



CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả

[Việt Nam / Xây dựng]

Bloomberg Code (HHV VN) | Reuters Code (HHV.HM)

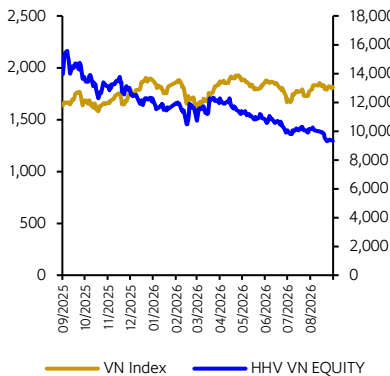
MUA

Báo Cáo Cập Nhật

Giá mục tiêu (12 tháng) **VND 15,500**
Giá hiện tại (24/09/2026) **VND 9,150**
Suất sinh lời (%) **69%**

VNINDEX	1,775
HVNINDEX	272
Vốn hóa (tỷ VND)	5,256
SLCP lưu hành (triệu CP)	547
Tỷ do giao dịch (triệu CP)	468
52-tuần cao/thấp (VND)	16,134/9,210
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	2.77
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	28
Cổ đông lớn (%)	
CTCP Đầu tư Hải Thạch B.O.T	8.99%
CTCP Đầu tư Hạ tầng Miền Bắc	7.84%

	3T	6T	12T
Biến động giá			
Tuyệt đối (%)	-13.6	-13.2	-33.3
Soi với VN-Index (%)	-10.0	-26.4	-43.5



Nguồn: Bloomberg

Tiến Lê

☎️ (84-28) 6299-8011
✉️ tien.ld@shinhan.com



Please click or scan

Động lực kép từ BOT và Backlog xây dựng dồi dào

Định giá cập nhật với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 15,500 đồng

Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV) là đơn vị hàng đầu tại Việt Nam trong lĩnh vực đầu tư, quản lý vận hành và thi công các công trình hạ tầng giao thông. Với danh mục 6 dự án BOT đang khai thác mang lại dòng tiền vững chắc cùng động lực tăng trưởng từ mảng xây lắp, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HHV. Dựa trên phương pháp định giá cộng từng phần (SOTP), giá mục tiêu điều chỉnh được xác định ở mức 15,500 đồng/cổ phiếu.

Kết quả kinh doanh 6T/2026 tăng trưởng tốt nhờ mảng thu phí BOT

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2026, HHV ghi nhận doanh thu thuần đạt 1,877.2 tỷ đồng (+11.6% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 389.2 tỷ đồng (+20.0% YoY). Riêng trong Q2/2026, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 970.3 tỷ đồng (+2.5% YoY) và 171.8 tỷ đồng (+13.5% YoY).

Động lực tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi tiếp tục đến từ mảng BOT với doanh thu 6T/2026 đạt 1,247 tỷ đồng (+16.8% YoY). Sự bứt phá này xuất phát từ việc gia tăng lưu lượng phương tiện trên các tuyến huyết mạch, dẫn đầu là trạm Cù Mông (+63.2% YoY), cụm cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn (+24.0% YoY), Bắc Hải Vân (+20.5% YoY) và cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo (+13.3% YoY). Mảng thu phí BOT dự kiến duy trì tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) khoảng 14% trong giai đoạn 2026–2030, với giả định cước phí tăng trung bình 5%/năm và lưu lượng xe tăng 7%–10%. Theo đó, doanh thu BOT ước tính đạt 2,566 tỷ đồng (+18% YoY) trong năm 2026 và lên mức 2,938 tỷ đồng (+14% YoY) vào năm 2027.

Mảng xây dựng hạ tầng duy trì vị thế nhờ khối lượng backlog dồi dào

Dù doanh thu hoạt động xây lắp trong 6T/2026 đi ngang ở mức 517 tỷ đồng (-1.3% YoY), dư địa ghi nhận doanh thu trong nửa cuối năm là rất lớn. Tính đến cuối Q2/2026, HHV sở hữu lượng backlog dồi dào ước tính 2,735.9 tỷ đồng, tập trung tại các dự án trọng điểm như cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, Đồng Đăng – Trà Linh GĐ1 và đặc biệt là dự án mở rộng cao tốc TP.HCM – Trung Lương – Mỹ Thuận với giá trị còn lại lên tới 938.5 tỷ đồng. Việc tiếp tục ký kết hợp đồng thi công dự án cao tốc Quy Nhơn – Pleiku trị giá hơn 600 tỷ đồng vào tháng 09/2026 đã giúp duy trì quy mô backlog của doanh nghiệp ở mức trên 3,000 tỷ đồng. Mảng xây lắp dự kiến sẽ mang về 1,470 tỷ đồng doanh thu (+11% YoY) trong năm 2026.

Dự phóng kinh doanh 2026 – 2027

Dự kiến doanh thu thuần đạt khoảng VND 4,385 tỷ (+15% YoY) trong năm 2026 và VND 4,764 tỷ (+9% YoY) trong năm 2027. Lợi nhuận sau thuế năm 2026 ước tính đạt VND 775 tỷ (+16% YoY) và sẽ tiếp tục bứt phá lên mức VND 1,076 tỷ (+39% YoY) trong năm 2027.

Rủi ro: (1) Rủi ro độ triển khai các dự án đầu tư công chậm; (2) Biến động giá nguyên vật liệu xây dựng; (3) Lãi suất gia tăng

Năm	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu (tỷ VND)	3,801	4,385	4,764	5,215	5,724
LN từ HĐKD (tỷ VND)	1,538	1,718	1,967	2,231	2,513
LNST (tỷ VND)	671	775	1,076	1,439	1,740
EPS (đồng)	1,242	1,168	1,621	2,167	2,620
BPS (đồng)	22,701	19,645	21,265	23,433	26,053
Biên LN HĐKD (%)	40.45	39.17	41.30	42.77	43.90
Biên LNST (%)	17.66	17.69	22.59	27.59	30.40
ROE (%)	5.81	6.20	8.08	9.99	11.03
PER (x)	10.54	8.01	5.77	4.31	3.57
PBR(x)	0.82	0.48	0.44	0.40	0.36
EV/EBITDA (x)	12.31	10.68	9.59	8.61	7.76

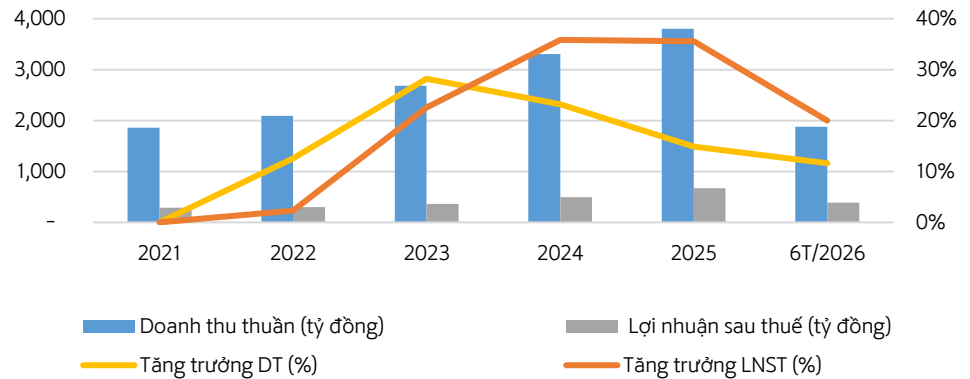
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

Cập nhật hoạt động kinh doanh

Kết quả kinh doanh 6T/2026 tăng trưởng tốt nhờ mảng thu phí BOT

Doanh thu và lợi nhuận CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả 2021 – 6T/2026 (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả ghi nhận doanh thu thuần Q2/2026 đạt VND 970.3 tỷ (+2.5% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 171.8 tỷ đồng (+13.5% YoY). Lũy kế 6 tháng đầu năm 2026 (6T/2026), doanh thu thuần đạt VND 1,877.2 tỷ (+11.6% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt VND 389.2 tỷ (+20.0% YoY), trong đó:

Doanh thu các trạm thu phí BOT: Doanh thu mảng thu phí BOT lũy kế 6T/2026 đạt VND 1,247 tỷ (+16.8% YoY), đóng vai trò động lực tăng trưởng lợi nhuận chính nhờ sự gia tăng lưu lượng phương tiện trên các tuyến huyết mạch. Cụ thể trong Q2/2026:

- Trạm Cù Mông và Bắc Hải Vân dẫn đầu đà tăng trưởng lưu lượng xe, lần lượt đạt +63.2% YoY và +20.5% YoY.
- Lưu lượng phương tiện qua cụm trạm cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn (BGLS) tiếp tục tăng trưởng tích cực +24.0% YoY.
- Tại trạm thu phí cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo, lưu lượng phương tiện duy trì mức tăng ổn định +13.3% YoY.
- Trạm An Dân ghi nhận mức sụt giảm lưu lượng -45.2% YoY do sự dịch chuyển của phương tiện sang tuyến cao tốc mới Quy Nhơn – Vân Phong.
- Trạm Ninh Lộc giảm -13.0% YoY (mức giảm tại Ninh Lộc đã nằm trong phương án tài chính dự kiến của dự án).

Mảng xây dựng hạ tầng: Doanh thu hoạt động xây lắp trong 6T/2026 đi ngang, đạt VND 517 tỷ (-1.3% YoY). Tuy nhiên, trong Q2/2026, các dự án trọng điểm đang thi công vẫn đóng góp sản lượng tích cực như: cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn (đạt VND 110.9 tỷ), cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh ĐĐ1 (đạt VND 79.8 tỷ), đường ven biển Bình Định (đạt VND 54.9 tỷ) và dự án mở rộng cao tốc TP.HCM – Trung Lương – Mỹ Thuận (đạt VND 48.6 tỷ). Tính đến cuối Q2/2026, HHV sở hữu lượng backlog dồi dào ước tính khoảng VND 2,735.9 tỷ, tạo dư địa ghi nhận doanh thu lớn trong nửa cuối năm, đặc biệt tập trung tại dự án mở rộng cao tốc TP.HCM – Trung Lương – Mỹ Thuận với giá trị còn lại lên tới VND 938.5 tỷ.

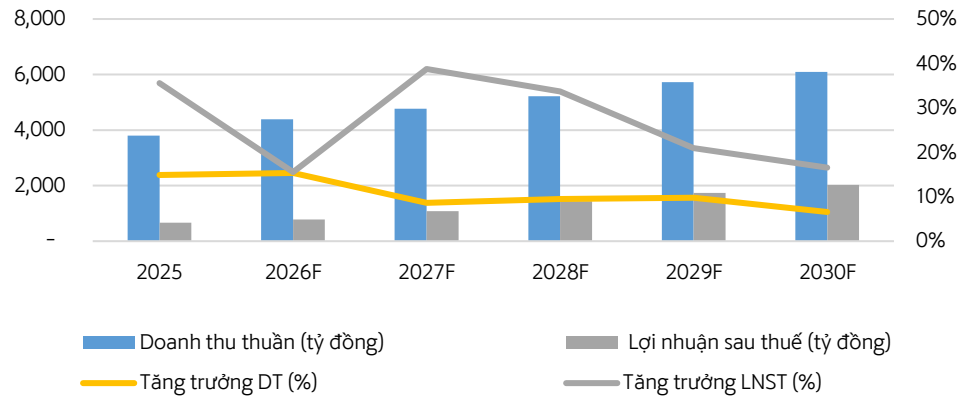
Các mảng kinh doanh khác: Hoạt động O&M (quản lý vận hành và bảo dưỡng) trong 6T/2026 ghi nhận sự bứt phá với doanh thu đạt VND 76 tỷ (+42.0% YoY). Trong khi đó, các mảng doanh thu khác duy trì mức ổn định, đạt VND 38 tỷ (-0.3% YoY).

Tiến độ hoàn thành kế hoạch năm 2026: Tổng kết 6 tháng đầu năm, HHV đã hoàn thành 42.0% kế hoạch doanh thu (mục tiêu đạt 4,468 tỷ đồng, +18% YoY) và 50.8% kế hoạch lợi nhuận sau thuế cả năm 2026 (mục tiêu đạt 766 tỷ đồng, +14% YoY). Cần lưu ý rằng quý 4 hằng năm thường là quý cao điểm ghi nhận doanh thu của HHV. Do đó, với tỷ lệ hoàn thành hơn 50% chỉ tiêu lợi nhuận chỉ sau nửa năm, kết hợp cùng động lực từ khối lượng backlog xây lắp dồi dào tại các dự án cao tốc trọng điểm dự kiến tiếp tục được nghiệm thu, chúng tôi đánh giá kết quả hiện tại là tích cực, tạo tiền đề vững chắc để HHV hoàn thành và có thể vượt mục tiêu tài chính đã đề ra cho cả năm 2026.

Dự phóng kết quả kinh doanh

Triển vọng tăng trưởng ổn định nhờ mảng thu phí BOT và xây lắp

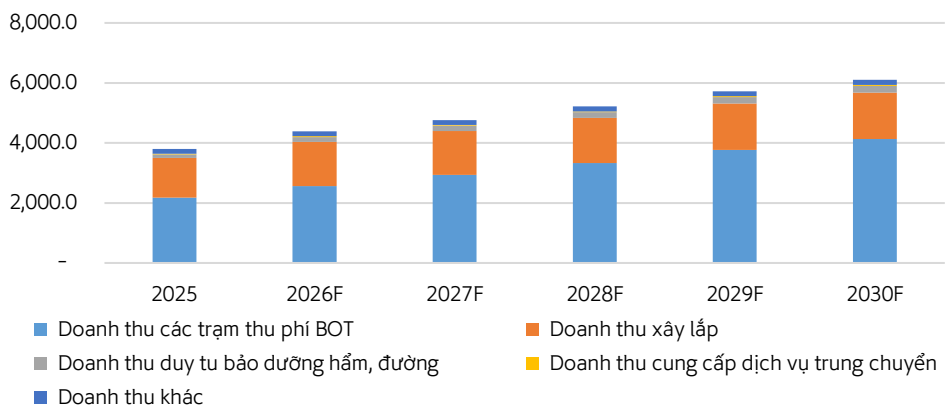
Dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả 2025 – 2030F



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chúng tôi dự kiến doanh thu thuần CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả đạt khoảng VND 4,385 tỷ (+15% YoY) trong năm 2026 và VND 4,764 tỷ (+9% YoY) trong năm 2027. Lợi nhuận sau thuế năm 2026 dự kiến đạt VND 775 tỷ (+16% YoY) và lợi nhuận sau thuế năm 2027 dự kiến đạt VND 1,076 tỷ (+39% YoY).

Cơ cấu doanh thu CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả 2025 – 2030F (tỷ đồng)

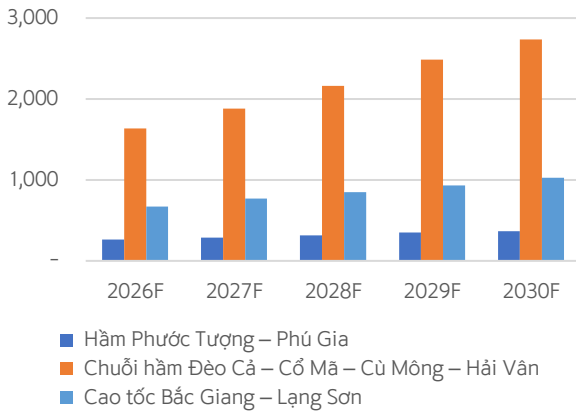


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

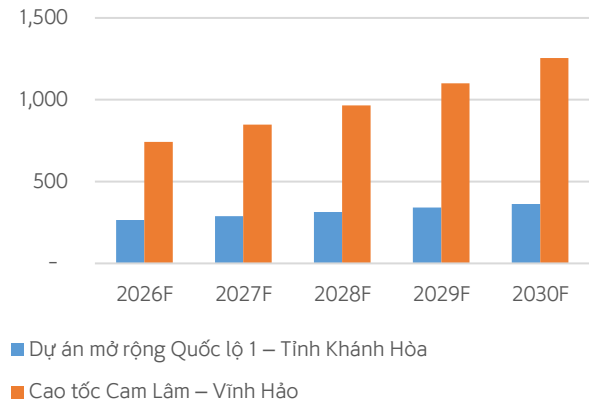
Trong đó nguồn doanh thu và lợi nhuận của HHV trong năm 2026 chủ yếu đến từ mảng thu phí các trạm BOT (chiếm 59% doanh thu và 90% lợi nhuận gộp) và xây dựng hạ tầng (chiếm 34% doanh thu và 4% lợi nhuận gộp). Với triển vọng đẩy mạnh đầu tư công mạnh mẽ trong trung hạn 2026 – 2030, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của HHV sẽ tăng trưởng trung bình khoảng 8% - 10%/năm.

Doanh thu mảng thu phí BOT tăng trưởng ổn định nhờ lượng xe và mức phí gia tăng

Doanh thu trạm thu phí của công ty con 2026F – 2030F (tỷ đồng)



Doanh thu trạm thu phí của công ty liên kết 2026F – 2030F (tỷ đồng)

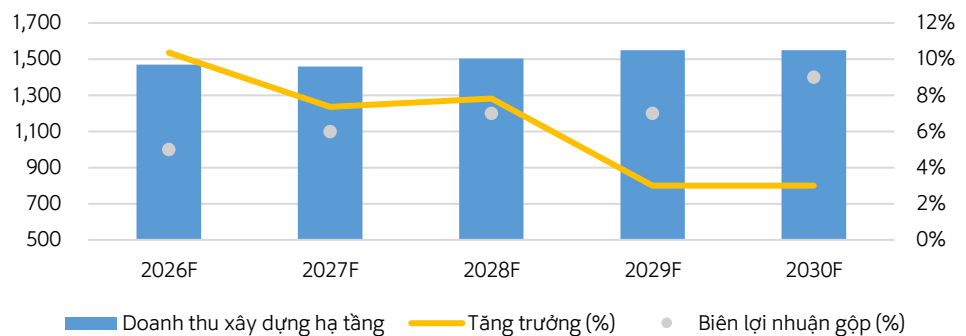


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng thu phí BOT đạt VND 2,566 tỷ (+18% YoY) trong năm 2026 và VND 2,938 tỷ (+14% YoY) trong năm 2027. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng thu phí BOT sẽ tăng trưởng khoảng 14% trong giai đoạn 2026 – 2030 với ước tính cước phí trạm thu phí sẽ tăng trung bình khoảng 5%/năm và tăng trưởng lưu lượng xe dao động trong khoảng 7% – 10% tùy vào từng trạm thu phí.

Mảng xây dựng được kỳ vọng tăng trưởng theo xu hướng đẩy mạnh đầu tư công

Dự phóng doanh thu mảng xây dựng của CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả 2026F – 2030F



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng xây dựng của HHV sẽ đạt VND 1,470 tỷ (+11% YoY) trong năm 2026 và VND 1,460 tỷ (-0.6% YoY) trong năm 2027. Mảng xây dựng được dự báo sẽ duy trì đà tăng trưởng nhờ kế hoạch đầu tư công đẩy mạnh, mở ra cơ hội cho HHV tham gia các dự án đầu tư xây dựng hạ tầng.

Năng lực thi công của HHV tiếp tục được khẳng định trong năm 2026 thông qua hàng loạt dự án hạ tầng quy mô lớn. Nổi bật trong quý 1/2026, doanh nghiệp đã trúng gói thầu xây lắp mở rộng cao tốc TP.HCM – Trung Lương – Mỹ Thuận (phần giá trị HHV trực tiếp đảm nhận đạt VND 988 tỷ) và cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh GĐ2 (giá trị VND 709 tỷ). Gần đây nhất vào tháng 09/2026, HHV tiếp tục ký kết hợp đồng thi công dự án cao tốc Quy Nhơn – Pleiku trị giá hơn VND 600 tỷ. Việc liên tiếp trúng thầu giúp quy mô backlog của HHV tính đến tháng 09/2026 ước tính duy trì ở mức trên VND 3,000 tỷ. Khối lượng công việc chưa thực hiện dồi dào này đóng vai trò nòng cốt, đảm bảo dư địa ghi nhận doanh thu và dòng tiền mạnh mẽ cho mảng thi công xây lắp trong nửa cuối năm 2026 và giai đoạn tiếp theo.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng xây dựng của HHV sẽ đạt VND 1,470 tỷ (+11% YoY) trong năm 2026 và VND 1,460 tỷ (-0.6% YoY) trong năm 2027.

Định giá và Khuyến nghị

Định giá cập nhật với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu VND 15,500

Chúng tôi đưa ra định giá cập nhật với CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV) với khuyến nghị mua và giá mục tiêu đạt VND 15,500 tương ứng với mức tăng 36%. Đối với tầm nhìn đầu tư dài hạn, HHV có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

- 1) Đẩy mạnh vốn đầu tư công thúc đẩy đầu tư xây dựng hạ tầng
- 2) Mạng thu phí BOT tăng trưởng ổn định nhờ lưu lượng xe và cước phí gia tăng
- 3) Triển vọng dài hạn tích cực nhờ backlog lớn và nhu cầu đầu tư hạ tầng gia tăng

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp cộng từng phần (SOTP) để định giá CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV). Dựa trên phương pháp SOTP, chúng tôi ước tính giá trị cổ phiếu HHV ở mức VND 15,500.

Phương pháp cộng từng phần (SOTP)

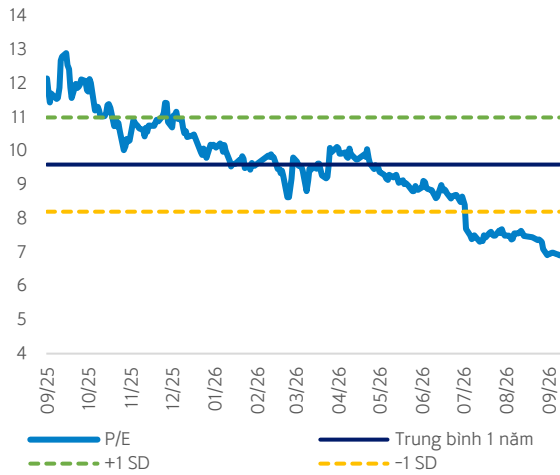
Mảng kinh doanh	Phương pháp định giá	Giá trị (tỷ VND)
- Mạng BOT	DCF	5,508
- Mạng xây dựng	DCF	2,787
- Mạng dịch vụ khác	DCF	638
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)		8,933
Số lượng cổ phiếu		574,511,888
Giá mục tiêu (VND)*		15,500
Giá hiện tại (VND)		9,150
Upside (%)		69%

Biến	Giá trị
D/E	3.44
Beta	1.2
Lãi suất phi rủi ro	4.5%
Chi phí sử dụng vốn	20.1%
Chi phí nợ	9.0%
WACC	10.1%

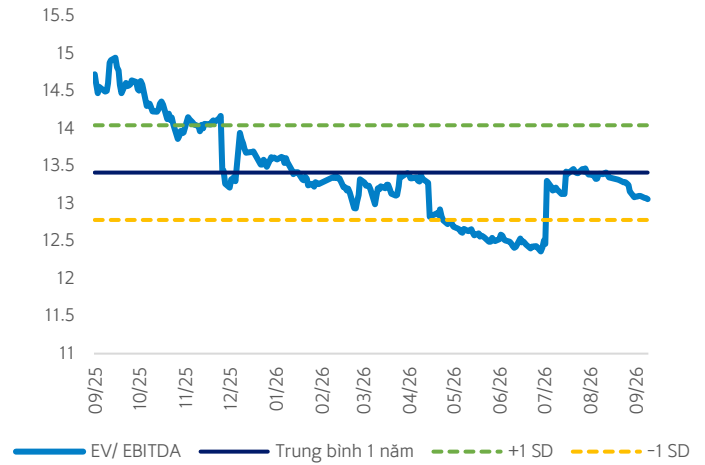
Đối với Chi phí vốn bình quân (WACC), chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 4.5% là lãi suất phi rủi ro. Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử 5 năm gần nhất của HHV và VNINDEX.

*Giá mục tiêu điều chỉnh phản ánh việc chia cổ tức bằng cổ phiếu (với tỷ lệ 20:1) vào ngày 09/07/2026

P/E 1 năm qua

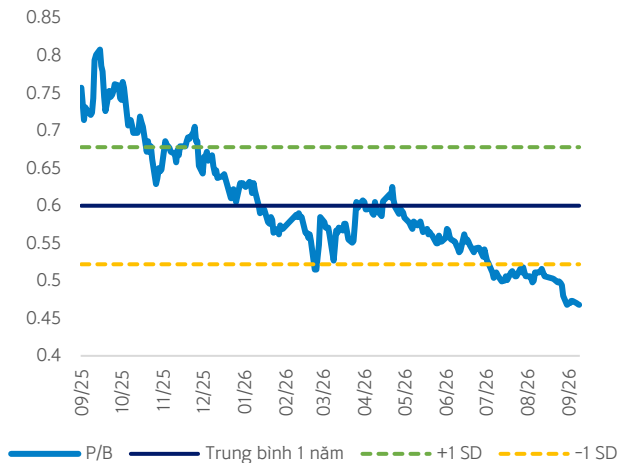


EV/EBITDA 1 năm qua

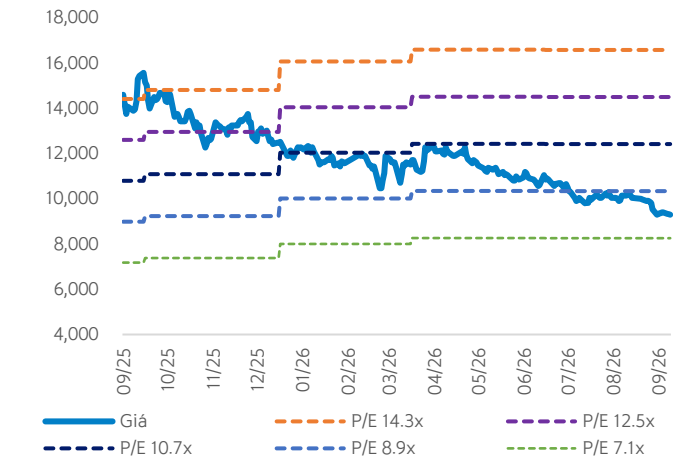


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

P/B 1 năm qua

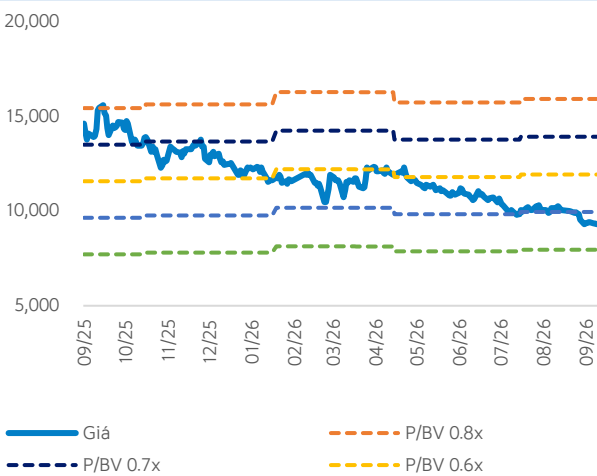


Giá với các mức P/E



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá với các mức P/B



ROE và đường trung bình



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của HHV



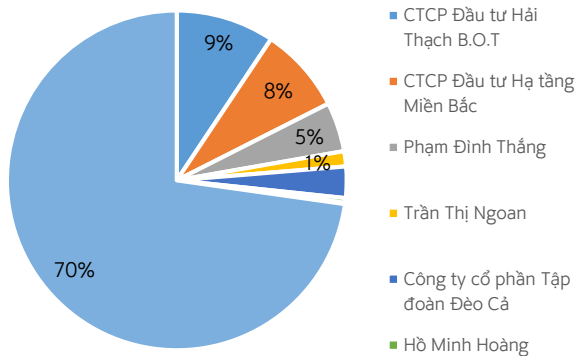
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tổng quan doanh nghiệp

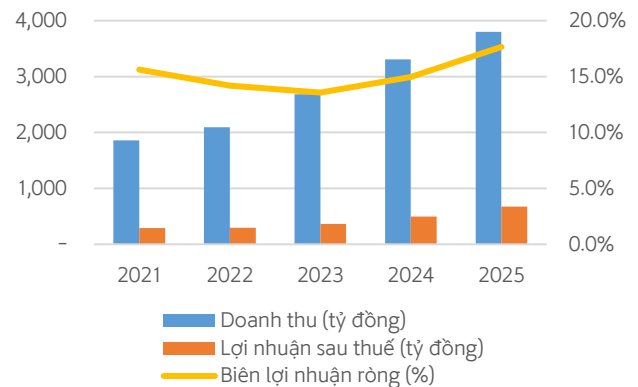
Lịch sử hình thành doanh nghiệp

Công ty cổ phần Đầu tư hạ tầng giao thông Đèo Cả (HoSE: HHV) được thành lập năm 1974 tiền thân là "Xưởng Thống Nhất" trực thuộc Ban Xây Dựng 67. Đến ngày 02/01/2014, Công ty chính thức hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần. Ngày 24/11/2015, cổ phiếu của công ty được chấp thuận đăng ký giao dịch lần đầu trên UPCOM với mã HHV. Ngày 23/12/2021, cổ phiếu HHV của Công ty được chấp thuận niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP.Hồ Chí Minh (HOSE) theo Quyết định số 717/QĐ-SGDHCM.

Cơ cấu cổ đông của HHV tại Q2/2026 (%)



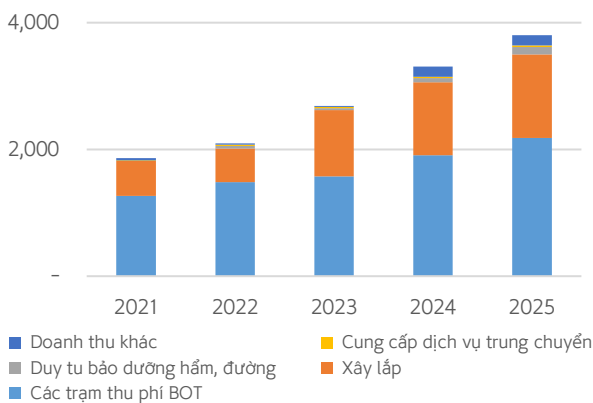
Kết quả kinh doanh của HHV từ 2021 – 2025



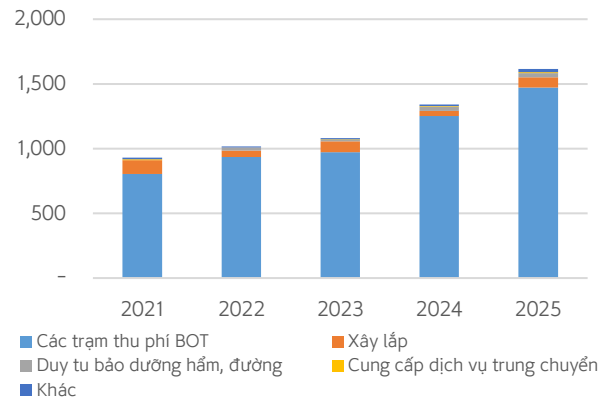
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

HHV được sở hữu phần lớn bởi CTCP Đầu tư Hải Thạch B.O.T (chiếm 15%, đại diện bởi ông Võ Thụy Linh – Thành viên HĐQT) và CTCP Đầu tư Hạ tầng Miền Bắc (chiếm 8%, đại diện bởi ông Nguyễn Văn Giáp). Trong đó, nhà đầu tư tổ chức chiếm 24% trong cơ cấu cổ đông.

Cơ cấu doanh thu của HHV từ 2021 – 2025 (tỷ đồng)



Cơ cấu lợi nhuận gộp của HHV từ 2021 – 2025 (tỷ đồng)

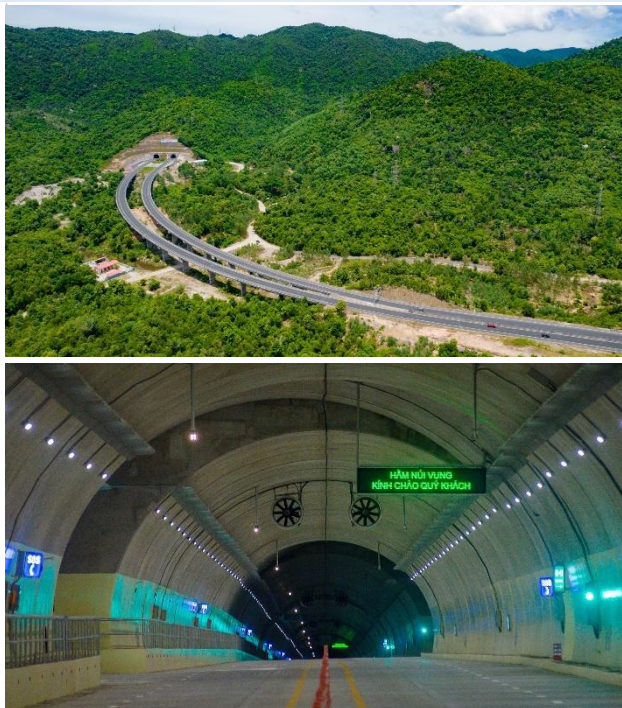


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

HHV là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực đầu tư và quản lý vận hành các công trình hạ tầng giao thông tại Việt Nam. Cơ cấu doanh thu của công ty chủ yếu đến từ các dự án đầu tư BOT hạ tầng giao thông đường bộ, chiếm khoảng 58% doanh thu và đóng góp tới 93% lợi nhuận gộp. Bên cạnh đó, mảng thi công xây dựng các công trình giao thông chiếm khoảng 35% doanh thu và 3% lợi nhuận gộp.

Mảng thu phí các dự án BOT

Một số dự án nổi bật của HHV



Vị trí các dự án của HHV



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

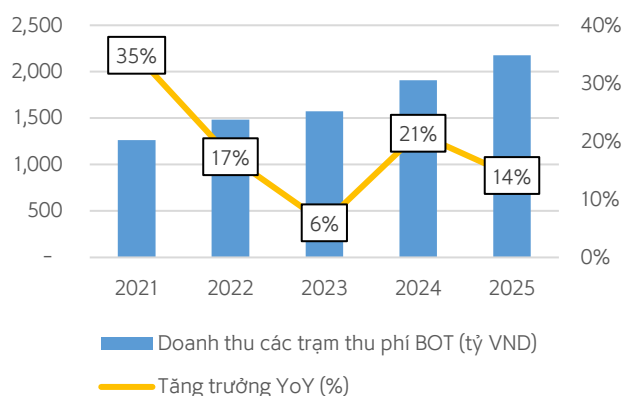
Tính đến năm 2025, CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả đang tham gia đầu tư trực tiếp vào 6 dự án hạ tầng giao thông theo hình thức PPP – hợp đồng BOT. Trong đó, 5 dự án đã được đưa vào vận hành khai thác ổn định. Hiện Công ty đang triển khai đầu tư và thi công tại Dự án xây dựng Cao tốc Đồng Đăng – Trà Linh tại tỉnh Cao Bằng. HHV đang vận hành và sở hữu 18 trạm thu phí BOT với quy mô khoảng 470 km đường cao tốc và quốc lộ, 31 km hầm đường bộ.

STT	Tên dự án	Tổng mức đầu tư (TMDT)	Thời gian thu phí	Quy mô dự án	Địa điểm dự án	Vốn HHV tham gia (tỷ VND)	Tỷ lệ lợi ích (%)
1	Hầm đường bộ Phước Tượng – Phú Gia	TMDT: 1,559,000 tỷ đồng– Vốn CSH: 262 tỷ đồng– Vốn vay: 1,297 tỷ đồng	19 năm (2016–2035)	Hầm Phước Tượng 357 m, đường dẫn 2 phía và cầu trên tuyến tổng dài 4.1 km. Hầm Phú Gia 447 m, đường dẫn 2 phía và cầu trên tuyến tổng dài 2.6 km.	TP. Huế	294	99.37%
2	Mở rộng Quốc lộ 1 – Tỉnh Khánh Hòa	TMDT: 2,644 tỷ đồng– Vốn CSH: 339 tỷ đồng– Vốn vay và khác: 2,305 tỷ đồng	21 năm 8 tháng (2016–2038)	Tổng chiều dài dự án khoảng 37.7 km	Tỉnh Khánh Hòa	122	47.42%
3	Hầm đường bộ qua Đèo Cả (hầm Đèo Cả, Cổ Mã, Cù Mông)	TMDT: 18,904 tỷ đồng– Vốn NSNN: 4,776 tỷ đồng– Vốn BOT: 14,127 tỷ đồng	27 năm 5 tháng (2018–2046)	Hầm Đèo Cả: 4,1 km Hầm Cổ Mã: 500 m Hầm Cù Mông: 2.6 km Hầm Hải Vân: 6.29 km	Tỉnh Khánh Hòa; Gia Lai; TP. Huế; Đà Nẵng	1,748	74.24%

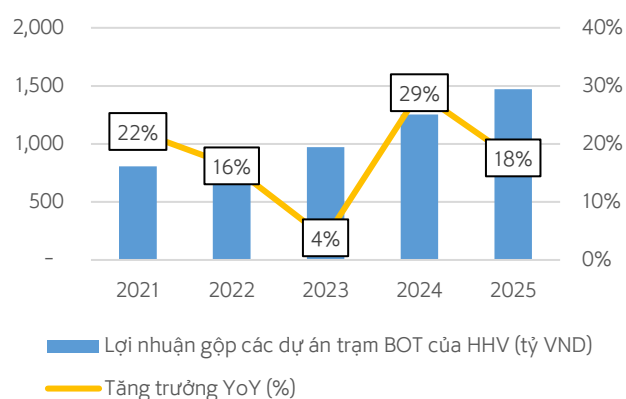
	Mông, Hải Vân)						
4	Cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn	TMDT: 12,188 tỷ đồng– Vốn CSH: 1,645 tỷ đồng– Vốn vay: 10,543 tỷ đồng	28 năm 7 tháng (2020–2049)	Tuyến cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn dài 63.86 km, tuyến QL1 110.2 km	Tỉnh Bắc Ninh; Lạng Sơn	1,165	31.60%
5	Cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh	TMDT: 14,114 tỷ đồng– Vốn NSNN: 8,090 tỷ đồng– Vốn CSH & vay khác: 3,510 tỷ đồng	22 năm 4 tháng (2026–2048)	Chiều dài toàn tuyến 93.35 km	Tỉnh Lạng Sơn; Cao Bằng	109	42.31%
6	Cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo	TMDT: 8,925 tỷ đồng– Vốn NSNN: 5,139 tỷ đồng– Vốn BCC: 514 tỷ đồng– Vốn CSH: 391 tỷ đồng– Vốn vay khác: 2,756 tỷ đồng	17 năm (2024–2041)	Chiều dài toàn tuyến 78.5 km	Tỉnh Khánh Hòa; Lâm Đồng	Vốn BCC: 514 VCSH: 391	38.00%

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Doanh thu các dự án trạm BOT của HHV giai đoạn 2021 – 2025



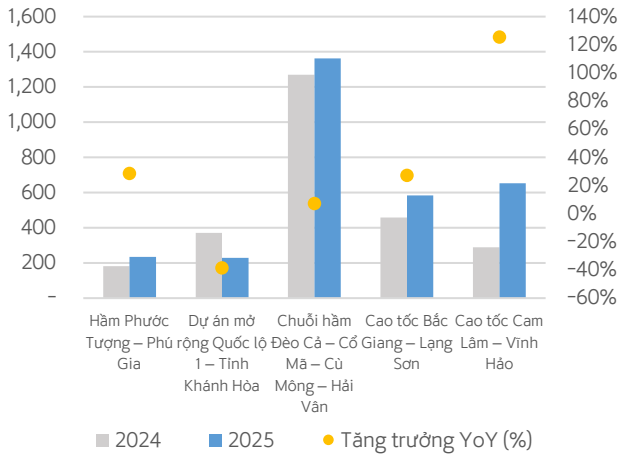
Lợi nhuận gộp các dự án trạm BOT của HHV giai đoạn 2021 – 2025



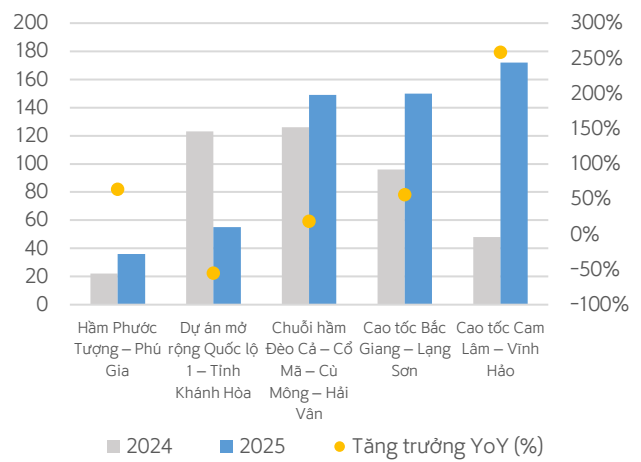
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Doanh thu mảng thu phí dịch vụ từ các trạm BOT tăng trưởng ổn định khoảng 20%/năm trong giai đoạn 2021 – 2025, đóng góp phần lớn vào lợi nhuận gộp của doanh nghiệp, chiếm hơn 90% trong cơ cấu lợi nhuận gộp. Trong đó biên lợi nhuận gộp trung bình của các trạm thu phí duy trì ổn định quanh mức 65%.

Doanh thu các dự án BOT của HHV (tỷ đồng)



LNST các dự án BOT của HHV (tỷ đồng)

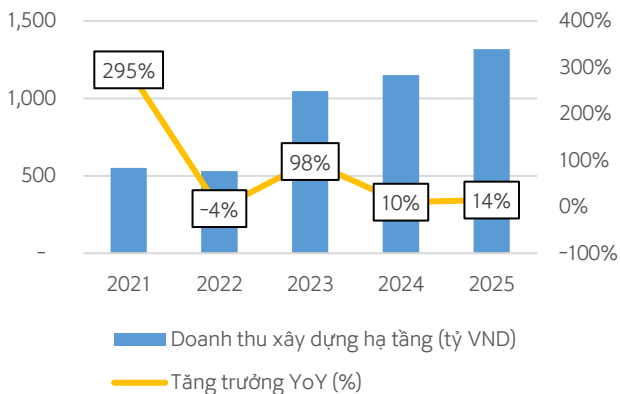


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

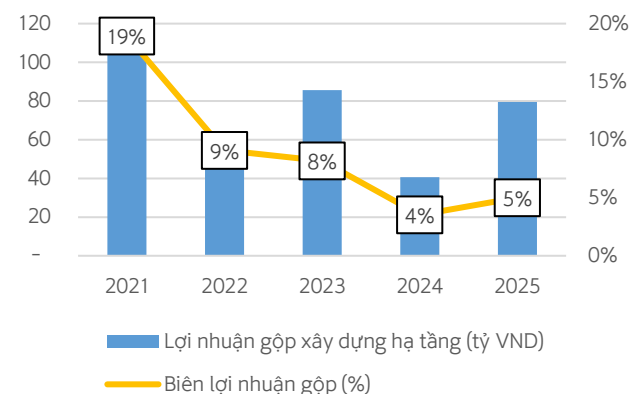
Trong năm 2025, doanh thu các dự án BOT của HHV duy trì tăng trưởng tích cực nhờ lưu lượng xe qua các trạm thu phí tăng trưởng tốt (+9% YOY) và giá phí BOT có sự cải thiện tích cực so với cùng kỳ.

Mảng xây dựng hạ tầng

Doanh thu mảng xây dựng hạ tầng của HHV (tỷ đồng)



Lợi nhuận gộp mảng xây dựng hạ tầng của HHV (tỷ đồng)



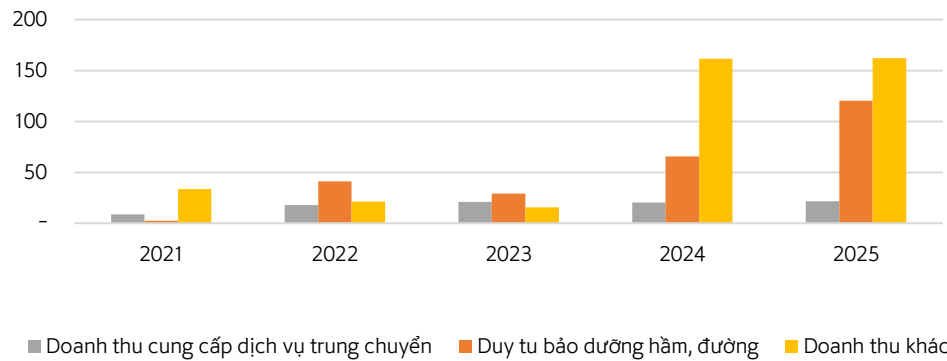
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Với hơn 45 năm hình thành và phát triển, CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV) sở hữu nền tảng vững chắc và bề dày kinh nghiệm trong lĩnh vực thi công – xây lắp công trình giao thông. Doanh nghiệp được đánh giá có năng lực thi công vượt trội, đặc biệt ở các dự án có quy mô lớn và yêu cầu kỹ thuật cao như hầm đường bộ, cao tốc và cầu lớn.

Mảng xây dựng hạ tầng của HHV duy trì tăng trưởng tích cực, đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) đạt 69%, đi cùng với xu hướng đẩy mạnh đầu tư hạ tầng của chính phủ. Tuy nhiên lợi nhuận gộp mảng xây dựng có sự sụt giảm mạnh, nguyên nhân chủ yếu do chi phí nguyên vật liệu tăng cao, ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận gộp của HHV.

Mảng doanh thu khác

Doanh thu các mảng kinh doanh khác (tỷ đồng)

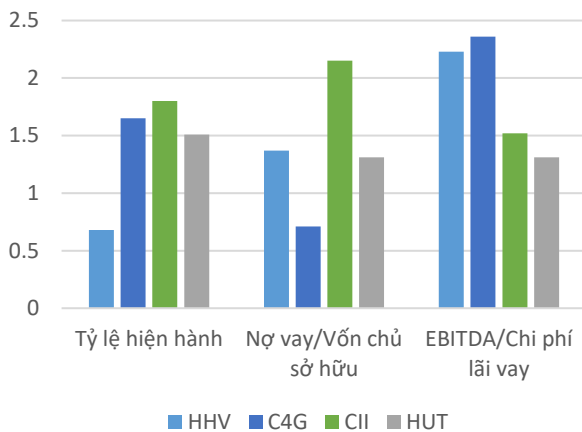


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

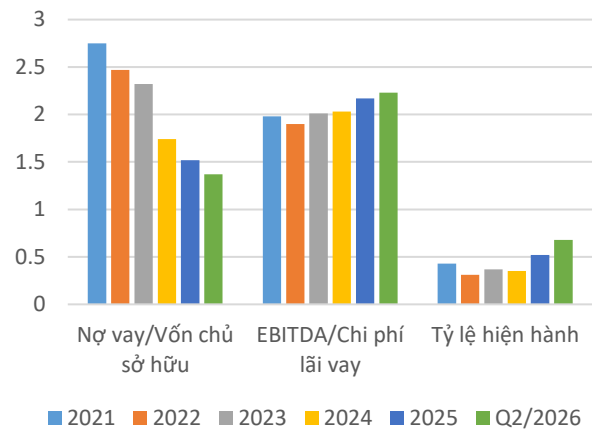
Các mảng doanh thu phụ trợ bao gồm doanh thu duy tu bảo dưỡng, hầm đường, doanh thu cung cấp dịch vụ trung chuyển và các mảng doanh thu khác duy trì ổn định, tăng trưởng cùng với hoạt động đầu tư xây lắp các dự án hạ tầng của CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả.

Chỉ số đòn bẩy cao nhưng mức độ an toàn tài chính được củng cố qua từng năm

Chỉ số thanh toán và chỉ số đòn bẩy tài chính của các DN BOT Q2/2026



Chỉ số thanh toán và chỉ số đòn bẩy tài chính của HHV 2021 – Q2/2026



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chúng tôi đánh giá so với các doanh nghiệp cùng lĩnh vực thu phí BOT, HHV có tỷ lệ đòn bẩy cao hơn nhưng khả năng thanh toán hiện hành thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Tuy nhiên HHV vẫn đảm bảo được khả năng thanh toán tốt, với chỉ số thanh toán lãi vay (EBITDA/Chi phí lãi vay) cao. Điều này cho thấy HHV vẫn đảm bảo được khả năng chi trả các khoản lãi vay của doanh nghiệp.

Chúng tôi nhận thấy tình hình tài chính của HHV cải thiện dần qua từng năm trong giai đoạn 2021 – Q2/2026, trong đó tỷ lệ đòn bẩy đã giảm dần và tỷ lệ thanh toán hiện hành tăng dần qua từng năm. Bên cạnh đó chỉ số thanh toán lãi vay cũng tăng dần qua từng năm.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng tài sản	40,752	40,701	41,159	42,117	43,461
Tài sản ngắn hạn	1,862	1,598	2,190	3,262	4,693
Tiền và tương đương tiền	587	231	717	1,652	2,933
Đầu tư TC ngắn hạn	15	15	15	15	15
Các khoản phải thu	1,216	1,296	1,409	1,542	1,693
Hàng tồn kho	45	56	51	53	52
Tài sản dài hạn	38,890	39,103	38,968	38,855	38,768
Tài sản cố định	27,488	27,313	27,112	26,928	26,763
Lợi thế thương mại	9	9	9	9	9
Tài sản khác	11,393	11,781	11,847	11,918	11,996
Tổng nợ	28,579	27,857	27,384	27,097	26,935
Nợ ngắn hạn	3,562	3,580	3,533	3,571	3,555
Khoản phải trả	1,037	1,015	985	1,013	1,004
Vay và nợ thuê tài chính	980	972	905	864	801
Khác	1,545	1,592	1,642	1,695	1,750
Nợ dài hạn	25,018	24,277	23,851	23,526	23,380
Vay và nợ thuê tài chính	17,479	16,126	14,935	13,631	12,200
Khác	7,539	8,152	8,917	9,895	11,180
Vốn chủ sở hữu	12,173	12,844	13,775	15,020	16,525
Vốn góp chủ sở hữu	4,974	4,974	4,974	4,974	4,974
Thặng dư vốn	5	5	5	5	5
Lợi nhuận giữ lại	1,447	2,118	3,049	4,294	5,799
Vốn khác	16	16	16	16	16
Lợi ích CB không kiểm soát	1,557	1,557	1,557	1,557	1,557
*Tổng nợ vay	18,459	17,098	15,840	14,495	13,001
*Nợ ròng (tiền)	17,872	16,867	15,123	12,843	10,067

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu thuần	3,801	4,385	4,764	5,215	5,724
Tăng trưởng (%)	14.9	15.4	8.6	9.5	9.7
Giá vốn hàng bán	(2,185)	(2,575)	(2,696)	(2,875)	(3,090)
Lợi nhuận gộp	1,616	1,811	2,068	2,341	2,634
Biên lợi nhuận gộp (%)	42.5	41.3	43.4	44.9	46.0
Chi phí BH & QLDN	(78)	(93)	(101)	(110)	(121)
LN từ HĐKD	1,538	1,718	1,967	2,231	2,513
Tăng trưởng (%)	21.1	11.7	14.5	13.4	12.6
Biên LN từ HĐKD (%)	40.4	39.2	41.3	42.8	43.9
LN khác	(764)	(748)	(622)	(432)	(338)
Thu nhập tài chính	58	75	75	85	97
Chi phí tài chính	(917)	(948)	(837)	(674)	(611)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(905)	(948)	(837)	(674)	(611)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	95	125	140	157	176
LNTT	773	969	1,345	1,799	2,175
Thuế TNDN	(102)	(194)	(269)	(360)	(435)
LNST	671	775	1,076	1,439	1,740
Tăng trưởng (%)	35.6	15.5	38.8	33.7	20.9
Biên lợi nhuận ròng (%)	17.7	17.7	22.6	27.6	30.4
LNST cổ đông công ty mẹ	581	671	931	1,245	1,506
Lợi ích CĐTTS	90	104	145	194	234
LN trước thuế và lãi vay	1,679	1,918	2,182	2,473	2,786
Tăng trưởng (%)	22.1	14.2	13.8	13.3	12.7
Biên LN (%)	44.2	43.7	45.8	47.4	48.7
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	2,109	2,323	2,586	2,879	3,195
Tăng trưởng (%)	16.8	10.1	11.3	11.3	11.0
Biên LN (%)	55.5	53.0	54.3	55.2	55.8

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Tiền từ HĐKD	1,829	1,567	1,947	2,503	3,019
Lợi nhuận ròng	685	775	1,076	1,439	1,740
Khấu hao TSCĐ	431	405	403	406	409
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(153)	-	-	-	-
Lãi vay	905	948	837	674	611
Thay đổi vốn lưu động	(205)	(457)	(221)	180	497
Thay đổi khác	165	(105)	(148)	(196)	(238)
Tiền từ HĐ đầu tư	(1,396)	(562)	(203)	(222)	(244)
Chi dùng vốn	(75)	(230)	(203)	(222)	(244)
Tiền thu do thanh lý, nhượng	(8)	-	-	-	-
Thay đổi khác	(1,313)	(331)	-	-	-
Tiền từ HĐ tài chính	(155)	(1,361)	(1,258)	(1,345)	(1,494)
Thay đổi vốn cổ phần	414	-	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	(570)	(1,361)	(1,258)	(1,345)	(1,494)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	-	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	278	(356)	486	935	1,281
Tổng tiền đầu năm	309	587	231	717	1,652
Thay đổi trong kỳ giá	-	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	587	231	717	1,652	2,933

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

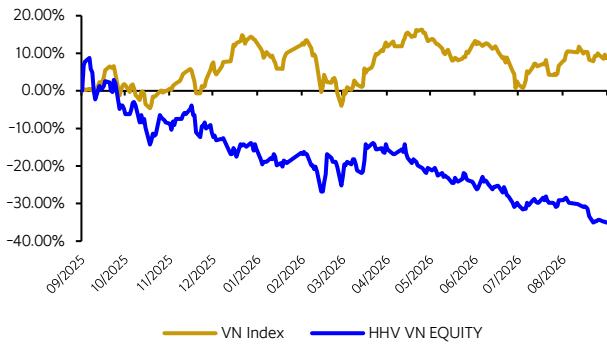
Chỉ số tài chính

Năm	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
EPS (đồng)	1,242	1,168	1,621	2,167	2,620
BPS (đồng)	22,701	19,645	21,265	23,433	26,053
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
PER (x)	10.5	8.0	5.8	4.3	3.6
PBR (x)	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	12.3	10.7	9.6	8.6	7.8
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	-	-	-	-	-
Lãi cổ tức (%)	-	-	-	-	-
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	55.5	53.0	54.3	55.2	55.8
Biên LN từ HĐKD (%)	40.4	39.2	41.3	42.8	43.9
Biên LNST (%)	17.7	17.7	22.6	27.6	30.4
ROA (%)	1.7	1.9	2.6	3.5	4.1
ROE (%)	5.8	6.2	8.1	10.0	11.0
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	151.6	133.1	115.0	96.5	78.7
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	847.3	726.1	584.9	446.1	315.1
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	16.5	6.4	20.3	46.3	82.5
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	1.9	2.0	2.6	3.7	4.6
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	5.4	4.2	4.1	3.6	3.4
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	99.4	102.4	101.5	101.1	101.0
Số ngày khoản phải thu (ngày)	162.0	145.5	135.4	126.8	119.1

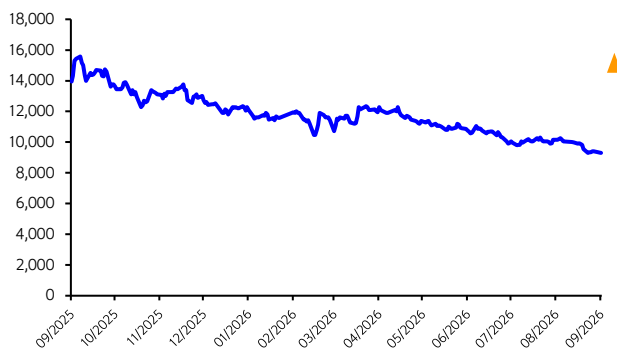
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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

Biến động giá cổ phiếu



Giá mục tiêu (VNĐ)



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VNĐ)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
11/11/2025 (BC lần đầu)	MUA	18,200	37	5/98
01/07/2026 (BC cập nhật)	MUA	16,900	22	0/57
24/09/2026 (BC cập nhật)	MUA	15,500	22	-4/68

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
♦ MUA: Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ♦ GIỮ: Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ♦ BÁN: Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%	♦ TÍCH CỰC: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ♦ TRUNG LẬP: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ♦ TIÊU CỰC: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ♦ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Tien Le

Important Disclosures & Disclaimers

- ♦ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: HHV VN
- ♦ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ♦ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ♦ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ♦ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ♦ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ♦ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ♦ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599