

CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả

(HOSE: HHV)

Kiến tạo để nâng tầm

Mua
(Báo cáo lần đầu)Giá mục tiêu:
21.250 VND
(Upside: +35,4%)Công ty cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)
Trần Duy Lam, lam.td@miraeasset.com.vn

Hoạt động kinh doanh chính

Được thành lập với tư cách là một doanh nghiệp nhà nước vào năm 1974, Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả chính thức chuyển đổi thành công ty cổ phần vào năm 2014. Cổ phiếu của công ty - với mã chứng khoán HHV - lần đầu tiên được giao dịch trên UPCOM vào năm 2015, sau đó là niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) vào năm 2022. HHV hoạt động trong hai lĩnh vực chính: Xây dựng cơ sở hạ tầng và đầu tư dự án theo hình thức Xây dựng - Vận hành - Chuyển giao (BOT).

Phân khúc Xây dựng: Trong ba năm qua với sự hỗ trợ từ công ty mẹ Tập đoàn Đèo Cả (DCG), HHV bắt đầu tham gia xây dựng đường cao tốc với tỷ trọng đóng góp 500-600 tỷ đồng mỗi năm vào tổng doanh thu. Tỷ suất lợi nhuận gộp của phân khúc này cao đáng kể và dẫn đầu ngành với mức trung bình 13,8% trong 4 năm qua. Chúng tôi cho rằng công ty rất chọn lọc với cách tiếp cận kỹ lưỡng trong lựa chọn đấu thầu các dự án và tận dụng thế mạnh của công ty để đạt được tỷ suất lợi nhuận gộp cao như vậy.

Phân khúc đầu tư dự án theo BOT: Tập đoàn Đèo Cả là đơn vị tiên phong trong lĩnh vực đầu tư theo hình thức Đối tác Công - Tư (PPP), với công ty con HHV - đơn vị vận hành hầu hết các trạm thu phí BOT của DCG và chiếm gần 90% tổng tài sản của DCG. Trong 7 năm qua, HHV đã tham gia các dự án PPP (chủ yếu là dự án BOT) với tổng giá trị đầu tư trên 30.000 tỷ đồng.

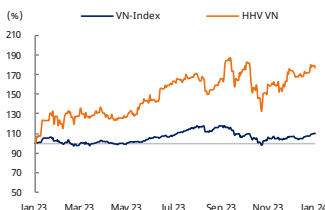
Tình trạng tài chính

Trong giai đoạn 2019-2023, doanh thu của HHV tăng trưởng với tốc độ bình quân hàng năm (CAGR) là 51,7% và thu nhập ròng là 18,8%. Như Hình 5 ở trên, phân khúc BOT mang lại phần lớn lợi nhuận ròng trong khi đóng góp của phân khúc xây dựng vẫn còn khiêm tốn. Tuy nhiên, lĩnh vực xây dựng tăng trưởng rất nhanh, với tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm (CAGR) là 111%, và giá trị tăng lên ~1.168 tỷ đồng (MAS VN ước tính) trong năm 2023 từ 140 tỷ đồng trong năm 2020.

2024: Triển vọng, rủi ro & định giá

Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu tiên về HHV với khuyến nghị Mua với giá mục tiêu là 21.250 đồng/cổ phiếu. Trong năm 2024, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của công ty mẹ lần lượt là 3.231 tỷ đồng (+27,5% YoY) và 408 tỷ đồng (+26,9% YoY), với EPS là 992 đồng.

Dữ liệu quan trọng



Giá hiện tại (23/1/2024, đồng)	15,700	Vốn hóa (tỷ đồng)	6,546
LNST (2024F, tỷ đồng)	408	Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	412
Kỳ vọng thị trường (2024E, tỷ đồng)	NA	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	74.5
Tăng trưởng EPS (2024E, %)	16.6	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	5.4
P/E (2024E, x)	23.1	Beta (12M)	1.5
P/E thị trường (2024, x)	15.0	Cao nhất 52 tuần (đồng)	8,884
Vn-Index	1,177	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	17,372

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	1.6	6.8	78.1
Tương đối	-1.4	7.4	68.2

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính	2021H	2022H	2023E	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	1,861	2,095	2,533	3,231	3,643	3,990
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	830	944	1,175	1,438	1,552	1,661
Biên lợi nhuận gộp (%)	44.6	45.1	46.4%	44.5%	42.6%	41.6%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	269	264	321	408	446	486
EPS (VND/CP)	881	859	975	992	1,083	1,181
ROE (%)	4.2	3.9	5.1%	7.8%	7.4%	7.5%
P/E (x)	26.7	9.6	18.7x	23.1x	21.1x	19.4x
P/B (x)	1.1	0.4	1.0x	1.4x	1.3x	1.2x

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

Hoạt động kinh doanh chính

Được thành lập với tư cách là một doanh nghiệp nhà nước vào năm 1974, Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả chính thức chuyển đổi thành công ty cổ phần vào năm 2014. Cổ phiếu của công ty – với mã chứng khoán HHV – lần đầu tiên được giao dịch trên UPCOM vào năm 2015, sau đó là niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) vào năm 2022. HHV hoạt động trong hai lĩnh vực chính: Xây dựng cơ sở hạ tầng và đầu tư dự án theo hình thức Xây dựng – Vận hành – Chuyển giao (BOT).

Phân khúc Xây dựng

Công ty gần đây đã nổi lên như một nhà xây dựng cơ sở hạ tầng lớn, bao gồm đường cao tốc và đường hầm. Một số dự án tiêu biểu được liệt kê dưới đây:

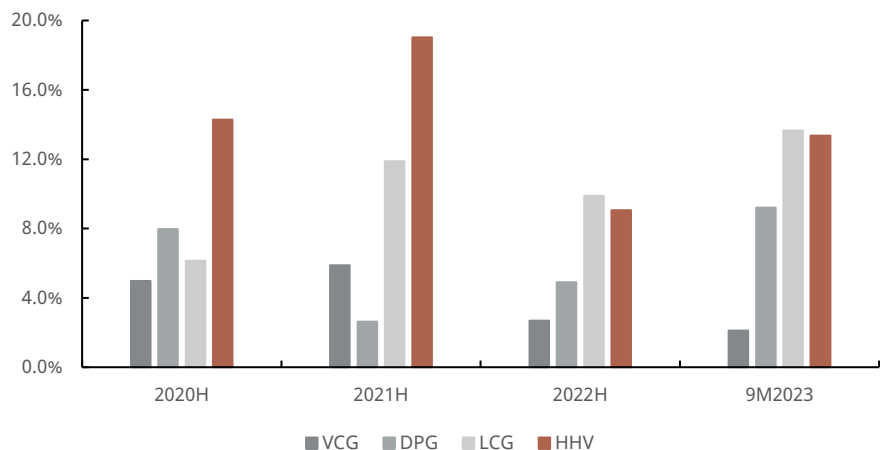
Bảng 1: Một số dự án hạ tầng lớn

Số	Gói thầu-Dự án	Chủ đầu tư	Giá trị (tỷ đồng)	Thời gian
1	Cao tốc Cam Lâm-Vĩnh Hảo	Chính phủ	8,925	2021-2024
2	Dự án đường ven biển Bình Định	Chính phủ	1,081	2022-2024
3	Thi công mở rộng đèo Prenn	Chính phủ	550	2023
4	Cao tốc Quảng Ngãi-Hoài Nhơn	Chính phủ	14,700	2023-2025
5	Đường ven biển nối cảng Liên Chiểu	Chính phủ	1,203	2023-2026

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Trong ba năm qua với sự hỗ trợ từ công ty mẹ Tập đoàn Đèo Cả (DCG), HHV bắt đầu tham gia xây dựng đường cao tốc với tỷ trọng đóng góp 500-600 tỷ đồng mỗi năm vào tổng doanh thu. Tỷ suất lợi nhuận gộp của phân khúc này cao đáng kể và dẫn đầu ngành với mức trung bình 13,8% trong 4 năm qua. Chúng tôi cho rằng công ty rất chọn lọc với cách tiếp cận kỹ lưỡng trong lựa chọn đấu thầu các dự án và tận dụng thế mạnh của công ty để đạt được tỷ suất lợi nhuận gộp cao như vậy.

Biểu đồ 1: Biên lợi nhuận gộp các công ty xây dựng hạ tầng



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Phân khúc đầu tư dự án theo hình thức BOT

Tập đoàn Đèo Cả là đơn vị tiên phong trong lĩnh vực đầu tư theo hình thức Đối tác Công - Tư (PPP), với công ty con HHV - đơn vị vận hành hầu hết các trạm thu phí BOT của DCG và chiếm gần 90% tổng tài sản của DCG. Trong 7 năm qua, HHV đã tham gia các dự án PPP (chủ yếu là dự án BOT) với tổng giá trị đầu tư trên 30.000 tỷ đồng. Một số dự án tiêu biểu có thể liệt kê dưới đây:

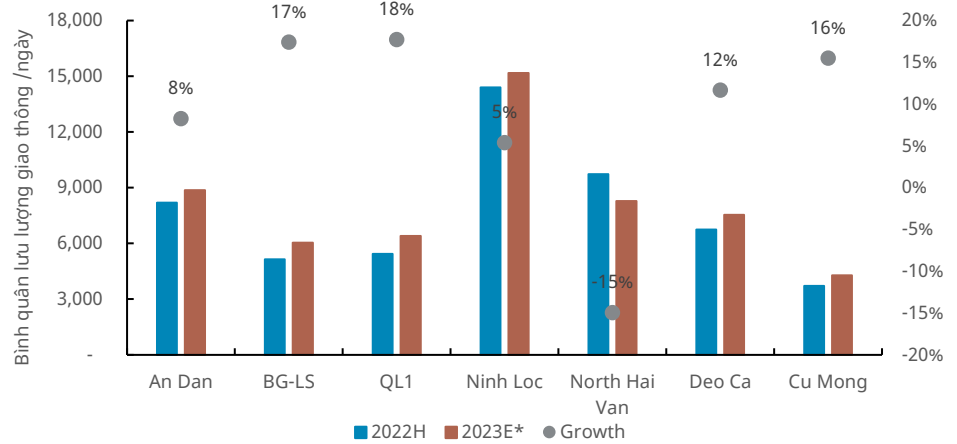
Bảng 2: Trạm thu phí BOT

Số	Dự án	Phương thức	Giá trị	Thời gian
1	Hầm Phước Tượng-Phú Gia	PPP	1,559	2016-2036
2	Hầm Hải Vân 2	PPP	7,296	2021-2048
3	Hầm Đèo Cả-Hầm Cổ Mã	PPP	11,378	2017-2045
4	Hầm Cù Mông	PPP	3,921	2019-2047
5	Cao tốc Bắc Giang-Lạng Sơn	PPP	12,188	2017-2043

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

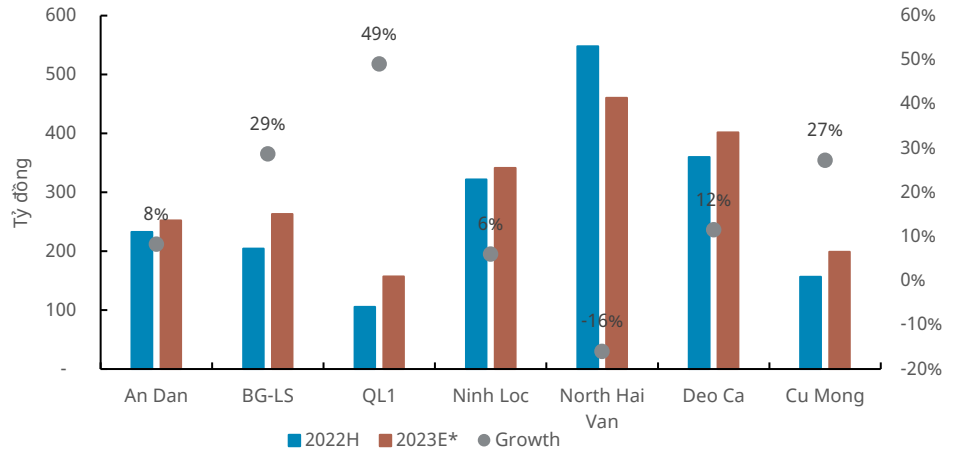
Các trạm thu phí BOT

Biểu đồ 2: Bình quân lưu lượng giao thông /ngày



Nguồn: Dữ liệu công ty, * Mirae Asset Research ước tính

Biểu đồ 3: Doanh thu từ trạm thu phí BOT



Nguồn: Dữ liệu công ty, * Mirae Asset Research ước tính

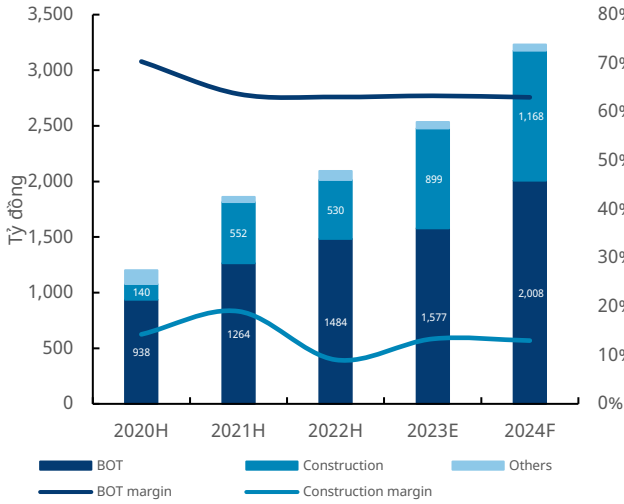
HHV hiện vận hành 7 trạm thu phí BOT: 6 trạm ở miền Trung và 1 ở miền Bắc, với lưu lượng xe qua lại bình quân 5.000-7.000 xe/ngày, ngoại trừ trạm thu phí Ninh Lộc trung bình 15.000 xe/ngày. Phân khúc này đang hoạt động với tỷ suất lợi nhuận gộp 63% và đóng góp phần lớn lợi nhuận gộp của công ty. Năm 2023 chứng kiến sự phục hồi mạnh mẽ về lưu lượng truy cập qua các trạm thu phí, ngoại trừ Bắc Hải Vân, với doanh thu tăng vọt từ 8% đến 49%.

Mặt khác, mảng BOT cũng đặt ra những rủi ro và thách thức lớn nhất cho công ty trong 3 năm qua, đặc biệt là trong thời kỳ đại dịch Covid, khi doanh thu sụt giảm do lệnh phong tỏa và người dân không thể đi lại. Các dự án BOT tạo ra lưu lượng giao thông thấp và có mức nợ ban đầu cao; tuy nhiên, mức độ lưu thông tăng dần và nợ vay giảm dần trong vòng đời của dự án. Điều này có nghĩa công ty báo cáo chi phí lãi vay rất lớn nhưng dòng tiền thu lại thấp trong những năm đầu. Chính vì nguyên nhân này có thể dẫn đến thua lỗ trong những năm đầu nhưng sau đó sẽ mang lại lợi nhuận lớn trong những năm sau cuối, khi nợ vay & lãi vay ở mức thấp nhưng dòng tiền thu lại cao.

Để giải quyết sự bất cập này (với sự chấp thuận của Bộ trưởng Bộ Tài chính vào năm 2021), chi phí lãi vay của công ty trong mỗi kỳ đã được điều chỉnh tương ứng với doanh thu tạo ra trong kỳ đó theo một tỷ lệ cố định, và chúng tôi ước tính tỷ lệ này khoảng 43%-45%. Phần chênh lệch được ghi nhận vào lãi vay dài hạn chờ phân bổ và được tính vào chi phí trong những năm tiếp theo.

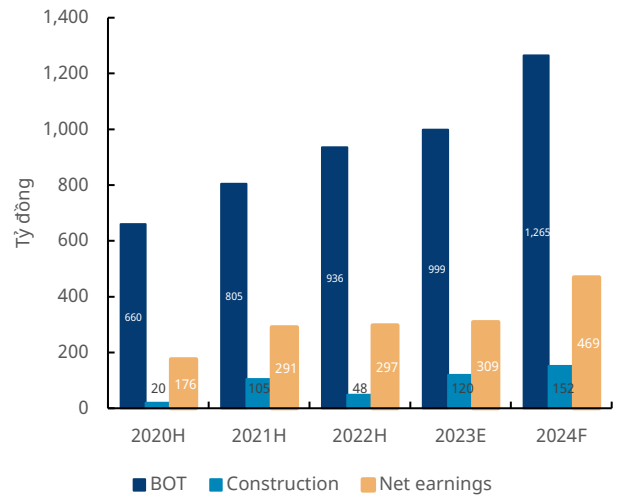
Tình trạng tài chính

Biểu đồ 4: Doanh thu theo phân khúc



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

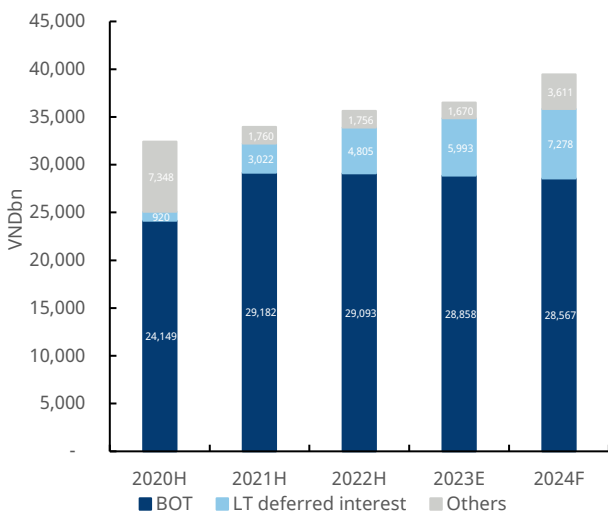
Biểu đồ 5: Lợi nhuận gộp theo phân khúc



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

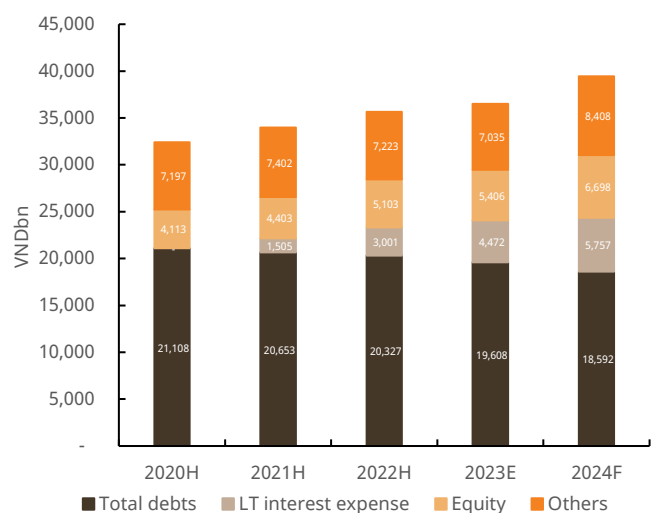
Trong giai đoạn 2019–2023, doanh thu của HHV tăng trưởng với tốc độ bình quân hàng năm (CAGR) là 51,7% và thu nhập ròng là 18,8%. Như Hình 5 ở trên, phân khúc BOT mang lại phần lớn lợi nhuận ròng trong khi đóng góp của phân khúc xây dựng vẫn còn khiêm tốn. Tuy nhiên, lĩnh vực xây dựng tăng trưởng rất nhanh, với tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm (CAGR) là 111%, và giá trị tăng lên ~899 tỷ đồng (MAS VN ước tính) trong năm 2023 từ 45 tỷ đồng trong năm 2019.

Biểu đồ 6: Cấu trúc bảng CĐKT: phần Tài sản



Nguồn: Company data, Mirae Asset Vietnam Research

Biểu đồ 7: Cấu trúc bảng CĐKT: phần Nợ & Vốn CSH



Nguồn: Company data, Mirae Asset Vietnam Research

Phần lớn tài sản của HHV bao gồm cơ sở hạ tầng, trong đó có đường hầm và đường cao tốc, nơi HHV có quyền thu phí đối với các phương tiện đi qua. Đáng chú ý, như đã đề cập ở trên, do sự chênh lệch về thời gian giữa lãi vay và dòng tiền thu, chi phí lãi vay dài hạn chờ phân bổ sẽ được phân bổ vào thời điểm dòng tiền lớn hơn lãi vay phải trả trong năm đó.

Nợ hiện chiếm 56% tổng tài sản, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ này sẽ giảm chậm khoảng 2% hoặc 3% mỗi năm khi giao thông phục hồi và Việt Nam chứng kiến hoạt động kinh tế tăng trưởng mạnh mẽ trở lại. Chúng tôi lưu ý rằng ước tính này chưa tính đến bất kỳ khoản nợ gia tăng nào từ các dự án trong tương lai, bao gồm Đồng Đăng – Trà Lĩnh, Hữu Nghị – Chi Lăng và Tân Phú – Bảo Lộc.

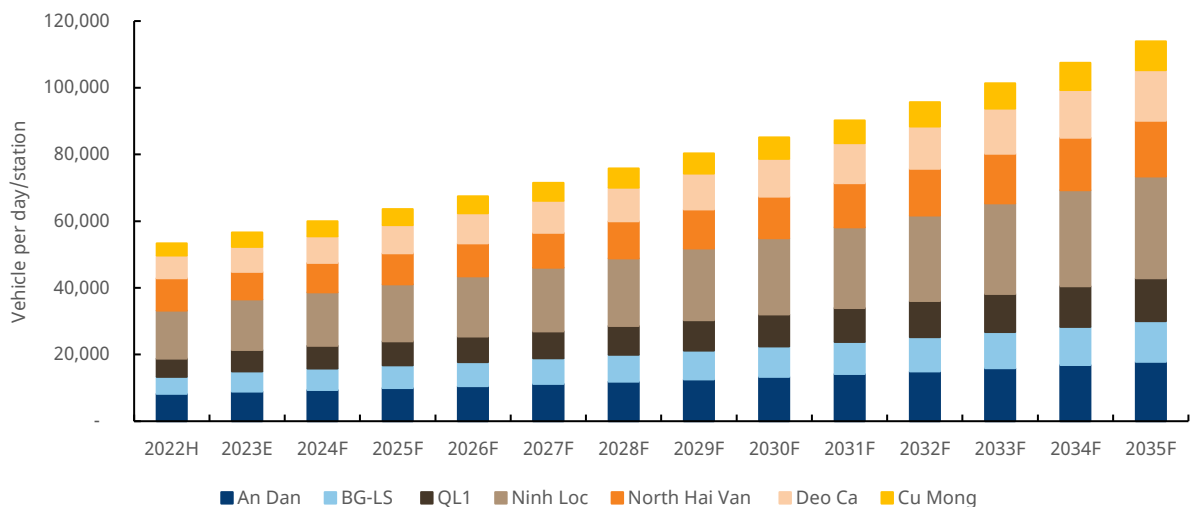
2024: triển vọng, rủi ro và định giá

Triển vọng

Chúng tôi kỳ vọng HHV sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu là 27,5% vào năm 2024, với tốc độ tăng trưởng khác nhau cho từng phân khúc:

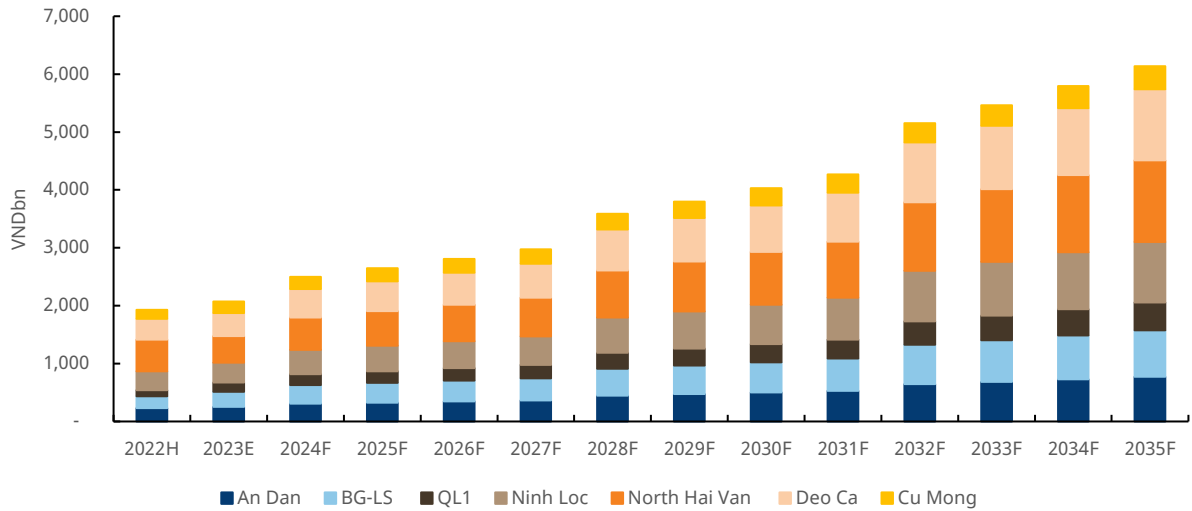
- **Phân khúc BOT (+20%):** Khi nhu cầu đi lại của người dân tăng và hoạt động kinh tế phục hồi, chúng tôi kỳ vọng lưu lượng giao thông sẽ tăng trưởng ổn định. Chúng tôi ước tính mức tăng trưởng là 6% mỗi năm, gần bằng tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam và giá tăng 15% sau mỗi 3 năm (dù mức tăng 18% đã được cơ quan chức năng phê duyệt trong Báo cáo Nghiên cứu khả thi).
- Dự phóng doanh thu của chúng tôi bao gồm 6 trong số 7 trạm thu phí BOT hiện đang hoạt động, (thu nhập từ trạm Đèo Ca được ghi nhận theo hình thức liên doanh-liên kết).

Biểu đồ 8: Lưu lượng giao thông bình quân theo trạm/ngày



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Biểu đồ 9: Doanh thu từ trạm BOT



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

- Tháng 11 năm ngoái, liên danh do Tập đoàn Đèo Cả (DCG; công ty mẹ của HHV) và ICV Construction (công ty liên doanh và công ty con của DCG) đứng đầu đã chính thức được chọn làm nhà đầu tư dự án đường cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh theo hình thức PPP. Tổng giá trị đầu tư ban đầu là 14.167 tỷ đồng, trong đó tỷ lệ vốn Nhà nước ước tính khoảng 68% (đối với dự án này, tỷ lệ vốn Nhà nước không vượt quá 70%, theo Nghị quyết 169, kỳ họp thứ 6, Quốc hội khóa XV). Tại thời điểm phát hành báo cáo này, chúng tôi vẫn chưa đưa dự án này vào mô hình định giá.
- Xây dựng (+30%):** Với việc công ty đang tham gia sâu rộng vào làn sóng đầu tư cơ sở hạ tầng từ Chính phủ, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng doanh thu ở mức 30% trong năm 2024, sau đó giảm dần xuống còn 20% và 15% trong những năm tiếp theo. Tuy nhiên, lượng backlogs công việc có thể tăng đáng kể nếu công ty đảm nhận thêm các dự án quy mô lớn, như các gói thầu dự án Đường cao tốc Bắc-Nam, hay các dự án cao tốc trọng điểm quốc gia
- Ngoài ra, HHV đang theo đuổi các dự án đường cao tốc quy mô lớn khác, bao gồm Hữu Nghị – Chi Lăng và Tân Phú – Bảo Lộc, mặc dù các dự án này vẫn chưa có kết quả cuối cùng.

Rủi ro

- Là đơn vị tiên phong đầu tư dự án đường bộ với hợp đồng BOT theo hình thức PPP, HHV sử dụng một lượng nợ vay lớn để tài trợ cho các dự án này. Chúng tôi xem đây là một cách tiếp cận truyền thống khi đầu tư vào cơ sở hạ tầng đòi hỏi nguồn vốn đầu tư lớn ban đầu. Tuy nhiên, mức vay nợ cao có thể khiến công ty gặp rủi ro về khả năng thanh toán khi xảy ra các sự kiện không lường trước được (lệnh phong tỏa vì Covid19, hoặc các quy định hiện hành thay đổi theo chiều hướng bất lợi).
- Đã có đề xuất tái triển khai bổ sung vốn 1.180 tỷ đồng của Chính phủ cho trạm thu phí Đèo Cả. Đây được xem là khoản vốn góp ban đầu của nhà nước nhưng đã bị trì hoãn cho đến nay. Ngoài ra, 2.280 tỷ đồng nữa đang được đề xuất bồi thường cho quyết định không lắp đặt trạm thu phí BOT La Sơn – Túy Loan để hoàn trả khoản đầu tư vào hệ thống hầm hầm Đèo Cả. Kết quả là dòng tiền và

các chỉ số tài chính của công ty bị ảnh hưởng nặng nề.

- Phí được điều chỉnh 3 năm một lần, nhưng khi tăng phí phải được phê duyệt từ các cấp có thẩm quyền, dù trước đó nó đã được nêu trong Nghiên cứu khả thi. Do đó, bất kỳ sự chậm trễ nào trong việc điều chỉnh đều có thể làm ảnh hưởng đến kế hoạch tài chính của dự án và tác động tiêu cực đến việc trả nợ ngân hàng.
- Thách thức lớn nhất phía trước là các khoản nợ và lãi sắp đến hạn vì lãi phải trả hiện cao hơn chi phí lãi vay trong năm; do đó chi phí lãi vay dài hạn được tạo ra trên bảng cân đối kế toán sẽ được phân bổ theo thu nhập trong tương lai.

Định giá

- Cho năm 2024, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của công ty mẹ lần lượt là 3.231 tỷ đồng (+27,5% YoY) và 408 tỷ đồng (+26,9% YoY), với EPS ở mức 992 đồng.
- Chúng tôi so sánh một nhóm các công ty trong nước và một nhóm các công ty cùng ngành có quy mô lớn hơn trong khu vực, đặc biệt là ở Trung Quốc, có cùng mô hình kinh doanh và nguồn tạo doanh thu.
- Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá DCF và Phương pháp so sánh để đạt được mức giá mục tiêu là 21.250 đồng/cổ phiếu.

Các công ty nội địa:

Bảng 3: Chỉ số định giá các công ty cùng ngành

Mã cổ phiếu	EV/revenue	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
CII	4.7x	15.9x	33.7x	71.7x
CTI	4.8x	7.9x	11.3x	12.9x
HTI	2.4x	4.4x	7.2x	7.2x
HUT	7.8x	48.2x	168.7x	162.0x

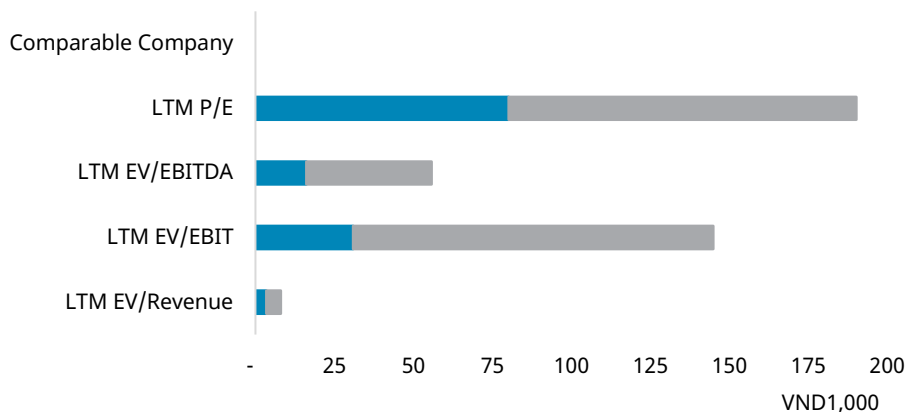
Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research, dữ liệu tính đến 22 tháng 1, 2024

Bảng 4: Chỉ số định giá sắp xếp theo tứ phân vị

	EV/revenue	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
Maximum	7.8x	48.2x	168.7x	162.0x
75th percentile	5.5x	24.0x	67.4x	94.3x
Median	4.7x	11.9x	22.5x	42.3x
25th percentile	4.1x	7.0x	10.3x	11.5x
Minimum	2.4x	4.4x	7.2x	7.2x

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

Biểu đồ 10: Giá cổ phiếu theo Phương pháp so sánh (công ty nội địa)



Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

Như bảng trên, các tỷ lệ định giá có thể so sánh bị bóp méo nhiều, thêm vào đó chỉ có số ít công ty được đưa vào phương pháp này; do đó, các đối thủ trong nước không phù hợp để so sánh.

Các công ty trong khu vực:

Chúng tôi lựa chọn một nhóm các công ty trong khu vực có quy mô lớn, đặc biệt là những công ty ở Trung Quốc, có cùng mô hình kinh doanh và nguồn tạo doanh thu.

Bảng 5: Doanh thu theo phân khúc

Mã cổ phiếu	Tên	Hoạt động Vận tải & Dịch vụ	Xây dựng hạ tầng	Xây dựng nhà ở	Vận chuyển đường sắt	Khác
548 HK Equity	ShenZhen Expressway Corp	81%	19%	-	-	0%
600350 CH Equity	ShanDong Hi-Speed Co Ltd	65%	5%	17%	13%	0%
600269 CH Equity	JiangXi Ganyue Expressway	68%	-	-	-	32%
601188 CH Equity	HeiLong Jiang Transportation	65%	-	-	-	35%
600020 CH Equity	Henan ZhongYuan Expressway	93%	-	7%	-	0%
600035 CH Equity	Hubei Chutian Smart Commu	93%	-	-	-	7%
600368 CH Equity	GuangXi Wuzhou Communication	64%	-	-	32%	4%
000548 CH Equity	Hunan Investment Group Corp	54%	7%	26%	-	13%
200429 CH Equity	Guangdong Provincial EXPR	98%	-	-	-	2%

Source: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 6: Chỉ số định giá các công ty trong khu vực

Ticker	Tên	Vốn hóa (US\$m)	EV/revenue	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
548 HK Equity	ShenZhen Expressway Corp	2,513	6.0x	13.8x	21.8x	9.9x
600350 CH Equity	ShanDong Hi-Speed Co Ltd	4,931	5.3x	12.9x	21.3x	13.5x
600269 CH Equity	JiangXi Ganyue Expressway	1,367	2.0x	5.2x	7.7x	9.0x
601188 CH Equity	HeiLong Jiang Transportation	851	9.9x	28.5x	44.5x	42.1x
600020 CH Equity	Henan ZhongYuan Expressway	1,178	8.8x	14.9x	24.4x	13.4x
600035 CH Equity	Hubei Chutian Smart Commu	889	4.3x	5.9x	8.9x	7.1x
600368 CH Equity	GuangXi Wuzhou Communication	718	3.7x	6.2x	8.7x	7.6x
000548 CH Equity	Hunan Investment Group Corp	389	4.5x	15.6x	18.5x	35.1x
200429 CH Equity	Guangdong Provincial EXPR	2,446	4.9x	6.1x	8.8x	8.1x
	HHV	282	10.6x	19.2x	24.8x	17.4x

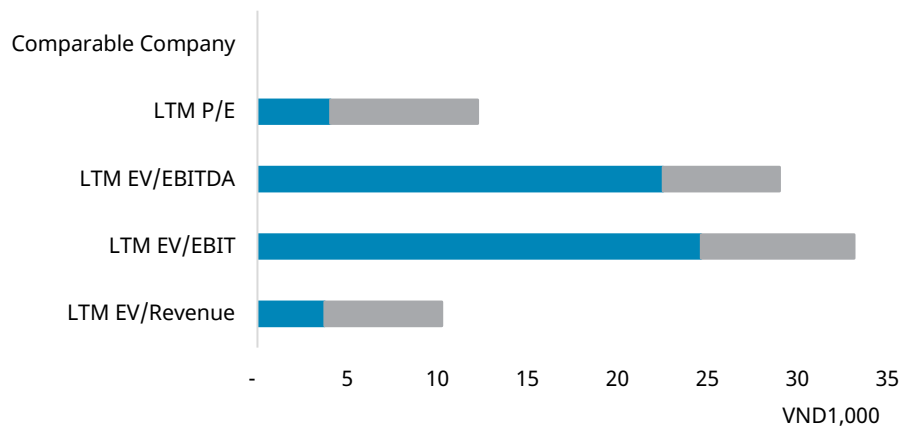
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research, dữ liệu tính đến 22 tháng 1, 2024

Bảng 7: Chỉ số định giá sắp xếp theo tứ phân vị

	EV/revenue	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
Maximum	9.9x	28.5x	44.5x	42.1x
75th percentile	6.0x	14.9x	21.8x	13.5x
Median	4.9x	12.9x	18.5x	9.9x
25th percentile	4.3x	6.1x	8.8x	8.1x
Minimum	2.0x	5.2x	7.7x	7.1x

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

Biểu đồ 11: Giá cổ phiếu theo Phương pháp so sánh (công ty trong khu vực)



Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

Như chúng ta có thể thấy, tỷ lệ định giá từ các công ty cùng ngành trong khu vực hợp lý hơn, với hai bội số được chấp nhận rộng rãi là EV/EBIT và EV/EBITDA cho ra mức giá dao động từ 22.546–24.649 đồng/cổ phiếu..

Chiết khấu dòng tiền:

Bảng 8: Dòng tiền tự do công ty (Tỷ đồng)					
	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
NOPAT	1,199	1,287	1,381	1,474	1,749
+ Khấu hao.	442	511	586	622	747
- Capex	(150)	(150)	(150)	(150)	(150)
Tài sản ngắn hạn	1,255	1,476	1,634	1,768	2,086
Phải trả ngắn hạn	3,040	3,542	3,945	4,398	5,128
Vốn lưu động	(1,786)	(2,066)	(2,311)	(2,630)	(3,043)
Thay đổi vốn lưu động	724	281	244	319	413
Dòng tiền tự do công ty	2,214	1,929	2,062	2,264	2,759
Thời gian	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
Hệ số chiết khấu	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
Hiện giá dòng tiền	2,020	1,606	1,566	1,569	1,744

Nguồn: Company data, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 9: Chi phí sử dụng vốn	
Lãi suất phi rủi ro	5.00%
Lợi nhuận thị trường	8.39%
Phần bù rủi ro	3.4%
Beta (b)	1.58
Chi phí VCSH	10.4%
Chi phí lãi vay	11.0%
Thuế TNDH	15.0%
Tỷ trọng nợ vay	74.5%
Tỷ trọng VCSH	25.5%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	9.6%

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 10: Định giá theo Phương pháp Chiết khấu dòng tiền (Tỷ đồng)

EBITDA năm cuối(2028F)	2,805	Giá trị doanh nghiệp	28,013
EV/EBITDA	11.0x	Trừ: nợ vay	19,958
Giá trị DN năm cuối (2028F)	30,855	Trừ: cổ phiếu ưu đãi	0
Hiện giá doanh nghiệp năm cuối	19,508	Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	1,296
% giá trị doanh nghiệp	70%	Cộng: Tiền&Tương đương tiền	1,943
Hiện giá dòng tiền	8,505	Vốn hóa công ty	8,703
% giá trị doanh nghiệp	30%	Số lượng cổ phiếu hiện hành	411,687,351
Giá trị doanh nghiệp	28,013	Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)	21,140

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 11: Giá mục tiêu kết hợp từ các Phương pháp

	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
DCF	50.0%	21,140
EV/EBIT	25.0%	24,649
EV/EBITDA	25.0%	22,546
Giá mục tiêu	100.0%	22,369
Chiết khấu cho khả năng chậm điều chỉnh phí BOT	-5.0%	21,250
Giá thị trường (23 tháng 1, 2024)		15,700
Upside		+35.4%

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

Phân tích độ nhạy

		Tăng trưởng lưu lượng xe							
		4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%
WACC	8.0%	20,403	22,994	25,679	28,459	31,337	34,317	37,400	40,590
	9.0%	17,747	20,230	22,802	25,465	28,223	31,077	34,030	37,085
	10.0%	15,228	17,608	20,073	22,625	25,268	28,003	30,832	33,760
	11.0%	12,836	15,118	17,482	19,930	22,463	25,085	27,798	30,604
	12.0%	10,564	12,754	15,022	17,370	19,800	22,315	24,916	27,607
	13.0%	8,405	10,507	12,683	14,937	17,269	19,682	22,179	24,760
	14.0%	6,352	8,370	10,460	12,624	14,863	17,180	19,576	22,054
	15.0%	4,398	6,338	8,346	10,424	12,575	14,800	17,101	19,481

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

		Tăng trưởng lưu lượng xe							
		4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%
Biên lợi nhuận gộp (Xây dựng)	9.0%	16,221	18,641	21,148	23,743	26,431	29,212	32,090	35,067
	10.0%	16,219	18,639	21,146	23,741	26,429	29,210	32,088	35,064
	11.0%	16,217	18,637	21,144	23,739	26,427	29,208	32,085	35,062
	12.0%	16,215	18,635	21,142	23,737	26,425	29,206	32,083	35,060
	13.0%	16,213	18,633	21,140	23,735	26,422	29,204	32,081	35,058
	14.0%	16,211	18,631	21,138	23,733	26,420	29,202	32,079	35,056
	15.0%	16,209	18,629	21,136	23,731	26,418	29,199	32,077	35,054
	16.0%	16,207	18,627	21,134	23,729	26,416	29,197	32,075	35,052

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

		Tăng trưởng lưu lượng xe							
		4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%
EV/EBITDA	7.0x	371	2,110	3,909	5,769	7,693	9,683	11,739	13,864
	8.0x	4,332	6,241	8,217	10,261	12,376	14,563	16,825	19,162
	9.0x	8,292	10,372	12,524	14,752	17,058	19,443	21,910	24,461
	10.0x	12,253	14,502	16,832	19,244	21,740	24,323	26,996	29,759
	11.0x	16,213	18,633	21,140	23,735	26,422	29,204	32,081	35,058
	12.0x	20,174	22,764	25,447	28,227	31,105	34,084	37,167	40,357
	13.0x	24,134	26,895	29,755	32,718	35,787	38,964	42,252	45,655
	14.0x	28,094	31,026	34,063	37,210	40,469	43,844	47,338	50,954

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

		Biên lợi nhuận gộp (Xây dựng)							
		9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%	16.0%
WACC	8.0%	25,680	25,680	25,679	25,679	25,679	25,678	25,678	25,677
	9.0%	22,806	22,805	22,804	22,803	22,802	22,801	22,800	22,799
	10.0%	20,079	20,077	20,076	20,074	20,073	20,072	20,070	20,069
	11.0%	17,490	17,488	17,486	17,484	17,482	17,480	17,478	17,477
	12.0%	15,031	15,029	15,026	15,024	15,022	15,019	15,017	15,015
	13.0%	12,694	12,692	12,689	12,686	12,683	12,681	12,678	12,675
	14.0%	10,473	10,470	10,467	10,463	10,460	10,457	10,454	10,451
	15.0%	8,360	8,356	8,353	8,349	8,346	8,342	8,338	8,335

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

WACC	EV/EBITDA							
	7.0x	8.0x	9.0x	10.0x	11.0x	12.0x	13.0x	14.0x
8.0%	7,130	11,767	16,404	21,042	25,679	30,316	34,953	39,590
9.0%	5,089	9,517	13,946	18,374	22,802	27,230	31,658	36,087
10.0%	3,151	7,381	11,612	15,842	20,073	24,303	28,534	32,765
11.0%	1,309	5,352	9,395	13,439	17,482	21,526	25,569	29,612
12.0%	(443)	3,423	7,289	11,156	15,022	18,888	22,754	26,620
13.0%	2,109)	1,589	5,287	8,985	12,683	16,381	20,079	23,777
14.0%	3,694)	(156)	3,383	6,922	10,460	13,999	17,538	21,076
15.0%	(5,204)	(1,817)	1,571	4,958	8,346	11,733	15,120	18,508

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

EV/EBITDA	Biên lợi nhuận gộp (Xây dựng)							
	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%	16.0%
7.0x	3,916	3,914	3,912	3,911	3,909	3,907	3,905	3,904
8.0x	8,224	8,222	8,220	8,218	8,217	8,215	8,213	8,211
9.0x	12,532	12,530	12,528	12,526	12,524	12,522	12,521	12,519
10.0x	16,840	16,838	16,836	16,834	16,832	16,830	16,828	16,826
11.0x	21,148	21,146	21,144	21,142	21,140	21,138	21,136	21,134
12.0x	25,456	25,454	25,452	25,450	25,447	25,445	25,443	25,441
13.0x	29,764	29,761	29,759	29,757	29,755	29,753	29,751	29,749
14.0x	34,072	34,069	34,067	34,065	34,063	34,061	34,059	34,057

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

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

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	9M2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	1,825	3,231	3,643	3,990
Giá vốn hàng bán	979	1,793	2,091	2,329
Lợi nhuận gộp	846	1,438	1,552	1,661
Lãi từ HĐTC	20	25	25	25
Chi phí tài chính	505	883	936	992
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	41	50	50	60
SG&A	44	78	87	96
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	359	552	603	658
Lợi nhuận khác	(2)	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	357	552	603	658
Thuế TNDN	48	83	90	99
Lợi nhuận sau thuế	309	469	513	559
Cổ đông thiểu số	41	61	67	73
Cổ đông công ty mẹ	268	408	446	486
EBITDA	1,074	1,852	2,025	2,211
EBITDA Margin (%)	58.9%	57.3%	55.6%	55.4%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	19.7%	17.1%	16.6%	16.5%
Biên lợi nhuận ròng (%)	16.9%	14.5%	14.1%	14.0%

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2022H	2023F	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	1,237	3,198	3,912	4,666
Tiền và tương đương tiền + ĐTTC NH	490	1,943	2,436	3,032
Phải thu khách hàng	195	354	399	437
Khoản phải thu ngắn hạn khác	307	506	571	625
Hàng tồn kho	207	356	467	534
Tài sản NH khác	52	52	52	52
Tài sản dài hạn	35,283	36,608	37,558	38,220
Phải thu dài hạn	399	730	863	906
Tài sản cố định	28,369	28,077	27,717	27,280
TSDDH + ĐTDH	523	523	523	523
Chi phí trả trước dài hạn	5,993	7,278	8,455	9,511
Nợ phải trả	27,842	29,835	30,987	31,843
Phải trả ngắn hạn	1,061	1,375	1,604	1,787
Ứng trước người bán + chi phí NH	496	1,101	1,279	1,425
Phải trả NH & DH khác	1,487	1,644	1,876	2,067
Tổng nợ vay	20,327	19,958	19,292	18,575
Vốn chủ sở hữu	5,406	6,698	7,211	7,770
Vốn điều lệ	3,294	4,117	4,117	4,117
Lợi nhuận giữ lại	869	1,277	1,723	2,209
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,235	1,296	1,363	1,436
Nguồn kinh phí hình thành TSCĐ	3,273	3,273	3,273	3,273
Tổng nguồn vốn/Tổng tài sản	36,520	39,806	41,470	42,886

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	9M2023	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận trước thuế	357	552	603	658
Khấu hao	233	442	511	586
Dự phòng	-	-	-	-
Lãi/lỗ từ hoạt động đầu tư	(56)	(25)	(25)	(25)
Chi phí lãi vay	500	883	936	992
LN từ HĐKD trước thay đổi VLĐ	1,033	1,852	2,025	2,211
Tăng/giảm khoản phải thu	239	(689)	(243)	(135)
Tăng/giảm hàng tồn kho	(46)	(150)	(111)	(66)
Tăng/giảm khoản phải trả	165	1,077	640	519
Lãi vay đã trả	(881)	(883)	(936)	(992)
Thuế TNDH đã trả	(61)	(83)	(90)	(99)
Tiền chi khác cho HĐKD	-	-	-	-
Lưu chuyển thuần từ HĐKD	448	1,124	1,283	1,438
Đầu tư TSCĐ	(101)	(150)	(150)	(150)
Đầu tư góp vốn vào đơn vị khác	13	-	-	-
Lãi vay/cổ tức được nhận	19	25	25	25
Lưu chuyển thuần từ HĐĐT	(71)	(125)	(125)	(125)
Phát hành cổ phiếu	0	823	-	-
Nhận/Trả nợ vay	(341)	(369)	(665)	(717)
Cổ tức đã trả	-	-	-	-
Lưu chuyển thuần từ HĐTC	(345)	454	(665)	(717)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	33	1,453	493	595
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	382	415	1,869	2,361
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	415	1,869	2,361	2,957

Nguồn: BCTC Công ty. Mirae Asset Vietnam Research

Các chỉ số định giá/dự phóng (tóm tắt)

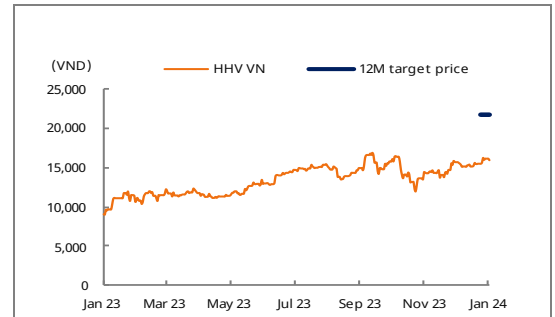
	2022H	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	18.7x	23.1x	21.1x	19.4x
P/B (x)	1.0x	1.4x	1.3x	1.2x
P/CF (x)	6.4x	2.7x	3.0x	3.0x
EPS (VND/share)	851	992	1,083	1,181
BVPS (VND/share)	16,413	16,271	17,516	18,874
CFPS (VND/share)	3,457	8,501	7,545	7,572
DPS (VND/share)	-	-	-	-
Tỷ lệ cổ tức	-	-	-	-
Tăng trưởng doanh thu	21.0%	27.5%	12.8%	9.5%
Tăng trưởng EBITDA (%)	68%	72.4%	9.3%	9.2%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	-17%	69.9%	7.9%	7.0%
Tăng trưởng EPS	-13%	16.6%	9.2%	9.0%
Số ngày bình quân khoản phải thu	40	40	40	40
Số ngày bình quân khoản phải trả	57	57	57	57
Số ngày bình quân hàng tồn kho	97	73	82	84
ROE (%)	5.1%	7.8%	7.4%	7.5%
ROA (%)	0.7%	1.2%	1.3%	1.3%
ROIC (%)	1.0%	1.8%	1.9%	2.1%
Nợ vay/Tổng Tài sản (%)	56%	50%	47%	43%
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	376%	298%	268%	239%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	1.7x	1.6x	1.6x	1.6x
Tỷ lệ khả năng trả nợ (x)	0.6x	0.7x	0.9x	0.9x

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả	24/01/2024	Mua	21.250



Stock ratings

Buy	Expected 12-month performance: +20% or greater
Trading Buy	Expected 12-month performance: +10% to +20%
Hold	Expected 12-month performance: -10% to +10%
Sell	Expected 12-month performance: -10% or worse

Sector ratings

Overweight	Expected to outperform the market over 12 months
Neutral	Expected to perform in line with the market over 12 months
Underweight	Expected to underperform the market over 12 months

Rating and TP history: Share price (—), TP (—), Not Rated (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆)

* Our investment rating is a guide to the expected return of the stock over the next 12 months.

* Outside of the official ratings of Mirae Asset Co., Ltd., analysts may call trading opportunities should technical or short-term material developments arise.

* The TP was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on estimates of future earnings.

* TP achievement may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Analyst certification

The research analysts who prepared this report (the “Analysts”) are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. MAS policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst’s area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC(MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060

Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building
3C Ton Duc Thang St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098
India

Tel: 91-22-62661336