

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

Xây dựng

Khả quan (Duy trì)

Giá hiện tại	VND13.100
Cao/thấp nhất 52 tuần	VND13.150/9.524
Giá mục tiêu	VND15.000
Giá mục tiêu trước đó	VND14.800
Consensus	5,7%
Tiềm năng tăng giá	15,0%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	15,0%

Triển vọng	Khả quan
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (Tỷ USD)	250
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	4,4
Sở hữu NN còn lại (tr USD)	91,3
Số CP lưu hành (tr)	497
Số CP sau pha loãng (tr)	497

	HHV	Ngành	VNI
P/E Trượt	13,7	16,0	14,5
P/B Hiện tại	0,7	1,2	1,9
ROA	1,0%	1,5%	2,6%
ROE	4,4%	4,8%	13,5%

*dữ liệu ngày 23/07/2025

Diễn biến giá cổ phiếu



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
Cổ phiếu phổ thông	1,2%	16,2%	-13,5%
Tương quan index	3,7%	5,8%	4,0%

Vốn chủ 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

Tất cả các mảng kinh doanh đều đang cải thiện

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với cổ phiếu HHV với tiềm năng tăng giá 15%. Giá mục tiêu điều chỉnh tăng 1% trong khi giá cổ phiếu đã tăng 6% kể từ báo cáo gần nhất của chúng tôi.
- Chúng tôi nâng giá mục tiêu chủ yếu do điều chỉnh tăng dự báo LN của HHV thêm 12%/9% trong năm 2025-26, lần lượt lên 510 tỷ đồng và 587 tỷ đồng.
- Định giá P/B của HHV đã được điều chỉnh lại lên mức 0,7 lần, từ 0,5 lần vào đầu năm 2025, tương đương với mức trung bình 5 năm. Trong khi đó, cổ phiếu HHV hiện đang giao dịch với P/E là 13,7 lần, và có thể được tái định giá về mức P/E trung bình 2 năm là khoảng 15 lần.

Điểm nhấn tài chính

- Doanh thu Q2/25 tăng 18% svck, đạt 950 tỷ đồng, trong khi LN ròng cũng tăng 18%, đạt 147 tỷ đồng theo công bố từ ban lãnh đạo.
- Doanh thu 6T25 tăng 12% svck, hoàn thành 47% kế hoạch năm; LN ròng 6T25 tăng 31% svck, hoàn thành 58% kế hoạch năm.
- EPS năm 2025-2026 dự kiến tăng 5%/15% svck nhờ kết quả cải thiện từ cả hai mảng xây lắp và BOT.

Luân điểm đầu tư

Đầu tư công 2025 dự kiến tăng hai chữ số, hồi phục từ mức thấp 2024

Chúng tôi kỳ vọng đầu tư công sẽ tăng trưởng 23% trong năm 2025, được hỗ trợ bởi các luật sửa đổi liên quan đến Luật Đầu tư theo phương thức đối tác công tư (PPP) và Luật Đầu tư công. Quốc hội đã thông qua Luật sửa đổi năm 2024 (sửa đổi 4 luật), bao gồm Luật Quy hoạch, Luật Đầu tư, Luật PPP và Luật Đấu thầu, sẽ chính thức có hiệu lực từ ngày 15/01/2025.

Backlog đủ để duy trì tăng trưởng 2 năm tới

Tính đến cuối Q2/25, giá trị hợp đồng backlog của HHV đạt 3.926 tỷ đồng, chủ yếu đến từ các dự án Đồng Đăng – Trà Lĩnh và TP.HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành.

Biên LN gộp xây dựng phục hồi từ năm 2026

Năm 2024, doanh thu mảng xây dựng tăng 10% svck, trong khi biên LN gộp giảm còn 4% do chi phí cao kéo dài từ dự án Quảng Ngãi – Hoài Nhơn. Vì dự án này vẫn tiếp tục đóng góp vào doanh thu xây dựng năm 2025, chúng tôi cho rằng biên LN gộp năm 2025 sẽ vẫn duy trì ở mức thấp trước khi hồi phục trở lại vào năm 2026.

Chúng tôi kỳ vọng HHV khả năng được hỗ trợ vốn BOT từ 2027

Theo thông tin từ HHV, báo cáo của Chính phủ cho biết hiện có 11 dự án BOT đang gặp khó khăn về tài chính do các yếu tố khách quan. Trong số này có hai dự án của HHV, bao gồm: dự án hầm đường bộ Đèo Cả được đề xuất hỗ trợ thêm 2.280 tỷ đồng, và dự án cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn được đề xuất hỗ trợ khoảng 4.600 tỷ đồng.

HHV sẽ tiếp tục chào bán quyền mua cổ phiếu vào cuối năm 2025

HHV sẽ tiếp tục huy động vốn trong Q4/25 cho dự án PPP Cam Lâm – Vĩnh Hảo. Theo chúng tôi, Tập đoàn Đèo Cả có thể sẽ tăng tỷ lệ sở hữu tại HHV thông qua việc nâng tỷ lệ nắm giữ sau đợt huy động này.

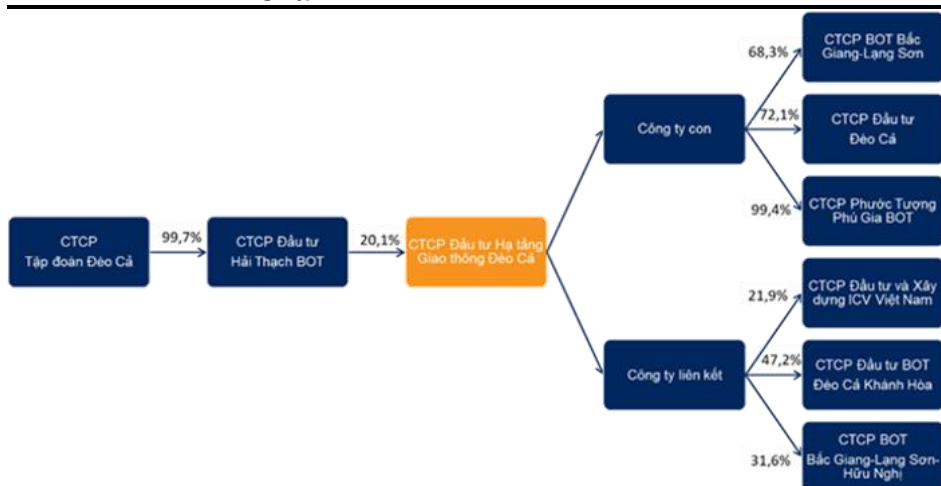
	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT (%)	28,5%	23,2%	10,1%	10,0%
Tăng trưởng EPS (%)	2%	-4%	5%	15%
Biên gộp (%)	40,2%	40,6%	42,2%	43,1%
Biên ròng (%)	13,6%	14,3%	16,3%	17,0%
P/E (x)	13,9	13,7	14,6	12,7
P/B (x)	0,8	0,5	0,7	0,7
ROAE (%)	4,2%	4,3%	4,9%	5,3%
Nợ/VSCH ròng (%)	229%	171%	150%	137%

Nguồn: VNDIRECT Research

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.

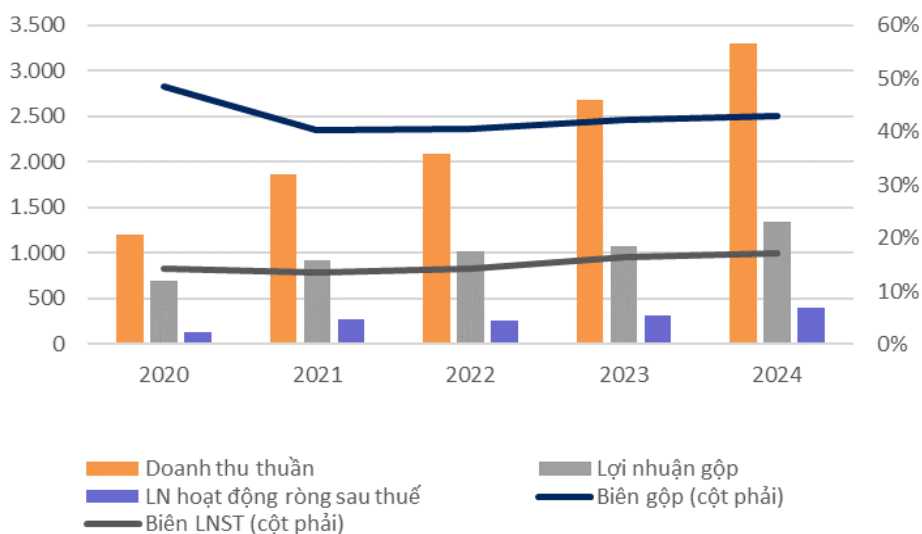
Hình 1: Cấu trúc doanh nghiệp của HHV



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 thể 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 lợi nhuận sau thuế của HHV trong 5 năm qua (tỷ đồng)



Nguồn: Fiingroup

Kết quả sơ bộ Q2/25: Tích cực

Tổng doanh thu và LNST Q2/25 tăng 18% svck

Theo ban lãnh đạo, tổng doanh thu Q2/25 tăng 18% svck, đạt 950 tỷ đồng, trong khi LNST cũng tăng 18%, lên 147 tỷ đồng.

LNST 6T25 tăng 31% svck và hoàn thành 58% kế hoạch năm

Doanh thu 6T25 tăng 12% svck, hoàn thành 47% kế hoạch năm, trong khi LNST tăng 31% svck, hoàn thành 58% kế hoạch năm.

Hình 3: Triển vọng giải ngân đầu tư công (tỷ đồng)

(tỷ đồng)	Q2/25	Q2/24	SVCK	6T25	6T24	SVCK	2025	6T25/2025
Doanh thu	950	814	18%	1.685	1.504	12%	3.643	46,2%
LNST	147	125	18%	320	244	31%	593	53,9%
Biên LN ròng	15,5%	15,4%		19,0%	16,2%		16,3%	

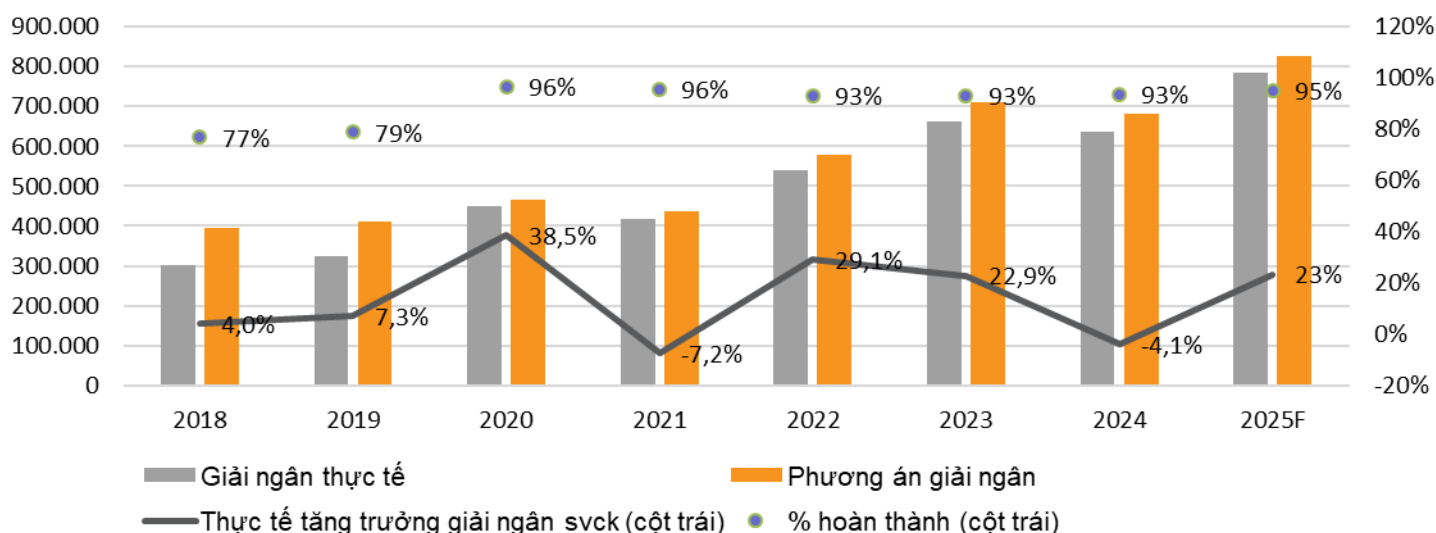
Nguồn: HHV, VNDIRECT Research

Triển vọng đầu tư công năm 2025: Quy định mới mở đường cho tăng trưởng

Tăng trưởng hai chữ số của đầu tư công từ mức khiêm tốn trong năm 2024

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng đầu tư công sẽ là động lực chính cho GDP Việt Nam trong năm 2025, được hỗ trợ bởi việc tháo gỡ các vướng mắc về giải phóng mặt bằng thông qua các quy hoạch đất đai mới tại Hà Nội, TP.HCM và các khu vực khác, cùng với việc sửa đổi các luật liên quan như Luật Đầu tư theo phương thức PPP và Luật Đầu tư công. Quốc hội đã thông qua Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của 4 luật: Luật Quy hoạch, Luật Đầu tư, Luật Đầu tư theo phương thức đối tác công tư (PPP) và Luật Đấu thầu năm 2024, có hiệu lực từ ngày 15/1/2025. Nhờ các quy định và luật sửa đổi mới, chúng tôi dự báo Chính phủ sẽ đẩy nhanh tiến độ giải ngân, với mức giải ngân đầu tư công năm 2025 tăng 23%, đạt 784 nghìn tỷ đồng, tương đương 95% kế hoạch cả năm do Thủ tướng giao. Theo báo cáo cập nhật từ Bộ Tài chính, tính đến cuối tháng 6/2025, tổng vốn đầu tư công đã giải ngân ước đạt 268.133,9 tỷ đồng, bằng 29,6% kế hoạch năm và 32,5% kế hoạch Thủ tướng giao. So với cùng kỳ năm 2024, vốn giải ngân 6T25 đã tăng ấn tượng 42,3% svck.

Hình 4: Triển vọng giải ngân đầu tư công (tỷ đồng)



Nguồn: MoF, VNDIRECT Research

Trọng tâm của các luật sửa đổi mới tập trung vào ba nội dung chính: phân cấp thẩm quyền quyết định đầu tư, điều chỉnh tiêu chí phân loại dự án và tăng cường cơ chế giám sát, quản lý nguồn vốn đầu tư công. Những điều chỉnh này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tiến độ giải ngân, gỡ bỏ các nút thắt, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và thúc đẩy giải ngân vốn đầu tư nhà nước trong năm 2025.

Luật Đầu tư theo phương thức PPP đã được sửa đổi với một số điểm cập nhật quan trọng như sau:

Bãi bỏ các hạn chế đầu tư theo ngành và yêu cầu vốn tối thiểu, tạo môi trường linh hoạt hơn cho các dự án thuộc nhiều lĩnh vực khác nhau, phù hợp với nhu cầu đặc thù của từng địa phương.

Đơn giản hóa thủ tục đầu tư, với các cải cách nhằm rút ngắn quy trình thẩm định và phê duyệt dự án.

Khuyến khích các dự án PPP trong các lĩnh vực công nghệ cao, hỗ trợ mục tiêu tổng thể hiện đại hóa hạ tầng quốc gia.

Tăng tỷ lệ vốn ngân sách nhà nước tham gia lên tối đa 70% đối với các dự án PPP, giúp giảm áp lực bố trí vốn và rút ngắn thời gian thu hồi vốn của khu vực tư nhân trong phát triển hạ tầng.

Khôi phục hình thức hợp đồng Xây dựng – Chuyển giao (BT) với các quy định triển khai được hoàn thiện, nhằm thúc đẩy hoạt động đầu tư và hỗ trợ chiến lược phát triển hạ tầng quốc gia dài hạn.

Quốc hội vừa thông qua một đạo luật quan trọng, mang tính bước ngoặt, sửa đổi đồng thời tám luật hiện hành như sau:

Đạo luật toàn diện này được thông qua vào ngày 25/6/2025 và có hiệu lực từ ngày 1/7/2025.

Hiện tại, các bộ ngành và cơ quan liên quan đang trong quá trình soạn thảo và ban hành các nghị định hướng dẫn thi hành. Theo thông lệ, các nghị định hướng dẫn thường được ban hành trong vòng sáu tháng kể từ ngày luật có hiệu lực. Tuy nhiên, do đạo luật này sửa đổi đồng thời nhiều luật, quá trình ban hành có thể mất nhiều thời gian hơn hoặc thực hiện theo từng giai đoạn.

Theo báo cáo của Chính phủ, hiện có 11 dự án BOT đang gặp khó khăn về tài chính do các yếu tố khách quan. Trong đó có hai dự án của HHV, bao gồm: dự án xây dựng hầm đường bộ Đèo Cả, được đề xuất hỗ trợ thêm 2.280 tỷ đồng; và dự án cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn, được đề xuất hỗ trợ khoảng 4.600 tỷ đồng.

Triển vọng giai đoạn 2025–2026: LN dự kiến tăng 12% và 15% trong năm 2025–26

Hình 5: Triển vọng KQKD 2025-26

	2024				2025				2026			
(tỷ đồng)	Thực tế	Cũ	Mới	% Thay đổi	Cũ	Mới	% Thay đổi		Cũ	Mới	% Thay đổi	
Doanh thu	3.308	3.643	3.643	0,0%		4.006	4.006	0,0%				
% svck	23%	10%	10%			10%	10%	0,0%				
_ Thu phí BOT	1.573	1.914	1.914	0,0%		2.144	2.144	0,0%				
_ Xây dựng	1047	1.151	1.151	0,0%		1.407	1.407	0,0%				
Biên LN	1.091	1.331	1.331	0,0%		1.511	1.540	1,9%				
_ Thu phí BOT	972	1.253	1.253	0,0%		1.450	1.450	0,0%				
_ Xây dựng	85	42	42	0,0%		28	56	100,0%				
Biên gộp	40%	41%	41%	0,0 điểm %		38%	38%	0,7 điểm %				
_ Thu phí BOT	62%	65%	65%	0,0 điểm %		68%	68%	0,0 điểm %				
_ Xây dựng	8%	4%	4%	0,0 điểm %		6%	6%	0,0 điểm %				
Chi phí BH&QLDN	-72	-73	-73	0,0%		-80	-80	0,0%				
EBIT	1.019	1.258	1.258	0,0%		1.431	1.459	2,0%				
Doanh thu tài chính ròng	-767	-870	-825	-5,2%		-949	-899	-5,2%				
LNTT	699	626	699	11,7%		740	805	8,8%				
LNST công ty mẹ	405	457	510	11,7%		540	587	8,8%				
% svck	26%	5%	12%			18%	15%					
LN ròng	16%	15%	16%	1,7 điểm %		16%	17%	1,4 điểm %				

Nguồn: VNDIRECT Research

Giá trị hợp đồng còn lại của HHV đủ hỗ trợ tăng trưởng trong hai năm tới

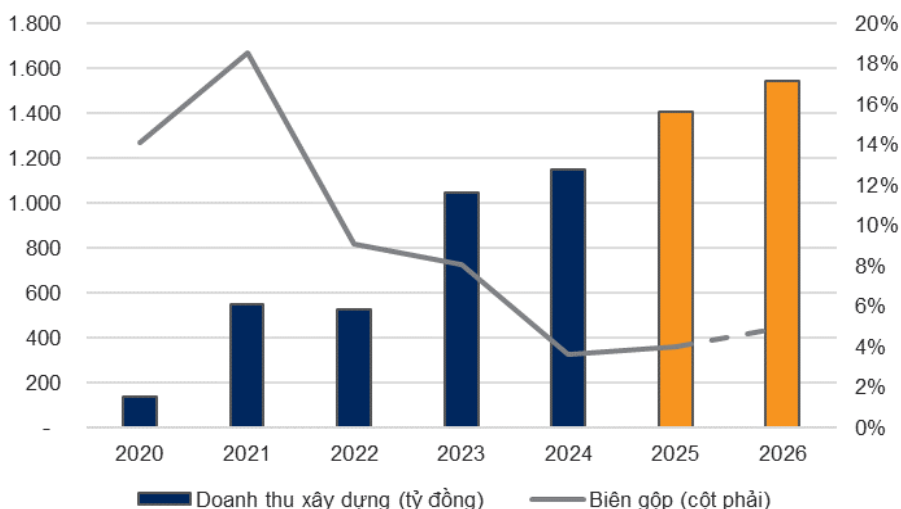
Hình 6: Giá trị hợp đồng xây lắp còn lại của HHV

Tỷ đồng	Backlog @ cuối 2023	Backlog @cuối Q2/23	Backlog @ cuối Q3/24	Backlog @ cuối Q4/24	Backlog @ cuối Q1/25	Backlog @ cuối Q2/25	Dự án tiềm năng 2026-2027
Can Lâm - Vĩnh Hào	101						
Đường bờ biển Bình Định	301	268	254	172	154	107	-
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	1.367	827	653	502	383	114	-
Đường Liên Chiểu	142	111	104	88	74	50	-
Đồng Đăng - Trà Linh	1.735	1.735	1.735	1.735	1.718	1.655	-
HCMC- Thủ Dầu Một - Chơn Thành	-	-	-	-	-	2.000	-
Tân Phú - Bảo Lộc	-	-	-	-	-	-	2.200
Tổng	3.646	2.941	2.746	2.497	2.329	3.926	2.200

Nguồn: HHV, VNDIRECT Research

Biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp sẽ chạm đáy vào năm 2026

Hình 7: Doanh thu xây lắp và biên lợi nhuận gộp của HHV giai đoạn 2020–2026



Nguồn: Fiingroup, VNDIRECT Research

Năm 2024, doanh thu xây lắp tăng 10% svck nhưng biên lợi nhuận gộp giảm xuống còn 4% do chi phí cao kéo dài từ dự án Quảng Ngãi – Hoài Nhơn. Vì dự án này vẫn đóng góp vào doanh thu xây lắp năm 2025, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp trong năm nay sẽ vẫn ở mức thấp trước khi phục hồi trở lại vào năm 2026.

Trong năm 2025, HHV dự kiến huy động tổng cộng 912 tỷ đồng thông qua phát hành riêng lẻ và phát hành quyền mua cổ phiếu.

Đợt phát hành riêng lẻ trị giá 415 tỷ đồng, tương đương 9,6% số cổ phiếu đang lưu hành cho một số công ty chứng khoán trong nước. Đợt phát hành này đã được thực hiện trong Q2/25 để tài trợ cho dự án Đồng Đăng – Trà Lĩnh. Do đó, mặc dù LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2025 dự kiến tăng 12% svck, EPS chỉ tăng khoảng 5% do ảnh hưởng pha loãng cổ phiếu.

Đợt phát hành quyền mua dự kiến triển khai trong Q4/25 với mục tiêu huy động 497 tỷ đồng để tài trợ cho dự án PPP Cam Lâm – Vĩnh Hảo. Chúng tôi cho rằng Tập đoàn Đèo Cả có thể sẽ gia tăng tỷ lệ sở hữu sau thương vụ này.

BOT: Kỳ vọng HHV có thể nhận được hỗ trợ vốn kể từ năm 2027

HHV hiện quản lý và vận hành 15 trạm thu phí cho bốn dự án BOT, bao gồm: hầm đường bộ Đèo Cả, cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn, hầm Phước Tượng – Phú Gia, và dự án mở rộng quốc lộ 1A tại tỉnh Khánh Hòa.

Hình 8: Các dự án BOT của HHV

STT	Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu của HHV	Giai đoạn thu phí cầu đường	Địa điểm	Tỷ lệ hoàn vốn cam kết
1	Cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn	13.104	65%	28 năm 7 tháng (2020-2049)	Bắc Giang - Lạng Sơn	11,5%
2	Đường hầm qua Đèo Cả (Hầm Đèo Cả, Hầm Cờ Ma, Hầm Cù Mông, Hầm Hải Vân)	18,027 (Ngân sách nhà nước: 26%)	73%	27 năm 5 tháng (2018-2046)	Miền trung	Hầm Hải Vân: 11.5%, khác: 9.15%
3	Đường hầm Phước Tượng - Phú Gia	1.518	99%	19 năm (2016 - 2035)	Phú Lộc, Thừa Thiên Huế	11,5%
4	Dự án Mở rộng Quốc lộ 1 - Tỉnh Khánh Hòa	2.644	47%	21 năm 8 tháng (2016 - 2038)	Khánh Hòa	11,5%
5	Dự án Cam Lâm - Vĩnh Hảo	8.925	38%	17 năm (2024-2041)	Khánh Hòa, Ninh Thuận, Bình Thuận	9-10%
6	Đường cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh (giai đoạn 1)	14,114 (Ngân sách nhà nước: 70%)	14% (mục tiêu 40%)	22 năm 4 tháng (2026-2048)	Lạng Sơn, Cao Bằng	12%

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT Research

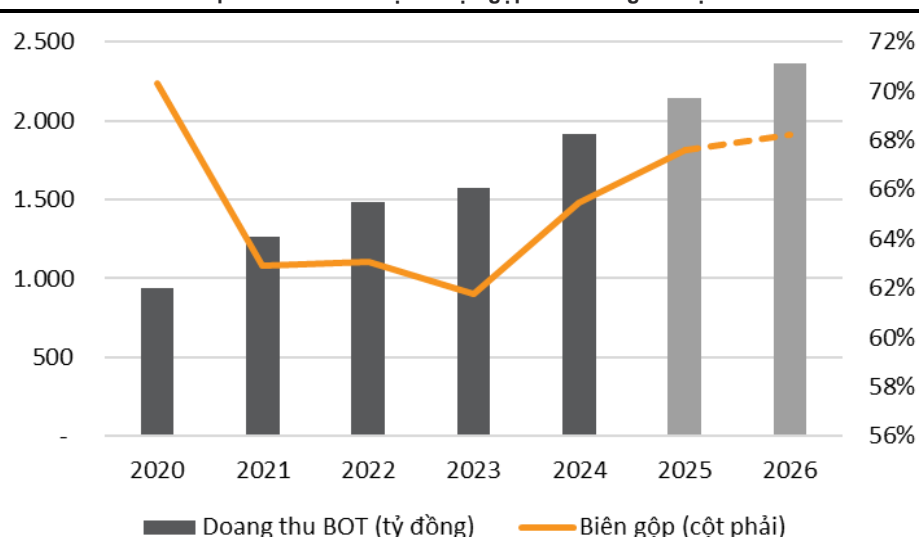
Chúng tôi ước tính tổng doanh thu thu phí năm 2024 đạt khoảng 1.900 tỷ đồng, trong khi chi phí lãi vay lên tới 2.000 tỷ đồng. Trong hai trong số ba dự án mà HHV nắm giữ trên 50% cổ phần (Đèo Cả và Bắc Giang – Lạng Sơn), dòng tiền thu về hiện chưa đủ để chi trả chi phí lãi vay và các chi phí khác. Tuy nhiên, khoản lãi chưa thanh toán của HHV đang được xử lý thông qua một cơ chế thanh toán đặc biệt, cho phép công ty hoãn trả đến khi doanh thu từ các dự án BOT tăng trong tương lai. Ngoài ra, HHV không phải trả lãi trên phần dư nợ của khoản lãi chậm trả này. Vì vậy, chúng tôi tin rằng HHV sẽ có khả năng thanh toán các khoản này trong tương lai, được hỗ trợ bởi

1. tăng trưởng ổn định của doanh thu thu phí, được thúc đẩy bởi sự mở rộng kết nối hạ tầng giao thông và số lượng ô tô gia tăng tại Việt Nam. Kể từ năm 2021, doanh thu BOT đã duy trì mức tăng trưởng hai chữ số, ngoại trừ năm 2023 khi chỉ tăng 6%. Động lực chính cho tăng trưởng này là lưu lượng xe tăng đều đặn hàng năm.
- 2) Chúng tôi kỳ vọng rằng HHV có thể nhận được hỗ trợ vốn từ Chính phủ kể từ năm 2027:

Dự án Bắc Giang – Lạng Sơn: 4.600 tỷ đồng – do doanh thu thực tế không đạt so với phương án tài chính ban đầu – dự kiến sẽ được hỗ trợ vào năm 2027 (sớm hơn so với giả định trước đây của chúng tôi là năm 2028).

Dự án Đèo Cả: 2.400 tỷ đồng – do thiếu nguồn thu từ dự án La Sơn – Túy Loan (không thực hiện theo hình thức BOT) – dự kiến sẽ được hỗ trợ trong giai đoạn 2027–2029 (sớm hơn so với giả định trước đây của chúng tôi là 2030–2032).

Hình 9: Doanh thu thu phí BOT và biên lợi nhuận gộp của HHV giai đoạn 2020–26



Nguồn: Fiigroup, VNDIRECT Research

Đối với dự án Bắc Giang – Lạng Sơn, nếu giả định dự án sẽ được hỗ trợ 4.600 tỷ đồng từ ngân sách nhà nước vào năm 2027, thì tỷ suất sinh lợi nội bộ (IRR) dự phóng của dự án sẽ đạt khoảng 9,5%.

Đối với dự án Đèo Cả, nếu giả định dự án được hỗ trợ 2.400 tỷ đồng trong giai đoạn 2027–2029, tỷ suất sinh lợi nội bộ dự phóng của dự án sẽ đạt khoảng 8,7%.

Đối với dự án Phước Tượng – Phú Gia, nếu giả định 30% dòng doanh thu từ trạm Bắc Hải Vân trong dự án Đèo Cả được sử dụng để hoàn trả cho dự án này, chúng tôi dự phóng tỷ suất sinh lợi nội bộ của dự án sẽ đạt khoảng 9,6%.

Các tỷ suất sinh lợi nội bộ dự phóng này đều thấp hơn mức IRR cam kết trong phương án tài chính của các dự án.

Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu hỗn hợp là 15.000 đồng

Giá mục tiêu của chúng tôi được xác định dựa trên phương pháp DCF, kết hợp với định giá P/E và P/B cho ba mảng kinh doanh cốt lõi của HHV: thu phí BOT, xây lắp và vận hành & bảo trì.

Hình 9: Giá mục tiêu

Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
P/E	14,0x	16.600	33%	5.600
P/B	0,7x	15.700	33%	5.300
DCF		12.000	33%	4.000
Giá mục tiêu				15.000
Tiềm năng tăng giá				15,4%

	2025	2026
P/E dự phóng	14,6x	12,7x
P/B dự phóng	0,7x	0,7x

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 10: Giả định

Vốn chủ sở hữu và WACC	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Phần bù rủi ro	8,4%
Beta	1,2
Vốn chủ sở hữu	13,0%

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 11: Định giá DCF (Tỷ đồng)

Tên dự án (tỷ đồng)	Phương pháp định giá	Định giá	Tỷ lệ sở hữu	Định giá của HHV
BOT	DCF			28.516
Bắc Giang - Lạng Sơn		15.701	65%	10.211
Đèo Cả		20.012	73%	14.691
Phước Tượng - Phú Gia		1.745	99%	1.734
Khánh Hòa	P/B=1.2.x	575		575
Cần Lâm Vĩnh Hảo	P/B=1.2.x	485		485
Khác (ICV, Đồng Đăng - Trà Lĩnh, CLVH-BCC)	P/B=1.2.x	820		820
Xây dựng	DCF		100%	633
O&M & dịch vụ khác	DCF		100%	500
Giá trị DN				29.649
+ Tiền				206
- Tổng nợ				18.778
- Số dư lãi không tính lãi				5.599
Giá trị VCSH				5.479
Số lượng cổ phiếu (triệu)				497
Giá mục tiêu				12.000
Tiềm năng tăng giá				-15,3%
2025 P/B				0,61
2025 P/E				11,7

Nguồn: VNDIRECT Research

Chúng tôi nhận định rằng hệ số định giá mục tiêu của HHV sẽ được nâng lên trong năm nay, chủ yếu nhờ kỳ vọng giải ngân đầu tư công tăng 23%. HHV đã được định giá lại từ mức P/B 0,5 lần lên 0,7 lần vào đầu năm 2025, tương đương với mức trung bình 5 năm. Trong khi đó, cổ phiếu HHV hiện đang giao dịch ở mức P/E 13,7 lần và có thể được định giá lại lên mức P/E trung bình 2 năm là khoảng 15 lần.

Hình 12: Định giá P/E và P/B

P/E	2024	2025	2026
LN ròng cty mẹ (tỷ đồng)	405	510	587
EPS (đồng)	973	1.026	1.180
Tăng trưởng EPS	-4%	5%	15%
CP lưu hành (triệu)	432	497	497
Hệ số mục tiêu		14,0x	14,0x
Giá mục tiêu (đồng)		14.400	16.600

P/B	2024	2025	2026
Giá trị sổ sách (tỷ đồng)	9.443	10.551	11.138
BVPS (đồng)	21.845	21.211	22.391
ROE	4,3%	4,9%	5,3%
CP lưu hành (triệu)	432	497	497
Hệ số mục tiêu		0,7x	0,7x
Giá mục tiêu (đồng)		14.900	15.700

Nguồn: VNDIRECT Research

Tiềm năng tăng giá: HHV có thể giành được các hợp đồng hạ tầng mới với tốc độ nhanh hơn so với kỳ vọng của chúng tôi.

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
- 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)	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>
Doanh thu	1.201	1.861	2.095	2.686	3.308	3.643	4.006
Chi phí hàng bán	(499)	(936)	(1.078)	(1.605)	(1.964)	(2.105)	(2.281)
Lợi nhuận gộp	702	925	1.017	1.080	1.344	1.538	1.725
CPQLDN&BH	(102)	(95)	(73)	(61)	(72)	(73)	(80)
EBIT	600	830	944	1.020	1.272	1.465	1.645
EBITDA	801	1.092	1.227	1.331	1.640	1.836	2.046
Khấu hao TSHH + VH	201	262	284	311	367	370	401
Lợi nhuận tài chính	8	22	5	26	48	30	30
Chi phí tài chính	(480)	(551)	(648)	(667)	(814)	(855)	(929)
Thu nhập ròng khác	(1)	21	(0)	(2)	(1)	0	0
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	178	333	354	425	558	699	805
Thuế	(2)	(43)	(57)	(60)	(85)	(106)	(122)
Lợi nhuận sau thuế	176	291	297	364	473	593	683
LNST cho công ty mẹ	137	269	264	322	405	510	587

Bảng cân đối kế toán							
(Tỷ đồng)	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>
Tiền và tương đương tiền	277	262	382	296	310	700	1.276
Đầu tư ngắn hạn	-	70	73	77	5	5	5
Phải thu ngắn hạn	395	646	457	690	981	911	1.002
Hàng tồn kho	73	38	161	77	70	105	97
Tài sản ngắn hạn khác	699	372	111	36	22	22	22
Tài sản cố định	23.692	28.704	28.562	28.329	27.721	27.550	27.349
Tổng đầu tư	457	478	531	497	1.065	1.880	2.580
Tài sản dài hạn khác	5.475	12	14	0	12	12	12
Tổng tài sản	32.417	33.963	35.653	36.780	38.804	39.802	40.750
Vay & nợ ngắn hạn	341	236	873	1.004	1.080	1.000	1.000
Phải trả người bán	1.067	1.129	1.095	1.106	899	1.053	1.141
Nợ ngắn hạn khác	960	585	584	488	990	490	490
Tổng nợ ngắn hạn	3.577	3.235	3.857	3.144	3.691	3.258	3.346
Vay & nợ dài hạn	20.744	20.872	19.780	19.280	17.912	17.839	17.759
Các khoản phải trả khác	25.032	26.287	27.278	28.047	27.896	27.702	27.968
Vốn điều lệ	2.674	2.674	3.078	3.294	4.323	4.974	4.974
LN giữ lại	288	557	821	922	1.095	1.369	1.956
LN cổ đông thiểu số	1.147	1.168	1.198	1.237	1.465	1.548	1.644
Vốn chủ sở hữu	4.113	4.403	5.103	5.460	6.900	7.891	8.574
Vốn Nhà nước	3.272	3.273	3.273	3.273	4.008	4.208	4.208
Tổng nợ và VCSH	32.417	33.963	35.653	36.780	38.804	39.802	40.750

Báo cáo LCTT							
(Tỷ đồng)	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>
LN trước thuế	178	333	354	425	558	699	805
Khấu hao	201	262	284	311	367	370	401
Chi phí lãi vay	(8)	(56)	(58)	(70)	(101)	0	0
Các khoản điều chỉnh khác	(249)	(8)	(56)	(58)	(70)	(101)	0
Thay đổi vốn lưu động	(864)	(927)	(862)	(935)	(549)	(1.196)	(579)
LC tiền thuần HĐKD	(13)	162	365	393	1.072	729	1.556
Đầu tư TSCĐ	(1.320)	(239)	(197)	(129)	(259)	(200)	(200)
Thu TL, nhượng bán TSCĐ	3	38	(3)	16	0	0	0
Các khoản khác	13	2	5	21	(338)	(400)	(700)
LC tiền thuần từ HĐĐT	781	22	(51)	(388)	(461)	261	(80)
Thu từ PH CP, góp VCSH	0	0	404	0	830	415	0
Trả vốn CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Vay nợ ròng	781	22	(455)	(383)	(1.288)	(154)	(80)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0	0	(0)	0	0
LC tiền thuần HĐTC	781	22	(51)	(388)	(461)	261	(80)
Tiền, tương đương tiền đầu kì	812	277	262	382	296	310	700
LC tiền thuần trong năm	(536)	(15)	120	(86)	14	390	576
Tiền, tương đương tiền cuối kì	277	262	382	296	310	700	1.276

Chỉ số tài chính							
	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>
Nhóm chỉ số tăng trưởng							
Doanh thu	151,8%	54,9%	12,5%	28,2%	23,2%	10,1%	10,0%
Chi phí hàng bán	89,5%	87,5%	15,1%	48,9%	22,4%	7,2%	8,4%
Lợi nhuận hoạt động	295,0%	36,3%	12,4%	8,4%	23,3%	11,9%	11,5%
EBIT	286,1%	38,3%	13,7%	8,0%	24,8%	15,2%	12,3%
EBT	12,4%	87,6%	6,2%	20,0%	31,3%	25,4%	15,1%
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	13,2%	65,6%	2,3%	22,5%	29,8%	25,4%	15,1%
Nhóm chỉ số biên lợi nhuận	(32%)	96%	-2%	22%	26%	26%	15%
Biên lợi nhuận gộp							
Biên lợi nhuận hoạt động	58,4%	49,7%	48,5%	40,2%	40,6%	42,2%	43,1%
Biên EBITDA	8,5%	5,1%	3,5%	2,3%	2,2%	2,0%	2,0%
Biên EBITDA	66,7%	58,7%	58,6%	49,5%	49,6%	50,4%	51,1%
Biên lợi nhuận ròng	50,0%	44,6%	45,1%	38,0%	38,5%	40,2%	41,1%
Biên LNST công ty mẹ	14,8%	17,9%	16,9%	15,8%	16,9%	19,2%	20,1%
Thuế suất	14,6%	15,6%	14,2%	13,6%	14,3%	16,3%	17,0%
Biên chi phí bán hàng	(1%)	(13%)	(16%)	(14%)	(15%)	(15%)	(15%)
Nhóm chỉ số lợi nhuận							
ROE	0,5%	0,9%	0,8%	1,0%	1,2%	1,5%	1,7%
ROA	2,4%	3,8%	3,6%	4,2%	4,3%	4,9%	5,3%
Nhóm chỉ số hiệu quả HĐ							
Thời gian thu hồi khoản phải thu	120	102	96	78	92	91	91
Thời gian xử lý hàng tồn kho	53	22	34	27	14	18	16
Hệ số thanh khoản	780	428	377	250	186	183	183

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.

KHUNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

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

Tổng lợi nhuận kỳ vọng của một cổ phiếu được định nghĩa là tổng: (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá hiện tại và (ii) tỷ suất cổ tức ròng kỳ hạn của cổ phiếu. Giá mục tiêu cổ phiếu có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Xếp hạng ngành

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.

Steven Woo – Trưởng Phòng

Email: le.canthu@vndirect.com.vn

Nguyễn Quỳnh Phương – Chuyên viên phân tích

Email: phuong.nguyenquynh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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