

CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả – HSX: HHV

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu: 12,300

Upside: +31%

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 2 VÀ 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2026

Trong Quý 2/2026, HHV ghi nhận Doanh thu thuần đạt 970 tỷ VNĐ (+2% YoY), LNST-CĐTS đạt 145 tỷ VNĐ (+11% YoY), với động lực tăng trưởng chính vẫn tới từ mảng BOT. Trong đó:

- Doanh thu BOT đạt 590 tỷ VNĐ (+9% YoY) chủ yếu tới từ việc lưu lượng giao thông trên toàn trạm tăng trưởng tốt, đặc biệt tại các trạm như BOT Đèo Cả - Cù Mông (+39% YoY), BOT Bắc Giang - Lạng Sơn (+24% YoY) bù đắp cho BOT An Dân (-45% YoY) và Ninh Lộc (-13% YoY).
- Doanh thu xây lắp đạt 312 tỷ VNĐ (-13% YoY), đóng góp từ các dự án cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh, Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, . . . BSC đánh giá Doanh thu xây lắp -13% YoY chủ yếu do chưa phải là điểm rơi ghi nhận của các dự án ký mới trong năm 2026 (tổng Backlog của HHV khoảng 5,500 tỷ VNĐ).
- Doanh thu duy tu đạt 49 tỷ VNĐ (+124% YoY) chủ yếu do mở rộng phạm vi cung cấp dịch vụ sang các dự án thành phần mới thuộc tuyến Cao tốc Bắc - Nam phía Đông.
- Biên lợi nhuận gộp đạt 45% (+4 điểm % YoY) đến từ 2 yếu tố: (i) biên lợi nhuận gộp mảng BOT tăng lên 68% (+3% YoY) nhờ doanh thu tăng và (ii) dịch chuyển cơ cấu doanh thu sang mảng BOT có lợi nhuận cao hơn (tỷ trọng doanh thu BOT/tổng doanh thu tăng từ 57% lên 61%).

Theo đó, LNST – CĐTS +11% YoY chủ yếu chủ yếu nhờ biên lợi nhuận gộp mảng BOT cải thiện bù đắp cho sự sụt giảm của mảng xây lắp

Lũy kế 6 tháng: Doanh thu thuần đạt 1,877 tỷ VNĐ (+12% YoY), LNST-CĐTS đạt 325 tỷ VNĐ (+17% YoY)

KQKD	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	3,308	3,802	4,642	5,083
Lợi nhuận gộp	1,344	1,617	1,906	2,192
NPATMI	404	588	616	702
EPS	973	1,240	1,072	1,221

BÁO CÁO CẬP NHẬT

17/09/2026 – HSX: HHV

Trung tâm phân tích Chứng khoán BIDV

Vũ Công Hoàng Duy

(Chuyên viên phân tích)

Duyvch@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VNĐ):	9,400
Cổ phiếu LH (Triệu):	575
Vốn hoá (Tỷ VNĐ):	5,704
Thanh khoản 30n (Triệu):	2.9
Sở hữu nước ngoài:	10.39%

Mở tài khoản



PHỤ LỤC: BẢNG TÓM TẮT KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2025

Chỉ tiêu	Q2.2025	Q2.2026	%YoY	2026F
Doanh thu thuần	947	970	2%	4,642
Giá vốn	-560	-529	-5%	(2,735)
Lãi gộp	387	441	14%	1,906
Doanh thu tài chính	15	3	-78%	58
Chi phí tài chính	-227	-247	9%	(1,160)
Trong đó: lãi vay	-224	-242	8%	(1,160)
Lãi từ CTLK	20	20	1%	112
Chi phí Bán hàng	0	0	-	-
Chi phí Quản lý doanh nghiệp	-20	-19	-2%	(96)
Lãi từ HĐKD	175	198	13%	822
Thu nhập khác, ròng	0	0	-33%	-
Lợi nhuận trước thuế	175	198	13%	822
Thuế Thu nhập doanh nghiệp	-23	-26	13%	(110)
Lợi nhuận sau thuế	151	172	14%	712
Lợi ích Cổ đông thiểu số	21	27	30%	196
LNST – CĐT S	131	145	11%	616
Cơ cấu doanh thu				
BOT	541	590	9%	2,416
Xây lắp	359	312	-13%	1,708
Duy tu	22	49	124%	333
Dịch vụ trung chuyển	5	5	-2%	22
Khác	20	14	-32%	164
Biên Lợi nhuận gộp	41%	45%	11%	41%
Biên Lợi nhuận ròng	16%	18%	11%	15%

BÁO CÁO CẬP NHẬT
17/09/2026 – HSX: HHV

KHUYẾN NGHỊ: MUA
Giá mục tiêu: 12,300
Upside: +31%

Thông tin doanh nghiệp
Giá hiện tại (VND): 9,400
Cổ phiếu LH (Triệu): 575
Vốn hoá (Tỷ VND): 5,704
Thanh khoản 30n (Triệu): 2.9
Sở hữu nước ngoài: 10.39%

Nguồn: BSC Research

ĐÁNH GIÁ CỦA BSC VỀ KQKD 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2026

BSC đánh giá KQKD 6 tháng đầu năm của HHV là phù hợp với dự phóng (Doanh thu thuần đạt 40%, LNST đạt 50%). Trong đó:

- **BOT:** Doanh thu +17% YoY nhờ lưu lượng giao thông tăng trưởng tốt trên toàn trạm, đặc biệt tại các tuyến cao tốc Đèo Cả - Cù Mông (sản lượng tăng trưởng trung bình +39% YoY bù đắp cho trạm An Dân -45% YoY). Nguyên nhân do dịch chuyển lưu lượng xe sau khi thông cao tốc Quy Nhơn - Vân Phong. BSC sẽ nâng dự phóng của mảng BOT trong báo cáo này.
- **Xây lắp:** Doanh thu sụt giảm nhẹ -1%YoY, chủ yếu đóng góp từ dự án Quảng Ngãi - Hoài Nhơn, Đồng Đăng - Trà Lĩnh (GĐ1). BSC cho rằng điều này có thể tới từ việc các dự án của HHV chưa nghiệm thu hoàn toàn trong 1H2026.

CẬP NHẬT KHÁC - DỰ ÁN BOT CAM LÂM VĨNH HẢO

Dự án BOT Cam Lâm - Vĩnh Hảo: Tiến độ hoàn tất thủ tục nâng tỷ lệ sở hữu (từ 38% lên 57.42%) chưa diễn ra như kỳ vọng. Do đó, BSC sẽ điều chỉnh lại dự báo năm 2026. (Báo cáo trước đó - giả định hợp nhất doanh thu. Báo cáo hiện tại - hạch toán dưới hình thức công ty liên kết).

CẬP NHẬT LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ VÀ DỰ BÁO KQKD NĂM 2026

So với Báo cáo trước đó, BSC vẫn giữ nguyên các luận điểm đầu tư trong năm 2026 khi đóng góp chính vẫn tới từ BOT và Xây lắp. Tuy nhiên, điều chỉnh giảm do thay đổi hình thức hạch toán Cam Lâm Vĩnh Hảo. Cụ thể: **Doanh thu thuần = 4,642 tỷ VNĐ (+22% YoY, -10% so với báo cáo cũ), LNST - CĐTTS = 616 tỷ VNĐ (+6% YoY, -17% so với báo cáo cũ)** tương đương EPS FWD 2026 = 1,072 VNĐ/cp, P/E FWD 2026 = 9.3x, P/B FWD 2026 = 0.3x. Trong đó:

1. Doanh thu BOT = 2,416 tỷ VNĐ (+15% YoY, -18% so với Báo cáo cũ) do bỏ hợp nhất BOT Cam Lâm Vĩnh Hảo. Nếu không tính yếu tố này, Doanh thu BOT +7% so với dự báo cũ do tăng sản lượng Cù Mông - Đèo Cả từ +5% YoY lên +11% YoY.
2. Doanh thu xây lắp = 1,709 tỷ VNĐ (+30% YoY, giữ nguyên so với báo cáo cũ) chủ yếu vẫn đóng góp chính từ các dự án Quảng Ngãi - Hoài Nhơn, Đồng Đăng - Trà Lĩnh và cao tốc Tân Phú - Bảo Lộc. Mặc dù 1H2026 doanh thu xây lắp giảm nhẹ (-1% YoY, đạt 30% dự báo cả năm của BSC), tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng nửa cuối năm các dự án đầu tư công sẽ tiếp tục được đẩy nhanh tiến độ và HHV sẽ ghi nhận doanh thu các dự án ký mới trong năm 2026. BSC sẽ theo dõi diễn biến quý 3/2026 để đánh giá lại tính khả thi của giả định này.

BÁO CÁO CẬP NHẬT

17/09/2026 - HSX: HHV

KHUYẾN NGHỊ:	MUA
Giá mục tiêu:	12,300
Upside:	+31%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VNĐ):	9,400
Cổ phiếu LH (Triệu):	575
Vốn hoá (Tỷ VNĐ):	5,704
Thanh khoản 30n (Triệu):	2.9
Sở hữu nước ngoài:	10.39%

- Doanh thu duy tu = 333 tỷ VNĐ (+73% YoY, giữ nguyên so với báo cáo cũ) chủ yếu do HHV trúng thầu thêm 2 gói vận hành và bảo dưỡng đoạn Chí Thạnh – Vân Phong và Quảng Ngãi – Hoài Nhơn trong năm 2026 với tổng giá trị 175 tỷ VNĐ kỳ vọng ghi nhận cuối năm.
- Biên lợi nhuận gộp = 41.1% (-1.4 điểm % so với 2025, -1.4 điểm % so với báo cáo cũ) chủ yếu do (i) cơ cấu doanh thu dịch chuyển sang mảng xây lắp trong nửa cuối năm 2026 và (ii) loại bỏ hạch toán lợi nhuận từ BOT Cam Lâm – Vĩnh Hảo.
- Lợi nhuận công ty liên kết = 112 tỷ VNĐ (+23% YoY) chủ yếu do hạch toán lại BOT Cam Lâm – Vĩnh Hảo.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2027

BSC cho rằng động lực tăng trưởng trong năm 2027 của HHV sẽ vẫn tới từ BOT và Xây lắp. Trong đó:

- Mảng BOT: Doanh thu kỳ vọng tăng trưởng +20% YoY nhờ:
 - Dự án BOT Hầm Đèo Cả - Cù Mông - Hải Vân dự kiến tăng giá vé định kỳ theo phương án tài chính. BSC dự báo năm 2027, kỳ vọng BOT Đèo Cả - Cù Mông – Hải Vân sẽ tăng trưởng +5% lưu lượng xe qua trạm và tăng +10% giá vé .
 - Dự án BOT Bắc Giang - Lạng Sơn sẽ tiếp tục tăng trưởng khi hết lỗ do dự án Hữu Nghị - Chi Lăng sẽ hoàn tất thông xe toàn tuyến trong năm 2026 giúp tăng lưu lượng. Chi tiết Quan điểm xem thêm tại [Báo cáo cũ](#).
- Mảng Xây lắp: Doanh thu tiếp tục duy trì ổn định +2% YoY nhờ lượng Backlog lớn đảm bảo công việc cho giai đoạn 2027 – 2028. Trong năm 2027, BSC cho rằng HHV sẽ tiếp tục thi công và ghi nhận công việc còn lại từ các dự án đang triển khai trong năm 2026, đảm bảo nguồn thu đều đặn cho doanh nghiệp.

BSC dự báo kết quả kinh doanh năm 2027 của HHV như sau: **Doanh thu thuần ước đạt 5,083 tỷ VNĐ (+10% YoY) và LNST-CĐTS đạt 702 tỷ VNĐ (+14% YoY), tương đương với EPS FWD 2027 = 1,221 VNĐ/cp, P/B FWD 2027 = 0.3x, P/E FWD 2027 = 8.2x.**

RỦI RO

- Giá vé của BOT Đèo Cả - Cù Mông – Hải Vân không tăng giá đúng lộ trình do thủ tục hành chính.

BÁO CÁO CẬP NHẬT

17/09/2026 – HSX: HHV

KHUYẾN NGHỊ:	MUA
Giá mục tiêu:	12,300
Upside:	+31%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VNĐ):	9,400
Cổ phiếu LH (Triệu):	575
Vốn hoá (Tỷ VNĐ):	5,704
Thanh khoản 30n (Triệu):	2.9
Sở hữu nước ngoài:	10.39%

CẬP NHẬT TIẾN ĐỘ CÁC DỰ ÁN TRỌNG ĐIỂM HẾT QUÝ 2.2026

Bảng: Các dự án trọng điểm của HHV trong năm 2026

Dự án	Thời gian xây dựng	Giá trị thực hiện Q2.2026	% Hoàn thành hết Quý 2.2026	Backlog 2026	Chú thích
Quảng Ngãi – Hoài Nhơn		104	99%	123	Đang được đẩy mạnh triển khai, mục tiêu hoàn thành trong năm 2026
Đường ven biển Bình Định	2023 – 2025	49	94%	73	Mục tiêu hoàn thành trong năm 2026
Đường kết nối cảng Liên Chiểu	2023 – 2025	0	92%	12	Mục tiêu hoàn thành trong năm 2026
Đồng Đăng – Trà Lĩnh (GD1)	2024 – 2027	79	42%	734	Đã đạt bước tiến pháp lý và giải phóng mặt bằng lớn, chính thức bước vào giai đoạn thi công cường độ cao.
Cao tốc Mai Sơn – QL45	2025	N/A	N/A	51	Đang trong giai đoạn hoàn thiện hồ sơ hoàn công, xử lý các vướng mắc cuối cùng để tiến tới nghiệm thu và quyết toán toàn bộ dự án.
Cao tốc TP. Hồ Chí Minh – Chơn Thành – Thủ Dầu 1	2025 – 2027	N/A	N/A	236	Vẫn đang trong quá trình GPMB
Cao tốc Tân Phú – Bảo Lộc	2025 – 2027	N/A	0%	1,993	Vẫn đang trong quá trình GPMB
Vành đai 4 HCM	2026 - 2027	N/A	N/A	243	Đúng tiến độ
Khu tái định cư Đê Gi	2026	0	41%	27	Đúng tiến độ
Hầm Núi Vung	2026 - 2027	20	16%	247	Đúng tiến độ
Gói thầu EPC 1:Xây dựng tòa nhà TMC và các cơ sở trạm thu phí	2026 - na	2	3%	70	Đang triển khai thi công các hạng mục nền móng, san lấp và hạ tầng phụ trợ
Mở rộng cao tốc Cam Lộ - Lam Sơn	2026	5	3%	112	Đã tiếp nhận một phần mặt bằng
Kết nối đường vành đai phía Tây - Cao tốc La Sơn Túy Loan	2026 - 2028	31	N/A	N/A	
Đồng Đăng – Trà Lĩnh (GD2)	2026 – 2027	0	3%	709	Đã hoàn thành công tác trắc địa, dọn dẹp mặt bằng và bắt đầu triển khai thi công
Mở rộng cao tốc HCM – Trung Lương – Mỹ Thuận	N/A	49	6%	998	Vẫn đang chờ mặt bằng để thi công
Tổng giá trị				5,575	

BÁO CÁO CẬP NHẬT

17/09/2026 – HSX: HHV

KHUYẾN NGHỊ:
Giá mục tiêu:
Upside:

MUA
12,300
+31%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):
Cổ phiếu LH (Triệu):
Vốn hoá (Tỷ VND):
Thanh khoản 30n (Triệu):
Sở hữu nước ngoài:

9,400
575
5,704
2.9
10.39%

Nguồn: HHV, BSC Research

KHUYẾN NGHỊ CỦA BSC

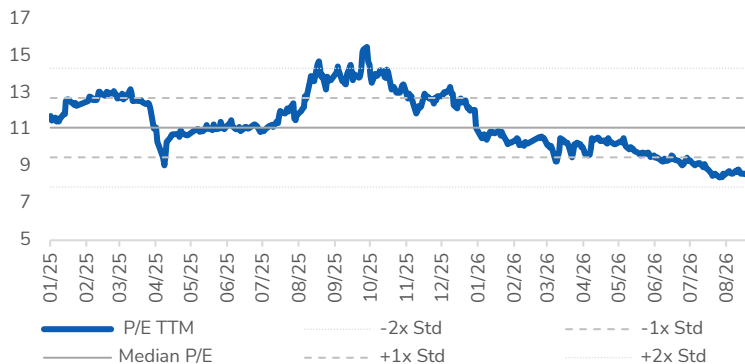
So với [Báo cáo trước đó](#), BSC tiếp tục duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HHV với giá mục tiêu năm 2026 là 12,300 VNĐ/cp (Upside +31% so với giá đóng cửa ngày 17/09/2026, -23% so với Báo cáo cũ), tương đương P/E FWD 2026 = 9.3x, P/B FWD 2026 = 0.3x, EPS FWD 2026 = 1,072 VNĐ/cp dựa trên phương pháp định giá RNAV. Mức giảm -23% chủ yếu do (i) chúng tôi thay đổi hạch toán BOT Cam Lâm - Vĩnh Hảo từ định giá dòng tiền trực tiếp sang hạch toán vào CTLK và (ii) điều chỉnh mức WACC của dự án lên mức 12%.

Hình 1: Giá cổ phiếu HHV và VnIndex



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 3: Định giá P/E của HHV Lấn



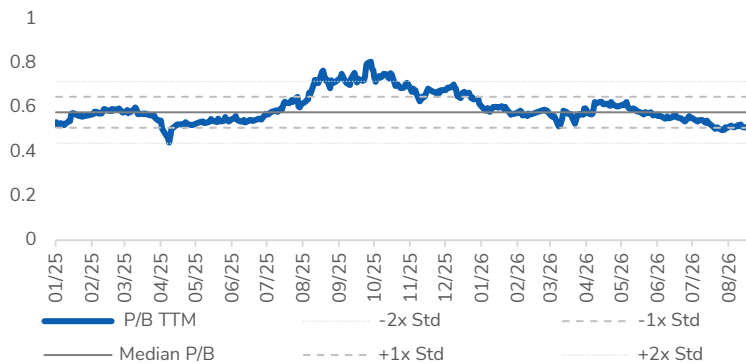
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 2: Định giá RNAV

Dự án	Giá trị (tỷ VNĐ)
Xây lắp	1,288
Đèo Cả - Cù Mông - Hải Vân	11,353
Phước Tượng - Phú Gia	1,734
Bắc Giang - Lạng Sơn	6,884
Công ty liên kết	2,040
Nợ vay	(17,089)
Tổng giá trị doanh nghiệp	6,728
Giá mục tiêu	12,300

Nguồn: BSC Research

Hình 4: Định giá P/B của HHV Lấn



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

BÁO CÁO CẬP NHẬT

17/09/2026 – HSX: HHV

KHUYẾN NGHỊ: MUA
Giá mục tiêu: 12,300
Upside: +31%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VNĐ): 9,400
Cổ phiếu LH (Triệu): 575
Vốn hoá (Tỷ VNĐ): 5,704
Thanh khoản 30n (Triệu): 2.9
Sở hữu nước ngoài: 10.39%

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ +30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ +15% đến +30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến +15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Phan Quốc Bửu

Quyền phụ tráchTrung tâm Phân tích Nghiên cứu
Buupq@bsc.com.vn

Bùi Nguyễn Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Vĩ mô – Thị Trường
Khoabn@bsc.com.vn

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Quyền phụ trách nhóm Ngành và Doanh nghiệp
Ngành – Doanh nghiệp
Tuntc@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích
Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bất Động Sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhpm@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp
Vietl@bsc.com.vn

Vũ Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích
Duyvch@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Lưu Thuỳ Linh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Linhlt2@bsc.com.vn

Ngô Trường Giang

Chuyên viên phân tích
Giangnt@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích
Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyên Tường Huy

Chuyên viên phân tích
Huytnt@bsc.com.vn

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong ngày. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

© 2025 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

