**CTCP Đầu tư hạ tầng giao thông Đèo Cả - HHV**

# Góp phần giải tỏa "cơn khát" cao tốc

Xây dựng | BÁO CÁO LẦN ĐẦU

**Khả quan**

Giá mục tiêu (12T)
VND 19.500

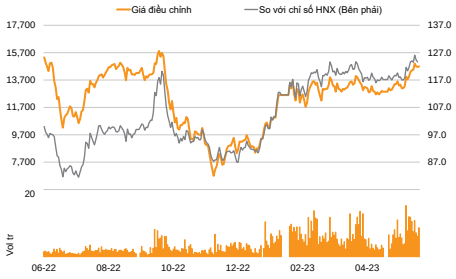
Consensus*: Mua:0 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu / Consensus: na

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**
- N/A

| | |
|---|---|
| Giá thị trường | VND14.700 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 15.826 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 6.700 |
| GTGDBQ 3 tháng (tr VND) | 87.802 |
| Thị giá vốn (tỷ VND) | 4.509 |
| Free float | 78% |
| Tỷ suất cổ tức | 0% |
| P/E trượt (x) | 16,6 |
| P/B hiện tại (x) | 0,7 |

**Diễn biến giá**




*Nguồn: VND RESEARCH*

**Cơ cấu sở hữu**

| | |
|---|---|
| CTCP Đầu tư Hải Thạch BOT | 20,1% |
| Khác | 79,9% |

*Nguồn: VND RESEARCH*

**Chuyên viên phân tích:**

**Nguyễn Đức Mạnh**
Manh.nguyenduc@vndirect.com.vn

- Là một trong những nhà đầu tư và quản lý vận hành công trình giao thông lớn nhất Việt Nam, HHV đang sở hữu cổ phần tại 4 dự án BOT với tổng mức đầu tư lên tới gần 40.000 tỷ đồng.
- Mảng xây lắp sẽ là động lực chính giúp lợi nhuận (LN) ròng giai đoạn 2023-24 tăng trưởng lần lượt 15,3%/28,0% svck nhờ giá trị backlog lớn và hưởng lợi xu hướng đẩy mạnh giải ngân đầu tư công.
- Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan, giá mục tiêu 19.500/cp.

**HHV là một trong những nhà phát triển BOT lớn nhất Việt Nam**

Sau khi tái cơ cấu doanh nghiệp vào năm 2019, HHV đã nhận lại phần vốn góp tại 4 dự án BOT (Build-Operation-Tranfer), bao gồm: (1) dự án hầm đường bộ qua Đèo Cả; (2) dự án cao tốc Bắc Giang-Lạng Sơn; (3) hầm Phước Tượng-Phú Gia; (4) mở rộng quốc lộ 1A (QL1A) đoạn qua tỉnh Khánh Hòa. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng thu phí BOT giai đoạn 2023-24 sẽ tăng lần lượt 12,5%/10,7% svck lên 1.669 tỷ đồng/1.847 tỷ đồng nhờ (1) ba trạm BOT thuộc dự án hầm đường bộ qua Đèo Cả tăng giá vé 18% trong 6 tháng cuối năm 2023 và (2) các trạm BOT cao tốc Bắc Giang-Lạng Sơn và QL1 tăng giá 15% trong năm 2024.

**Mảng xây lắp sẽ là động lực tăng trưởng cho HHV trong giai đoạn 2023-24**

Năng lực thi công của HHV đã được chứng minh sau khi hoàn thành hàng loạt công trình giao thông quy mô lớn, đòi hỏi kỹ thuật cao như hầm xuyên núi, hầm bao biển, cao tốc,… Mới đây, HHV là số ít các nhà thầu được chỉ định tham gia dự án cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2 với tổng giá trị xây lắp đạt 1.759 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính giá trị backlog của công ty tại cuối Q1/23 là 2.907 tỷ đồng, tương đương 6 lần trung bình doanh thu của giai đoạn 2020-22. Đây sẽ là tiền đề giúp doanh thu mảng xây lắp của HHV bứt phá tăng lần lượt 87%/21% svck lên 991 tỷ đồng/1.200 tỷ đồng, trong giai đoạn 2023-24, theo dự phóng của chúng tôi.

**LN ròng giai đoạn 2023-24 sẽ đạt mức tăng trưởng kép 22,1%/năm**

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng giai đoạn 2023-24 sẽ tăng lần lượt 15,3%/28,0% svck, đạt 304 tỷ đồng/390 tỷ đồng nhờ giá trị backlog lớn hiện tại. Trong dự phóng này, chúng tôi chưa tính đến khả năng HHV được Nhà nước chấp thuận hỗ trợ 3.460 tỷ đồng tại dự án BOT hầm đường bộ qua Đèo Cả. Nếu thành công, theo ước tính của chúng tôi, tỷ lệ Nợ vay ròng/Vốn chủ sở hữu của HHV sẽ giảm mạnh xuống mức 2,1 lần từ mức 2,4 lần tại cuối Q1/23, qua đó giảm áp lực tài chính cho công ty.

**Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 19.500/cp**

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá từng phần đối với các mảng kinh doanh của HHV. Động lực tăng giá bao gồm (1) giá trị ký mới mảng xây lắp cao hơn dự kiến, (2) các dự án BOT được Chính phủ hỗ trợ sớm hơn kỳ vọng, (3) phát hành riêng lẻ thành công cho nhà đầu tư chiến lược. Rủi ro giảm giá: (1) giải ngân đầu tư công chậm hơn kỳ vọng, ảnh hưởng đến tiến độ xây dựng các dự án, (2) giá nguyên vật liệu xây dựng tăng mạnh hơn so với dự kiến.

| Tổng quan tài chính (VND) | 12-21A | 12-22A | 12-23E | 12-24E |
|---|---|---|---|---|
| Doanh thu thuần (tỷ) | 1.861 | 2.095 | 2.786 | 3.145 |
| Tăng trưởng DT thuần | 54,9% | 12,5% | 33,0% | 12,9% |
| Biên lợi nhuận gộp | 49,7% | 48,5% | 41,6% | 40,2% |
| Biên EBITDA | 60,6% | 61,2% | 55,0% | 53,1% |
| LN ròng (tỷ) | 269 | 264 | 304 | 390 |
| Tăng trưởng LN ròng | 96,0% | (1,8%) | 15,3% | 28,0% |
| Tăng trưởng LN cốt lõi | 96,0% | (1,8%) | 15,3% | 28,0% |
| EPS cơ bản | 816 | 802 | 924 | 1.183 |
| EPS điều chỉnh | 791 | 778 | 882 | 1.128 |
| BVPS | 19.760 | 21.794 | 23.373 | 24.556 |
| ROAE | 4,2% | 3,9% | 4,1% | 4,9% |

*Nguồn: VNDIRECT RESEARCH*

# Góp phần giải tỏa "cơn khát" cao tốc

## Luận điểm đầu tư

**Chúng tôi ưa thích HHV nhờ:**

1) *HHV là một trong những nhà phát triển BOT lớn nhất Việt Nam, với tổng mức đầu tư gần 40.000 tỷ đồng*.

   Một số dự án BOT của HHV hiện đang chưa được thu đúng như phương án tài chính đã ký kết với Nhà nước (thu thiếu trạm, không được tăng giá vé theo kỳ hạn,…), gây ảnh hưởng đến dòng tiền của mảng thu phí BOT trong ngắn hạn. Tuy nhiên chúng tôi tin rằng đây sẽ là mảng kinh doanh mang lại nguồn thu ổn định của công ty trong dài hạn (ước tính khoảng 3.700-3.800 tỷ đồng/năm từ giai đoạn 2030-2031) khi tiềm năng tăng trưởng của lưu lượng phương tiện giao thông tại Việt Nam còn rất lớn. Bên cạnh đó, nhằm thu hút vốn đầu tư ngoài Nhà nước trong phát triển hạ tầng giao thông, chúng tôi kỳ vọng dự án hầm đường bộ qua Đèo Cả sẽ được Nhà nước chấp thuận hỗ trợ 3.460 tỷ đồng trong giai đoạn 2023-24, từ đó giúp cải thiện sức khỏe tài chính của công ty.

2) *Sở hữu năng lực thi công ấn tượng, giá trị backlog lớn, HHV sẽ được hưởng lợi từ xu hướng đẩy mạnh giải ngân đầu tư công vào hạ tầng của Chính phủ*.

   Năng lực thi công của HHV đã được chứng minh sau khi công ty đã hoàn thành hàng loạt các công trình giao thông quy mô lớn, đòi hỏi kỹ thuật cao như hầm xuyên núi, hầm bao biển, cao tốc, và đặc biệt tham gia giải cứu “thần tốc” các dự án “đắp chiếu”. Tính đến cuối Q1/23, backlog xây dựng của HHV ước đạt 2.907 tỷ đồng, gấp khoảng 6 lần trung bình doanh thu xây lắp giai đoạn 2020-22. Trong 6 tháng cuối năm 2023, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ tiếp tục giành thêm những gói thầu giá trị cao tại 3 dự án PPP (Tân Phú-Bảo Lộc, Đồng Đăng-Trà Lĩnh, Hữu Nghị-Chi Lăng) với tổng mức đầu tư gần 41.000 tỷ đồng.

3) *LN ròng giai đoạn 2023-24 sẽ đạt mức tăng trưởng kép 22,1%/năm nhờ động lực tăng trưởng đến từ mảng xây lắp*

   Chúng tôi ước tính LN ròng giai đoạn 2023-24 sẽ lần lượt đạt 304 tỷ đồng/390 tỷ đồng, tăng 15,3%/28,0% svck nhờ (1) giá trị backlog lớn tại mảng xây lắp; và (2) giá nguyên vật liệu thấp hơn hỗ trợ biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp đạt 10% trong 2023-24, tăng 0,9 điểm % so với năm 2022.

**Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu: 19.500 đồng/cp**

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP) để định giá cổ phiếu HHV với 2 mảng kinh doanh chính là thu phí BOT và xây lắp.

- Đối với mảng thu phí BOT, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF cho suốt vòng đời thu phí của các dự án. Đối với dự án hầm đường bộ qua Đèo Cả, chúng tôi kỳ vọng HHV sẽ được Nhà nước chấp thuận hỗ trợ tài chính cho dự án giai đoạn 2023-24, bao gồm (1) nguồn vốn 1.180 tỷ đồng như đã cam kết góp vốn từ ngân sách nhà nước lúc thành

lập dự án, (2) nguồn vốn 2.280 tỷ đồng để thay thế quyền thu phí cho trạm La Sơn-Tuý Loan.

- Đối với mảng xây lắp và mảng bảo trì, duy tu, sửa chữa, chúng tôi sử dụng định giá P/E với mục tiêu là 13x, tương đương với mức P/E trung bình lịch sử 1 năm của doanh nghiệp.

**Các yếu tố thúc đẩy tăng giá:** (1) trúng thêm các gói thầu cao hơn dự kiến, (2) dự án hầm đường bộ qua Đèo Cả sớm được chính phủ hỗ trợ sớm hơn kỳ vọng, (3) huy động vốn thành công cho đầu tư các dự án Hợp tác công tư (PPP).

**Rủi ro giảm giá**: (1) Tiến độ xây dựng các dự án chậm hơn so với kỳ vọng và (2) Giá nguyên vật liệu xây dựng như đất đắp, cát xây dựng tăng giá hơn so với dự kiến.

**Hình 1: Tóm tắt định giá của HHV**

| Phương pháp | Phương pháp | Tỷ đồng | Hệ số mục tiêu |
|---|---|---|---|
| **Phương pháp định giá từng phần** | | | |
| **Xây lắp** | P/E | 712 | 13x |
| **Bảo trì, duy tu và sửa chữa** | P/E | 134 | 13x |
| **Thu phí BOT** | DCF | 6.869 | |
| Đầu tư vào công ty liên kết | | 222 | |
| (+) Tiền và tương đương tiền | Gía trị sổ sách cuối Q1/23 | 515 | |
| (-) Nợ vay (không bao gồm dự án BOT) | | 916 | |
| (-) Lợi ích cổ đông thiểu số | Gía trị sổ sách cuối Q1/23 | 1.207 | |
| **Giá trị doanh nghiệp** | | 6.429 | |
| **Số lượng cổ phiếu (triệu cổ phiếu)** | | 329 | |
| | | | |
| Giá mục tiêu (đồng) | | 19.520 | |
| **Giá mục tiêu (đồng, làm tròn)** | | 19.500 | |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 2: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành**

| Công ty | Mã CK | Giá hiện tại | Vốn hóa | P/E (lần) | | Tăng trưởng | P/B (lần) | | ROE (%) | | D/E (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | Nội tệ | tr.USD | TTM | 2023 | CAGR(%) | Hiện tại | 2023 | TTM | 2023 | Hiện tại |
| Tổng Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam | VCG VN | 21.350 | 484,0 | 81,1 | n/a | 102,7 | 1,7 | n/a | 0,6 | n/a | 136,1 |
| CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật Thành phố Hồ Chí Minh | CII VN | 18.850 | 204,3 | 52,5 | 15,3 | n/a | 0,9 | 0,9 | 1,0 | 2,4 | 175,7 |
| CTCP Tập đoàn CIENCO4 | C4G VN | 13.800 | 200,6 | 27,3 | 16,2 | 100,1 | 1,3 | 1,1 | 8,2 | 7,3 | 142,2 |
| CTCP Lizen | LCG VN | 13.750 | 111,7 | 16,9 | n/a | -8,2 | 1,0 | n/a | 5,9 | n/a | 16,7 |
| CTCP Tập đoàn Đạt Phương | DPG VN | 34.400 | 93,5 | 6,4 | n/a | 11,2 | 1,3 | n/a | 20,2 | n/a | 120,6 |
| CTCP Đầu tư Phát triển Cường Thuận IDICO | CTI VN | 14.950 | 36,1 | 12,1 | n/a | n/a | 0,8 | n/a | 6,5 | n/a | 199,3 |
| CTCP Đầu tư Phát triển Hạ tầng IDICO | HTI VN | 16.650 | 17,5 | 7,5 | n/a | 52,8 | 0,9 | n/a | 11,9 | n/a | 170,8 |
| CTCP Xây dựng 47 | C47 VN | 7.660 | 10,9 | 20,8 | n/a | -76,7 | 0,6 | n/a | 3,1 | n/a | 170,5 |
| | | | | | | | | | | | |
| Trung bình | | | 144,8 | 28,1 | 15,8 | 30,3 | 1,1 | 1,0 | 7,2 | 4,9 | 141,5 |
| Trung vị | | | 102,6 | 18,9 | 15,8 | 32,0 | 1,0 | 1,0 | 6,2 | 4,9 | 156,4 |
| | | | | | | | | | | | |
| **CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả** | **HHV VN** | **15.000** | **209,3** | **16,6** | **16,1** | **21,4** | **0,7** | **0,6** | **3,9** | **4,1** | **246,6** |

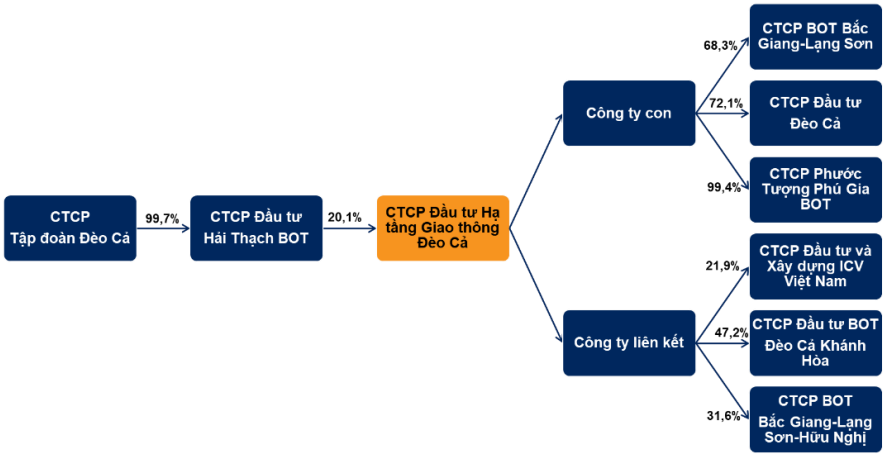
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, DỮ LIỆU TẠI NGÀY 26/06/2023

## Lịch sử hình thành và phát triển

CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV) với tiền thân là công ty quản lý và khai thác hầm đường bộ Hải Vân, sở hữu kinh nghiệm vận hành và sửa chữa các dự án hầm. Giai đoạn 2013-2015, công ty được cổ phần hoá và niêm yết trên sàn Upcom. Đến năm 2016, HHV được tập đoàn Đèo Cả thâu tóm để trở thành công ty con.

Đáng chú ý trong năm 2019, HHV đã thực hiện tái cơ cấu lớn, khi phát hành riêng lẻ cổ phiếu để hoán đổi nợ nhằm nhận chuyển nhượng cổ phần đầu tư tại 4 dự án BOT bao gồm: hầm đường bộ qua Đèo Cả (hầm Đèo Cả, hầm Cổ Mã, hầm Cù Mông, hầm Hải Vân), hầm Phước Tượng-Phú Gia, cao tốc Bắc Giang-Lạng Sơn và dự án mở rộng QL1A qua tỉnh Khánh Hòa. (chi tiết tại hình 3).

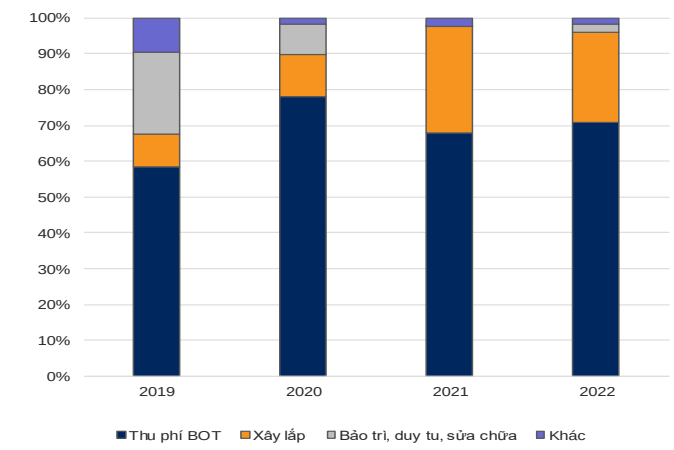
**Hình 3: Sơ đồ tổ chức HHV**




Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

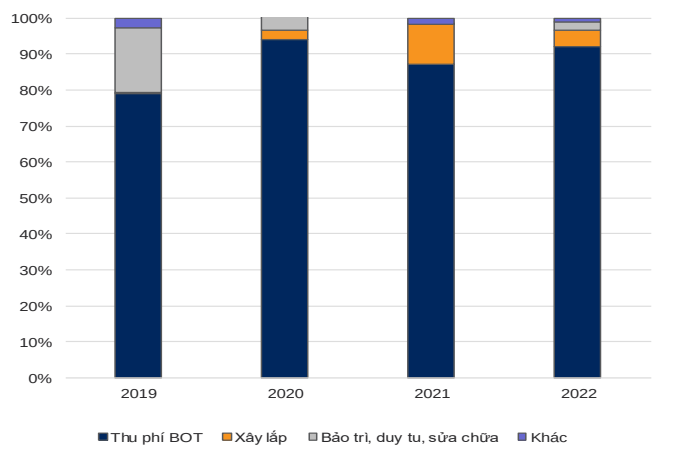
Đã thi công hàng loạt các dự án giao thông trọng điểm trên khắp cả nước, đặc biệt tham gia "giải cứu" những dự án "đắp chiếu" - tiến độ chậm (bao gồm cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn, cao tốc Trung Lương – Mỹ Thuận,…), Tập đoàn Đèo Cả đang sở hữu bộ hồ sơ năng lực xây lắp hạ tầng ấn tượng. Nằm trong hệ sinh thái của Đèo Cả, HHV đang được hưởng lợi lớn. Công ty sẽ có cơ hội nhận được những gói thầu xây dựng và duy tu bảo dưỡng lớn từ những dự án tiếp theo mà Đèo Cả tham gia.

**Hình 4: Tỷ trọng đóng góp của từng mảng vào doanh thu HHV**




Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 5: Tỷ trọng đóng góp của từng mảng vào lợi nhuận gộp HHV**




Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

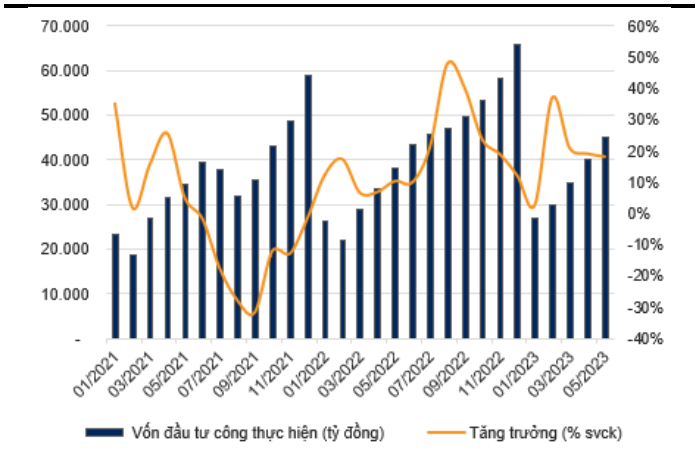
Hiện nay, các mảng đóng góp chính vào kết quả kinh doanh của HHV bao gồm (1) Thu phí BOT, (2) Xây lắp, (3) Bảo trì, duy tu và sửa chữa. Trung bình giai đoạn 2019-22, mảng thu phí BOT đóng góp 70% doanh thu và 89% lợi nhuận gộp. Trong khi mảng xây lắp đóng góp 22% doanh thu và 6% lợi nhuận gộp trong cùng giai đoạn.

## Phát triển hạ tầng giao thông sẽ là ưu tiên trong giải ngân đầu tư công tại Việt Nam giai đoạn 2023-25

### Kỳ vọng giải ngân đầu tư công trong năm 2023 sẽ tăng trưởng 25% svck

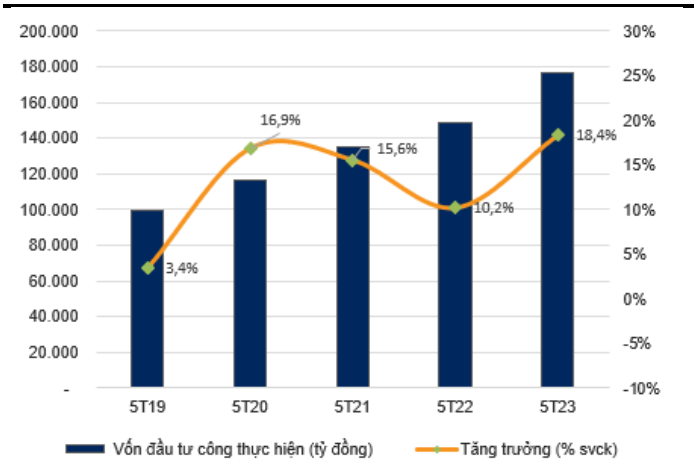
Kể từ đầu năm 2023, Chính phủ đã đẩy mạnh đầu tư công để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong bối cảnh đầu tư tư nhân và đầu tư trực tiếp nước ngoài suy yếu. Theo Tổng cục Thống kê, vốn nhà nước thực hiện (đầu tư công) trong tháng 5/2023 tăng 18,2% svck lên 45,1 nghìn tỷ đồng (so với +12,7% svck ở tháng 4/2023). Trong 5T23, vốn nhà nước thực hiện tăng 18,4% svck lên 177 nghìn tỷ đồng, cao hơn tốc độ tăng 10,1% svck trong 5T22.

**Hình 6: Giải ngân đầu tư công tăng trưởng ổn định**




Nguồn: VNDIRECTS RESEARCH, TỔNG CỤC THỐNG KÊ

**Hình 7: Vốn đầu tư công thực hiện tăng 18% svck trong 5T23**




Nguồn: VNDIRECTS RESEARCH, TỔNG CỤC THỐNG KÊ

Tuy nhiên, vốn đầu tư công thực hiện 5T23 chỉ đạt 25,5% kế hoạch cả năm 2023 (so với 25,6% kế hoạch cả năm 2022 trong 5T22). Do đó, Chính phủ cần đẩy mạnh hơn nữa đầu tư công trong những tháng tới để hoàn thành mục tiêu giải ngân hơn 700.000 tỷ đồng vốn đầu tư công vào năm 2023. Hiện chúng tôi nhận thấy một số yếu tố hỗ trợ để đẩy nhanh hơn nữa các dự án đầu tư công trong năm nay, bao gồm:

- Nợ công của Việt Nam đã giảm đáng kể trong những năm qua: Nhờ tăng trưởng GDP khá trong giai đoạn 2016-2022 và kiểm soát chi tiêu chặt chẽ, nợ công của Việt Nam đã giảm nhanh chóng từ 51% cuối năm 2016 xuống 40% vào cuối năm 2022 (ước tính của IMF), thấp hơn nhiều so với trần nợ công của Việt Nam là 60% GDP. Nợ công thấp tạo dư địa cho việc mở rộng chính sách tài khóa để hỗ trợ phục hồi kinh tế.

- Lợi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam giảm mạnh kể từ đầu năm 2023: Tính đến ngày 10/5, trên thị trường sơ cấp, lợi suất trái phiếu Chính phủ (TPCP) kỳ hạn 10 năm và 15 năm giảm 167 và 170 điểm cơ bản so với đầu năm, xuống lần lượt là 3,0% và 3,1%. Trên thị trường thứ cấp, lợi

suất TPCP kỳ hạn 5 năm và 10 năm của Việt Nam giảm lần lượt 242 và 189 điểm cơ bản so với đầu năm, xuống lần lượt 2,6% và 3,2%.

- Khởi công các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm trong tháng 6/2023: Các dự án đáng chú ý đã được khởi công trong những ngày gần đây bao gồm cao tốc Châu Đốc -Cần Thơ - Sóc Trăng, Biên Hòa - Vũng Tàu, Khánh Hòa - Buôn Ma Thuật và 2 đường vành đai gồm vành đai 4 Hà Nội và vành đai 3 TP.HCM.

Trong giai đoạn 2019-22, giải ngân 6 tháng cuối năm thường chiếm khoảng 60-65% kế hoạch cả năm, do đó chúng tôi vẫn giữ nguyên dự phóng vốn nhà nước thực hiện tăng 25% so với thực tế thực hiện năm 2022.

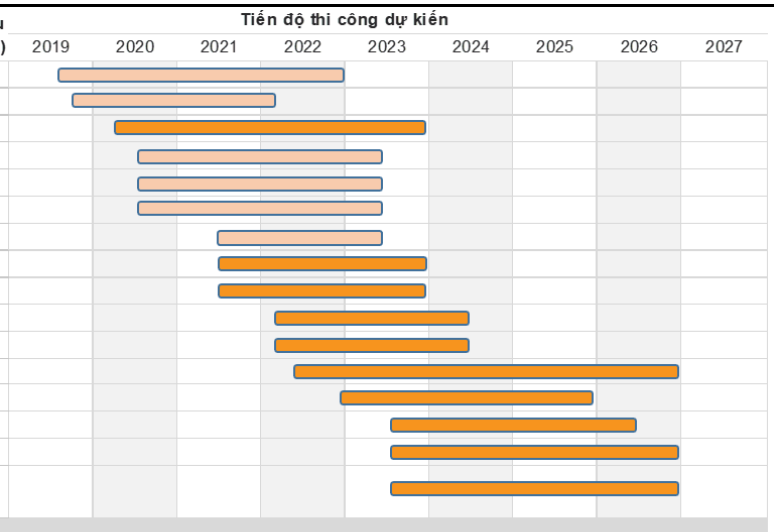
**Nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng tại Việt Nam vẫn rất lớn trong dài hạn**

Trong Kế hoạch phát triển kinh tế-xã hội giai đoạn 2021-30, Chính phủ nêu rõ phát triển cơ sở hạ tầng là ưu tiên hàng đầu để hỗ trợ kinh tế tăng trưởng bền vững trong dài hạn. Dự kiến vốn đầu tư công phân bổ giai đoạn 2021-25 lên tới 2,87 triệu tỷ đồng (tăng 43,5% so với giai đoạn 2016-2020) với các dự án trọng điểm như cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 1 và 2. Lũy kế 2021-22, tổng vốn đầu tư công được giải ngân khoảng 980.715 tỷ đồng. Để hoàn thành kế hoạch, chính phủ cần đẩy mạnh giải ngân rất lớn, khoảng 630.000 tỷ đồng/năm (cao hơn 84% trung bình vốn đầu tư công giải ngân/năm giai đoạn 2016-2020) trong giai đoạn 2023-25.

Bên cạnh đó, theo quy hoạch mạng lưới đường bộ 2021-30, Việt Nam sẽ có lần lượt 3.000 km-5.000 km đường bộ cao tốc đến năm 2025-2030, từ mức chỉ 1.729 km (tính đến ngày 18/06/2023). Do đó, sẽ cần hoàn thành rất nhiều dự án để đạt được các mục tiêu tham vọng trên, từ đó tạo ra khối lượng công việc lớn cho các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng.

**Hình 8: Tiến độ các dự án giao thông trọng điểm**

| Dự án | | Tổng mức đầu tư (tỷ đồng) |
|---|---|---|
| 11 dự án thành phần cao tốc Bắc-Nam (giai đoạn 1) | Cam Lộ - La Sơn | 7.700 |
| | Cao Bồ - Mai Sơn | 1.600 |
| | Cầu Mỹ Thuận 2 | 5.000 |
| | Mai Sơn - Quốc lộ 45 | 12.920 |
| | Vĩnh Hảo - Phan Thiết | 10.853 |
| | Phan Thiết - Dầu Giây | 14.360 |
| | Nghi Sơn - Diễn Châu | 7.615 |
| | Quốc lộ 45 - Nghi Sơn | 8.380 |
| | Diễn Châu - Bãi Vọt | 6.330 |
| | Nha Trang - Cam Lâm | 13.340 |
| | Cam Lâm - Vĩnh Hảo | 13.690 |
| Sân bay Long Thành (giai đoạn 1) | | 109.112 |
| 12 dự án thành phần cao tốc Bắc-Nam (giai đoạn 2) | | 146.990 |
| Đường vành đai 3 (TP.HCM) | | 75.378 |
| Đường vành đai 4 (Hà Nội) | | 85.813 |
| Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng, Biên Hòa - Vũng Tàu, Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột | | 78.227 |
| **Tổng** | | **597.308** |




Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Mảng thu phí BOT: Kỳ vọng dòng tiền sẽ dần cải thiện khi được nhà nước hỗ trợ

### HHV hiện đang là một trong những nhà phát triển BOT lớn nhất Việt Nam…

Hiện nay, HHV đang vận hành 15 trạm thu phí BOT để hoàn vốn cho 4 dự án, bao gồm: (1) Hầm đường bộ qua Đèo Cả, (2) Hầm Phước Tượng-Phú Gia, (3) Cao tốc Bắc Giang-Lạng Sơn kết hợp tăng cường mặt đường QL1, và (4) Dự án mở rộng QL1A qua tỉnh Khánh Hòa.

**Hình 9: Các dự án đầu tư BOT của HHV**

| Dự án BOT | Địa điểm | Tỷ lệ sở hữu | Tổng mức đầu tư (Tỷ đồng) | Thời gian thu phí | Mô tả |
|---|---|---|---|---|---|
| Hầm đường bộ qua hầm Đèo Cả (Hầm Đèo Cả, Cổ Mã, Hầm Cù Mông, Hầm Hải Vân 1 và 2) | Huế, Đà Nẵng, Bình Định, Phú Yên, Khánh Hòa | 72,09% | 21.612 | Trạm hầm Đèo Cả, Cổ Mã: 09/2017-06/2045<br>Trạm hầm Cù Mông: 04/2019-06/2045<br>Trạm hầm Hải Vân 2: 05/2021-06/2045<br>Trạm An Dân: 09/2013-06/2045 | 1. Hầm đường bộ Đèo Cả gồm: tuyến hầm Đèo Cả dài 4.125m, tuyến hầm Cổ Mã dài 500m và 8.565m đường dẫn. Thời gian khi qua hầm còn 10 phút thay vì đi đèo mất 45 phút, đồng thời giảm tai nạn ở cung đường đèo hiểm trở này.<br>2. Hầm Cù Mông có tổng chiều dài toàn 6.620m. Phương tiện lưu thông qua hầm chỉ mất 6 phút thay vì 30 phút khi đi đường đèo.<br>3. Hầm Hải Vân là hầm đường bộ dài nhất khu vực Đông Nam Á, tổng chiều dài 12.600m. Dự án gồm 2 giai đoạn: Giai đoạn 1 sửa chữa và nâng cấp hầm Hải Vân 1, giai đoạn 2 thi công mở rộng hầm Hải Vân 2. Các phương tiện chỉ mất khoảng 15 phút khi di chuyển qua hầm thay vì mất hơn 60 phút đi đường đèo nhiều nguy hiểm. |
| Bắc Giang-Lạng Sơn | Bắc Giang, Lạng Sơn | 68,34% | 12.188 | Trạm cao tốc Bắc Giang-Lạng Sơn: 02/2020-12/2048<br>Trạm tăng cường QL1: 06/2018-08/2048 | Dự án được triển khai từ 2015, bị đình trệ do năng lực yếu kém của nhà đầu tư cũ. Năm 2017, Đèo Cả tham gia "giải cứu" dự án và hoàn thành chỉ sau 2 năm. Dự án gồm 2 hợp phần, hợp phần nâng cấp Quốc lộ 1 dài 110km, hợp phần cao tốc BG-LS dài 64km. Tuy nhiên, dự án chưa có sự đồng bộ khi cao tốc Hữu Nghị-Chi Lăng chưa vận hành, phương tiện phải đi ra quốc lộ 1A để ra cửa khẩu Hữu Nghị, ảnh hưởng tiêu cực đến lưu lượng. |
| Hầm Phước Tượng-Phú Gia | Huế | 99,47% | 1.842 | 08/2016-12/2035 | Hầm Phước Tượng có chiều dài 375m, phần đường dẫn vào hầm 4,200 m; hầm Phú Gia có chiều dài 447m, đường vào hầm dài 2.600m. Phương tiện đi qua hầm sẽ rút ngắn thời gian và giảm tai nạn giao thông khi đi qua đèo Hải Vân. Dự án được thu phí chung với trạm hầm Hải Vân 2, nên mức giá thu phí cao kịch khung cho phép. |
| Dự án mở rộng QL1A qua tỉnh Khánh Hòa | Khánh Hòa | 47,21% | 2.644 | 01/2016-08/2037 | Điểm đầu dự án tại Km1374+525, thuộc huyện Vạn Ninh, Khánh Hòa (giáp với điểm cuối dự án hầm Đèo Cả). Điểm cuối dự án tại Km1425 (Thị xã Ninh Hòa, Khánh Hòa), hướng tuyến bám theo QL1 hiện hữu; trên toàn tuyến có 18 cây cầu với tổng chiều dài 575,45m. |

Nguồn: : VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### … tuy nhiên, nhiều dự án đang gặp khó khăn về dòng tiền

Do đặc thù ngành, dòng tiền của các dự án BOT thường yếu trong những năm đầu vận hành và sẽ dần được cải thiện trong những năm tiếp theo, do (1) tổng mức đầu tư ban đầu lớn, (2) lưu lượng giao thông quan trạm thu phí còn thấp trong thời gian đầu vận hành khi thói quen di chuyển chưa thay đổi và (3) các dự án thường sử dụng tỷ lệ đòn bẩy cao (khoảng 70-80%) do đó áp lực trả lãi vay, nợ gốc lớn trong những năm đầu.

Theo phương án tài chính (PATC) được chủ đầu tư và Chính phủ ký kết, tỷ suất hoàn vốn nội bộ (IRR) của dự án BOT thường là 11-12%. Theo luật PPP, trường hợp doanh thu cao/thấp hơn 25% theo PATC, chủ đầu tư sẽ được quyền đàm

phán với các cơ quan có thẩm quyền để điều chỉnh về thời gian thu phí theo lưu lượng và doanh thu thực tế để đảm bảo IRR như cam kết.

Đối với trường hợp "vỡ" PATC - dự án không có khả năng hoàn vốn, Chính phủ sẽ hỗ trợ bằng cách mua lại toàn bộ hoặc một phần dự án. Tuy nhiên, đến nay vẫn chưa có dự án BOT nào được phê duyệt mua lại dự án, gây ảnh hưởng đến khả năng thu hút vốn đầu tư tư nhân vào phát triển hạ tầng giao thông tại Việt Nam. Về phía chủ đầu tư, doanh nghiệp cũng sẽ yêu cầu ngân hàng chia sẻ khó khăn thông qua việc giãn, hoãn trả nợ vay & nợ gốc.

**Hình 10: Một số đặc điểm của dự án BOT điển hình**

| | |
|---|---|
| **Thời gian thu phí** | Tùy vào tổng mức đầu tư dự án, trung bình thu phí 20 năm. |
| **Gía vé** | Theo hợp đồng, 3 năm tăng giá vé 15%. |
| **Các loại chi phí** | Gồm: (1) Chi phí lãi vay, (2) Chi phí quản lý, vận hành trạm thu phí, (3) Chi phí duy tu, sửa chữa, trung tu và đại tu dự án. Căn cứ vào tình trạng thực tế của dự án, trung bình 4 năm trung tu 1 lần, 14 năm đại tu một lần. |
| **Thời gian vay nợ** | Thời hạn vay khoảng 10-15 năm. Dự án được ân hạn cả gốc lẫn lãi trong thời gian xây dựng dự án. Bắt đầu trả lãi và gốc vay khi trạm bắt đầu thu phí. |
| **Vốn ngân sách nhà nước** | Không vượt quá 50% tổng mức đầu tư (theo luật PPP). |
| **Vốn tư nhân** | Vốn chủ sở hữu: 15-20% tổng vốn tư nhân. Vốn vay ngân hàng: 80-85% tổng vốn tư nhân. |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Đối với các dự án BOT của HHV, công ty đang gặp một số khó khăn sau:

- Hầm đường bộ qua Đèo Cả: Theo PATC, dự án được phép vận hành 7 trạm BOT, bao gồm: Đèo Cả, Ninh Lộc, An Dân, Cù Mông, Bắc Hải Vân và La Sơn-Tuý Loan. Tuy nhiên, trạm La Sơn-Tuý Loan đã không được tiến hành thu phí như kế hoạch do gặp sự phản đối của người dân địa phương (đường cao tốc La Sơn-Túy Loan đã được hoàn thành theo hình thức đầu tư BT trước đó nhưng lại được sử dụng trạm thu phí để hoàn vốn cho dự án hầm đường bộ qua Đèo Cả). Kết quả là doanh thu thu phí của cả dự án chỉ đạt 994 tỷ đồng trong năm 2022, chưa đạt PATC. Theo đó, trong đề xuất hỗ trợ 8 dự án BOT của Bộ Giao thông Vận tải (GTVT) trong tháng 5/2023, Bộ đã đề xuất bổ sung khoảng 2.280 tỷ đồng để mua lại quyền thu phí tại trạm La Sơn - Túy Loan. Bên cạnh đó, dự án vẫn chưa nhận được 1.180 tỷ đồng/5.048 tỷ đồng nguồn vốn nhà nước cam kết góp vốn vào dự án, làm tăng gánh nặng nợ vay cho doanh nghiệp.

- Cao tốc Bắc Giang-Lạng Sơn: dự án cũng không được thu phí tại trạm thu phí Km93+160 trên QL1. Doanh thu thu phí của dự án chỉ đạt 286 tỷ đồng trong năm 2022, chưa đạt như PATC. Mặc dù, dự án đã được chấp thuận kéo dài thời gian thu phí thêm 4 năm tới 2048, tuy nhiên áp lực dòng tiền trong ngắn hạn vẫn là khá lớn.

- Hiện nay, trạm thu phí Bắc Hải Vân được vận hành thu hồi vốn cho cả hầm Phước Tượng-Phú Gia và hầm Hải Vân 2. Giá vé tại trạm này đang cao tối đa trong mức cho phép. Do đó, việc tăng giá vé theo PATC trong thời gian tới sẽ gặp khó khăn.

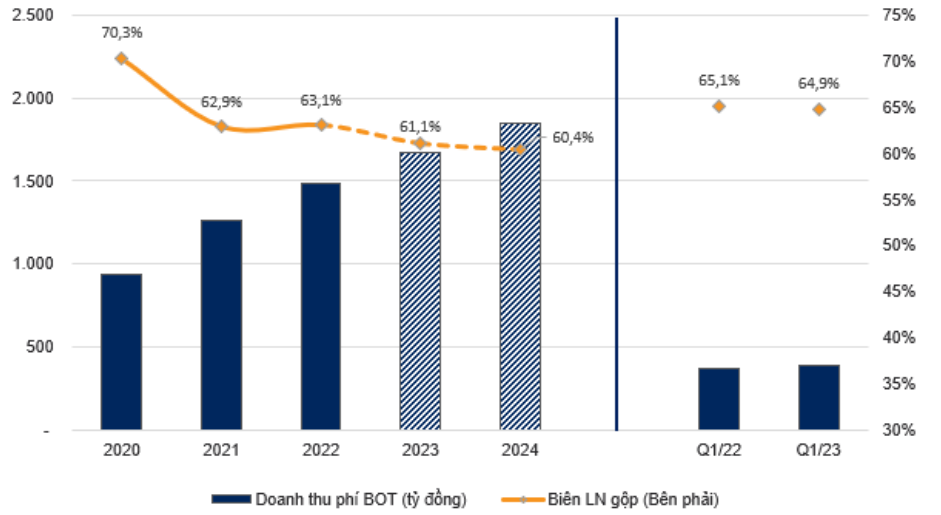
Các trạm thu phí còn lại (bao gồm trạm Ninh Lộc, An Dân, Đèo Cả) do đã được vận hành lâu hơn (từ giai đoạn 2016-2017) nên hiện tại vẫn đem lại doanh thu ổn định cho công ty, khoảng 600-750 tỷ đồng/năm.

## Kỳ vọng doanh thu tăng trưởng lần lượt 12,5%/10,7% svck trong giai đoạn 2023-24 nhờ tăng giá vé thu phí và cải thiện lưu lượng

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu giai đoạn 2023-24 lần lượt tăng 12,5%/10,7% svck, đạt 1.669 tỷ đồng/1.847 tỷ đồng. Động lực tăng trưởng chính sẽ đến từ (1) các trạm BOT An Dân, Đèo Cả và Cù Mông kỳ vọng được tăng giá vé 18% theo PATC trong giai đoạn 6 tháng cuối năm 2023, (2) các trạm BOT cao tốc Bắc Giang-Lạng Sơn và QL1 kỳ vọng tăng giá 15% theo PATC trong năm 2024. Trong khi đó, việc nền kinh tế dần ấm trở lại sẽ giúp lưu lượng phương tiện qua các trạm thu phí tăng trưởng ổn định.

Biên LN gộp của mảng thu phí BOT giai đoạn 2023-24 sẽ giảm lần lượt 1,9 điểm % /0,7 điểm % svck, đạt 61,1%/60,4%, do công ty đang có kế hoạch thực hiện trung tu hầm Đèo Cả và cao tốc Bắc Giang-Lạng Sơn trong thời gian tới.

**Hình 11: Dự phóng doanh thu và biên LN của mảng thu phí BOT giai đoạn 2023-24**




Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Triển vọng được Nhà nước mua lại và hỗ trợ các dự án BOT khó khăn

**Hình 12: Bộ Giao thông Vận tải đề xuất Chính phủ giải pháp mua lại & hỗ trợ 8 dự án BOT giao thông đường bộ**

| Dự án | Các công ty niêm yết liên quan | Đề xuất tháng 5/2023 (Tỷ đồng) | Đề xuất tháng 10/2022 (Tỷ đồng) | %Thay đổi | Tổng mức đầu tư (Tỷ đồng) |
|---|---|---|---|---|---|
| Hầm đường bộ qua Đèo Cả | HHV | 2.280 | 2.280 | 0% | 21.612 |
| Cầu đường sắt Bình Lợi | | 571 | 612 | -7% | 1.302 |
| Vành đai phía Tây TP.Thanh Hóa | | 892 | 920 | -3% | 1.836 |
| Quốc lộ 91 TP.Cần Thơ | CTI, SNZ | 1.754 | 1.879 | -7% | 1.720 |
| Thái Nguyên-Chợ Mới | C4G | 2.850 | 3.250 | -12% | 2.744 |
| Đường Hồ Chí Minh, tỉnh Đắk Lắk | S4A | 745 | 703 | 6% | 1.509 |
| Cầu Thái Hà | BOT | 717 | 2.049 | -65% | 1.671 |
| Cầu Việt Trì-Ba Vì | | 533 | 1.422 | -63% | 1.460 |

Ghi chú: Dự án được đề xuất kết thúc dự án và được mua bởi ngân sách nhà nước

Dự án được đề xuất tiếp tục hợp đồng và kéo dài thời gian hoàn vốn

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Bộ GTVT đã có 2 lần đề xuất tờ trình số 4405/TTr-BGTVT, kiến nghị Chính Phủ thông qua các giải pháp xử lý khó khăn 8 dự án BOT giao thông bằng nguồn

ngân sách nhà nước (chi tiết ở hình 12). Đây là những dự án đã được hoàn thành, đưa vào khai thác nhưng vẫn chưa được thu phí hoặc không thể thu do mất an ninh trật tự hoặc phương án tài chính bị phá vỡ.

Trong lần đề xuất hồi tháng 5/2023, tổng số tiền được Bộ GTVT đưa ra là 10.342 tỷ đồng, giảm 21% so với đề xuất hồi tháng 10/2022. Nếu được chấp thuận, nhiều chủ đầu tư các dự án trên sẽ chịu lỗ do (1) các dự án đã không được thu phí cao như phương án tài chính ban đầu và (2) mức đề xuất của Bộ Giao thông Vân tải khá sát so với tổng mức đầu tư của các dự án. Tuy nhiên, việc thu hồi được khoản vốn đầu tư lớn ban đầu đã là thành công của các chủ đầu tư ở thời điểm hiện tại khi nhiều dự án gần như không có khả năng thu hồi vốn nếu tiếp tục duy trì như hiện nay.

Trong khi nhu cầu xây dựng hạ tầng tại Việt Nam là rất lớn, Chính phủ đang cần thu hút nguồn vốn ngoài nhà nước để đảm bảo nguồn lực phát triển. Do đó, để tạo tiền lệ tốt và tăng hấp dẫn trong thu hút vốn đầu tư tư nhân, Chính phủ cần hỗ trợ các dự án đang không đảm bảo như PATC ban đầu.

Đối với HHV, công ty cũng sẽ được kỳ vọng nhận được hỗ trợ 2.280 tỷ đồng cho dự án hầm đường bộ qua Đèo Cả từ đề xuất trên của Bộ GTVT.

## Động lực tăng trưởng dài hạn đến từ 3 dự án PPP mới

Mới đây, đại hội cổ đông HHV đã chấp thuận phương án phát hành tăng vốn chủ sở hữu từ cổ đông hiện hữu và nhà đầu chiến lược. Số tiền dự kiến huy động được là khoảng hơn 1.500 tỷ đồng, trong đó HHV dự kiến chi 706 tỷ đồng để tham gia góp vốn đầu tư tại các dự án PPP bao gồm Đồng Đăng-Trà Lĩnh, Hữu Nghị-Chi Lăng và Tân Phú-Bảo Lộc. Đây là nhóm các dự án đã được công ty và Tập đoàn Đèo Cả theo đuổi trong thời gian dài và có nhiều cơ hội trở thành chủ đầu tư chính thức.

Với quy mô đầu tư lớn của các dự án PPP kể trên (tổng mức đầu tư 40.994 tỷ đồng), chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là động lực tăng trưởng quan trọng cho HHV trong dài hạn nhờ (1) tiềm năng tăng doanh thu thu phí BOT và (2) tăng giá trị ký mới cho mảng xây lắp và mảng bảo trì, duy tu, sửa chữa. Chúng tôi sẽ tiến hành bổ sung 3 dự án trên vào mô hình dự phóng sau khi liên danh của HHV chính thức được công nhận làm chủ đầu tư dự án.

**Hình 13: Các dự án PPP mà HHV đang theo đuổi**

| Dự án | Địa điểm | Tổng mức đầu tư (Tỷ đồng) | Quy mô (Km) | Thời gian xây dựng dự kiến | Tiến độ pháp lý |
|---|---|---|---|---|---|
| Tân Phú-Bảo Lộc | Đồng Nai-Lâm Đồng | 17.200 | 65 | 2023-2025 | Dự án được Thủ tướng phê duyệt chủ trương đầu tư trong T11/22. Tập đoàn Đèo Cả đã tham gia hỗ trợ UBND tỉnh Lâm Đồng hoàn thiện các nghiên cứu, khảo sát, kỹ thuật dự án. Công ty kỳ vọng dự án sẽ được phê duyệt báo cáo nghiên cứu khả thi trong Q3/23 và sớm được khởi công trong những tháng tiếp theo. |
| Hữu Nghị-Chi Lăng | Lạng Sơn | 10.620 | 43 | 2023-2025 | Cuối T10/22, dự án Hữu Nghị-Chi Lăng đã được phê duyệt đầu tư thành dự án độc lập (tách riêng cao tốc Bắc Giang-Lạng Sơn). Trong T5/23, tập đoàn Đèo Cả đã trình báo cáo nghiên cứu khả thi đến UBND tỉnh Lạng Sơn và kỳ vọng sẽ được phê duyệt trong Q3/23. Dự án dự kiến sẽ khởi công trong Q4/23. |
| Đồng Đăng-Trà Lĩnh | Lạng Sơn-Cao Bằng | 13.174 | 121 | 2023-2025 | Dự án đã được Thủ tướng phê duyệt đầu tư trong T8/20. Công ty đã nộp thẩm định báo cáo nghiên cứu khả thi trong T5/23 và kỳ vọng sẽ được phê duyệt trong T7/23. Dự án dự kiến sẽ khởi công trong Q4/23. |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Mảng xây lắp: Giá trị backlog lớn đảm bảo tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn 2023-25

### Khẳng định năng lực thi công với các dự án trọng điểm quốc gia và yêu cầu kỹ thuật cao

Cùng với Tập đoàn Đèo Cả, HHV đã tham gia thi công nhiều dự án quy mô lớn và yêu cầu kỹ thuật cao như hầm qua núi, hầm bao biển, cao tốc,... Đáng chú ý, nhiều dự án đã hoàn thành vượt tiến độ, giảm thiểu chi phí đầu tư so với kế hoạch ban đầu. Với hồ sơ năng lực thi công ấn tượng, chúng tôi kỳ vọng HHV sẽ có nhiều cơ hội nhận các gói thầu mới trong tương lai và được hưởng lợi từ làn sóng đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng tại Việt Nam.

**Hình 14: HHV và Tập đoàn Đèo Cả đã chứng minh năng lực thi công vượt trội qua các dự án**

| Dự án | Địa điểm | Thời gian thi công | Tổng mức đầu tư (Tỷ đồng) | Đặc điểm vượt trội |
|---|---|---|---|---|
| Hầm Đèo Cả, hầm Cổ Mã | Phú Yên-Khánh Hòa | T11/12-T9/17 | 11.378 | Hầm đường bộ lớn thứ 2 Việt Nam. Dự án hoàn thành trước 4 tháng, tiết kiệm được hơn 4.000 tỷ đồng (dùng nguồn vốn này để xây hầm Cù Mông). |
| Hầm Cù Mông | Bình Định-Phú Yên | T9/15-T1/19 | 4.627 | Dự án vượt tiến độ 2,5 tháng. |
| GĐ 1-Sửa chữa hầm Hải Vân 1 và GĐ 2-Xây dựng hầm Hải Vân 2 mở rộng | Huế-Đà Nẵng | GĐ 1: T4/16-T8/17<br>GĐ 2: T12/16-T1/21 | 7.296 | Hầm đường bộ dài nhất khu vực Đông Nam Á, khẳng định năng lực doanh nghiệp Việt Nam trong việc thực hiện dự án tầm cỡ quốc tế. |
| Cao tốc Bắc Giang-Lạng Sơn và kết hợp tăng cường QL1 | Bắc Giang, Lạng Sơn | 2017-2020 | 12.188 | Tham gia giải cứu dự án, hoàn thành chưa đầy 2 năm. |
| Cao tốc Trung Lương-Mỹ Thuận | Hồ Chí Minh-Tiền Giang | T3/19-T1/22 | 1.842 | Tham gia giải cứu dự án bị đình trệ 10 năm, và hoàn thành sau 3 năm thi công. |
| Hầm Thung Thi (thuộc cao tốc Mai Sơn-QL45) | Khánh Hòa | 2013-2015 | 2.644 | Tham gia giải cứu các hạng mục khác bị chậm tiến độ, giúp dự án hoàn thành kế hoạch đề ra. |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Giá trị backlog lớn giúp đảm bảo tăng trưởng trong giai đoạn 2023-24

Mới đây, HHV là số ít các nhà thầu được chỉ định tham gia dự án cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2 với tổng giá trị xây lắp đạt 1.759 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính giá trị backlog của công ty tại cuối Q1/23 là hơn 2.907 tỷ đồng, tương đương 6 lần trung bình doanh thu của giai đoạn 2020-22.

Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ nhận được thêm khoảng 2.100 tỷ đồng giá trị ký mới từ 3 dự án PPP (bao gồm Đồng Đăng – Trà Lĩnh, Tân Phú – Bảo Lộc và Hữu Nghị - Chi Lăng) chuẩn bị được triển khai trong giai đoạn 2023-2025.

**Hình 15: Backlog ước tính của các gói thầu cuối Q1/23**

| Tên dự án | Gói thầu | Giai đoạn thi công | Giá trị hợp đồng (Không tính liên doanh-tỷ đồng) | Backlog ước tính cuối Q1/23 (Tỷ đồng) |
|---|---|---|---|---|
| Cao tốc Cam Lâm-Vĩnh Hảo | XL1, XL5, XL8 | T9/21-T12/23 | 320 | 75 |
| Cao tốc Cam Lâm-Vĩnh Hảo | XL9 (Hầm Núi Vung) | T9/21-T3/24 | 105 | 31 |
| Cao tốc Cam Lâm-Vĩnh Hảo | XL14 (Hệ thống ATGT) | T5/22-T9/23 | 147 | 63 |
| Đường ven biển Bình Định | XL02 | T4/22-T12/24 | 591 | 535 |
| Đèo Prenn | XL04 | T2/23-T12/23 | 414 | 414 |
| Cao tốc Quảng Ngãi-Hoài Nhơn | XL1 và XL1 thầu phụ | T1/23-T10/25 | 923 | 923 |
| Cao tốc Quảng Ngãi-Hoài Nhơn | XL2 | T3/23-T12/25 | 413 | 413 |
| Cao tốc Quảng Ngãi-Hoài Nhơn | XL3 | T3/23-T9/26 | 454 | 454 |
| **Tổng** | | | **3.365** | **2.907** |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Năm 2023, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng xây lắp của HHV sẽ tăng mạnh 87% svck đạt 991 tỷ đồng nhờ ghi nhận các dự án cao tốc Cam Lâm-Vĩnh Hảo, cao tốc Quảng Ngãi-Hoài Nhơn, dự án đường ven biển Bình Định. Dự phóng này của chúng tôi đã phản ánh sự thận trọng đối với giá trị ghi nhận tại cao tốc Quảng Ngãi-Hoài Nhơn (chiếm hơn 50% giá trị backlog hiện tại), khi dự án đang bị chậm tiến độ do gặp khó khăn trong việc giải phóng mặt bằng.

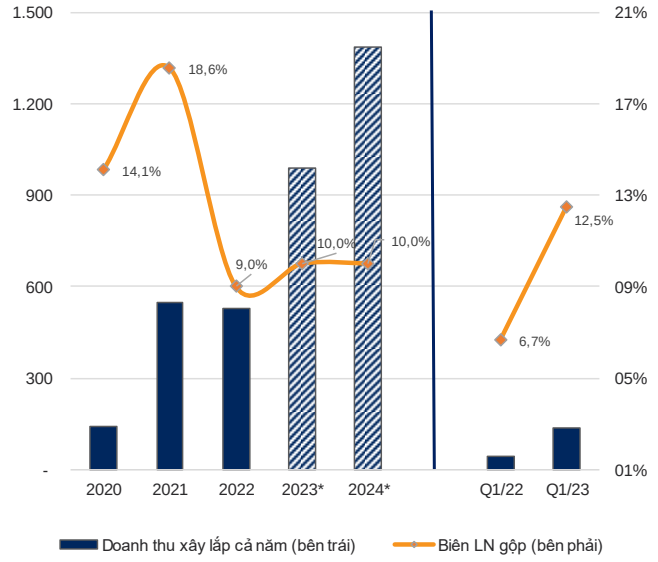
Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng doanh thu xây lắp đạt 1.200 tỷ đồng, tăng 21,1% svck, nhờ sự hỗ trợ từ backlog ước tính đạt 4.239 tỷ đồng vào cuối năm 2023

*Biên LN gộp giai đoạn 2023-24 sẽ được cải thiện so với năm 2022*

Trong giai đoạn 2020-2022, biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp của HHV thường cao hơn so với các doanh nghiệp trong ngành nhờ sở hữu (1) năng lực thi công tốt, và (2) đội ngũ cố vấn có nhiều chuyên gia, cựu lãnh đạo trong ngành. Vì thế, doanh nghiệp kiểm soát tình hình thi công hiệu quả và tiết kiệm chi phí tốt hơn. Đáng chú ý, hầm Đèo Cả đã xây dựng tiết kiệm 4.000 tỷ đồng và dùng nguồn vốn này thi công cho hầm Cù Mông.

Trong Q1/23, HHV ghi nhận biên LN gộp mảng xây lắp tăng 5,8 điểm % svck lên 12,5%. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp mảng xây lắp trong giai đoạn 2023-24 sẽ được cải thiện 1 điểm % so với năm 2022, đạt 10% nhờ giá nguyên vật liệu xây dựng thấp hơn.

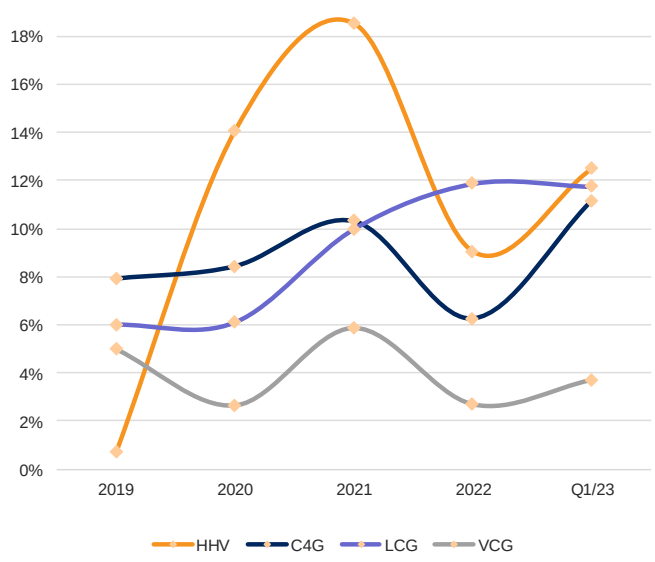
**Hình 16: Dự phóng doanh thu và biên LN gộp của mảng xây lắp của HHV (tỷ đồng)**




**: dự phóng*

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 17: Biên LN gộp mảng xây lắp của các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng**




Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Triển vọng KQKD 2023-24

**Hình 18: Dự phóng kết quả kinh doanh của HHV giai đoạn 2023-24**

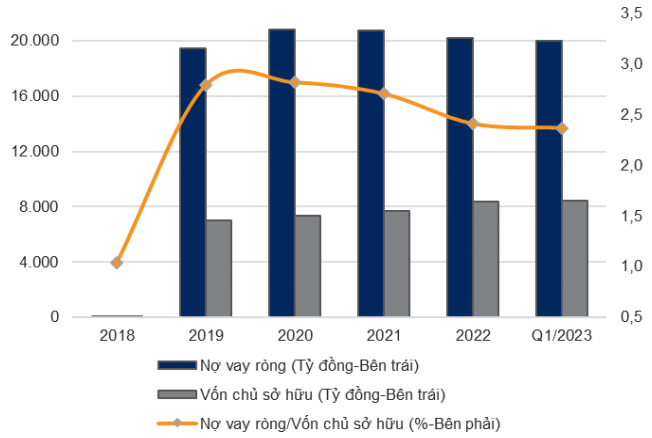
| Tỷ đồng | 2022 | 2023 | %svck | 2024 | %svck | Nhận xét |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Doanh thu** | **2.094,6** | **2.786,0** | **33,0%** | **3.145,4** | **12,9%** | |
| *Thu phí BOT* | 1.484,1 | 1.669,4 | 12,5% | 1.847,3 | 10,7% | |
| *Xây lắp* | 530,3 | 991,1 | 86,9% | 1.199,9 | 21,1% | |
| *Bảo trì, duy tu, sửa chữa* | 41,1 | 83,7 | 103,6% | 53,4 | -36,2% | Giai đoạn 2023-24, các dự án lớn như hầm đường bộ qua Đèo Cả, cao tốc Bắc Giang-Lạng Sơn, hầm Hải Vân 1 được trùng tu. |
| *Khác* | 39,1 | 41,7 | 6,9% | 44,8 | 7,4% | |
| Lợi nhuận gộp | 1.016,6 | 1.160,1 | 14,1% | 1.265,8 | 9,1% | |
| Biên lợi nhuận gộp | 48,5% | 41,6% | -6,9 đ % | 40,2% | -1,4 đ % | |
| *Thu phí BOT* | 63,1% | 61,1% | -2,0 đ % | 60,4% | -0,7 đ % | |
| *Xây lắp* | 9,1% | 10,0% | 0,9 đ % | 10,0% | 0,0 đ % | |
| *Bảo trì, duy tu, sửa chữa* | 56,4% | 37,0% | -19,4 đ % | 37,0% | 0,0 đ % | Chúng tôi thận trọng sử dụng biên LN gộp trung bình giai đoạn 2019-22 để dự phóng cho 2023-24 |
| CPBH&QLDN | 72,9 | 111,4 | 52,9% | 125,8 | 12,9% | |
| *CPBH&QLDN/DT* | 3,5% | 4,0% | 1,5 đ % | 4,0% | 0,0 đ % | |
| EBIT | 943,7 | 1.048,6 | 11,1% | 1.140,0 | 8,7% | |
| Doanh thu tài chính | 5,4 | 9,2 | 68,1% | 9,2 | 0,0% | |
| Chi phí lãi vay | 647,6 | 715,2 | 10,4% | 712,4 | -0,4% | Năm 2023, chi phí lãi vay tăng 10,4% svck do công ty tăng huy động vốn vay ngắn hạn hỗ trợ vốn lưu động cho mảng xây lắp. Năm 2024, chi phí lãi giảm nhẹ 0,4% svck do kỳ vọng mặt bằng lãi suất giảm. |
| Lợi nhuận trước thuế | 353,9 | 402,0 | 13,6% | 503,5 | 25,2% | |
| Lợi nhuận sau thuế | 297,4 | 337,8 | 13,6% | 423,1 | 25,2% | |
| **Lợi nhuận ròng** | **264,1** | **304,5** | **15,3%** | **389,8** | **28,0%** | |
| Biên lợi nhuận ròng | 12,6% | 10,9% | -1,7 đ % | 12,4% | 1,5 đ % | |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Tỷ lệ đòn bẩy dần được cải thiện cải thiện tuy nhiên vẫn ở mức đáng lo ngại

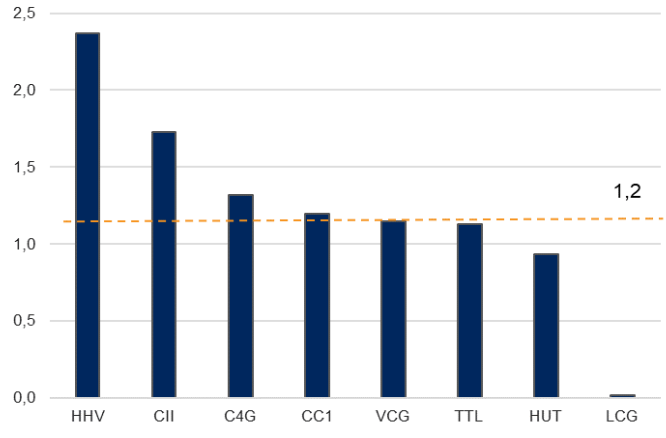
Sau khi nhận phần vốn góp tại các trạm BOT kể từ năm 2019, tỷ lệ Nợ vay ròng/Vốn chủ sở hữu của HHV đã tăng mạnh lên mức 2,9 lần tại cuối năm 2019 so với mức chỉ 1,1 lần của 2018. Mặc dù đã được cải thiện xuống mức 2,4x tại cuối Q1/23, tuy nhiên tỷ lệ Nợ vay ròng/Vốn chủ sở hữu của công ty vẫn đang khá cao so với trung bình các công ty xây dựng hạ tầng niêm yết (1,2 lần). Tỷ lệ đòn bẩy cao so với các công ty trong ngành sẽ là điểm trừ của HHV trong việc tham gia đấu thầu tại các dự án mới. Như đã đề cập trên, chúng tôi kỳ vọng HHV sẽ nhận được 3.460 tỷ đồng từ khoản hỗ trợ dự án BOT hầm đường bộ qua Đèo Cả giai đoạn 2023-24. Khi đó tỷ lệ Nợ vay ròng/Vốn chủ sở hữu của công ty sẽ giảm xuống mức 2,1 lần, theo ước tính của chúng tôi.

**Hình 19: Tỷ lệ nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu của HHV đang cao hơn so với trung bình ngành**



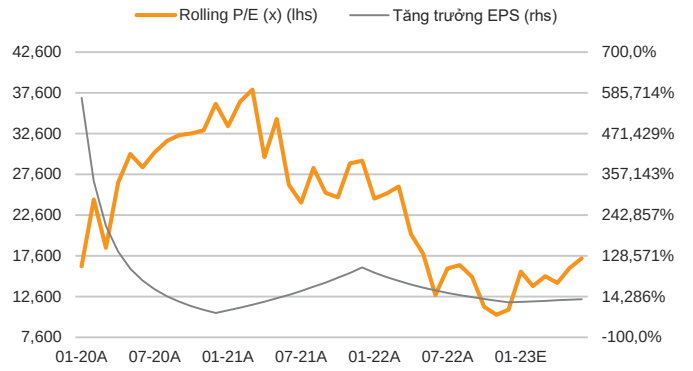

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

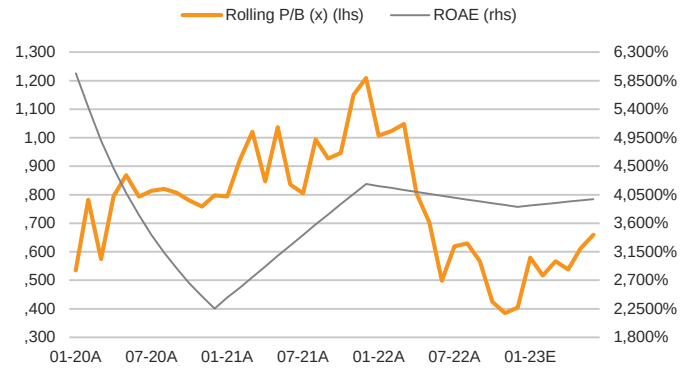
**Hình 20: Tỷ lệ nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu của HHV đang cao hơn so với trung bình ngành (số liệu tại cuối Q1/23)**




Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Định giá




**Báo cáo KQ HĐKD**

| (tỷVND) | 12-22A | 12-23E | 12-24E |
|---|---|---|---|
| Doanh thu thuần | 2.095 | 2.786 | 3.145 |
| Giá vốn hàng bán | (1.078) | (1.626) | (1.880) |
| Chi phí quản lý DN | (73) | (111) | (126) |
| Chi phí bán hàng | 0 | 0 | 0 |
| **LN hoạt động thuần** | **944** | **1.049** | **1.140** |
| EBITDA thuần | 1.225 | 1.463 | 1.595 |
| **Chi phí khấu hao** | **(281)** | **(414)** | **(455)** |
| **LN HĐ trước thuế & lãi vay** | **944** | **1.049** | **1.140** |
| Thu nhập lãi | 5 | 9 | 9 |
| Chi phí tài chính | (648) | (721) | (719) |
| Thu nhập ròng khác | 0 | 6 | 6 |
| TN từ các Cty LK & LD | 53 | 59 | 67 |
| **LN trước thuế** | **354** | **402** | **504** |
| Thuế | (57) | (64) | (80) |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | (33) | (33) | (33) |
| **LN ròng** | **264** | **304** | **390** |
| Thu nhập trên vốn | 264 | 304 | 390 |
| Cổ tức phổ thông | 0 | 0 | 0 |
| **LN giữ lại** | **264** | **304** | **390** |

**Báo cáo LCTT**

| (tỷVND) | 12-22A | 12-23E | 12-24E |
|---|---|---|---|
| **LN trước thuế** | **354** | **402** | **504** |
| Khấu hao | 284 | 415 | 455 |
| Thuế đã nộp | (36) | (64) | (80) |
| Các khoản điều chỉnh khác | (238) | (311) | (334) |
| **Thay đổi VLĐ** | **2** | **172** | **40** |
| **LC tiền thuần HĐKD** | **365** | **613** | **585** |
| Đầu tư TSCĐ | (197) | 0 | (400) |
| Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ | (3) | 0 | 0 |
| Các khoản khác | 0 | 0 | 0 |
| Thay đổi tài sản dài hạn khác | 5 | (59) | (67) |
| **LC tiền từ HĐĐT** | **(194)** | **(59)** | **(467)** |
| Thu từ PH CP, nhận góp VCSH | 404 | 215 | 0 |
| Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ | 0 | 0 | 0 |
| Tiền vay ròng nhận được | (455) | (434) | (22) |
| Dòng tiền từ HĐTC khác | | | |
| Cổ tức, LN đã trả cho CSH | 0 | 0 | 0 |
| **LC tiền thuần HĐTC** | **(51)** | **(219)** | **(22)** |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì | 262 | 382 | 501 |
| **LC tiền thuần trong năm** | **120** | **335** | **96** |
| Tiền & tương đương tiền cuối kì | 382 | 717 | 598 |

**Bảng cân đối kế toán**

| (tỷVND) | 12-22A | 12-23E | 12-24E |
|---|---|---|---|
| Tiền và tương đương tiền | 382 | 501 | 598 |
| Đầu tư ngắn hạn | 73 | 73 | 73 |
| Các khoản phải thu ngắn hạn | 457 | 534 | 689 |
| Hàng tồn kho | 161 | 178 | 257 |
| Các tài sản ngắn hạn khác | 111 | 139 | 220 |
| **Tổng tài sản ngắn hạn** | **1.184** | **1.426** | **1.838** |
| Tài sản cố định | 28.575 | 28.161 | 28.105 |
| Tổng đầu tư | 531 | 591 | 657 |
| Tài sản dài hạn khác | 5.363 | 6.077 | 7.075 |
| **Tổng tài sản** | **35.653** | **36.254** | **37.675** |
| Vay & nợ ngắn hạn | 873 | 1.590 | 2.013 |
| Phải trả người bán | 1.095 | 1.448 | 1.648 |
| Nợ ngắn hạn khác | 1.890 | 1.951 | 2.202 |
| **Tổng nợ ngắn hạn** | **3.857** | **4.989** | **5.863** |
| Vay & nợ dài hạn | 19.780 | 19.551 | 19.001 |
| Các khoản phải trả khác | 3.640 | 2.786 | 3.460 |
| Vốn điều lệ và | 3.078 | 3.294 | 3.294 |
| LN giữ lại | 821 | 1.125 | 1.515 |
| **Vốn chủ sở hữu** | **7.178** | **7.698** | **8.088** |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 1.198 | 1.231 | 1.264 |
| **Tổng nợ và vốn chủ sở hữu** | **35.653** | **36.254** | **37.675** |

**Các chỉ số cơ bản**

| | 12-22A | 12-23E | 12-24E |
|---|---|---|---|
| **Dupont** | | | |
| Biên LN ròng | 12,6% | 10,9% | 12,4% |
| Vòng quay TS | 0,06 | 0,08 | 0,09 |
| ROAA | 0,8% | 0,8% | 1,1% |
| Đòn bẩy tài chính | 5,09 | 4,83 | 4,68 |
| ROAE | 3,9% | 4,1% | 4,9% |
| **Hiệu quả** | | | |
| Số ngày phải thu | 79,6 | 70,0 | 80,2 |
| Số ngày nắm giữ HTK | 54,4 | 40,0 | 50,1 |
| Số ngày phải trả tiền bán | 370,7 | 325,0 | 320,9 |
| Vòng quay TSCĐ | 0,07 | 0,10 | 0,11 |
| ROIC | 0,9% | 1,0% | 1,3% |
| **Thanh khoản** | | | |
| Khả năng thanh toán ngắn hạn | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Khả năng thanh toán nhanh | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Khả năng thanh toán tiền mặt | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Vòng quay tiền | (236,7) | (215,0) | (190,5) |
| **Chỉ số tăng trưởng (yoy)** | | | |
| Tăng trưởng DT thuần | 12,5% | 33,0% | 12,9% |
| Tăng trưởng LN từ HĐKD | 13,7% | 11,1% | 8,7% |
| Tăng trưởng LN ròng | (1,8%) | 15,3% | 28,0% |
| Tăng trưởng EPS | (1,8%) | 15,3% | 28,0% |

*Nguồn: VND RESEARCH*

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

**Khuyến nghị cổ phiếu**

| | |
|---|---|
| KHẢ QUAN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên |
| TRUNG LẬP | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% |
| KÉM KHẢ QUAN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% |

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

**Khuyến nghị ngành**

| | |
|---|---|
| TÍCH CỰC | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| TRUNG TÍNH | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| TIÊU CỰC | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

**Trần Bá Trung – Chuyên viên Phân tích Cao cấp**
Email: trung.tranba@vndirect.com.vn

**Nguyễn Đức Mạnh – Chuyên viên Phân tích**
Email: manh.nguyenduc@vndirect.com.vn

**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**
Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội
Điện thoại: +84 2439724568
Email: research@vndirect.com.vn
Website: https://vndirect.com.vn