

**CTCP Đầu tư hạ tầng giao thông Đèo Cả (HHV)**

**Trung lập (từ Khả quan)**

**Xây dựng**

Giá hiện tại	VND12.050
Cao/thấp 52 tuần	VND15.653/10.000
Giá mục tiêu	VND13.000
Giá mục tiêu trước đó	VND16.000
Consensus	-16%
Tiềm năng tăng giá	8%
Tỷ suất cổ tức	0%
Tổng tỷ suất sinh lời	8%

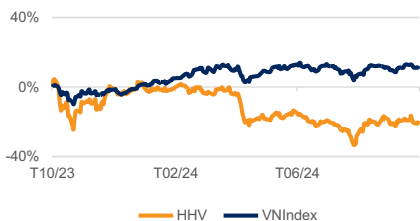
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Trung lập
Phân tích kĩ thuật	<a href="#">Bán</a>

Thị giá vốn (tỷ USD)	0,21
GTĐBQ 3 tháng (tr USD)	2,0
Sở hữu NN (tr USD)	86
Số CP lưu hành (tr)	432
Số CP sau pha loãng (tr)	432

	HHV	Ngành	VNI
P/E trượt	14,5x	16,6x	14,3x
P/B hiện tại	0,6x	1,2x	1,7x
ROA	1,0%	1,5%	6,1%
ROE	3,9%	4,8%	7,3%

\*dữ liệu ngày 15/10/2024

**Diễn biến giá**



Giá cổ phiếu (%)	1M	3M	12M
HHV	-0,4%	-0,4%	-21,2%
VNIIndex	1,1%	-0,9%	12,7%

**Cơ cấu sở hữu**

CTCP Đầu tư Hải Thạch B.O.T	15,0%
Khác	85,0%

**Tổng quan doanh nghiệp**

Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV) gồm 3 mảng kinh doanh chính: 1) thu phí; 2) xây dựng cơ sở hạ tầng; và 3) vận hành và bảo trì. HHV được hưởng lợi do nằm trong hệ sinh thái Tập đoàn Đèo Cả, một trong những tập đoàn đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng hàng đầu Việt Nam.

**Chuyên viên phân tích:**



**Nguyễn Quỳnh Phương**

Phuong.nguyenquynh@vndirect.com.vn

**Quan ngại về các vấn đề kinh doanh cốt lõi**

- Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Trung lập với tiềm năng tăng giá 8%. Chúng tôi đã điều chỉnh giảm giá mục tiêu 19% trong khi giá cổ phiếu đã giảm 10% kể từ báo cáo cuối cùng của chúng tôi.
- Nguyên nhân chính khiến chúng tôi giảm giá mục tiêu chủ yếu là do chúng tôi hạ hệ số định giá để phản ánh mức ROE không bao gồm vốn nhà nước trong năm 2025 là 7,8% và rủi ro dòng tiền còn kéo dài mảng thu phí BOT.

**Điểm nhấn tài chính**

- Doanh thu Q2/24 tăng 33% svck lên 814 tỷ đồng nhờ vào hoạt động thu phí BOT và mảng xây dựng.
- Lợi nhuận ròng Q2/24 chỉ tăng 12% svck lên 106 tỷ đồng trong bối cảnh biên lợi nhuận xây dựng giảm 2,3% và chi phí lãi vay cao hơn. Kết quả này phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi và hoàn thành 54% dự phóng cả năm.
- Tỷ lệ Nợ ròng/VCSH của HHV ít thay đổi sv quý trước, duy trì ở mức 2x vào cuối Q2/24.

**Luân điểm đầu tư**

**Tăng trưởng đầu tư công mạnh mẽ của Việt Nam vẫn được duy trì trong dài hạn**

Chính phủ Việt Nam đặt mục tiêu nâng cấp cơ sở hạ tầng đưa Việt Nam trở thành trung tâm chuỗi cung ứng toàn cầu và thúc đẩy đô thị hóa, chúng tôi tin rằng đầu tư công sẽ tiếp tục tăng trưởng vững chắc với mức tăng trưởng kép CAGR đạt 10-14% (tính theo VND) cho đến năm 2030.

**Tuy nhiên, đầu tư công sẽ tăng trưởng khiêm tốn trong năm 2025**

Quý cuối cùng trong năm luôn là thời điểm chính phủ giải ngân vốn đầu tư công mạnh nhất. Chúng tôi kỳ vọng giải ngân năm 2024 sẽ hoàn thành 95% trong tổng số khoảng 680.000 tỷ đồng, giảm nhẹ 3% svck. Chúng tôi cho rằng mức giải ngân hàng năm đạt 600.000 tỷ đồng trong giai đoạn 2024-2025 là khả thi và sẽ vượt mục tiêu đầu tư công 5 năm giai đoạn 2021-2025.

**Giá trị backlog của HHV vẫn lớn nhưng đang giảm so với cuối năm 2023**

Giá trị backlog ước tính của HHV vào cuối 6T23 là khoảng 2.900 tỷ đồng, giảm so với 3.600 tỷ đồng vào cuối năm 2023.

**Thực hiện dự án BT sẽ tiếp tục gây áp lực lên biên LN gộp mảng xây dựng**

Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp năm 2024 vẫn sẽ ở mức thấp là 4-5% vì phần lớn doanh thu của HHV đến từ các dự án BT, vốn thường có biên lợi nhuận gộp thấp hơn các dự án PPP.

**Các vấn đề về dòng tiền mảng thu phí BOT đang được tìm cách giải quyết**

Chúng tôi kỳ vọng dự án Đèo Cả sẽ nhận được 1.180 tỷ đồng là phần vốn góp cam kết của Nhà nước theo hợp đồng ban đầu vào Q4/24. Đối với dự án BOT Bắc Giang-Lạng Sơn, vẫn chưa có giải pháp rõ ràng nào cho việc không đạt được mức ROE cam kết.

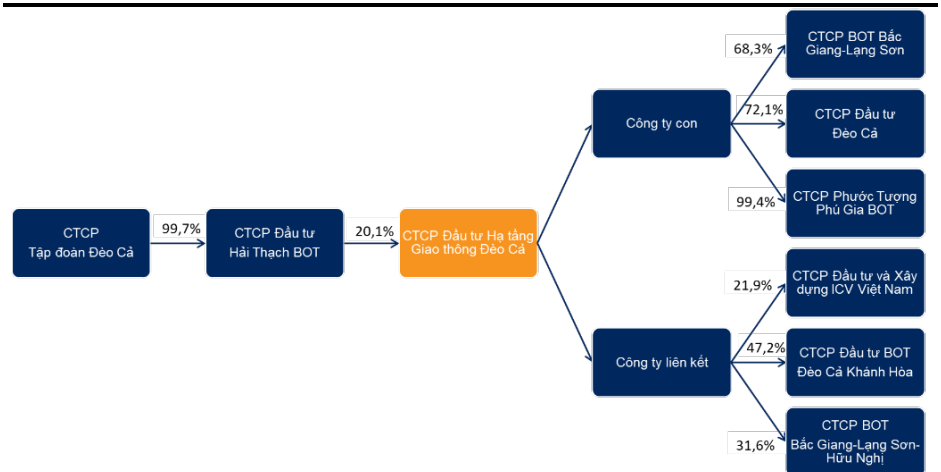
**Tóm tắt các chỉ số tài chính**

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu	28,5%	23,1%	15,6%	10,0%
Tăng trưởng EPS	2%	13%	16%	12%
Biên LN gộp	40,1%	40,7%	39,8%	39,8%
Biên LN ròng	13,5%	12,5%	12,5%	12,7%
P/E (x)	13,9	10,9	9,7	8,9
P/B (x)	0,8	0,5	0,5	0,4
ROAE	4,2%	4,4%	4,6%	4,9%
Nợ ròng/VCSH	228%	190%	175%	160%

## Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV) hoạt động trong ba lĩnh vực chính: thu phí BOT, xây dựng hạ tầng và vận hành bảo trì. Năm 2023, mảng thu phí đóng góp tỷ trọng lớn nhất vào kết quả kinh doanh của công ty, chiếm 60% doanh thu và 90% lợi nhuận gộp. Trong khi đó, mảng xây dựng chiếm 40% doanh thu nhưng chỉ đóng góp 7% lợi nhuận gộp. Năm 2019, HHV đã tái cấu trúc bằng cách phát hành cổ phiếu riêng lẻ để đổi lấy nợ của các dự án BOT. Hiện tại, HHV sở hữu cổ phần tại bốn dự án BOT, bao gồm hầm đường bộ Đèo Cả, cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn, hầm Phước Tường - Phước Gia và dự án mở rộng Quốc lộ 1A (QL1A) tại tỉnh Khánh Hòa.

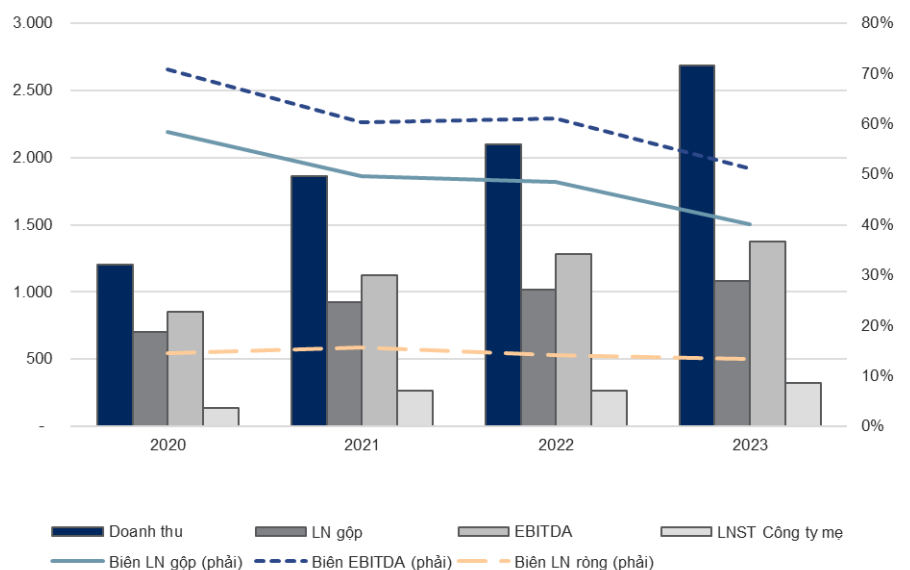
**Hình 1: Cấu trúc doanh nghiệp của HHV**



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Tập đoàn Đèo Cả sở hữu năng lực xây dựng hạ tầng nổi bật. Tập đoàn đã tham gia nhiều dự án giao thông trọng điểm, bao gồm cả việc giải quyết các dự án bị chậm tiến độ (chẳng hạn như cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn và cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận). Là một thành viên trong hệ sinh thái của Tập đoàn Đèo Cả, HHV hưởng lợi thế đáng kể. Công ty sẽ có cơ hội trúng thầu các hợp đồng xây dựng và bảo trì quy mô lớn từ các dự án mà Tập đoàn Đèo Cả tham gia trong tương lai.

**Hình 2: Doanh thu và LN (tỷ đồng) và biên LN (%- phải) của HHV trong 4 năm qua**



Nguồn: Fiingroup

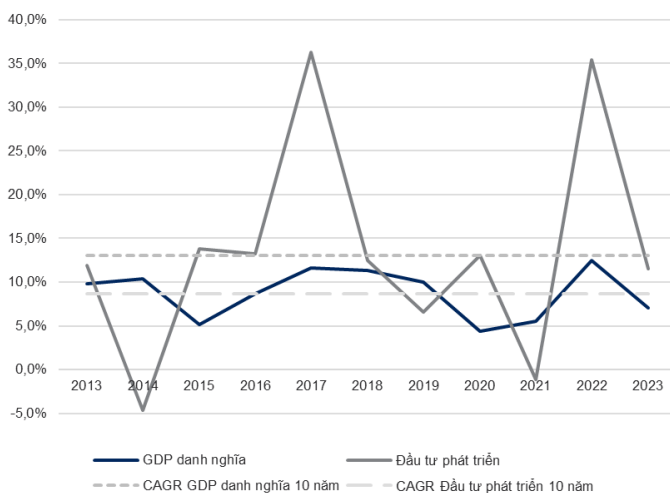
## Triển vọng đầu tư công năm 2024-25: Kỳ vọng từ giảm nhẹ cho đến tăng trưởng khiêm tốn

Do những rào cản cản trở tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp đầu tư hạ tầng sẽ không sớm được giải quyết, cùng với tăng trưởng giải ngân đầu tư công ở mức khiêm tốn trong nửa cuối năm 2024 và năm 2025, chúng tôi không lạc quan về lĩnh vực này trong 6-12 tháng tới.

### Tăng trưởng đầu tư công mạnh mẽ của Việt Nam vẫn được duy trì trong dài hạn

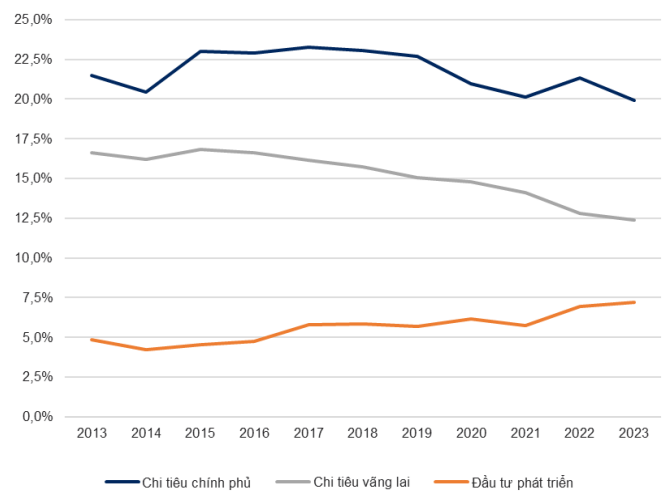
Trong mười năm qua, đầu tư công của Việt Nam đã tăng mạnh với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 13%, góp phần quan trọng vào mức tăng trưởng GDP danh nghĩa của Việt Nam với CAGR 8,6%. Khoản chi tiêu từ ngân sách chính phủ này đã đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng GDP của Việt Nam trong giai đoạn 2015-2017 và trong thời kỳ đầu tư tư nhân tương đối yếu vào cuối năm 2022 và đầu năm 2023. Ngoài ra, đầu tư công, với những lợi ích trung và dài hạn, dần dần để lại dấu ấn lớn hơn trong đóng góp vào GDP khi tăng từ 5% lên 7,5%, trong khi chi tiêu thường xuyên giảm từ 16% xuống còn 12,5% trong giai đoạn 2013-2023. Khi chính phủ Việt Nam đặt mục tiêu nâng cấp cơ sở hạ tầng để đưa Việt Nam trở thành trung tâm chuỗi cung ứng toàn cầu và thúc đẩy tỷ lệ đô thị hóa, chúng tôi tin rằng tăng trưởng đầu tư công của Việt Nam sẽ tiếp tục mạnh mẽ với CAGR 10-14% (tính theo VND) cho đến năm 2030. Sự tăng trưởng này cũng có thể được thúc đẩy bởi một trong những rào cản chính sẽ được giải quyết sau khi Luật Đất đai có hiệu lực. Vấn đề về giải phóng mặt bằng được kỳ vọng sẽ cải thiện đáng kể sau khi áp dụng khung giá đất mới mà sẽ phản ánh giá trị thị trường tốt hơn. Hiện nay, các cơ quan chức năng địa phương đã bắt tay vào xây dựng các khung giá đất mới sẽ được đưa vào áp dụng từ năm 2026.

**Hình 3: Tăng trưởng GDP danh nghĩa của Việt Nam so với tăng trưởng đầu tư phát triển từ năm 2013 đến năm 2023 (%)**



Nguồn: CEIC

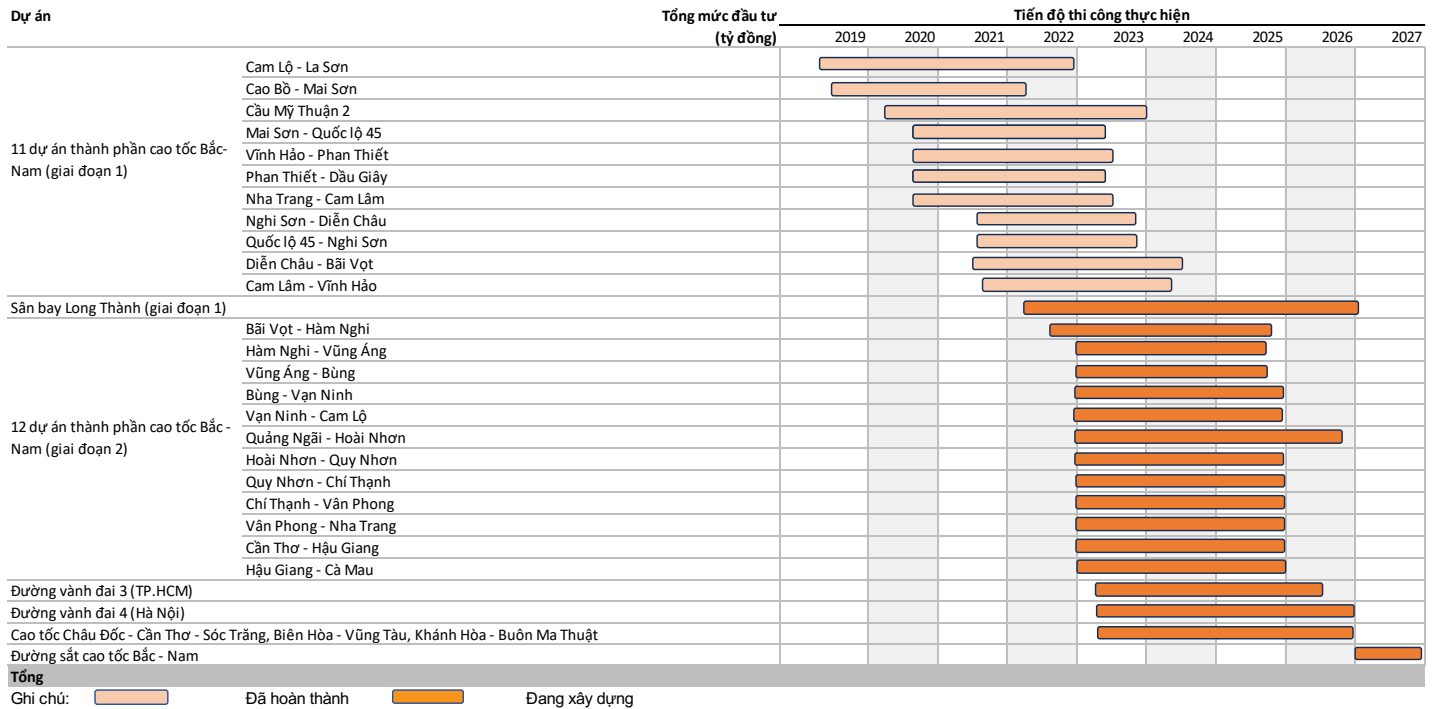
**Hình 4: Tỷ lệ chi tiêu nhà nước trong GDP danh nghĩa của Việt Nam**



Nguồn: CEIC

Trong ba năm tới, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ tiếp tục tập trung giải ngân vào Đường cao tốc Bắc-Nam phía Đông giai đoạn 2, hệ thống vành đai quanh các TP lớn, sân bay Long Thành cùng các dự án mở rộng sân bay hiện tại. Trong giai đoạn 2026-2030, chúng tôi kỳ vọng sẽ giải ngân vào Đường cao tốc Bắc-Nam phía Tây và Đường sắt cao tốc Bắc-Nam.

**Hình 5: Hầu hết các dự án trọng điểm khởi công năm 2023/2024 sẽ được thanh toán vào năm 2025-2027**

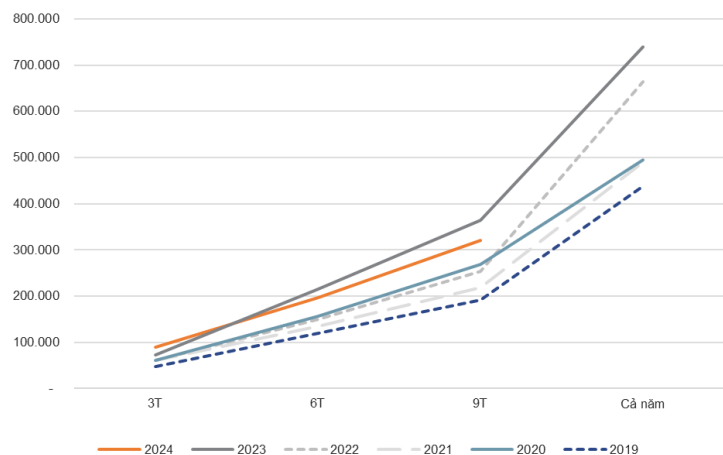


Nguồn: VNDIRECT Research

**Tuy nhiên, đầu tư công sẽ tăng trưởng khiêm tốn svck trong nửa sau năm 2024 và 2025**

Theo Tổng cục Thống kê (GSO), chi đầu tư công ngân sách nhà nước trong 9T24 tăng 3,5% svck, đạt 428.000 tỷ đồng, trên mức nền cao vào năm ngoái. Theo Bộ Tài chính, giải ngân ngân sách nhà nước trong 9T24 chỉ hoàn thành 47% chỉ tiêu cả năm so với 9T23 là 51%. Chậm giải phóng mặt bằng và thiếu vật liệu xây dựng vẫn là hai vấn đề chính cần tháo gỡ. Tuy nhiên, do các đợt giải ngân lớn luôn diễn ra vào quý cuối năm, chúng tôi vẫn kỳ vọng giải ngân cả năm sẽ hoàn thành 95% trong số khoảng 680.000 tỷ đồng năm nay, giảm nhẹ 3% svck. Chỉ tiêu đầu tư công trung hạn 2021-2025 là 2.870.000 tỷ đồng trong khi chính phủ đã giải ngân 1.700.000 tỷ đồng vào 2021-2023, hoàn thành 60% chỉ tiêu. Do đó, chúng tôi cho rằng mức giải ngân hàng năm 600.000 tỷ đồng trong giai đoạn 2024-2025 là đủ để hoàn thành mục tiêu trung hạn 5 năm.

**Hình 6: Vốn đầu tư công thực hiện (tỷ đồng)**

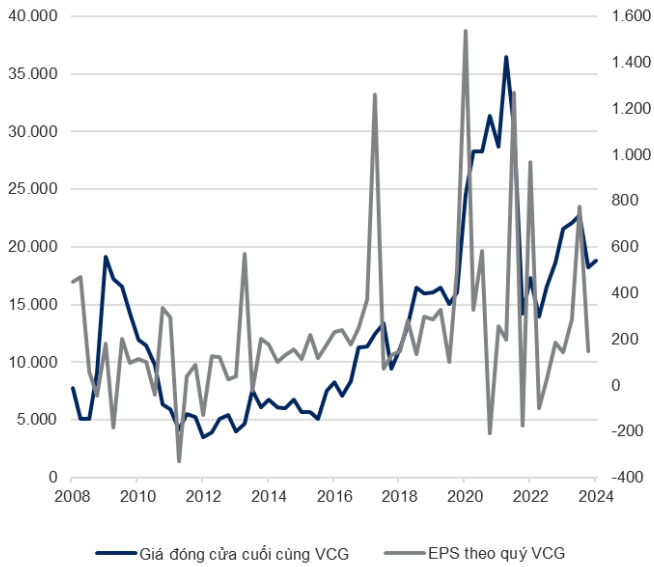


Nguồn: CEIC, MoF, VNDIRECT Research

**EPS của các doanh nghiệp xây dựng cơ sở hạ tầng công cộng không được cải thiện trong dài hạn**

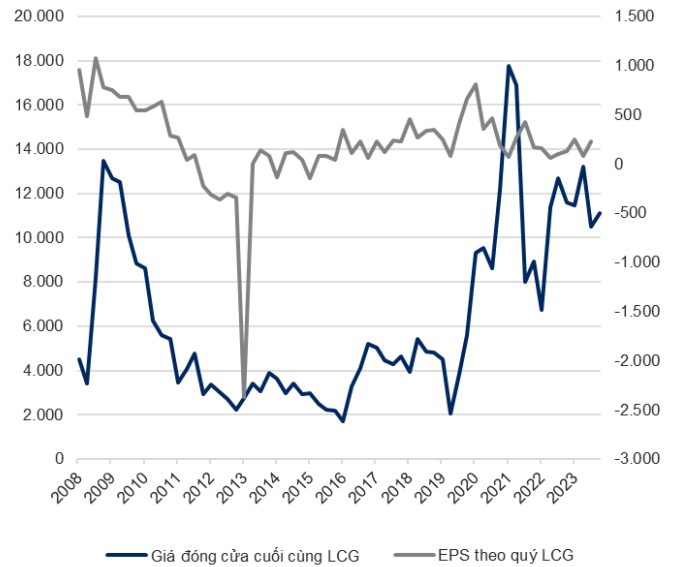
Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) của các công ty xây dựng cơ sở hạ tầng công cộng gần như không tăng trưởng trong 10-15 năm qua. Dữ liệu quá khứ cho thấy EPS được duy trì trong một biên cụ thể đối với một số công ty bao gồm VCG, DPG và HHV hoặc giảm sút đối với một số công ty bao gồm LCG, C4G và FCN. Điều này là do bản chất ngành cần nhu cầu huy động vốn lớn trong khi biên lợi nhuận kinh doanh lại rất mỏng.

**Hình 7: Giá cổ phiếu VCG (đồng) so với EPS quý (đồng -phải)**



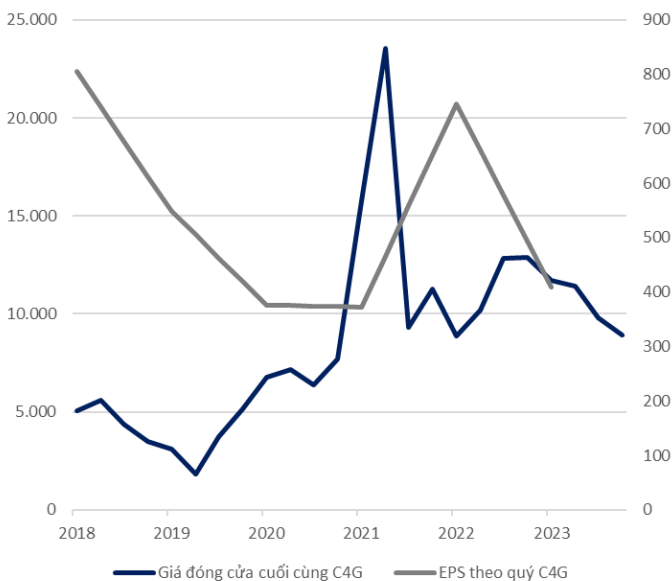
Nguồn: Bloomberg

**Hình 8: Giá cổ phiếu LCG (đồng) so với EPS quý (đồng -phải)**



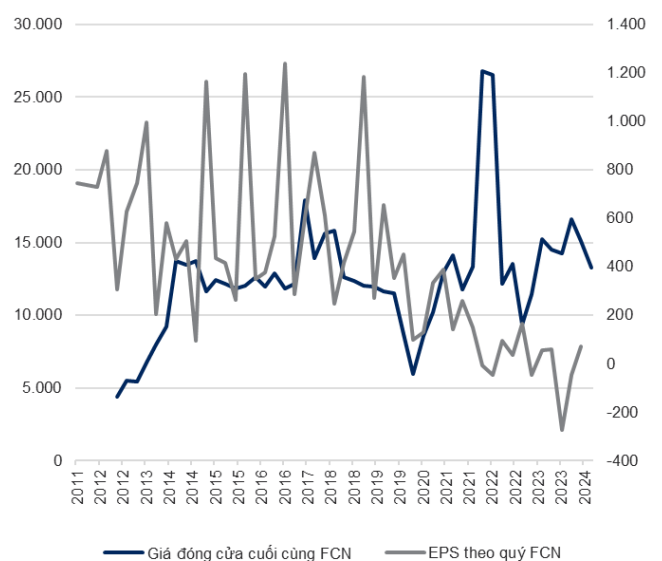
Nguồn: Bloomberg

**Hình 9: Giá cổ phiếu C4G (đồng) so với EPS quý (đồng-phải)**



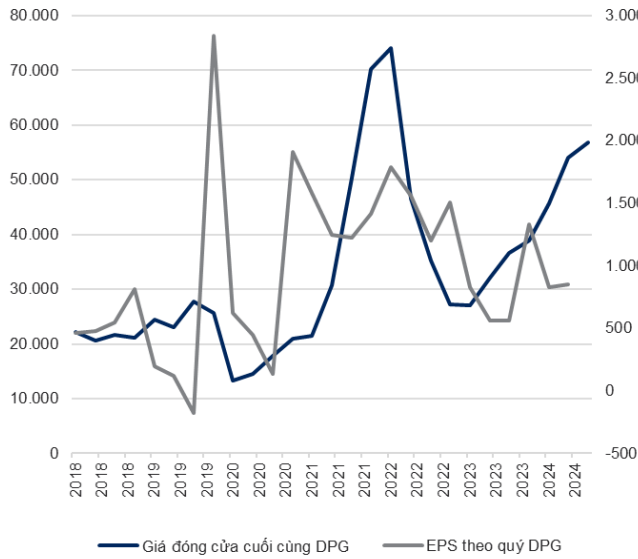
Nguồn: Bloomberg

**Hình 10: Giá cổ phiếu FCN (đồng) so với EPS quý (đồng-phải)**



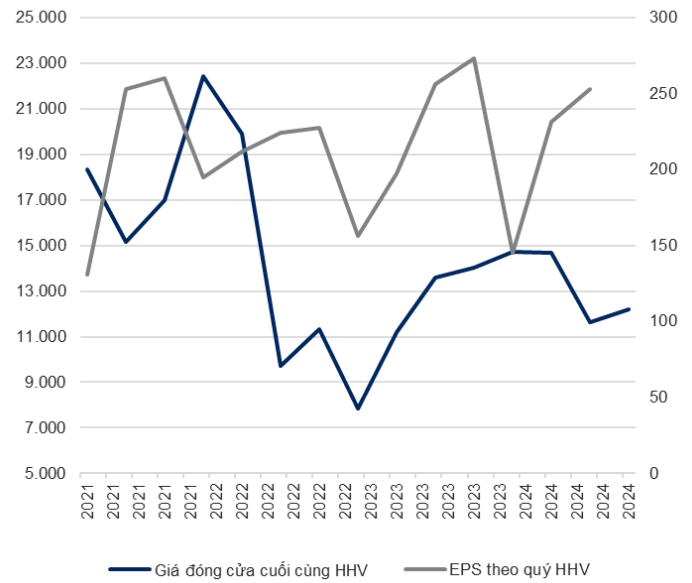
Nguồn: Bloomberg

**Hình 11: Giá cổ phiếu DPG (đồng) so với EPS quý (đồng-phải)**



Nguồn: Bloomberg

**Hình 12: Giá cổ phiếu HHV (đồng) so với EPS quý (đồng-phải)**

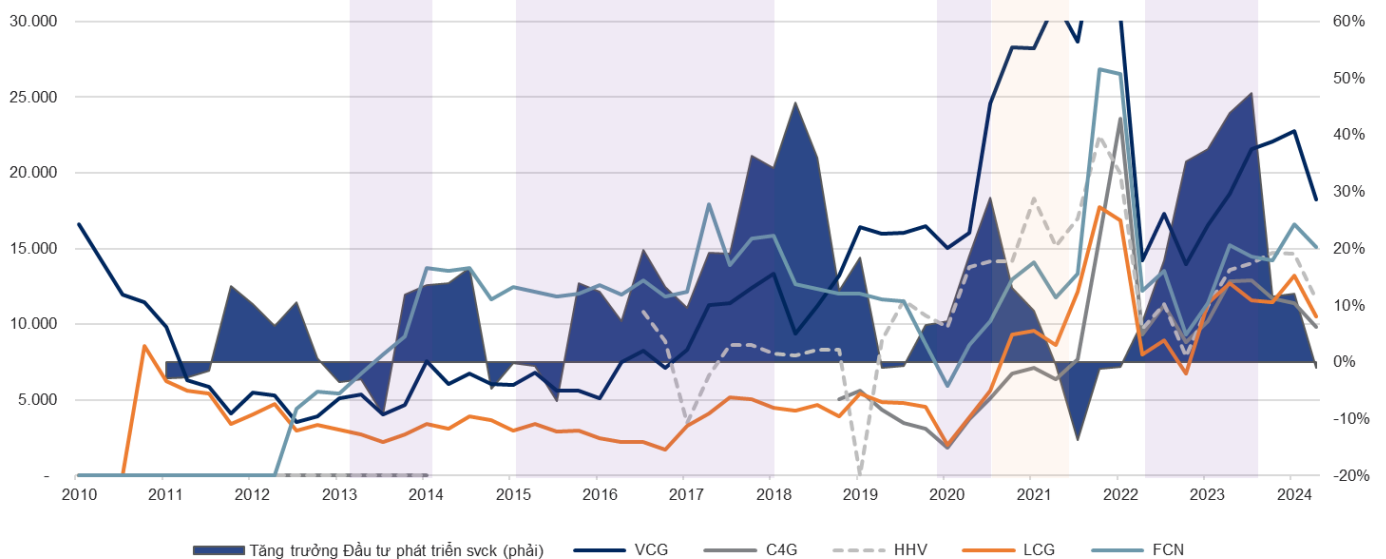


Nguồn: Bloomberg

**Giá cổ phiếu được thúc đẩy phần lớn bởi sự tăng trưởng đầu tư công**

Nghiên cứu của chúng tôi cho thấy giá cổ phiếu của các công ty này không theo sát tăng trưởng lợi nhuận trung bình mà chủ yếu được thúc đẩy bởi tăng trưởng đầu tư công. Giá cổ phiếu của các công ty trong 10 năm qua thường tăng khi mức tăng trưởng đầu tư công đạt hai chữ số trong bốn giai đoạn: 2013-2014, 2015-2018, 2020 và nửa cuối 2022 đến nửa đầu 2023. Khi chính phủ giải ngân mạnh, các công ty này tích lũy một lượng backlog tăng dần, mang lại khả năng tạo ra lợi nhuận trong tương lai, điều này đã tạo tâm lý tích cực cho nhà đầu tư. Ngoại lệ duy nhất là vào năm 2021 khi giá cổ phiếu tăng đáng kể dù tăng trưởng đầu tư công giảm.

**Hình 13: Giá thị trường (đồng) của một số cổ phiếu đầu tư công so với mức tăng trưởng đầu tư công (svck)**



Nguồn: CEIC, VNDIRECT Research



## KQKD Q2/24: Biên lợi nhuận xây dựng thu hẹp

Hình 14: KQKD Q2/24

(tỷ đồng)	Q2/24	Q2/23	svck	6T24	6T23	svck	2024	6T24/2024
Doanh thu	814	612	33%	1.504	1.151	31%	3.382	44,5%
_Thu phí BOT	486	405	20%	963	792	22%	2.006	48,0%
_Xây dựng	302	191	58%	498	328	52%	1.296	38,4%
LN gộp	342	289	19%	677	548	24%	1.378	49,1%
_Thu phí BOT	323	251	29%	639	487	31%	975	
_Xây dựng	7	30	-77%	20	47	-57%	58	34,3%
Chi phí BH&QLDN	-20	-13	52%	-37	-29	27%	-101	36,2%
LN tài chính ròng	-192	-163	18%	-393	-323	22%	-825	47,6%
Lợi nhuận trước thuế	146	126	16%	277	221	25%	494	56,1%
LNST Công ty mẹ	106	95	12%	202	168	20%	373	54,1%
Biên LN gộp	42,1%	47,2%	-5,1 điểm %	45,0%	47,6%	-2,5 điểm %	40,7%	
_Thu phí BOT	66,5%	62,0%	4,5 điểm %	66,4%	61,5%	4,9 điểm %	48,6%	
_Xây dựng	2,3%	15,7%	-13,4 điểm %	4,0%	14,3%	-10,3 điểm %	4,5%	
Biên LN ròng	13,0%	15,5%	-2,4 điểm %	13,4%	14,6%	-1,1 điểm %	11,0%	

Nguồn: VNDIRECT Research

### Doanh thu xây dựng Q2/24 tăng vọt 58% svck trong bối cảnh biên lợi nhuận bị thu hẹp

Doanh thu xây dựng Q2/24 tăng 58% svck lên 302 tỷ đồng chủ yếu nhờ vào việc ghi nhận doanh thu cho dự án tuyến đường cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp của HHV giảm xuống chỉ còn 2,3%, so với kỳ vọng 5% của chúng tôi.

### Thu phí BOT Q2/24 tăng 20% svck

Doanh thu phí BOT Q2/24 tăng trưởng 20% svck nhờ giao thông được cải thiện với biên lợi nhuận gộp cao hơn một chút ở mức 66%.

Hình 15: HHV cho khách hàng là công ty đầu tư xây dựng đường cao tốc Cam Lâm Vĩnh Hào vay vốn thông qua hợp đồng BCC

tỷ đồng	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Ghi chú
Tiền mặt	442	392	415	296	658	405	Trong 6T24, HHV đã đầu tư 110 tỷ đồng vào một công ty liên quan đến Tập đoàn Đèo Cả, cho công ty quản lý đường cao tốc Cam Lâm Vĩnh Hào vay 400 tỷ đồng thông qua hợp đồng BCC.
Thời gian thu hồi khoản phải thu	72	71	73	93	78	78	
Thời gian thanh lý hàng tồn	35	33	31	26	25	23	
Thời gian thanh toán các khoản phải trả	342	329	317	325	304	290	
Chi phí đầu tư TSCĐ	-40	-40	-19	-21	-76	-142	Các khoản thu của công ty mẹ HHV từ dự án BOT Deca là khoảng 320 tỷ đồng và từ công ty Cam Lâm Vĩnh Hào là 88 tỷ đồng.
Khấu hao	95	126	135	67	131	146	
TSCĐ	28.490	28.431	28.369	28.329	28.227	27.986	
Nợ ròng/VCSH	2,4	2,3	2,3	2,3	2,0	2,0	

Nguồn: VNDIRECT Research

### Công bố KQKD sơ bộ của Q3/24:

HHV báo cáo doanh thu tăng 15% svck đạt 773 tỷ đồng, nhờ doanh thu thu phí BOT tăng 20%, bù đắp cho doanh thu xây dựng giảm 8%. Lợi nhuận sau thuế Q3/24 tăng khiêm tốn 4% svck, đạt 122 tỷ đồng.

Doanh thu 9T24 của HHV tăng 25% svck lên 2.277 tỷ đồng, nhờ doanh thu thu phí BOT tăng 21% và doanh thu xây dựng tăng 25%. LNST 9 tháng 24 tăng 17% so với cùng kỳ năm trước, đạt 90% mục tiêu cả năm.

## Triển vọng KQKD năm 2024-25: Điều chỉnh giảm biên LN gộp mảng xây dựng

Hình 16: Triển vọng KQKD năm 2024-26

(tỷ đồng)	2023				2024				2025			
	Thực tế	Cũ	Mới	% Thay đổi	Cũ	Mới	% Thay đổi	Cũ	Mới	% Thay đổi		
Doanh thu	2.687	3.299	3.382	3%	3.732	3.910	5%					
% svck	28%	23%	26%		13%	16%						
_ Thu phí BOT	1.573	1.919	2.006	5%	2.144	2.240	4%					
_ Xây lắp	1047	1.296	1.296	0%	1.588	1.588	0%					
LN gộp	1.079	1.373	1.378	0%	1.507	1.558	3%					
_ Thu phí BOT	975	1.235	1.294	5%	1.372	1.437	5%					
_ Xây lắp	80	110	58	-47%	135	95	-29%					
Biên LN gộp	40%	42%	41%	-1%	42%	40%	-2%					
_ Thu phí BOT	62%	64%	64%	0%	64%	64%	0%					
_ Xây lắp	8%	8%	5%	-4%	9%	7%	-2%					
Chi phí BH&QLXD	-61	-99	-101	2%	-114	-117	3%					
LN trước thuế và lãi vay	0	1.240	1.242	0%	4.460	4.460	0%					
LN tài chính ròng	-642	-788	-825	5%	-873	-913	5%					
LN trước thuế	424	528	494	-6%	592	574	-3%					
LNST Công ty mẹ	320	399	373	-6%	448	434	-3%					
% svck	21%	25%	17%		12%	16%						
Biên LN ròng	13%	13%	12%	-1%	12%	13%	0%					

Nguồn: VNDIRECT Research

### Giá trị backlog của HHV vẫn lớn nhưng đang giảm so với cuối năm 2023

Giá trị backlog ước tính của HHV vào cuối 6T23 là khoảng 2.900 tỷ đồng, giảm so với 3.600 tỷ đồng được ghi nhận vào cuối năm 2023 do vẫn chưa thể bổ sung dự án Hữu Nghị - Chi Lăng hoặc Tân Phú - Bảo Lộc. Đóng góp lớn nhất vẫn đến từ các tuyến cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn và Đồng Đăng - Trà Lĩnh.

Hình 17: Backlog của HHV và các hợp đồng mới tiềm năng

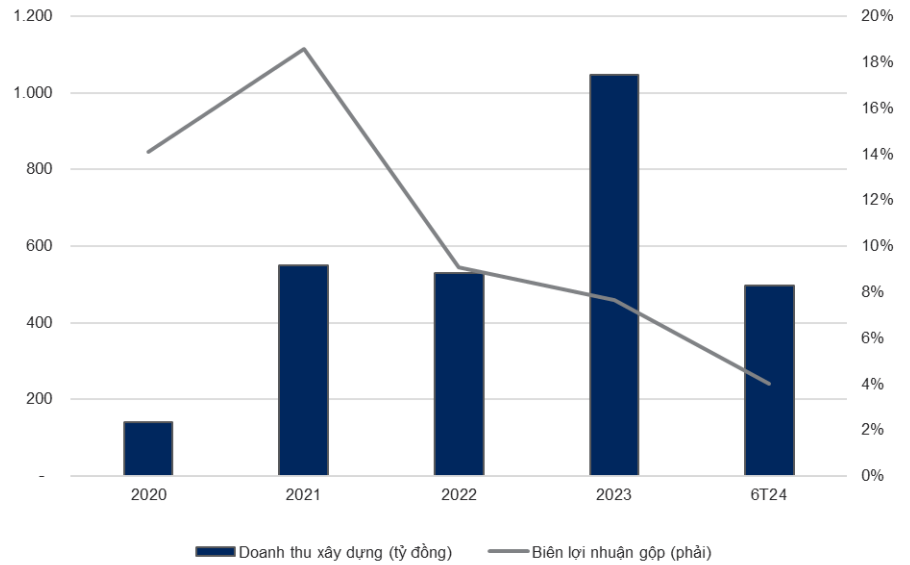
tỷ đồng	Giá trị Backlog cuối năm 2023	Giá trị Backlog cuối 6T23	Dự án tiềm năng trong 2024-2025
Cam Lâm - Vĩnh Hào		101	
Ven biển Bình Định		301	268
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn		1.367	827
Đường Liên Chiểu		142	111
Đồng Đăng - Trà Lĩnh		1.735	1.735
Hữu Nghị - Chi Lăng			1.600
Tân Phú - Bảo Lộc			2.200
<b>Tổng</b>	<b>3.646</b>	<b>2.941</b>	<b>3.800</b>

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty



**Biên lợi nhuận gộp năm 2024-25 sẽ vẫn ở mức thấp do đóng góp từ các dự án BT**

**Hình 18: Doanh thu xây dựng và biên lợi nhuận gộp của HHV trong 2020 – 6T24**



Nguồn: Fiingroup, VNDIRECT Research

Mặc dù doanh thu xây dựng 6T24 đã bằng doanh thu cả năm 2021-2022, biên lợi nhuận gộp đã giảm đáng kể so với năm 2021. Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ duy trì ở mức thấp đạt 4-5% vì đóng góp doanh thu chủ yếu đến từ các dự án BT như Quảng Ngãi - Hoài Nhơn và Đường Liên Chiểu tại Đà Nẵng, vốn thường có biên lợi nhuận gộp thấp hơn các dự án PPP. Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ tăng nhẹ khi dự án PPP Đồng Đăng Trà Lĩnh bắt đầu ghi nhận doanh thu.

Trong giai đoạn 2024-2025, HHV có kế hoạch huy động 1.490 tỷ đồng thông qua chào bán riêng lẻ và phát hành quyền mua với giá tối thiểu là 10.000 đồng (tương đương tỉ lệ pha loãng 36%) để tài trợ cho khoản đầu tư vào các dự án BOT và xây dựng. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn chưa đưa vào mô hình định giá vì chúng tôi không nghĩ rằng HHV có thể thực hiện được sớm do thị trường tài chính vẫn yếu cũng như mức ROE kì vọng vẫn chưa được cải thiện. Tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi, Tập đoàn Đèo Cả và HHV đang rất tích cực gặp gỡ và trao đổi với các Nhà đầu tư ngoại nhằm tìm kiếm phương án hợp tác tiềm năng.

**Các vấn đề về dòng tiền mảng thu phí BOT đang được tìm cách giải quyết**

HHV quản lý, vận hành 15 trạm thuộc 4 dự án BOT, gồm: (1) Hàm đường bộ Đèo Cả; (2) Đường cao tốc Bắc Giang-Lạng Sơn; (3) Hàm Phước Tường-Phước Gia; (4) Dự án mở rộng Quốc lộ 1A (QL1A) tỉnh Khánh Hòa.

Hình 19: Thông tin các dự án BOT của HHV

Dự án BOT	Địa điểm	Tỷ lệ sở hữu	Tổng mức đầu tư (Tỷ đồng)	Thời gian thu phí	Mô tả
Hầm đường bộ qua hầm Đèo Cả (Hầm Đèo Cả, Cổ Mã, Hầm Cù Mông, Hầm Hải Vân 1 và 2)	Huế, Đà Nẵng, Bình Định, Phú Yên, Khánh Hòa	72,09%	21.612	Trạm hầm Đèo Cả, Cổ Mã: 09/2017-06/2045 Trạm hầm Cù Mông: 04/2019-06/2045 Trạm hầm Hải Vân 2: 05/2021-06/2045 Trạm An Dân: 09/2013-06/2045	1. Hầm đường bộ Đèo Cả gồm: tuyến hầm Đèo Cả dài 4.125m, tuyến hầm Cổ Mã dài 500m và 8.565m đường dẫn. Thời gian khi qua hầm còn 10 phút thay vì đi đèo mất 45 phút, đồng thời giảm tai nạn ở cung đường đèo hiểm trở này. 2. Hầm Cù Mông có tổng chiều dài toàn 6.620m. Phương tiện lưu thông qua hầm chỉ mất 6 phút thay vì 30 phút khi đi đường đèo. 3. Hầm Hải Vân là hầm đường bộ dài nhất khu vực Đông Nam Á, tổng chiều dài 12.600m. Dự án gồm 2 giai đoạn: Giai đoạn 1 sửa chữa và nâng cấp hầm Hải Vân 1, giai đoạn 2 thi công mở rộng hầm Hải Vân 2. Các phương tiện chỉ mất khoảng 15 phút khi di chuyển qua hầm thay vì mất hơn 60 phút đi đường đèo nhiều nguy hiểm.
Bắc Giang-Lạng Sơn	Bắc Giang, Lạng Sơn	68,34%	12.188	Trạm cao tốc Bắc Giang-Lạng Sơn: 02/2020-12/2048 Trạm tăng cường QL1: 06/2018-08/2048	Dự án được triển khai từ 2015, bị đình trệ do năng lực yếu kém của nhà đầu tư cũ. Năm 2017, Đèo Cả tham gia "giải cứu" dự án và hoàn thành chỉ sau 2 năm. Dự án gồm 2 hợp phần, hợp phần nâng cấp Quốc lộ 1 dài 110km, hợp phần cao tốc BG-LS dài 64km. Tuy nhiên, dự án chưa có sự đồng bộ khi cao tốc Hữu Nghị-Chi Lăng chưa vận hành, phương tiện phải đi ra quốc lộ 1A để ra cửa khẩu Hữu Nghị, ảnh hưởng tiêu cực đến lưu lượng.
Hầm Phước Tượng-Phú Gia	Huế	99,47%	1.842	08/2016-12/2035	Hầm Phước Tượng có chiều dài 375m, phần đường dẫn vào hầm 4,200 m; hầm Phú Gia có chiều dài 447m, đường vào hầm dài 2.600m. Phương tiện đi qua hầm sẽ rút ngắn thời gian và giảm tai nạn giao thông khi đi qua đèo Hải Vân. Dự án được thu phí chung với trạm hầm Hải Vân 2, nên mức giá thu phí cao kịch khung cho phép.
Dự án mở rộng QL1A qua tỉnh Khánh Hòa	Khánh Hòa	47,21%	2.644	01/2016-08/2037	Điểm đầu dự án tại Km1374+525, thuộc huyện Vạn Ninh, Khánh Hòa (giáp với điểm cuối dự án hầm Đèo Cả). Điểm cuối dự án tại Km1425 (Thị xã Ninh Hòa, Khánh Hòa), hướng tuyến bám theo QL1 hiện hữu; trên toàn tuyến có 18 cây cầu với tổng chiều dài 575.45m.

Nguồn: VNDIRECT Research

Đối với hầm đường bộ Đèo Cả, chúng tôi kỳ vọng HHV sẽ nhận được 1.180 tỷ đồng dưới dạng vốn góp của Nhà nước đã cam kết trong hợp đồng ban đầu còn thiếu vào Q4/24 cho công ty Đèo Cả (do HHV sở hữu) thay vì trong năm 2025-27 như đã nêu trước đó trong Q3/24. Tuy nhiên, thời gian thanh toán cho khoản 2.280 tỷ đồng để thay thế doanh thu thu phí của trạm La Sơn-Túy Loan vẫn chưa có. (như đã giải thích [trong báo cáo HHV lần đầu của chúng tôi](#)).

Đối với đường cao tốc Bắc Giang-Lạng Sơn, một dự án khác cũng không đạt được mục tiêu ROE cam kết trong phương án tài chính ban đầu. Một giải pháp từng được bàn bạc là Vietinbank sẽ hạ lãi suất cho vay, nhà đầu tư là HHV sẽ phải chấp nhận mức ROE cam kết ở mức thấp hơn đạt 11% từ 11.5%, và Chính phủ sẽ giải ngân khoảng 4.500 tỷ đồng để hỗ trợ tài chính cho dự án. Tuy nhiên, kết luận cụ thể vẫn chưa được đưa ra.

## Định giá: Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với mức giá mục tiêu là 13.000/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi được đưa ra từ phương pháp DCF, định giá P/E và P/B của ba hoạt động kinh doanh cốt lõi của HHV: thu phí, xây dựng và vận hành & bảo trì.

Hình 20: Giá mục tiêu

Phương pháp	Hệ số mục tiêu (x)	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Giá mục tiêu theo tỷ trọng
P/E	10	13.200	35%	4.700
P/B	0,6	12.900	35%	4.600
FCFE		11.000	30%	3.300
<b>Giá mục tiêu (đồng)</b>				<b>13.000</b>
	<b>Hệ số trượt</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
P/E	14,6	10,7	9,2	8,2
P/B	0,6	0,54	0,52	0,43

Source: VNDIRECT Research

Hình 21: Chi phí VCSH và WACC

Lãi suất phi rủi ro	2,8%
Phần bù rủi ro thị trường	7,8%
Beta	1,5
Chi phí vốn	15%
Chi phí nợ (trước thuế)	9%
VCSH (tỷ đồng)	4.981
Nợ (tỷ đồng)	20.284
VCSH/(Nợ + VCSH)	20%
Nợ/(Nợ + VCSH)	0,80
WACC	10,4%
Tăng trưởng dài hạn	3%

Source: VNDIRECT Research

Chi phí vốn chủ sở hữu trong phương pháp DCF của chúng tôi sử dụng mức phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu là 7,8% dựa trên mô hình [NYU Stern](#) và lãi suất phi rủi ro là 2,8%, đây là lợi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm vào ngày 30/06.

Hình 22: Định giá DCF

Định giá chiết khấu dòng tiền (tỷ đồng)	Năm sau									
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	610	1.108	1.249	1.413	1.793	2.076	2.386	2.753	3.098	3.499
- Đầu tư TSCĐ	-369	-437	-467	-497	1.753	-557	-587	-617	-647	-677
+ Nợ ròng	511	337	-1.569	-769	-3.043	-1.961	-1.959	-1.951	-1.950	-2.951
FCFE	752	1.009	-786	148	503	-442	-160	185	501	-129
Giá trị cuối cùng										18.809
FCFE + Giá trị cuối cùng	367	1.009	-786	148	503	-442	-160	185	501	18.680
Giá trị hiện tại của FCFE và giá trị cuối cùng	5.700									
- Lợi ích của cổ đông thiểu số	-1.500									
Giá trị VCSH	4.200									
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	11.000									

Nguồn: VNDIRECT Research

**Hình 23: Định giá P/E**

P/E	2025
LNST Công ty mẹ hợp nhất (tỷ đồng)	434
EPS (đồng)	1.316
P/E mục tiêu (x)	10
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	412
<b>Giá mục tiêu (đồng)</b>	<b>13.200</b>

Nguồn: VNDIRECT Research

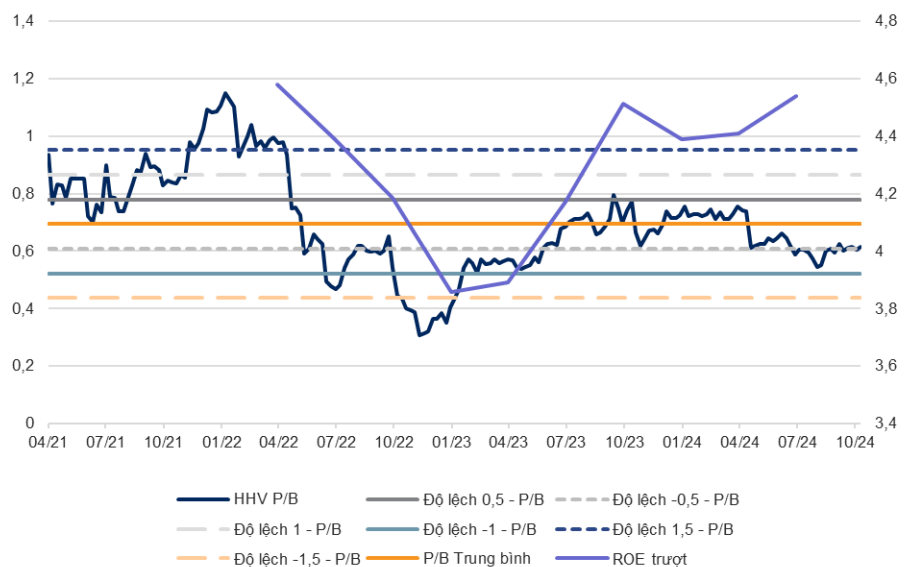
**Hình 24: Định giá P/B**

P/B	2025
Giá trị sổ sách (bao gồm vốn nhà nước) (tỷ đồng)	9.614
P/B mục tiêu (x)	0,6
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	412
Giá trị sổ sách/cp	23.353
<b>Giá mục tiêu (đồng)</b>	<b>12.900</b>
ROE	4,6%
ROE điều chỉnh (bao gồm vốn nhà nước)	7,8%

Nguồn: VNDIRECT Research

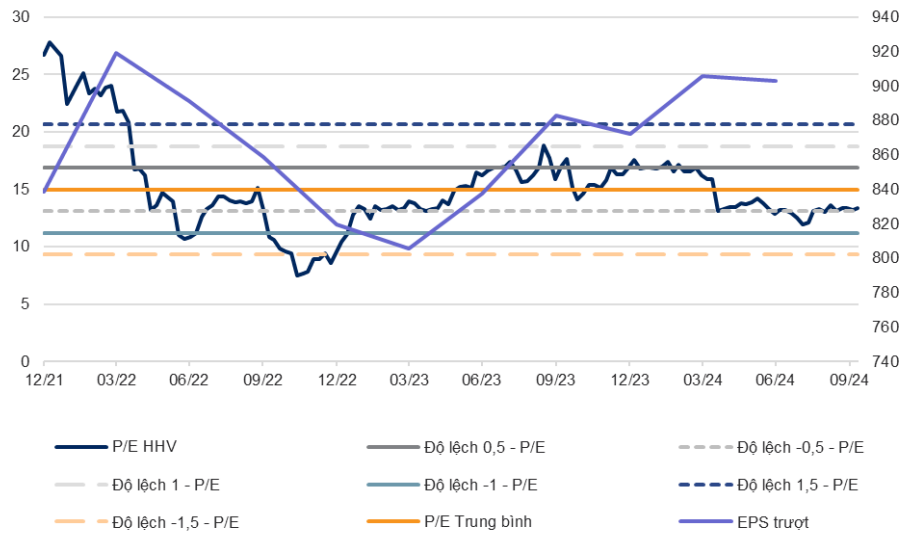
Tỷ lệ P/B của HHV hiện đang giao dịch ở mức 0,6x, ở độ lệch chuẩn 0,5 so với mức trung bình bốn năm của cổ phiếu này. Theo lịch sử, cổ phiếu này giao dịch trong khoảng từ 0,6x đến 0,8x khi ROE (bao gồm vốn nhà nước) duy trì ở mức khoảng 4,4%. Với ROE này dự kiến là 4,6% cho năm 2025 và việc thiếu các giải pháp rõ ràng cho các vấn đề mảng thu phí tại các dự án BOT Bắc Giang - Lạng Sơn và BOT Đèo Cả, cùng với mức tăng trưởng khiêm tốn trong đầu tư công và chỉ phục hồi nhẹ trong biên lợi nhuận xây dựng, chúng tôi không thấy lý do thuyết phục nào để định giá lại mục tiêu P/B.

**Hình 25: P/B và ROE trượt của HHV**



Nguồn: Bloomberg

**Hình 26: P/E trượt và EPS trượt của HHV**



Nguồn: Bloomberg

**Rủi ro tăng giá:**

- 1) Giá trị hợp đồng xây dựng mới cao hơn dự báo;
- 2) Chào bán riêng lẻ thành công cho các nhà đầu tư chiến lược với mức giá cao hơn.

**Rủi ro giảm giá:**

- 1) Giải ngân vốn đầu tư công chậm hơn dự kiến ảnh hưởng tiêu cực đến tiến độ thi công các dự án và các hợp đồng mới ký kết chậm hơn dự kiến;
- 2) Giá vật liệu xây dựng tăng vượt dự kiến; và
- 3) EPS pha loãng do huy động vốn lớn nhưng chưa tạo ra lợi nhuận hoặc chào bán riêng lẻ ở mức định giá thấp.

**Báo cáo Kết quả kinh doanh**

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	477	1.201	1.861	2.095	2.687	3.382	3.910
Giá vốn hàng bán	(264)	(499)	(936)	(1.078)	(1.608)	2.006	2.353
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>214</b>	<b>702</b>	<b>925</b>	<b>1.017</b>	<b>1.079</b>	<b>1.377</b>	<b>1.557</b>
Thu nhập tài chính	8	8	22	5	26	20	30
Chi phí tài chính	(247)	(480)	(551)	(648)	(667)	(845)	(943)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(247)	(480)	(551)	(648)	(662)	(845)	(943)
Lãi/(Lỗ) từ công ty liên doanh (từ 2015)	6	51	11	53	49	38	47
Chi phí bán hàng	0	0	0	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(58)	(102)	(95)	(73)	(61)	1.717	1.950
<b>Lãi/(Lỗ) từ HĐKD</b>	<b>(78)</b>	<b>178</b>	<b>312</b>	<b>354</b>	<b>426</b>	<b>488</b>	<b>573</b>
EBITDA	453	859	1.146	1.285	1.402	1.717	1.950
Khấu hao	47	201	262	284	311	377	432
EBIT	<b>405</b>	<b>658</b>	<b>884</b>	<b>1.002</b>	<b>1.091</b>	<b>1.339</b>	<b>1.517</b>
Thu nhập ròng khác	236	(1)	21	(0)	(2)	6	1
<b>Thu nhập từ LDLK</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
LNTT	158	178	333	354	424	494	574
<b>Thuế thu nhập doanh nghiệp</b>	<b>(3)</b>	<b>(2)</b>	<b>(43)</b>	<b>(57)</b>	<b>(62)</b>	<b>(72)</b>	<b>(84)</b>
Lợi nhuận ròng	155	176	291	297	362	422	490
<b>Lợi ích cổ đông không kiểm soát</b>	<b>(46)</b>	<b>38</b>	<b>22</b>	<b>33</b>	<b>42</b>	<b>49</b>	<b>57</b>
Lợi nhuận ròng công ty mẹ	201	137	269	264	320	373	434

**Bảng Cân đối kế toán**

(Tỷ đồng)	12-19	12-20	12-21	12-22	12-23	12-24	12-25
Tiền và tương đương tiền	812	277	262	382	296	428	1.436
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	70	73	77	77	77
Phải thu ngắn hạn	896	395	646	457	686	1.019	1.178
Hàng tồn kho	107	73	38	161	77	225	293
Tài sản ngắn hạn khác	215	699	372	111	134	180	208
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.031</b>	<b>1.444</b>	<b>1.389</b>	<b>1.184</b>	<b>1.382</b>	<b>1.930</b>	<b>3.192</b>
Tài sản cố định	27.391	29.166	28.715	28.571	28.157	27.981	27.599
Đầu tư dài hạn	376	457	478	531	591	1.754	2.141
Tài sản dài hạn khác	205	1.349	3.380	5.363	6.057	6.407	6.678
<b>Tổng tài sản</b>	<b>30.004</b>	<b>32.417</b>	<b>33.963</b>	<b>35.653</b>	<b>36.191</b>	<b>38.076</b>	<b>39.614</b>
Nợ vay ngắn hạn	137	341	236	644	1.050	1.979	2.316
Phải trả ngắn hạn	1.097	1.067	1.129	1.095	1.432	1.099	1.290
Nợ ngắn hạn khác	1.454	2.169	1.869	1.890	1.882	3.008	3.530
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>2.689</b>	<b>3.577</b>	<b>3.235</b>	<b>3.857</b>	<b>5.095</b>	<b>6.786</b>	<b>7.836</b>
Nợ vay dài hạn	20.167	20.744	20.872	19.780	19.551	18.371	18.371
Nợ dài hạn khác	164	711	2.181	3.640	2.687	2.687	2.687
Vốn cổ phần	2.270	2.674	2.674	3.078	3.294	3.294	3.294
LNST chưa phân phối	209	288	557	821	1.054	1.428	1.861
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.984</b>	<b>7.384</b>	<b>7.676</b>	<b>8.376</b>	<b>8.858</b>	<b>10.460</b>	<b>10.951</b>
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1.048	1.147	1.168	1.198	1.231	1.280	1.337
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>30.004</b>	<b>32.417</b>	<b>33.963</b>	<b>35.653</b>	<b>36.191</b>	<b>38.304</b>	<b>39.844</b>

**Báo cáo lưu chuyển tiền tệ**

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	12-24	12-25
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>201</b>	<b>178</b>	<b>333</b>	<b>354</b>	<b>425</b>	<b>494</b>	<b>574</b>
Khấu hao và hao mòn	47	201	262	284	311	377	432
Thuế TNDN đã trả	247	480	551	648	662	845	943
Các điều chỉnh khác	(249)	(8)	(56)	(58)	(70)	0	0
Thay đổi vốn lưu động	(17)	(864)	(927)	(862)	(935)	(1.000)	(841)
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>229</b>	<b>(13)</b>	<b>162</b>	<b>365</b>	<b>393</b>	<b>717</b>	<b>1.108</b>
Đầu tư TSCĐ	(785)	(1.320)	(239)	(194)	(129)	(50)	(50)
Thanh lý TSCĐ	38	3	38	(197)	16	(521)	0
Thay đổi không liên quan đến TSCĐ	44	13	2	(3)	21	17	(387)
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>(702)</b>	<b>(1.303)</b>	<b>(199)</b>	<b>5</b>	<b>(92)</b>	<b>(554)</b>	<b>(437)</b>
Phát hành cổ phiếu	0	0	0	(51)	0	0	0
Mua lại cổ phiếu	0	0	0	404	0	0	0
Vay nợ ròng	1.293	781	22	499	(383)	(983)	337
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	0	0	0	(954)	(5)	1.180	0
Trả cổ tức	(10)	0	0	0	0	0	0
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính</b>	<b>1.283</b>	<b>781</b>	<b>22</b>	<b>0</b>	<b>(388)</b>	<b>197</b>	<b>337</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	3	812	277	262	382	296	656
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong năm</b>	<b>809</b>	<b>(536)</b>	<b>(15)</b>	<b>120</b>	<b>(86)</b>	<b>360</b>	<b>1.009</b>
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>812</b>	<b>277</b>	<b>262</b>	<b>382</b>	<b>296</b>	<b>656</b>	<b>1.665</b>



**Các chỉ tiêu tài chính**

<b>Chỉ tiêu về định giá</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025F</b>
EPS (đồng)	886	515	1.006	858	978	1.133	1.316
P/E	20,2	33,0	10,9	18,2	12,3	10,7	9,2
BVPS	10.935	11.003	24.339	23.320	23.159	22.300	23.353
P/B	1,6	1,5	0,4	0,7	0,9	0,5	0,5
<b>Chỉ tiêu về tăng trưởng</b>							
Doanh thu (svck)	21%	152%	55%	13%	28%	26%	16%
Lợi nhuận gộp (svck)	532%	229%	32%	10%	6%	28%	13%
Lợi nhuận ròng (svck)	1077%	-32%	96%	-2%	21%	13%	16%
EPS (svck)	393%	-42%	95%	-15%	14%	13%	16%
<b>Chỉ tiêu về khả năng sinh lời</b>							
Biên lợi nhuận gộp	44,8%	58,4%	49,7%	48,5%	40,2%	41%	40%
Biên EBITDA	42,5%	66,7%	58,7%	58,6%	49,5%	51%	50%
Biên LN thuần từ HĐKD	-16%	15%	17%	17%	16%	14%	15%
Biên lợi nhuận ròng	32%	15%	16%	14%	13%	12%	13%
ROAA	1,3%	0,4%	0,8%	0,8%	0,9%	1,2%	1,3%
ROAE	8,1%	2,3%	4,2%	3,9%	4,4%	4,4%	4,6%
<b>Chỉ tiêu về sử dụng đòn bẩy</b>							
EBIT/Lãi vay	0,6	1,2	1,5	1,5	1,5	1,5	4,7
EBITDA/Lãi vay	0,8	1,7	2,0	1,9	2,0	2,0	2,1
Nợ vay/VCSH	2,79	2,82	2,71	2,38	2,28	1,90	1,75
<b>Chỉ tiêu về tính thanh khoản</b>							
Số ngày phải thu	32,5	12,8	43,7	53,1	41,1	110	110
<b>Số ngày phải trả</b>	<b>796</b>	<b>1.101</b>	<b>599</b>	<b>524</b>	<b>250</b>	<b>200</b>	<b>200</b>
Số ngày hàng tồn kho	127,0	65,8	21,6	33,7	27,1	41	41
Chỉ số thanh toán hiện hành	0,8	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4
Chỉ số thanh toán nhanh	0,6	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3

**KHUYẾN CÁO**

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

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

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**

**Khuyến nghị cổ phiếu**

Định nghĩa:

- KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.
- TRUNG LẬP** Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
- KÉM KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

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

**Khuyến nghị ngành**

Định nghĩa:

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

**Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích**

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

**Steven Woo - Trưởng phòng**

Email: [le.canthu@vndirect.com.vn](mailto:le.canthu@vndirect.com.vn)

**Nguyễn Quỳnh Phương – Chuyên viên Phân tích**

Email: [phuong.nguyenquynh@vndirect.com.vn](mailto:phuong.nguyenquynh@vndirect.com.vn)

**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>