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

Ngày báo cáo: 11/04/2025
Ngành: XÂY DỰNG
CVPT: **Bạch Chấn Mãn**
Email: manbc@ssi.com.vn
SĐT: +84-28 3824 2897 ext. 6738

Khuyến nghị: **MUA**
Giá mục tiêu 1Y: **13.000 Đồng**
Giá CP ngày 10/04/2025: 10.700 Đồng
% Tăng giá: **+21,5%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	182
Giá trị vốn hoá (tỷ đồng):	4.625
Số cổ phiếu lưu hành (triệu):	432
KLGD trung bình 3 tháng (cp):	8.469.023
Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ):	14,4/10
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng):	105,9
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.

ĐHCĐ năm 2025

Tăng trưởng ổn định trong năm 2025

Kế hoạch kinh doanh năm 2025:

- HHV đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận ròng hợp nhất ở mức 3.584 tỷ đồng và 555 tỷ đồng, lần lượt tăng 8% và 12% svck.

Luận điểm đầu tư:

- Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) và đưa ra giá mục tiêu trong 1 năm là 13.000 đồng/cổ phiếu và đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HHV.
- Giá cổ phiếu đã có những thời điểm giảm tới 20% trong 5 ngày qua, cùng với sự điều chỉnh của thị trường, trong khi chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh của HHV sẽ không bị ảnh hưởng quá mạnh bởi các thay đổi trong chính sách thuế của Hoa Kỳ đối với các quốc gia khác. Do đó, chúng tôi cho rằng cổ phiếu HHV mang lại cơ hội đầu tư hấp dẫn ở thời điểm hiện tại.

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	2.095	2.686	3.308	3.678
Tăng trưởng doanh thu thuần	*12,5%*	*28,2%*	*23,2%*	*11,2%*
Lợi nhuận gộp	1.017	1.080	1.344	1.422
Biên lợi nhuận gộp	*48,5%*	*40,2%*	*40,6%*	*38,7%*
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
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	*2,3%*	*22,5%*	*29,8%*	*9,7%*
Biên lợi nhuận ròng	*14,2%*	*13,6%*	*14,3%*	*14,1%*
EPS (VND)	858	978	937	1.028

Nguồn: HHV, SSI Research

HHV đã công bố tài liệu ĐHCĐ năm 2025, bao gồm kế hoạch kinh doanh và phát hành. Theo tài liệu, **doanh thu và lợi nhuận ròng hợp nhất dự kiến đạt 3.584 tỷ đồng và 555 tỷ đồng, lần lượt tăng 8% và 12% svck.**

Mảng xây dựng:

Công ty dự kiến doanh thu từ mảng xây dựng sẽ đạt 1.392 tỷ đồng (+21% svck). HHV có 3 dự án mới được khởi công kể từ đầu năm 2024 đến nay (bao gồm các dự án Đồng Đăng – Trà Lĩnh, Hữu Nghị – Chi Lăng, và TP.HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành), và dự kiến sẽ tập trung vào các dự án đang triển khai trong năm 2025. Phù hợp với mục tiêu của Chính phủ hoàn thành đường cao tốc Bắc-Nam phía Đông trong năm nay, dự án Quảng Ngãi – Hoài Nhơn dự kiến sẽ đóng góp nhiều nhất, chiếm khoảng 55% doanh thu xây dựng năm 2025. Dự án đường cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh, dự kiến sẽ tạo ra 210 tỷ đồng doanh thu vào năm 2025, chiếm 15% tổng doanh thu, dự kiến hoàn thành vào đầu năm 2027. Trong khi đó, dự án TP.HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành đang được xúc tiến giải phóng mặt bằng để đẩy nhanh tiến độ.

Dự án xây dựng	Doanh thu năm 2025 (tỷ đồng)
Đường ven biển Bình Định	177
Cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	794
Đường ven biển đoạn từ cảng Liên Chiểu đến TP Đà Nẵng	66,8
Cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh	212
Cao tốc TP.HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành	16,9
Khác	125,8
Tổng cộng	**1392,5**

Nguồn: Tài liệu ĐHCĐ của HHV

Mảng thu phí cầu đường:

- Với việc không có kế hoạch điều chỉnh phí cầu đường trong năm 2025, tăng trưởng doanh thu mảng thu phí cầu đường của các dự án BOT mà HHV sở hữu dự kiến đạt mức tăng trưởng tự nhiên là khoảng 10% svck nhờ tăng trưởng lưu lượng, đạt khoảng 2,100 tỷ đồng.
- Bộ Giao thông Vận tải đang làm việc để điều chỉnh tăng biểu mức phí sử dụng đường bộ cao tốc, điều này có thể sẽ có lợi cho BOT Phước Tượng – Phú Gia, hiện đã đạt mức này, nếu được phê duyệt với mức tăng ước tính khoảng 21% trong mỗi 3 năm.

Kế hoạch đầu tư và phát hành:

- HHV dự kiến hoàn thành phát hành riêng lẻ khoảng 415 tỷ đồng và phát hành ra công chúng khoảng 500 tỷ đồng vào năm 2025. Nếu thành công, vốn điều lệ của HHV sẽ tăng 23%, lên khoảng 2.100 tỷ đồng.
- Kế hoạch đầu tư vẫn tập trung vào đường cao tốc Tân Phú – Bảo Lộc và giai đoạn II của đường cao tốc TP.HCM – Trung Lương – Mỹ Thuận.
- HHV hiện đang xem xét nghiên cứu khả thi cho dự án Tân Phú – Bảo Lộc và dự kiến bắt đầu đấu thầu vào cuối năm 2025. Nếu tiến hành, nhu cầu nguồn vốn đầu tư cho dự án này sẽ tương đối lớn trong 3-5 năm tới.

Ước tính lợi nhuận năm 2025

- Dựa trên thông tin được cung cấp, chúng tôi duy trì ước tính cho năm 2025, cụ thể, doanh thu dự kiến đạt 3.678 tỷ đồng (+11% svck) và lợi nhuận ròng đạt 519 tỷ đồng (+9,7% svck).
- Biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ mỏng hơn một chút so với năm 2024, do mảng xây dựng tăng trưởng mạnh hơn, trong khi mảng này thường có biên lợi nhuận thấp hơn mảng BOT.

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	2.095	2.686	3.308	3.678
Tăng trưởng doanh thu thuần	*12,5%*	*28,2%*	*23,2%*	*11,2%*
Lợi nhuận gộp	1.017	1.080	1.344	1.422
Biên lợi nhuận gộp	*48,5%*	*40,2%*	*40,6%*	*38,7%*
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
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	*2,3%*	*22,5%*	*29,8%*	*9,7%*
Biên lợi nhuận ròng	*14,2%*	*13,6%*	*14,3%*	*14,1%*
EPS (VND)	858	978	937	1.028

Nguồn: HHV, SSI Research

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HHV. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) và đưa ra giá mục tiêu trong 1 năm là **13.000 đồng/cổ phiếu**, giảm 10% so với giá mục tiêu trước đó, do chúng tôi điều chỉnh các giả định trong mô hình CAPM, với beta thay đổi từ 1 lên 1,1 để phản ánh sát hơn độ nhạy của giá cổ phiếu đối với biến động thị trường.

Quan điểm ngắn hạn: Giá cổ phiếu đã có những thời điểm giảm tới 20% trong 5 ngày qua, cùng với sự điều chỉnh của thị trường, trong khi chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh của HHV sẽ không bị ảnh hưởng quá mạnh bởi các thay đổi trong chính sách thuế của Hoa Kỳ đối với các quốc gia khác. Với P/E dự phóng là 10x, so với mức trung bình hai năm là 13x, chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại của cổ phiếu HHV mang lại cơ hội đầu tư hấp dẫn. Điều này đặc biệt có ý nghĩa trong bối cảnh Chính phủ đang đẩy mạnh đầu tư công, từ đó sẽ tác động tích cực đáng kể cho các cổ phiếu liên quan đến phát triển cơ sở hạ tầng.

Rủi ro:

- Giải ngân đầu tư công giảm tốc và các rủi ro kỹ thuật có thể làm chậm tiến độ dự án.
- Các đợt phát hành lớn dự kiến trong năm 2025 có thể gây pha loãng giá cổ phiếu.

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
Trong đó: vay ngắn hạn	*873*	*1.004*	*1.080*	*1.294*
+ Nợ dài hạn	23.420	24.903	24.205	25.631
Trong đó: vay dài hạn	*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	14,4	14,28	9,8
Khả năng thanh toán lãi vay	1,55	1,64	1,7	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	0,1	0,11	0,1	0,11

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
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	15,8	11,4	10,4
P/B	0,7	1,2	0,9	0,8
Giá/Doanh thu	1,3	1,8	1,2	1,3
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	18	17,9	18,1	12,9
EV/Doanh thu	11	9,3	7,4	6,7
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%

Nguồn: HHV, SSI ước tính

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này 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 lôi 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 Trung tâm Phân tích và Tư vấn Đầu tư
chaudm@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6732

Phân tích Ngành Xây dựng

Bạch Chấn Mãn
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