

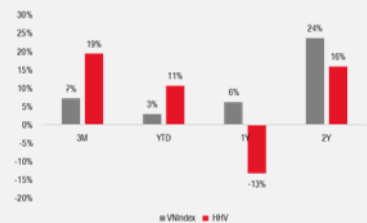
CTCP Đầu tư Hạ tầng giao thông Đèo Cả (HHV: HOSE)

Ngày báo cáo: 25/02/2025
Ngành: XÂY DỰNG
CVPT: Bạch Chấn Mẫn
Email: manbc@ssi.com.vn
SĐT: +84-28 3824 2897 ext. 6738

Khuyến nghị: **KHẢ QUAN**
Giá mục tiêu 1Y: **15.100 Đồng**
Giá CP ngày 25/02/2024: 13.050 Đồng
% Tăng giá: **+15,7%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 220
Giá trị vốn hoá (tỷ đồng): 5.576
Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 432
KLGD trung bình 3 tháng (cp): 5.923.101
Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ): 15/10
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 72,6
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 6,9
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 0

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV) được thành lập năm 1974, tiền thân là cơ sở sản xuất cơ khí sửa chữa ô tô trong chiến tranh Việt Nam. Hiện nay, công ty có 3 ngành nghề kinh doanh bao gồm đầu tư hạ tầng giao thông, xây dựng và vận hành dự án BOT.

HHV là một trong những nhà đầu tư BOT hàng đầu tại Việt Nam với danh mục đầu tư bao gồm 03 dự án trải dài khắp cả nước. HHV có kinh nghiệm thi công hầm và đường với các dự án tiêu biểu như Hầm Đèo Cả, Hầm Hải Vân, cao tốc Trung Lương – Mỹ Thuận, v.v.

Cuộc họp Chuyên viên phân tích

Tăng trưởng ổn định trong năm 2025

- Tăng trưởng năm 2025 có khả năng sẽ quay về mức tăng trưởng tự nhiên và không ghi nhận đột biến về lợi nhuận.
- Trong giai đoạn 2025-2026, HHV dự kiến phát hành khoảng 1 nghìn tỷ đồng vốn điều lệ để tài trợ các dự án hạ tầng BOT mới, trong khi các dự án BOT đang trong quá trình nghiên cứu cũng sẽ cần huy động vốn đáng kể.
- Với việc doanh nghiệp đang hoạt động khá ổn định và Chính phủ đẩy mạnh kế hoạch giải ngân đầu tư công, chúng tôi cho rằng cổ phiếu HHV phù hợp để giải ngân theo chủ đề đầu tư này.

HHV có thể mạnh trong lĩnh vực đầu tư vào dự án BOT và xây dựng hạ tầng. Trong những năm gần đây, công ty đã mở rộng hoạt động kinh doanh sang dịch vụ vận hành và quản lý cho các dự án hạ tầng. Là một doanh nghiệp tư nhân đầu tư BOT, HHV nắm giữ phần lớn cổ phần tại 3 dự án hạ tầng hiện đang hoạt động, bao gồm: đường cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn, hầm đường bộ Phước Tượng và Phú Gia, và hệ thống hầm Đèo Cả. Ngoài ra, công ty còn đầu tư vào đường cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hào và Quốc Lộ 1 đi qua tỉnh Khánh Hòa thông qua các công ty liên kết.

Trong Q4/2024, doanh thu của HHV lần đầu tiên đạt hơn 1 nghìn tỷ đồng, tăng 17% svck. Công ty ghi nhận tăng trưởng doanh thu hợp nhất 5 năm đạt 23% và tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 28,8%, do mảng xây dựng hạ tầng cải thiện và BOT Bắc Giang – Lạng Sơn đi vào hoạt động từ cuối 2019. Trong năm 2024, lợi nhuận ròng hợp nhất của HHV tăng gần 30% svck lên 473 tỷ đồng.

- Mảng thu phí cầu đường** đóng góp 57% doanh thu, tăng 21% svck, chủ yếu nhờ việc tăng phí từ đầu năm 2024. Tăng trưởng lưu lượng giao thông dần chậm lại, đạt 11% svck do đã đạt mức lưu lượng trước Covid.
- Mảng xây dựng** tăng 10% svck, chiếm 34% doanh thu, đạt 90% kế hoạch do các vấn đề địa chất ảnh hưởng đến tiến độ dự án xây dựng đường ven biển Bình Định (theo chia sẻ từ công ty).

Tỷ đồng	4Q24	4Q23	YoY	3Q24	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							4Q24	4Q23	3Q24	2024
Doanh thu thuần	1.010	861	17,3%	795	27,1%	106%				
Lợi nhuận gộp	332	233	42,8%	330	0,7%		32,9%	27,0%	41,5%	40,6%
Lợi nhuận hoạt động	326	204	59,8%	343	-4,9%		32,3%	23,7%	43,1%	39,5%
EBIT	327	230	42,6%	341	-4,1%		32,4%	26,7%	43,0%	40,9%
EBITDA	327	540	-39,4%	341	-4,1%		32,4%	62,7%	43,0%	40,9%
Lợi nhuận trước thuế	133	67	99,1%	142	-6,5%		13,2%	7,8%	17,9%	16,9%
Lợi nhuận ròng	106	53	101,3%	124	-14,5%	122%	10,5%	6,1%	15,6%	14,3%
Lợi nhuận ròng thuộc cổ đông công ty mẹ	95	51	85,6%	104	-8,2%		9,5%	6,0%	13,1%	12,2%

Nguồn: HHV, SSI Research

Triển vọng

Tăng trưởng năm 2025 dự kiến sẽ quay về mức tăng trưởng tự nhiên, khi không bị ảnh hưởng bởi các yếu tố đột biến nào khác. HHV kỳ vọng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế (LNST) sẽ đạt lần lượt 3,6 nghìn tỷ đồng (+8,9% svck) và 501 tỷ đồng (+6% svck). Chi tiết từng mảng hoạt động như sau:

- Doanh thu thu phí cầu đường:** HHV không có kế hoạch điều chỉnh phí cầu đường trong năm 2025, do đó tăng trưởng mảng BOT dự kiến ổn định theo tăng trưởng lưu lượng. HHV lưu ý rằng Bộ Giao thông Vận tải đang làm việc để điều chỉnh tăng biểu mức phí sử dụng đường bộ cao tốc, điều này sẽ có lợi cho BOT Phước Tượng – Phú Gia – vốn đã đạt mức này, nếu được phê duyệt với mức tăng ước tính khoảng 21% trong mỗi 3 năm.

Đối với các dự án hạ tầng BOT hiện nay có lưu lượng dưới mục tiêu ban đầu, như đường cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn và hầm Phước Tượng – Phú Gia, HHV dự kiến sẽ được hoàn trả khoảng 6,4 nghìn tỷ đồng từ ngân sách nhà nước. Khoản tiền này sẽ được ghi giảm vốn điều lệ thay vì ghi nhận vào lợi nhuận khác trên báo cáo tài chính, nhưng sẽ góp phần giảm đáng kể gánh nặng dòng tiền của các công ty BOT.

Khoản đầu tư mới vào đường cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh, và dự án cao tốc TP.HCM – Chơn Thành có vốn đầu tư lần lượt là 14 nghìn tỷ đồng, 11 nghìn tỷ đồng và 8,8 nghìn tỷ đồng (đã bao gồm vốn ngân sách nhà nước, nếu có). Chúng tôi kỳ vọng các dự án này có thể bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận từ cuối năm 2026 hoặc đầu năm 2027. Trong khi sở hữu tư nhân của các dự án cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh và Hữu Nghị - Chi Lăng dưới 50%, dự án cao tốc TP.HCM – Chơn Thành (Đồng Nai) sẽ không có vốn nhà nước. HHV dự kiến sẽ đầu tư vào các dự án này với tỷ lệ dưới 50% phần vốn tư nhân, cùng với các nhà đầu tư khác.

Các khoản đầu tư đang trong thời gian nghiên cứu bao gồm đường cao tốc Tân Phú – Bảo Lộc và đường cao tốc TP.HCM – Trung Lương – Mỹ Thuận giai đoạn II. HHV đang nghiên cứu tính khả thi của dự án Tân Phú – Bảo Lộc và dự kiến sẽ bắt đầu đầu thầu vào cuối năm 2025. Nếu thành công, các dự án này sẽ cần nguồn vốn đầu tư đáng kể trong 3 – 5 năm tới.

- Doanh thu mảng xây dựng:** Trong năm 2024, lượng backlog của HHV đạt khoảng 2 nghìn tỷ đồng, và được kỳ vọng sẽ tăng lên 3 nghìn tỷ đồng ở tháng 3/2025, khi HHV ký hợp đồng xây dựng cho dự án đường cao tốc TP.HCM – Chơn Thành

Theo đó, doanh thu năm 2025 dự kiến đạt 1,4 nghìn tỷ đồng. Các dự án chính trong năm 2025 bao gồm: Dự án đường cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, chiếm 50% lượng backlog; đường cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh, chiếm 34% lượng backlog; và phần còn lại đến từ đường cao tốc TP.HCM – Chơn Thành.

Trong giai đoạn 2025-2026, HHV dự kiến tăng 1 nghìn tỷ đồng vốn điều lệ để tài trợ các khoản đầu tư mới, cụ thể là đường cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh và Hữu Nghị - Chi Lăng. Nguồn vốn này có thể được chia thành nhiều đợt phát hành, bao gồm phát hành riêng lẻ sẽ tác động pha loãng cổ phiếu tới cổ đông hiện hữu.

Tóm tắt ước tính năm 2025 của chúng tôi:

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	2.095	2.686	3.308	3.678
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>	<i>12,5%</i>	<i>28,2%</i>	<i>23,2%</i>	<i>11,2%</i>
Lợi nhuận gộp	1.017	1.080	1.344	1.422
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>48,5%</i>	<i>40,2%</i>	<i>40,6%</i>	<i>38,7%</i>
Thu nhập tài chính	5	26	48	97
Chi phí tài chính	-648	-667	-814	-883
SG&A	-73	-61	-72	-80
Thu nhập ròng khác	0	-2	-1	-1
Lợi nhuận trước thuế	354	425	558	612
Lợi nhuận ròng	297	364	473	519
<i>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</i>	<i>2,3%</i>	<i>22,5%</i>	<i>29,8%</i>	<i>9,7%</i>
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>14,2%</i>	<i>13,6%</i>	<i>14,3%</i>	<i>14,1%</i>
EPS (VND)	858	978	937	1.028

Nguồn: HHV, SSI Research

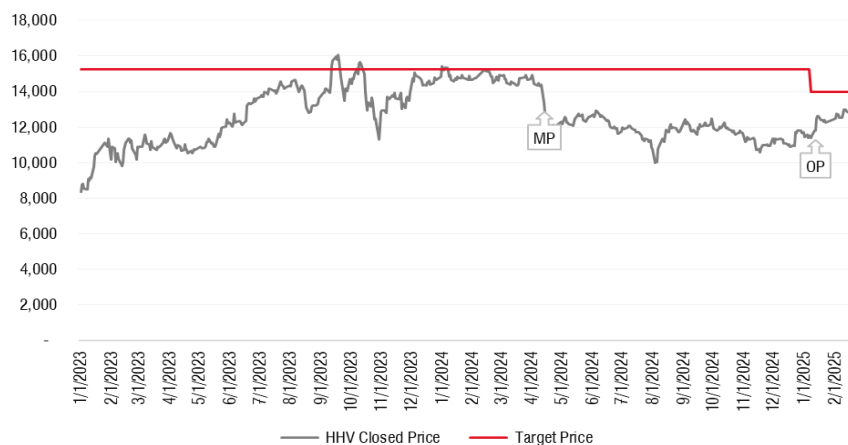
Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST năm 2025 lần lượt đạt 3,7 nghìn tỷ đồng (+11% svck) và 519 tỷ đồng (+9,7% svck). Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm dựa trên phương pháp DCF là **15.100 đồng/cp**, và duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu HHV.

Trong khi vận hành của công ty duy trì ổn định, được hỗ trợ bởi lượng backlog xây dựng mạnh mẽ và mục tiêu đẩy mạnh phát triển hạ tầng của Chính phủ, chúng tôi cho rằng cổ phiếu HHV phù hợp để giải ngân theo chủ đề đầu tư này.

Rủi ro: Giải ngân đầu tư công chậm lại và các rủi ro kỹ thuật có thể làm chậm tiến độ dự án.

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	382	296	310	1.711
+ Đầu tư ngắn hạn	73	77	5	5
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	457	690	981	940
+ Hàng tồn kho	161	77	70	109
+ Tài sản ngắn hạn khác	111	36	22	50
Tổng tài sản ngắn hạn	1.184	1.176	1.388	2.814
+ Các khoản phải thu dài hạn	558	405	844	554
+ GTCL Tài sản cố định	28.562	28.329	27.721	27.556
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	14	0	12	12
+ Đầu tư dài hạn	531	497	1.065	1.065
+ Tài sản dài hạn khác	4.805	6.373	7.774	8.946
Tổng tài sản dài hạn	34.469	35.604	37.416	38.133
Tổng tài sản	35.653	36.780	38.804	40.948
+ Nợ ngắn hạn	3.857	3.144	3.691	3.890
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	873	1.004	1.080	1.294
+ Nợ dài hạn	23.420	24.903	24.205	25.631
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	19.780	19.280	17.912	17.319
Tổng nợ phải trả	27.278	28.047	27.896	29.521
+ Vốn góp	3.078	3.294	4.323	4.323
+ Thặng dư vốn cổ phần	-1	-1	6	6
+ Lợi nhuận chưa phân phối	821	922	1.095	1.539
+ Quỹ khác	4.477	4.518	5.484	5.559
Vốn chủ sở hữu	8.376	8.733	10.908	11.427
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	35.653	36.780	38.804	40.948
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	365	393	-58	2,023
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-194	-209	-568	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-51	-776	-1,291	-380
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	120	-591	-1,918	1,643
Tiền đầu kỳ	262	382	296	-1,622
Tiền cuối kỳ	382	-209	-1,622	21
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	0,31	0,37	0,38	0,29
Hệ số thanh toán nhanh	0,24	0,34	0,35	0,25
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,12	0,12	0,09	0,01
Nợ ròng / EBITDA	16,00	14,40	14,28	9,80
Khả năng thanh toán lãi vay	1,55	1,64	1,70	1,69
Ngày phải thu	53,1	41,1	56,9	58,6
Ngày phải trả	376,6	250,2	186,3	198,4
Ngày tồn kho	33,7	27,1	13,7	14,4
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,23	0,24	0,28	0,28
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,77	0,76	0,72	0,72
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	3,26	3,21	2,56	2,58
Nợ/Vốn chủ sở hữu	2,47	2,32	1,74	1,63
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,10	0,11	0,10	0,11

Nguồn: HHV, SSI ước tính

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	2.095	2.686	3.308	3.678
Giá vốn hàng bán	-1.078	-1.605	-1.964	-2.256
Lợi nhuận gộp	1.017	1.080	1.344	1.422
Doanh thu hoạt động tài chính	5	26	48	97
Chi phí tài chính	-648	-667	-814	-883
Thu nhập từ các công ty liên kết	53	49	53	56
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-73	-61	-72	-80
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	354	427	559	613
Thu nhập khác	0	-2	-1	-1
Lợi nhuận trước thuế	354	425	558	612
Lợi nhuận ròng	297	364	473	519
Lợi nhuận chia cho cổ đông	264	322	405	444
Lợi ích của cổ đông thiểu số	33	42	68	75
Chỉ số tài chính				
EPS cơ bản (VND)	858	978	937	1.028
Giá trị sổ sách (VND)	12.687	12.823	12.572	13.600
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	0	0	0
EBIT	1.002	1.087	1.354	1.495
EBITDA	1.285	1.398	1.354	1.901
Tăng trưởng				
Doanh thu	12,5%	28,2%	23,2%	11,2%
EBITDA	12,2%	8,8%	-3,1%	40,4%
EBIT	13,3%	8,5%	24,6%	10,3%
Lợi nhuận ròng	2,3%	22,5%	29,8%	9,7%
Vốn chủ sở hữu	9,1%	4,3%	24,9%	4,8%
Vốn điều lệ	15,1%	7,0%	31,2%	0,0%
Tổng tài sản	5,0%	3,2%	5,5%	1,2%
Định giá				
P/E	11,0	15,8	12,5	11,4
P/B	0,7	1,2	0,9	0,9
Giá/Doanh thu	1,3	1,8	1,3	1,4
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	18,0	17,9	18,4	13,1
EV/Doanh thu	11,0	9,3	7,5	6,8
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	48,5%	40,2%	40,6%	38,7%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	47,6%	39,6%	39,5%	38,0%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	14,2%	13,6%	14,3%	14,1%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	3,5%	2,3%	2,2%	2,2%
ROE	3,7%	4,3%	4,8%	4,6%
ROA	0,9%	1,0%	1,3%	1,3%
ROIC	2,9%	3,2%	3,9%	4,2%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Chiến lược thị trường

Đào Minh Châu

Phó giám đốc Phân tích

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6732

Phân tích Ngành Xây dựng

Bạch Chân Mẫn

Chuyên viên Phân tích

manbc@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6738

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702