

THEO DÕI

Giá mục tiêu: 17.900 VND (▲24%)

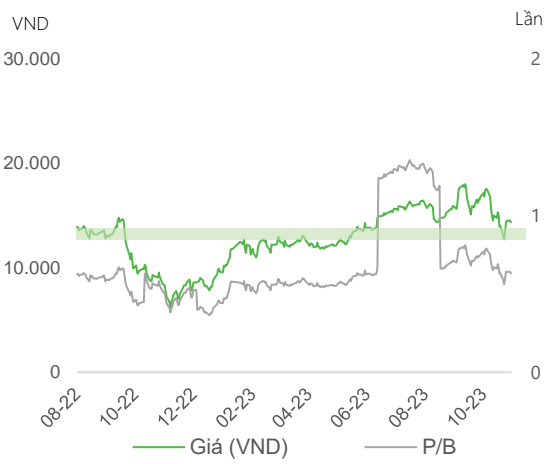
Cập nhật: 20/11/2023

TRIỂN VỌNG 2023

Tích cực: HHV đã trúng 3 gói thầu thuộc dự án cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2 (tổng mức đầu tư gần 14.500 tỷ). Nhu cầu đi lại tăng cao do du lịch phục hồi sẽ mang về nguồn thu lớn cho các trạm BOT của HHV.

Tiêu cực: Nợ vay tăng mạnh khiến gia tăng áp lực lãi vay lên doanh nghiệp

Khuyến nghị: Có thể cân nhắc giải ngân khi P/B về quanh mức 0,55 – 0,6 lần, tương đương với vùng giá khoảng 13.000 – 13.500 VND/cp.



Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Xây dựng, vận hành BOT
Giá hiện tại (VND/cp)	15.200
Vốn hóa (Tỷ VND)	4.956
Số lượng CPLH (triệu cp)	329
EPS 4 quý gần nhất	1.004
P/B	0,67
Cao nhất 52 tuần	18.550
Thấp nhất 52 tuần	6.240

HHV

CTCP Đầu tư Hạ tầng
Giao thông Đèo Cả



TỔNG QUAN

HHV là doanh nghiệp xây dựng hạ tầng và vận hành trạm BOT thuộc hệ sinh thái của Tập đoàn Đèo Cả. HHV có thế mạnh trong lĩnh vực xây lắp, quản lý vận hành công trình giao thông, đặc biệt là các công trình hầm xuyên núi. Với năng lực thi công cao và áp dụng nhiều công nghệ tiên tiến, HHV thường được tin tưởng thi công các công trình tiêu biểu như: Hầm Đèo Cả (11.3788 tỷ đồng), hầm Cù Mông (4.627 tỷ đồng), hầm Hải Vân 2 (7.296 tỷ đồng)... Bên cạnh mảng xây dựng, HHV hiện đang vận hành 6 dự án có trạm thu phí BOT. Đây là mảng đem về nguồn doanh thu chính cho HHV với dòng tiền ổn định, ước tính đem về cho HHV khoảng 2,6 tỷ đồng lãi gộp mỗi ngày trong năm 2022.

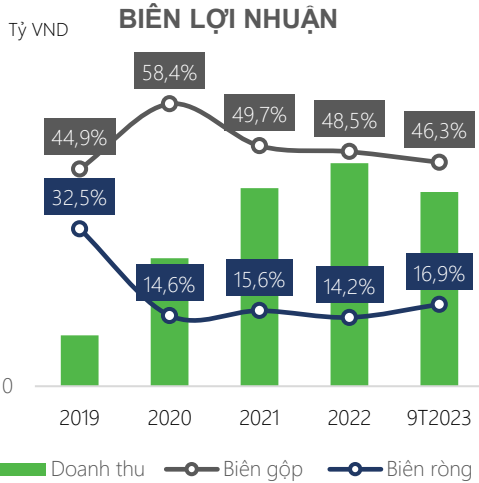
CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

Mảng thu phí BOT vẫn là trụ cột kinh doanh chính

HHV hiện đang sở hữu và vận hành 6 trạm thu phí BOT đem về dòng tiền ổn định cho doanh nghiệp. Dự kiến trong giai đoạn 2023-2026 khi các dự án thành phần cao tốc Bắc Nam được hoàn thiện, HHV sẽ tham gia đấu thầu quản lý vận hành thêm khoảng 545km đường, từ đó phát triển thêm các trạm BOT. Bên cạnh đó lưu lượng giao thông được cải thiện đáng kể sau dịch và tình hình du lịch trong nước dần khởi sắc cũng là động lực giúp doanh thu từ BOT của gia tăng. Về giá vé của các trạm BOT, DSC kỳ vọng khả năng các doanh nghiệp sẽ được tăng giá vé theo chu kỳ 3 năm/lần.

Triển vọng mảng xây dựng tích cực nhưng cũng không ít thách thức.

Trong năm 2023 HHV đã trúng các gói thầu XL1, XL2 và XL3 thuộc Dự án cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn với tổng giá trị gần 14,500 tỷ đồng. Trong giai đoạn 2023-2025, HHV dự kiến sẽ tham gia đầu tư thêm nhiều đoạn cao tốc với tổng mức đầu tư khoảng 40.000 tỷ, tập trung vào các dự án theo hình thức PPP. Để có đủ nguồn lực, HHV đã gia tăng đáng kể đòn bẩy tài chính và lên kế hoạch tăng vốn. Bên cạnh những áp lực về khối lượng thi công lớn, yêu cầu chất lượng cao và đúng tiến độ thì DSC cho rằng áp lực lãi vay cũng sẽ đè nặng lên doanh nghiệp trong khoảng thời gian tới.



KẾT QUẢ KINH DOANH

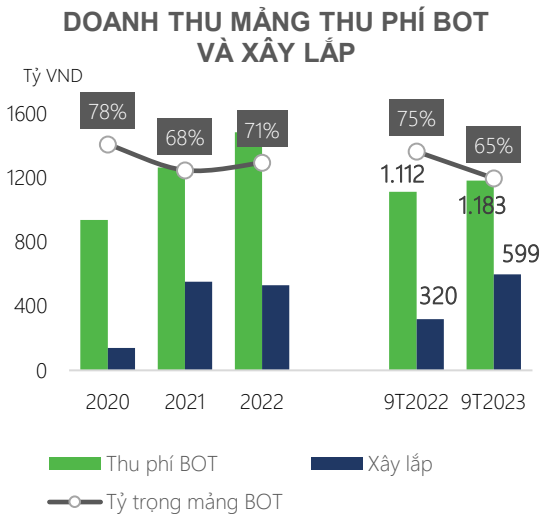
Kinh doanh khởi sắc, biên lợi nhuận được giữ vững

Trong Q3.2023, HHV ghi nhận mức doanh thu đạt 674 tỷ (+20% YoY) và 117 tỷ LNST (+44,4% YoY), lũy kế 9T2023 thì các con số này lần lượt là 1.825 tỷ và 309 tỷ. Động lực tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp phần lớn đến từ mảng xây lắp. Về mặt biên lợi nhuận, biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của HHV lần lượt đạt 46,3% và 16,9% trong 9T.2023, đây là mức biên lợi nhuận ổn định và được duy trì kể từ năm 2021. Điều này cho thấy việc HHV vẫn duy trì được hoạt động kinh doanh ổn định nhờ công tác đầu tư công được đẩy mạnh và nhu cầu đi lại qua các trạm BOT phục hồi.

Trụ cột kinh doanh đến từ mảng thu phí BOT

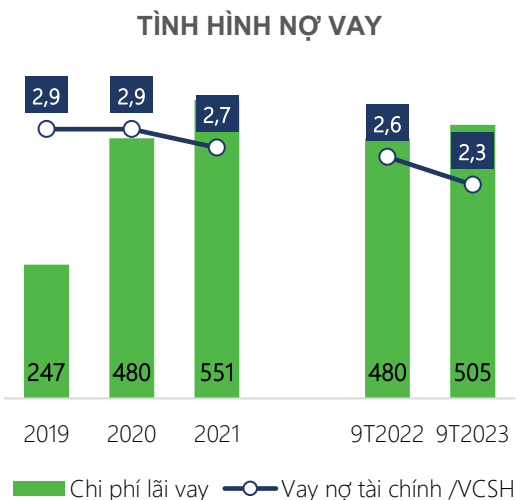
Mảng thu phí BOT vẫn là mảng kinh doanh chính yếu của HHV. 9T.2023, doanh thu mảng này đạt 1.183 tỷ (+6,4% YoY) và chiếm 65% cơ cấu doanh thu. DSC cho đây sẽ tiếp tục là nguồn thu tiềm năng và dài hạn của HHV khi khoảng 80% tài sản doanh nghiệp này đang nắm giữ là ở các dự án BOT.

Trong khi đó tỷ trọng mảng xây lắp trong cơ cấu doanh thu đã tăng đáng kể, chiếm 32,8% cơ cấu doanh thu, đạt 599 tỷ (+87% YoY). Sự tăng trưởng này chủ yếu nhờ việc tốc độ giải ngân được đẩy nhanh trong thời gian vừa qua. Tuy nhiên, biên gộp của mảng này không cao, chỉ đạt 13%, bằng khoảng 1/5 so với mức biên gộp mà mảng thu phí BOT.



Vay nợ tăng cao nhưng không quá rủi ro

Lũy kế 9T.2023, lãi vay trong kỳ của HHV đạt 505 tỷ (+5,2% YoY), tỷ lệ Nợ tài chính/VSCH của HHV đang ở mức 2,3 lần, đây là tỷ lệ khá lớn tuy nhiên đã có sự giảm sút rõ rệt kể từ năm 2020. Bên cạnh đó, yếu nợ vay của HHV là nợ dài hạn và các khoản vay này được dùng để đầu tư cho các dự án BOT. Theo đánh giá của DSC, mặc dù tỷ lệ nợ vay lớn nhưng chủ yếu các khoản này đều được đầu tư vào các dự án BOT và trở thành tài sản cố định của doanh nghiệp, đây là đặc thù của các doanh nghiệp kinh doanh thu phí BOT. Bên cạnh đó nhiều dự án của HHV đã được Chính phủ cam kết đảm bảo tỷ suất lợi nhuận đầu ra cho nhà đầu tư các dự án BOT.



ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức

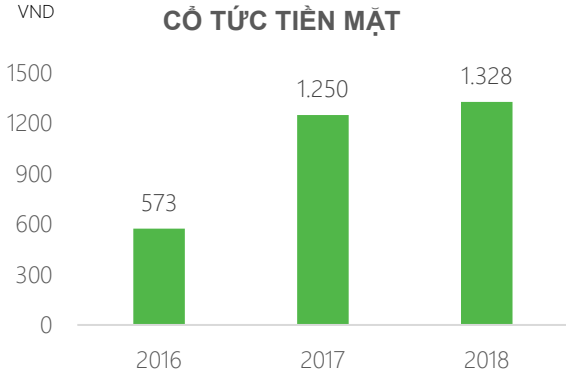
Trong giai đoạn 2016 – 2018, HHV duy trì mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt từ khoảng 5 - 13%. Tuy nhiên trong giai đoạn 2019 – nay, doanh nghiệp chỉ trả cổ tức bằng cổ phiếu nhằm sử dụng phần lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư, tập trung cho các dự án lớn trong bối cảnh dòng tiền còn gặp nhiều khó khăn do chịu ảnh hưởng bởi dịch bệnh.

Định giá

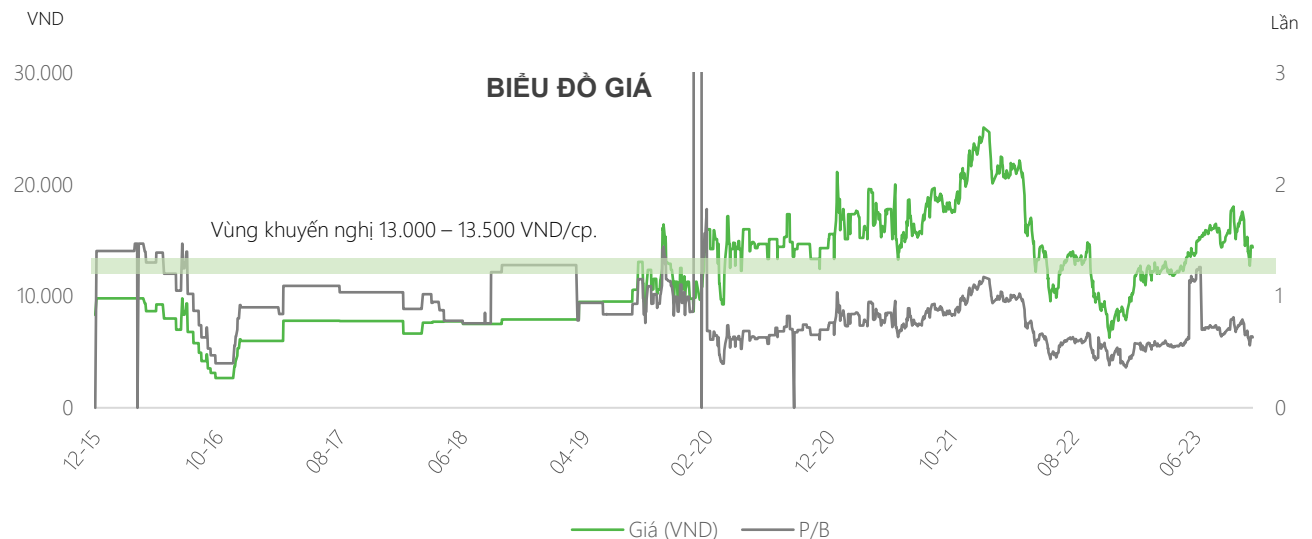
P/B của HHV tại giá đóng cửa 20/11/2023 đạt 0,67 lần, thấp hơn mức P/B trung bình 5 năm là gần 1 lần và thấp hơn mức trung bình của các doanh nghiệp có mảng kinh doanh BOT là khoảng 1,2 lần.

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận của HHV trong cả năm 2023 đạt lần lượt **2.630 tỷ (+25,5% YoY)** và **435 tỷ (+46,4% YoY)**. Với mức dự phóng như trên, DSC ước tính EPS của HHV trong năm 2023 đạt 1.322 VND/cp, tương ứng với mức P/E forward 2023 đạt 10,8 lần. Với mức P/E forward như trên, kết hợp phương pháp định giá P/B, DSC thận trọng đưa ra mức định giá cho HHV ở mức 17.900 VNĐ/cp, upside 17,8% so với mức giá đóng cửa ngày 20/11/2023.



(Tỷ đồng)	2021	2022	2023F
Doanh thu	1.861	2.095	2.630
Tăng trưởng DT	+55%	+12,6%	+25,5%
Lợi nhuận gộp	925	1.017	1.310
Lợi nhuận sau thuế	291	297	435
Tăng trưởng LNST	+65%	+2,1%	+46,4%



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,
GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Phạm Văn Trang,
Chuyên viên Phân tích
trang.pv@dsc.com.vn

Nguyễn Minh Tuấn,
Chuyên viên Phân tích
tuan.nm@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,
Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Phan Duy Thành,
Chuyên viên Phân tích
thanh.pd@dsc.com.vn

Nguyễn Vũ Thái Sơn,
Chuyên viên Phân tích
son.nvt@dsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Hiệp,
Trưởng nhóm vĩ mô
hiep.nh@dsc.com.vn