

KHUYẾN NGHỊ		MUA		CTCP Đầu tư Hạ tầng giao thông Đèo Cả (HSX: HHV)	
				Doanh nghiệp hàng đầu trong đầu tư dự án BOT	
Giá hiện tại:	14,150	Ngày viết báo cáo:	30/11/2023	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu:	17,600	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	411	CTCP Đầu tư Hải Thạch BOT	20.1%
Tỷ suất cổ tức		Vốn hóa (tỷ VND)	6,031	CTCP Đầu tư hạ tầng miền Bắc	2.5%
Tiềm năng tăng giá	24%	Thanh khoản bình quân (triệu CP)	10.3	Phạm Đình Thắng	3.2%
		Sở hữu nước ngoài	4.83%		

Bộ phận Research:

Vũ Xuân Trường
(Xây dựng, BDS KCN)
truongvx@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **HHV** với giá trị hợp lý cho năm 2024 là **17,600 VNĐ/CP (Upside 24% so với giá đóng cửa ngày 30/11/2023)**, dựa trên phương pháp định giá từng phần SOTP với P/E mục tiêu năm 2024 cho mảng xây lắp = 12x và DCF cho mảng thu phí BOT với tỷ lệ chiết khấu WACC = 10%.

HHV hiện đang được giao dịch ở mức P/E fwd 2024 = 13x, thấp hơn so với P/E trung bình 3 năm của HHV là 16.5x và thấp hơn so với P/E trung vị ngành xây dựng hạ tầng hiện tại là 36x.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- HHV là doanh nghiệp niêm yết hàng đầu trong đầu tư dự án BOT, tính trên quy mô tài sản và tổng mức đầu tư các dự án BOT.
- Khối lượng backlog có giá trị lớn, ước đạt 3,300 tỷ VNĐ, gấp khoảng 6 lần doanh thu xây lắp trung bình giai đoạn 2021-2022, sẽ đảm bảo tăng trưởng mảng xây lắp cho HHV giai đoạn 2023-2025.
- Triển vọng dài hạn đến từ việc đầu tư 2 dự án quy mô lớn theo hình thức PPP, với tổng mức đầu tư 25,302 tỷ VNĐ, vào cuối năm 2023 – đầu năm 2024.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2023, BSC dự báo HHV ghi nhận **Doanh thu thuần = 2,621 tỷ VNĐ (+25% yoy)**, **LNST-CĐTS = 365 tỷ VNĐ (+37% yoy)**, tương đương EPS fwd = 1,055 VNĐ/CP, P/E fwd = 13.4x, P/B fwd = 0.8x.

Sang năm 2024, BSC dự báo HHV ghi nhận **Doanh thu thuần = 3,161 tỷ VNĐ (+21% yoy)**, **LNST-CĐTS = 445 tỷ VNĐ (+22% yoy)**, tương đương EPS fwd = 1,081 VNĐ/CP, P/E fwd = 13.1x, P/B fwd = 0.7x.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết thúc Q3.2023, HHV ghi nhận **Doanh thu thuần đạt 674 tỷ VNĐ (+20% yoy)**, **LNST - CĐTS đạt 101 tỷ VNĐ (+38% yoy)**.

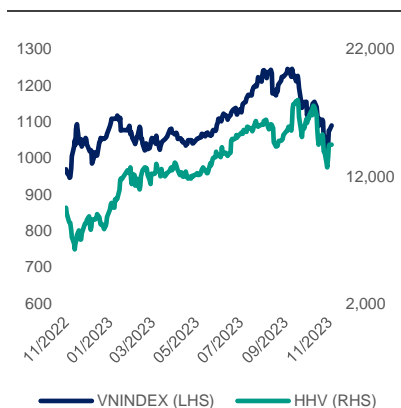
Lũy kế 9T.2023, HHV ghi nhận **Doanh thu thuần đạt 1,825 tỷ VNĐ (+23% yoy)**, **LNST = 309 tỷ VNĐ (+29% yoy)**, hoàn thành lần lượt **74% và 91% kế hoạch kinh doanh năm**. Trong đó:

- Doanh thu BOT = 1,183 tỷ VNĐ (+6% yoy) nhờ tổng lưu lượng xe qua các trạm thu phí tăng +6.4% yoy
- Doanh thu xây lắp = 599 tỷ VNĐ (+87% yoy) ghi nhận từ dự án cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo (49%), đường bao biển Bình Định (29%), cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn (14%) và các dự án khác (8%).

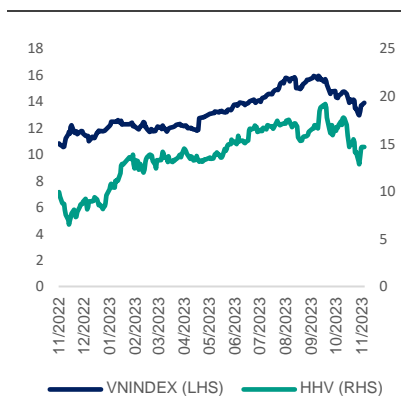
RỦI RO

(1) Rủi ro pha loãng khi phát hành thêm cổ phiếu để tăng vốn điều lệ, (2) Tiến độ triển khai các dự án xây dựng chậm hơn so với kỳ vọng, (3) Tỷ lệ nợ vay cao do đầu tư nhiều dự án BOT.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



Chỉ số	2022	2023F	2024F	VN-Index
PE (x)	9.6	13.4	13.1	13.7
PB (x)	0.6	0.8	0.7	1.6
PS (x)	1.4	2.2	1.8	1.6
ROE (%)	3.2%	4.2%	4.8%	11.8%
ROA (%)	0.7%	1.0%	1.2%	2.0%

KQKD	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	1,861	2,095	2,621	3,161
Lợi nhuận gộp	925	1,017	1,155	1,323
LNST-CĐTS	268	264	365	445
EPS	1,006	982	1,055	1,081
Tăng trưởng EPS	79%	-2%	7%	2%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 3.2023

Hình. Cập nhật KQKD Quý 3.2023

KQKD (tỷ VND)	Q3.2023	%yoy	9T.2022	9T.2023	% yoy	Cập nhật
Doanh thu	674	20%	1,478	1,825	23%	Kết thúc Q3.2023, HHV ghi nhận Doanh thu thuần đạt 674 tỷ VNĐ (+20% yoy) , LNST - CĐTĐTS đạt 101 tỷ VNĐ (+38% yoy) .
Thu phí BOT	391	2%	1,112	1,183	6%	
Xây lắp	271	74%	320	599	87%	
Giá vốn hàng bán	(375)	23%			37%	Lũy kế 9T.2023, HHV ghi nhận Doanh thu thuần đạt 1,825 tỷ VNĐ (+23% yoy) , LNST = 309 tỷ VNĐ (+29% yoy) , hoàn thành lần lượt 74% và 91% kế hoạch kinh doanh năm. Trong đó: - Doanh thu BOT = 1,183 tỷ VNĐ (+6% yoy) nhờ tổng lưu lượng xe qua các trạm thu phí tăng +6.4% yoy. Trong đó, dự án cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn có sự tăng trưởng rõ rệt nhất (trung bình các trạm +24% yoy), nhờ Trung Quốc mở cửa lại các cửa khẩu đường bộ. - Doanh thu xây lắp = 599 tỷ VNĐ (+87% yoy) ghi nhận từ dự án cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo (49%), đường bao biển Bình Định (29%), cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn (14%) và các dự án khác (8%).
Lợi nhuận gộp	299	16%	763	846	11%	
Thu phí BOT	261	8%	700	749	7%	
Xây lắp	32	495%	43	80	85%	
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	-	Doanh thu tài chính đạt 20 tỷ VNĐ (+275% yoy) nhờ (1) Lãi tiền gửi tăng +102% yoy và (2) Ghi nhận Lãi từ hợp đồng hợp tác kinh doanh đạt 9 tỷ VNĐ (cùng kỳ không ghi nhận doanh thu từ khoản mục này).
Chi phí QLDN	(15)	-15%	(55)	(44)	-20%	
LN từ CTLĐLK	14	3%	34	41	22%	
Doanh thu tài chính	3	40%	5	20	275%	Lợi nhuận từ công ty LDLK = 41 tỷ VNĐ (+22% yoy) chủ yếu đến từ BOT Đèo Cả Khánh Hòa.
Chi phí tài chính	(165)	-	(480)	(505)	5%	
Chi phí lãi vay	(165)	-	(480)	(500)	4%	
Lãi/Lỗ HĐKD	135	49%	267	359	34%	Biên lợi nhuận gộp = 46.4%, giảm -5.2 điểm % so với cùng kỳ , chủ yếu do Mảng xây lắp với biên lợi nhuận gộp thấp (13.4%), đóng góp nhiều hơn vào cơ cấu doanh thu của HHV.
Thu nhập khác, ròng	-	-	-	(2)	1,013%	
LNTT	135	49%	267	357	34%	
Thuế thu nhập DN	(18)	84%	(27)	(48)	75%	Tuy nhiên, Biên lợi nhuận ròng =14.7%, chỉ giảm nhẹ -0.3 điểm % so với cùng kỳ nhờ được bù đắp từ Doanh thu tài chính và Lợi nhuận từ LDLK tốt hơn.
LNST	117	45%	240	309	29%	
CĐTĐTS	(16)	111%	(27)	(41)	52%	
LNST-CĐTĐTS	101	38%	213	268	26%	
Biên lợi nhuận gộp	44.4%		51.6%	46.4%		
Thu phí BOT	66.6%		62.9%	63.3%		
Xây lắp	12.0%		13.5%	13.4%		
Biên lợi nhuận ròng	15.0%		14.4%	14.7%		

Nguồn: HHV, BSC Research tổng hợp

II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. HHV là doanh nghiệp niêm yết hàng đầu trong đầu tư dự án BOT, tính trên tổng tài sản và tổng mức đầu tư.

HHV đang sở hữu 4 dự án BOT bao gồm Hàm Đèo Cả, Hàm Phước Tượng - Phú Gia, Cao tốc Bắc Giang-Lạng Sơn và Dự án mở rộng QL1 đoạn qua tỉnh Khánh Hòa với **tổng mức đầu tư là 38,000 tỷ VNĐ, gấp 2 lần so với HUT và gấp 3 lần so với CII.**

Hình. Các dự án BOT của HHV

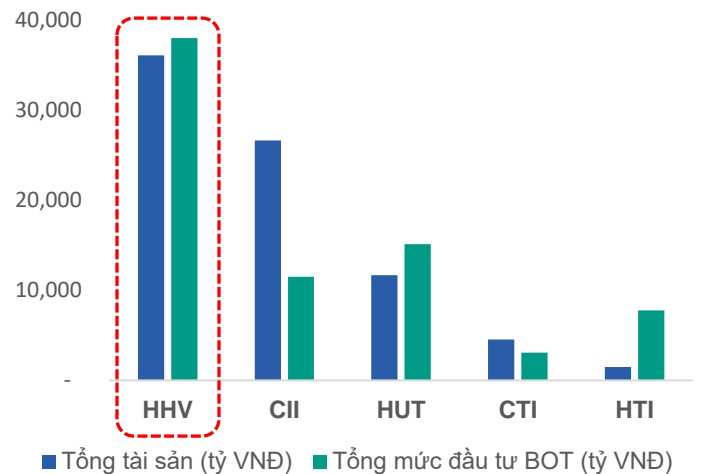
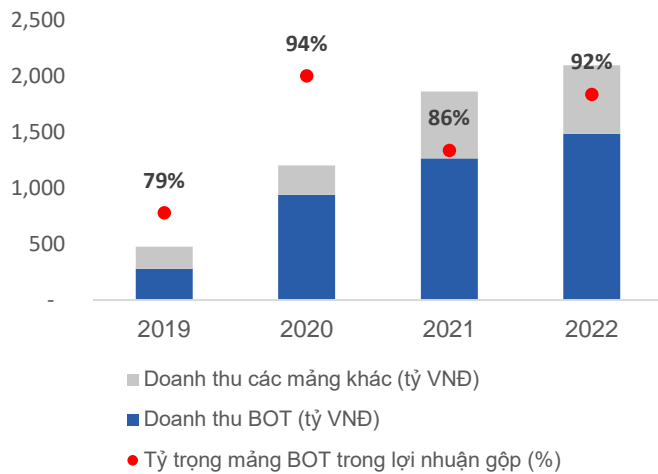
TT	Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Tổng mức đầu tư (tỷ VNĐ)	Thời gian thu phí	Tổng chiều dài (km)
1	Hàm Đèo Cả	72%	21,612	2018-2046	31.6
2	Hàm Phước Tượng – Phú Gia	99%	1,559	2016-2035	7.6
3	Cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn	68%	12,188	2020-2049	64
4	Dự án mở rộng QL1 qua tỉnh Khánh Hòa	47%	2,644	2016-2038	37

Nguồn: HHV, BSC Research tổng hợp

Nguồn thu từ mảng BOT mang lại dòng tiền ổn định cho HHV. Cụ thể, trong giai đoạn 2019-2022, mảng thu phí BOT đóng góp trung bình 70% cơ cấu doanh thu và 88% cơ cấu lợi nhuận gộp của công ty nhờ biên lợi gộp (64%) tốt hơn nhiều so với các mảng kinh doanh khác như: xây lắp (11%) hay duy tu, bảo dưỡng hầm đường bộ (38%).

Hình. Mảng thu phí BOT đóng góp trung bình lần lượt 70% và 88% trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp của HHV giai đoạn 2019-2022

Hình. Tổng mức đầu tư cho các dự án BOT đạt 38,000 tỷ VNĐ, gấp 2 lần so với HUT và gấp 3 lần so với CII



Nguồn: HHV, BSC Research tổng hợp

Các khoản hỗ trợ từ Chính phủ cho các dự án BOT chưa đạt phương án tài chính, sẽ bổ sung nguồn vốn cho HHV trong giai đoạn 2024 –2025 và giảm thiểu áp lực lãi vay cho doanh nghiệp.

Dự án	Biện pháp hỗ trợ
Dự án Đèo Cả	(1) Giải ngân nốt phần vốn nhà nước trị giá 1,180 tỷ VNĐ, trong tổng số 5,048 tỷ VNĐ cam kết tài trợ cho dự án. (2) Hỗ trợ mua lại trạm La Sơn – Túy Loan với giá trị 2,280 tỷ VNĐ do không thu được phí tại trạm này.
Dự án Cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn	Hỗ trợ 2,056 tỷ VNĐ hoặc gia hạn thêm thời gian thu phí do (i) không thu được phí tại trạm Km93+160 và (ii) cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng chưa kịp triển khai đúng tiến độ, làm ảnh hưởng đến lưu lượng xe lưu thông qua dự án này.

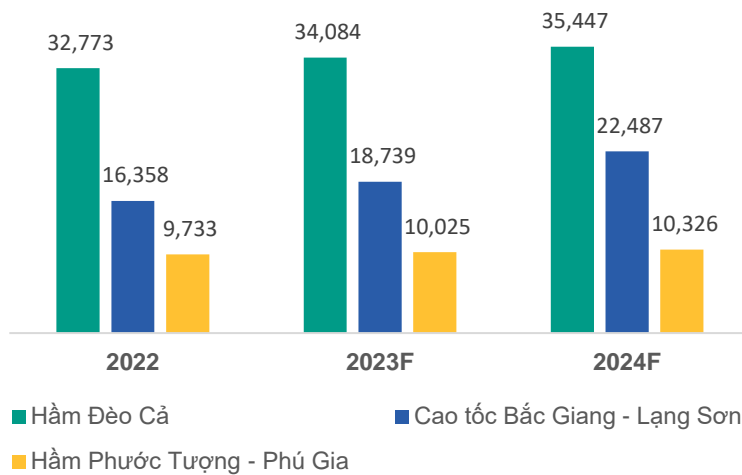
Nguồn: HHV, BSC Research tổng hợp

Ngoài ra, các doanh nghiệp tham gia dự án đầu tư theo hình thức PPP sẽ được đảm bảo tỷ suất hoàn vốn nội bộ ở mức 11-12% thông qua các biện pháp hỗ trợ của Chính phủ, bao gồm: **(1)** Gia hạn thời gian thu phí của dự án, **(2)** Mua lại một phần

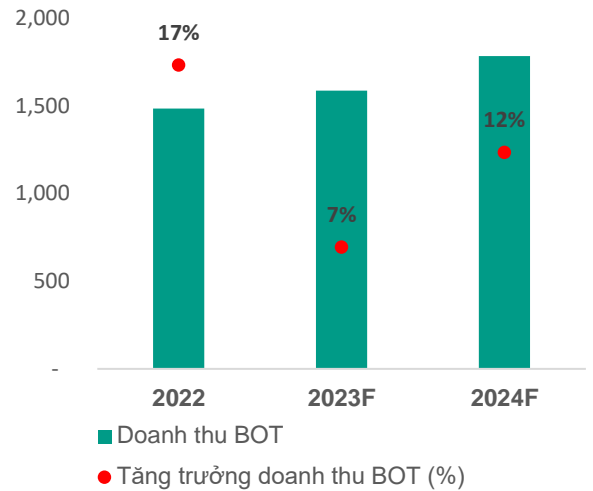
hoặc toàn bộ đối với các BOT không hoạt động hiệu quả. Do đó, trong dài hạn, **BSC cho rằng rủi ro không đạt được phương án tài chính của các dự án BOT mà HHV đang đầu tư là không cao.**

BSC dự báo **doanh thu mảng BOT đạt 1,587 tỷ VNĐ (+7% yoy) trong năm 2023** nhờ lưu lượng xe qua các trạm thu phí tăng trung bình 7% yoy và **đạt 1,783 tỷ VNĐ (+12% yoy) trong năm 2024** nhờ (1) Lưu lượng xe qua BOT cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn tăng 15% yoy nhờ Trung Quốc phục hồi giúp tăng thông quan hàng hóa qua các cửa khẩu và qua các BOT còn lại tăng trung bình 4% yoy, (2) HHV có kế hoạch tăng giá vé tại các trạm thu phí dự án Đèo Cả thêm +18% yoy.

Hình. Lưu lượng xe/ngày qua các trạm thu phí dự báo tiếp tục tăng trưởng nhờ kinh tế phục hồi...



Hình. ... Giúp doanh thu mảng BOT tăng +7% yoy trong 2023 và +12% yoy trong 2024.



Nguồn: HHV, BSC Research tổng hợp

2. Khối lượng backlog có giá trị lớn, ước đạt 3,300 tỷ VNĐ, gấp khoảng 6 lần doanh thu xây lắp trung bình giai đoạn 2021-2022, sẽ đảm bảo tăng trưởng mảng xây lắp cho HHV giai đoạn 2023-2025.

HHV đang thực hiện 9 gói thầu thi công với tổng giá trị backlog còn lại ước đạt 3,300 tỷ VNĐ. Trong đó, 3 gói thầu XL-01,02,03 thuộc dự án cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn chiếm tỷ trọng lớn nhất, khoảng 56% tổng giá trị thầu. Còn lại là các gói thầu thuộc dự án cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo, dự án đường ven biển Bình Định, dự án nâng cấp mở rộng đèo Prenn và dự án đường ven biển nối cảng Liên Chiểu.

Hình. Tổng hợp Backlog của HHV

TT	Gói thầu	Giá trị hợp đồng (tỷ VNĐ)	Ước tính tỷ lệ thầu của HHV	Thời gian thực hiện	Cập nhật tiến độ đến T10.2023
1	Dự án đường ven biển Bình Định	1,081	60%	04/2022 - 12/2024	Hoàn thành khoảng 55% khối lượng thi công
2	XL1,5,8: Cam Lâm – Vĩnh Hảo	2,130	45%	09/2021 - 03/2024	Hoàn thành 81% khối lượng thi công. Hạng mục chậm tiến độ chính là trạm thu phí, hệ thống giao thông thông minh do chưa hoàn thiện hồ sơ thiết kế điều chỉnh.
3	XL9: Cam Lâm – Vĩnh Hảo	1,045	45%	05/2022 - 09/2023	
4	XL14: Cam Lâm – Vĩnh Hảo	472	46%	05/2022 - 09/2023	
5	XL1: Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	3,682	24%	01/2023 - 10/2025	GPMB đạt 90%. Các gói thầu cơ bản thi công đúng tiến độ, trong đó, thời gian thông hầm XL2 nhiều khả năng được rút ngắn 4 tháng so với kế hoạch ban đầu.
6	XL2: Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	4,129	12%	03/2023 - 12/2025	
7	XL3: Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	6,686	7%	03/2023 - 09/2026	
8	Dự án nâng cấp mở rộng đèo Prenn	414	100%	02/2023 - 12/2023	Đoạn từ thác Datanla đến cuối tuyến (khoảng 3km) đã hoàn thành 95%. Đoạn còn lại (khoảng 4km), dự kiến sẽ thông trước 28/12/2023.
9	Dự án đường ven biển nối cảng Liên Chiểu	957	31%	09/2023 - 12/2025	Đã khởi công trong T9.2023. Hiện đang thi công các đoạn đã được GPMB.

Nguồn: Bộ GTVT, HHV, BSC Research tổng hợp

Bên cạnh đó, HHV còn có kế hoạch phát triển dự án mới đầy tham vọng, với tổng mức đầu tư (TMĐT) lên tới 138,958 tỷ VNĐ, bao gồm: 4 dự án đường cao tốc (TMĐT: 79,250 tỷ VNĐ) và dự án đường sắt Metro 2 giai đoạn III TP.HCM (TMĐT: 59,708 tỷ VNĐ). Qua đó, đảm bảo khối lượng thi công mới cho HHV trong tương lai.

Hình 2: Các dự án đang nghiên cứu của HHV

Dự án	Tổng mức đầu tư dự kiến (tỷ VNĐ)
DỰ ÁN ĐƯỜNG CAO TỐC	79,250
Sơn La – Điện Biên	8,850
Dự án tuyến nối TP Quảng Bình – Phong Nha, Kẻ Bàng	2,400
Vành đai 4 TP.HCM đoạn tỉnh Bình Dương	20,000
Cao tốc TP.HCM – Chơn Thành (Giai đoạn 1)	18,000
Cao tốc TP.HCM – Trung Lương – Mỹ Thuận (Giai đoạn 2)	30,000
DỰ ÁN ĐƯỜNG SẮT	59,708
Dự án Metro 2 giai đoạn III TP.HCM	59,708

Nguồn: HHV, BSC Research tổng hợp

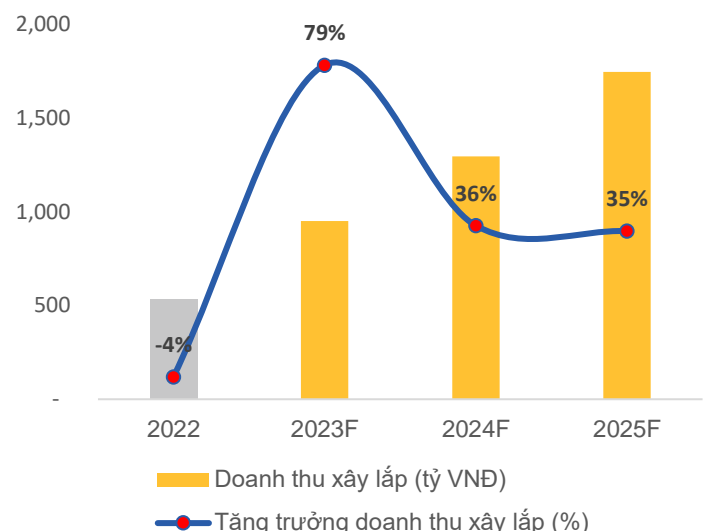
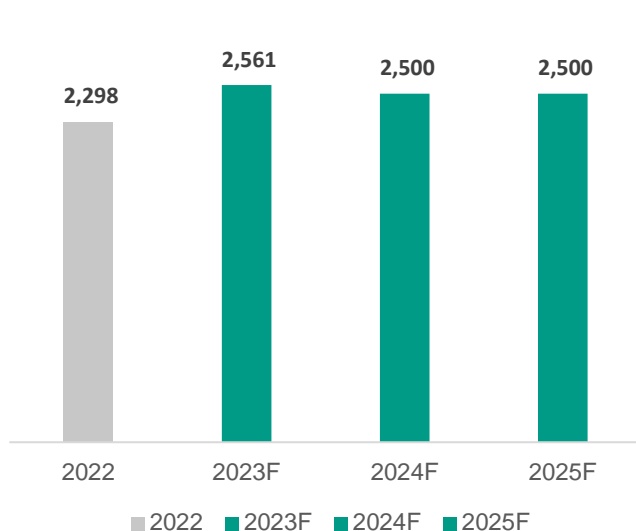
BSC kỳ vọng giá trị trúng thầu của HHV trong giai đoạn 2024-2025 sẽ đạt khoảng 2,500 tỷ VNĐ mỗi năm, từ các dự án kể trên cũng như các dự án đầu tư công khác nhờ:

- **Hưởng lợi từ việc giải ngân đầu tư công tiếp tục được đẩy mạnh trong giai đoạn 2023-2025.** Theo Bộ Tài Chính, lũy kế 10T.2023, giải ngân vốn đầu tư công đạt 401,863 tỷ VNĐ (+35% yoy), mức cao nhất trong lịch sử. Bên cạnh đó, nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng đến 2025 của chính phủ vẫn còn rất lớn, với kế hoạch đầu tư dự kiến giai đoạn 2021-2025 2.87 triệu tỷ VNĐ, cùng mục tiêu xây dựng hơn 3,000 km đường cao tốc đến năm 2025;
- **Sở hữu năng lực thi công đã được kiểm chứng** thông qua nhiều dự án xây dựng hầm, cao tốc có quy mô lớn;
- **Dòng tiền ổn định từ các dự án BOT là lợi thế của HHV so với các doanh nghiệp xây lắp khác** trong việc chuẩn bị vốn để triển khai các dự án hạ tầng.

BSC dự báo doanh thu xây lắp năm 2023 của HHV đạt 949 tỷ VNĐ (+79% yoy) nhờ ghi nhận từ (i) dự án cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo (dự kiến hoàn thành vào cuối 2023 – Q1.2024), (ii) đường ven biển Bình Định, (iii) khoảng 5%-10% backlog của dự án cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn. Sang năm 2024, chúng tôi ước tính doanh thu xây lắp đạt 1,294 tỷ VNĐ (+36% yoy) chủ yếu đến từ đóng góp của dự án cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn.

Hình. Backlog kí mới dự phóng đạt 2,500 tỷ mỗi năm nhờ nhu cầu đầu tư hạ tầng đến 2030 của Chính phủ vẫn còn rất lớn ...

Hình. ... Giúp cho doanh thu xây lắp của HHV tăng với CAGR = 49% giai đoạn 2023-2025

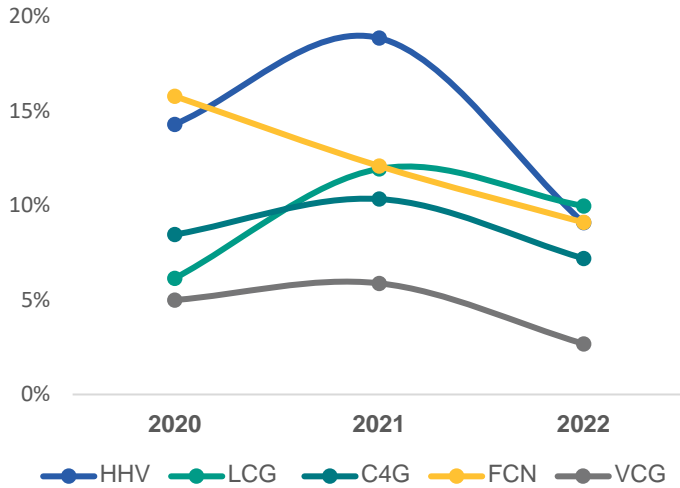


Nguồn: HHV, BSC Research tổng hợp

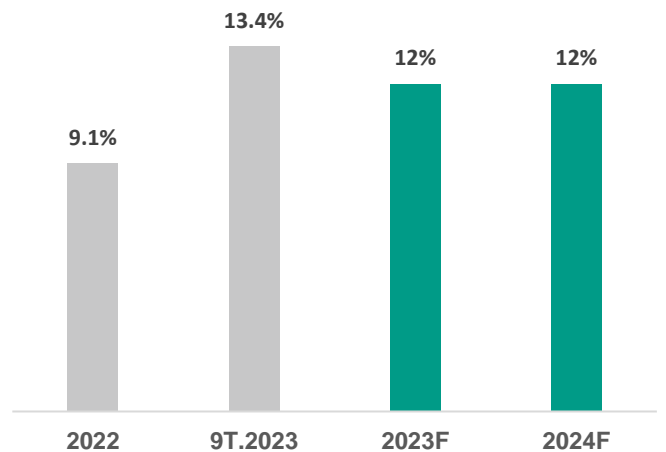
Trong giai đoạn 2020-2022, biên lợi nhuận gộp xây lắp trung bình của HHV đạt 14%, cao hơn 4-5 điểm % so với trung bình ngành xây dựng hạ tầng. BSC cho rằng nguyên nhân đến từ việc (1) HHV thường tham gia dự án có những hạng mục đòi hỏi kĩ thuật cao như đào hầm, làm cầu đường với biên lợi nhuận gộp tốt hơn so với xây dựng cao tốc thông thường, (2) Một số dự án có chủ đầu tư là tập đoàn Đèo Cả giúp cho HHV nhận được giá thầu cạnh tranh hơn.

Theo đó, chúng tôi thận trọng ước tính biên lợi nhuận gộp xây lắp giai đoạn 2023-2024 đạt 12%, tăng 2.9 điểm % so với mức nền thấp năm 2022 nhờ (1) Cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn nằm trong 12 dự án thành phần được chỉ định thầu của cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2, giúp cho giá trị thầu tốt hơn, (2) Chi phí vật liệu xây dựng giảm so với cùng kỳ.

Hình. Biên LNG xây lắp của HHV giai đoạn 2020-2022 cao hơn 4-5 điểm % so với trung bình ngành xây dựng hạ tầng.



Hình. BSC dự phóng biên LNG xây lắp giai đoạn 2023-2024 đạt 12%, tăng 2.9 điểm % so với mức nền thấp năm 2022.



Nguồn: HHV, BSC Research tổng hợp

3. Triển vọng dài hạn đến từ việc đầu tư 2 dự án quy mô lớn theo hình thức PPP, với tổng mức đầu tư 25,302 tỷ VNĐ, vào cuối năm 2023 – đầu năm 2024.

HHV và tập đoàn Đèo Cả đang thúc đẩy đầu tư 3 dự án hạ tầng giao thông đường bộ bao gồm: Cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh (14,311 tỷ VNĐ); Cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng (10,991 tỷ VNĐ); Cao tốc Tân Phú – Bảo Lộc (17,200 tỷ VNĐ). Trong đó, 2 dự án cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh và Hữu Nghị - Chi Lăng dự kiến bắt đầu thi công vào cuối năm 2023 – đầu năm 2024.

BSC đánh giá việc triển khai 2 dự án trên sẽ (1) Mang lại nguồn lợi nhuận từ góp vốn đầu tư cho HHV, (2) Gia tăng tổng giá trị thầu của HHV thêm ít nhất 20% khối lượng xây lắp của các dự án kể trên, (3) Thúc đẩy lưu lượng xe qua các trạm thu phí của cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn nhờ cùng nằm trên một tuyến đường lưu thông, qua đó giúp cho dự án này có thể đạt được theo phương án tài chính đã đề ra.

BSC lưu ý rằng định giá hiện tại của chúng tôi cho HHV chưa bao gồm 2 dự án PPP này do (i) thời gian thi công có thể kéo dài gây ảnh hưởng đến tiến độ thu phí và tỷ suất hoàn vốn của doanh nghiệp, (ii) rủi ro chính sách và tăng trưởng kinh tế kém hơn dự báo sẽ khiến lưu lượng xe không đạt được phương án tài chính đề ra. Chúng tôi sẽ bổ sung vào định giá 2 dự án này khi có những thông tin chắc chắn hơn để phần nào loại bỏ các rủi ro kể trên.

Hình. Cập nhật tiến độ 3 dự án cao tốc đầu tư theo hình thức PPP

TT	Dự án	Địa điểm	Tổng mức đầu tư (tỷ VNĐ)	Chiều dài	Thời gian thực hiện	Tiến độ
1	Đồng Đăng – Trà Lĩnh	Lạng Sơn – Cao Bằng	14,331	121 km	2023-2027	Đã được phê duyệt Báo cáo nghiên cứu khả thi (FS). Dự kiến khởi công vào cuối năm 2023.

2	Hữu Nghị - Chi Lăng	Lạng Sơn	10,991	43 km	2024-2026	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư. Hiện đang chờ phê duyệt FS. Dự kiến khởi công trong năm 2024.
3	Tân Phú – Bảo Lộc	Đồng Nai – Lâm Đồng	17,200	66 km	2024-2026	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư. Kỳ vọng dự án sẽ được phê duyệt FS trong năm 2024.

Nguồn: HHV, BSC Research tổng hợp

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết thúc năm 2023, BSC dự báo HHV ghi nhận Doanh thu thuần = 2,621 tỷ VND (+25% yoy), LNST-CĐTTS = 365 tỷ VND (+38% yoy), tương đương EPS fwd = 1,055 VNĐ/CP, P/E fwd = 13.4x, P/B fwd = 0.8x. Trong đó, doanh thu mảng xây lắp = 949 tỷ VND (+79% yoy) nhờ ghi nhận từ dự án Cam Lâm – Vĩnh Hảo và dự án đường ven biển Bình Định; doanh thu mảng BOT = 1,587 tỷ VND (+7% yoy) nhờ lưu lượng xe qua các trạm tăng trung bình +7% yoy.

Sang năm 2024, BSC dự báo HHV ghi nhận Doanh thu thuần = 3,161 tỷ VND (+21% yoy), LNST-CĐTTS = 445 tỷ VND (+22% yoy), tương đương EPS fwd = 1,081 VNĐ/CP, P/E fwd = 13.1x, P/B fwd = 0.7x. Trong đó, doanh thu mảng xây lắp = 2,208 tỷ VND (+36% yoy) nhờ ghi nhận chủ yếu từ dự án Quảng Ngãi – Hoài Nhơn ; doanh thu mảng BOT = 1,783 tỷ VND (+12% yoy) nhờ (1) Lưu lượng xe qua BOT cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn tăng 15% yoy nhờ Trung Quốc phục hồi giúp tăng thông quan hàng hóa qua các cửa khẩu và qua các BOT còn lại tăng trung bình 4% yoy, (2) HHV có kế hoạch tăng giá vé tại các trạm thu phí dự án Đèo Cả thêm +18% yoy.

Hình. Dự báo Kết quả kinh doanh năm 2023F-2024F

KQKD (tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	1,861	2,095	2,621	3,161
BOT	1,265	1,484	1,587	1,783
Xây lắp	552	530	949	1,294
Khác	46	80	84	84
Lãi gộp	925	1,017	1,165	1,334
BOT	796	936	1,018	1,146
Xây lắp	104	48	114	155
Khác	16	32	33	33
Thu nhập tài chính	22	5	25	10
Chi phí tài chính	(551)	(648)	(673)	(705)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(551)	(648)	(673)	(705)
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	11	53	56	58
Chi phí BH	-	-	-	-
Chi phí QLDN	(95)	(73)	(79)	(95)
Lãi từ HĐKD	312	354	494	603
Thu nhập khác, ròng	20	-	-	-
LNTT	332	354	494	603
Thuế TNDN	(42)	(57)	(75)	(92)
LNST	290	297	419	511
Lợi ích CĐKKS	(22)	(33)	(55)	(66)
LNST Công ty mẹ	268	264	365	445

Nguồn: BSC Research dự báo

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **HHV** với giá trị hợp lý cho năm 2024 là **17,600 VNĐ/CP (Upside 24%** so với giá đóng cửa ngày 30/11/2023), dựa trên phương pháp định giá từng phần SOTP với P/E mục tiêu năm 2024 cho mảng xây lắp = 12x và DCF cho mảng thu phí BOT với tỷ lệ chiết khấu WACC = 10%.

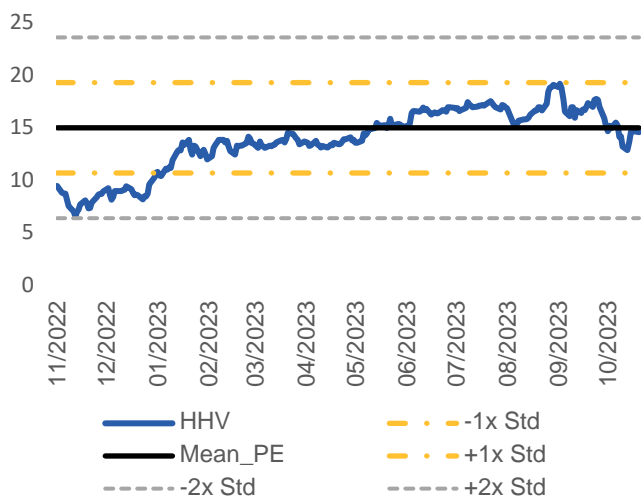
HHV hiện đang được giao dịch ở mức P/E fwd 2024 = 13x, thấp hơn so với P/E trung bình 3 năm của HHV là 16.5x và thấp hơn so với P/E trung vị ngành xây dựng hạ tầng hiện tại là 36x.

Hình. Định giá cổ phiếu

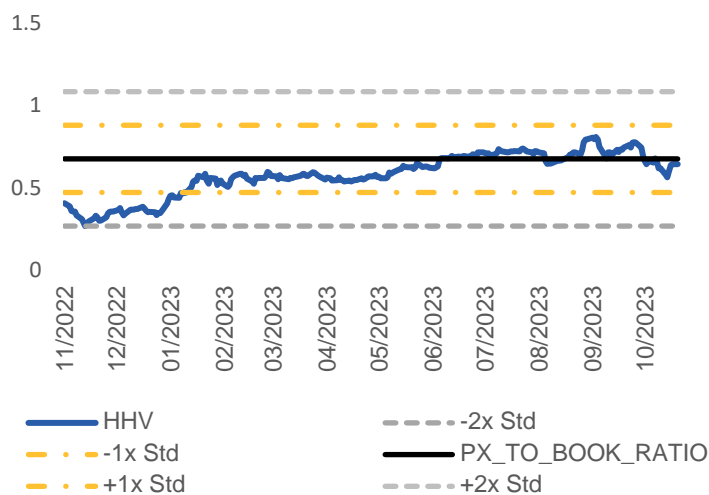
Mảng kinh doanh	Phương pháp	Giá trị hợp lý
Xây lắp	P/E	1,185
BOT	DCF	24,618
Hầm Đèo Cả		14,957
Hầm Phước Tượng – Phú Gia		1,140
Cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn		8,522
Khác	P/E	196
Công ty LDLK		1,432
Đèo Cả Khánh Hòa	DCF	1,362
ICV Việt Nam	BV	14
BOT Bắc Giang – Lạng Sơn – Hữu Nghị	BV	56
(+) Tiền và tương đương tiền		659
(-) Nợ vay dài hạn BOT		(19,661)
(-) Lợi ích CĐTS		(1,198)
Giá trị doanh nghiệp		7,230
SLCP đang lưu hành (triệu CP)		412
Giá mục tiêu		17,600
Tiềm năng tăng giá		24%

Nguồn: BSC Research dự báo

STOCK PE



STOCK PB



Nguồn: Bloomberg, BSC Research tổng hợp

V. RỦI RO

1. Rủi ro pha loãng do phát hành thêm cổ phiếu để tăng vốn điều lệ.

HHV có kế hoạch phát hành thêm 1,564 tỷ VNĐ thông qua 2 hình thức (i) Phát hành cho cổ đông hiện hữu (đã chốt quyền đăng ký mua cổ phiếu vào 27/11/2023) và (ii) Phát hành riêng lẻ (thực hiện sau khi hoàn thành phương án phát hành cho cổ đông hiện hữu).

BSC đánh giá, với kế hoạch phát hành khá lớn (tăng thêm 47% số lượng cổ phiếu hiện tại), trong trường hợp kế hoạch sử dụng vốn của HHV không mang lại hiệu quả, giá trị thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) sẽ bị chiết khấu về mức sâu hơn so với kì vọng của chúng tôi. Qua đó, khiến cho định giá của HHV trở nên kém hấp dẫn hơn.

- 2. Tiến độ triển khai các dự án xây dựng chậm hơn so với kỳ vọng.**
- 3. Tỷ lệ nợ vay cao** do thực hiện nhiều dự án BOT, trong khi một số dự án đang chưa đạt được phương án tài chính đề ra.

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	1,861	2,095	2,621	3,161
Giá vốn hàng bán	(936)	(1,078)	(1,456)	(1,827)
Lợi nhuận gộp	925	1,017	1,165	1,334
Chi phí bán hàng	-	-	-	-
Chi phí QLDN	(95)	(73)	(79)	(95)
Lãi/Lỗ HĐKD	830	944	1,086	1,239
Doanh thu tài chính	22	5	25	10
Chi phí tài chính	(551)	(648)	(673)	(705)
Chi phí lãi vay	(551)	(648)	(673)	(705)
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	11	53	56	58
Lãi/lỗ khác	20	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	332	354	494	603
Thuế thu nhập DN	(42)	(57)	(75)	(92)
LN sau thuế	290	297	419	511
CĐTS	(22)	(33)	(55)	(66)
LNST-CĐTS	268	264	365	445
EPS	1,006	982	1,055	1,081

CĐKT (tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Tiền và TĐ tiền	263	382	586	630
Đầu tư ngắn hạn	70	73	73	73
Phải thu ngắn hạn	647	457	599	663
Tồn kho	38	161	166	184
TS ngắn hạn khác	373	112	137	161
TS ngắn hạn	1,391	1,185	1,560	1,711
TS cố định	28,703	28,562	28,266	27,953
TS dở dang dài hạn	12	14	14	14
ĐT dài hạn	478	531	489	489
TS dài hạn khác	3,021	4,805	5,788	7,293
TS dài hạn	32,573	34,471	35,201	36,527
Tổng TS	33,964	35,656	36,762	38,238
Phải trả người bán	1,129	1,095	1,019	1,033
Vay ngắn hạn	236	873	755	759
Nợ ngắn hạn khác	1,870	1,891	1,395	1,486
Tổng Nợ ngắn hạn	3,235	3,859	3,168	3,279
Vay dài hạn	20,872	19,780	20,126	20,769
Nợ dài hạn khác	2,180	3,641	4,724	5,000
Tổng Nợ dài hạn	23,052	23,421	24,850	25,769
Tổng Nợ	26,287	27,280	28,019	29,048
Vốn góp	2,674	3,078	4,117	4,117
Thặng dư vốn CP	-	(1)	(1)	(1)
LN để lại	557	821	147	592
Vốn chủ khác	4,446	4,478	4,480	4,482
CĐTS	3,273	3,273	3,273	3,273
Tổng Vốn CSH	7,677	8,376	8,743	9,190
Tổng nguồn vốn	33,964	35,656	36,762	38,238
Số lượng CP lưu hành (tr)	267	308	412	412

LCTT (tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
LỖ/LNTT	332	354	494	603
Khấu hao và phân bổ	262	284	316	315
Lãi/(lỗ) trước thay đổi vốn lưu động	1,090	1,227	721	753
LCTT từ HĐKD	162	365	(46)	(601)
Tiền chi mua TSCĐ	(239)	(197)	(20)	(2)
LCTT từ HĐ Đầu tư	(199)	(194)	22	(2)
Tiền chi trả cổ tức	-	-	-	-
Tiền từ vay ròng	22	(455)	228	647
LCTT từ HĐTC	22	(51)	228	647
Dòng tiền đầu kỳ	277	263	382	586
Tiền trong kỳ	(15)	119	204	44
Dòng tiền cuối kỳ	262	382	586	630

Chỉ số (%)	2021	2022	2023F	2024F
Khả năng thanh toán				
Hệ số TT ngắn hạn	0.4	0.3	0.5	0.5
Hệ số TT nhanh	0.4	0.3	0.4	0.5
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	0.8	0.8	0.8	0.8
Hệ số Nợ/VCSH	3.4	3.3	3.2	3.2
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	22	34	41	35
Số ngày phải thu	44	53	30	25
Số ngày phải trả	428	377	265	205
CCC	-363	-290	-194	-145
Tỉ suất lợi nhuận				
LN gộp	49.7%	48.5%	44.5%	42.2%
LNST	15.6%	14.2%	16.0%	16.2%
ROE	3.5%	3.2%	4.2%	4.8%
ROA	0.8%	0.7%	1.0%	1.2%
Định giá				
P/E	26.8	9.6	13.4	13.1
P/B	1.6	0.6	0.8	0.7
P/S	3.9	1.4	2.2	1.8
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	55%	13%	25%	21%
Tăng trưởng LNTT	87%	7%	40%	22%
Tăng trưởng EPS	79%	-2%	7%	2%

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8 & 9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

