

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

15.537 VND

Upside

18%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Xây lắp
Thị giá (12/02/2024)	13.000
Biến động 1 năm	10.000 – 15.611
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	6,083
Vốn hóa (Tỷ đồng)	5.273
P/E TTM	12,99
P/B TTM	0,98

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
HHV	0%	-6%	-25%
VNindex	0%	0%	4%

Chuyên viên phân tích

Phạm Văn Trang

pvtrang@vcbs.com.vn - 024 3936 6990 ext 7184

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

Bloomberg: VCBS <GO>

HIỆU QUẢ KINH DOANH CẢI THIỆN

HHV được kỳ vọng duy trì mức tăng trưởng cao trong năm 2025-2026 nhờ: (1) Hưởng lợi từ xu hướng tăng tốc giải ngân đầu tư công trong năm 2025, (2) Cải thiện hiệu quả kinh doanh tại các dự án BOT, (3) Gia tăng tỷ lệ lợi ích tại các dự án PPP mới.

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận thuần của HHV trong năm 2025 đạt lần lượt là **3.832 tỷ đồng (+15,8% yoy)** và **511 tỷ đồng (+27,37% yoy)**, tương ứng với EPS là **1.183 đồng/ cổ phiếu**. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu HHV (theo [Báo cáo Cập nhật ngày 23.09.2024](#)) với mức định giá hợp lý là **15.537 đồng/ cổ phiếu**.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Hưởng lợi từ xu hướng tăng tốc giải ngân đầu tư công trong năm 2025

VCBS đánh giá quy mô vốn giải ngân đầu tư công và việc triển khai các dự án hạ tầng sẽ đặc biệt được đẩy mạnh trong năm 2025. Với lợi thế là doanh nghiệp quan trọng của hệ thống Tập đoàn Đèo Cả (sở hữu thương hiệu tốt trong ngành, đặc biệt tại các công trình hầm và kết cấu phức tạp) và đang liên tục gia tăng sự hiện diện trong lĩnh vực xây lắp hạ tầng, chúng tôi đánh giá HHV sẽ hưởng lợi tốt từ xu hướng trên.

Cải thiện hiệu quả kinh doanh tại các dự án BOT

Trong giai đoạn 2025 - 2027, VCBS dự báo lưu lượng xe qua hệ thống trạm thu phí của HHV sẽ ghi nhận mức tăng trưởng trung bình 8 – 10%/ năm. Ngoài ra, chúng tôi đánh giá hiệu quả tài chính tại các dự án BOT của HHV sẽ được cải thiện đáng kể trong giai đoạn tới, khi HHV lần lượt được giải ngân các khoản hỗ trợ từ ngân sách nhà nước (NSNN) và thanh toán bớt nợ vay tài chính.

Gia tăng tỷ lệ lợi ích tại các dự án PPP mới

Trong thời gian tới, HHV sẽ gia tăng mạnh tỷ lệ sở hữu tại các dự án BOT do Tập đoàn Đèo Cả là chủ đầu tư (cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo, Hữu Nghị - Chi Lăng và Đồng Đăng – Trà Lĩnh). Việc sở hữu thêm các hạ tầng BOT mới sẽ đóng góp động lực quan trọng đến mật bằng KQKD của HHV trong các năm tiếp theo.

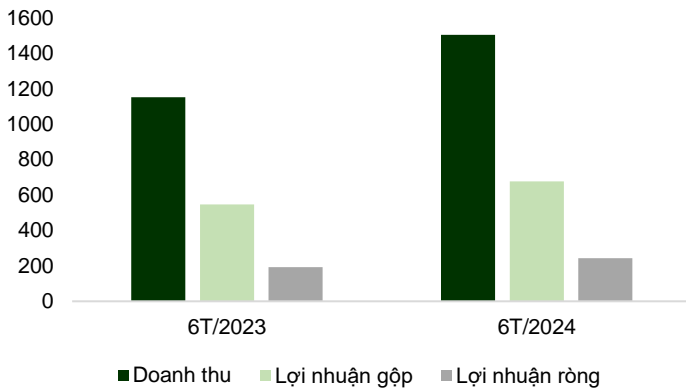
Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu	2.095	3.308	3.832	4.478
+/- yoy (%)	12,53%	23,19%	15,82%	16,86%
Lợi nhuận sau thuế	297	468	587	690
TS LN gộp (%)	48,23%	40,48%	42,64%	41,39%
TS LNST (%)	14,15%	13,88%	15,33%	15,41%
EPS - TTM (đồng)	982	929	1.183	1,317

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2024

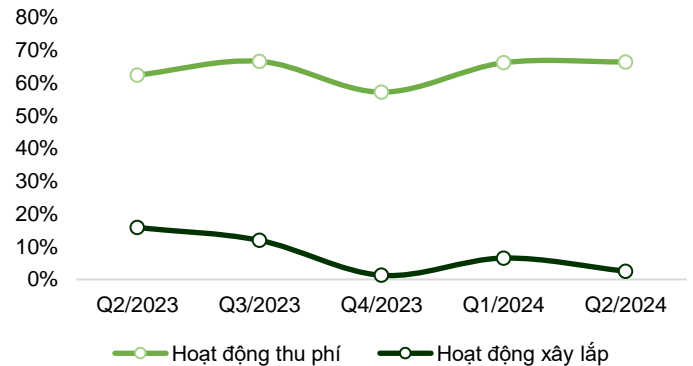
Tóm tắt biến động kinh doanh 2024

Đơn vị: Tỷ VND	2023	2024	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu thuần	2.685	3.308	23%	<p>Doanh thu ghi nhận năm 2024 hoàn thành 105% kế hoạch. Mức tăng trưởng doanh thu đến từ mảng BOT và xây lắp.</p> <p>Doanh thu mảng BOT đạt 1.914 tỷ đồng (+22% yoy), đóng góp 58% vào cơ cấu doanh thu thuần nhờ lưu lượng xe cải thiện, đặc biệt tại trạm Cù Mông (+15% yoy) và Bắc Giang – Lạng Sơn (+16% yoy).</p> <p>Mảng xây lắp ghi nhận sự cải thiện, tăng trưởng 10% yoy đóng góp chính từ dự án như cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn và đường ven biển nối cảng Liên Chiểu.</p>
Lợi nhuận gộp	1.080	1.344	24%	<p>Biên lợi nhuận gộp đạt 40%, tương đương với cùng kỳ nhờ sự cải thiện trong hiệu quả vận hành mảng BOT (đạt 65%, tăng nhẹ so với cùng kỳ đạt 61%).</p> <p>Biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp đạt 3,8% đi lùi do phần lớn doanh thu đến từ dự án Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, với hình thức chỉ định thầu, có hạng mục thi công hầm đơn giản hơn.</p>
Doanh thu từ HĐTC	26	48	84%	Lãi từ hợp đồng hợp tác kinh doanh đạt 39 tỷ đồng (+333% yoy), chiếm 81% doanh thu tài chính.
Chi phí tài chính	667	814	22%	Chi phí lãi vay đạt 796 tỷ đồng (+20% yoy) do dư nợ vay tài chính duy trì tại mức tương đối cao trong năm, trước khi nhận được khoản hỗ trợ từ ngân sách nhà nước vào quý 4.
LNST	364	473	30%	HHV ghi nhận mức lợi nhuận sau thuế hoàn thành 117% kế hoạch năm. Biên lợi nhuận đạt 14,3%, tăng nhẹ so với cùng kỳ (13,5%).

Hình 1: KQKD của HHV (đv: tỷ đồng)



Hình 2: Biên lợi nhuận gộp hoạt động thu phí và xây lắp của HHV



Nguồn: HHV, VCBS tổng hợp

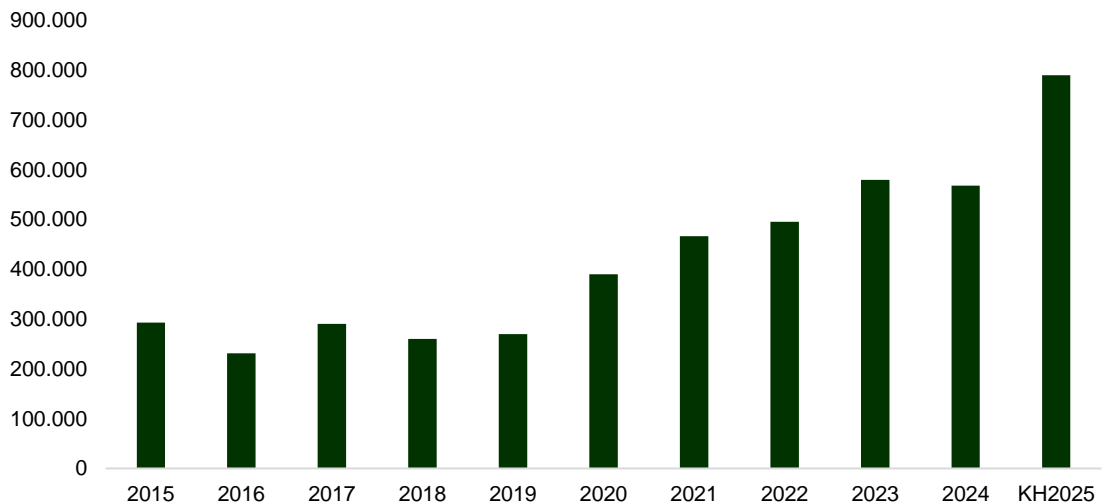
TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Hưởng lợi từ xu hướng tăng tốc giải ngân đầu tư công trong năm 2025

VCBS đánh giá quy mô vốn giải ngân đầu tư công và việc triển khai các dự án hạ tầng sẽ đặc biệt được đẩy mạnh trong năm 2025 xét đến:

- 2025 là năm cuối của kế hoạch đầu tư công trung hạn 2021 – 2025, do đó đặt ra áp lực giải ngân gay gắt cho các cơ quan quản lý để hoàn thành kế hoạch.
- Giải ngân đầu tư công là công cụ quan trọng để đạt mục tiêu tăng trưởng năm 2025 của Chính phủ trong bối cảnh: (1) Hỗ trợ bằng chính sách tiền tệ không còn nhiều dư địa, (2) Cầu tiêu dùng nội địa vẫn hạn chế.
- Thủ tục đầu tư và hoạt động triển khai thuận lợi hơn nhờ: (1) Ổn định bộ máy nhân sự tại các địa phương và cơ quan chuyên trách, (2) Những cập nhật từ Luật Đất đai và bảng giá đất mới thúc đẩy tiến độ giải phóng mặt bằng.

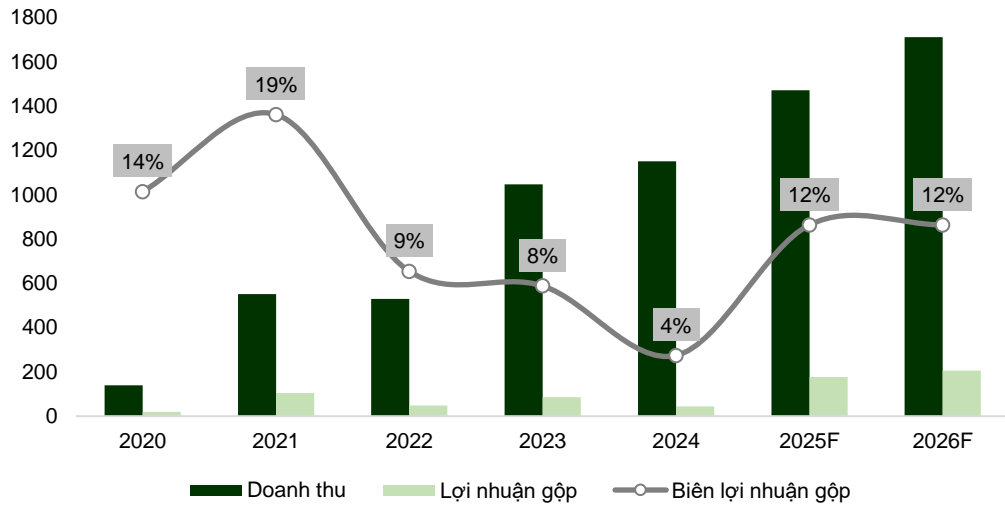
Hình 3: Giá trị giải ngân vốn NSNN (đv: tỷ đồng)



Nguồn: Bộ Tài Chính, VCBS tổng hợp

Với lợi thế là doanh nghiệp quan trọng của hệ thống Tập đoàn Đèo Cả (sở hữu thương hiệu tốt trong ngành, đặc biệt tại các công trình hầm và kết cấu phức tạp) và đang liên tục gia tăng sự hiện diện trong lĩnh vực xây lắp hạ tầng, chúng tôi đánh giá HHV sẽ hưởng lợi tốt từ xu hướng trên. Ngoài ra, các dự án cao tốc do Đèo Cả là chủ đầu tư PPP hoặc tổng thầu thi công (cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, Đồng Đăng – Trà Lĩnh, Hữu Nghị - Chi Lăng,...) sẽ tiếp tục đóng góp nguồn việc quan trọng cho HHV trong thời gian tới mà không cần chịu nhiều áp lực về cạnh tranh đấu thầu.

Hình 4: KQKD mảng xây lắp của HHV (đv: tỷ đồng)



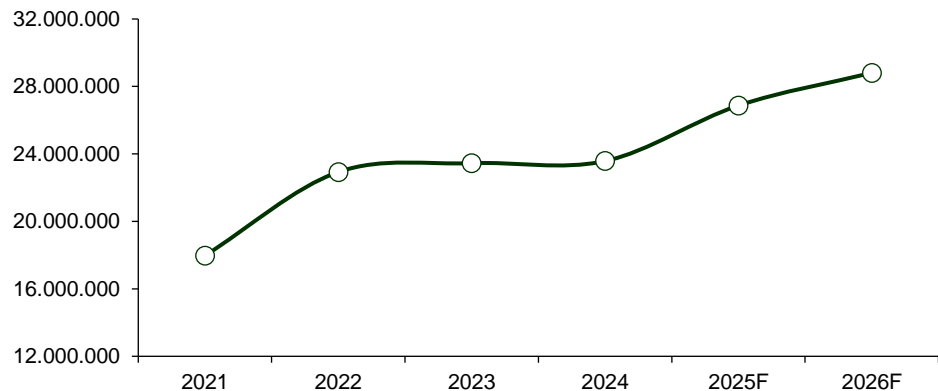
Nguồn: HHV, VCBS dự phóng

Cải thiện hiệu quả kinh doanh tại các dự án BOT

Trong giai đoạn 2025 - 2027, VCBS dự báo lưu lượng xe qua hệ thống trạm thu phí của HHV sẽ ghi nhận mức tăng trưởng trung bình 8 – 10%/ năm xét đến:

- Các dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam phía Đông giai đoạn 2 (được khởi công từ 2022 – 2023) dần hoàn thiện và đưa vào vận hành từ năm 2025, theo đó tạo ra 1 chuỗi đầu nối trực tiếp với phần lớn tuyến hạ tầng giao thông và trạm thu phí của HHV, tạo ra lợi thế lớn khi thu hút lưu lượng từ các tuyến đường truyền thống.
- Dự địa tăng trưởng lưu lượng tốt tại cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn nhờ: (1) Nền mặt bằng lưu lượng thấp, (2) Hưởng lợi từ việc hoàn thiện các cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng, Đồng Đăng – Trà Lĩnh (dự kiến năm 2026) và tạo thành tuyến đường đồng bộ đến khu vực kinh tế cửa khẩu.

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

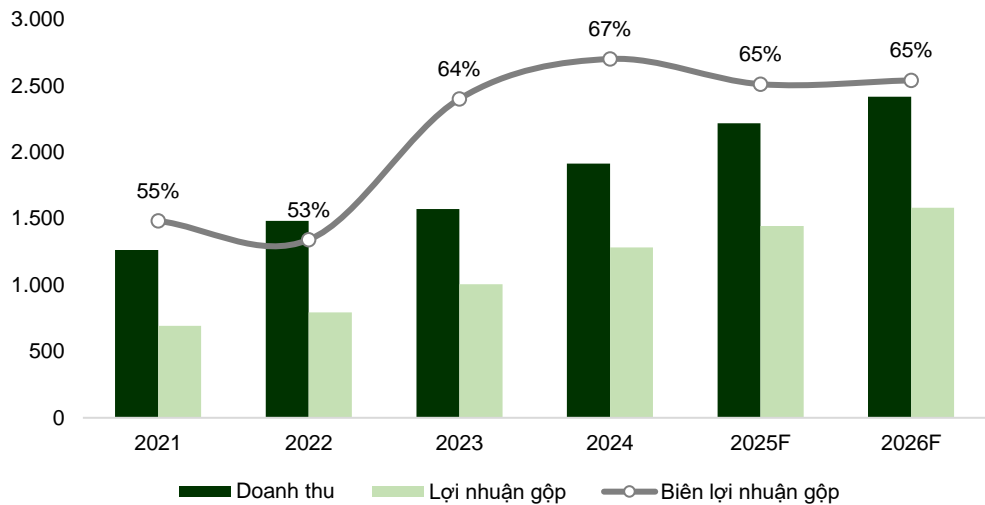


Nguồn: HHV, VCBS dự phóng

Ngoài ra, chúng tôi đánh giá hiệu quả tài chính tại các dự án BOT của HHV sẽ được cải thiện đáng kể trong giai đoạn tới, khi HHV lần lượt được giải ngân các khoản hỗ trợ từ ngân sách nhà nước (NSNN) và thanh toán bớt nợ vay tài chính. Cụ thể:

- Trong Q4.2024, doanh nghiệp đã chính thức nhận khoản hỗ trợ 1.180 tỷ đồng liên quan đến dự án hầm đường bộ qua Đèo Cả (đây là phần vốn góp NSNN tại dự án nhưng chưa được giải ngân trong các năm qua).
- Trong vài năm tới, HHV kỳ vọng tiếp tục ghi nhận các khoản hỗ trợ từ NSNN: (1) Khoản 2.280 tỷ đồng hỗ trợ cho việc sụt giảm doanh thu tại trạm Bắc Hải Vân do không thực hiện thu phí tại trạm La Sơn – Túy Loan như phương án ban đầu, (2) Khoản 4.600 tỷ đồng hỗ trợ cho việc sụt giảm doanh thu từ dự án Bắc Giang – Lạng Sơn do chưa thông tuyến đến cửa khẩu Hữu Nghị.

Hình 6: KQKD mảng thu phí BOT của HHV (đv: tỷ đồng)

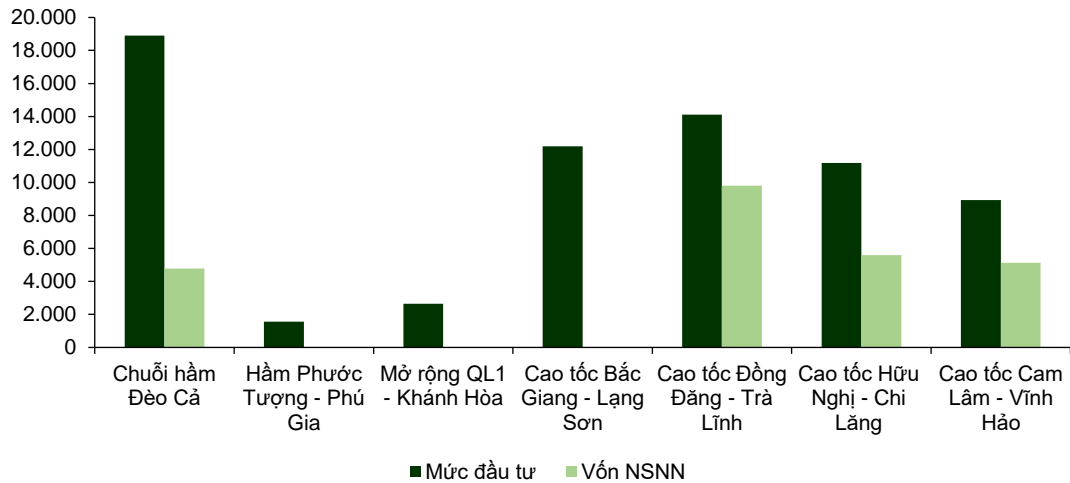


Nguồn: HHV, VCBS dự phóng

Gia tăng tỷ lệ lợi ích tại các dự án PPP mới

Trong thời gian tới, HHV sẽ gia tăng mạnh tỷ lệ sở hữu tại các dự án BOT do Tập đoàn Đèo Cả là chủ đầu tư (cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo, Hữu Nghị - Chi Lăng và Đồng Đăng – Trà Lĩnh). Trong đó, công ty sẽ nhận chuyển nhượng thêm 25% cổ phần tại cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh và 38% cổ phần tại cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo ngay trong năm 2025.

Chúng tôi đánh giá điều này khá phù hợp với định hướng phát triển của Tập đoàn khi Đèo Cả sẽ tập trung hoạt động xây lắp, phát triển dự án mới và dần đẩy cổ phần pháp nhân dự án và hoạt động vận hành, khai thác cho HHV sau khi dự án hoàn thành. Việc sở hữu thêm các hạ tầng BOT mới sẽ đóng góp động lực quan trọng đến mặt bằng KQKD của HHV trong các năm tiếp theo.

Hình 7: Mức đầu tư và phần vốn NSNN tham gia tại các dự án BOT (đv: tỷ đồng)


Nguồn: HHV

VCBS cho rằng việc tiếp nhận thêm các hạ tầng BOT sẽ không đặt nhiều áp lực đến hiệu quả kinh doanh của HHV. So với các dự án Chuỗi hầm Đèo Cả và CT Bắc Giang – Lạng Sơn, hiệu quả đầu tư và tính khả thi của việc đảm bảo phương án tài chính (PATC) sẽ được nâng lên đáng kể tại các dự án PPP mới 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, 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, 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.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận thuần của HHV năm 2025 đạt lần lượt **3.832 tỷ đồng (+15,8% yoy)** và **511 tỷ đồng (+27,37% yoy)**, tương ứng với EPS là **1.183 đồng/ cổ phiếu**.

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

Định giá từng phần

Mảng kinh doanh	Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)
BOT và lợi ích hợp tác BCC	5.346
Xây dựng, vật liệu & Khác	1.557
Giá trị VCSH ròng hợp lý	6.903
Số cổ phiếu (triệu)	432
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	15.980

**Định giá
tương đối**

	P/B
BOT	1,19
VCG	1,42
C4G	0,83
LCG	0,80
DPG	1,94
Trung vị	1,19
Giá trị sổ sách/ cổ phiếu (VND)	12.685
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	15.095

**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 **15.537 đồng/ cổ phiếu**.

	Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)
Phương pháp định giá từng phần	15.980
Phương pháp định giá tương đối	15.095
Kết hợp 2 phương pháp	15.537

ĐÁNH GIÁ

HHV được kỳ vọng duy trì mức tăng trưởng cao trong năm 2025-2026 nhờ: (1) Hưởng lợi từ xu hướng tăng tốc giải ngân đầu tư công trong năm 2025, (2) Cải thiện hiệu quả kinh doanh tại các dự án BOT, (3) Gia tăng tỷ lệ lợi ích tại các dự án PPP mới.

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận thuần của HHV trong năm 2025 đạt lần lượt là **3.832 tỷ đồng (+15,8% yoy)** và **511 tỷ đồng (+27,37% yoy)**, tương ứng với EPS là **1.183 đồng/ cổ phiếu**. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu HHV (theo [Báo cáo Cập nhật ngày 23.09.2024](#)) với mức định giá hợp lý là **15.537 đồng/ 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

Phạm Văn Trang

Chuyên viên Phân tích

pvtrang@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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

Bloomberg: VCBS <GO>