

**CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN KIRIN CAPITAL**  
**KIRIN CAPITAL INVESTMENT AND DEVELOPMENT JOINT STOCK COMPANY**

**VỀ KIRIN CAPITAL**

➤ Kirin Capital (dưới đây gọi tắt là Kirin), là một tổ chức đầu tư vốn cổ phần tư nhân nghiên cứu chuyên sâu tại Việt Nam với tôn chỉ “Know Vietnam, Long Vietnam”. Là công ty đầu tư vốn cổ phần tư nhân hiểu rõ Việt Nam nhất, dựa trên tầm nhìn “trao quyền cho doanh nhân, đồng hành cùng người thành công”, Kirin tìm kiếm các dự án có giá trị đầu tư dài hạn và tăng trưởng cao tại Việt Nam. Từ đó, Kirin tạo cơ hội cho các nhà đầu tư khắp nơi trên thế giới đầu tư vào Việt Nam cũng như chia sẻ lợi nhuận từ sự phát triển nhanh chóng mà Việt Nam mang lại.

**ĐỘI NGŨ**

➤ Với thế mạnh từ đội ngũ chuyên gia giàu kinh nghiệm, am hiểu môi trường đầu tư tại Việt Nam cùng hiệu quả đầu tư vượt trội, phòng Đầu tư công bao gồm:

**MR.FERMAN – Giám đốc đầu tư**

Hơn 10 năm kinh nghiệm trong ngành tài chính. Trong đó, hơn 5 năm kinh nghiệm quản lý trong ngành quỹ tại thị trường Việt Nam. Với kiến thức chuyên sâu của mình, kiến trúc sư trưởng đã xây dựng, quản lý một danh mục đầu tư hàng chục trăm triệu usd với hiệu suất sinh lợi vượt trội.

**KHIEN TRAN – Chuyên viên đầu tư cao cấp**

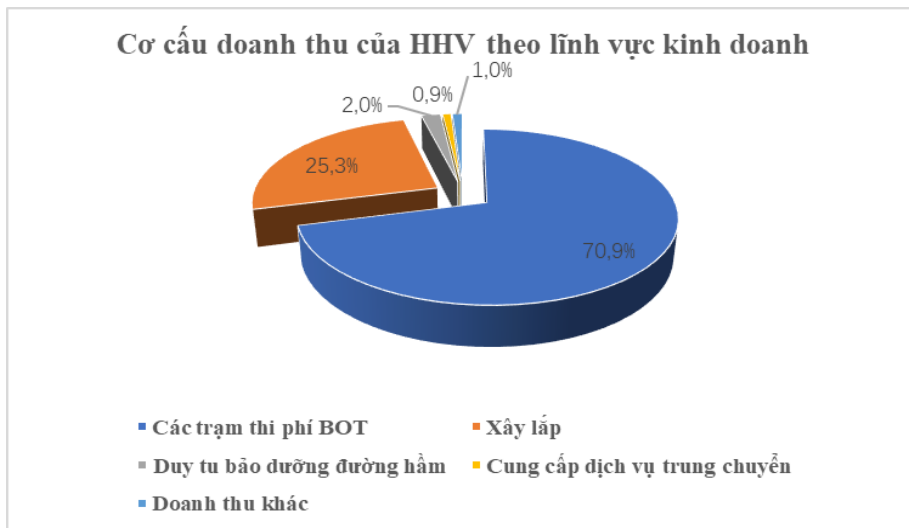
Có 7 năm kinh nghiệm trong ngành đầu tư, đặc biệt là trong lĩnh vực Đầu tư công và năng lượng tái tạo. Trong 4 năm công tác tại phòng đầu tư của Tập đoàn T&T Việt Nam, ông đã thực hiện nhiều thương đầu tư với quy mô hơn 650 tỷ đồng, mang lại hiệu suất sinh lời kép lên đến 31,2% mỗi năm.

Đầu tư công là một ngành được chúng tôi đặc biệt nghiên cứu và theo dõi trong dài hạn để phân tích, đánh giá và cung cấp đến Quý nhà đầu tư những thông tin quý giá nhất nhằm đem đến những góc nhìn khách quan, chính xác phục vụ hoạt động đầu tư hiệu quả.

## **I. GIỚI THIỆU CHUNG**

### **1.1. Tổng quan về CTCP Hạ tầng giao thông Đèo Cả**

1. Trụ sở chính: Số 27 Bùi Chát, phường Hòa Khánh Bắc, quận Liên Chiểu, T.P Đà Nẵng
2. Vốn điều lệ: 3,078,044,500,000 đồng
3. Các lĩnh vực hoạt động kinh doanh:
  - ✓ Quản lý, khai thác, bảo trì hầm đường bộ Hải Vân; quản lý, khai thác, duy tu, bảo dưỡng các tuyến quốc lộ được giao. Đảm bảo giao thông khi có thiên tai địch họa xảy ra trên địa bàn được giao. Dịch vụ thu phí cầu đường.
  - ✓ Kinh doanh vận tải hành khách theo tuyến cố định: chuyên chở mô tô, xe máy, xe đạp cùng người điều khiển phương tiện đó và người đi bộ qua hầm đường bộ Hải Vân bằng phương tiện chuyên dùng.



### **1.2. Định hướng phát triển**

#### **Định hướng chiến lược và thực tế**

Giai đoạn 2021 – 2025, tầm nhìn đến năm 2030: Công ty xác định duy trì vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực đầu tư hạ tầng giao thông, tập trung phát triển các hoạt động kinh doanh cốt lõi bao gồm đầu tư hạ tầng giao thông, thi công xây lắp, quản lý vận hành các dự án hạ tầng, phát triển bất động sản và một số dịch vụ khác gắn liền với sự phát triển của đường cao tốc. Định hướng phát triển dài hạn của công ty rất phù hợp với định hướng chung của chính phủ Việt Nam khi: Chính phủ đang có kế hoạch đẩy mạnh đầu tư công giai đoạn 2021-2025 và 2025 - 2030. Dự kiến sẽ có 804.420 tỷ đồng dành cho giải ngân đầu tư công vào năm 2023 (+38.6% so với kế hoạch đầu tư công năm 2022). Chúng tôi tin rằng giải ngân vốn đầu tư công năm 2023 sẽ tăng 20-25% so với giải ngân thực tế năm 2022. Theo thông tin Bộ Tài chính công bố về tình hình thanh toán vốn đầu

tư nguồn ngân sách nhà nước (NSNN) lũy kế 6 tháng, ước thực hiện kế hoạch năm 2023. Ước thanh toán vốn đầu tư công từ đầu năm đến hết ngày 31/8/2023 là 299.447,4 tỷ đồng, đạt 39,6% kế hoạch (đạt 42,3% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao) (cùng kỳ năm 2022 đạt 35,49% kế hoạch và đạt 39,15% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao)

So với kế hoạch Chính phủ đề ra thì trung bình 5 tháng cuối năm (đến 01/2024) mỗi tháng cần giải ngân 100.995 tỷ đồng, cao hơn 119,1% so với số tháng 8. Con số trên vừa là thách thức của Chính phủ, vừa thể hiện cơ hội tạo ra cho nhóm các doanh nghiệp xây lắp hiện đang được tin tưởng giao cho các gói thầu xây lắp – trong đó có HHV

### **Nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng tại Việt Nam vẫn rất lớn trong dài hạn**

Trong Kế hoạch phát triển kinh tế-xã hội giai đoạn 2021-30, Chính phủ nêu rõ phát triển cơ sở hạ tầng là ưu tiên hàng đầu để hỗ trợ kinh tế tăng trưởng bền vững trong dài hạn. Dự kiến vốn đầu tư công phân bổ giai đoạn 2021-25 lên tới 2,87 triệu tỷ đồng (tăng 43,5% so với giai đoạn 2016-2020) với các dự án trọng điểm như cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 1 và 2. Lũy kế 2021-22, tổng vốn đầu tư công được giải ngân khoảng 980.715 tỷ đồng. Để hoàn thành kế hoạch, chính phủ cần đẩy mạnh giải ngân rất lớn, khoảng 630.000 tỷ đồng/năm (cao hơn 84% trung bình vốn đầu tư công giải ngân/năm giai đoạn 2016-2020) trong giai đoạn 2023-25. Bên cạnh đó, theo quy hoạch mạng lưới đường bộ 2021-30, Việt Nam sẽ có lần lượt 3.000 km-5.000 km đường bộ cao tốc đến năm 2025-2030, từ mức chỉ 1.729 km (tính đến ngày 18/06/2023). Do đó, sẽ cần hoàn thành rất nhiều dự án để đạt được các mục tiêu tham vọng trên, từ đó tạo ra khối lượng công việc lớn cho các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng.

### **Trên cơ sở trên chúng tôi có những đánh giá:**

**Lĩnh vực phát triển BOT:** Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng thu phí BOT giai đoạn 2023-24 sẽ tăng lần lượt 5,5%/19,9% svck lên 1.566 tỷ đồng/1.829 tỷ đồng nhờ (1) ba trạm BOT thuộc dự án hầm đường bộ qua Đèo Cả tăng giá vé 18% trong các tháng cuối năm 2023 (2) các trạm BOT cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn và QL1 tăng giá 15% trong năm 2024 và (3) lưu lượng xe qua các trạm BOT của HHV tăng trưởng trung bình 3-5%

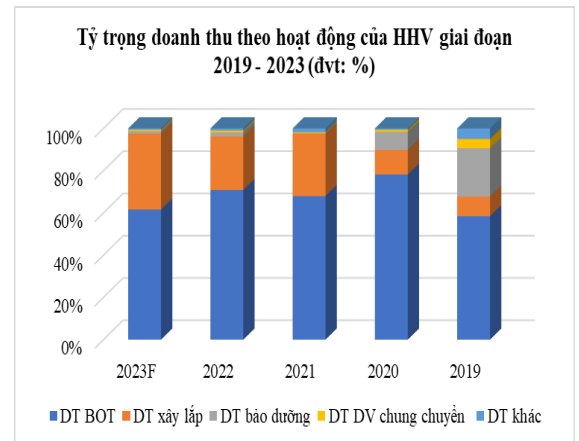
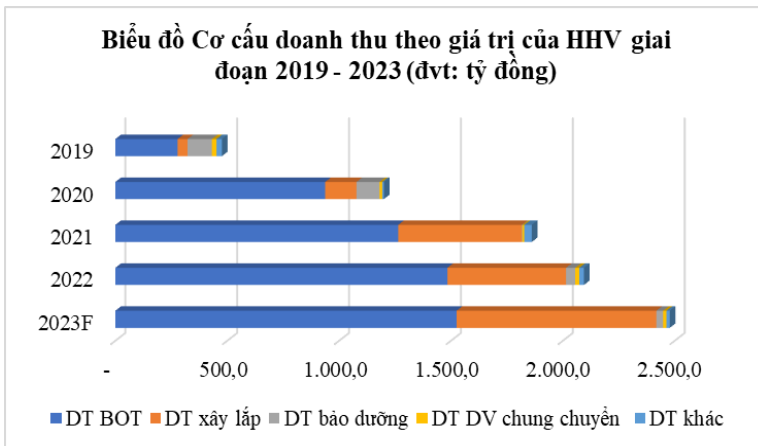
**Mảng xây lắp:** Đây sẽ là động lực tăng trưởng cho HHV trong giai đoạn 2023-24 khi năng lực thi công của HHV đã được chứng minh sau khi hoàn thành hàng loạt công trình giao thông quy mô lớn, đòi hỏi kỹ thuật cao như hầm xuyên núi, hầm bao biển, cao tốc,... Mới đây, liên danh Đèo Cả - HHV là số ít các nhà thầu được chỉ định tham gia dự án cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2 với tổng giá trị xây lắp đạt 14.700 tỷ đồng.

Chúng tôi ước tính giá trị backlog của công ty tính đến cuối Q2/23 là 4.000 tỷ đồng, gấp 8 lần doanh thu xây lắp trung bình giai đoạn 2018-2022, chủ yếu từ các dự án đường ven biển Bình Định, Cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn. Theo công ty cho biết, các dự án HHV tham gia đều đúng thực hiện đúng tiến độ. Chúng tôi ước

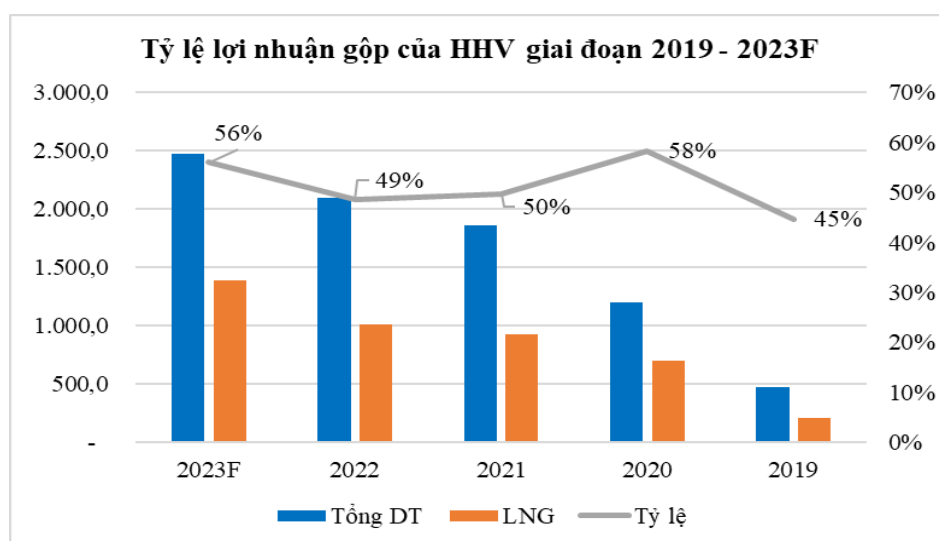
tính doanh thu hoạt động xây lắp dự kiến đạt 893 tỷ đồng (+68,6% YoY) trong năm 2023 và 1.085 tỷ đồng (+21,5% YoY) trong năm 2024.

## II. PHÂN TÍCH KINH DOANH

### 2.1. Hoạt động kinh doanh



Giai đoạn 2019 – 2023F, kết quả hoạt động kinh doanh của HHV tăng trưởng tốt. Trung bình tăng trưởng kép 59.5% mỗi năm. Trong đó doanh thu chính của HHV đến từ Hoạt động thu phí BOT chiếm tỷ trọng bình quân lên đến 64% và vẫn còn dư địa tăng trưởng nhờ những dự án đang phát triển trong những năm tới. Đây cũng là hoạt động kinh doanh cốt lõi với nhiều lợi thế cạnh tranh so với các công ty khác trong ngành. Năm 2023F, dự kiến mức tăng trưởng doanh thu đạt 18.3% yoy. Nguyên nhân là do lưu lượng xe qua trạm tăng trưởng hàng năm kết hợp với lộ trình tăng giá vé theo hợp đồng BOT dẫn đến doanh thu thu phí từ các trạm BOT đang vận hành sẽ đạt được như kỳ vọng



Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận gộp bình quân 77% mỗi năm

Hiện nay, HHV đang vận hành 15 trạm thu phí BOT để hoàn vốn cho 4 dự án, bao gồm: (1) Hàm đường bộ qua Đèo Cả, (2) Hàm 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

**Động lực tăng trưởng dài hạn đến từ 3 dự án PPP mới**

Công ty dự kiến huy động khoảng hơn 1.500 tỷ đồng, trong đó HHV dự kiến chi 706 tỷ đồng để tham gia góp vốn đầu tư tại các dự án PPP bao gồm Đồng Đăng-Trà Lĩnh, Hữu Nghị-Chi Lăng và Tân Phú-Bảo Lộc. Với quy mô đầu tư lớn của các dự án PPP kể trên, chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là động lực tăng trưởng quan trọng cho HHV trong dài hạn nhờ (1) tiềm năng tăng doanh thu thu phí BOT và (2) tăng giá trị kỹ mới cho mảng xây lắp và mảng bảo trì, duy tu, sửa chữa.

<b>Các dự án PPP mà HHV dự kiến khởi công trong giai đoạn sắp tới</b>					
<b>Dự án</b>	<b>Địa điểm</b>	<b>Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)</b>	<b>Quy mô (km)</b>	<b>Thời gian triển khai</b>	<b>Tiến độ pháp lý</b>
Tân Phú - Bảo Lộc	Đồng Nai - Lâm Đồng	17.200	65	2023-2025	Dự kiến khởi công quý IV/2023
Hữu Nghị - Chi Lăng	Lạng Sơn	10.903	43	2023-2025	Dự kiến khởi công tháng 12/2023
Đồng Đăng - Trà Lĩnh	Lạng Sơn - Cao Bằng	14.128	121	2023-2025	Dự kiến khởi công tháng 12/2023

**Mảng xây lắp**

HHV đã khẳng định năng lực thi công với các dự án trọng điểm quốc gia và yêu cầu kỹ thuật cao cùng với Tập đoàn Đèo Cả, HHV đã tham gia thi công nhiều dự án quy mô lớn và yêu cầu kỹ thuật cao như hầm qua núi, hầm bao biển, cao tốc,... Đáng chú ý, nhiều dự án đã hoàn thành vượt tiến độ so với kế hoạch ban đầu như Hàm Đèo Cả, Hàm Cổ Mã, Hàm Cù Mông, Cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn, Cao tốc Trung Lương – Mỹ Thuận, hầm Thung Thi. Với hồ sơ năng lực thi công ấn tượng, chúng tôi kỳ vọng HHV sẽ có nhiều cơ hội nhận các gói thầu mới trong tương lai và được hưởng lợi từ làn sóng đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng tại Việt Nam.

**Giá trị backlog lớn giúp đảm bảo tăng trưởng mảng xây lắp**

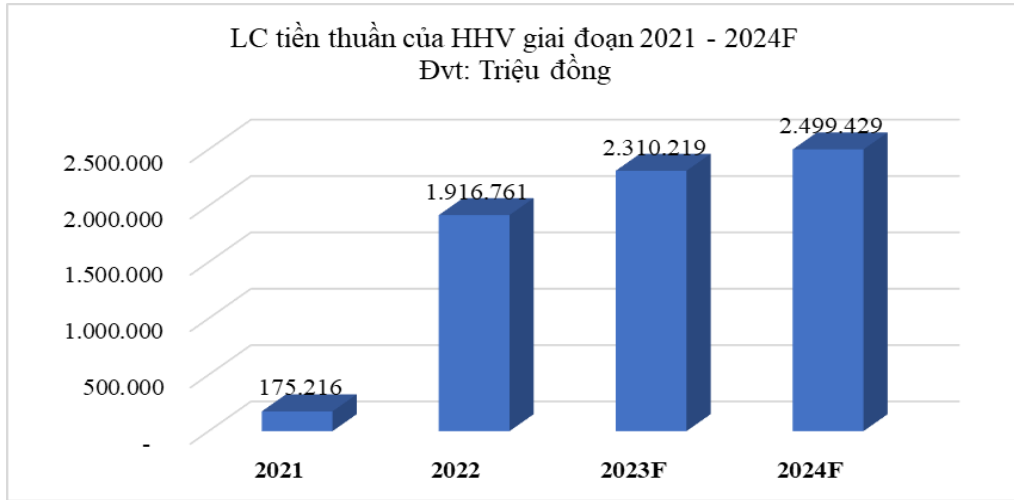
Mới đây, HHV là số ít các nhà thầu được chỉ định tham gia dự án cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2 với tổng giá trị xây lắp đạt 14.700 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính giá trị backlog của công ty ước đạt 2,909 tỷ đồng, gấp 6 lần doanh thu xây lắp trung bình giai đoạn 2020-2022, chủ yếu từ các dự án đường ven biển Bình Định, Cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn. Theo công ty cho biết, các dự án HHV tham gia đều thực hiện đúng tiến độ.

Dự án	Gói thầu	Tổng giá trị gói thầu	Giá trị đảm nhận ước tính
Đường ven biển Bình Định	Số 2	649	649
Cam Lâm - Vĩnh Hảo	Thi công mặt đường	219	219
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	XL1	3.682	479
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	XL2	4.129	454
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	XL3	6.686	535
Đèo Prenn	Nâng cấp mở rộng	414	414
Đường ven biển nối cảng Liên Chiểu		958	160
<b>Tổng cộng</b>		<b>16.737</b>	<b>2.909</b>

Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ nhận được thêm khoảng 2.100 tỷ đồng giá trị ký mới từ 3 dự án PPP (bao gồm Đồng Đăng – Trà Lĩnh, Tân Phú – Bảo Lộc và Hữu Nghị - Chi Lăng) chuẩn bị được triển khai trong giai đoạn 2023-2025. Chúng tôi ước tính doanh thu hoạt động xây lắp dự kiến đạt 990 tỷ đồng (+87% YoY) trong năm 2023 và 1.431 tỷ đồng (+43% YoY) trong năm 2024. Biên lợi nhuận gộp hoạt động xây dựng dự kiến đạt 9-10%, cao hơn các doanh nghiệp cùng ngành nhờ sở hữu (1) năng lực thi công tốt, và (2) đội ngũ cố vấn có nhiều chuyên gia trong ngành. Vì thế, doanh nghiệp kiểm soát tình hình thi công hiệu quả và tiết kiệm chi phí tốt hơn. Đáng chú ý, hầm Đèo Cà đã xây dựng tiết kiệm 4.000 tỷ đồng và dùng nguồn vốn này thi công cho hầm Cù Mông. Trong Q1/23, HHV ghi nhận biên LN gộp mảng xây lắp đạt 12,5%. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp mảng xây lắp trong giai đoạn 2023- 24 sẽ đạt 9-10% nhờ giá nguyên vật liệu xây dựng thấp hơn là hoàn toàn khả thi. Theo dự phóng của chúng tôi: LN ròng giai đoạn 2023-24 sẽ đạt mức tăng trưởng kép 21,65%/năm. Chúng tôi kỳ vọng LN ròng giai đoạn 2023-24 sẽ tăng lần lượt 15,3%/28,0% svck, đạt 304 tỷ đồng/390 tỷ đồng nhờ giá trị backlog lớn hiện tại.

## 2.2. Dòng tiền

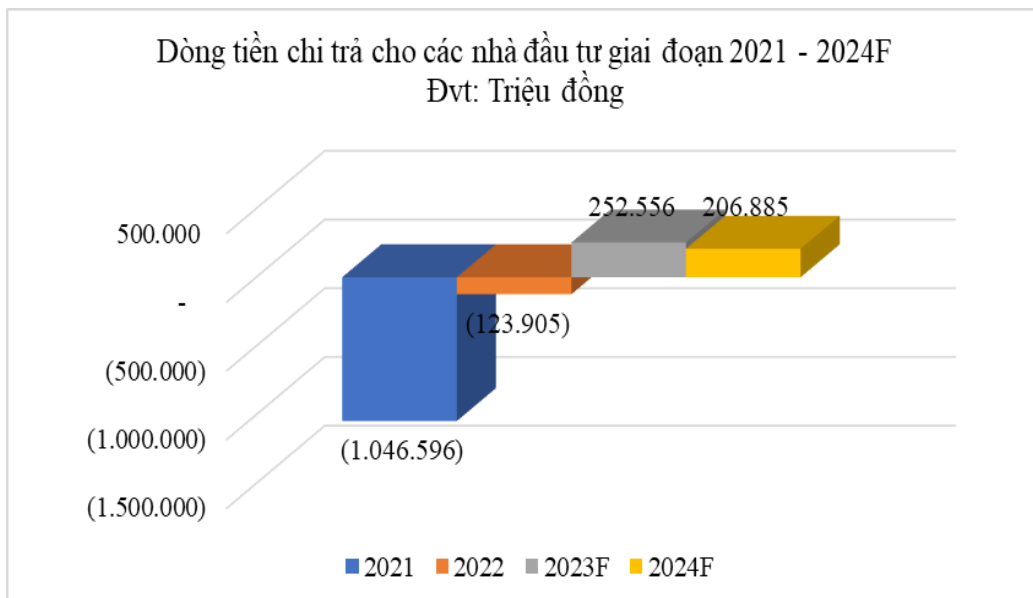
<b>BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>				
	<i>DVT: Triệu đồng</i>			
Chỉ tiêu	2024F	2023F	2022	2021
<b>Dòng tiền HĐKD</b>	<b>2.072.475</b>	<b>1.647.387</b>	<b>1.282.998</b>	<b>1.138.352</b>
Thu nhập trước thuế	537.348	406.320	353.930	333.187
Lãi vay	912.865	777.367	647.600	550.795
Khấu hao	627.430	466.956	283.718	262.008
Thuế TNDN hoãn lại	5.168	3.256	2.250	7.638
<b>Chỉ tiêu vốn</b>	<b>82.866</b>	<b>164.179</b>	<b>194.201</b>	<b>200.670</b>
Mua TSCĐ	105.289	169.331	196.901	238.841
Thanh lý TSCĐ	22.422	5.152	2.700	38.171
<b>Bổ sung vốn LC ròng</b>	<b>(509.820)</b>	<b>(827.010)</b>	<b>(827.964)</b>	<b>762.466</b>
Tài sản ngắn hạn	889.509	1.002.702	1.183.826	1.389.055
Nợ ngắn hạn	4.899.765	4.503.139	3.857.252	3.234.517
<b>LC tiền thuần</b>	<b>2.499.429</b>	<b>2.310.219</b>	<b>1.916.761</b>	<b>175.216</b>



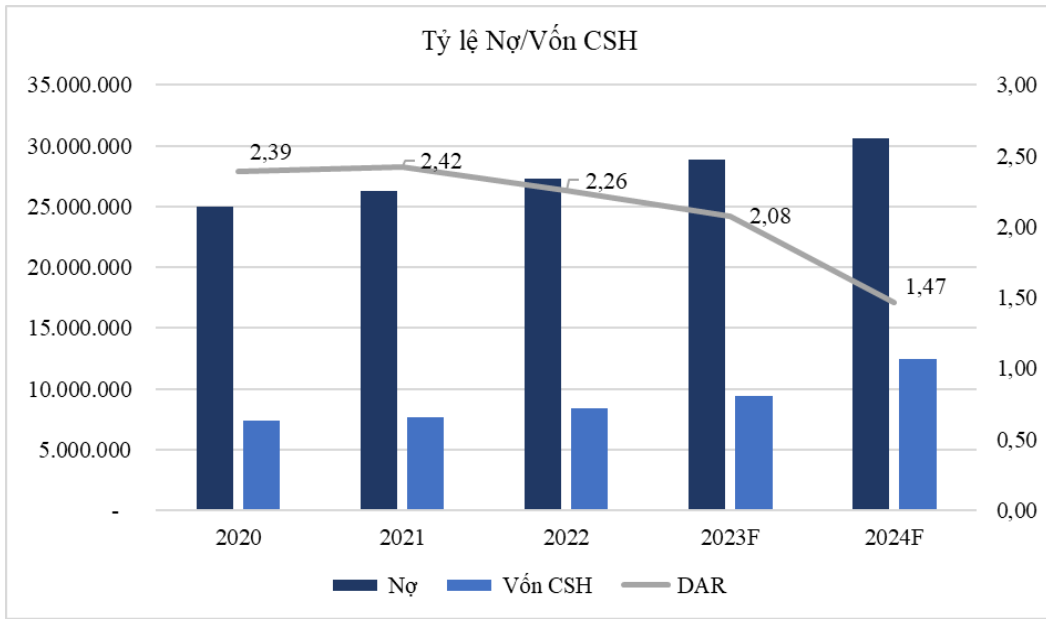
+ Dự kiến dòng tiền năm 2024 sau khi thương vụ phát hành riêng lẻ 741 tỷ thành công sẽ đạt mức 2.499 tỷ đồng và thu nhập trước thuế tăng lên 537 tỷ tương ứng mức tăng lần lượt 25,8% và 32,2% yoy, bởi những đóng góp chủ yếu từ 02 dự án cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng và Đồng Đăng - Trà Lĩnh cùng các dự án thành phần trong tuyến cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2

<b>BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>				
<i>ĐVT: Triệu đồng</i>				
Chỉ tiêu	2024F	2023F	2022	2021
<b>Dòng tiền chi trả nợ</b>	<b>665.470</b>	<b>22.011</b>	<b>279.968</b>	<b>(1.046.596)</b>
Lãi vay	912.865	777.367	647.600	550.795
Nợ dài hạn đầu kỳ	24.175.822	23.420.466	23.052.834	21.455.443
Nợ dài hạn cuối kỳ	24.423.217	24.175.822	23.420.466	23.052.834
<b>Vốn cổ phần</b>	<b>(458.585)</b>	<b>230.545</b>	<b>(403.873)</b>	-
Cổ tức đã trả	282.415	230.545	-	-
Cổ phiếu được phát hành	741.000	-	403.873	-
Cổ phiếu được mua lại	-	-	-	-
<b>Dòng tiền chi trả cho các nhà đầu tư</b>	<b>206.885</b>	<b>252.556</b>	<b>(123.905)</b>	<b>(1.046.596)</b>

+ Năm 2024 dự kiến dòng tiền chi trả cho các nhà đầu tư sẽ đạt 206 tỷ chủ yếu đến từ việc HHV giảm vay nợ và chi trả cổ tức nhiều hơn cho nhà đầu tư



**2.3. Cơ cấu nợ**



+ Tỷ lệ Nợ/Vốn CSH đang có xu hướng giảm dần qua các năm. Nguyên nhân bởi tốc độ vay nợ của HHV đang chậm lại (trung bình tăng 5,1% mỗi năm) so với tốc độ gia tăng của Vốn CSH trong các năm gần đây (trung bình tăng 14,3% mỗi năm)

+ Chúng tôi kỳ vọng năm 2024F, D/E của doanh nghiệp ở mức 1.47 lần xấp xỉ với mức D/E của ngành là 1.2 lần. Bởi các nguyên nhân (1) Hoạt động tăng vốn thông qua thương vụ Phát hành riêng lẻ 741 tỷ đồng và (2) chúng tôi kỳ vọng HHV sẽ nhận được 2.280 tỷ đồng từ khoản hỗ trợ dự án BOT hầm đường bộ qua Đèo Cả giai đoạn 2023-2024.

**Với kết quả kinh doanh khởi sắc cùng tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn và các nỗ lực nhằm lành mạnh hóa dòng tiền của công ty. Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với cổ phiếu HHV.**



(\*) (Nếu muốn tìm hiểu sâu hơn xin vui lòng liên hệ đến Bộ phận nghiên cứu đầu tư - Ngành đầu tư công của kirin capital)

**Quý nhà đầu tư có nhu cầu tìm hiểu thêm vui lòng liên hệ:**

**Trần Văn Khiên**

**Senior Investment Specialist**

[trankhien@kirincapital.vn](mailto:trankhien@kirincapital.vn)

0971 716 251

**Bùi Minh Ngọc**

**Assistant Chief Investment Officer – Public Investment**

[minhngocbui@kirincapital.vn](mailto:minhngocbui@kirincapital.vn)

➤ 0969197628



**Trần Minh Phương (Hailee Tran)**

**Analyst**

[Minhphuongtran@krincapital.vn](mailto:Minhphuongtran@krincapital.vn)

0869083297

