

## 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**

Tiềm năng tăng giá

28%

### Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Xây lắp
Thị giá (23/09/2024)	12.100
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](mailto:pvtrang@vcbs.com.vn) - 024 3936 6990 ext 7184

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

Bloomberg: VCBS <GO>

## DUY TRÌ ĐÀ TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC

HHV được kỳ vọng duy trì mức tăng trưởng cao trong năm 2024-2025 nhờ: (1) Sở hữu 3 trạm thu phí được chấp thuận tăng giá vé, (2) Lưu lượng xe qua trạm cải thiện nhờ hoàn thiện cơ bản các dự án hạ tầng đường bộ, (3) Các gói thầu hạ tầng giao thông lớn bước vào giai đoạn thi công hạng mục chính.

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận thuần của HHV trong năm 2024 đạt lần lượt là **3.249 tỷ đồng (+21% yoy)** và **428 tỷ đồng (+32% yoy)**, tương ứng với EPS là **991 đồng/ cổ phiếu**. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu HHV với mức định giá hợp lý là **15.537 đồng/ cổ phiếu**.

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

#### Hoạt động thu phí BOT duy trì triển vọng tích cực

KQKD năm 2024 mảng thu phí BOT của HHV được hỗ trợ tích cực nhờ điều chỉnh giá thu phí tại ba trạm: Đèo Cả, An Dân và Cù Mông. Về dài hạn, chúng tôi đánh giá mảng BOT sẽ tiếp tục đem lại dòng tiền bền vững cho doanh nghiệp, hưởng lợi từ xu hướng tăng trưởng lưu lượng giao thông.

#### Áp lực chi phí tài chính giảm nhẹ nhờ nhận được khoản hỗ trợ từ NSNN

VCBS kỳ vọng áp lực chi phí tài chính sẽ được giảm bớt trong giai đoạn tới nhờ: (1) Ghi nhận khoản hỗ trợ 1.180 tỷ đồng đối với dự án hầm đường bộ qua Đèo Cả trong nửa cuối năm 2024, (2) kỳ vọng tiếp tục ghi nhận khoản 2.280 tỷ đồng và 4.600 tỷ đồng hỗ trợ cho việc sụt giảm doanh thu tại trạm Bắc Hải Vân và dự án Bắc Giang – Lạng Sơn.

#### Mảng xây lắp đem lại nguồn việc ổn định

Chúng tôi kỳ vọng KQKD mảng xây lắp sẽ cải thiện tích cực trong giai đoạn 2025-2027 nhờ: (1) Các gói thầu quan trọng bắt đầu vào giai đoạn thi công hạng mục chính, (2) Biên lợi nhuận gộp cải thiện. Trong dài hạn, VCBS đánh giá mảng xây lắp của HHV còn nhiều dư địa tăng trưởng xét đến: (1) Gia tăng khả năng trúng thầu nhờ vào việc liên danh với tập đoàn Đèo Cả, (2) HHV thể hiện được năng lực chuyên môn trong lĩnh vực thi công các công trình hầm qua núi với địa hình phức tạp.

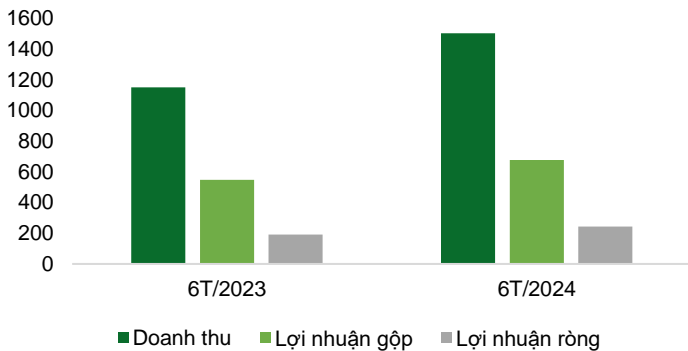
Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	2,095	2,686	3,249	3,628
+/- yoy (%)	12.53%	28.21%	20.98%	11.68%
Lợi nhuận sau thuế	297	364	533	596
TS LN gộp (%)	48%	40%	42%	44%
TS LNST (%)	14%	13%	16%	16%
EPS - TTM (đồng)	982	1.010	991	1.093

## CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 6T.2024

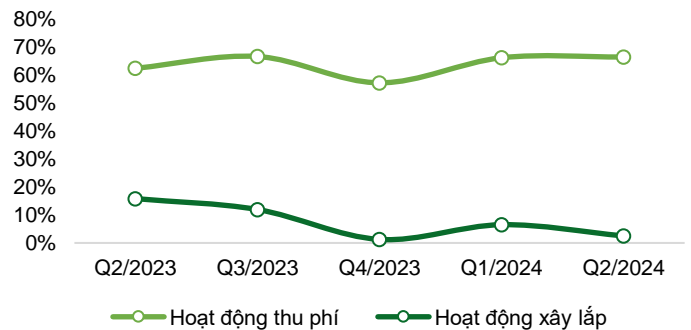
### Tóm tắt biến động kinh doanh 6T.2024

Đơn vị: Tỷ VND	6T.2023	6T.2024	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu thuần	1.152	1.504	31%	<p>Doanh thu thuần ghi nhận mức tăng trưởng cao nhờ:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Hoạt động thu phí tăng trưởng 21% nhờ giá vé tại các trạm thu phí Đèo Cả, An Dân và Cù Mông được phê duyệt tăng giá vào cuối năm 2023.</li> <li>Mảng xây lắp ghi nhận mức tăng trưởng 52% nhờ lượng backlog tương đối lớn đóng góp từ các tuyến Quảng Ngãi – Hoài Nhơn và các dự án thành phần cao tốc Bắc-Nam phía Đông (giai đoạn 2).</li> </ul>
Lợi nhuận gộp	547	677	24%	<p>Biên lợi nhuận gộp hoạt động xây lắp giảm mạnh do phần lớn doanh thu cùng kỳ năm 2023 đến từ dự án Cam Lâm – Vĩnh Hảo (thực hiện theo hình thức PPP) với các hạng mục hầm tương đối phức tạp và có biên lợi nhuận cao. Đối với năm 2024, 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	17	18	6%	
Chi phí tài chính	399	411	3%	<p>Thu nhập ròng từ hoạt động tài chính ổn định do số dư nợ vay không biến động nhiều so với cùng kỳ (các khoản vay dài hạn phục vụ cho các dự án BOT chiếm tỷ trọng chính).</p>
Lợi nhuận từ HĐKD	224	283	26%	
LNST	192	244	27%	

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**
**Hoạt động thu phí BOT duy trì triển vọng tích cực**

Trong năm 2024, KQKD mảng thu phí BOT của HHV được hỗ trợ tích cực nhờ điều chỉnh giá thu phí tại các trạm (hiệu lực từ cuối năm 2023). Cụ thể, HHV sở hữu 3 trạm thuộc hầm đường bộ Đèo Cả bao gồm: Đèo Cả, An Dân và Cù Mông được chấp thuận tăng giá vé vào cuối năm 2023 với mức tăng trung bình 18%.

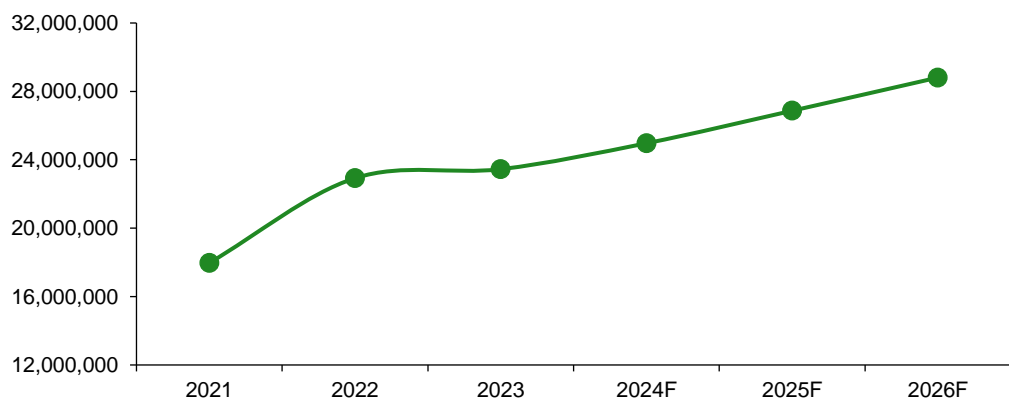
**Bảng : Giá vé tại các trạm được chấp thuận tăng giá của HHV**

	Trạm Đèo Cả	% Tăng trưởng	Trạm An Dân	% Tăng trưởng	Trạm Cù Mông	% Tăng trưởng
Xe nhóm 1	110.000	22%	41.000	17%	70.000	17%
Xe nhóm 2	160.000	23%	59.000	18%	82.000	17%
Xe nhóm 3	200.000	18%	87.000	16%	141.000	18%
Xe nhóm 4	210.000	17%	140.000	17%	165.000	18%
Xe nhóm 5	280.000	17%	200.000	11%	259.000	18%

*Nguồn: HHV, VCBS tổng hợp*

Về dài hạn, chúng tôi đánh giá mảng BOT sẽ tiếp tục đem lại dòng tiền bền vững cho doanh nghiệp, hưởng lợi từ xu hướng tăng trưởng lưu lượng giao thông:

- Lượt xe qua trạm cải thiện tại dự án Bắc Giang – Lạng Sơn sau khi khai thông toàn tuyến nhờ hoàn thiện hai dự án cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng và Đồng Đăng – Trà Lĩnh (dự kiến vào năm 2026).
- Đối với trạm Bắc Hải Vân, trong trường hợp phương án cấp vốn hỗ trợ trực tiếp 2.280 tỷ đồng không được thông qua, phương án thực hiện thu phí trạm La Sơn - Túy Loan sẽ được áp dụng, nhờ đó giảm thiểu tình trạng phân lưu và cải thiện lưu lượng xe tại trạm Bắc Hải Vân.
- Phần lớn các dự án giao thông được doanh nghiệp đầu tư đón đầu xu hướng phát triển hạ tầng trong tương lai, đầu nối trực tiếp với chuỗi Cao tốc Bắc – Nam phía Đông. Do đó, các trạm thu phí của HHV sẽ hưởng lợi lớn khi các dự án thành phần Cao tốc Bắc – Nam phía Đông giai đoạn 2 dần hoàn thiện (trong chu kỳ đầu tư công trung hạn 2021 – 2025).

**Tổng lưu lượng qua các trạm thu phí của HHV**


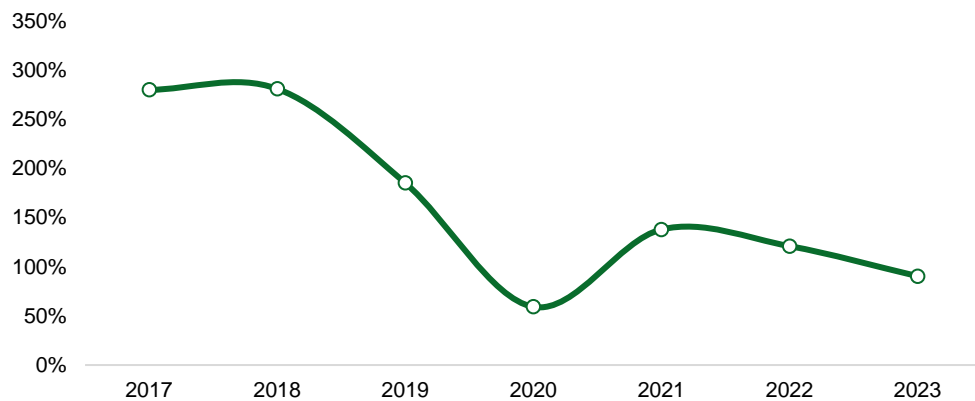
*Nguồn: HHV, VCBS*

**Áp lực chi phí tài chính giảm nhẹ nhờ nhận được khoản hỗ trợ từ NSNN**

Tính đến 30/6/2024, tổng nợ vay của doanh nghiệp đạt 19.970 tỷ đồng, trong đó khoản vay đảm bảo bằng quyền thu phí dự án BOT chiếm 95%. Quy mô vay nợ lớn đã tạo áp lực không nhỏ cho dòng tiền doanh nghiệp, đặc biệt khi một số dự án có lưu lượng xe thấp hơn phương án tài chính ban đầu. Tuy vậy, VCBS kỳ vọng áp lực chi phí tài chính sẽ được giảm bớt trong giai đoạn tới nhờ:

- **Ghi nhận khoản hỗ trợ 1.180 tỷ đồng đối với dự án hầm đường bộ qua Đèo Cả trong nửa cuối năm 2024:** Thời điểm ban đầu, phần vốn góp dự kiến của NSNN tại dự án trên là 5.048 tỷ đồng (đóng góp 23% tổng mức đầu tư). Tuy nhiên do phân bổ lại vốn từ Quốc hội, 1.180 tỷ đồng đến nay vẫn chưa được giải ngân, dẫn tới việc HHV phải đi vay để bù cho dự án. Sau khi đã được bố trí vốn ngân sách trung ương trong kế hoạch trung hạn giai đoạn 2021 – 2025, chúng tôi kỳ vọng HHV sẽ ghi nhận dần toàn bộ khoản hỗ trợ này vào 2 quý cuối năm 2024. Khoản hỗ trợ sẽ được HHV ưu tiên sử dụng để thanh toán nợ vay gốc.
- **Trong trung hạn, 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. Chúng tôi đánh giá việc HHV nhận được hai khoản trợ cấp này là hoàn toàn khả thi, do đã được sự ủng hộ của cấp có thẩm quyền là UBND tỉnh. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá sẽ cần một khoản thời gian để các kiến nghị được thông qua, tương tự như trường hợp khoản hỗ trợ 1.180 tỷ đồng.

**EBIT/ Chi phí lãi vay đã trả của HHV**



*Nguồn: HHV, VCBS tổng hợp*

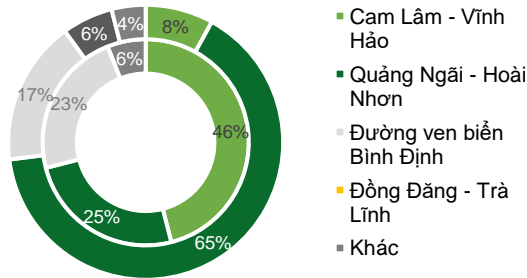
**Mảng xây lắp đem lại nguồn việc ổn định**

Ước tính giá trị backlog năm 2025 của HHV đạt khoảng 3.000 tỷ đồng, với đóng góp chính đến từ các dự án: cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng, cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh và cao tốc Tân Phú – Bảo Lộc (dự kiến khởi công cuối năm 2024). Chúng tôi kỳ vọng KQKD mảng xây lắp sẽ cải thiện tích cực trong giai đoạn 2025-2027 nhờ:

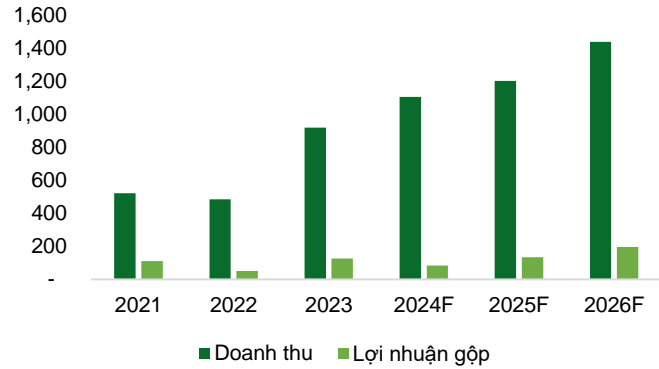
- Các gói thầu quan trọng bắt đầu vào giai đoạn thi công hạng mục chính. Đặc biệt, dự án Quảng Ngãi – Hoài Nhơn đang thu được kết quả rất tốt về tiến độ thi công, dự kiến bắt đầu hoàn tất xây dựng cơ bản các công trình hầm và mặt đường trong năm 2025.
- Biên lợi nhuận gộp cải thiện khi (1) Các dự án trọng điểm Hữu Nghị - Chi Lăng, Đồng Đăng – Trà Lĩnh, Tân Phú – Bảo Lộc đều thực hiện qua hình thức PPP (thường có biên lợi nhuận xây lắp cao hơn các dự án theo hình thức chỉ định thầu) với tỷ lệ vốn ngân sách tăng lên nhiều so với các dự án cũ, (2) Các cơ quan quản lý đã có nhiều giải pháp điều chỉnh về định mức, đơn giá vật liệu để sát hơn với thực tế. Ước

tính biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp sẽ quay về mức 10% vào năm 2025 và 12% trong giai đoạn năm 2026 – 2027.

**Cơ cấu doanh thu xây lắp theo từng dự án 2023-2024**



**KQKD mảng xây lắp HHV**



Nguồn: VCBS tổng hợp

Quy hoạch mạng lưới đường bộ giai đoạn 2021-2030 đã đề ra mục tiêu hoàn thành 3.000 km đường bộ cao tốc vào cuối năm 2025 và hoàn thành thêm 2.000 km vào cuối năm 2030, nhằm hình thành mạng cao tốc kết nối liên vùng. Là một doanh nghiệp đã góp mặt trong nhiều dự án đầu tư công trọng điểm quốc gia, VCBS đánh giá mảng xây lắp của HHV trong dài hạn còn nhiều dư địa tăng trưởng xét đến:

- Gia tăng khả năng trúng thầu nhờ vào việc liên danh với tập đoàn Đèo Cả - đơn vị đứng đầu trong lĩnh vực thi công hầm đường bộ ở Việt Nam.
- HHV thể hiện được năng lực chuyên môn trong lĩnh vực thi công các công trình hầm qua núi với địa hình phức tạp, đặc biệt tại các công trình hầm qua núi cấp đặc biệt như hầm Hải Vân và Đèo Cả. Đồng thời, doanh nghiệp đã đảm bảo uy tín qua tiến độ thi công và chất lượng công trình.

## DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận thuần của HHV năm 2024 đạt lần lượt **3.249 tỷ đồng (+21% yoy)** và **428 tỷ đồng (+32% yoy)**, tương ứng với EPS là **991 đồng/cổ phiếu**. Đối với năm 2025, doanh thu và lợi nhuận ròng dự kiến đạt lần lượt là **3.628 tỷ đồng (+12% yoy)** và **472 tỷ đồng (+10% yoy)**, tương ứng với EPS là **1.094 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
<b>Giá trị VCSH ròng hợp lý</b>	<b>6.903</b>
Số cổ phiếu (triệu)	432
<b>Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)</b>	<b>15.980</b>

**Định giá  
tương đối**

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

**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
<b>Kết hợp 2 phương pháp</b>	<b>15.537</b>

**ĐÁNH GIÁ**

HHV được kỳ vọng duy trì mức tăng trưởng cao trong năm 2024-2025 nhờ: (1) Sở hữu 3 trạm thu phí được chấp thuận tăng giá vé, (2) Lưu lượng xe cải thiện nhờ hoàn thiện cơ bản các dự án hạ tầng đường bộ, (3) Các gói thầu hạ tầng giao thông lớn bước vào giai đoạn thi công hạng mục chính.

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận thuần của HHV trong năm 2024 đạt lần lượt là **3.249 tỷ đồng (+21% yoy)** và **428 tỷ đồng (+32% yoy)**, tương ứng với EPS là **991 đồng/ cổ phiếu**. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu HHV 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
<b>MUA</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
<b>BÁN</b>	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](mailto:tmhoang@vcbs.com.vn)

### Phạm Hồng Quân, CFA

Chuyên viên Phân tích cao cấp

[phquan@vcbs.com.vn](mailto:phquan@vcbs.com.vn)

### Phạm Văn Trang

Chuyên viên Phân tích

[pvtrang@vcbs.com.vn](mailto:pvtrang@vcbs.com.vn)

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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

Bloomberg: VCBS <GO>