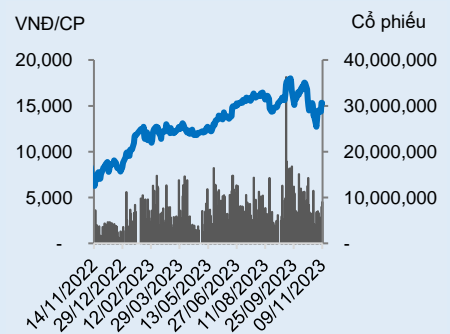


Khuyến nghị	NEUTRAL
Giá kỳ vọng (VNĐ)	15.395
Giá thị trường (09/11/2023)	15.300
Lợi nhuận kỳ vọng	+0,6%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	6.262-18.000
Vốn hóa	5.039 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	329.350.351
KLGD bình quân 10 ngày	6.115.723
% sở hữu nước ngoài	6,62%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	1,56

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
HHV	62,9%	-12,3%	-3,8%	17,4%
VNIndex	6,7%	-3,5%	-10,4%	4,9%

Kết quả kinh doanh hồi phục

Trong Q3/2023, DT và LNST đạt lần lượt 674 tỷ đồng (+20% y/y; +10% q/q) và 101 tỷ đồng (+38% y/y; +7% q/q). KQKD tăng trưởng nhờ động lực chính: (1) Mạng xây lắp có nguồn việc dồi dào và biên lợi nhuận gộp tốt; và (2) Doanh thu BOT cải thiện nhờ tăng lưu lượng xe.

Năm 2024, chúng tôi dự báo DT và LNST đạt lần lượt 3.499 tỷ đồng (+28% y/y) và 409 tỷ đồng (+11% y/y). Mạng xây lắp dự báo tăng trưởng DT +64% y/y lên 1.680 tỷ đồng. Tổng giá trị xây lắp ký mới trong năm 2024 ước đạt 2.060 tỷ đồng (+3% y/y) nhờ (1) nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng trong 2024 lớn; (2) Công ty mẹ là Tập Đoàn Đèo Cả dự kiến tham gia các dự án BOT lớn và là nguồn việc lớn cho HHV trong tương lai.

Với nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng của Việt Nam vẫn lớn trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng giá trị hợp đồng ký mới của HHV khoảng 2.000 tỷ đồng mỗi năm. Nguồn việc của HHV từ công ty mẹ trong thời gian tới dự báo lớn. CTCP Tập Đoàn Đèo Cả là công ty mẹ của HHV, đang có kế hoạch tham gia đầu tư PPP vào các dự án lớn như Cao tốc Tân Phú – Bảo Lộc, cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng và Đồng Đăng – Trà Lĩnh.

KQKD của HHV dự kiến duy trì đà tăng trưởng trong năm 2023 và 2024 nhờ tăng trưởng cả ở mảng xây lắp và thu phí BOT khi nhu cầu đầu tư công lớn và lưu lượng xe tăng trưởng. Tuy nhiên, dự án BOT Bắc Giang – Lạng Sơn và Đèo Cả đang gặp một số khó khăn khi bị dừng một số trạm thu phí so với hợp đồng dự án ban đầu.

Định giá và khuyến nghị

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền giá mục tiêu cho cổ phiếu HHV là **15.395 đồng/cổ phiếu**. Giá thấp hơn so với khuyến nghị gần nhất là 22.184 đồng/cổ phiếu do: (1) Số lượng cổ phiếu đang lưu hành tăng thêm gần 62 triệu cổ phiếu lên 329.350.351 cổ phiếu; (2) Giảm định giá trạm BOT Bắc Giang – Lạng Sơn. Do giá mục tiêu của HHV cao hơn giá đóng cửa ngày 09/11/2023 là **0,6%**, BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu HHV.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Đức Hoàng, CFA

(84 24) 3928.8080 ext.212

hoangnd@bvsc.com.vn

Cập nhật KQKD Q3/2023

Trong Q3/2023, DT và LNST đạt lần lượt 674 tỷ đồng (+20% y/y; +10% q/q) và 101 tỷ đồng (+38% y/y; +7% q/q). KQKD tăng trưởng nhờ động lực chính: (1) Mạng xây lắp có nguồn việc dồi dào và biên lợi nhuận gộp tốt; và (2) Doanh thu BOT cải thiện nhờ tăng lưu lượng xe.

Mạng xây lắp có DT và LNG đạt lần lượt 271 tỷ đồng (74% y/y; +42% q/q) và 32 tỷ đồng (+433% y/y; +7% q/q). Doanh thu và LNG tăng trưởng nhờ HHV liên tục trúng thầu và thi công nhiều dự án lớn như cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, Cam Lâm – Vĩnh Hảo, đường ven biển Bình Định và nâng cấp mở rộng đèo Prenn. Tổng giá trị backlog của HHV ước tính hiện tại khoảng 3.000 tỷ đồng.

Mạng đầu tư BOT có DT và LNG đạt lần lượt 391 tỷ đồng (+2% y/y; -3% q/q) và 260 tỷ đồng (+8% y/y; +4% q/q). Lưu lượng xe qua các trạm thu phí của HHV trong 9T2023 tăng 6% y/y (tương đương tăng 981.000 xe) giúp nguồn thu trạm BOT tăng trưởng. Trạm cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn có mức tăng trưởng rõ rệt lên 1,64 triệu xe (+21% y/y) và QL1 có lưu lượng xe 1,72 triệu xe (+27% y/y) nhờ Trung Quốc đã mở cửa lại toàn bộ các cửa khẩu đường bộ sau thời gian dài phong tỏa.

Dự phóng KQKD 2023 và 2024

DT và LNST của HHV năm 2023 dự báo tăng lên 2.742 tỷ đồng (+31% y/y) và 362 tỷ đồng (+37% y/y). Mạng xây lắp và thu phí BOT đều tăng trưởng tốt là động lực chính giúp tăng trưởng KQKD của HHV. Với lượng backlog khoảng 3.000 tỷ đồng cho 2 – 3 năm tới giúp DT của HHV dự báo tăng trưởng mạnh. DT mạng xây lắp dự báo đạt 1.025 tỷ đồng (+93% y/y) và biên lợi nhuận gộp ước tính tăng lên 11%. Mạng BOT cũng phục hồi tốt do lưu lượng xe dự báo tăng +6% y/y khi Trung Quốc mở lại toàn bộ các cửa khẩu đường bộ và hoạt động du lịch trong nước hồi phục.

Năm 2024, chúng tôi dự báo DT và LNST đạt lần lượt 3.499 tỷ đồng (+28% y/y) và 409 tỷ đồng (+11% y/y). Mạng xây lắp dự báo tăng trưởng DT +64% y/y lên 1.680 tỷ đồng. Tổng giá trị xây lắp ký mới trong năm 2024 ước đạt 2.060 tỷ đồng (+3% y/y) nhờ (1) nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng trong 2024 lớn; (2) Công ty mẹ là Tập Đoàn Đèo Cả dự kiến tham gia các dự án BOT lớn

Mạng BOT có DT và LNG dự báo đạt 1.730 tỷ đồng (+6% y/y) và 1.137 tỷ đồng (+6% y/y). Lưu lượng xe tiếp tục tăng trưởng nhờ: (1) Tăng trưởng kinh tế dự báo hồi phục; (2) nhu cầu du lịch, vận chuyển hàng hóa cải thiện.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	1.861	2.095	2.742	3.499
Trạm thu phí BOT	1.265	1.484	1.633	1.730
Xây lắp	552	530	1.025	1.680
Khác	45	80	84	88
Lợi nhuận gộp	925	1.017	1.220	1.341
Trạm thu phí BOT	805	936	1.072	1.137
Xây lắp	105	48	113	168
Khác	15	32	35	36
LNST - CĐT	269	264	370	409
Biên gộp	49,7%	48,5%	44,5%	38,3%
Tăng trưởng LNST	96,0%	-1,8%	40,2%	10,6%

Nguồn: HHV, BVSC tổng hợp

Nguồn việc mảng xây lắp lớn

Năm 2023, HHV trúng thầu nhiều dự án xây lắp lớn gồm cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn khoảng 1.468 tỷ đồng, đường ven biển Bình Định 649 tỷ đồng và cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo khoảng 219 tỷ đồng. Giá trị backlog của HHV ước đạt khoảng 3.000 tỷ đồng.

Dự án (Đvt: tỷ đồng)	Gói thầu	Tổng giá trị gói thầu	Giá trị đàm nhận ước tính
Đường ven biển Bình Định	Số 2	649	649
Cam Lâm - Vĩnh Hảo	Thi công mặt đường	219	219
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	XL1	3.682	479
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	XL2	4.129	454
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	XL3	6.686	535
Đèo Prenn	Nâng cấp mở rộng	414	414
Đường ven biển nối cảng Liên Chiểu		958	160
Tổng cộng		16.737	2.909

Nguồn: HHV, BVSC tổng hợp

Nguồn việc của HHV từ công ty mẹ trong thời gian tới dự báo lớn. CTCP Tập Đoàn Đèo Cả là công ty mẹ của HHV, đang có kế hoạch tham gia đầu tư PPP vào các dự án lớn như Cao tốc Tân Phú – Bảo Lộc, cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng và Đồng Đăng – Trà Lĩnh với TMĐT 3 dự án này lên tới 42.522 tỷ đồng. HHV dự báo được hưởng lợi từ nguồn việc lớn của công ty mẹ.

Với nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng của Việt Nam vẫn lớn trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng giá trị hợp đồng ký mới của HHV khoảng 2.000 tỷ đồng mỗi năm.

Các dự án Tập đoàn Đèo Cả quan tâm	Thời gian dự kiến khởi công	Giá trị (tỷ đồng)
Cao tốc Tân Phú - Bảo Lộc	2024	17.200
Cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng	2023	10.991
Cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh	2023	14.331
Tổng cộng		42.522

Khó khăn tại các dự án BOT

Dự án cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn chờ phương án tháo gỡ

UBND tỉnh Lạng Sơn yêu cầu giảm 1 trạm thu phí tại Km24+800 trên QL1 so với hợp đồng dự án ban đầu. Điều này làm giảm nguồn thu của dự án, doanh thu thực tế chỉ đạt 1.208 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2022, tương đương 31,5% so với phương án tài chính ban đầu.

Ngoài ra, dự án cũng phải miễn giảm tại trạm thu phí Km93+160 QL1 dẫn tới giảm doanh thu phí 84 tỷ đồng/năm. Tỉnh Lạng Sơn đã cam kết 2.000 tỷ đồng vốn ngân sách để hỗ trợ dự án nhưng hiện tại chưa thực hiện chi trả khoản tiền này.

Việc phương án tài chính của dự án bị phá vỡ và chưa có chính sách cụ thể để hỗ trợ cho chủ đầu tư của dự án nên hiện tại chúng tôi đang thận trọng đánh giá dự án.

Dự án Đèo Cả kỳ vọng được bổ sung nguồn vốn

Bộ GTVT đã yêu cầu bổ 2 trạm thu phí La Sơn – Túy Loan và Nam Hải Vân khiến dự án Đèo Cả bị thất thu 485 tỷ đồng từ năm 2018-2023 và dự kiến giảm doanh thu thêm 9.574 tỷ đồng từ năm 2024-2045.

Tháng 07/2023, Bộ KH và ĐT đã trình Thủ tướng Chính phủ giao vốn ngân sách Trung ương trong kế hoạch phân bổ vốn trung hạn giai đoạn 2021-2025 của Bộ GTVT để đầu tư 1.180 tỷ đồng vào Dự án. Chúng tôi kỳ vọng nguồn vốn này sớm được phê duyệt và giải ngân giúp tài chính của chủ đầu tư được cải thiện.

Định giá

Chúng tôi định giá HHV dựa trên phương pháp chính là phương pháp chiết khấu dòng tiền đối với các công ty HHV đang sở hữu. Định giá của HHV là **15.395 đồng/cổ phiếu**.

Doanh nghiệp (Đvt: tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Định giá DN	Giá trị phần sở hữu của HHV
Công ty mẹ	100%	1.877	1.877
CTCP BOT Bắc Giang - Lạng Sơn	68%	0	0
CTCP Đầu tư Đèo Cả	72%	3.588	2.587
CTCP Phước Tượng Phú Gia BOT	99%	342	340
CTCP Đầu tư và Xây dựng ICV Việt Nam	22%	62	14
CTCP Đầu tư BOT Đèo Cả Khánh Hòa	47%	253	120
CTCP BOT Bắc Giang - Lạng Sơn - Hữu Nghị	32%	424	134
Tổng cộng			5.070
Số lượng cổ phiếu (CP)			329.350.351
Giá mục tiêu (đồng/cp)			15.395

Khuyến nghị

KQKD của HHV dự kiến duy trì đà tăng trưởng trong năm 2023 và 2024 nhờ tăng trưởng cả ở mảng xây lắp và thu phí BOT khi nhu cầu đầu tư công lớn và lưu lượng xe tăng trưởng. Tuy nhiên, dự án BOT Bắc Giang – Lạng Sơn và Đèo Cả đang gặp một số khó khăn khi bị dừng một số trạm thu phí so với hợp đồng dự án ban đầu.

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền giá mục tiêu cho cổ phiếu HHV là **15.395 đồng/cổ phiếu**. Do giá mục tiêu của HHV cao hơn giá đóng cửa ngày 09/11/2023 là **0,6%**, BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu HHV.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	1.861	2.095	2.742	3.499
Giá vốn	-936	-1.078	-1.522	-2.158
Lợi nhuận gộp	925	1.017	1.220	1.341
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-95	-73	-95	-122
Doanh thu tài chính	22	5	22	33
Chi phí tài chính	-551	-648	-676	-737
Lợi nhuận sau thuế	269	264	370	409

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Tiền & khoản tương đương tiền	262	382	1.105	1.109
Các khoản phải thu ngắn hạn	646	457	598	763
Hàng tồn kho	38	161	227	322
Tài sản cố định	32.574	34.469	35.534	36.429
Tổng tài sản	33.963	35.653	37.682	38.882
Nợ ngắn hạn	3.235	3.857	5.481	6.315
Nợ dài hạn	23.053	23.420	23.424	23.349
Vốn chủ sở hữu	7.676	8.376	8.777	9.217
Tổng nguồn vốn	33.963	35.653	37.682	38.882

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2021	2022	2023F	2024F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	55%	13%	31%	28%
Tăng trưởng LNST	96%	-2%	40%	11%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	50%	49%	44%	38%
Lợi nhuận thuần biên	14%	13%	13%	12%
ROA	1%	1%	1%	1%
ROE	4%	3%	4%	4%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản	77%	77%	77%	76%
Tổng nợ/Tổng VCSH	342%	326%	329%	322%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.006	858	1.202	1.330
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	11.106	11.508	11.998	12.538

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Đức Hoàng** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

dungpt@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính, Dầu khí

khanhld@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

Bất động sản, Vật liệu xây dựng

thaotp@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng

anhnhm@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Xây dựng, Vật liệu xây dựng

hoangnd@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD

duongtt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luonglv@bvsc.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng

hoalt@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT

phuts@bvsc.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Bán lẻ, Vật liệu cơ bản

manhtd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển, Ngân hàng

tramnhb@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản

minhtnn@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối

ngocnch@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

bachtx@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô

huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường

hoanh@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chứng Khoán

phuonglh@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888