

MUA

Giá mục tiêu 2025: **15.000 VND**
% tăng giá: **33%**
Cập nhật: 12/10/2024

TRIỂN VỌNG 2025

Tích cực: (1) Thu phí BOT ổn định, (2) Khối lượng công việc lớn từ đầu tư công, (3) Hưởng lợi từ vốn NSNN triển khai trong năm cuối niên độ tài khóa 2021-2025.

Tiêu cực: Thiếu vốn để triển khai các dự án mới, các dự án đang nghiên cứu quy mô lớn.

Rủi ro: Pha loãng cổ phiếu trong ngắn hạn.

	Q3/2023	2024F	2025F
DTT	674	3.268	3.790
% YoY	20%	22%	16%
LNST	117	495	553
% YoY	45%	36%	12%

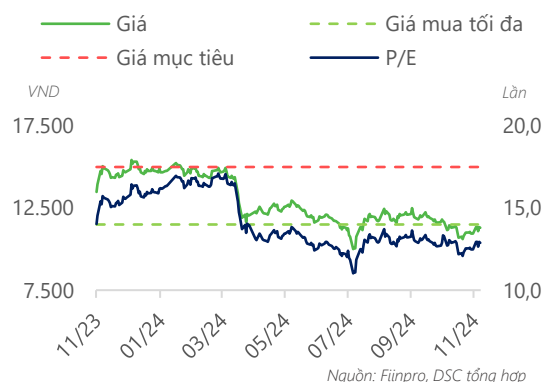
Đơn vị: tỷ VND

Tổng quan doanh nghiệp

HHV là doanh nghiệp xây dựng hạ tầng và vận hành trạm BOT thuộc hệ sinh thái của Tập đoàn Đèo Cả. Với năng lực thi công cao và áp dụng nhiều công nghệ tiên tiến, HHV được tin tưởng thi công các công trình tiêu biểu như: Hàm Đèo Cả, hầm Hải Vân 2; hiện tại, HHV tham gia nhiều gói thầu của tuyến cao tốc Bắc Nam

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	Xây dựng
Giá hiện tại:	11.300 VND
Vốn hóa:	4.884 tỷ VND
Số lượng CPLH:	432,3 triệu cp
EPS 4 quý gần nhất:	878 VND
P/E:	12,9 lần
Cổ tức tiền mặt 2024:	0,0%
Cổ tức cổ phiếu 2024:	5,0%



HHV

CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông
Đèo Cả

DSC

KHUYẾN NGHỊ

DSC nhận định KQKD của HHV tiếp tục ghi nhận sự tăng trưởng lớn trong năm 2025, doanh thu dự phóng đạt 3.790 tỷ (+16% YoY), LNST dự phóng đạt 553 tỷ (+12% YoY). Các yếu tố hỗ trợ: (1) Hoạt động vận tải hàng hóa - vận chuyển hành khách duy trì mở rộng, doanh thu mảng BOT dự báo tăng trưởng CAGR 14%, (2) thúc đẩy tiến độ dự án cao tốc trong năm cuối của niên độ tài khóa 2021-2025.

Sử dụng định giá P/B, DSC dự phóng giá mục tiêu của cổ phiếu HHV là 15.000 VND/cp, tương đương với mức P/B dự phóng 1,1 lần. DSC khuyến nghị, nhà đầu tư có thể giải ngân cổ phiếu ở vùng giá an toàn khoảng 11.000-11.500 VND.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nguồn thu đều đặn từ mảng BOT

Yếu tố vĩ mô hỗ trợ: (1) Làn sóng chuyển dịch chuỗi cung ứng về Việt Nam, dòng vốn FDI duy trì tăng trưởng; (2) Lượng khách quốc tế phục hồi; (3) Tăng trưởng GDP cao nhất khu vực, tăng trưởng thu nhập kéo theo nhu cầu du lịch, giải trí. DSC cho rằng, xu hướng tăng trưởng của lưu lượng vận tải hàng hóa - vận chuyển hành khách duy trì tăng trưởng ở mức 14%/năm trong giai đoạn 2025-2030.

Mảng thu phí đường bộ BOT của HHV vẫn đang là nguồn thu đều đặn chiếm trung bình hơn 60% tổng doanh thu, với biên lợi nhuận gộp 67% trong 9T2024.

Mảng xây lắp: khối lượng công việc từ đầu tư công

Bộ GTVT gấp rút đẩy tiến độ tại các dự án cao tốc đường bộ, với mục tiêu đưa vào vận hành 3.000 km đường cao tốc hết niên độ năm tài khóa 2025. Trục cao tốc Bắc - Nam là tuyến đường bộ cao tốc được Chính phủ thúc đẩy triển khai. Trong đó, HHV thi công tuyến cao tốc dài nhất (88km) với 3 hầm xuyên núi. Trong 2 quý gần đây, Đèo Cả đang dốc toàn nguồn lực đẩy nhanh tiến độ, hiện hoàn thành 61% tiến độ.

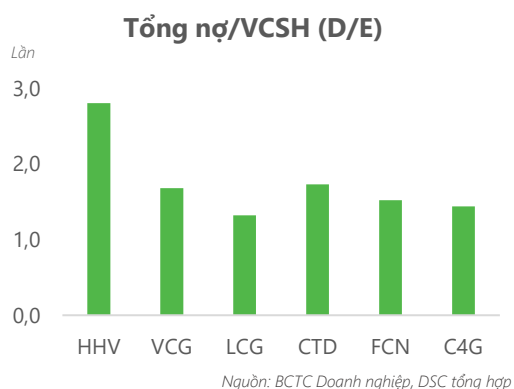
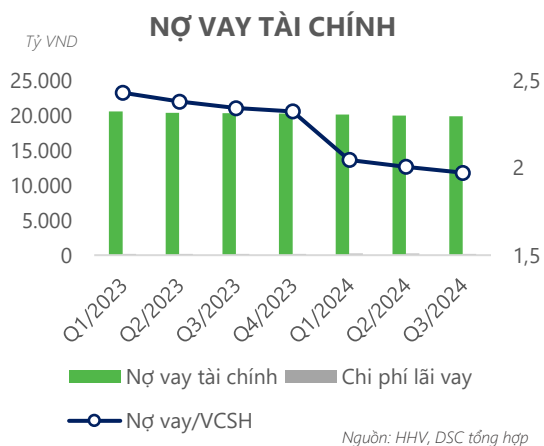
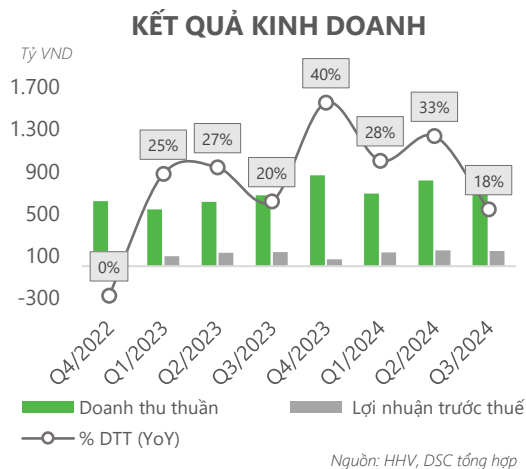
Đèo Cả đang nghiên cứu đầu tư tại nhiều dự án mới với tổng mức đầu tư hơn 100.000 tỷ. Ngoài ra, DSC đánh giá HHV có tiềm năng lớn trúng thầu các dự án thành phần tại siêu dự án đường sắt cao tốc trong giai đoạn 2026-2030.

ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH

Tiến độ đầu tư công chậm

Đã có những khó khăn trong việc triển khai các dự án đầu tư công, từ ảnh hưởng yếu tố thiên tai, thiếu nguồn vật liệu xây dựng đến chậm tiến độ trong việc giải ngân vốn trong kỳ. Đèo Cả ghi nhận KQKD Q3 chững lại; cụ thể, doanh thu đạt 795 tỷ (-2,3% QoQ, +18% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 124 tỷ (-5% QoQ, +6% YoY).

DSC đánh giá, hoạt động kinh doanh của HHV vẫn tiến triển đúng kỳ vọng, và KQKD Q4 dự báo mở rộng đáng kể nhờ đóng góp từ mảng xây dựng, xây lắp được đẩy mạnh cuối năm. Trong đó, HHV đang "chạy đua" thực hiện dự án cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn ở giai đoạn cuối, ghi nhận đóng góp 219 tỷ doanh thu trong Q3.



Hoạt động ổn định

Tình hình tài chính tiếp tục được cải thiện so với quý trước đó. Quy mô nợ vay Q3/2024 tiếp đà giảm, đạt 19.876 tỷ (-2% YTD); tỷ lệ nợ vay/VCSSH của HHV cũng giảm dần, đạt 1,97 lần. Đa phần là các khoản vay với lãi suất ưu đãi cho mục đích hợp tác đầu tư các công trình đường bộ (phương thức PPP). DSC cho rằng, với dòng tiền đều đặn từ mảng thu phí BOT, HHV dễ dàng đảm bảo các nghĩa vụ nợ khi mà quy mô nợ vay lớn đa phần đã được vốn hóa.

Tuy vậy, tỷ lệ đòn bẩy tài chính của HHV vẫn đang thuộc nhóm cao trong ngành xây dựng. Trong bối cảnh Chính phủ tiếp tục đẩy mạnh giải ngân đầu tư công cho chu kỳ chính sách tài khóa mới, HHV gặp trở ngại khi khó đảm bảo được nguồn lực tài chính tài trợ cho các dự án mới. Hoặc với phương án chậm hơn, HHV buộc phải hoàn thành dự án có sẵn trước khi tiếp cận những dự án mới.

Kế hoạch tăng vốn

Khả năng doanh nghiệp tiếp tục nâng vốn như chu kỳ đầu năm 2019, kéo theo rủi ro pha loãng cổ phiếu trong ngắn hạn. Trước mắt, doanh nghiệp vừa thông qua kế hoạch phát hành cổ phiếu riêng lẻ cho giai đoạn 2024-2025, dự báo huy động 415 tỷ đồng, nhằm mục đích tài trợ vốn cho dự án cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh. Dự án dự kiến khởi công đầu năm 2026.

LUẬN ĐIỂM 1:

Thu phí đường bộ đem lại nguồn thu đều đặn

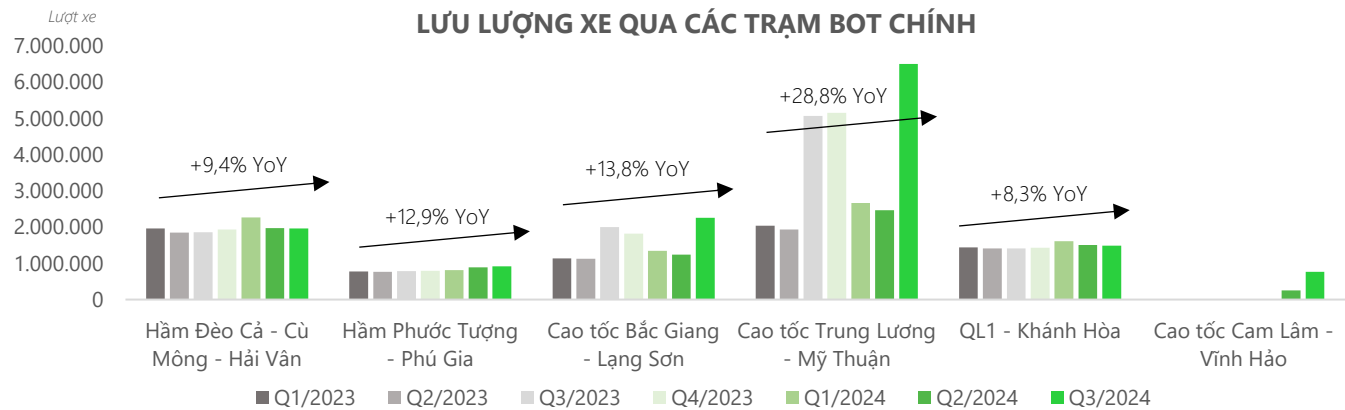
HHV

CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông
Đèo Cả

DSC

"Đi đôi" đà phục hồi của nền kinh tế

Doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực đầu tư và vận hành các dự án giao thông theo mô hình BOT, Đèo cả đang vận hành, thu phí đường bộ tại 15 trạm BOT. Trong bối cảnh kinh tế Việt Nam duy trì tăng trưởng, đặc biệt tại lĩnh vực xuất nhập khẩu - logistic, HHV được hưởng lợi nhờ nhu cầu vận chuyển hàng hóa - hành khách được kỳ vọng trong xu hướng tăng trưởng dài hạn. Thực tế, lưu lượng xe qua các trạm thu phí của HHV trong 9 tháng đầu năm ghi nhận tăng trưởng 21% so với cùng kỳ năm 2023, đạt ~31 triệu lượt xe. Bên cạnh đó là đóng góp mới từ trạm Cao tốc Cam Lâm - Vĩnh Hào bắt đầu khai thác từ cuối T5 vừa qua.

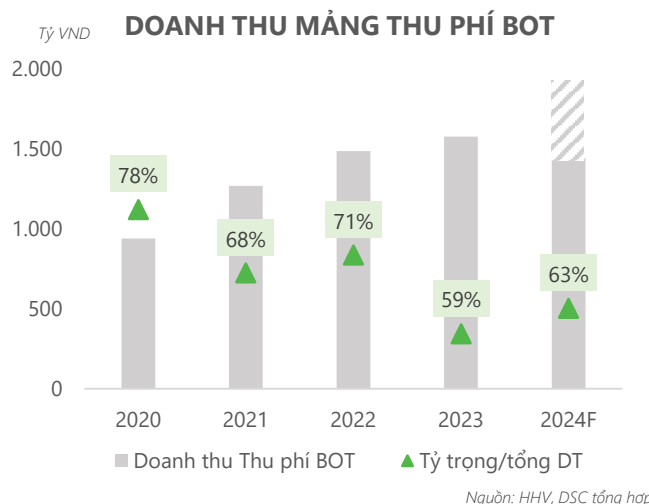


Nguồn: HHV, DSC tổng hợp

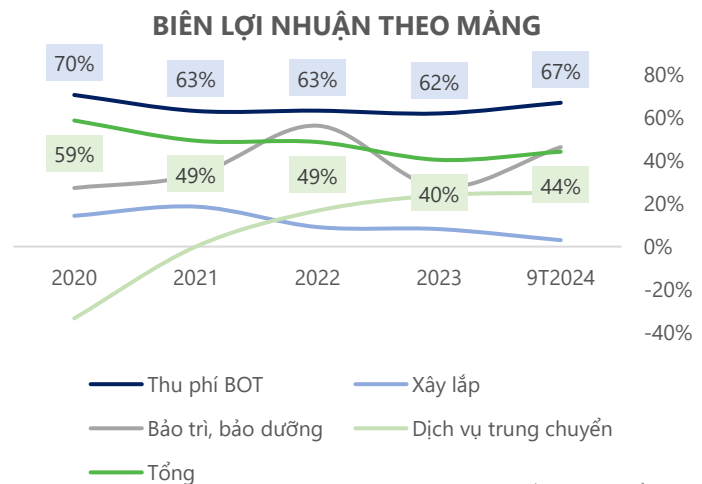
Tăng trưởng lũy kế hằng năm 14%

Lũy kế 9T2024, HHV ghi nhận doanh thu mảng BOT đạt 1.437 tỷ (+21,5% YoY), chiếm 63% trên tổng doanh thu của Tập đoàn. Nhờ cơ cấu doanh thu phần lớn tại mảng BOT đã hỗ trợ cho biên lợi nhuận gộp của HHV duy trì ổn định cao, đạt trung bình 44% trong năm 2024; riêng mảng thu phí BOT có biên lợi nhuận gộp 60-70%.

DSC nhận định, mức tăng trưởng lũy kế hằng năm CAGR 13,8%/năm trong giai đoạn 2020-2024 sẽ tiếp tục duy trì trong giai đoạn 2025 - 2030, dựa trên (1) Làn sóng chuyển dịch chuỗi cung ứng về Việt Nam, dòng vốn FDI duy trì tăng trưởng; (2) Lượng khách quốc tế tăng trưởng 41% so với cùng kỳ, đạt 15,8 triệu lượt khách trong 11T năm 2024; (3) đóng góp mới từ thu phí tại trạm Cam Lâm - Vĩnh Hào.



Nguồn: HHV, DSC tổng hợp



Nguồn: HHV, DSC tổng hợp

LUẬN ĐIỂM 2:

Mảng xây lắp tăng trưởng nhờ giải ngân đầu tư công

HHV

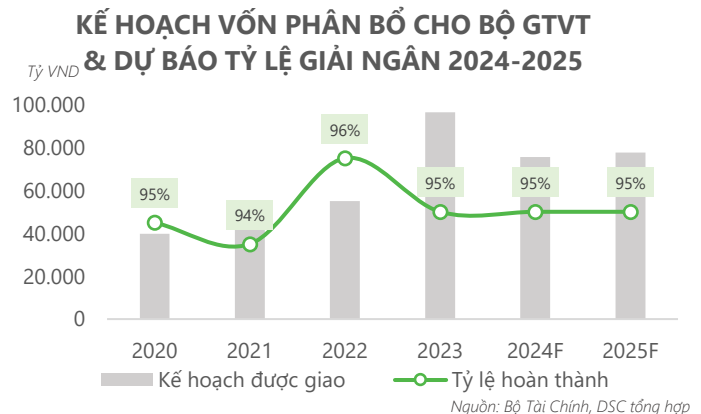
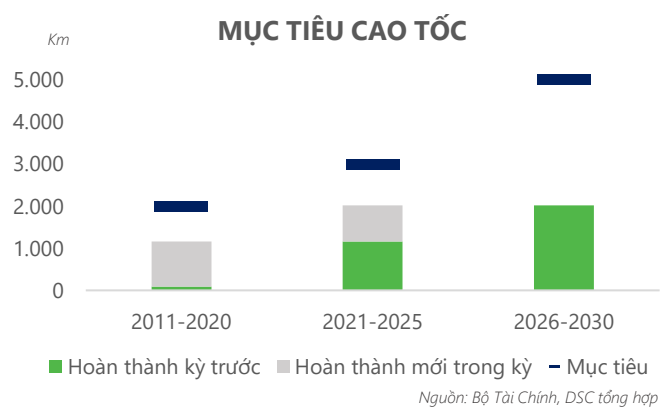
CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông
Đèo Cả

DSC

Đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công vào cơ sở hạ tầng đường bộ

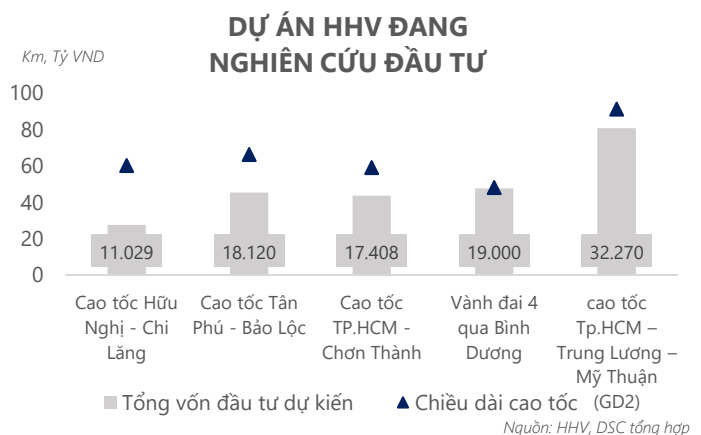
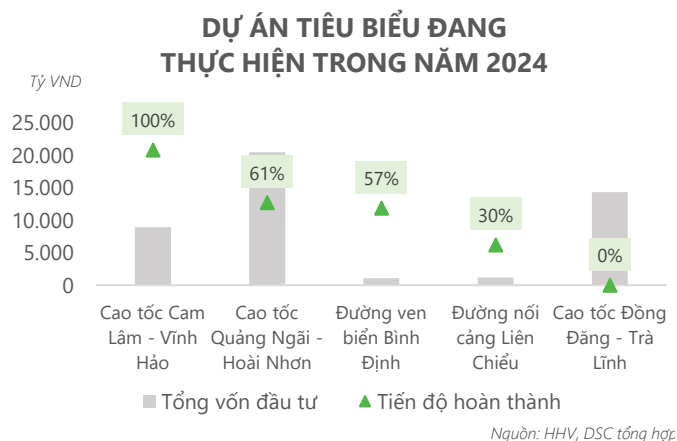
Tính tới T11/2024, Bộ GTVT đưa vào vận hành mới khoảng 858 km đường cao tốc trong niên độ tài khóa 2021-2025; đóng góp vào tổng chiều dài cao tốc vận hành lũy kế là 2021 km. Mục tiêu của Chính phủ sẽ đưa vào vận hành 3.000 km đường cao tốc đến hết năm 2025. Cập nhật tiến độ các dự án cao tốc, 28 dự án thành phần đang triển khai được Bộ Tài chính phân loại thành 3 nhóm; trong đó, nhóm 1 với 13 dự án (736 km) dự kiến hoàn thành đúng tiến độ, nhóm 2 gồm 9 dự án (300 km) đang còn vướng mắc về pháp lý, giải ngân vốn và tình trạng thiếu vật liệu xây dựng, dự kiến hoàn thành 70-80% kế hoạch, nhóm 3 gồm 6 dự án (152 km) chưa tìm được nhà thầu và kế hoạch vốn, dự kiến không hoàn thành. Như vậy, DSC nhận định, Bộ GTVT có thể hoàn thành mục tiêu 3.000 km đường cao tốc trong năm 2025.

Trọng điểm, dự án cao tốc Bắc - Nam giai đoạn II (729 km) được Chính phủ chỉ đạo sát sao, với mục tiêu hoàn thành trước 30/04/2025. Trong đó, HHV thi công tuyến cao tốc dài nhất (88km) với 3 hầm xuyên núi. Trong 2 quý gần đây, Đèo Cả đang dốc toàn nguồn lực đẩy nhanh tiến độ, hiện hoàn thành 61% tiến độ; tuy vậy, theo tốc độ hiện tại, DSC cho rằng dự án Quảng Ngãi - Hoài Nhơn chỉ có thể hoàn thành sớm nhất vào Q2/2025, chậm hơn tiến độ ban đầu 2 quý. Song song đó, dự án đường nối cảng Liên Châu (Đà Nẵng) và cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh là các dự án dần được triển khai với mục tiêu hoàn thành trong năm 2026.



Dư địa tăng trưởng lớn của mảng xây lắp

HHV vẫn đang nghiên cứu đầu tư tại nhiều dự án mới với tổng mức đầu tư hơn 100.000 tỷ; trong năm 2024, HHV đã hoàn thành, khai thác thu phí tại cao tốc Cam Lâm - Vĩnh Hảo và bắt đầu triển khai xây dựng dự án mới là cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh. Dư địa mảng xây lắp của HHV là rất lớn; đặc biệt với kinh nghiệm tại các dự án xuyên hầm, HHV sẽ là đơn vị trúng thầu tại các dự án thành phần (thuộc địa phần miền Trung) của tuyến tàu cao tốc Bắc Nam.



DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC kỳ vọng, năm 2025 Đèo Cả nghiệm thu xong dự án cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn, ghép nối tuyến cao tốc Bắc Nam trước H1/2025; khởi công dự án Đồng Đăng - Trà Lĩnh và thúc đẩy tiến độ tại dự án đường vành đai biển Bình Định; dẫn dắt đà tăng trưởng mảng xây dựng. Trong khi, mảng thu phí BOT dự kiến duy trì đà tăng trưởng CAGR 14%/năm. DSC dự phóng, doanh thu và LNST năm 2025 lần lượt đạt 3.790 tỷ và 553 tỷ.

Định giá

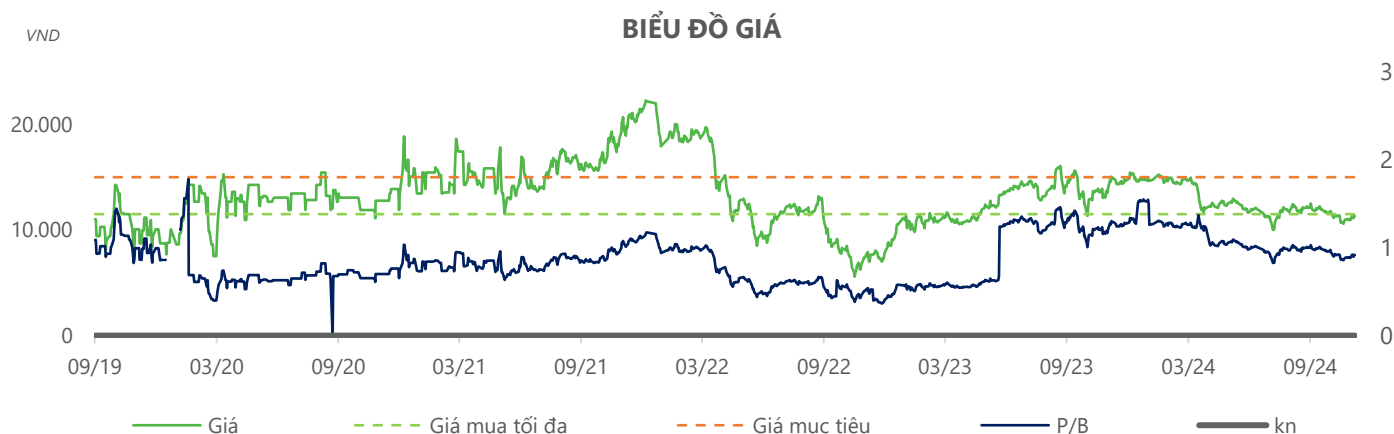
Tại năm cuối của niên độ tài khóa giai đoạn 2021-2025, tiến độ triển khai các dự án đầu tư công được đẩy lên tối đa công suất; các doanh nghiệp ngành xây dựng dự kiến có môi trường hoạt động thuận lợi. Từ đó, DSC đưa ra định giá P/B dự phóng ở mức cao, đạt 1,1 lần, tương đương với giá mục tiêu năm 2025 là 15.000 VND/cp. DSC khuyến nghị, vùng mua an toàn của HHV là khoảng 11.000-11.500 VND, tương đương với định giá P/B ~0,9 lần.

Được biết, HHV vừa thông qua kế hoạch nâng vốn, mức định giá mục tiêu sau khi doanh nghiệp phát hành thành công là 14.500 VND/cp.

(Tỷ VND)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	2.686	3.268	3.790
% DTT (YoY)	28%	22%	16%
Lợi nhuận gộp	1.080	1.446	1.595
Lợi nhuận sau thuế	364	495	553
% LNST (YoY)	23%	36%	12%

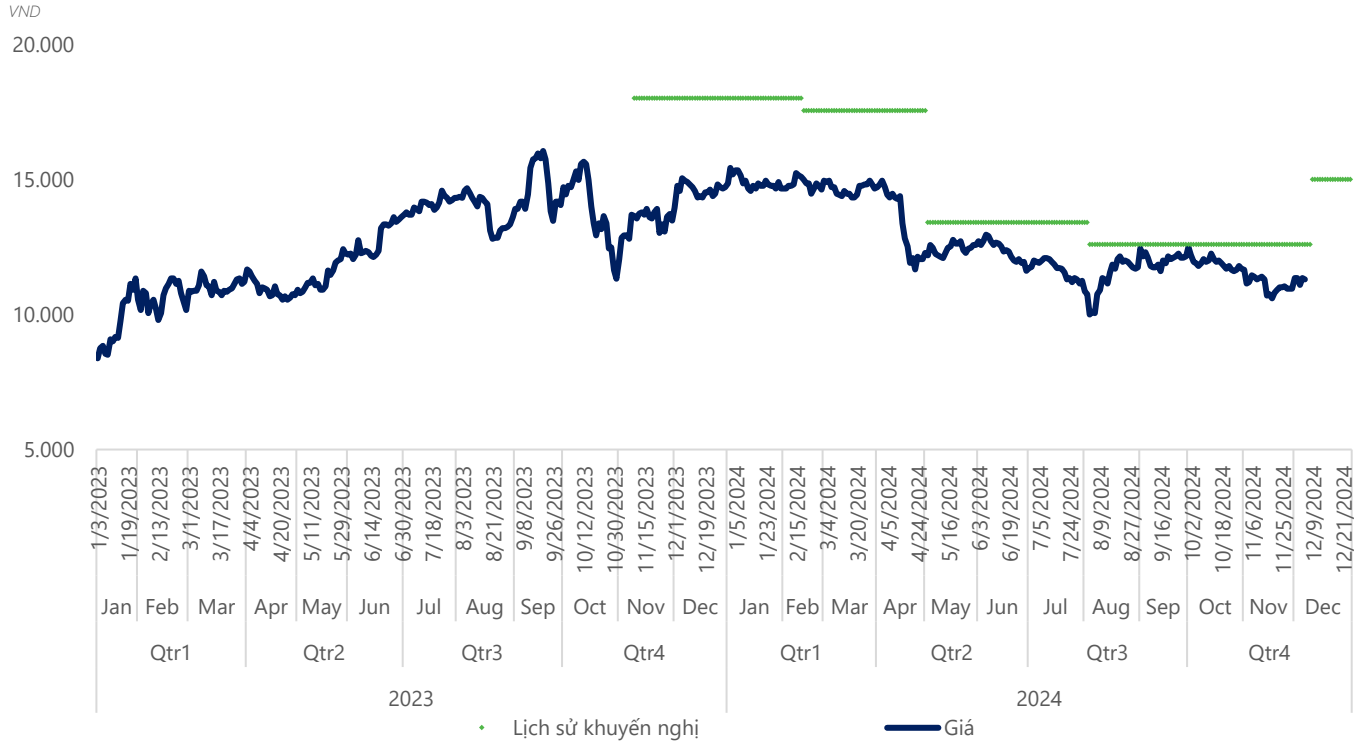
ĐỊNH GIÁ P/B

LNST dự phóng	553
BV dự phóng	5.921
P/B TB ngành	1,41 lần
P/B trung vị 5y	0,84 lần
P/B mục tiêu	1,1 lần
Giá mục tiêu	15.000 VND
% Tăng giá	32,7%



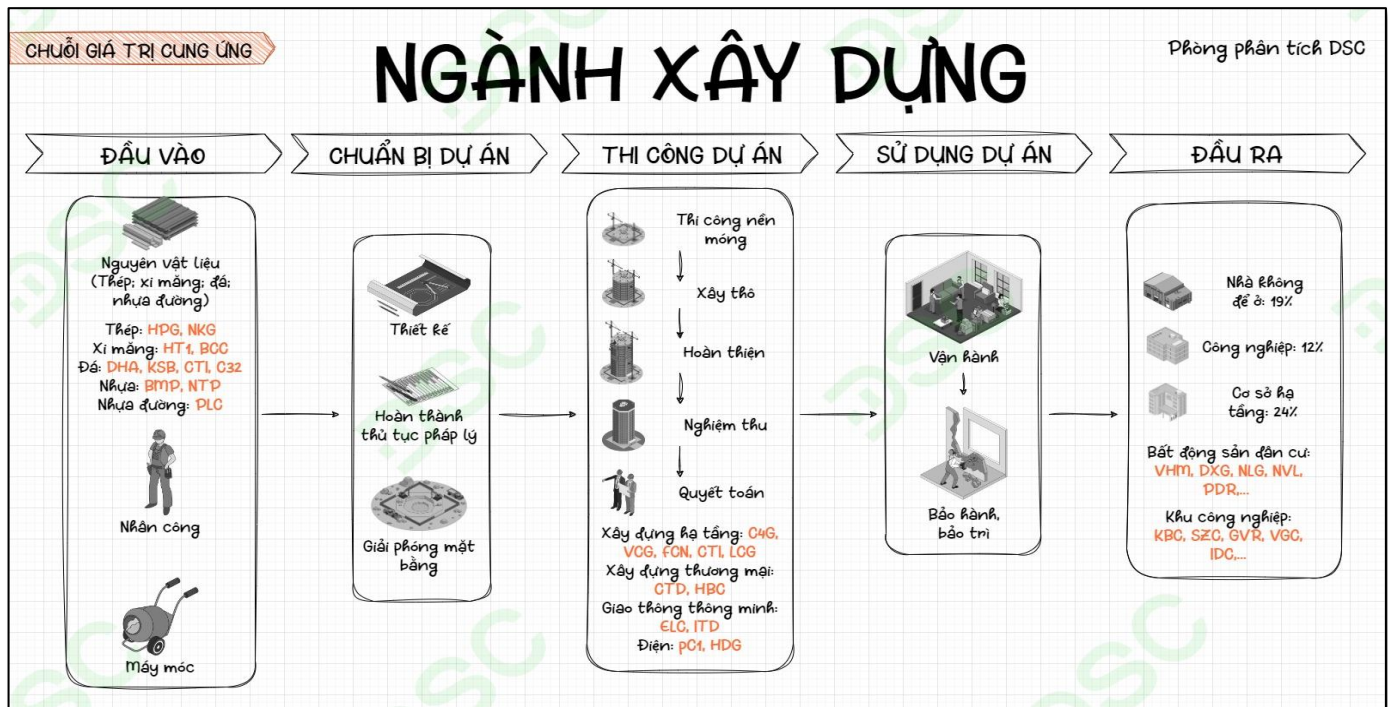
Nguồn: Finpro, DSC tổng hợp

LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ



*Lịch sử khuyến nghị là giá mục tiêu của cổ phiếu được xác định bởi báo cáo gần nhất ở thời điểm đó

MÔ HÌNH KINH DOANH



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Phương pháp xác định khuyến nghị của DSC:

Khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Giá mục tiêu CAO HƠN giá thị trường ít nhất 15%
THEO DÕI	Giá mục tiêu CHÉNH LỆCH so với giá thị trường thấp hơn 15%
BÁN	Giá mục tiêu THẤP HƠN giá thị trường ít nhất 15%
CHỐT LỜI	Chỉ áp dụng đối với cổ phiếu có báo cáo khuyến nghị MUA gần nhất, bộ phận phân tích nhận định rằng cổ phiếu đã tiến tới vùng giá phản ánh hợp lý các luận điểm đã đề cập.
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận phân tích không đưa ra khuyến nghị trong trường hợp báo cáo không có mục đích khuyến nghị hoặc không tìm thấy đầy đủ các thông tin xác thực nhằm phục vụ cho việc khuyến nghị cổ phiếu.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,
GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Nguyễn Quốc Văn,
Chuyên viên Phân tích
van.nq@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn