phí là 69% so với năm 2021 (mức tăng gần nhất vào năm 2019). Ngoài ra, các trạm thu phí khác không ghi nhận tăng phí trong thời gian vận hành, mặc dù các dự án này đều chưa hoàn thành kế hoạch tài chính trong hợp đồng BOT. Trong thời gian tới, những lý do này có thể tiếp tục ảnh hưởng đến khả năng nâng phí cầu đường và qua đó gây áp lực lên dòng tiền, trong khi dư nợ sắp đến hạn sẽ tăng lên trong các năm tới.

Biểu đồ 4: Tỷ lệ hoàn thành kế hoạch doanh thu mỗi năm của dự án BOT



Nguồn: HHV, SSI research

- Do các chi phí lớn như khấu hao và chi phí tài chính được tính theo tỷ lệ trên doanh thu, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận sẽ ổn định ở mức 50%-60% đối với biên lợi nhuận gộp và 11,5% đối với biên lợi nhuận ròng.

Mảng xây dựng là điểm sáng trong giai đoạn 2024-2025.

Giá trị backlog trong 3 năm tới là khoảng 4 nghìn tỷ đồng tại thời điểm viết bài, trong đó có khoảng 500-600 tỷ đồng dự kiến sẽ được ghi nhận trong nửa cuối năm 2023. Dự án trọng điểm thời gian tới sẽ là cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn. Tổng giá trị hợp đồng của dự án này khoảng 1,8 nghìn tỷ đồng, dự kiến sẽ được ghi nhận một phần trong giai đoạn 2023 – 2026. Với lượng backlog lớn cùng với việc công ty chuẩn bị tận dụng làn sóng của giai đoạn phục hồi xây dựng cơ sở hạ tầng, chúng tôi kỳ vọng HHV sẽ duy trì biên lợi nhuận gộp hiện tại là 15% cho mảng xây dựng. Biên lợi nhuận gộp dự kiến có tính cạnh tranh so với biên lợi nhuận gộp từ 5-17% của các công ty cùng ngành.

Backlog giai đoạn 2023-2025

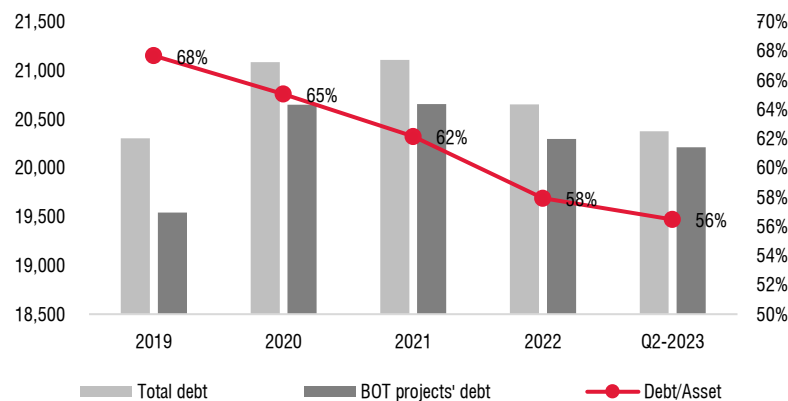
| STT | Dự án | Giá trị đầu tư (tỷ đồng) | Giá trị hợp đồng của HHV (tỷ đồng) | Thời gian |
|-----|--|--------------------------|------------------------------------|-------------------|
| 1 | Mở rộng đèo Prenn | 414 | 414 | 02/2023 - 12/2023 |
| 2 | Hệ thống an toàn giao thông, mặt đường nhựa dự án Cam Lâm – Vĩnh Hào | 572 | 572 | 05/2022 - 09/2023 |
| 3 | Gói thầu số 2: Đường ven biển Bình Định, từ Cát Tiên đến Diêm Vân | 649 | 649 | 04/2022 - 12/2024 |
| 4 | Gói thầu XL1: Cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn (Km0+000-Km30+000) | 3.862 | 923 (24%) | 01/2023 - 10/2025 |
| 5 | Gói thầu XL2: Cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn | 4.129 | 413 (12%) | 03/2023 - 12/2025 |
| 6 | Gói thầu XL3: Cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn | 6.686 | 454 (7%) | 03/2023 - 09/2026 |

Nguồn: SSI Research tổng hợp

Cơ cấu tài chính: Lãi suất giảm giúp dòng tiền được hưởng lợi.

Nợ ròng tại HHV khoảng 20 nghìn tỷ đồng, chiếm 55% tổng tài sản - trong khi 95% nợ là nguồn vốn dài hạn cho các dự án BOT. Lãi suất áp dụng cho các khoản vay dài hạn trong năm 2023 dao động từ 9,0%-10,5%, giảm 1% svck. Lãi suất vay thấp hơn sẽ có tác động tích cực tới dòng tiền trong thời gian tới. Chúng tôi kỳ vọng cơ cấu tài chính sẽ tiếp tục được cải thiện khi giảm dần nợ dài hạn. Việc phát hành cổ phiếu mới trong giai đoạn 2024-2025 có thể sẽ làm giảm đòn bẩy tài chính (chúng tôi lưu ý rằng đối với dự án BOT mới mà HHV không sở hữu trên 51%, nợ vay sẽ không được hợp nhất trên báo cáo tài chính của doanh nghiệp).

Biểu đồ 5: Cơ cấu tài chính của HHV



Nguồn: HHV, SSI research

Đầu tư mới vào các dự án hạ tầng đóng vai trò thúc đẩy tăng trưởng dài hạn.

HHV dự kiến đầu tư vào 2 dự án BOT kết nối biên giới Trung Quốc - Việt Nam giai đoạn 2024-2025 là Đường cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh và Cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng trong giai đoạn 2023-2026. Trong khi Tập đoàn Đèo Cả là nhà đầu tư chính, tỷ lệ sở hữu của HHV tại mỗi dự án dự kiến là 30%, tương đương vốn đầu tư 7,5 nghìn tỷ đồng. Nguồn vốn huy động thông qua phát hành riêng lẻ cho nhà đầu tư nước ngoài (thời gian thực hiện chưa được công bố). Do các dự án này đang trong quá trình phê duyệt thủ tục pháp lý nên chúng tôi sẽ đưa các dự án này vào dự phóng khi có xác nhận về đầu tư của HHV.

Tổng quan về hệ thống đường cao tốc

kết nối TP. Hà Nội – Cao Bằng – Lạng Sơn



Nguồn: SSI Research tổng hợp

| Dự án | Vốn đầu tư và các mốc dự kiến |
|----------------------------|--|
| Đồng Đăng - Trà Lĩnh | <p>Vốn đầu tư là 22,69 nghìn tỷ đồng, trong đó:</p> <ul style="list-style-type: none"> Giai đoạn 1 từ Q1/2023 – 2026: 14 nghìn tỷ đồng (nhà đầu tư tư nhân góp 50%, tương đương 7 nghìn tỷ đồng) Giai đoạn 2 (sau năm 2025): khoảng 9,5 nghìn tỷ đồng. |
| Hữu Nghị - Chi Lăng (43km) | <ul style="list-style-type: none"> Vốn đầu tư là 10,6 nghìn tỷ đồng (nhà đầu tư tư nhân góp 5,6 nghìn tỷ đồng) Hoàn thành trước năm 2025 |

Ước tính của chúng tôi được đưa ra dựa trên các giả định chính như sau:

- Lưu lượng giao thông qua các dự án BOT duy trì tăng trưởng svck trong nửa cuối năm 2023 (cụ thể tăng khoảng 20% đối với đường cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn và 6-10% cho các tuyến khác) và 6% vào năm 2024. Phí cầu đường không tăng trong giai đoạn 2023 - 2024.
- Trong nửa cuối năm 2023, mảng xây dựng tạo ra 575 tỷ đồng doanh (chủ yếu đến từ các dự án đang triển khai như Cam Lâm-Vĩnh Hảo, đèo Prenn) và 1.300 tỷ đồng doanh thu trong năm 2024 (chủ yếu từ dự án cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhon).
- Chi phí chính của các dự án BOT là chi phí khấu hao và chi phí tài chính được ghi nhận trong báo cáo KQKD, được phân bổ theo tỷ lệ doanh thu được nêu cụ thể trong hợp đồng BOT.

| Tỷ đồng | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|------------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần | 1.201 | 1.861 | 2.095 | 2.734 | 3.240 |
| <i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i> | <i>151,8%</i> | <i>54,9%</i> | <i>12,5%</i> | <i>30,5%</i> | <i>18,5%</i> |
| Lợi nhuận gộp | 702 | 925 | 1.017 | 1.166 | 1.286 |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i> | <i>58,4%</i> | <i>49,7%</i> | <i>48,5%</i> | <i>42,6%</i> | <i>39,7%</i> |
| Thu nhập tài chính | 8 | 22 | 5 | 32 | 21 |
| Chi phí tài chính | -480 | -551 | -648 | -742 | -790 |
| SG&A | -102 | -95 | -73 | -92 | -97 |
| Thu nhập ròng khác | -1 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| Lợi nhuận trước thuế | 178 | 333 | 354 | 420 | 479 |
| Lợi nhuận ròng | 176 | 291 | 297 | 378 | 431 |
| <i>Tăng trưởng LN ròng</i> | <i>13,2%</i> | <i>65,6%</i> | <i>2,3%</i> | <i>27,0%</i> | <i>14,0%</i> |
| <i>Biên LN ròng</i> | <i>14,6%</i> | <i>15,6%</i> | <i>14,2%</i> | <i>13,8%</i> | <i>13,3%</i> |
| EPS (VND) | 555 | 1.006 | 918 | 1,103 | 1,259 |

Nguồn: HHV, SSI Research

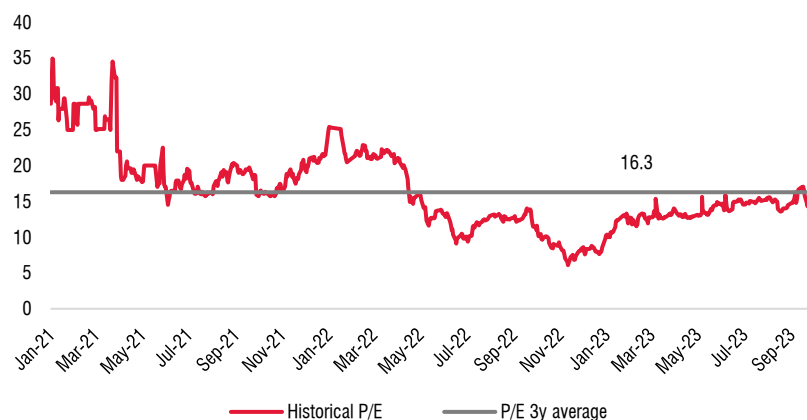
Chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng của HHV trong năm 2023 và 2024 lần lượt đạt 378 tỷ đồng (tăng 27% svck) và 431 tỷ đồng (tăng 14% svck). Tại mức giá 17.150 đồng/cp, HHV đang giao dịch với P/E năm 2023 và 2024 lần lượt là 15,5x và 13,6x, thấp hơn so với P/E lịch sử 3 năm là 16x.

P/E của các công ty cùng ngành

| Công ty so sánh | P/E dự phóng | EV/EBITDA | Nợ vay/VCSH (%) |
|-----------------|--------------|-----------|-----------------|
| C4G | 14,8 | 17,98 | 133,0 |
| VCG | 8,62 | 20,04 | 102,6 |
| FCN | 8,57 | 15,74 | 71,9 |
| LCG | 9,58 | 17,07 | 14,5 |
| HUT | 33,75 | 52,05 | 86,0 |
| CII | 36,68 | 13,97 | 164,78 |

Nguồn: Bloomberg

Hệ số P/E bình quân 3 năm của HHV



Nguồn: Bloomberg

Yếu tố hỗ trợ ngắn hạn:

- Với kỳ vọng nửa cuối năm 2023 sẽ khả quan hơn. Chúng tôi ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế cho nửa cuối năm 2023 lần lượt là 1.583 tỷ đồng (tăng 34% so với nửa cuối năm 2022 và tăng 37% so với nửa đầu năm 2023) và 186 tỷ đồng (tăng 19% so với nửa cuối năm 22 và đi ngang so với nửa đầu năm 2023).
- Dự kiến phát hành cổ phiếu với mức giá 10.000 đồng/cổ phiếu tỷ lệ 4:1 trong Q4/2023.
- Công bố trúng thầu các dự án cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh và Hữu Nghị – Chi Lăng.

Rủi ro:

- Tỷ lệ đòn bẩy cao trong khi các dự án hiện đang hoạt động dưới mức công suất dự kiến gây áp lực lên dòng tiền và vốn lưu động, có thể dẫn đến nợ phải tái cấp vốn với lãi suất cao hơn (như trường hợp tái cơ cấu nợ dự án Phước Tường – Phú Gia trong năm 2014) hoặc kéo dài thời gian hoạt động. Dự án cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn vẫn hoạt động dưới công suất thiết kế (chỉ đạt khoảng 50% công suất) và thời gian hoạt động được kéo dài từ 24 năm lên 28 năm.
- Các rủi ro liên quan đến mảng xây dựng như chậm giải ngân ngân sách, thiếu vật liệu xây dựng, v.v.
- Vấn đề quản trị liên quan việc đến Tập đoàn Đèo Cả tuy sở hữu 21,3% kể cả trực tiếp và gián tiếp tại thời điểm 30/06/2023 nhưng vẫn đóng vai trò là công ty mẹ do nắm quyền kiểm soát của HHV.

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

| Tỷ đồng | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Bảng cân đối kế toán | | | | |
| + Tiền và các khoản tương đương tiền | 262 | 382 | 226 | 310 |
| + Đầu tư ngắn hạn | 70 | 73 | 73 | 73 |
| + Các khoản phải thu ngắn hạn | 646 | 457 | 596 | 595 |
| + Hàng tồn kho | 38 | 161 | 234 | 291 |
| + Tài sản ngắn hạn khác | 372 | 111 | 73 | 46 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 1.389 | 1.184 | 1.202 | 1.315 |
| + Các khoản phải thu dài hạn | 359 | 558 | 729 | 864 |
| + GTCL Tài sản cố định | 28.704 | 28.562 | 28.190 | 27.750 |
| + Bất động sản đầu tư | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Tài sản dài hạn dở dang | 12 | 14 | 14 | 14 |
| + Đầu tư dài hạn | 478 | 531 | 514 | 514 |
| + Tài sản dài hạn khác | 3.022 | 4.805 | 4.992 | 5.100 |
| Tổng tài sản dài hạn | 32.574 | 34.469 | 34.439 | 34.242 |
| Tổng tài sản | 33.963 | 35.653 | 35.642 | 35.557 |
| + Nợ ngắn hạn | 3.235 | 3.857 | 4.016 | 3.959 |
| <i>Trong đó: vay ngắn hạn</i> | <i>236</i> | <i>873</i> | <i>973</i> | <i>1.173</i> |
| + Nợ dài hạn | 23.053 | 23.420 | 22.873 | 22.414 |
| <i>Trong đó: vay dài hạn</i> | <i>20.872</i> | <i>19.780</i> | <i>18.699</i> | <i>17.737</i> |
| Tổng nợ phải trả | 26.287 | 27.278 | 26.888 | 26.373 |
| + Vốn góp | 2.674 | 3.078 | 3.078 | 3.078 |
| + Thặng dư vốn cổ phần | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Lợi nhuận chưa phân phối | 557 | 821 | 1.160 | 1.548 |
| + Quỹ khác | 4.446 | 4.477 | 4.516 | 4.559 |
| Vốn chủ sở hữu | 7.676 | 8.376 | 8.753 | 9.184 |
| Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu | 33.963 | 35.653 | 35.642 | 35.557 |
| Lưu chuyển tiền tệ | | | | |
| Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh | 162 | 365 | 380 | 646 |
| Dòng tiền từ hoạt động đầu tư | -199 | -194 | -83 | -100 |
| Dòng tiền từ hoạt động tài chính | 22 | -51 | -453 | -463 |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ | -15 | 120 | -156 | 84 |
| Tiền đầu kỳ | 277 | 262 | 382 | 226 |
| Tiền cuối kỳ | 262 | 382 | 226 | 310 |
| Các hệ số khả năng thanh toán | | | | |
| Hệ số thanh toán hiện hành | 0,43 | 0,31 | 0,3 | 0,32 |
| Hệ số thanh toán nhanh | 0,3 | 0,24 | 0,23 | 0,24 |
| Hệ số thanh toán tiền mặt | 0,1 | 0,12 | 0,08 | 0,09 |
| Nợ ròng / EBITDA | 18,17 | 16 | 12,96 | 11,14 |
| Khả năng thanh toán lãi vay | 1,6 | 1,55 | 1,57 | 1,61 |
| Ngày phải thu | 43,7 | 53,1 | 31,5 | 31,5 |
| Ngày phải trả | 428,1 | 376,6 | 255 | 205,8 |
| Ngày tồn kho | 21,6 | 33,7 | 45,9 | 49,1 |
| Cơ cấu vốn | | | | |
| Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản | 0,23 | 0,23 | 0,25 | 0,26 |
| Nợ phải trả/Tổng tài sản | 0,77 | 0,77 | 0,75 | 0,74 |
| Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu | 3,42 | 3,26 | 3,06 | 2,89 |
| Nợ/Vốn chủ sở hữu | 2,75 | 2,47 | 2,25 | 2,06 |
| Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu | 0,03 | 0,1 | 0,11 | 0,13 |

Nguồn: HHV, SSI ước tính

| Tỷ đồng | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Báo cáo kết quả kinh doanh | | | | |
| Doanh thu thuần | 1.861 | 2.095 | 2.734 | 3.240 |
| Giá vốn hàng bán | -936 | -1.078 | -1.569 | -1.954 |
| Lợi nhuận gộp | 925 | 1.017 | 1.166 | 1.286 |
| Doanh thu hoạt động tài chính | 22 | 5 | 32 | 21 |
| Chi phí tài chính | -551 | -648 | -742 | -790 |
| Thu nhập từ các công ty liên kết | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Chi phí bán hàng | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | -95 | -73 | -92 | -97 |
| Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh | 312 | 354 | 420 | 479 |
| Thu nhập khác | 21 | 0 | 0 | 0 |
| Lợi nhuận trước thuế | 333 | 354 | 420 | 479 |
| Lợi nhuận ròng | 291 | 297 | 378 | 431 |
| Lợi nhuận chia cho cổ đông | 269 | 264 | 340 | 388 |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số | 22 | 33 | 38 | 43 |
| EPS cơ bản (VND) | 1.006 | 918 | 1.103 | 1.259 |
| Giá trị sổ sách (VND) | 12.099 | 12.687 | 13.791 | 15.050 |
| Cổ tức (VND/cổ phiếu) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT | 884 | 1.002 | 1.162 | 1.269 |
| EBITDA | 1.146 | 1.285 | 1.532 | 1.708 |
| Tăng trưởng | | | | |
| Doanh thu | 54,9% | 12,5% | 30,5% | 18,5% |
| EBITDA | 33,4% | 12,2% | 19,2% | 11,5% |
| EBIT | 34,4% | 13,3% | 16,0% | 9,2% |
| Lợi nhuận ròng | 65,6% | 2,3% | 27,0% | 14,0% |
| Vốn chủ sở hữu | 3,9% | 9,1% | 4,5% | 4,9% |
| Vốn điều lệ | 0,0% | 15,1% | 0,0% | 0,0% |
| Tổng tài sản | 4,8% | 5,0% | 0,0% | -0,2% |
| Định giá | | | | |
| P/E | 27,3 | 10,3 | 15,5 | 13,6 |
| P/B | 2,3 | 0,7 | 1,2 | 1,14 |
| Giá/Doanh thu | 2,8 | 2,5 | 1,9 | 1,6 |
| Tỷ suất cổ tức | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EV/EBITDA | 31,8 | 22,9 | 21,2 | 18,8 |
| EV/Doanh thu | 15,1 | 10,9 | 9 | 7,3 |
| Các hệ số khả năng sinh lời | | | | |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp | 49,7% | 48,5% | 42,6% | 39,7% |
| Tỷ suất lợi nhuận hoạt động | 45,2% | 47,6% | 41,3% | 38,5% |
| Tỷ suất lợi nhuận ròng | 15,6% | 14,2% | 13,8% | 13,3% |
| Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Chi phí quản lý/Doanh thu thuần | 5,1% | 3,5% | 3,4% | 3,0% |
| ROE | 3,9% | 3,7% | 4,4% | 4,8% |
| ROA | 0,9% | 0,9% | 1,1% | 1,2% |
| ROIC | 2,7% | 2,9% | 3,6% | 4,0% |

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Ví mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Định lượng

Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu

tranglh1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8710

Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

Phân tích Ngành Xây dựng

Võ Thanh Hằng

Chuyên viên Phân tích Cổ phiếu

Hangvt1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8709

Dữ liệu

Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ

vietlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043