Báo cáo lần đầu HHV – MUA

Ngày 25/10/2024

Đỗ Tiến Đạt
(+84 28) 7300 7000 (x1048)
datdt@acbs.com.vn

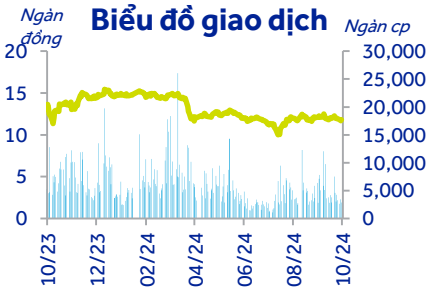
Báo cáo lần đầu

Khuyến nghị	**MUA**
	HOSE: HHV
	Hạ tầng
Giá mục tiêu (VND)	**16.000**
Giá hiện tại (VND)	**11.650**
Tỷ lệ tăng giá	36,8%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	0,0%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	**36,8%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-20,1	-2,5	4,4	-10,3
Tương đối	-34,0	-2,8	0,7	-28,9

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Công ty CP Đầu tư Hải Thạch B.O.T	16,09%

Thống kê

	21/10/2024
Mã Bloomberg	**HHV VN**
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	9.810 – 15.619
SL lưu hành (triệu cp)	432
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.079
Vốn hóa (triệu USD)	203
Room khối ngoại còn lại (%)	41,1
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	74,9
KLGD TB 3 tháng (cp)	4.488.679
VND/USD	25.030
Index: VNIndex / HSX	1.266,3/225,5

CTCP ĐẦU TƯ HẠ TẦNG GIAO THÔNG ĐÈO CẢ (HHV VN)

HHV là một trong những doanh nghiệp lớn trong lĩnh vực xây dựng, vận hành, bảo dưỡng hạ tầng như hầm, đường cao tốc và thu phí BOT (Build-Operation-Tranfer) tại Việt Nam. Với kinh nghiệm thi công các dự án có tổng mức đầu tư tích lũy lớn hơn 50.000 tỷ đồng, chúng tôi kỳ vọng HHV sẽ có cơ hội trúng thầu nhiều dự án hơn trong thời gian tới nhờ chính sách đẩy mạnh đầu tư công. Hiện tại, HHV có hai mảng kinh doanh chính là thu phí BOT và xây lắp. Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận kép trong giai đoạn 2024-2026 đạt mức 18,3% CAGR nhờ các yếu tố sau:

Mảng BOT duy trì tăng trưởng doanh thu và tạo dòng tiền ổn định. BOT hiện đang đóng góp 59% doanh thu và 90% lợi nhuận gộp của HHV. Công ty đang vận hành 30km hầm giao thông và 410km cao tốc và quốc lộ. Chúng tôi ước tính tốc độ tăng lưu lượng xe khoảng 5%/năm và mức thu phí tăng từ 15%-18% mỗi 3 năm cho từng trạm thu phí sẽ giúp tốc độ tăng trưởng doanh thu mảng BOT trong giai đoạn 2024-2026 đạt 8%/năm. Đáng chú ý, việc đồng bộ hạ tầng từ các dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2 và thông tuyến Hà Nội – Lạng Sơn – Cao Bằng từ năm 2026, sẽ giúp lưu lượng xe tiếp tục gia tăng và mở rộng danh mục thu phí BOT cho HHV.

Mảng xây lắp: cao điểm công việc trong giai đoạn 2024-2026. Mảng xây lắp hiện đóng góp 39% doanh thu và 8% lợi nhuận gộp của HHV. Kế hoạch đẩy mạnh đầu tư công từ Chính phủ giai đoạn 2021-2025 đã đem đến nhiều hợp đồng xây lắp lớn cho HHV. Hiện tại, backlog của HHV đạt hơn 2.900 tỷ đồng (gấp khoảng 3 lần doanh thu xây lắp 2023). Chúng tôi kỳ vọng HHV sẽ đẩy mạnh ghi nhận doanh thu mảng xây lắp vào 2024-2026 với CARG đạt 16% do đây là giai đoạn hoàn thành các dự án.

Kế hoạch tăng vốn. Trong giai đoạn 2024 – 2025, HHV dự kiến huy động hơn 1.490 tỷ đồng từ việc phát hành hơn 149 triệu cổ phiếu (~34,5% số cổ phiếu đang lưu hành) cho cổ đông hiện hữu và phát hành riêng lẻ. Việc phát hành liên tục sẽ giúp HHV có thêm nguồn lực để phát triển các dự án, nhưng cũng đem đến rủi ro pha loãng EPS.

Tỷ lệ nợ vay cao nhưng mức độ nhạy cảm lãi suất thấp. Tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu của HHV là hơn 2 lần (cao hơn mức trung bình ngành là 1,2 lần) do phần lớn tài sản là các tuyến BOT được tài trợ từ nợ vay dài hạn. Hiện, nợ vay BOT chiếm khoảng 95% tổng nợ. Tuy nhiên, rủi ro tài chính được kiểm soát do lãi vay BOT được phân bổ theo tỷ lệ với doanh thu thu phí, không nhạy cảm với sự thay đổi của lãi suất. Bên cạnh đó, HHV không phải trả nợ gốc định kỳ đối với khoản vay BOT mà sẽ được chuyển giao cho Nhà nước vào thời điểm kết thúc thời gian thu phí.

Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cho HHV với định giá hợp lý là 16.000 VND/cp bằng phương pháp DCF. Mức giá này cao hơn 37% so với giá hiện tại, tương ứng với P/E 2024 là 18,6x, và P/B là 0,8x.

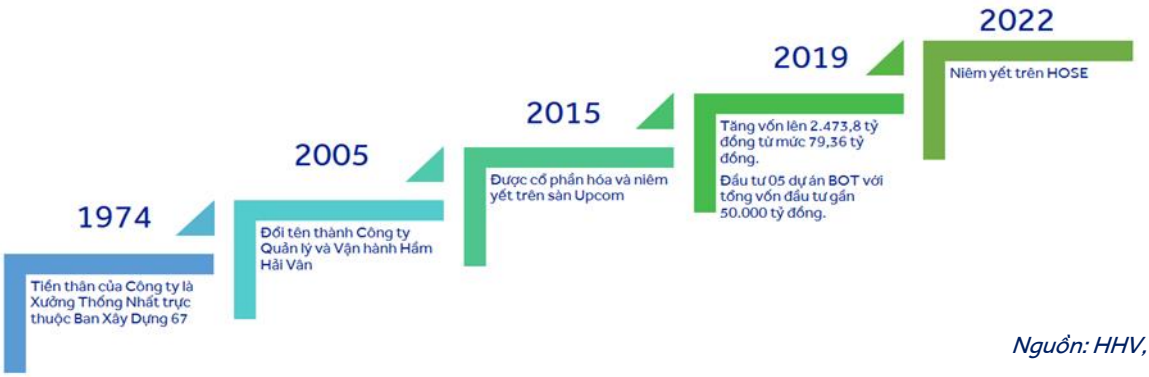
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
DT Thuần (tỷ đồng)	2.095	2.686	3.419	3.792	4.187
Tăng trưởng	*12,6%*	*28,2%*	*27,3%*	*10,9%*	*10,4%*
EBITDA (tỷ đồng)	1.277	1.411	1.580	1.697	1.899
Tăng trưởng	*16,9%*	*10,5%*	*12,0%*	*7,4%*	*11,9%*
LN ròng (tỷ đồng)	264	322	371	420	519
Tăng trưởng	*-1,5%*	*22,0%*	*15,2%*	*13,1%*	*23,7%*
EPS (hiệu chỉnh; VND)	929	678	859	971	1.202
Tăng trưởng	*75,2%*	*-27,0%*	*26,6%*	*13,1%*	*23,7%*
ROE	3,3%	3,8%	4,0%	4,1%	4,8%
ROA	0,8%	0,9%	1,0%	1,0%	1,2%
Nợ ròng/EBITDA (x)	15,9	14,2	11,6	9,6	8,1
EV/EBITDA (x)	19,9	17,9	14,9	12,7	10,9
P/E (x)	12,3	13,2	18,6	16,5	13,3
P/B (x)	0,6	0,9	0,8	0,8	0,7
Cổ tức (đồng)	0	0	0	0	0
Suất sinh lợi cổ tức	0%	0%	0%	0%	0%

Một trong những doanh nghiệp dẫn đầu về xây dựng hầm đường bộ và đường cao tốc

HHV là doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực đầu tư và quản lý hạ tầng giao thông tại Việt Nam theo hình thức BOT. HHV đã triển khai nhiều công trình lớn như Hầm Đèo Cả (11.378 tỷ đồng), hầm Cù Mông (4.627 tỷ đồng), hầm Hải Vân 2 (7.296 tỷ đồng), cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn (12.188 tỷ đồng), và cao tốc Trung Lương – Mỹ Thuận (5.003 tỷ đồng). Trong các dự án đã thi công với tổng mức đầu tư hơn 50.000 tỷ đồng, HHV luôn đảm bảo tiến độ và quản lý chi phí sát với dự toán.

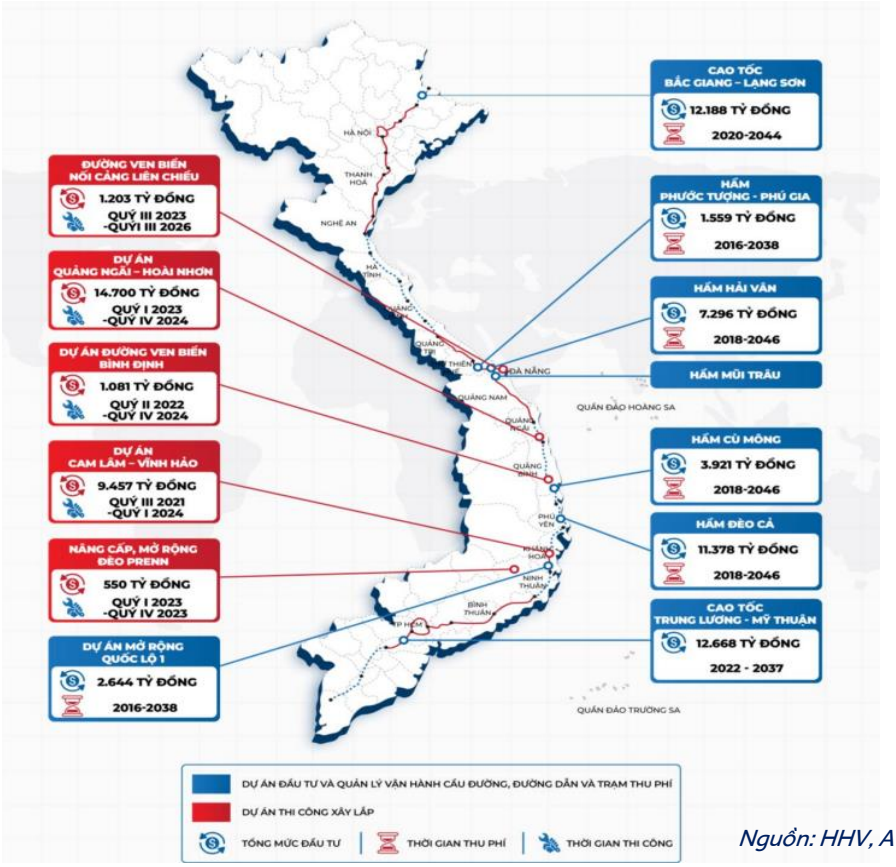
Bên cạnh đó, nhờ kinh nghiệm tại các dự án lớn và phức tạp, HHV đã từng được mời tham gia để khắc phục các dự án yếu kém. Ví dụ điển hình là dự án cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn, khởi công từ năm 2015 nhưng bị đình trệ do năng lực của nhà đầu tư cũ. HHV đã tham gia tiếp quản và hoàn thành dự án sau 2 năm.

Các cột mốc đáng chú ý:



Nguồn: HHV, ACBS.

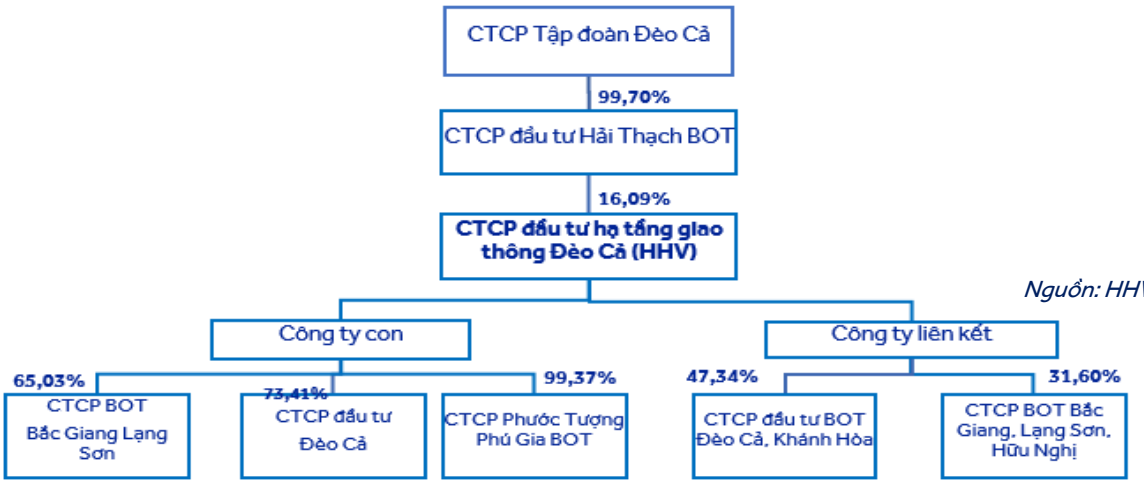
Các dự án nổi bật của HHV:



Nguồn: HHV, ACBS.

Hiện tại, Tập đoàn Đèo Cả sở hữu 20,59% tại HHV, nhưng vẫn là công ty mẹ do nắm quyền kiểm soát. HHV đang sở hữu 03 công ty con và 02 công ty liên kết, chủ yếu là các doanh nghiệp dự án BOT giao thông. HHV đang quản lý vận hành 30km hầm giao thông, 410km cao tốc và quốc lộ.

Danh sách các công ty con và công ty liên kết của HHV



Nguồn: HHV, ACBS.

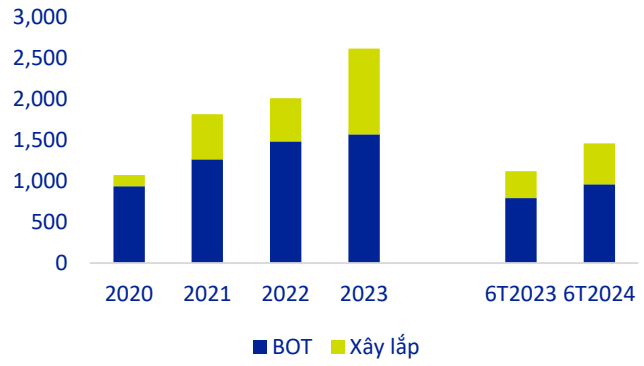
Hai mảng kinh doanh chính: BOT và xây lắp

Hiện nay, HHV hoạt động chủ yếu trong hai mảng kinh doanh: (1) Thu phí BOT và (2) Xây lắp. Công ty đang vận hành 30km hầm giao thông và 410km cao tốc và quốc lộ. Bên cạnh đó, công ty còn có mảng duy tu bảo dưỡng hầm đường, chủ yếu phục vụ các công ty con và đóng góp không đáng kể vào tổng doanh thu.

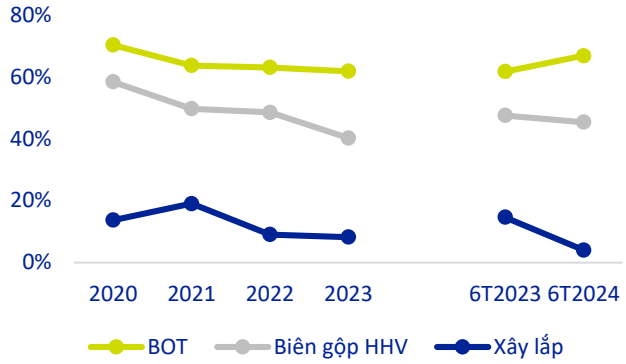
Trong giai đoạn 2020–2023, doanh thu của HHV tăng trưởng với CAGR hơn 31%, và lợi nhuận ròng với CAGR gần 20%. Phân khúc BOT đóng góp phần lớn lợi nhuận ròng, trong khi mảng xây lắp vẫn còn khiêm tốn. Tuy nhiên, lĩnh vực xây lắp đã tăng trưởng rất nhanh, với CAGR đạt 96%, tăng từ 139 tỷ đồng năm 2020 lên hơn 1.000 tỷ đồng vào năm 2023.

Tính đến 6T2024, mảng kinh doanh BOT vẫn là nguồn thu chính của HHV, chiếm 59% tổng doanh thu với hơn 1.500 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp từ hoạt động thu phí duy trì ổn định ở mức trên 60%. Mảng xây lắp được hưởng lợi từ chính sách thúc đẩy đầu tư công, tạo ra khối lượng công việc lớn cho HHV. Trong 6T2024, mảng xây lắp đóng góp 39% doanh thu với gần 500 tỷ đồng và có biên lợi nhuận gộp là 4%.

Doanh thu BOT và xây lắp (Tỷ đồng)

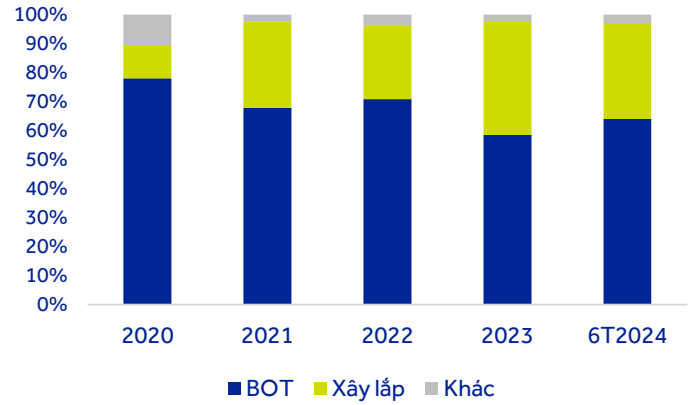


Biên lợi nhuận gộp (%)

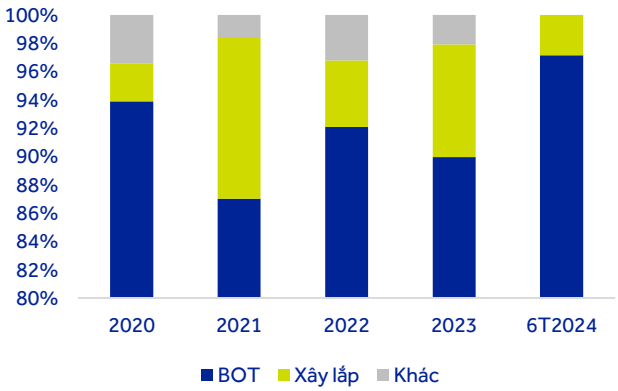


Nguồn: HHV, ACBS.

Tỷ trọng đóng góp doanh thu (%)



Tỷ trọng đóng góp lợi nhuận gộp (%)



Nguồn: HHV, ACBS.

Mảng BOT: duy trì tăng trưởng doanh thu và tạo dòng tiền ổn định

Hiện tại, HHV đang thu phí tại 7 trạm để hoàn vốn cho 4 dự án BOT (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.

Danh mục các trạm thu phí của HHV

Dự án	Trạm thu phí	Tỷ lệ lợi ích (%)	TMĐT (tỷ đồng)	Thời gian thu phí
Hầm Đèo Cả - Cù Mông - Hải Vân	1. Đèo Cả	73,41%	21.612	2018-2024
	2. An Dân			
	3. Cù Mông			
Hầm Phước Tượng - Phú Gia	4. Bắc Hải Vân (*)	99,37%	1.559	2016-2035
Cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn	5. Bắc Giang-Lạng Sơn (BGLS)	65,03%	12.188	2020-2049
	6. Quốc lộ 1 (QL1)			
Dự án mở rộng QL1 qua Khánh Hòa	7. Ninh Lộc	47,34%	2.644	2016-2038

(*) Trạm thu phí Bắc Hải Vân (thu chung cho cả hầm Hải Vân và hầm Phước Tượng-Phú Gia).

Nguồn: HHV, ACBS.

Đáng chú ý, chúng tôi nhận thấy các dự án BOT đang được lên phương án hỗ trợ:

Hầm đường bộ qua Đèo Cả: Theo phương án tài chính, dự án được phép vận hành các trạm BOT 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 thu phí như dự định.

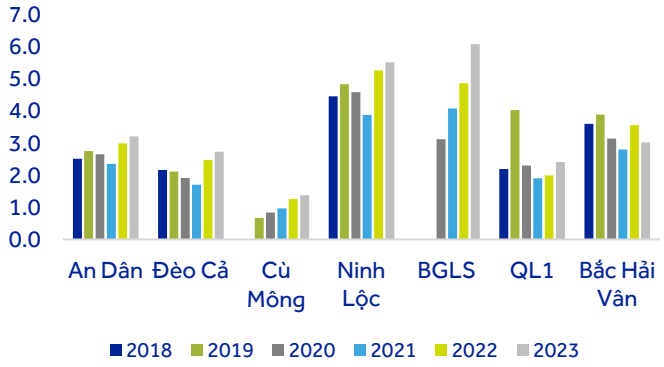
Bộ Giao thông Vận tải (GTVT) đã đề xuất hỗ trợ 8 dự án BOT vào tháng 5/2023 và bổ sung khoảng 2.280 tỷ đồng để mua lại quyền thu phí tại trạm La Sơn - Túy Loan. Đồng thời, dự án vẫn chưa nhận được phần vốn nhà nước trị giá 1.180 tỷ VNĐ trong tổng số 5.048 tỷ VNĐ tài trợ, điều này tăng thêm gánh nặng nợ vay cho doanh nghiệp. Chúng tôi kỳ vọng khoản vốn này có thể được giải ngân vào cuối năm 2024.

Hầm Phước Tượng - Phú Gia: 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 phương án tài chính trong thời gian tới sẽ gặp khó khăn.

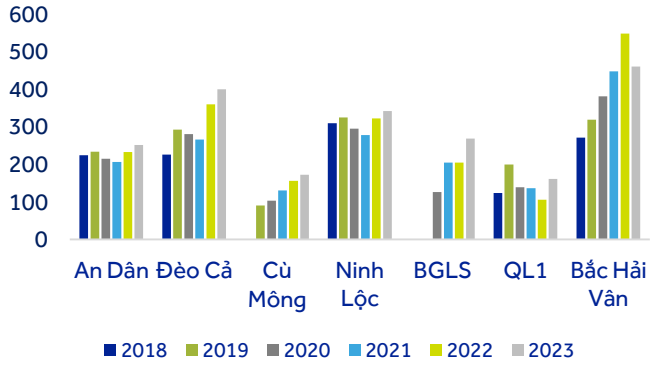
Cao tốc Bắc Giang-Lạng Sơn: Đây là dự án nằm trong quy hoạch tuyến cao tốc từ Hà Nội - Lạng Sơn, và là dự án mà HHV đã tham gia tiếp quản. Hiện tại, dự án đang bị cắt giảm 1 trạm thu phí tại hợp phần nâng cấp trạm thu phí Km93+160 trên QL1, dẫn đến thiệt hại nguồn thu khoảng 5.600 tỷ đồng. Ngoài ra, doanh thu từ dự án Bắc Giang – Lạng Sơn giảm do chưa thông xe toàn tuyến đến cửa khẩu Hữu Nghị, làm ảnh hưởng đến lưu lượng xe qua dự án này. Doanh thu từ dự án chỉ đạt khoảng 32%, UBND tỉnh Lạng Sơn đề xuất Thủ tướng phê duyệt hỗ trợ khoảng 5.600 tỷ đồng từ ngân sách trung ương cho dự án này.

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.

Lưu lượng xe (triệu xe)



Doanh thu qua các trạm (tỷ đồng)



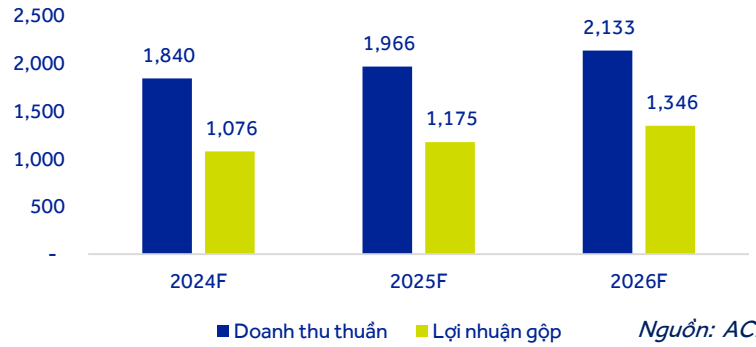
Nguồn: HHV, ACBS.

Trong quá trình vận hành, hoạt động thu phí của HHV đôi khi gặp khó khăn do thiên tai, dịch bệnh và sự phân lưu trên các tuyến đường cao tốc. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng nhu cầu đối với phương tiện cá nhân trung bình đạt khoảng 12%/năm, cũng như theo phương án tài chính ban đầu, các trạm thu phí BOT sẽ được tăng giá từ 15% -18% cho mỗi 3 năm. Điều này đủ để đảm bảo rằng cấu trúc kinh doanh của HHV không bị ảnh hưởng lớn. Doanh thu qua các trạm thu phí của HHV cũng ghi nhận sự phục hồi và tăng trưởng ổn định kể từ sau khi dịch bệnh được kiểm soát. Doanh thu thu phí năm

2023 đạt 1.573 tỷ đồng (+4% svck), tương ứng với CAGR 2020 – 2023 là 18%/năm. Lưu lượng xe qua các trạm năm 2023 đạt 24 triệu lượt, với CAGR 2020 – 2023 là 9,5%/năm.

Triển vọng: Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi ước tính tăng trưởng lưu lượng xe là 5%/năm theo báo cáo VITRANSS 3 (báo cáo được thực hiện bởi bộ GTVT kết hợp cùng Cơ quan hợp tác Quốc tế Nhật Bản). Chúng tôi kỳ vọng lưu lượng xe tăng đáng kể khi các dự án Hữu Nghị - Chi Lăng và cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh đi vào vận hành năm 2026, góp phần tăng thêm 20% lưu lượng xe tại trạm thu phí Bắc Giang - Lạng Sơn. Về phần thu phí: chúng tôi ước tính tốc độ tăng phí thu định kỳ theo phương án tài chính cũng sẽ tăng từ 15-18% mỗi 3 năm cho từng dự án.

Kết quả kinh doanh BOT 2024F-2026F
(tỷ đồng)



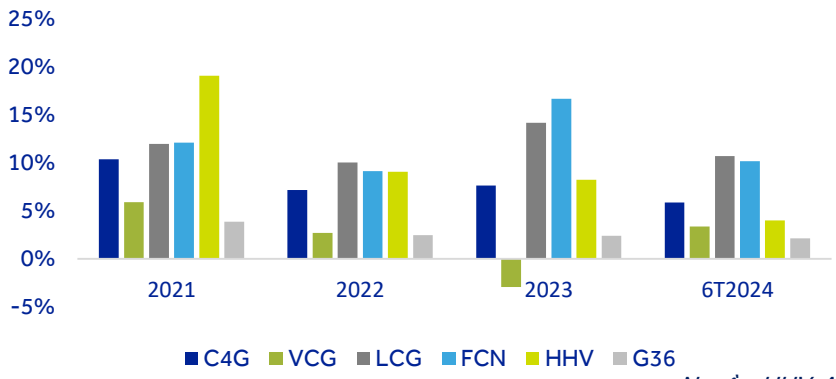
Nguồn: ACBS

Mảng xây lắp: dự kiến tăng trưởng khả quan vào 2024-2026

Nhờ vào kế hoạch đẩy mạnh đầu tư công của chính phủ giai đoạn 2021-2025, mảng xây lắp của HHV đã có những bước phát triển mạnh mẽ từ năm 2021. Trong năm 2024, khối lượng công việc trong lĩnh vực xây lắp trở nên sôi động khi HHV đã hoàn thành và đưa vào vận hành dự án cao tốc Cam Lâm - Vĩnh Hảo từ cuối tháng 4/2024. Dự án này, với tổng mức đầu tư 8.900 tỷ đồng, đã được ghi nhận vào kết quả kinh doanh của công ty. Đáng chú ý, dự án cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh với tổng mức đầu tư hơn 14.300 tỷ đồng đã được khởi công vào ngày 1/1/2024 và dự án cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng với tổng mức đầu tư hơn 11.000 tỷ đồng cũng đã được khởi công vào ngày 21/4/2024. Đến thời điểm hiện tại, giá trị backlog của HHV đã đạt hơn 2.900 tỷ đồng, gấp khoảng 3 lần doanh thu xây dựng năm 2023, trong đó các dự án cao tốc Bắc – Nam đóng góp 76%. Chúng tôi kỳ vọng HHV sẽ đẩy mạnh ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ năm 2024 trở đi nhờ bước vào giai đoạn hoàn thành các dự án.

Năm 2023, dự án trọng điểm là gói thầu Cam Lâm - Vĩnh Hảo có biên lợi nhuận cao do gói thầu kết cấu hầm chui phức tạp. Năm 2024, dự án trọng điểm là cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn có biên lợi nhuận không cao bằng do dự án được chỉ định thầu và có yêu cầu thi công đơn giản hơn.

Biên lợi nhuận gộp (%)



Nguồn: HHV, ACBS.

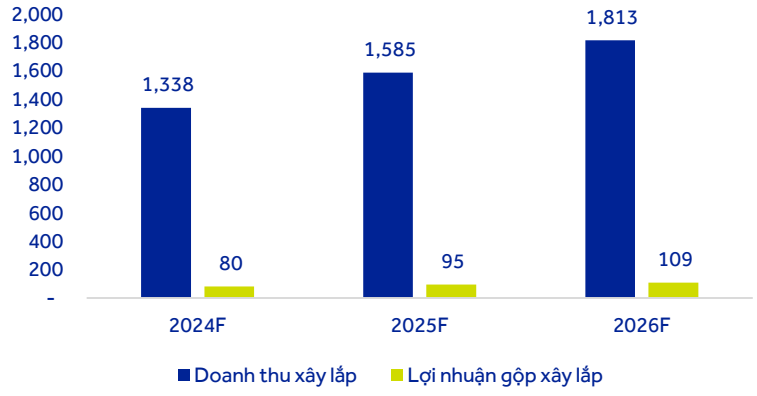
Bảng danh sách các dự án HHV đang triển khai

Tên dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian thực hiện	Giá trị hợp đồng (tỷ đồng)	Giá trị còn lại (tỷ đồng)	Sản lượng thực hiện Q2/2024 (tỷ đồng)	Doanh thu Q2/2024 (tỷ đồng)
Cao tốc Cam Lâm-Vĩnh Hảo	8.925	2021-2024	932	0	47	23
Cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	20.470	2023-2024	1.648	922	251	259
Dự án đường ven biển Bình Định	1.081	2022-2024	590	279	14	9
Dự án đường nối cảng Liên Chiểu	1.203	2023 -2025	148	126	9	9
Cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh	14.331	2024 -2026	1.735	1.735	Dự án mới	
Cao tốc Hữu Nghị-Chi Lăng	11.179	2024 -2026	2000	2.000	Dự án mới	
Cao tốc Tân Phú-Bảo Lộc	18.120	2024-2027	2000	2.000	Dự án mới	

Nguồn: HHV, ACBS.

Triển vọng. Với giá trị backlog của HHV hơn 2.900 tỷ đồng (~3 lần doanh thu xây dựng 2023) sẽ đảm bảo nguồn thu ổn định từ 2024-2026. Bên cạnh đó, các dự án trọng điểm như cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng, Đồng Đăng – Trà Lĩnh và Tân Phú - Bảo Lộc (dự kiến khởi công cuối 2024) sẽ giúp HHV tăng doanh thu từ năm 2025 và cải thiện biên lợi nhuận gộp lên mức 6-7% từ mức 4% tại 6T2024. Điều này đạt được nhờ các dự án này được triển khai theo phương thức PPP, sẽ có biên lợi nhuận cao hơn so với chỉ định thầu nhờ vào với tỷ lệ vốn ngân sách tăng và đơn giá nguyên vật liệu cập nhật sát giá thị trường.

Kết quả kinh doanh mảng xây lắp (tỷ đồng)

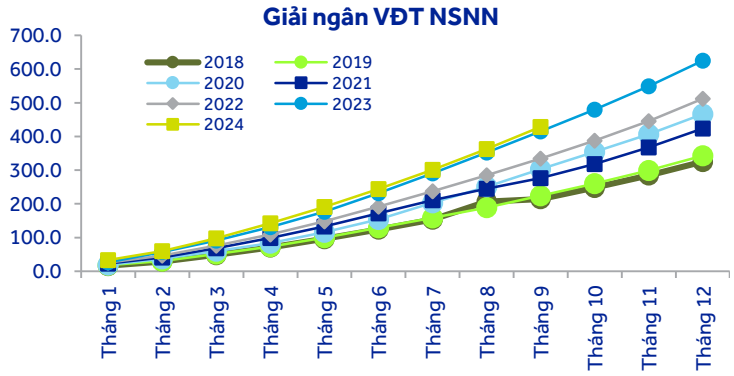


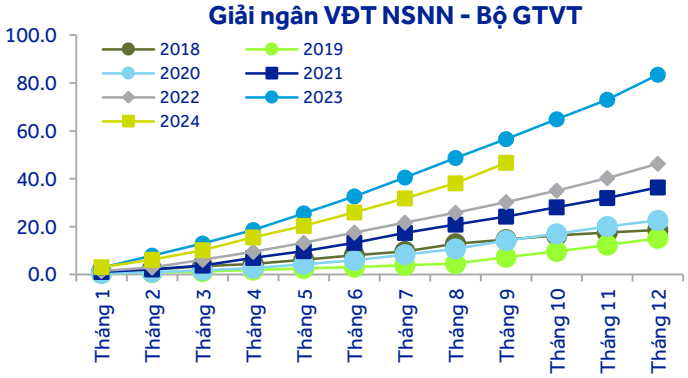
Triển vọng dài hạn tích cực nhờ chính phủ đẩy mạnh đầu tư công

Sau giai đoạn tăng trưởng tích cực năm 2023, đầu tư công trong năm 2024 rơi vào giai đoạn trầm lắng. Theo Bộ Tài chính, ước thanh toán giải ngân đầu tư công từ đầu năm đến ngày 9/2024 đạt 320.566,5 tỷ đồng, đạt 42,96% kế hoạch và đạt 47,29% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao. Trong khi cùng kỳ 2023, giải ngân đầu tư công đạt 47,75% kế hoạch và đạt 51,38% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao.

Theo các ban ngành và địa phương, sự chậm trễ chủ yếu xuất phát từ hai nguyên nhân chính: (1) Chờ nghị định và thông tư hướng dẫn Luật Đấu thầu (2023) mới có hiệu lực, gây ảnh hưởng tới tiến độ phê duyệt kế hoạch lựa chọn nhà thầu; và (2) Tình trạng thu xếp vốn tại địa phương bị chậm, chủ yếu liên quan đến việc giải phóng mặt bằng.

Chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ tập trung đẩy mạnh đầu tư công trong 3 tháng cuối năm 2024 để bắt kịp tiến độ giải ngân Quốc hội đề ra. Đây là một trong các yếu tố quan trọng để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong cả năm 2024, trong bối cảnh bão Yagi đã gây ra những ảnh hưởng không hề nhỏ lên hoạt động sản xuất kinh doanh và hạ tầng của các tỉnh miền Bắc, nhưng chúng tôi tin rằng Chính Phủ sẽ đẩy mạnh chi tiêu để khôi phục lại hạ tầng vào trong thời gian sắp tới.





Nguồn: GSO, ACBS.

Hiện nay, cả nước đã đưa vào khai thác khoảng 2.021 km đường bộ cao tốc, và đang đầu tư khoảng 1.542km. Chính phủ phấn đấu đến năm 2025, cả nước có khoảng 3.000 km đường bộ cao tốc và đến năm 2030 có khoảng 5.000 km với với giá trị đầu tư công và PPP ước tính lần lượt khoảng 430.000 tỷ đồng và 150.000 tỷ đồng. Cùng với kế hoạch đẩy mạnh đầu tư từ Chính phủ, trong giai đoạn 2025 - 2030, HHV và Tập đoàn Đèo Cả đang nghiên cứu đầu tư gần 400 km đường cao tốc, bao gồm các dự án như Tân Phú - Bảo Lộc (Lâm Đồng), TP. Hồ Chí Minh - Chơn Thành, Vành đai 4 đoạn qua tỉnh Bình Dương, cao tốc TP. Hồ Chí Minh - Trung Lương - Mỹ Thuận (giai đoạn 2), với tổng mức đầu tư gần 100.000 tỷ đồng. Qua đó, chúng tôi kỳ vọng sẽ tạo được khối lượng lớn công việc cho HHV cũng như tạo sự thông lưu đồng bộ cho các trạm thu phí để gia tăng lưu lượng xe.

Dự án	Chiều dài (km)	TMĐT (tỷ đồng)	Vốn nhà nước (tỷ đồng)	Tiến độ
Cao tốc Sơn La – Điện Biên	200	8.850		
Tuyến nối TP Quảng Bình – Phong Nha	24	2.400		
Cao tốc Tân Phú – Bảo Lộc	66	18.120	6.580	Đã được phê duyệt báo cáo tiền khả thi
Cao tốc Dầu Giây – Tân Phú	60	8.776	1.300	Đã được phê duyệt báo cáo tiền khả thi
Vành đai 4 TP.HCM –Bình Dương	48	20.000		Đã được phê duyệt báo cáo tiền khả thi
Cao tốc TP.HCM – Chơn Thành (GĐ1)	52	18.000		
Cao tốc TP.HCM – Trung Lương – Mỹ Thuận (GĐ2)	91	30.000		

Nguồn: HHV, ACBS.

Kết quả kinh doanh 6T2024 khả quan

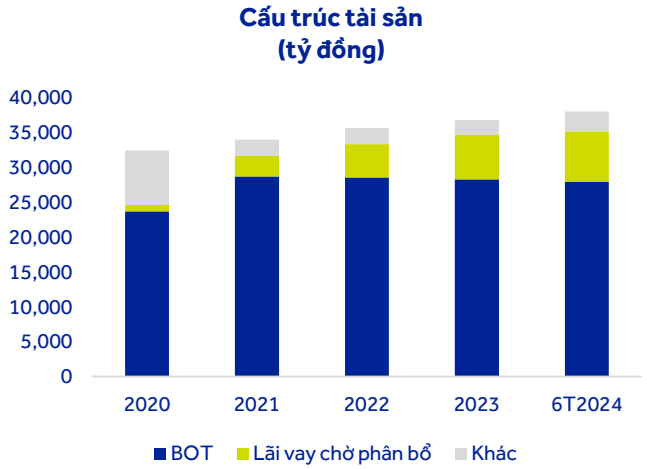
Lũy kế 6 tháng đầu năm 2024, HHV ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt hơn 1.500 tỷ đồng (+31% svck) và gần 240 tỷ đồng (+24% svck), hoàn thành 48% kế hoạch doanh thu và 59% kế hoạch lợi nhuận cả năm. Trong Q2/2024, HHV ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực với doanh thu đạt 813 tỷ đồng (+33% svck), chủ yếu đến từ doanh thu thu phí BOT chiếm 60% tỷ trọng và doanh thu xây lắp là 37% tỷ trọng. Cụ thể, doanh thu mảng thu phí BOT đạt 485 tỷ đồng (+ 20% svck) đến từ tổng lưu lượng xe qua các trạm tăng gần 1,3 triệu xe (+18% svck) từ 7,0 lên 8,3 triệu lượt xe. Doanh thu xây lắp đạt hơn 300 tỷ đồng (+58% svck) đóng góp chính từ dự án cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn. Sau khi trừ đi các chi phí, HHV ghi nhận lợi nhuận sau thuế đạt 125 tỷ đồng (+24% svck).

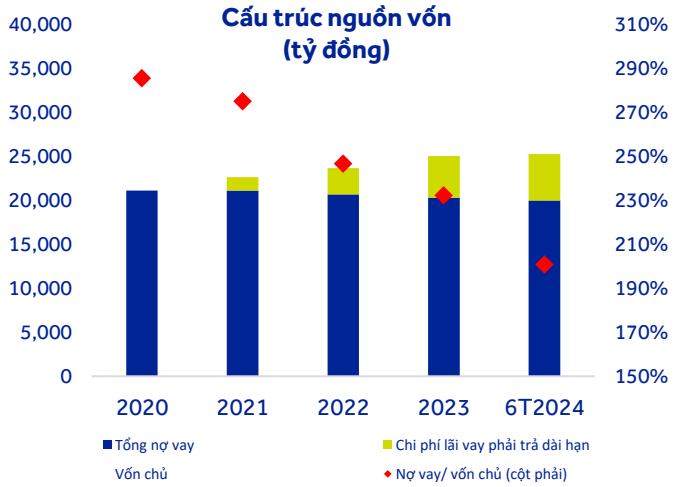
	Q2/2023	Q2/2024	svck	6T2023	6T2024	svck
Doanh thu	612,3	813,7	32,9%	1.151,7	1.503,6	30,6%
+BOT	404,4	485,5	20,1%	792,1	962,2	21,5%
+ Xây lắp	191,3	302,5	58,1%	328,2	498,7	52,0%
+Khác	16	25,7	60,6%	31,3	42,7	36,4%
Biên LN gộp	47.1%	42,1%		47,5%	45,0%	
Biên LN TT	20,6%	18,0%		19,2%	18,4%	
Biên LN ròng	17,8%	15,4%		16,7%	15,9%	

Tỷ lệ vay nợ cao nhưng rủi ro tài chính không lớn do phần lớn lãi vay được phân bổ theo tỷ lệ với doanh thu

Tài sản của HHV chủ yếu là tài sản dài hạn, bao gồm các hầm đường bộ và đường cao tốc, nơi công ty có quyền thu phí từ các phương tiện qua lại. Tính đến hết nửa đầu năm 2024, tài sản dài hạn là các dự án BOT chiếm tới 75% tổng tài sản, đạt gần 28.000 tỷ đồng (-1.4% YTD). Bên cạnh đó, như đã đề cập, do sự chênh lệch về 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. Hiện tại chi phí lãi vay chờ vốn hóa của HHV hơn 7.100 tỷ đồng (+13% YTD).

Nguồn vốn cho các dự án chủ yếu đến từ nợ vay, phần lớn là nợ vay dài hạn, phù hợp với cơ cấu vốn của các dự án đầu tư. Doanh nghiệp thường chỉ đóng góp 10-20% tổng vốn đầu tư, phần còn lại từ ngân sách nhà nước và vốn vay. Tính đến hết nửa đầu năm 2024, tổng nợ vay của HHV đạt hơn 19.970 tỷ đồng (-2% YTD).





Nguồn: HHV, ACBS.

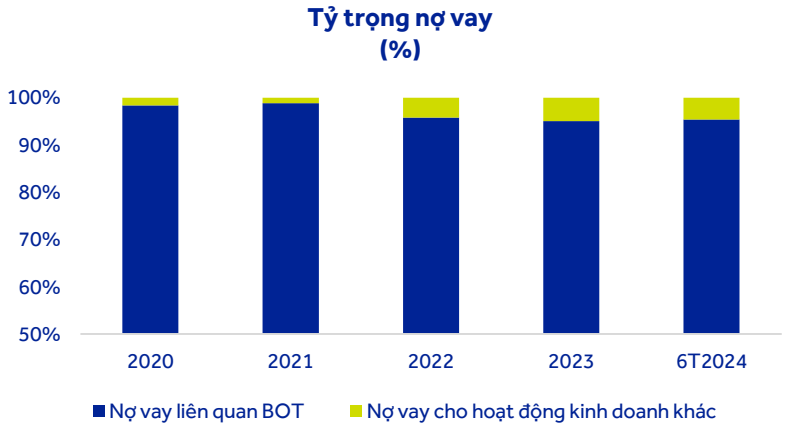
Do đặc thù của BOT, với tổng mức đầu tư ban đầu lớn và lưu lượng qua các trạm thu phí chưa ổn định trong giai đoạn đầu, các dự án BOT thường gặp khó khăn về dòng tiền trong những năm đầu vận hành. Ngoài ra, việc thiếu sự đồng bộ trong các tuyến đường cũng là một thách thức. Tuy nhiên, dòng tiền được kỳ vọng sẽ dần cải thiện trong những năm tiếp theo khi các yếu tố này được khắc phục và các dự án đi vào ổn định hơn.

Để giải quyết bất cập này, chi phí đi vay cho các dự án BOT trong giai đoạn vận hành sẽ được phân bổ dựa trên tỷ lệ doanh thu thu phí phát sinh trong năm và doanh thu theo phương án tài chính của dự án BOT. Điều này được quy định tại Công văn số 2310/TCDN-VP 08/11/2021 của Bộ Tài Chính, áp dụng từ năm tài chính 2020. Chúng tôi ước tính tỷ lệ này dao động từ 40% đến 45%. Phần chênh lệch giữa chi phí đi vay phát sinh và chi phí đi vay được phân bổ vào kết quả hoạt động năm sẽ được ghi nhận vào chi phí trả trước và phân bổ vào các kỳ tiếp theo. Tính đến hết 6T2024, chi phí lãi vay chờ phân bổ của HHV đang là 7.179 tỷ đồng.

Chi phí lãi vay liên quan trực tiếp đến các khoản vay tài trợ vốn cho dự án BOT trong kỳ được tính dựa theo:

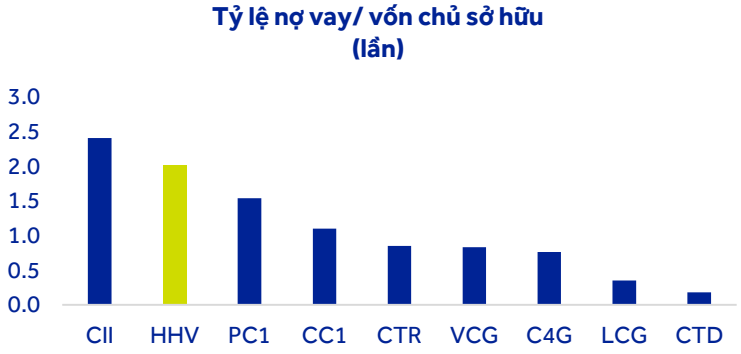
$$\text{Chi phí lãi vay trong kỳ} = \frac{\text{Tổng chi phí lãi vay theo phương án tài chính}}{\text{Tổng doanh thu theo phương án tài chính}} \times \text{Doanh thu thực hiện trong kỳ}$$

Theo số liệu chúng tôi ước tính, 95% nợ vay của HHV liên quan đến các dự án BOT. Chi phí lãi vay của mảng BOT trong kỳ sẽ được ước tính dựa theo tỷ lệ với doanh thu như công thức trên. Phần nợ vay còn lại khoảng gần 1.000 tỷ đồng tương đương 5% tổng nợ vay liên quan đến mảng xây lắp và lãi suất sẽ biến động theo thị trường. Do đó, rủi ro tài chính của HHV không lớn.



Nguồn: ACBS.

Do phần lớn tài sản là các tuyến BOT được tài trợ từ nợ vay dài hạn. HHV có tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu là hơn 2 lần, cao hơn mức trung bình của ngành là 1.2 lần.



Nguồn: HHV, ACBS.

Kế hoạch tăng vốn

Trong giai đoạn 2024 – 2025, HHV dự kiến huy động 1.490 tỷ đồng từ việc phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và phát hành riêng lẻ để tài trợ cho các dự án Hữu Nghị - Chi Lăng, Đồng Đăng – Trà Lĩnh, và các dự án PPP khác. Dự kiến 2 dự án Cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh và Hữu Nghị - Chi Lăng sẽ đi vào vận hành từ năm 2026, qua đó sẽ tiếp tục giúp HHV mở rộng danh mục BOT để đóng góp vào mức tăng trưởng doanh thu. Ngoài ra, HHV công bố sẽ sử dụng nguồn vốn này để tăng cường đào tạo và phát triển công nghệ. Việc phát hành liên tục sẽ giúp HHV có thêm nguồn lực để phát triển các dự án, nhưng cũng đem đến rủi ro pha loãng cổ phần cho các cổ đông hiện hữu.

Bảng kế hoạch phát hành tăng vốn

Đơn vị: Triệu cổ phiếu	Phát hành riêng lẻ	Phát hành cho cổ đông hiện hữu
Số lượng cổ phiếu dự kiến trước khi phát hành	432,26	505,74
Số lượng cổ phiếu phát hành thêm tối đa	73,48	75,86
Số lượng cổ phiếu dự kiến sau phát hành	505,74	581,60

Dự phóng và định giá

Dựa trên các ước tính về tăng trưởng của mảng BOT và xây lắp, chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh năm 2024 của HHV đạt 3.419 tỷ đồng (+27% svck) doanh thu và 371 tỷ đồng (+15% svck) lợi nhuận sau thuế. Cụ thể, mảng thu phí BOT dự kiến đạt 1.840 tỷ đồng (+ 17% svck), nhờ việc tăng giá vé tại 3 trạm thu phí đường bộ Đèo Cả từ đầu năm 2024 và lưu lượng xe tăng khi các hầm được kết nối với các cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 1. Mảng xây lắp ước đạt 1.338 tỷ đồng (+28% svck) đóng góp chính từ dự án Quảng Ngãi – Hoài Nhơn.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với định giá hợp lý vào cuối 2025 là 16.000 VND/cổ phiếu bằng phương pháp DCF. Theo nguyên tắc thận trọng, trong mô hình định giá, chúng tôi chưa ước tính giá trị dự án cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh và Hữu Nghị - Chi Lăng do các dự án này vẫn đang trong quá trình thi công, nên có thể kéo dài hơn dự kiến cũng như lưu lượng xe khi đi vào vận hành sẽ thay đổi so với dự báo của phương án tài chính ban đầu. Chúng tôi sẽ bổ sung 2 dự án này vào định giá khi có thêm thông tin chi tiết.

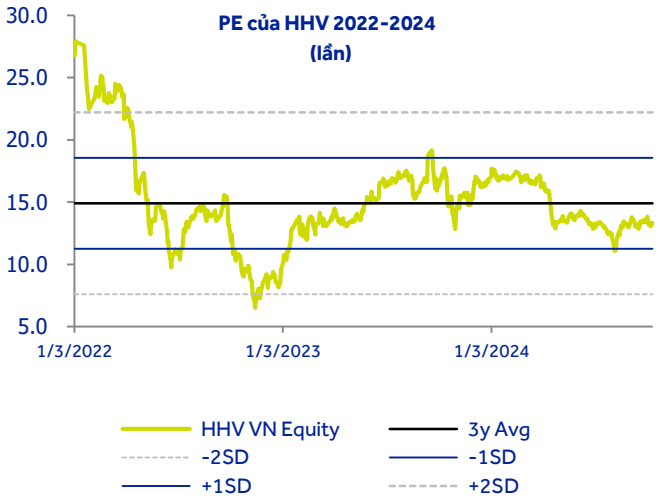
	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	3.419	3.792	4.187	4.602
Tăng trưởng	*27,3%*	*10,9%*	*10,4%*	*9,9%*
Lợi nhuận gộp	1.247	1.364	1.557	1.873
Biên LNG	*36,5%*	*36,0%*	*37,2%*	*40,7%*
EBIT	1.254	1.368	1.566	1.878
EBITDA	1.580	1.697	1.899	2.214
LNTT	484	548	677	809
Tăng trưởng	*14,0%*	*13,1%*	*23,7%*	*19,5%*
LNST	371	420	519	620
Tăng trưởng	*15,2%*	*13,1%*	*23,7%*	*19,5%*
Biên LNST của cổ đông công ty mẹ	10,9%	11,1%	12,4%	13,5%

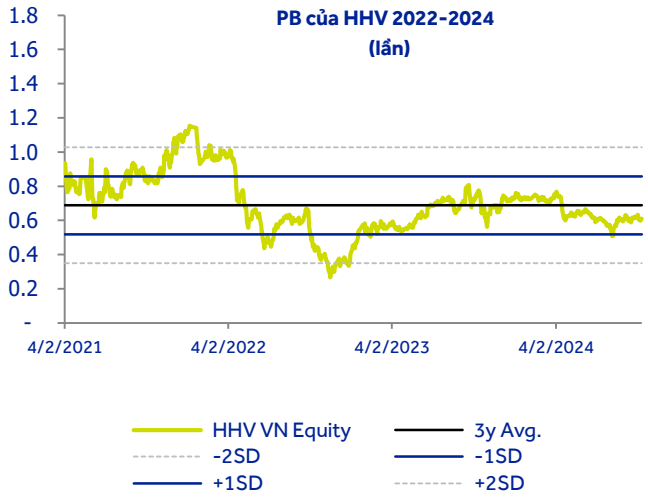
	2024F	2025F	2026F	2027F
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	902	1.981	848	1.062
Trừ: Capex	-50	-50	-50	-50
Cộng: chi phí lãi vay*(1-tax)	657	699	758	911
Dòng tiền FCFF	1.509	2.630	1.556	1.924

Lãi suất phi rủi ro	4,5%
Phần bù rủi ro VCSH	9,0%
Beta	1,3
Chi phí VCSH	16,3%
Tỷ trọng VCSH	20%
Chi phí nợ	10,5%
Tỷ trọng nợ	80%
Tốc độ tăng trưởng	2%
WACC	**10,4%**

Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	12.886
Giá trị của năm cuối mô hình	37.508
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	15.027
Giá trị doanh nghiệp	**27.913**
Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	404
Trừ: Vay nợ ròng	19.969
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	1.435
Giá trị vốn chủ sở hữu	**6.913**
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	432
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (VNĐ/cp)	**15.992**

Diễn biến định giá PE và PB của HHV trong giai đoạn: 2022-2024





DỰ PHÓNG KQKD	Giá hiện tại: VND	11.650	Giá mục tiêu: VND	16.000	Vốn hóa: tỷ VND	5.208
(Đơn vị: tỷ đồng)	**2022**	**2023**	**2024F**	**2025F**	**2026F**	
Doanh thu thuần	**2.095**	**2.686**	**3.419**	**3.792**	**4.187**	
Tăng trưởng doanh thu	*12.6%*	*28.2%*	*27.3%*	*10.9%*	*10.4%*	
GVHB trừ khấu hao	-1.078	-1.605	-2.172	-2.429	-2.629	
Lợi nhuận gộp	**1.017**	**1.080**	**1.247**	**1.364**	**1.557**	
Biên lợi nhuận gộp	*49%*	*40%*	*36%*	*36%*	*37%*	
Chi phí bán hàng và QLDN	-73	-61	-77	-86	-95	
Chi phí bán hàng và QLDN/DTT	*-3%*	*-2%*	*-2%*	*-2%*	*-2%*	
Lợi nhuận từ các công ty LDLK	**53**	**49**	**52**	**64**	**67**	
EBITDA	**1.277**	**1.411**	**1.580**	**1.697**	**1.899**	
Tỷ suất EBITDA	*61,0%*	*52,5%*	*46,2%*	*44,8%*	*45,4%*	
Lợi nhuận từ HĐKD	**944**	**1.017**	**1.170**	**1.278**	**1.462**	
Biên lợi nhuận từ HĐKD	*45,1%*	*37,9%*	*34,2%*	*33,7%*	*34,9%*	
Thu nhập tài chính	5	26	33	26	37	
Chi phí tài chính	-648	-667	-770	-820	-889	
Thu nhập khác	0	1	2	3	4	
Lợi nhuận trước thuế	**354**	**425**	**484**	**548**	**677**	
Lợi nhuận sau thuế	**297**	**364**	**420**	**475**	**588**	
Lợi ích cổ đông thiểu số	-33	-42	-49	-55	-68	
Lợi nhuận sau thuế của CĐ CT mẹ	**264**	**322**	**371**	**420**	**519**	
Biên lợi nhuận ròng	*12,6%*	*12,0%*	*10,9%*	*11,1%*	*12,4%*	
Tiền & các khoản tương đương tiền	382	296	712	1.737	1.769	
SL cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	307	329	432	432	432	
EPS (VND)	**982**	**1010**	**859**	**971**	**1.202**	
EPS hiệu chỉnh (VND)	**929**	**678**	**859**	**971**	**1.202**	
Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh	84.7%	-27.0%	26.7%	13.0%	23.8%	

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Thay đổi vốn lưu động	6	327	150	1.171	-29
Capex	-58	-59	-50	-50	-50
Các khoản mục dòng tiền khác	137	242	520	2,105	-183
Dòng tiền tự do	**178**	**-27**	**466**	**1,075**	**82**
Cổ tức đã trả	0	0	0	0	0
Thay đổi nợ ròng	-574	-283	-1.725	-1.986	-866
Nợ ròng cuối năm	**20.271**	**19.988**	**18.263**	**16.278**	**15.412**
Vốn CSH	**9.978**	**10.456**	**11.046**	**11.751**	**12.492**
Giá trị sổ sách/cp (VND)	23.320	22.760	20.109	21.087	22.295
Nợ ròng/VCSH	*203%*	*191%*	*165%*	*139%*	*123%*
Nợ ròng/EBITDA (x)	*15,9*	*14,2*	*11,6*	*9,6*	*8,1*
Tổng tài sản	**35.656**	**36.780**	**39.125**	**41.397**	**42.603**

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2022	2023	2024F	2025F	2026F
ROE	*3,3%*	*3,8%*	*4,0%*	*4,1%*	*4,8%*
ROA	*0,8%*	*0,9%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,2%*
ROIC	*3,5%*	*3,7%*	*4,3%*	*4,8%*	*5,5%*
WACC	*10,4%*	*10,4%*	*10,4%*	*10,4%*	*10,4%*
EVA	*-7,0%*	*-6,7%*	*-6,1%*	*-5.7%*	*-4,9%*
P/E (x)	*12,3*	*13,2*	*18,6*	*16,5*	*13,3*
EV/EBITDA (x)	*19,9*	*17,9*	*14,9*	*12,7*	*10,9*
EV/FCF (x)	*143,2*	*-928,3*	*50,4*	*20,0*	*250,1*
P/B (x)	*0,6*	*0,9*	*0,8*	*0,8*	*0,7*
P/S (x)	*2,3*	*1,5*	*2,0*	*1,8*	*1,7*
EV/sales (x)	*12,5*	*9,3*	*6,9*	*5,7*	*4,9*
Suất sinh lợi cổ tức	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*

LIÊN HỆ

Trụ sở chính
Leman, 117 Nguyễn Đình Chiểu, Q.3, TPHCM
Tel: (+84 28) 7300 7000

Chi nhánh Hà Nội
10, Phan Chu Trinh Q.Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3942 9395
Fax: (+84 24) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Quyền Giám Đốc Phòng Phân Tích
Đỗ Minh Trang
(+84 28) 7300 7000 (x1041)
trangdm@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Bất động sản
Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 28) 7300 7000 (x1043)
trucptt@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Tài chính
Cao Việt Hùng
(+84 28) 7300 7000 (x1049)
hungcv@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Lương Thị Kim Chi
(+84 28) 7300 7000 (x1042)
chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Vật liệu Xây dựng, Hóa chất
Trần Nhật Trung
(+84 28) 7300 7000 (x1045)
trungtn@acbs.com.vn

CVPT- Dầu khí
Phan Việt Hưng
(+84 28) 7300 7000 (x1044)
hungpv@acbs.com.vn

CVPT – Ngành Điện, nước
Phạm Đức Toàn
(+84 28) 7300 7000 (x1051)
toanpd@acbs.com.vn

CVPT – Vĩ mô & TT Tiền tệ
Trịnh Viết Hoàng Minh
(+84 28) 7300 7000 (x1046)
minhtvh@acbs.com.vn

CVPT - Logistic
Nguyễn Thế Hùng
(+84 28) 7300 7000 (x1047)
hungnt@acbs.com.vn

CVPT – Xây dựng
Đỗ Tiến Đạt
(+84 28) 7300 7000 (x1048)
datdt@acbs.com.vn

NVPT – PTKT
Võ Phú Hữu
(+84 28) 7300 7000 (x1052)
huuvp@acbs.com.vn

NVPT – Dữ liệu thị trường
Mai Duy Anh
(+84 28) 7300 7000 (x1110)
anhmd@acbs.com.vn

KHỐI KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Trưởng phòng khối khách hàng định chế
Chu Thị Kim Hương
(+84 28) 7300 7000 (x1083)
huongctk@acbs.com.vn
groupis@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC
Trần Thị Thanh
(+84 28) 7300 6879 (x1120)
thanhtt@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC
Nguyễn Trần Như Huỳnh
(+84 28) 7300 6879 (x1088)
huynhntn@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) cao hơn 20% so với giá thị trường.
KHẢ QUAN: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) cao hơn 10% đến 20% so với giá thị trường.
TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) trong khoảng -10% và 10% so với giá thị trường.
KÉM KHẢ QUAN: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) thấp hơn 10% đến 20% so với giá thị trường.
BÁN: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) thấp hơn 20% so với giá thị trường.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi,các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào.
ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích,bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường.Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau,nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo,không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS.Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo.ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó**. Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS,các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.
Bản báo cáo có chứa đựng các giả định,quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo,đưa ra các giả định, quan điểm.Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích,các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS.Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể,cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.
Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân,tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.
Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.
ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.
Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.
© Copyright ACBS (2024). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích. Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép,toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.