

**CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV)**

**Trung lập**  
(Từ Khá quan)

**Xây dựng**

Giá hiện tại	VND15.600
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND16.857/VND9.453
Giá mục tiêu	VND16.000
Giá mục tiêu trước đó	VND19.500
Consensus	9%
Tiềm năng tăng giá	3%
Tỷ suất cổ tức	0%
Tổng tỷ suất sinh lời	3%

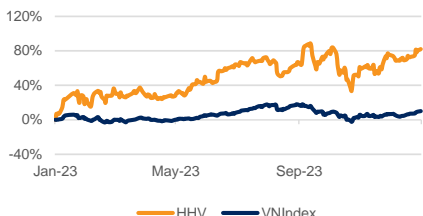
Triển vọng	Khá quan
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Trung lập</a>

Thị giá vốn (tr USD)	0,27
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	4,44
Sở hữu NN (tr USD)	0,49
Số CP lưu hành (tr)	329
Số CP sau pha loãng (tr)	412

	HHV	Ngành	VNI
P/E trượt	19,9x	19,6x	14x
P/B hiện tại	0,8x	1,3x	1,7x
ROA	0,9%	1,9%	0,9%
ROE	3,9%	7,0%	2,2%

\* dữ liệu ngày 10/1/2024

**Diễn biến giá**



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
HHV	2,9	2,9	73,6
Tương quan VNIindex	2,4	1,9	64,4

**Cơ cấu sở hữu**

CTCP Đầu tư Hải Thạch B.O.T	20,1%
CTCP Đầu tư Hạ tầng Miền Bắc	10,8%
Khác	69,1%

**Tổng quan doanh nghiệp**

Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV) gồm 3 mảng kinh doanh chính: 1) thu phí; 2) xây dựng cơ sở hạ tầng; và 3) vận hành và bảo trì. HHV được hưởng lợi do nằm trong hệ sinh thái Tập đoàn Đèo Cả, một trong những tập đoàn đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng hàng đầu Việt Nam.

**Chuyên viên phân tích:**



**Nguyễn Quỳnh Phương**

phuong.nguyenquynh@vndirect.com.vn

**Tăng trưởng lợi nhuận tích cực năm 2024 đã được phản ánh vào thị giá**

- Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Trung lập đối với HHV với tiềm năng tăng giá 3%. Chúng tôi đã giảm giá mục tiêu 18% xuống còn 16.000 đồng/cp trong khi giá cổ phiếu đã tăng 6% kể từ báo cáo gần nhất của chúng tôi
- Nguyên nhân chính do sự giảm giá mục tiêu của chúng tôi là do điều chỉnh lại phương pháp định giá để bao gồm phương pháp P/E, P/B và việc nguồn vốn bổ sung dài hơn dự kiến cho hầm đường Đèo Cả.
- Giá cổ phiếu đã phản ánh đầy đủ mức tăng trưởng LN của HHV năm 2024 nhờ vào trọng tâm đầu tư công của Chính phủ.

**Điểm nhấn tài chính**

- Tăng trưởng từ mảng xây lắp đã hỗ trợ LNST Q3/23 tăng 38%/26% svck và sẽ thúc đẩy LN năm 2023-24 tăng 43%/18% svck.
- Cụ thể, DT xây lắp 9T23 tăng 87% svck lên 599 tỷ đồng (24 trUSD) với dự án Cam Lâm-Vĩnh Hảo (chiếm 49%), dự án bờ biển Bình Định (chiếm 29%) và dự án Quảng Ngãi - Hoài Nhơn (chiếm 14%). LN gộp 9T23 giữ ở mức 13%.
- Tỷ lệ D/E ròng của HHV giảm xuống còn 2,3 lần vào cuối Q3/23 so với 2,6 lần vào cuối Q3/22 do các khoản vay ròng không đổi trong khi vốn chủ tăng.

**Luân điểm đầu tư**

**Nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng được dự báo còn mạnh mẽ trong dài hạn**

Chúng tôi kỳ vọng giải ngân đầu tư công trong năm 2023 sẽ tăng 25% svck do giải ngân tăng nhanh trong những tháng cuối năm và tiếp tục giữ đà tăng trưởng này trong năm 2024. Sự thúc đẩy này là do các dự án lớn khởi công xây dựng trong năm nay sẽ được thanh toán đáng kể trong 2-3 năm tới.

**Giá trị backlog lớn sẽ thúc đẩy KQKD của HHV giai đoạn 2024-2025**

Dự phóng giá trị các dự án còn lại của HHV đến cuối năm 2023 là 2.500 tỷ đồng, trong đó đóng góp lớn nhất từ tuyến Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, các dự án thành phần cao tốc Bắc Nam phía Đông (Giai đoạn 2). Ngoài ra, trong giai đoạn 2024-25, các hợp đồng mới được ký chủ yếu sẽ đến từ Đèo Cả - Trà Lĩnh, Hữu Nghị - Chi Lăng và Tân Phú - Bảo Lộc với tổng giá trị xây dựng dự kiến cho HHV ước khoảng 5.800 đồng.

**Tuy nhiên, mức tăng trưởng LN trong 1 năm tới đã được phản ánh vào giá cổ phiếu**

Định giá HHV đã ở mức hợp lý với P/E dự phóng năm 2024 là 16,9 lần, ở mức 0,5 độ lệch chuẩn trên mức P/E trung bình 2 năm là 15,0 lần. HHV cũng đang được giao dịch ở mức hợp lý với P/B dự phóng 2024 là 0,8 lần, ở mức 0,5 độ lệch chuẩn trên mức P/B trung bình 2 năm là 0,7 lần.

**Hình 1: Chỉ số tài chính**

	12-22A	12-23E	12-24E	12-25E
Tăng trưởng DT thuần	12,5%	28,5%	23,1%	11,1%
Tăng trưởng LN ròng	-2%	22%	20%	7%
Tăng trưởng EPS	-15%	3%	-7%	7%
Biên lợi nhuận gộp	49%	42%	42%	42%
Biên lợi nhuận ròng	14,2%	13,9%	13,6%	13,1%
P/E (x)	11,0	15,7	16,9	15,7
P/B (x)	0,4	0,6	0,8	0,6
ROAE	3,9%	4,2%	4,6%	4,4%
Nợ ròng/VCSH	238%	198%	183%	139%

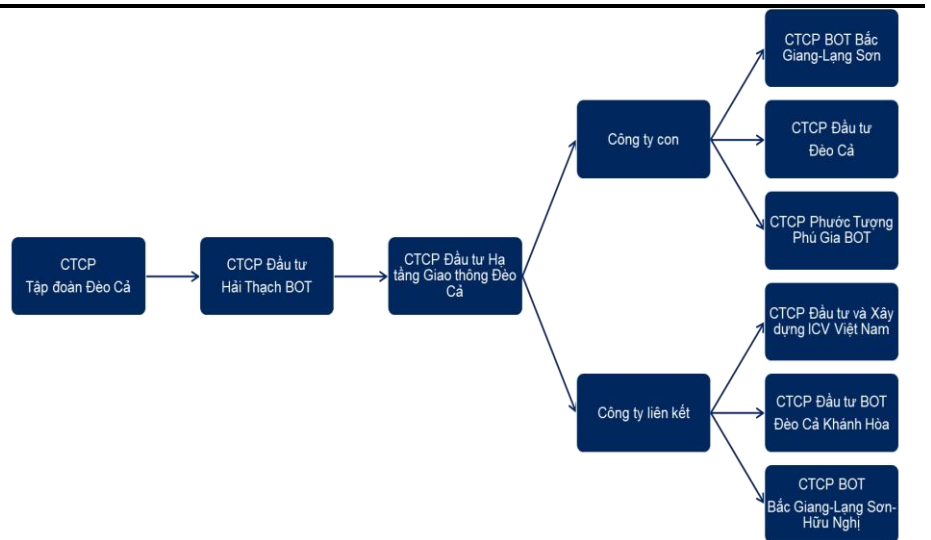
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV) gồm 3 mảng kinh doanh chính: 1) thu phí; 2) xây dựng cơ sở hạ tầng; và 3) vận hành và bảo trì. Trong giai đoạn 2019-22, mảng thu phí đóng góp tỷ trọng lớn nhất vào kết quả kinh doanh của công ty, chiếm 70% DT và 80% LN gộp. Mảng xây dựng chiếm 22% DT và 6% LN gộp trong cùng kỳ.

Năm 2019, HHV tái cơ cấu bằng việc phát hành cổ phiếu riêng lẻ để đổi nợ các dự án BOT. Hiện HHV sở hữu cổ phần tại 4 dự án BOT gồm (1) Hàm đường Đèo Cả; (2) Cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn; (3) Hàm Phước Tường-Phú Gia; (4) mở rộng quốc lộ 1A (QL1A) trên địa bàn tỉnh Khánh Hòa.

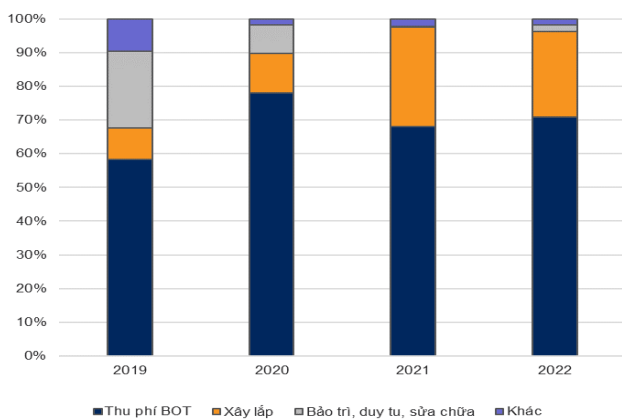
**Hình 3: Cơ cấu tổ chức HHV**



Nguồn: VNDIRECT, BÁO CÁO CÔNG TY

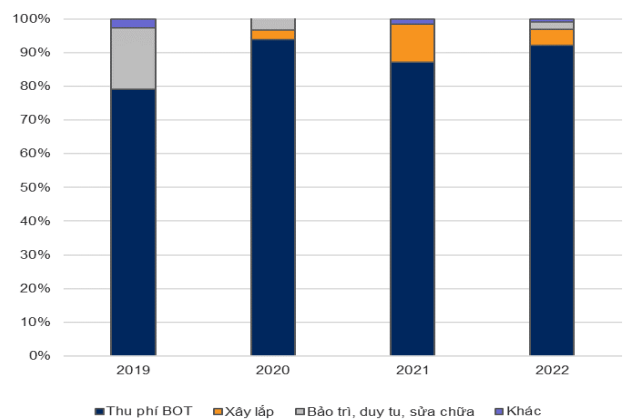
Tập đoàn Đèo Cả sở hữu năng lực vượt trội về xây dựng cơ sở hạ tầng phức tạp. Tập đoàn đã tham gia nhiều dự án đầu tư công trọng điểm, đặc biệt là giải quyết toàn diện các dự án chậm tiến độ (như cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn, cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận). Như vậy, HHV được hưởng lợi khi nằm trong hệ sinh thái của Tập đoàn Đèo Cả. Công ty sẽ có cơ hội giành được những hợp đồng xây dựng và bảo trì lớn từ các dự án mà Tập đoàn Đèo Cả tham gia trong tương lai.

**Hình 2: Cơ cấu DT của HHV theo mảng kinh doanh**



Nguồn: VNDIRECT, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 3: Cơ cấu tỷ suất LN gộp của HHV theo mảng kinh doanh**



Nguồn: VNDIRECT, BÁO CÁO CÔNG TY

## Tóm tắt KQHĐKD 9T23: Tăng trưởng LN vượt trội nhờ mảng xây lắp

Hình 4: Tóm tắt KQKD Q3/23 và 9T23

Tỷ đồng	Q3/23	%svck	9T23	%svck	9T23/2023	Nhận xét
Doanh thu	674	19,6%	1.825	23,5%	68,1%	
_Thu phí BOT	391	2,1%	1.183	6,4%	74,3%	Doanh thu mảng thu phí BOT 9T23 tăng nhẹ 6% svck nhờ lưu lượng giao thông ở hầu hết các trạm đều tăng.
_Xây lắp	271	73,7%	599	87,2%	62,1%	Doanh thu mảng xây lắp 9T23 tăng 87% svck, trong đó dự án Cam Lâm-Vĩnh Hảo chiếm 49%, dự án ven biển Bình Định (29%) và dự án Quảng Ngãi - Hoài Nhơn (14%)
_Bảo trì, duy tu, sửa chữa	12	-52,1%	43	-6,1%	34,5%	
LN gộp	299	16,0%	846	11,0%	67,2%	
_Thu phí BOT	261	8,3%	749	7,0%	69,1%	
_Xây lắp	32	433,3%	80	86,0%	59,3%	
_Bảo trì, duy tu, sửa chữa	6	-45,0%	17	12,3%	42,5%	
Biên LN gộp	44,4%	9,7 điểm %	46,4%	5,3 điểm %		
_Thu phí BOT	66,8%	3,8 điểm %	63,3%	0,4 điểm %		Biên LN gộp 9T23 ổn định svck
_Xây lắp	11,8%	8,0 điểm %	13,4%	-0,1 điểm %		Biên LN gộp 9T23 ổn định svck
CPBH&QLDN	-15	-12,8%	-44	-19,7%	41,0%	CPBH&QLDN giảm nhờ chi phí quản lý cải thiện
Doanh thu tài chính ròng	-162	-0,3%	-485	2,1%	67,6%	
LN trước thuế	135	49,0%	357	33,7%	88,8%	
LN ròng	101	38,0%	268	26,1%	88,2%	HHV hoàn thành 91% mục tiêu LN ròng trong 9T23. Điều này phù hợp với dự phóng của chúng tôi nhờ chính phủ đẩy mạnh đầu tư công
Biên LN ròng	15%	12,2 điểm %	15%	4,5 điểm %		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Triển vọng 2023-25: Tăng trưởng LN khá nhờ mảng xây lắp

Hình 5: Triển vọng LN 2023-25

Tỷ đồng	2023			2024			2025	Nhận xét
	Cũ	Mới	%thay đổi	Cũ	Mới	%thay đổi	Mới	
Doanh thu	2.786	2.691	-3%	3.145	3.311	5%	3.680	
%svck	33%	-3%		12,9%	5%		11%	Dự phóng doanh thu 2023-24 gần như không đổi
_Thu phí BOT	1.669	1.601	-4%	1.847	1.919	4%	2.144	
_Xây lắp	991	964	-3%	1.199	1.294	8%	1.438	
LN gộp	1.160	1.129	-3%	1.266	1.400	11%	1.544	Chúng tôi điều chỉnh LN gộp mảng xây lắp do biên LN gộp được cải thiện trong 9T23 vừa qua nhờ chi phí đầu vào giảm.
_Thu phí BOT	1.020	952	-7%	1.116	1.188	6%	1.312	
_Xây lắp	99	135	36%	120	181	51%	201	
Biên LN gộp	42%	42%		40%	42%		42%	
_Thu phí BOT	61%	59%		60%	62%		-39%	
_Xây lắp	10%	14%		10%	14%		14%	
CPBH&QLDN	-111	-67	-39%	126	-99	-179%	-110	
EBIT	1.048	1.020	-3%	1.140	1.266	11%	4.460	
Doanh thu tài chính ròng	-706	-669	-5%	703	-817	-216%	-916	
LN trước thuế	402	436	9%	504	525	4%	564	
LN ròng	305	323	6%	390	389	0%	417	
%svck	15%	15%		28%	20,3%		7,3%	
Biên LN ròng	10,9%	14%		12,4%	14%		13%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng của Việt Nam còn rất mạnh mẽ trong dài hạn

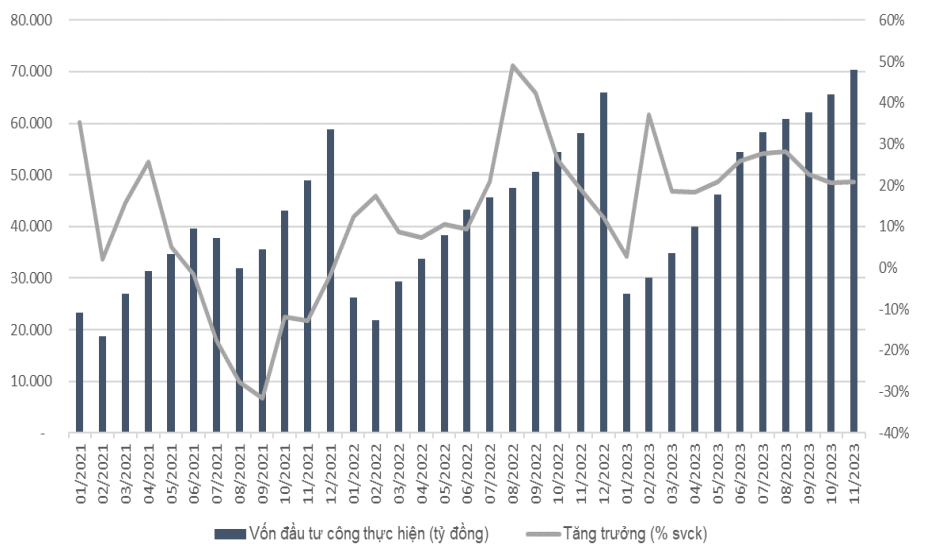
Trong Kế hoạch phát triển kinh tế xã hội 2021-30, phát triển cơ sở hạ tầng sẽ là ưu tiên hàng đầu của Chính phủ. Đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021-25 sẽ là 2.870.000 tỷ đồng (118 tỷ USD), tăng 43,5% so với giai đoạn 2016-20, với các dự án trọng điểm như đường cao tốc Bắc Nam giai đoạn 1 & 2. Theo TCTK, tổng giá trị đầu tư công đã giải ngân trong giai đoạn 2021-22 là 980.700 tỷ đồng (40 tỷ USD). Như vậy, Chính phủ sẽ phải giải ngân trung bình 630.000 tỷ đồng mỗi năm (26 tỷ USD) trong giai đoạn 2023-25 (cao hơn 84% so với vốn đầu tư công thực giải ngân bình quân giai đoạn 2016-20).

Hơn nữa, theo Bộ Giao thông vận tải, Việt Nam đặt mục tiêu có 3.000km – 5.000km đường cao tốc vào năm 2025-30 (từ 1.729km vào cuối tháng 6 năm 2023). Nhiều dự án sẽ cần phải hoàn thành để đáp ứng mục tiêu này, từ đó sẽ có thêm những hợp đồng quy mô lớn cho các nhà thầu cơ sở hạ tầng trong thời gian tới.

Theo TCTK, chi tiêu ngân sách Chính phủ trong T11/23 đạt 70,3 nghìn tỷ đồng (2,9 tỷ USD) ở mức 20% svck, thúc đẩy chi tiêu lũy kế trong 11T23 lên 549,6 nghìn tỷ đồng (22,7 tỷ USD) ở mức 22,4% svck – hoàn thành 75,6% kế hoạch trong năm (Hình 6).

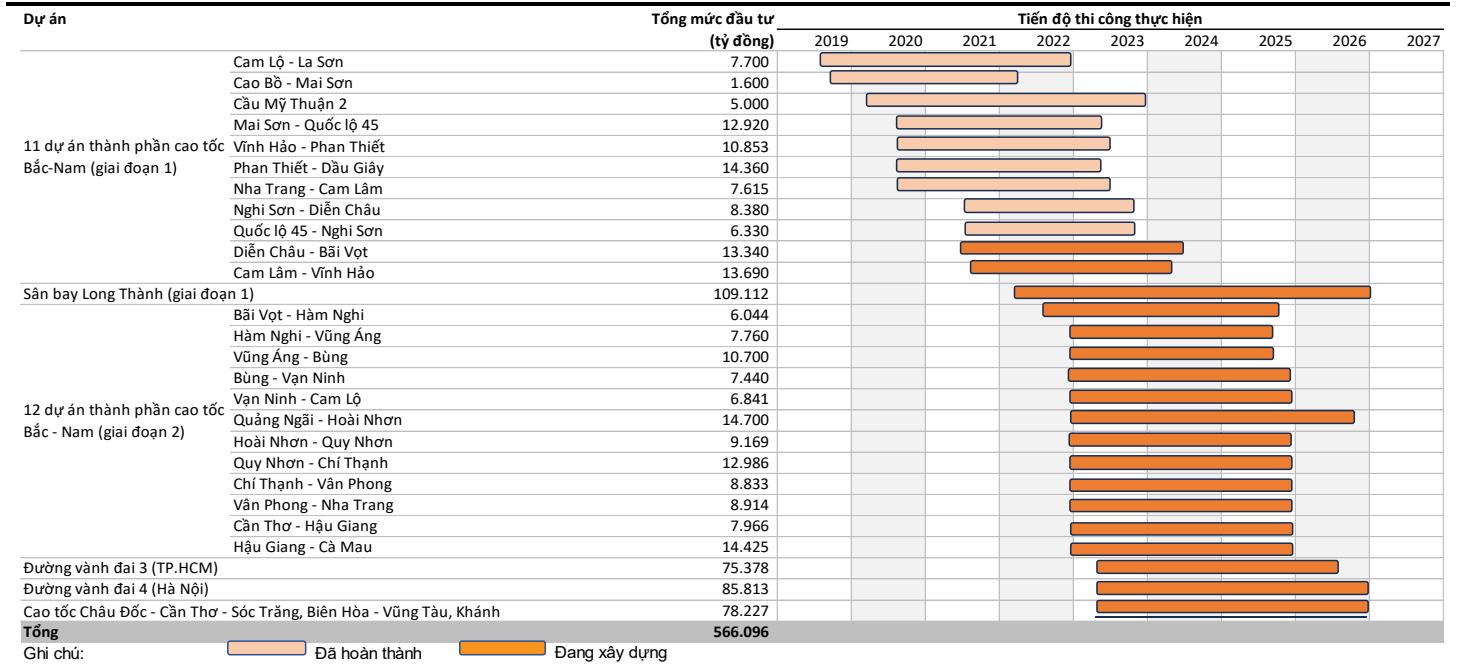
Chúng tôi kỳ vọng chi tiêu ngân sách Chính phủ giải ngân trong năm nay sẽ tăng 25% svck do chi tiêu sẽ tăng tốc trong tháng cuối năm nay và tiếp tục giữ đà tăng trưởng này trong năm 2024. Sự thúc đẩy này là do các dự án lớn khởi công xây dựng trong năm nay sẽ yêu cầu giải ngân nghiệm thu công trình đáng kể trong 2-3 năm tới.

**Hình 6: Giải ngân vốn đầu tư công hàng tháng**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 7: Tiến độ các dự án giao thông trọng điểm**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Giá trị backlog lớn giúp đảm bảo tăng trưởng trong giai đoạn 2023-25

Tính đến cuối 2023, giá trị backlog của HHV ước tính đạt 2.500 tỷ đồng, trong đó đóng góp lớn nhất đến từ tuyến đường cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn, 1 trong 12 dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam (giai đoạn 2).

**Hình 8: Khối lượng backlog ước tính vào cuối năm 2023**

STT	Tên dự án	Giai đoạn thi công	Giá trị hợp đồng (không tính liên doanh - tỷ đồng)	Backlog ước tính 2024 (Tỷ đồng)
1	Cam Lâm - Vĩnh Hào	2021-2024	863	448
2	Dự án ven biển Bình Định	2023-2024	1.786	348
3	Trung Lương - Mỹ Thuận	2020-2023	591	18
4	Đèo Prenn	2023-2023	414	61
5	Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	2023-2026	33	1.484
6	Dự án ven biển Liên Chiểu	2023-2026	148	143
	<b>Tổng</b>		<b>3.885</b>	<b>2.502</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Trong giai đoạn 2024-2025, giá trị ký mới chủ yếu sẽ đến từ 3 dự án PPP Đông Đàng- Trà Lĩnh, Hữu Nghị - Chi Lăng và Tân Phú - Bảo Lộc với tổng giá trị xây lắp dự kiến là 5.800 tỷ đồng (238 trUSD). Dự án Trà Lĩnh dự kiến khởi công vào nửa đầu năm 2024 theo hình thức PPP (Hợp tác công tư) với cơ chế tài trợ đặc biệt: Ngân sách Nhà nước chiếm 70% tổng vốn đầu tư, so với chỉ 50% theo quy định của pháp luật, phần còn lại được tài trợ theo vốn chủ sở hữu của liên danh, bao gồm tập đoàn Đèo Cả và HHV, và các nguồn tài trợ khác.

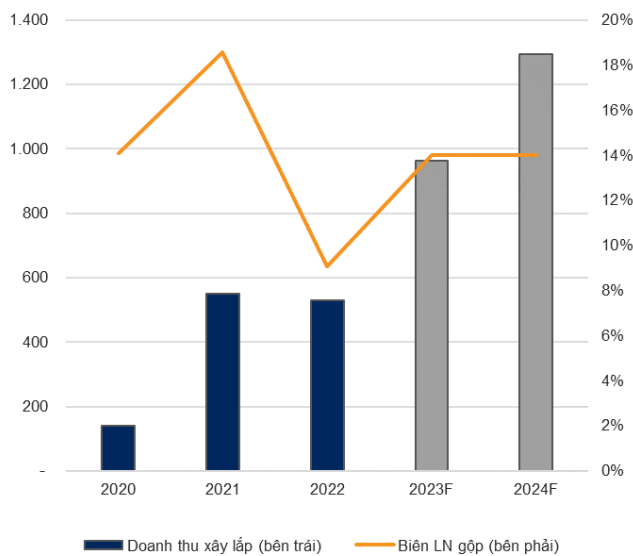
**Hình 9: Dự kiến giá trị các dự án đầu tư tiềm năng của HHV trong 2024-25 (tỷ VNĐ)**

STT	Dự án	Giai đoạn thi công	Tổng mức đầu tư	Vốn ngân sách nhà nước	Tổng vốn tiền mặt dự kiến	Tổng vốn vay dự kiến	Tổng vốn HHV dự kiến	Giá trị xây lắp kỳ vọng cho HHV
1	Đồng Đăng - Trà Lĩnh	2024-2028	14.252	9.800	829	3.623	124	2.000
2	Hữu Nghị - Chi Lăng	2024-2028	10.620	5.310	1.593	3.717	239	1.600
3	Tân Phú - Bảo Lộc	2025-2028	17.200	8.600	2.580	6.020	387	2.200
<b>Tổng</b>			42.072	23.710	5.002	13.360	750	5.800

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

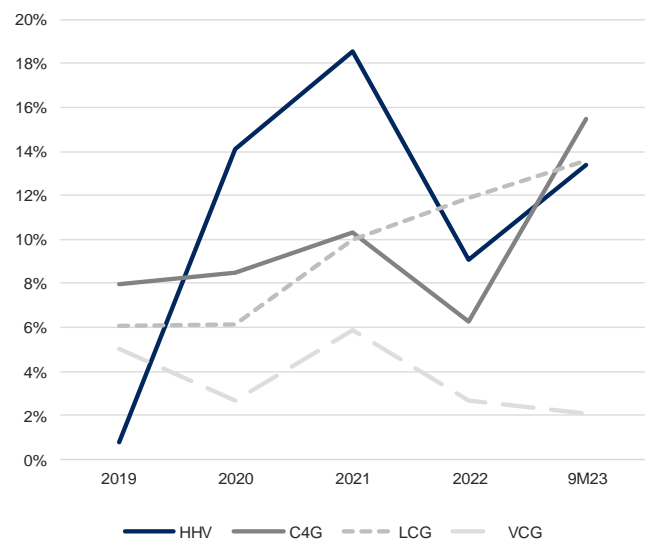
Để đẩy nhanh quá trình đầu tư, trong quý 4 năm 2023, HHV đã phát hành ưu đãi 25% vốn điều lệ với giá 10.000 đồng/cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu. Kết quả thu được 830 tỷ đồng từ đợt phát hành bao gồm phát hành cho cổ đông hiện hữu 752 tỷ đồng và phần còn lại chưa phân phối hết được phát hành riêng lẻ cho quỹ đầu tư PYN Elite Fund với giá 11.000 đồng/ cổ phiếu (tương đương giá trị thanh khoản trung bình 1-2 ngày giao dịch của cổ phiếu HHV và giới hạn chuyển nhượng trong vòng 1 năm). HHV dự kiến tiếp tục phát hành riêng lẻ với tỷ lệ 23% (trên vốn điều lệ tính vào cuối quý 3 năm 2023) vào năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi chưa bao gồm việc phát hành riêng lẻ vào mô hình định giá do mức độ chắc chắn không cao tại thời điểm hiện tại. Chúng tôi nhấn mạnh rủi ro pha loãng cổ phiếu khiến giá trị lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu giảm nếu HHV chưa thể hiện thực hóa được ngay lợi nhuận trên vốn đầu tư bổ sung.

**Hình 10: Doanh thu (tỷ đồng) và LN gộp mảng xây lắp dự kiến 2023-24**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 11: So sánh LN gộp mảng xây lắp với các công ty cùng ngành**



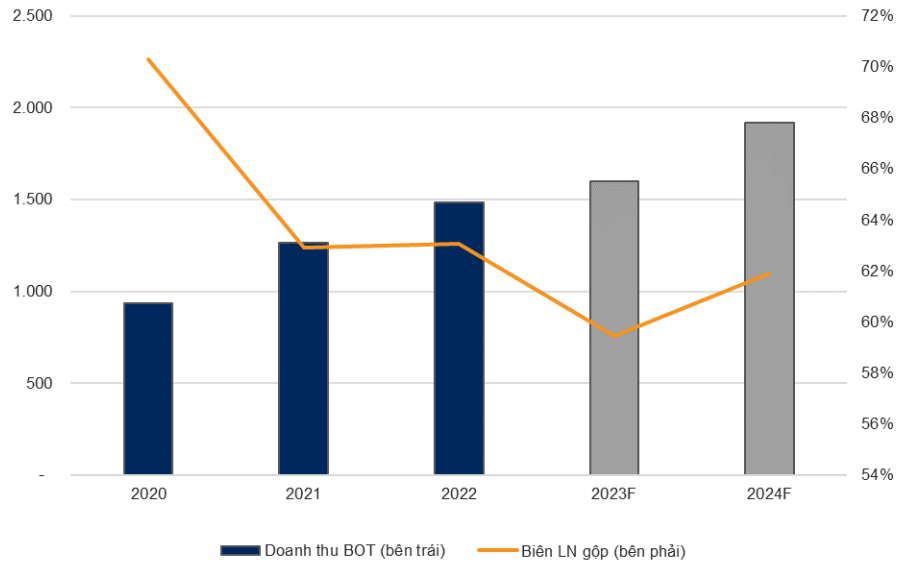
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng xây lắp sẽ tăng 85% svck lên 964 tỷ đồng trong 2023 và tăng 34% svck lên 1.294 tỷ đồng trong 2024 nhờ vào đóng góp của các dự án cao tốc Cam Lâm-Vĩnh Hòa, Quảng Ngãi - Hoài Nhơn, Đồng Đăng – Trà Lĩnh và dự án đường ven biển Bình Định. LN gộp 9T23 phục hồi đạt 13,5% từ mức đáy vào năm 2022, tương đương với các công ty cùng ngành. Trong 2023-24, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp sẽ duy trì ở mức trung bình 3 năm.

**Doanh thu mảng thu phí BOT kỳ vọng tăng nhẹ nhờ lưu lượng giao thông qua các trạm cải thiện và tăng giá vé tại BOT Đèo Cả**

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng thu phí BOT trong 2024 sẽ tăng trưởng 20% svck lên khoảng 1.919 tỷ đồng nhờ sự cải thiện lưu lượng giao thông cùng với việc tăng giá vé 15% tại các trạm An Đạn, Đèo Cả và Cù Mông từ năm 2024.

**Hình 12: Ước tính doanh thu (tỷ đồng) và LN gộp mảng thu phí BOT**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Định giá: Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu là 16.000 đồng/ cổ phiếu

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên ba phương pháp DCF, định giá P/E và P/B xét đến ba mảng kinh doanh chính của HHV: thu phí BOT, xây lắp và bảo trì, duy tu, sửa chữa. Chúng tôi giảm tỷ trọng của định giá DCF do dự phóng dài hạn có tính chắc chắn không cao với công ty trong ngành xây dựng có tính chu kỳ cao.

Trong phương pháp DCF, chúng tôi kỳ vọng HHV sẽ được nhà nước chấp thuận hỗ trợ tài chính trong giai đoạn 2025-27 cho dự án đường hầm Đèo Cả thay vì trong 2023-24. Hỗ trợ này bao gồm: 1) 1.180 tỷ đồng như đã cam kết góp vốn từ ngân sách nhà nước; và 2) 2.280 tỷ đồng để đổi thế quyền thu phí cho trạm La Sơn-Tuý Loan.

**Hình 13: Giá mục tiêu**

Phương pháp	Giá trị mỗi cp (đồng)	Tỷ trọng	Giá trị tỷ trọng (đồng)
P/E	16.600	45%	7.470
P/B	17.000	45%	7.650
FCFE	13.000	10%	1.300
Giá mục tiêu			16.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 14: Chi phí vốn và WACC**

Lãi suất phi rủi ro	2,70%
Phần bù rủi ro thị trường	9,60%
Beta	1,7
<b>Chi phí vốn chủ</b>	<b>19,0%</b>
<b>Chi phí vốn vay (sau thuế)</b>	<b>4%</b>
Vốn hóa ( tỷ đồng)	6.669
Nợ (giá trị ghi sổ - tỷ đồng)	20.327
Vốn chủ/(vốn vay+vốn chủ)	25%
Vốn vay/(vốn vay+vốn chủ)	75%
<b>WACC</b>	<b>7,5%</b>
Tăng trưởng dài hạn	6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 15: Định giá DCF**

Định giá chiết khấu dòng tiền ( tỷ đồng)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	415	1.104	1.407	1.645	1.552	1.882	3.268	1.424	3.866
- Đầu tư TSCĐ	-9	-513	743	-467	-497	1.753	-557	-587	-617
+ Nợ ròng	-529	-565	-1.938	-1.095	-993	-2.885	-1.820	-2.087	-1.800
FCFE	-122	26	212	83	63	750	891	-1.249	1.449
Giá trị cuối cùng									28.495
FCFE và giá trị cuối cùng	-122	26	212	83	63	750	891	-1.249	29.943
Giá trị hiện tại của FCFE và giá trị cuối cùng	6.573								
% giá trị cuối cùng	90%								
- Lợi ích của cổ đông thiểu số	0,00								
Giá trị VCSH	5.338								
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	13.000								

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



Hình 16: Định giá P/E

P/E	2024F
LN ròng hợp nhất (tỷ đồng)	389
EPS (VND)	945
P/E mục tiêu (x)	17,5
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	412
Giá trị cổ phiếu (đồng)	16.600

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Định giá P/B

P/B	2024F
Giá trị sổ sách (tỷ đồng)	8.713
P/B mục tiêu (x)	0.8
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	412
Giá trị sổ sách/cp	21.165
Giá trị cổ phiếu (đồng)	17.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

HHV được định giá hợp lý với mức P/E dự phóng năm 2024 là 16,9 lần, cao hơn P/E trung bình 2 năm là 15,0 lần. Với triển vọng lợi nhuận khả quan, chúng tôi áp dụng mức P/E là 17,5 lần, độ lệch chuẩn 0,5 so với P/E trung bình 2 năm.

HHV cũng đang được định giá hợp lý với P/B dự phóng là 0,8 lần, cao mức P/B trung bình 2 năm là 0,7 lần. Về giá mục tiêu, chúng tôi áp dụng mức P/B là 0,8 lần, độ lệch chuẩn 0,5 so với P/B trung bình 2 năm. (HHV giao dịch trên sàn HOSE từ năm 2022)

Hình 18: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã Ck	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E (x)		P/B (x)		EV/EBITDA (x)		ROA (%)		ROE (%)		Nợ ròng/VCSH (%)
	Bloomberg		2022	TTM	2022	TTM	2022	TTM	2022	TTM	2022	TTM	
Tổng Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu và xây dựng Việt Nam	VCG VN	13.281	10,7	86,8	1,2	1,9	23,7	20,6	2,5	0,6	11,6	2,5	102,6
CTCP Tập đoàn Đạt Phương	DPG VN	2.139	4,5	11,7	1	1,5	4,2	6,6	6,3	3,6	25,3	13,0	58,2
CTCP Tập đoàn CIENCO4	C4G VN	4.288	14,1	16,1	0,9	1,2	12,6	12,6	1,9	1,9	8,2	8,2	133,0
CTCP Lizen	LCG VN	2.579	7,0	27,0	0,5	0,9	11,9	14,3	3,5	1,6	7,9	3,5	14,5
Tổng Công ty Xây dựng số 1	CC1 VN	3.746	18,2	23,8	1,1	1,6	26,7	26,7	1,6	1,6	8,1	8,1	118,3
<b>Trung bình</b>		5.207	10,9	33,1	0,9	1,4	15,8	16,2	3,2	1,9	12,2	7,0	85,3
CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả	HHV VN	6.608	11,0	17,3	0,4	0,8	19,8	19,5	0,8	0,9	3,9	4,5	241,2

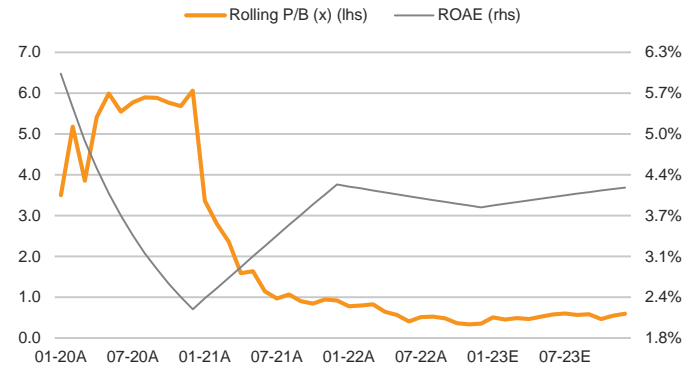
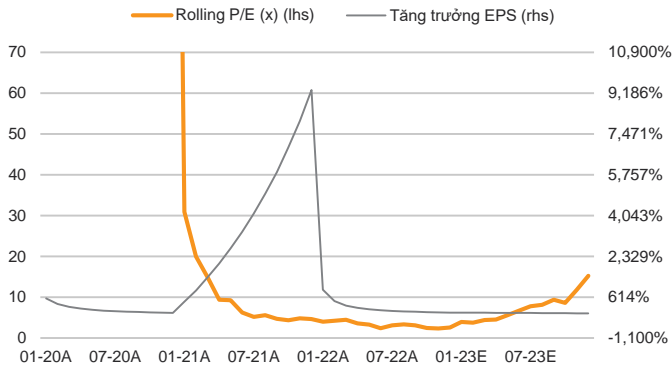
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Lưu ý rằng HHV đang giao dịch ở mức P/B thấp hơn với ROE thấp hơn so với các công ty trong ngành do 38% vốn chủ sở hữu của HHV (3.272 tỷ đồng) là vốn ngân sách nhà nước cho các dự án thu phí.

Tiềm năng tăng giá bao gồm: 1) trúng thêm các gói thầu cao hơn dự kiến; và 2) huy động vốn thành công cho đầu tư các dự án Hợp tác công tư (PPP).

Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) tiến độ xây dựng các dự án chậm hơn so với kỳ vọng và các hợp đồng ký mới trì hoãn lâu hơn dự kiến; và 2) giá VLXD tăng giá hơn so với dự kiến.

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	2.095	2.691	3.311
Giá vốn hàng bán	(1.078)	(1.563)	(1.913)
Chi phí quản lý DN	(73)	(67)	(99)
Chi phí bán hàng	0	0	0
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>944</b>	<b>1.060</b>	<b>1.299</b>
EBITDA thuần	1.225	1.372	1.664
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(281)</b>	<b>(312)</b>	<b>(364)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>944</b>	<b>1.060</b>	<b>1.299</b>
Thu nhập lãi	5	30	20
Chi phí tài chính	(648)	(699)	(837)
Thu nhập ròng khác	(0)	7	9
TN từ các Cty LK & LD	53	38	34
<b>LN trước thuế</b>	<b>354</b>	<b>436</b>	<b>525</b>
Thuế	(57)	(63)	(75)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(33)	(51)	(61)
<b>LN ròng</b>	<b>264</b>	<b>323</b>	<b>389</b>
Thu nhập trên vốn	264	323	389
Cổ tức phổ thông	0	0	0
<b>LN giữ lại</b>	<b>264</b>	<b>323</b>	<b>389</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	382	1.083	1.109
Đầu tư ngắn hạn	73	73	73
Các khoản phải thu ngắn hạn	457	590	998
Hàng tồn kho	161	175	215
Các tài sản ngắn hạn khác	111	143	176
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.184</b>	<b>2.064</b>	<b>2.571</b>
Tài sản cố định	28.575	28.275	27.986
Tổng đầu tư	531	529	967
Tài sản dài hạn khác	5.363	5.670	5.615
<b>Tổng tài sản</b>	<b>35.653</b>	<b>36.538</b>	<b>37.139</b>
Vay & nợ ngắn hạn	873	344	379
Phải trả người bán	1.095	856	1.048
Nợ ngắn hạn khác	1.890	2.344	2.869
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>3.857</b>	<b>3.545</b>	<b>4.296</b>
Vay & nợ dài hạn	19.780	19.780	19.180
Các khoản phải trả khác	3.640	3.640	3.640
Vốn điều lệ và	3.078	4.117	4.117
LN giữ lại	821	928	1.317
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>7.178</b>	<b>8.325</b>	<b>8.713</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.198	1.248	1.309
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>35.653</b>	<b>36.538</b>	<b>37.139</b>

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>354</b>	<b>436</b>	<b>525</b>
Khấu hao	284	312	364
Thuế đã nộp	(36)	0	0
Các khoản điều chỉnh khác	(238)	699	837
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>2</b>	<b>(1.302)</b>	<b>(465)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>365</b>	<b>145</b>	<b>1.262</b>
Đầu tư TSCĐ	(197)	(50)	(50)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	(3)	0	0
Các khoản khác	0	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	5	41	(463)
<b>LC tiền từ HĐKD</b>	<b>(194)</b>	<b>(9)</b>	<b>(513)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	404	823	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(455)	(529)	(565)
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(51)</b>	<b>295</b>	<b>(565)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	262	382	1.083
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>120</b>	<b>431</b>	<b>185</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	382	813	1.268

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	12,6%	12,0%	11,7%
Vòng quay TS	0,06	0,07	0,09
ROAA	0,8%	0,9%	1,1%
Đòn bẩy tài chính	5,09	4,66	4,32
ROAE	3,9%	4,2%	4,6%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	79,6	80,0	110,3
Số ngày nắm giữ HTK	54,4	40,8	41,1
Số ngày phải trả tiền bán	370,7	200,0	200,5
Vòng quay TSCĐ	0,07	0,09	0,12
ROIC	0,9%	1,1%	1,3%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	0,3	0,6	0,6
Khả năng thanh toán nhanh	0,3	0,5	0,5
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,3	0,3
Vòng quay tiền	(236,7)	(79,2)	(49,1)
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	12,5%	28,5%	23,1%
Tăng trưởng LN từ HKKD	13,7%	12,4%	22,6%
Tăng trưởng LN ròng	(1,8%)	22,4%	20,3%
Tăng trưởng EPS	(33,4%)	(68,5%)	(6,9%)

Nguồn: VND RESEARCH

## 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.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

**Khuyến nghị cổ phiếu** Định nghĩa:

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** Định nghĩa:

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

### Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Quỳnh Phương – Chuyên viên Phân tích

Email: [phuong.nguyenquynh@vndirect.com.vn](mailto:phuong.nguyenquynh@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](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>