



T09/2025

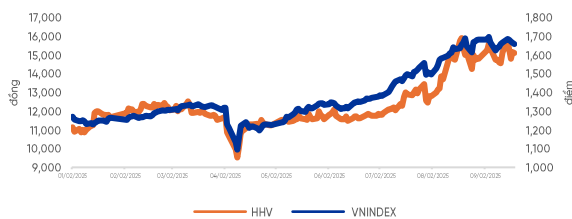
# BÁO CÁO DOANH NGHIỆP

CTCP ĐẦU TƯ HẠ TẦNG GIAO THÔNG ĐÈO CẢ  
HOSE: HHV

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH

|                    |                    |
|--------------------|--------------------|
| Mã chứng khoán:    | HHV (HOSE)         |
| Ngành:             | Hạ tầng giao thông |
| Giá CP (vnd):      | 15.000             |
| Vốn hóa (tỷ đồng): | 7.511              |
| ROA:               | 1,27%              |
| ROE:               | 5,22%              |

## GIÁ CỔ PHIẾU VÀ VNINDEX



## CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ

|                  |       |
|------------------|-------|
| P/E (lần):       | 13,74 |
| P/B (lần):       | 1,20  |
| EV/EBITDA (lần): | 15,56 |

## CƠ CẤU SỞ HỮU

|                    |                |
|--------------------|----------------|
| Sở hữu nhà nước:   | 0,00%          |
| Sở hữu nước ngoài: | 10,57%         |
| Freefloat:         | 85,00%         |
| CEO:               | Ngô Trường Nam |

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

| (tỷ đồng, trừ EPS) | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần    | 2.095  | 2.686  | 3.308  | 3.554  | 3.136  | 3.378  |
| LNST               | 297    | 364    | 495    | 515    | 592    | 707    |
| BLN gộp (%)        | 48,53% | 40,23% | 40,54% | 39,62% | 48,86% | 49,64% |
| Nợ/VCSH (lần)      | 2,47   | 2,32   | 1,74   | 1,44   | 1,31   | 1,19   |
| EPS (vnd)          | 966    | 1.107  | 1.145  | 941    | 1.031  | 1.172  |

## CTCP ĐẦU TƯ HẠ TẦNG GIAO THÔNG ĐỀ CỬ

Khuyến nghị: **TRUNG LẬP**

Giá mục tiêu: **14.523đ/cp**

Công ty cổ phần Đầu tư Hạ tầng Giao Thông là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực xây dựng và vận hành dự án hạ tầng giao thông.

Dưới đây là một số triển vọng và rủi ro chính:

- Chính sách tài khóa mở rộng với trọng tâm đặt vào hạ tầng trọng điểm đang giúp thúc đẩy hoạt động xây lắp và đầu tư dự án giao thông;
- Lưu lượng xe qua trạm thu phí mà HHV đang đầu tư dự báo tăng trưởng tốt. Trong 1H/2025 ghi nhận tăng trưởng tăng 14,01%, svck;
- Dự án cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh (HHV sở hữu 40% tỷ lệ biểu quyết) dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối năm 2025;
- HHV đang nghiên cứu để tham gia dự án đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam;
- HHV đang sở hữu hơn 2.000 tỷ đồng sản lượng backlog tính đến hết 1H/2025;
- Do đặc thù ngành, tỷ lệ đòn bẩy của HHV đang ở mức rất cao, với Nợ/VCSH đạt 2,37 lần.

Bảng phân tích SWOT dưới đây tóm tắt các yếu tố vĩ mô và vi mô chính ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả trong tương lai:

## Phân tích SWOT

|                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|-----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>THẾ MẠNH</b> | <p><b>Chuyên môn cao</b> – Doanh nghiệp sở hữu thế mạnh trong xây lắp và vận hành các dự án hạ tầng giao thông. HHV đã trực tiếp tham gia cả hai giai đoạn của Dự án Cao tốc Bắc – Nam;</p> <p><b>Sở hữu nhiều dự án hạ tầng BOT</b> – Các 06 dự án trải dài từ miền Bắc đến miền Trung, tạo nền tảng cho công ty duy trì dòng tiền ổn định từ hoạt động thu phí phương tiện;</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>ĐIỂM YẾU</b> | <p><b>Tỷ lệ đòn bẩy cao</b> – Xuất phát từ đặc thù của các dự án hạ tầng giao thông, chi phí lãi vay luôn chiếm tỷ trọng lớn trong hoạt động kinh doanh, kéo theo rủi ro đáng kể về lãi suất;</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>CƠ HỘI</b>   | <p><b>Chính sách tài khóa</b> – Chủ trương đẩy mạnh phát triển hạ tầng giao thông của Chính phủ mở ra nhiều cơ hội tăng trưởng cho các doanh nghiệp trong lĩnh vực xây lắp và đầu tư hạ tầng;</p> <p>➢ Lũy kế giải ngân đến 31/7/2025 đạt 388.301,15 tỷ đồng, tương đương 39,45% kế hoạch và 43,90% kế hoạch Thủ tướng giao; cao hơn cùng kỳ 2024 (27,76% và 33,8%).</p> <p><b>Dự án đường sắt tốc độ cao Bắc Nam</b> – Sự quyết tâm của Chính phủ trong phát triển hạ tầng đường sắt đang mở ra cơ hội lớn cho các doanh nghiệp tiên phong trong lĩnh vực này;</p> <p><b>Môi trường lãi suất thuận lợi</b> – Ngân hàng Nhà nước đang duy trì chính sách lãi suất thấp nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế;</p> <p><b>Dự án Đồng Đăng – Trà Lĩnh</b> – Dự án dự kiến sẽ sớm đóng góp vào doanh thu, đồng thời tăng cường tính kết nối với các tuyến hạ tầng đang sở hữu;</p> <p><b>Lưu lượng xe tăng trưởng ổn định</b> – Đặt biệt tại dự án Cam Lâm – Vĩnh Hảo</p> <p><b>Bổ sung cơ chế xử lý rủi ro doanh thu đối với các dự án BOT ký hợp đồng trước thời điểm luật PPP có hiệu lực</b> – Dự án xây dựng hầm đường bộ qua Đèo Cả được đề xuất bổ sung khoảng 2.280 tỷ đồng và dự án cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn đề xuất hỗ trợ khoảng 4.600 tỷ đồng.</p> |
| <b>RỦI RO</b>   | <p><b>Đặc thù về mảng xây lắp dự án hạ tầng giao thông</b>– Khả năng thương lượng với Nhà nước hạn chế, kèm theo rủi ro liên quan đến phê duyệt dự án, giải ngân vốn và giải phóng mặt bằng;</p> <p><b>Đặc thù về mảng đầu tư dự án hạ tầng giao thông</b> – Đặc thù cần nguồn vốn lớn ngay từ giai đoạn đầu buộc doanh nghiệp phải gia tăng đòn bẩy tài chính, trong khi thời gian thu hồi vốn kéo dài làm gia tăng rủi ro về lãi suất và vận hành dự án;</p> <p><b>Mức độ cạnh tranh khốc liệt</b> – Thị trường xây lắp hạ tầng giao thông có sự cạnh tranh gay gắt trong đấu thầu, với sự tham gia của nhiều doanh nghiệp lớn như Sơn Hải, Sông Đà,...</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |

*Nguồn: BMSC Tổng hợp*

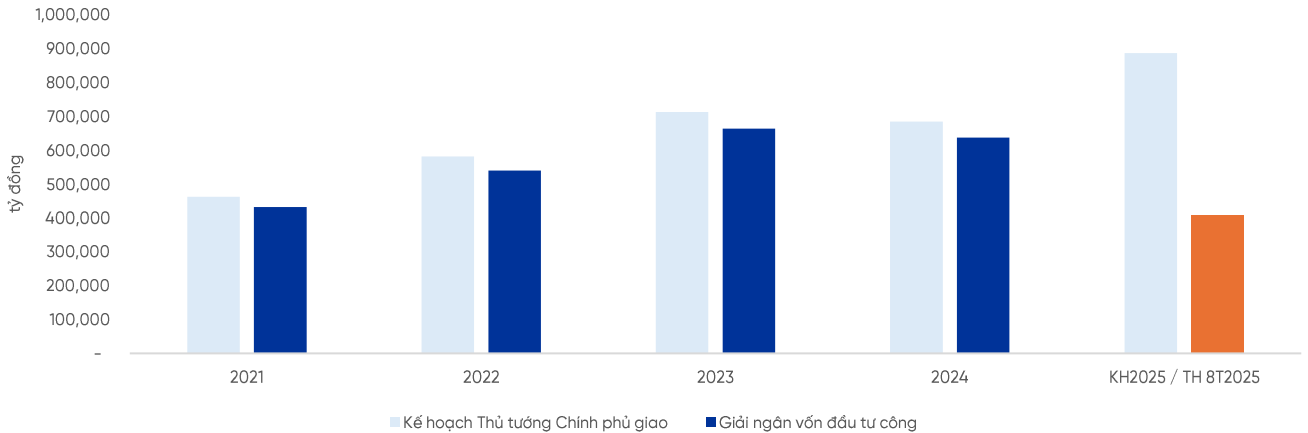
|           |                                            |           |
|-----------|--------------------------------------------|-----------|
| <b>1.</b> | <b>Triển vọng ngành hạ tầng .....</b>      | <b>5</b>  |
| 1.1.      | Đầu tư công sẽ tiếp tục khởi sắc .....     | 6         |
| 1.2.      | Dự án đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam ..... | 10        |
| 1.3.      | Môi trường lãi suất thuận lợi .....        | 11        |
| 1.4.      | Gỡ vướng tại dự án BOT .....               | 12        |
| <b>2.</b> | <b>Tổng quan doanh nghiệp .....</b>        | <b>14</b> |
| <b>3.</b> | <b>Triển vọng doanh nghiệp .....</b>       | <b>17</b> |
| 3.1.      | Lưu lượng xe qua dự án BOT ổn định .....   | 18        |
| 3.2.      | Dự án cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh .....   | 20        |
| 3.3.      | Lượng backlog ở mức cao .....              | 22        |
| 3.4.      | Cơ hội mở rộng danh mục đầu tư .....       | 23        |
| <b>4.</b> | <b>Phân tích tài chính .....</b>           | <b>24</b> |
| <b>5.</b> | <b>Định giá cổ phiếu .....</b>             | <b>33</b> |

PHẦN I

# TRIỂN VỌNG NGÀNH HẠ TẦNG

Năm 2025 là năm cuối của kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021–2025. Vì vậy, Thủ tướng Chính phủ đã giao chỉ tiêu giải ngân vốn đầu tư công ở mức kỷ lục, hơn 850.000 tỷ đồng. Đặc biệt, tại Hội nghị về đầu tư công ngày 20/5 vừa qua, Thủ tướng Phạm Minh Chính yêu cầu các bộ, ngành và địa phương quyết tâm giải ngân 100% kế hoạch vốn trong năm 2025 – cao hơn mức 95% từng được đề ra trước đó.

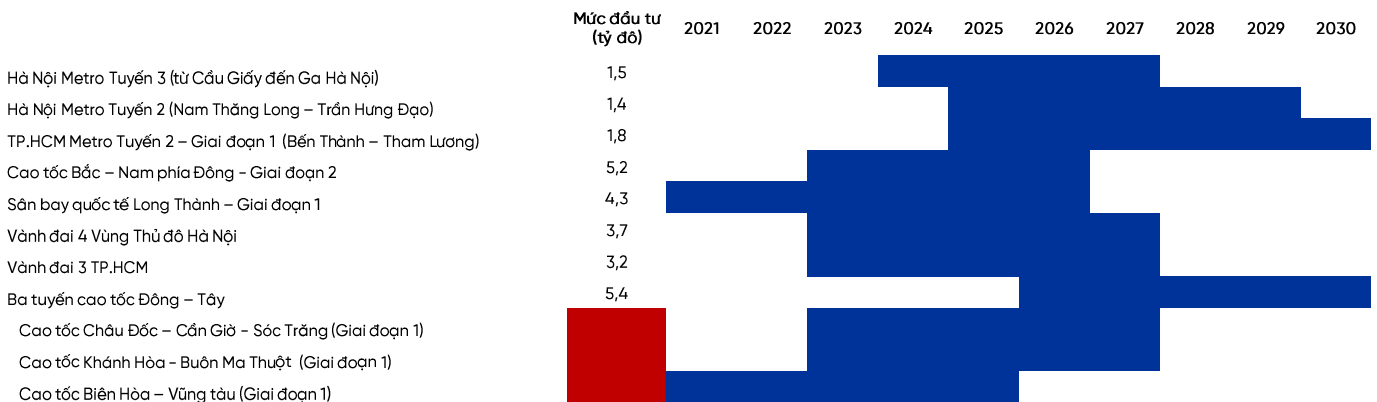
## Tình hình giải ngân vốn đầu tư công giai đoạn 2021 – 2025



Nguồn: Bộ Tài Chính

Trọng tâm của chính sách tài khóa vẫn là ưu tiên đầu tư vào hạ tầng chiến lược quốc gia. Vào tháng 02/2025, Chính phủ đã nâng mục tiêu đầu tư hạ tầng năm 2025 từ 6% lên 7% của GDP. Dự kiến, Bộ sẽ triển khai khởi công 19 dự án mới và hoàn thành 50 dự án đang thi công, hướng tới mục tiêu đưa vào khai thác 3.000 km đường bộ và 1.000 km đường biển trong năm 2025.

## Một số dự án đầu tư công trọng điểm đang được triển khai

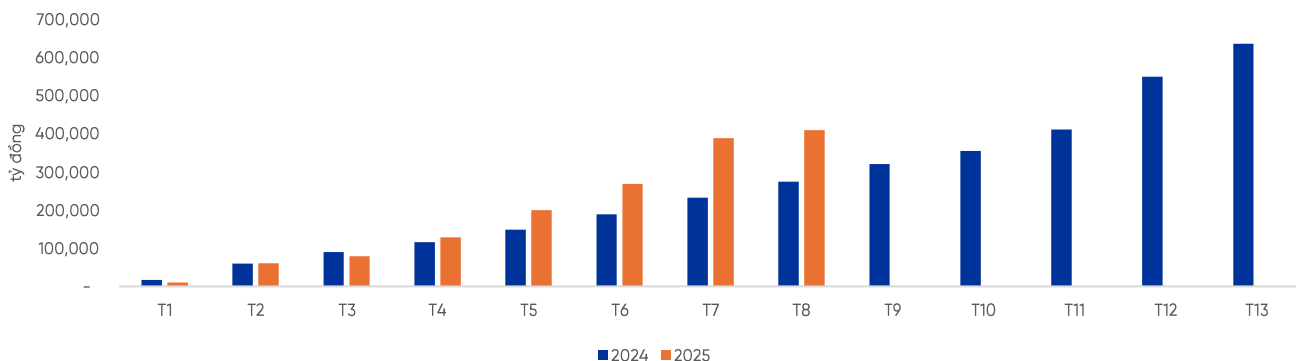


Nguồn: CEIC, Tổng cục thống kê & HSC Research

Về diễn biến, sau giai đoạn khởi động chậm vào đầu năm, tốc độ giải ngân đã cải thiện rõ rệt từ tháng 4. Lũy kế giải ngân đến T8/2025 đạt 409 nghìn tỷ đồng, tương đương 46,3% kế hoạch Thủ tướng giao, tăng 5,9% về tỷ lệ và tăng gần 135,3 nghìn tỷ đồng về số tuyệt đối so với năm 2024.

Theo Bộ Tài chính, hầu hết các công trình và dự án trọng điểm đều đạt hoặc vượt tiến độ so với kế hoạch, không có dự án nào bị chậm. Tính đến nay, đã có 16 tuyến cao tốc được hoàn thành và đưa vào khai thác, nâng tổng chiều dài đường bộ cao tốc trên toàn quốc từ 1.327 km lên 2.268 km.

## Diễn biến đầu tư công trong năm 2024 và 2025

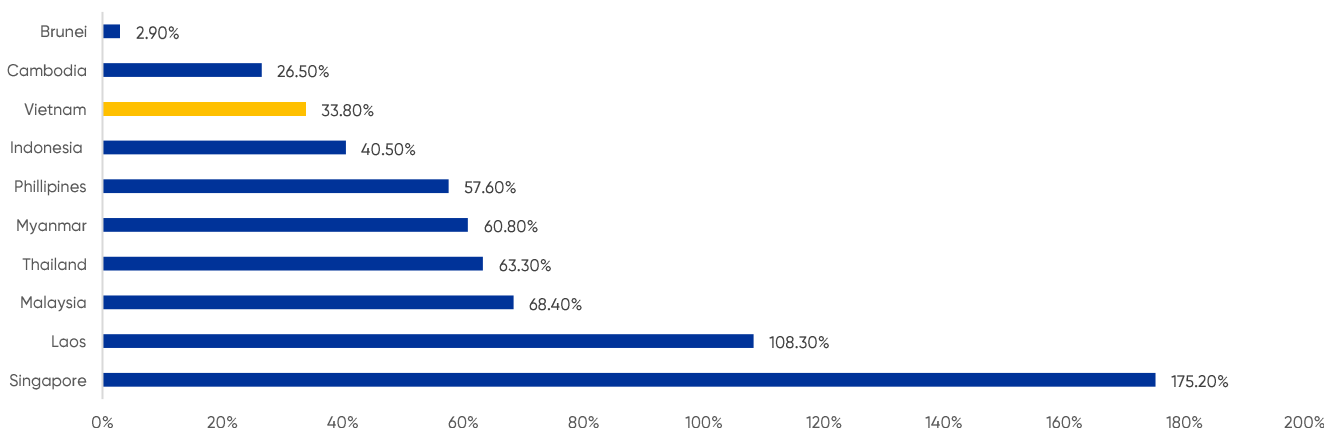


Nguồn: Bộ Tài Chính

Không chỉ riêng năm 2025, chúng tôi tin rằng hoạt động đầu tư công sẽ tiếp tục cải thiện trong giai đoạn tiếp theo (2026 – 2030) nhờ vào những yếu tố sau:

- Chính sách tài khóa sẽ đóng vai trò quan trọng để hoàn thành mục tiêu GDP tăng trưởng 7,5%-8,0%/năm cho giai đoạn 2026-2030 do Chính phủ đề ra;
  - Việt Nam chủ trương giảm lệ thuộc vào xuất khẩu trước áp lực phòng vệ thương mại;
  - Tỷ lệ nợ công chỉ ở mức 36% GDP (2024), thấp hơn nhiều so với trần 60% Quốc hội cho phép, do đó tạo dư địa tài khóa lớn cho Chính phủ;
  - Nhu cầu kết nối hạ tầng gia tăng trong bối cảnh sát nhập tỉnh và nhiều dự án quan trọng điểm sắp được đưa vào hoạt động (như Sân bay Long Thành);

## Tỷ lệ nợ công trên GDP



Nguồn: Bộ Tài Chính

- Chính phủ đang tích cực cải thiện khung pháp lý nhằm tháo gỡ các điểm nghẽn trong triển khai đầu tư công.
  - Ba bộ luật quan trọng – Luật Đất đai, Luật Kinh doanh bất động sản và Luật Nhà ở kỳ vọng sẽ xử lý hiệu quả các vướng mắc liên quan đến giải phóng mặt bằng;
  - Luật Đầu tư công (sửa đổi) và Luật PPP lần lượt có hiệu lực từ 01/01/2025 và 15/01/2025. Việc đồng bộ các văn bản này sẽ tạo hành lang pháp lý minh bạch và nhất quán.

## Một số các sửa đổi trong những bộ luật liên quan đến đầu tư công

| Bộ Luật                                                                                    | Nội dung                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Luật Đầu tư công sửa đổi<br>(hiệu lực từ ngày 01/01/2025)                                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Phân cấp thẩm quyền quyết định đầu tư</li> <li>➤ Quy định rõ ràng về đối tượng đầu tư công</li> <li>➤ Gia tăng tính công khai và minh bạch trong đầu tư công</li> <li>➤ Thể chế hóa các cơ chế, chính sách thí điểm, đặc thù</li> </ul> |
| Luật Đầu tư công sửa đổi<br>(hiệu lực từ ngày 1/7/2025)                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Không quy định về nhiệm vụ giải phóng mặt bằng trong Luật Đầu tư công</li> <li>➤ Phân cấp thẩm quyền điều chỉnh kế hoạch đầu tư công</li> </ul>                                                                                         |
| Luật Đầu tư theo phương thức đối tác công tư (PPP) sửa đổi<br>(hiệu lực từ ngày 15/1/2025) | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Phân cấp thẩm quyền quyết định đầu tư</li> <li>➤ Loại bỏ hạn mức vốn đầu tư tối thiểu cho dự án PPP</li> <li>➤ Cho phép hợp đồng BT được sử dụng trở lại</li> <li>➤ Nâng tỷ lệ góp vốn tối đa từ phía Nhà nước</li> </ul>               |
| Luật Đầu tư theo phương thức đối tác công tư (PPP) sửa đổi<br>(hiệu lực từ ngày 1/7/2025)  | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Quy định khung tỷ lệ chia sẻ rủi ro và lợi ích</li> <li>➤ Ưu đãi đặc thù cho dự án trong lĩnh vực khoa học và công nghệ</li> </ul>                                                                                                      |
| Luật Đấu thầu sửa đổi<br>(hiệu lực từ ngày 1/7/2025)                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Doanh nghiệp nhà nước được tự chủ việc đấu thầu</li> <li>➤ Mở rộng quyền lựa chọn hình thức lựa chọn nhà thầu</li> </ul>                                                                                                                |
| Luật Đầu tư sửa đổi<br>(hiệu lực từ ngày 1/7/2025)                                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Phân cấp thẩm quyền phê duyệt đầu tư</li> <li>➤ Đơn giản hóa thủ tục hành chính</li> </ul>                                                                                                                                              |

Nguồn: BMSC Tổng hợp

- Đẩy mạnh hoàn thiện và triển khai mới nhiều dự án hạ tầng giao thông trọng điểm:
  - Cao tốc Bắc – Nam
  - Tuyến kết nối với Trung Quốc
  - Đường sắt tốc độ cao
  - Hệ thống metro tại các đô thị lớn

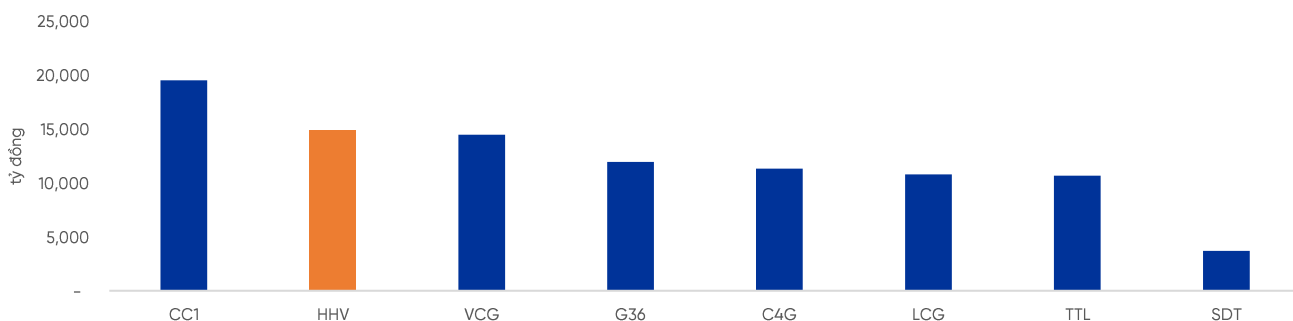
Chúng tôi đánh giá cao những nhà thầu từng tham gia cả hai giai đoạn của dự án cao tốc Bắc – Nam (2017–2020 và 2020–2025) nhờ vào nền tảng chuyên môn vững chắc, năng lực thi công đã được kiểm chứng và tình hình tài chính ổn định qua thực tiễn triển khai. Về rủi ro, số lượng doanh nghiệp tham gia đấu thầu cao là rủi ro lớn. Được biết, đã có hơn 50 doanh nghiệp tham gia dự thầu cho dự án Cao Tốc Bắc – Nam.

## Danh sách các doanh nghiệp niêm yết đã tham gia vào cao tốc Bắc Nam

| DOANH NGHIỆP                                                                                                                                                   | GD 2017-2020                                                                                                                                                                                                | GD 2020-2025                                                                                                                      |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  <b>TỔNG CTCP XUẤT NHẬP KHẨU VÀ XÂY DỰNG VIỆT NAM</b><br>(Mã chứng khoán: VCG) | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Mai Sơn – Quốc lộ 45</li> <li>➤ Quốc lộ 45 – Nghi Sơn</li> <li>➤ Nghi Sơn – Diễn Châu</li> <li>➤ Vĩnh Hảo – Phan Thiết</li> <li>➤ Phan Thiết – Dầu Giây</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Bãi Vọt – Hàm Nghi</li> <li>➤ Vũng Áng – Bùng</li> <li>➤ Quy Nhơn – Chí Thạnh</li> </ul> |
|  <b>CTCP TẬP ĐOÀN CIENCO4</b><br>(Mã chứng khoán: C4G)                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Nghi Sơn – Diễn Châu</li> <li>➤ Phan Thiết – Dầu Giây</li> <li>➤ Cam Lộ – La Sơn</li> <li>➤ Diễn Châu – Bãi Vọt (PPP)</li> </ul>                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Bùng – Vạn Ninh</li> <li>➤ Hậu Giang – Cà Mau</li> </ul>                                 |
|  <b>CTCP Lizen</b><br>(Mã chứng khoán: LCG)                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Quốc lộ 45 – Nghi Sơn</li> </ul>                                                                                                                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Văn Phong – Nha Trang</li> </ul>                                                         |
|  <b>CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả</b><br>(Mã chứng khoán: HHV)        | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Cam Lâm – Vĩnh Hảo (PPP)</li> </ul>                                                                                                                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Quảng Ngãi – Hoài Nhơn</li> </ul>                                                        |
|  <b>Tổng Công ty Thăng Long</b><br>(Mã chứng khoán: TTL)                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Vĩnh Hảo – Phan Thiết</li> </ul>                                                                                                                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Quy Nhơn – Chí Thạnh</li> <li>➤ Chí Thạnh – Văn Phong</li> </ul>                         |
|  <b>CTCP Tập đoàn Đạt Phương</b><br>(Mã chứng khoán: DPG)                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Vĩnh Hảo – Phan Thiết</li> </ul>                                                                                                                                   | Không có thông tin                                                                                                                |
|  <b>Tổng Công ty 36</b><br>(Mã chứng khoán: G36)                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Cam Lộ – La Sơn</li> </ul>                                                                                                                                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Cần Thơ – Hậu Giang</li> <li>➤ Bùng – Vạn Ninh</li> </ul>                                |

Nguồn: BMSC Tổng hợp

### Tổng giá trị gói thầu xây dựng tại Cao tốc Bắc – Nam GD 2020-2025



Nguồn: VNDIRECT

Được Quốc hội thông qua chủ trương đầu tư vào tháng 11/2024, dự án đường sắt cao tốc Bắc – Nam được kỳ vọng sẽ trở thành điểm nhấn chiến lược trong việc phát triển hệ thống hạ tầng giao thông quốc gia trong dài hạn. Vào tháng 04/2025, thủ tướng Phạm Minh Chính đã chỉ đạo Bộ Xây dựng đẩy thời gian khởi công dự án vào cuối năm 2026, sớm hơn 01 năm so với kế hoạch ban đầu.

Nhờ Nghị quyết 68 của Bộ Tài chính, doanh nghiệp tư nhân được kỳ vọng sẽ đón nhận nhiều cơ hội mới thông qua cải cách thể chế và hoàn thiện chính sách hỗ trợ. Đến tháng 6, mặc dù dự án Đường sắt tốc độ cao ban đầu được thống nhất theo hình thức đầu tư công, Quốc hội đã đồng ý bổ sung hình thức đầu tư đối tác công – tư (PPP), mở rộng cơ hội tham gia cho khu vực tư nhân.

Nhằm hưởng lợi từ đại dự án, một số doanh nghiệp trong nước đã có nhiều chuẩn bị:

➤ **CTCP Tập đoàn Hòa Phát** – hưởng lợi từ việc cung ứng vật liệu cho dự án.

➤ Đầu tư nhà máy thép ray (đầu tiên tại Việt Nam) với công suất 700.000 tấn/năm;

➤ Đẩy mạnh nghiên cứu để tham gia cung ứng vật liệu cho nhà ga, đường hầm,...

➤ **CTCP Đầu tư và Phát triển đường sắt cao tốc VinSpeed** – Được thành lập nhằm phục vụ dự án với tư cách là nhà đầu tư và nhà thầu.

➤ Đăng ký đầu tư dự án với tổng mức đầu tư khoảng 1,5 triệu tỷ đồng;

➤ Đẩy mạnh nghiên cứu công nghệ từ Trung Quốc, Nhật Bản, Đức,....

➤ **CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả** – Tham vọng trở thành nhà thầu cho dự án.

➤ Hợp tác với ILSung (Hàn Quốc) thi công hầm đường sắt tại đèo Khe Nét;

➤ Huy động thêm vốn nhằm đón đầu cơ hội;

➤ Hợp tác với trường đại học trong nước để đào tạo kỹ sư ngành đường sắt.

## Thông tin sơ bộ về dự án đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam

|                     |           |
|---------------------|-----------|
| Chiều dài           | 1.541 km  |
| Tổng mức đầu tư     | 67 tỷ đô  |
| Thời gian khởi công | 2026      |
| Thời gian thực hiện | 2025-2035 |
| Lộ trình dự kiến    |           |



*Nguồn: Onehousing, BMSC Tổng hợp*

Ngoài ra còn có sự góp mặt của nhiều doanh nghiệp khác như Fecon, Trường Hải (Thaco), Viettel, Trung Chính, Mekolor & Great USA,...

Với mục tiêu tăng trưởng tín dụng 15% trong năm 2025, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng nhằm đảm bảo thanh khoản thị trường. Trong nửa đầu năm, lãi suất điều hành được giữ ổn định, tạo điều kiện để các ngân hàng thương mại tiếp cận vốn chi phí thấp, qua đó hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

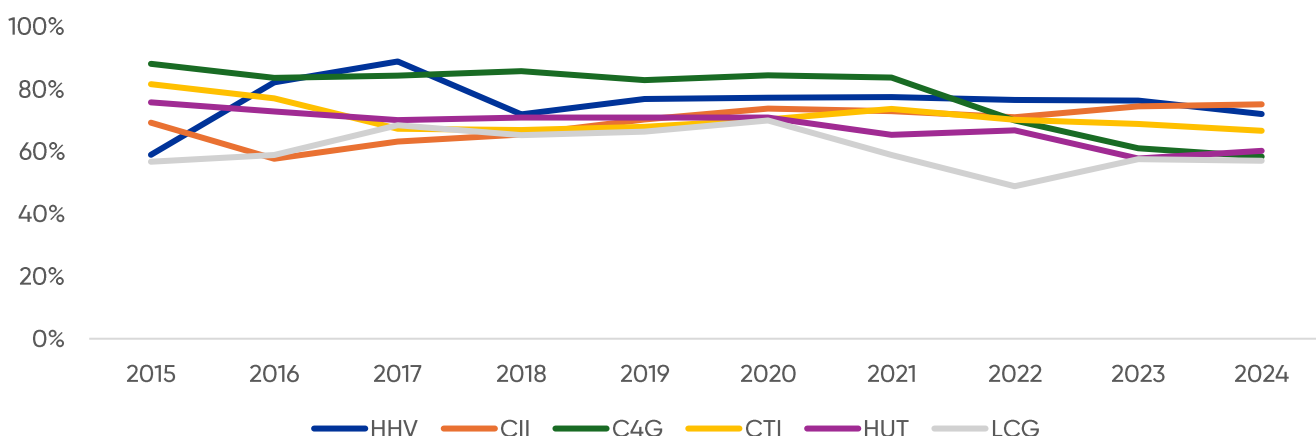
Lãi suất cho vay bình quân đối với các khoản vay mới ở mức 6,3%/năm, giảm 0,6 điểm % so với cuối năm 2024. Nhờ đó, dư nợ tín dụng toàn hệ thống đạt hơn 17,2 triệu tỷ đồng, tăng 9,9% so với cuối năm ngoái, chủ yếu tập trung vào sản xuất, kinh doanh và các lĩnh vực hạ tầng ưu tiên.

Chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn, mặt bằng lãi suất sẽ tiếp tục được giữ ở mức thấp, tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp hạ tầng – vốn cần nguồn vốn ổn định và dài hạn để triển khai dự án. Dưới đây là một số yếu tố hỗ trợ nguồn vốn vay:

- Lạm phát đang được duy trì ở mức lành mạnh. Trong 1H/2025, CPI bình quân tăng 3,27% so với cùng kỳ năm trước. Dự báo, lạm phát trung bình cả năm 2025 chỉ neo quanh mức 3,4%, thậm chí là thấp hơn nếu căng thẳng địa chính trị gây áp lực lớn lên giá hàng hóa cơ bản;
- SBV và các ngân hàng đang triển khai xây dựng gói tín dụng ưu đãi trị giá khoảng 500.000 tỷ đồng dành cho doanh nghiệp đầu tư hạ tầng và công nghệ số.

Ở chiều ngược lại, nguồn vốn ngoại tiếp tục rời Việt Nam và diễn biến tỷ giá USD/VND là những rủi ro lớn khiến SBV phải cân nhắc nâng lãi suất trong tương lai.

**Tổng nợ vay trên Tổng tài sản của các doanh nghiệp trong ngành hạ tầng**



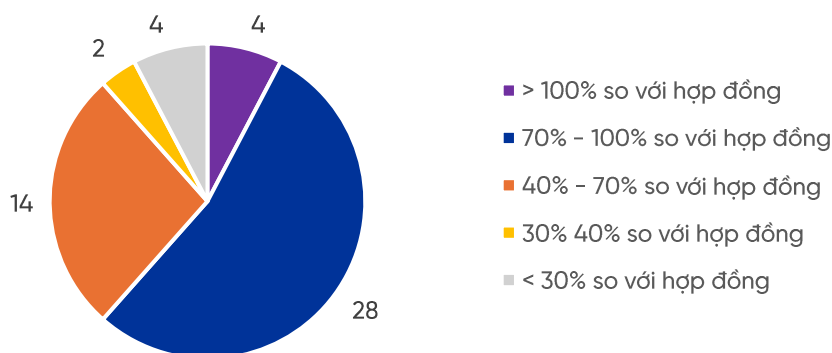
Nguồn: Fiinpro

Về dài hạn, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ tiếp tục duy trì chủ trương neo mặt bằng lãi suất ở mức thấp nhằm hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP hai chữ số giai đoạn 2026–2030. Đồng thời, các vấn đề về chất lượng tài sản dự kiến sẽ từng bước được khắc phục, góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động tín dụng trong thời gian tới.

Hiện nay, nhiều dự án BOT sau khi hoàn thành vẫn đang gặp một số khó khăn, ảnh hưởng đến dòng tiền và hiệu quả tài chính so với kỳ vọng ban đầu. Cụ thể:

- Doanh thu sụt giảm do biến động trong tăng trưởng kinh tế;
- Người dân phản đối việc thu phí, đặc biệt tại những khu vực thiếu phương án thay thế hợp lý;
- Xuất hiện các tuyến đường thay thế khiến lưu lượng phương tiện qua trạm giảm;
- Khó khăn trong việc điều chỉnh mức phí như kế hoạch ban đầu.

**Diễn biến doanh thu so với hợp đồng tại các dự án do Bộ Xây Dựng quản lý trong năm 2024**



*Nguồn: Bộ Xây Dựng*

Không chỉ các bên liên quan như chủ đầu tư và ngân hàng bị ảnh hưởng, những khó khăn trên cho khiến môi trường đầu tư trở nên kém hấp dẫn. Vì vậy, Bộ Xây dựng đã có đề xuất Chính phủ báo cáo Quốc Hội:

- Đề xuất trích 14.223 tỷ đồng từ nguồn tăng thu, tiết kiệm chi ngân sách Trung ương năm 2024 để tháo gỡ vướng mắc tại 9/11 dự án gặp khó, 2 dự án còn lại bố trí từ ngân sách địa phương:
  - **Nhóm 1** – Hỗ trợ khoảng 8.482 tỷ đồng cho 04 dự án có doanh thu sụt giảm, không có khả năng phục hồi;
  - **Nhóm 2** – Bố trí vốn Nhà nước khoảng 6.317 tỷ đồng để thanh toán và chấm dứt hợp đồng trước thời hạn đối với 7 dự án.
- Tăng mức phí sử dụng đường bộ cao tốc nhằm cải thiện dòng tiền cho các dự án BOT.

Nhận định, việc bổ sung cơ chế hỗ trợ tài chính cho các dự án gặp khó là tín hiệu rất tích cực cho mảng hạ tầng giao thông. Không chỉ giúp nhà đầu tư cải thiện dòng tiền, diễn biến trên đồng thời còn giúp gia tăng tính hấp dẫn và hỗ trợ phương án tài chính của các dự án trong tương lai.

## 11 dự án được Bộ Xây dựng đề xuất hỗ trợ

| NHÓM | TÊN DỰ ÁN                                       | MỨC HỖ TRỢ    | GHI CHÚ                                                                                                                                                                                                   |
|------|-------------------------------------------------|---------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1    | Dự án cầu Ba Vi – Việt Trì                      | 598 tỷ đồng   |                                                                                                                                                                                                           |
|      | Dự án cầu Thái Hà                               | 1.024 tỷ đồng | Địa bàn kinh tế - xã hội khó khăn                                                                                                                                                                         |
|      | Dự án xây dựng hầm đường bộ qua Đèo Cả          | 2.280 tỷ đồng | Thu phí sai vị trí<br><i>(HHV đã nhận được khoản hỗ trợ 1.180 tỷ đồng liên quan đến dự án hầm đường bộ qua Đèo Cả vào quý cuối năm 2024)</i>                                                              |
|      | Dự án cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn              | 4.600 tỷ đồng | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Ngân hàng ngừng giải ngân</li> <li>➢ Nhà thầu yêu cầu mở thủ tục giải thể</li> <li>➢ Dự án bổ trợ chưa hoàn thành khiến dự án trở thành “cao tốc cụt”</li> </ul> |
| 2    | Tuyến tránh TP Thanh Hóa                        | 882 tỷ đồng   |                                                                                                                                                                                                           |
|      | Dự án xây dựng mới cầu Bình Lợi                 | 571 tỷ đồng   |                                                                                                                                                                                                           |
|      | Dự án cải tạo Quốc lộ 91                        | 1.278 tỷ đồng | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Người dân phản đối thu phí một trạm;</li> <li>➢ Xuất hiện 2 tuyến đường song hành</li> </ul>                                                                     |
|      | Dự án xây dựng đường Thái Nguyên – Chợ Mới      | 2.631 tỷ đồng |                                                                                                                                                                                                           |
|      | Dự án Hồ Chí Minh qua tỉnh Đắk Lắk              | 379 tỷ đồng   |                                                                                                                                                                                                           |
|      | Dự án xây dựng cầu An Hải                       | 33 tỷ đồng    |                                                                                                                                                                                                           |
|      | Dự án nâng cấp đường 39B đoạn thị trấn Thanh Nê | 543 tỷ đồng   |                                                                                                                                                                                                           |

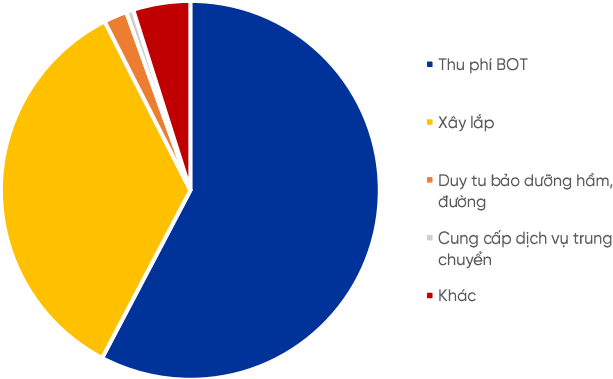
Nguồn: Bộ Xây Dựng

PHẦN II

# TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

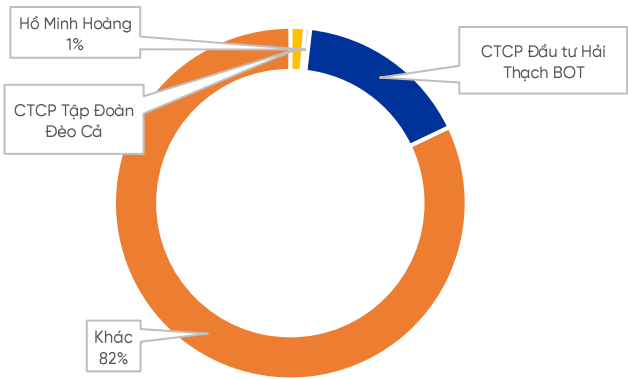
Với hơn 20 năm kinh nghiệm, CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV) là một trong những doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực phát triển hạ tầng giao thông. Hiện tại, hoạt động kinh doanh của HHV đang tập trung vào 03 mảng chính: đầu tư hạ tầng giao thông, xây lắp, và vận hành dự án BOT. Kinh nghiệm và chuyên môn là nền móng để HHV giải quyết các dự án có vị trí địa lý trắc trở như hầm Đèo Cả, Cù Mông và Hải Vân.

Cơ cấu doanh thu của HHV (2024)



Nguồn: HHV

Tỷ lệ sở hữu tại HHV (2024)



Nguồn: HHV

Do đặc thù ngành đầu tư hạ tầng yêu cầu nguồn vốn đầu tư ban đầu lớn và thời gian thu hồi vốn kéo dài, Tỷ lệ đòn bẩy của HHV luôn ở mức cao. Không những thế, công ty đang huy động vốn nhiều qua kênh phát hành cổ phiếu trong vài năm trở lại đây, với mục tiêu nắm bắt cơ hội phát triển trong lúc Nhà nước đẩy mạnh đầu tư hạ tầng giao thông. Tính đến cuối năm 2024, vốn điều lệ của công ty đạt 4.323 tỷ đồng, tăng gần gấp đôi so với mức 2.270 tỷ đồng cách đây 5 năm.

Xoay quanh cơ cấu sở hữu, CTCP Tập đoàn Đèo Cả đang sở hữu tỷ lệ quyền biểu quyết 17,44% tại HHV, thông qua quyền sở hữu, quyền biểu quyết trực tiếp và gián tiếp tại các Công ty con đầu tư vào CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả.

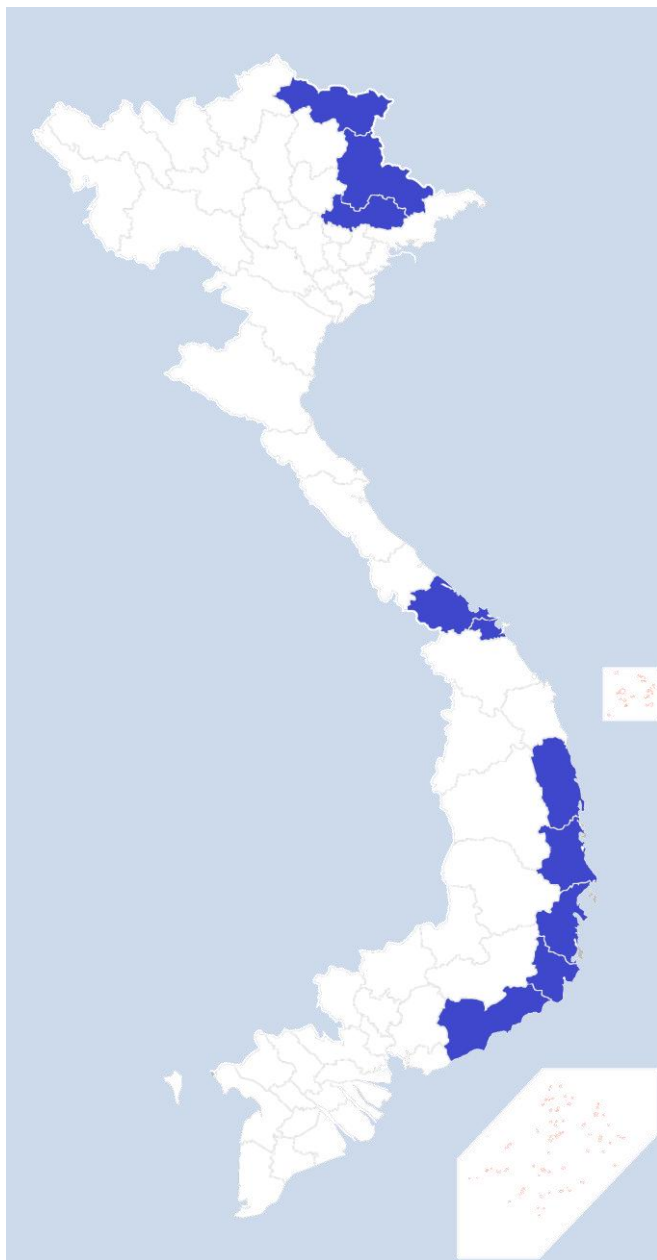
Tính đến cuối năm 2024, HHV sở hữu 03 công ty con và 04 công ty liên kết:

Công ty con và công ty liên kết của HHV (2024)

| Công ty con                   | Tỷ lệ sở hữu | Công ty liên kết                         | Tỷ lệ sở hữu |
|-------------------------------|--------------|------------------------------------------|--------------|
| CTCP BOT Bắc Giang – Lạng Sơn | 65,03%       | CTCP Đầu tư BOT Đèo Cả Khánh Hòa         | 47,34%       |
| CTCP Đầu tư Đèo Cả            | 73,41%       | CTCP BOT Bắc Giang – Lạng Sơn – Hữu Nghị | 31,60%       |
| CTCP Phước Tượng Phú Gia BOT  | 99,37%       | CTCP Cao tốc Đồng Đăng – Trà Linh        | 42,31%       |
|                               |              | CTCP Cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo          | 38,00%       |

Nguồn: HHV

## Các dự án trong danh mục đầu tư của HHV



### Hầm Phước Tượng – Phú Gia

- Thời gian khai thác: 2016 – 2035
- Tổng mức đầu tư: 1.559 tỷ đồng
- CTCP Phước tượng – Phú Gia BOT

| DT<br>(2024) | LNST<br>(2024) |
|--------------|----------------|
| 182          | 22             |
| Tỷ đồng      | Tỷ đồng        |

### Mở rộng QL1 – Tỉnh Khánh Hòa

- Thời gian khai thác: 2016 – 2038
- Tổng mức đầu tư: 2.644 tỷ đồng
- CTCP ĐT BOT Đèo Cả Khánh Hòa

| DT<br>(2024) | LNST<br>(2024) |
|--------------|----------------|
| 370          | 123            |
| Tỷ đồng      | Tỷ đồng        |

### Chuỗi Hầm Đèo Cả – Cổ Mã – Cù Mông – Hải Vân

- Thời gian khai thác: 2018 – 2046
- Tổng mức đầu tư: 18.940 tỷ đồng
- CTCP Đầu tư Đèo Cả

| DT<br>(2024) | LNST<br>(2024) |
|--------------|----------------|
| 1,269        | 126            |
| Tỷ đồng      | Tỷ đồng        |

### Cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn

- Thời gian khai thác: 2020 – 2049
- Tổng mức đầu tư: 12.188 tỷ đồng
- CTCP BOT Bắc Giang – Lạng Sơn

| DT<br>(2024) | LNST<br>(2024) |
|--------------|----------------|
| 458          | 96             |
| Tỷ đồng      | Tỷ đồng        |

### Cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo

- Thời gian khai thác: 2024 – 2041
- Tổng mức đầu tư: 8.925 tỷ đồng
- CTCP Cao Tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo

| DT<br>(2024) | LNST<br>(2024) |
|--------------|----------------|
| 289          | 48             |
| Tỷ đồng      | Tỷ đồng        |

### Cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh

- Thời gian khai thác: 2026 – 2048
- Tổng mức đầu tư: 14.114 tỷ đồng
- CTCP Cao Tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh

| DT<br>(2024)         | LNST<br>(2024) |
|----------------------|----------------|
| <b>ĐANG THI CÔNG</b> |                |

Nguồn: Tổng hợp

Đáng lưu ý, HHV là thành viên quan trọng trong hệ sinh thái của Tập đoàn Đèo Cả (DCG). Ông Hồ Minh Hoàng đang là Chủ tịch Hội đồng Quản trị tại O2 bên. Nhờ vậy, HHV sở hữu lợi thế đáng kể khi được nhận chuyển nhượng các dự án đầu tư và xây lắp từ nhóm DCG. Đồng thời, công ty cũng được hưởng lợi từ giá trị thương hiệu và uy tín của Tập đoàn.

## Một số công ty trong hệ sinh thái của HHV



Nguồn: Tổng hợp

PHẦN III

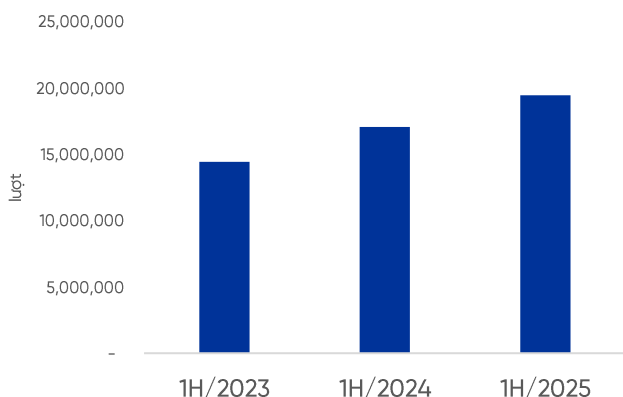
# TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Nhìn chung, lưu lượng xe đi qua các dự án mà HHV đang đầu tư được đánh giá là có được tăng trưởng ổn định trong thời gian qua:

- Mức tăng trưởng tổng lưu lượng xe qua trạm thu phí của HHV trong 1H/2024 và 1H/2025 lần lượt là 18,25% và 14,01%, so với cùng kỳ;
- Chi tiết theo từng trạm, so sánh với 1H/2024, lưu lượng xe đi qua 07 trên 09 trạm thu phí sở hữu bởi HHV ghi nhận tăng trưởng dương, trung bình từ 5-15%.
- Đáng chú ý, trạm thu phí Cam Lâm – Vĩnh Hảo ghi nhận lưu lượng xe tăng trưởng tốt YoY. Chi tiết, kể từ khi bắt đầu thông từ Q2/2024, lưu lượng xe đã tăng từ 256.693 lượt/quý lên 946.544 lượt/quý trong Q2/2025.

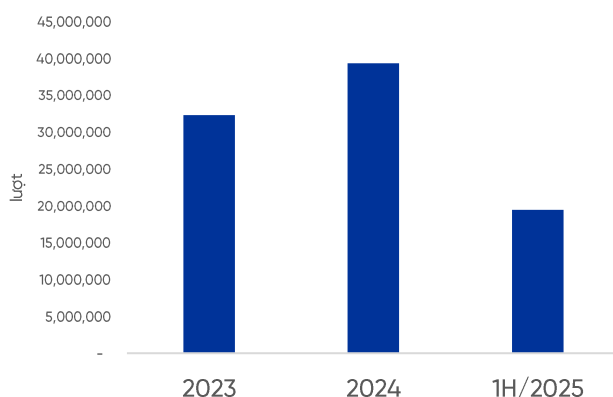
Lưu lượng xe qua các dự án đầu tư được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực, nhờ sự cải thiện tại dự án Bắc Giang – Lạng Sơn (được cộng hưởng bởi dự án Đồng Đăng – Trà Lĩnh và hoạt động thương mại ổn định với Trung Quốc), cùng với đóng góp từ dự án Cam Lâm – Vĩnh Hảo.

**Tổng lưu lượng xe qua dự án BOT**



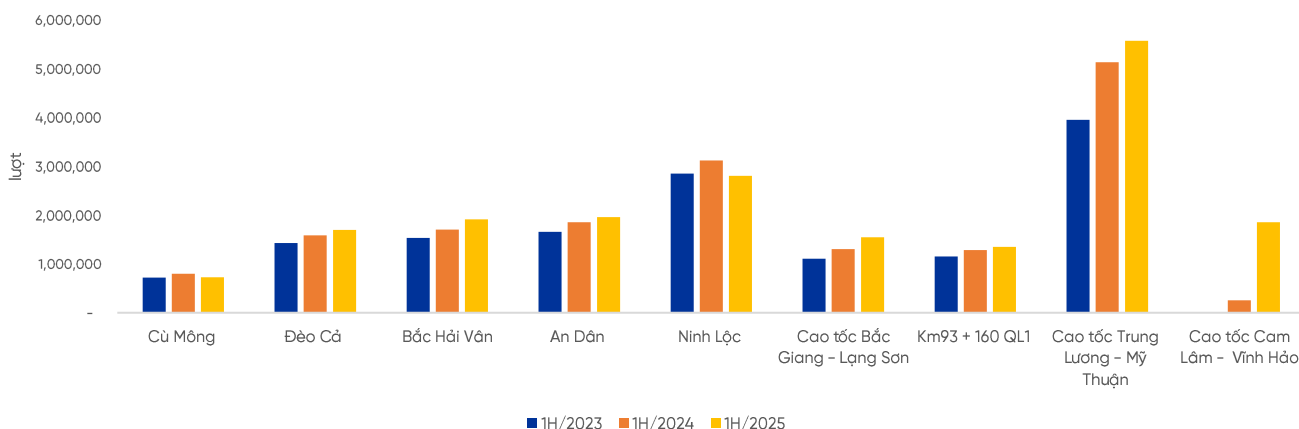
Nguồn: HHV

**Tổng lưu lượng xe qua dự án BOT**



Nguồn: HHV

**Tổng lưu lượng xe qua trạm thu phí**



Nguồn: HHV

Trong dài hạn, lưu lượng xe được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ tỷ lệ sở hữu ô tô tại Việt Nam vẫn còn nhiều dư địa để mở rộng. Dựa vào số liệu năm 2023, cứ 1.000 người thì có 63 người sở hữu ô tô, đây là mức thấp so với trung bình các nước trong khối ASEAN, 324 người. Những yếu tố hỗ trợ bao gồm: thu nhập người dân ngày càng cải thiện, giá thành ô tô trở nên hợp lý hơn, cùng với sự phát triển mạnh mẽ của hạ tầng giao thông.

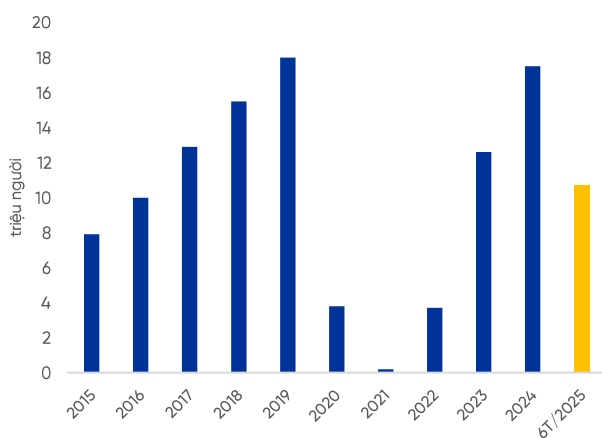
Bên cạnh đó, sự tăng trưởng ấn tượng của ngành du lịch cũng đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy nhu cầu đi lại và vận chuyển.

### Lượng khách nội địa



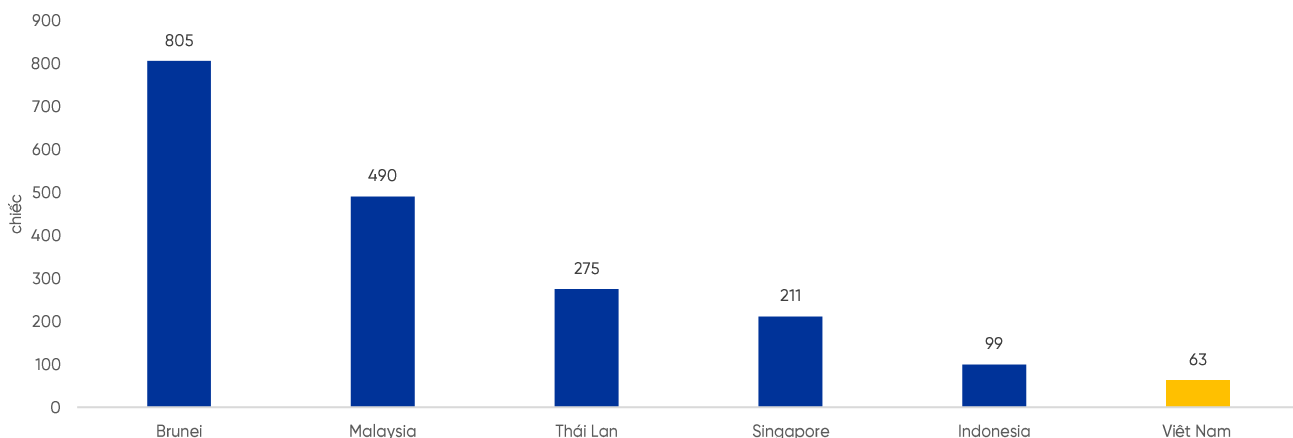
Nguồn: Cục Du lịch Quốc gia Việt Nam

### Lượng khách quốc tế



Nguồn: Cục Du lịch Quốc gia Việt Nam

### Số lượng xe hơi trên 1.000 người (2023)



Nguồn: OICA

Xoay quanh rủi ro, chúng tôi tin rằng việc bộ GTVT đang chủ trương phát triển hệ thống đường sắt kết nối Việt Nam và Trung Quốc có thể sẽ gây ảnh hưởng tiêu cực lên lưu lượng xe trong tương lai. Tuy nhiên, vẫn còn quá sớm để bắt đầu nhìn nhận đây là rủi ro vì hiện tại dự án đường sắt chỉ mới ở giai đoạn nghiên cứu và thảo luận.

Trong tổng số gần 400 km đường cao tốc mà CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả đề xuất đầu tư với tổng vốn lên tới 100.000 tỷ đồng, dự án cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh là một trong những dự án đầu tiên mà HHV cùng các đối tác đã trúng thầu với vai trò nhà đầu tư/nhà thầu. Dự án đã được khởi công từ tháng 01/2024 và dự kiến hoàn thành vào tháng 12/2026. Tuy nhiên, theo một số dự báo, tiến độ thi công hiện đang khả quan và dự án có thể sẽ hoàn thành sớm hơn kế hoạch khoảng 10 tháng.

Theo nghị quyết ngày 24/09/2024, HHV dự kiến sẽ góp tối đa 600 tỷ đồng cho dự án. Tính đến hết năm 2024, HHV đã đầu tư 20 tỷ đồng cho dự án, chi tiết:

- 7,5 tỷ đồng hoàn tất thủ tục góp vốn đầu tư vào CTCP Cao Tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh;
- 12,5 tỷ đồng hoàn tất thủ tục chuyển nhượng vốn cổ phần từ CTCP Tập Đoàn Đèo Cả.

## Dự án Đồng Đăng – Trà Lĩnh (GĐ 1)

|                       |                      |
|-----------------------|----------------------|
| Quy mô                | 93,35 km             |
| Tổng mức đầu tư       | 14.114 tỷ đồng       |
| Hình thức đầu tư      | PPP (mới)            |
| Thời gian thu phí     | 2026 – 2048 (22 năm) |
| Tỷ lệ lợi ích của HHV | 42,31%               |
| Tỷ lệ biểu quyết      | 55,00%               |

Nguồn: Tổng hợp

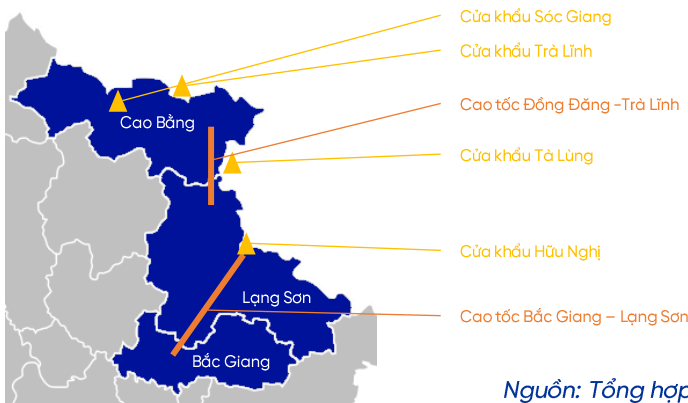
## Khoản cam kết vốn liên quan đến Cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh

|                  |                       |
|------------------|-----------------------|
| Dưới 01 năm      | 20,00 tỷ đồng         |
| 01 – 05 năm      | 50,38 tỷ đồng         |
| Trên 05 năm      | 507,27 tỷ đồng        |
| <b>Tổng cộng</b> | <b>577,65 tỷ đồng</b> |

Nguồn: HHV

Dự án Cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh dự báo sẽ có đóng góp lớn vào doanh thu của HHV trong tương lai. Được biết, backlog xây lắp của dự án này hiện tại (Q2/2025) đang là 1.655 tỷ đồng. Hơn nữa, khi dự án thông đường, HHV sẽ được hưởng lợi thông qua phí cao tốc.

## Vị trí dự án Cao Tốc Bắc Giang – Lạng Sơn và Đồng Đăng – Trà Lĩnh



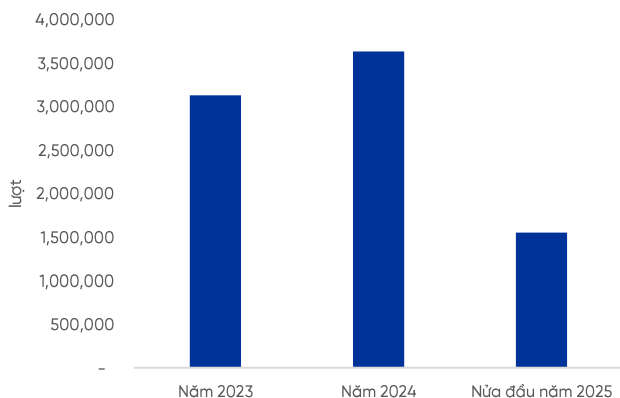
Nguồn: Tổng hợp

Chúng tôi đánh giá cao dự án cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh nhờ vị trí chiến lược, góp phần hoàn thiện mạng lưới kết nối từ Thủ đô đến các tỉnh biên giới và cửa khẩu trọng điểm. HHV hiện cũng là nhà đầu tư tại cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn, tuyến đường có đặc điểm địa lý tương đồng và đã ghi nhận tăng trưởng lưu lượng xe tích cực trong năm 2024. Do đó, chúng tôi kỳ vọng hai tuyến cao tốc này sẽ tạo hiệu ứng bổ trợ, qua đó thu hút lưu lượng phương tiện lớn khi cùng đi vào khai thác, nhờ kết nối hạ tầng đồng bộ và vai trò chiến lược trong giao thương biên giới.

Tuy nhiên, sự thành công của dự án cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh có thể bị ảnh hưởng bởi:

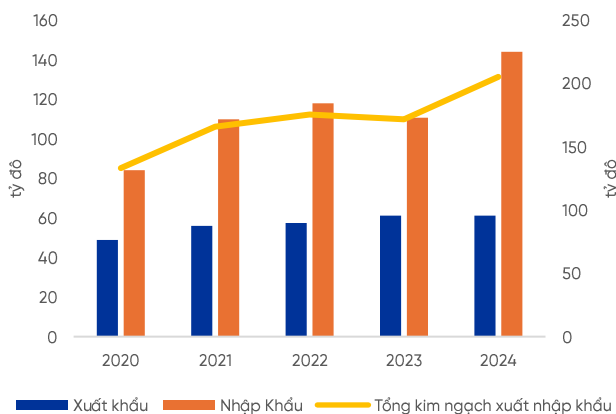
- Mức thuế quan đối ứng từ Hoa Kỳ làm giảm nhu cầu nhập khẩu nguyên vật liệu từ Trung Quốc;
- Nhu cầu cho cao tốc sẽ suy giảm nếu dự án đường sắt liên kết Trung Quốc – Việt Nam được triển khai và đi vào hoạt động.

**Tổng lưu lượng xe qua trạm thu phí Bắc Giang – Lạng Sơn**



Nguồn: HHV

**Tình hình xuất nhập khẩu giữa Trung Quốc và Việt Nam**



Nguồn: HHV

Chúng tôi tin rằng mạng xây lắp sẽ có được tăng trưởng ổn định trong một vài năm tới nhờ vào lượng backlog đến từ dự án Cao tốc Hồ Chí Minh – Thủ Dầu Một – Chơn Thành. Tính đến thời điểm Q2/2025, giá trị sản lượng còn lại của HHV đạt gần 2.000 tỷ đồng (chưa tính dự án mới).

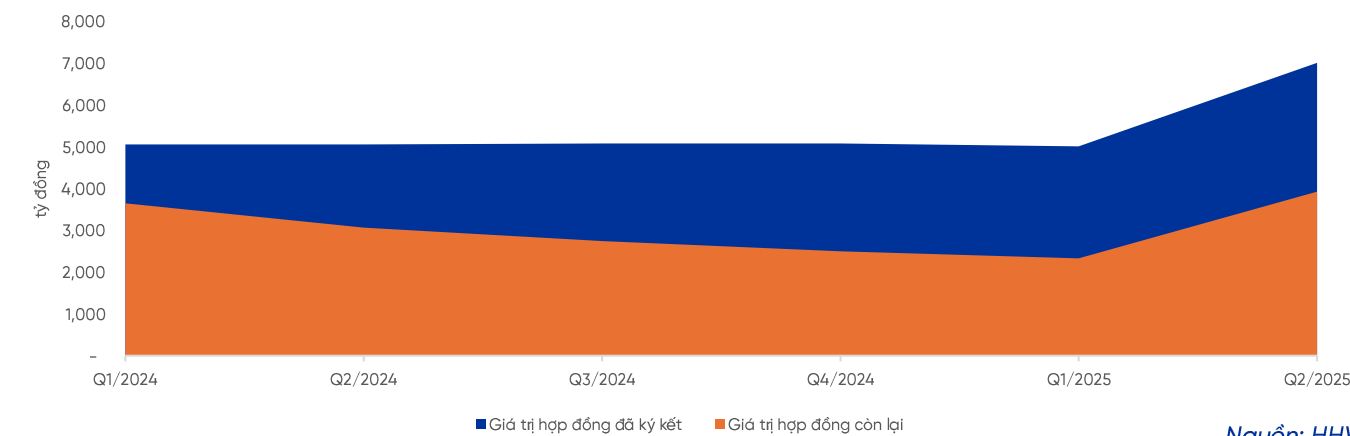
Trong năm 2025, mạng xây lắp dự kiến sẽ bứt phá khi các dự án quan trọng đang đảm nhiệm như Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, và Đồng Đăng – Trà Lĩnh đến hạn hoàn thành. Theo kế hoạch HHV đề ra, doanh thu dự kiến cho mạng xây lắp sẽ là 1.393 tỷ đồng, tăng 20,9% so với cùng kỳ năm 2024.

Tổng quan hoạt động xây lắp của HHV trong nửa đầu năm 2025

| Dự án                              | Thời gian       | Giá trị hợp đồng (HHV) | Giá trị còn lại (Q2/2025) |
|------------------------------------|-----------------|------------------------|---------------------------|
| Cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh       | 2024 – 2026     | 1.735 tỷ đồng          | 1.655 tỷ đồng             |
| Cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn     | Q1/2023–Q4/2024 | 1.671 tỷ đồng          | 107 tỷ đồng               |
| Đường ven biển Bình Định           | Q2/2022–Q4/2024 | 536 tỷ đồng            | 114 tỷ đồng               |
| Đường ven biển nổi Cảng Liên Chiểu | 2023 – 2025     | 134 tỷ đồng            | 50 tỷ đồng                |
| Cao tốc HCM – TDM – Chơn Thành     | 2025 - 2027     | 2.000 tỷ đồng          |                           |

Nguồn: HHV

Tổng quan các dự án xây lắp lớn của HHV



Nguồn: HHV

Dựa trên kỳ vọng đầu tư công sẽ khởi sắc, chúng tôi cho rằng lượng hợp đồng chuyển tiếp (backlog) của HHV sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ 5–7% mỗi năm trong giai đoạn 2025–2027. Bên cạnh đó, việc HHV đã được giao thực hiện các dự án trọng điểm thuộc tuyến cao tốc Bắc – Nam (như Cam Lâm – Vĩnh Hảo và Bắc Giang – Lạng Sơn) cho thấy năng lực và uy tín của doanh nghiệp, qua đó củng cố kỳ vọng HHV sẽ tiếp tục trúng thầu nhiều dự án trong giai đoạn tiếp theo.

Không chỉ trong lĩnh vực xây lắp, chủ trương đẩy mạnh phát triển hạ tầng giao thông của Chính phủ còn mở ra cơ hội để HHV mở rộng danh mục đầu tư. Trong năm qua, HHV đã chi hơn 1.000 tỷ đồng để tăng vốn tại các doanh nghiệp mà công ty đang nắm giữ cổ phần. Bước sang năm 2025, HHV dự kiến sẽ tiếp tục mở rộng danh mục của mình:

- Vào cuối tháng 07 vừa qua, HHV đã thông qua việc chi 200 tỷ đồng để mua thêm 20 triệu cổ phần, tương đương 19,42% vốn tại CTCP Cam Lâm – Vĩnh Hảo từ CTCP Xây dựng Đèo Cả, qua đó nâng tỷ lệ sở hữu lên 57,42%;

➤ Sau khi vừa nâng sở hữu tại dự án Đồng Đăng – Trà Lĩnh lên 40% vào cuối năm ngoái, HHV tiếp tục lên kế hoạch góp vốn 236 tỷ đồng dự án.

Chi tiết về hai dự án đầu tư của HHV trong năm 2025

| Dự án Cam Lâm – Vĩnh Hảo                 |                   | Dự án Đồng Đăng – Trà Lĩnh                     |                       |
|------------------------------------------|-------------------|------------------------------------------------|-----------------------|
| (Dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam GĐ1) |                   | (Dự án mở rộng cao tốc Bắc – Nam GĐ 2026-2030) |                       |
| Khánh Hòa – Ninh Thuận – Bình Thuận      |                   | Lạng Sơn – Cao Bằng                            |                       |
| Tổng mức đầu tư                          | 8.925 tỷ đồng     | Tổng mức đầu tư                                | 23.000 tỷ đồng (2 GĐ) |
| Thời gian khởi công                      | Tháng 11 năm 2021 | Thời gian khởi công                            | Tháng 1 năm 2024      |
| Thời gian thông tuyến                    | Tháng 4 năm 2024  | Thời gian thông tuyến                          | Cuối năm 2025 (GĐ 1)  |
| Chiều dài                                | 78.5 km           | Chiều dài                                      | 121 km                |
| Số làn xe                                | 4 làn             | Số làn xe                                      | 4 làn                 |
| Chiều rộng                               | 17 m              | Chiều rộng                                     | 13,5 – 17 km          |
| Tốc độ tối đa                            | 90 km/h           | Tốc độ tối đa                                  | 80 km/h               |

Nguồn: BMSC Tổng hợp



Vị trí của dự án  
Đồng Đăng –  
Trà Lĩnh

Nguồn: VNEXPRESS

PHẦN IV

# PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

## Đợt tái cơ cấu trong năm 2019

Với mong muốn thực hiện IPO tại HHV, Tập đoàn Đèo Cả đã thực hiện tái cấu trúc toàn diện cho công ty trong năm 2019, cụ thể:

- HHV đã tăng vốn từ 79,3 tỷ đồng lên 2.373,8 tỷ đồng dưới hình thức phát hành riêng lẻ hoán đổi nợ tỷ lệ 3,016%, tương đương với 239.400.000 cổ phiếu (10.000đ nợ bằng 1 cổ phần).
- HHV đồng thời nhận chuyển nhượng 239.446.590 cổ phần và đầu tư vào 05 dự án hạ tầng.
- Nâng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài từ 0% lên 49%.

Hoạt động tái cơ cấu được thực hiện trong năm 2019 đã giúp HHV mở rộng thị phần và tăng trưởng doanh thu từ mảng khai thác, vận hành dự án trong vài năm trở lại đây. Đồng thời, công ty cũng đã hình thành đủ cơ sở tài sản để đáp ứng điều kiện vay vốn ngân hàng, tạo nền tảng cho việc triển khai các khoản đầu tư quy mô lớn.

### 05 công ty nhận cổ phần để hoán đổi nợ

| Nhà đầu tư chuyển nhượng cổ phần        | Số cổ phần nhận chuyển nhượng (cổ phần) | Công nợ phải trả (đồng) |
|-----------------------------------------|-----------------------------------------|-------------------------|
| CTCP Đầu tư Hải Thạch B.O.T             | 111.783.125                             | 1.117.831.250.000       |
| CTCP Đầu tư hạ tầng miền bắc            | 88.230.365                              | 882.303.650.000         |
| CTCP Tập đoàn Hải Thạch                 | 12.200.000                              | 122.000.000.000         |
| CTCP BOT Hưng Phát                      | 16.400.000                              | 164.000.000.000         |
| CTCP Đầu tư thương mại Quốc tế Hà Thành | 10.833.100                              | 108.331.000.000         |

*Nguồn: HHV*

### Dự án công ty nhận chuyển nhượng bằng cách phát hành cổ phần để hoán đổi nợ

| Dự án                                                                                                                                                                         | Chủ đầu tư                               | Giá trị đầu tư (tỷ đồng) | Tỷ lệ sở hữu |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|--------------------------|--------------|
| Dự án đầu tư xây dựng Hầm đường bộ Phước Tượng và Phú Gia, Quốc lộ 1, qua tỉnh Thừa Thiên Huế                                                                                 | CTCP Phước Tượng Phú Gia                 | 272                      | 99%          |
| Dự án đầu tư xây Công trình mở rộng Quốc lộ 1 đoạn Km 1374+525 – Km1392 và Km1405 – Km1425, qua tỉnh Khánh Hòa                                                                | CTCP BOT Đèo Cả Khánh Hòa                | 122                      | 40%          |
| Dự án Hầm đường bộ qua Đèo Cả bao gồm hầm Đèo cả & Cổ Mã, hầm Cù Mông và hầm Hải Vân                                                                                          | CTCP Đầu tư Đèo Cả                       | 1.118                    | 64%          |
| Dự án đầu tư xây dựng tuyến Cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn đoạn Km1+800 – Km108+500, kết hợp tăng cường mặt đường QL1 đoạn Km1+800 – Km106+500, tỉnh Bắc Giang và tỉnh Lạng Sơn | CTCP BOT Bắc Giang – Lạng Sơn            | 788                      | 61%          |
| Dự án Thành phần 2 tuyến Cao tốc từ cửa khẩu Hữu Nghị – Chi Lăng (Km1+800 – Km44+749,67), tỉnh Lạng Sơn                                                                       | CTCP BOT Bắc Giang – Lạng Sơn – Hữu Nghị | 94                       | 22%          |

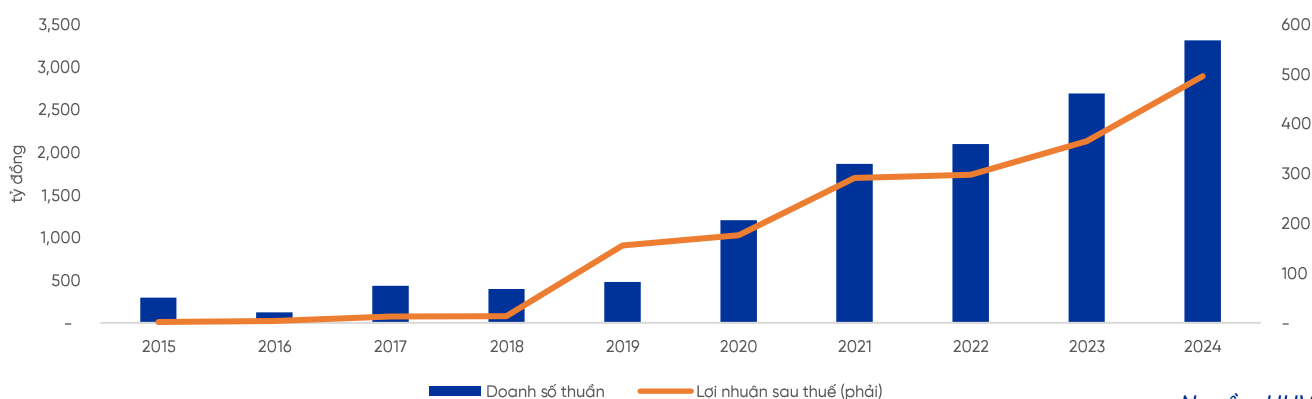
*Nguồn: HHV*

## Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng ổn định

HHV đã ghi nhận sự tăng trưởng doanh thu tốt trong thời gian qua, đặc biệt sau khi thực hiện tái cấu trúc thành công từ năm 2019, chi tiết:

- Về doanh thu thuần, tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) trong 10 năm và 5 năm gần nhất lần lượt đạt 29,16%/năm và 47,30%/năm.
- Về lợi nhuận sau thuế, CAGR cũng duy trì đà tăng trưởng tích cực, đạt 62,68%/năm trong 10 năm và 26,14%/năm trong 5 năm.

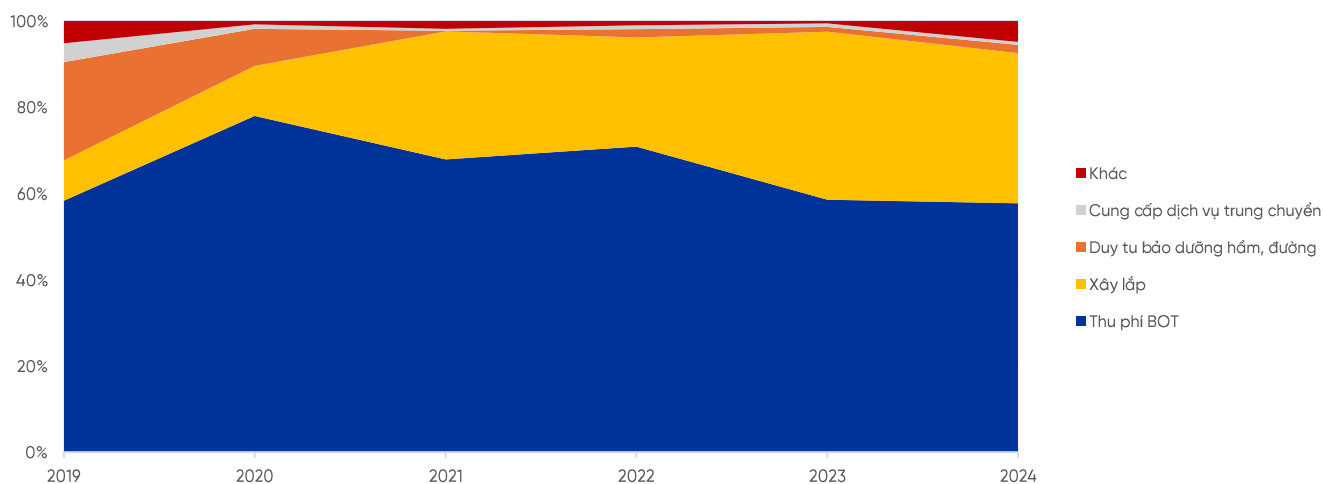
### Kết quả kinh doanh của HHV



Nguồn: HHV

Về cơ cấu doanh thu, mảng thu phí BOT chiếm tỷ trọng lớn nhất với gần 58% trong năm 2024. Tuy nhiên, tỷ trọng mảng này đang có xu hướng giảm, nhường chỗ cho sự tăng trưởng của mảng xây lắp trong bối cảnh đầu tư công ngày càng được đẩy mạnh. Chúng tôi cho rằng đây chỉ là diễn biến ngắn hạn, bởi theo Đèo Cả Group, HHV sẽ tiếp tục tập trung vào mảng cốt lõi là đầu tư và quản lý vận hành các dự án hạ tầng giao thông.

### Cơ cấu doanh thu của HHV

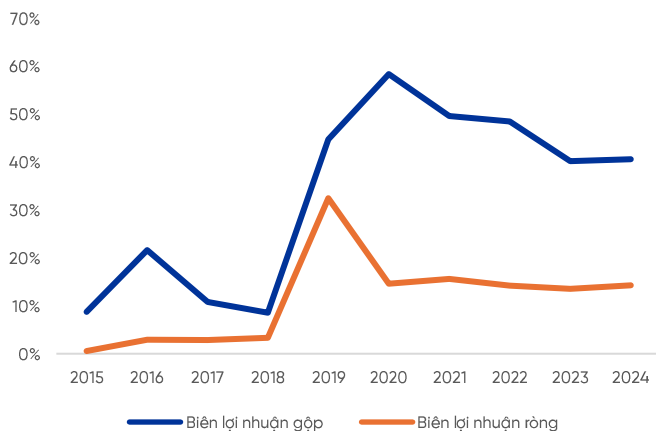


Nguồn: HHV

## Biên lợi nhuận ròng ổn định dưới áp lực giảm của biên lợi nhuận gộp

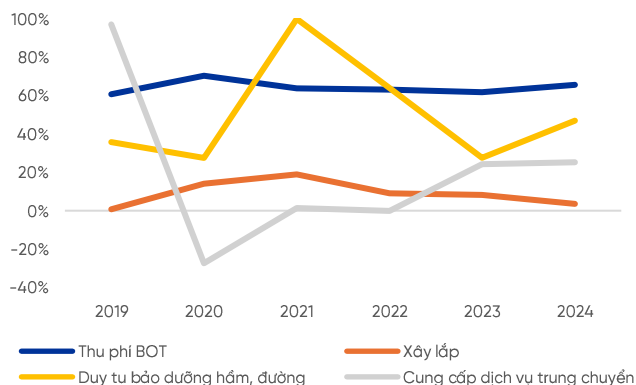
Nhìn chung, biên lợi nhuận gộp của HHV đang ghi nhận xu hướng giảm kể từ đỉnh năm 2020. Nguyên nhân chủ yếu đến từ sự thu hẹp biên lợi nhuận của mảng xây lắp, được giải thích bởi việc đảm nhận thi công các hạng mục có kết cấu đơn giản. Về mảng thu phí từ dự án BOT, HHV vẫn duy trì được biên lợi nhuận ổn định và cao so với các đối thủ.

**Biên lợi nhuận**



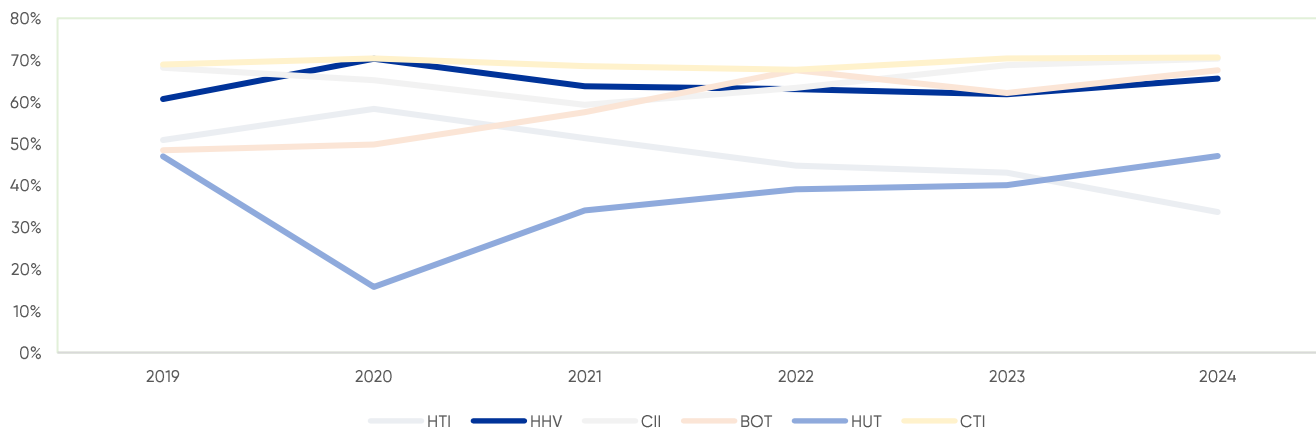
Nguồn: HHV

**Biên lợi nhuận theo mảng kinh doanh**



Nguồn: HHV

## Biên lợi nhuận gộp mảng thu phí

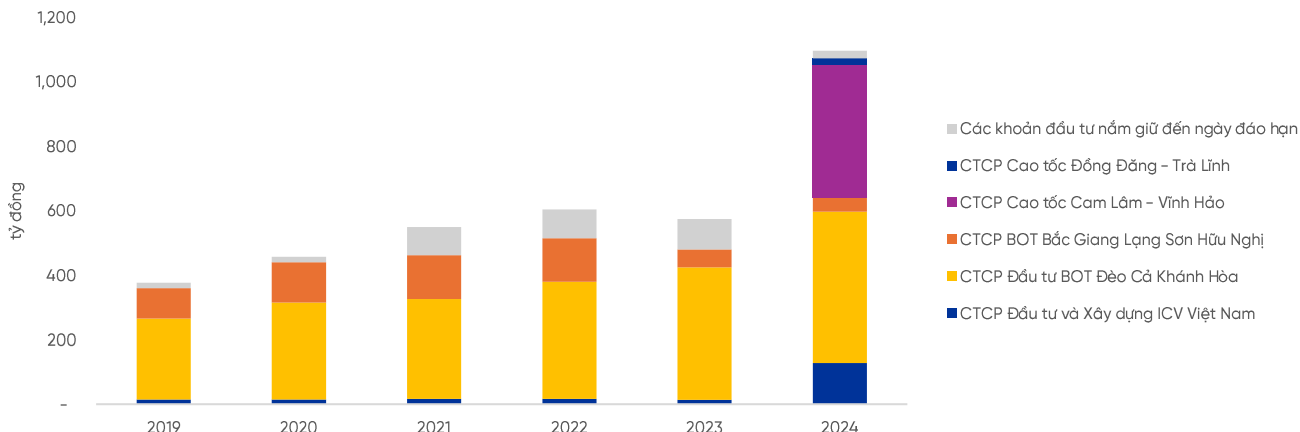


Nguồn: HTI, HHV, CII, BOT, HUT, CTI

Tuy nhiên, khi biên lợi nhuận gộp giảm từ 53% xuống 45% trong 05 năm qua, biên lợi nhuận ròng của công ty vẫn được duy trì quanh mức 15%. Diễn biến tích cực trên được hỗ trợ bởi sự hỗ trợ từ thu nhập tài chính tăng lên và chi phí quản lý doanh nghiệp giảm.

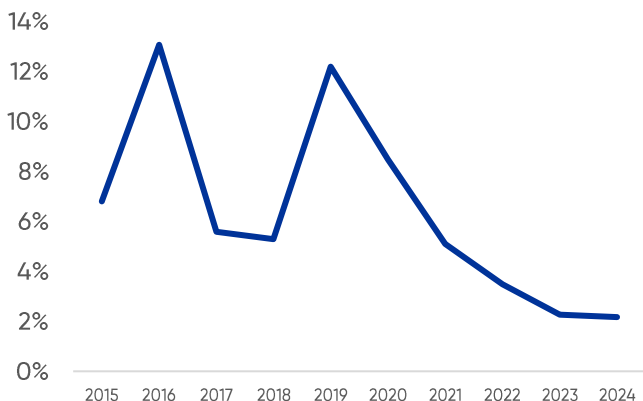
- Trong năm 2024, khoản đầu tư tài chính của HHV ghi nhận sự đóng góp từ hai dự án mới là CTCP Cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo và CTCP Cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh. Nhờ vào đó, thu nhập tài chính của HHV tăng mạnh từ 26 tỷ đồng lên 48 tỷ đồng.

## Các khoản đầu tư vào dự án hạ tầng giao thông



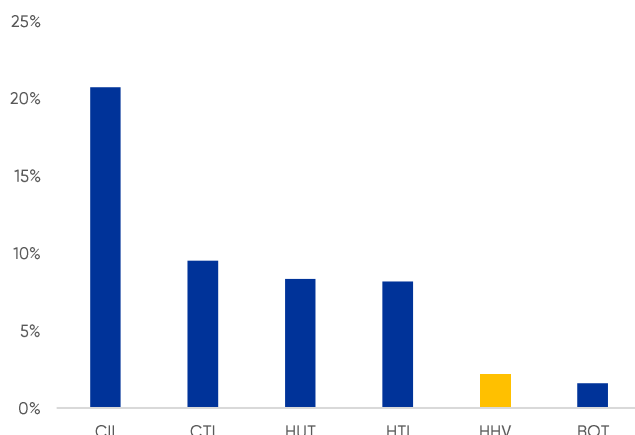
Nguồn: HHV

## Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp / Doanh thu thuần



Nguồn: HHV

## Chi phí SG&A trên doanh thu thuần



Nguồn: HTI, HHV, CII, BOT, HUT, CTI

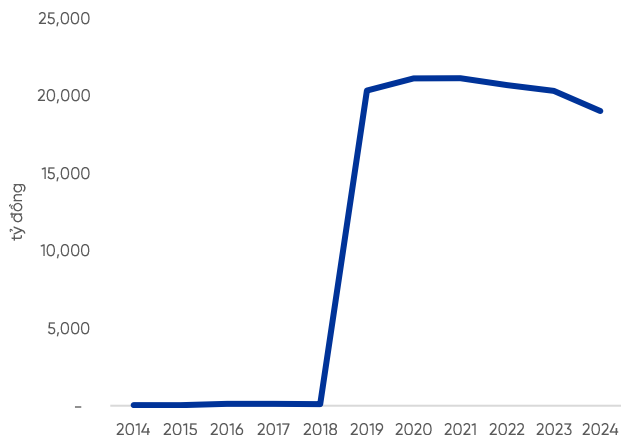
## Tỷ lệ đòn bẩy vẫn neo cao khiến áp lực lãi vay tăng

HHV dường như đang có xu hướng giảm tốc trong việc gia tăng nợ vay từ năm 2021. Một số quan sát đáng chú ý về tình hình nợ vay của doanh nghiệp bao gồm:

- Nợ dài hạn đạt gần 17.912 tỷ đồng, chiếm 94% trong tổng nợ vay;
- Chỉ số đòn bẩy đều ghi nhận sự sụt giảm nhẹ nhưng chủ yếu đến từ sự gia tăng của vốn góp;
- Chi phí lãi vay đang có ảnh hưởng lớn lên kết quả kinh doanh của công ty và chi phí lãi vay trên tổng vay nợ ghi nhận rục rịch tăng trong năm 2024.

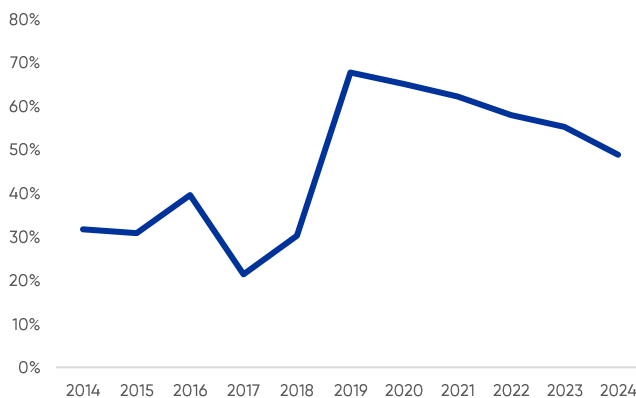
Chúng tôi cho rằng HHV sẽ không gia tăng vay nợ trong thời gian tới, do tỷ lệ đòn bẩy tài chính hiện đã ở mức cao (nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu vượt 2,5 lần). Bên cạnh đó, một số dự án gặp vướng mắc khiến tiến độ giải ngân từ phía ngân hàng bị chậm lại, trong khi chi phí lãi vay đang có xu hướng gia tăng, tạo thêm áp lực lên tình hình tài chính của doanh nghiệp.

## Vay ngắn hạn và vay dài hạn



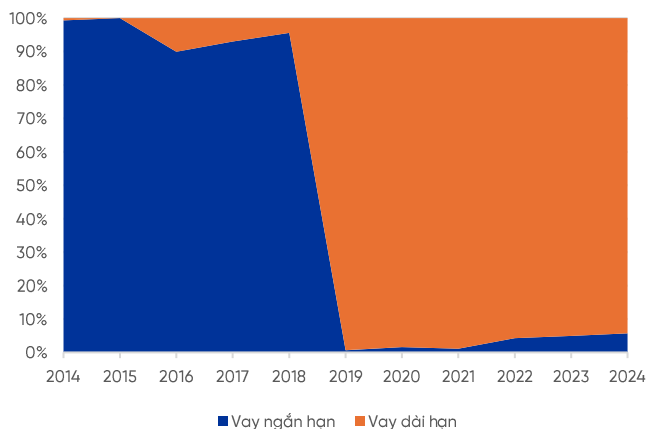
Nguồn: HHV

## Vay ngắn hạn và vay dài hạn trên tổng tài sản



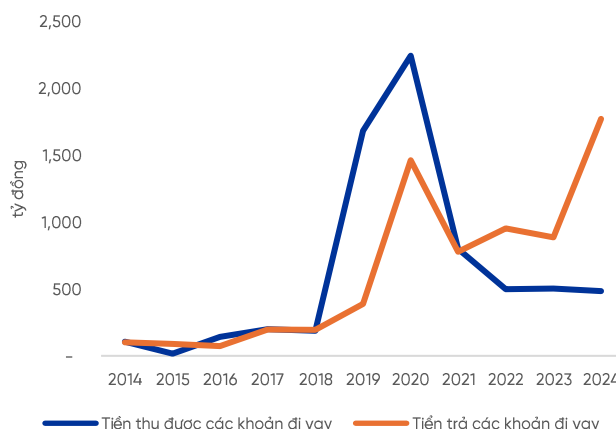
Nguồn: HHV

## Cơ cấu nợ vay



Nguồn: HHV

## Tình hình chi trả nợ vay



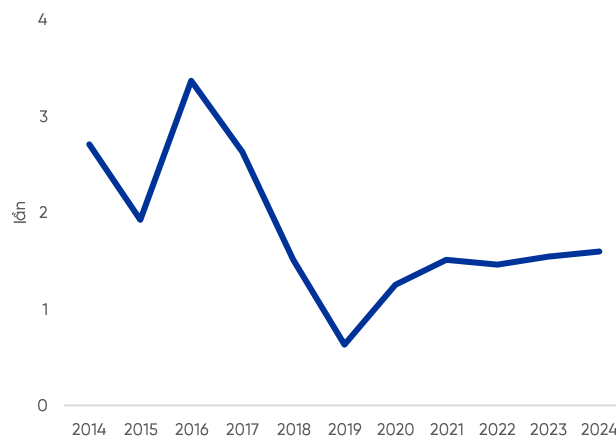
Nguồn: HHV

## Chi phí lãi vay trên tổng vay nợ



Nguồn: HHV

## Khả năng thanh toán lãi vay

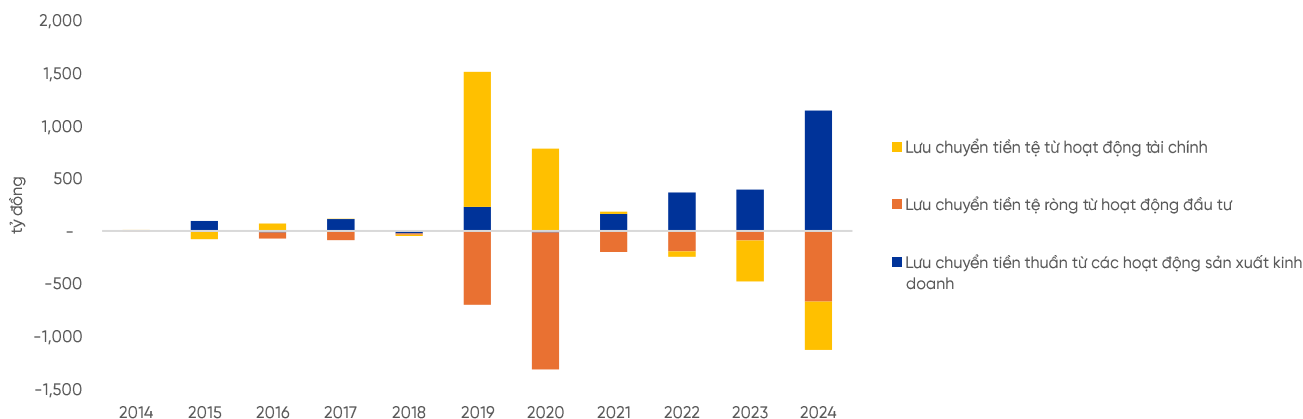


Nguồn: HHV

## Thanh khoản ở mức thấp

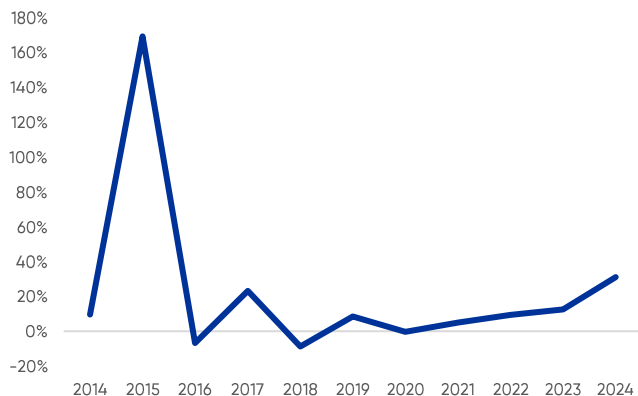
Mặc dù dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của HHV ghi nhận diễn biến tích cực trong vài năm qua, các chỉ số thanh khoản của công ty vẫn đang cho thấy sự suy yếu, chủ yếu đến từ nhu cầu đầu tư dự án và chi phí lãi vay ở mức cao.

### Tình hình lưu chuyển tiền tệ



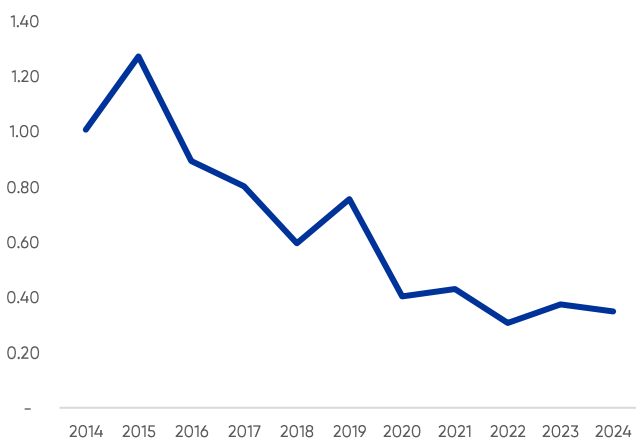
Nguồn: HHV

### Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên Nợ ngắn hạn



Nguồn: HHV

### Tỷ số thanh toán hiện hành



Nguồn: HHV

Với mức vay nợ duy trì ở mức cao, tài sản ngắn hạn hạn chế và số ngày phải thu có xu hướng gia tăng, HHV có thể sẽ gặp khó khăn trong việc mở rộng đầu tư vào các dự án BOT cũng như duy trì hoạt động kinh doanh ổn định.

- HHV dự định sẽ đấu thầu những hạng mục tại dự án Tân Phú – Bảo Lộc vào cuối năm nay;
- HHV dự kiến sẽ tiếp tục nhận chuyển nhượng cổ phần tại dự án Đồng Đăng – Trà Lĩnh và Cam Lâm – Vĩnh Hảo trong năm 2025.

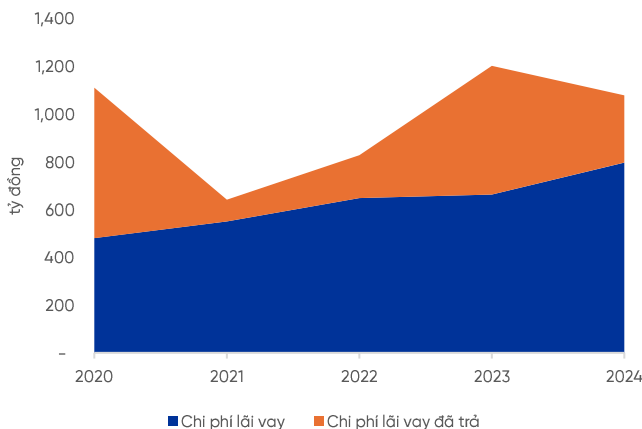
Dự báo, HHV sẽ tiếp tục duy trì chính sách giữ lại lợi nhuận và hoạt động phát hành cổ phần, vậy lên lo ngại về việc pha loãng cho cổ đông hiện hữu.

Tại ĐHCĐ năm nay, HHV đã thông qua việc chi trả 237 tỷ đồng cổ tức thông qua hình thức phát hành cổ phiếu và đồng thời phát hành cổ phiếu với giá trị 497 tỷ đồng nhằm thanh toán tiền nhận chuyển nhượng cổ phần tại CTCP Cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo.

## Chi phí trả trước lớn hỗ trợ ổn định chi phí tài chính và lợi nhuận kế toán

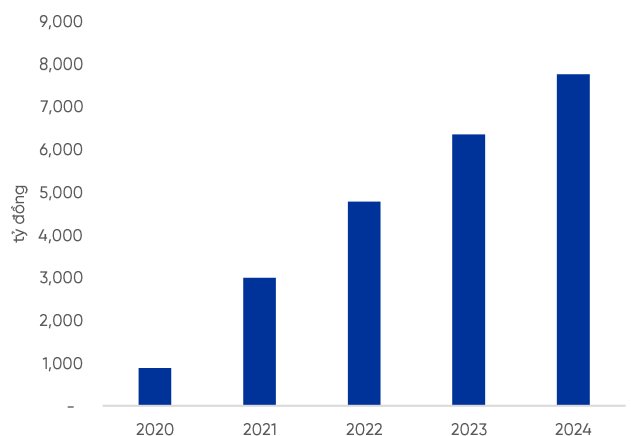
HHV đang sử dụng khoản mục 'lãi vay chờ phân bổ' và 'chi phí lãi vay phải trả' như một công cụ để làm mềm biến động chi phí tài chính và ổn định lợi nhuận kế toán trong giai đoạn đẩy mạnh đầu tư. Tuy vậy, số liệu cho thấy công ty vẫn đang thực chi cho lãi vay ở mức cao, phản ánh áp lực tài chính hiện hữu là đáng kể.

Chi phí lãi vay và chi phí lãi vay đã trả



Nguồn: HHV

Lãi vay chờ phân bổ



Nguồn: HHV

Nhận định, cách tiếp cận này giúp duy trì các chỉ số tài chính ở mức lành mạnh, qua đó giúp gia tăng khả năng kêu gọi vốn và góp phần giảm chi phí huy động. Đồng thời, doanh nghiệp có thêm sự linh hoạt trước biến động lãi suất và tận dụng lợi thế thuế thu nhập doanh nghiệp khi các dự án bước vào giai đoạn khai thác.

## Chiến lược sử dụng lãi vay chờ phân bổ

|                        | GIAI ĐOẠN PHÁT TRIỂN                                                                                                                                                                       |            |            | GIAI ĐOẠN KHAI THÁC                                                                                                                                                                                                          |                    |                    |
|------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|--------------------|
|                        | Y1                                                                                                                                                                                         | Y2         | Y3         | Y4                                                                                                                                                                                                                           | Y5                 | Y6                 |
| DOANH THU              | \$\$\$\$                                                                                                                                                                                   | \$\$\$\$   | \$\$\$\$   | \$\$\$\$\$\$\$                                                                                                                                                                                                               | \$\$\$\$\$\$\$     | \$\$\$\$\$\$\$     |
| CHI PHÍ LÃI VAY        | \$\$\$ (-)                                                                                                                                                                                 | \$\$\$ (-) | \$\$\$ (-) | \$\$\$ (+)                                                                                                                                                                                                                   | \$\$\$ (+)         | \$\$\$ (+)         |
| CHI PHÍ LÃI VAY ĐÃ TRẢ | \$\$\$                                                                                                                                                                                     | \$\$\$     | \$\$\$     | \$\$\$ (hoàn tiến)                                                                                                                                                                                                           | \$\$\$ (hoàn tiến) | \$\$\$ (hoàn tiến) |
| LÃI VAY CHỜ PHÂN BỐ    | \$                                                                                                                                                                                         | \$         | \$         | \$                                                                                                                                                                                                                           | \$                 | -                  |
| GHI CHÚ                | TRẢ DƯ                                                                                                                                                                                     | TRẢ DƯ     | TRẢ DƯ     | TRẢ ĐỦ                                                                                                                                                                                                                       | TRẢ ĐỦ             | TRẢ ĐỦ             |
| LỢI THẾ                | <ul style="list-style-type: none"> <li>EBIT/CPLV thấp và lợi nhuận kế toán tốt giúp giảm chi phí vốn;</li> <li>Linh hoạt khi điều chỉnh lợi nhuận trước biến động lãi suất lớn.</li> </ul> |            |            | <ul style="list-style-type: none"> <li>EBIT/CPLV tiếp tục ổn định nhờ vào thu nhập gia tăng;</li> <li>Lợi nhuận có thể sụt giảm khi chi phí lãi vay tăng mạnh, góp phần giảm thuế thu nhập doanh nghiệp phải trả.</li> </ul> |                    |                    |
| BẤT LỢI                | <ul style="list-style-type: none"> <li>Chi phí lãi vay thực trả cao.</li> </ul>                                                                                                            |            |            | <ul style="list-style-type: none"> <li>Bảng cân đối kế toán nhỏ lại.</li> </ul>                                                                                                                                              |                    |                    |

Nguồn: BMSC Tổng hợp

## Kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2025

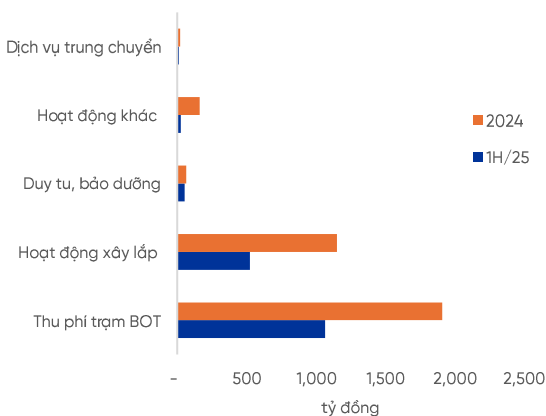
Trong 6 tháng đầu năm, HHV ghi nhận doanh thu hợp nhất trên 1.682 tỷ đồng, tăng trưởng 12% so với cùng kỳ. Lợi nhuận sau thuế đạt 324 tỷ đồng, tăng mạnh 33% và đã hoàn thành 58% chỉ tiêu lợi nhuận cả năm, cho thấy tiến độ vượt kỳ vọng.

- Tổng lưu lượng xe qua các trạm tăng 01 triệu lượt xe, tăng 11,9% so với cùng kỳ năm trước.
- Trạm Ninh Lộc giảm 23,4% lưu lượng do phân lưu sang cao tốc Vân Phong – Nha Trang.

Dưới đây là một số điểm đáng chú ý khác trong nửa đầu năm 2025:

- Biên lợi nhuận gộp (BLNG) đạt 45,97%, cao hơn so với mức 40,54% của năm 2024;
  - BLNG mảng thu phí BOT tăng 177 bps so với năm 2024;
  - BLNG mảng xây lắp tăng 85 bps so với năm 2024.
- Chi phí lãi vay vẫn đang ở mức 200 – 230 tỷ đồng / quý;
- Vay ngắn hạn và vay dài hạn dường như không đổi so với giai đoạn cuối năm 2024;
- Vốn góp của HHV trong nửa đầu năm 2025 tăng thêm 415 tỷ đồng nhờ phát hành thành công 41,5 triệu cổ phiếu riêng lẻ vào đầu tháng 5.
  - Nguồn vốn được sử dụng để góp vốn vào dự án cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh;
  - Có 15 triệu cổ phiếu được phân phối cho nhà đầu tư nước ngoài.

### Doanh thu theo hoạt động



Nguồn: HHV

### Diễn biến tại các trạm thu phí của HHV

| Trạm thu phí              | Quý 2/2025       | Quý 2/2024       | Tăng trưởng   |
|---------------------------|------------------|------------------|---------------|
| Cù Mông                   | 337.447          | 54.525           | -5,1%         |
| Đèo Cả                    | 806.259          | 739.368          | +9,04%        |
| Bắc Hải Vân               | 988.664          | 891.236          | +10,9%        |
| An Dân                    | 956.502          | 880.664          | +8,6%         |
| Ninh Lộc                  | 1.152.111        | 1.505.536        | -23,4%        |
| CT Bắc Giang – Lạng Sơn   | 755.463          | 604.844          | +25%          |
| Km93+160 QL1 BGLS         | 658.175          | 640.000          | +7,1%         |
| CT Trung Lương – Mỹ Thuận | 2.723.987        | 2.462.251        | +10,6%        |
| CT Cam Lâm – Vĩnh Hảo     | 946.544          | 256.693          | +276%         |
| <b>TỔNG</b>               | <b>9.325.152</b> | <b>8.335.117</b> | <b>+11,9%</b> |

Nguồn: HHV

PHẦN V

# ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Chúng tôi sẽ sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF để đưa ra giá mục tiêu cho cổ phần của HHV. Dưới đây là một số giả định chính:

#### **Về hoạt động kinh doanh**

- Tổng doanh thu từ mảng thu phí sẽ tăng trưởng quanh mức 8-10%/năm trong 05 năm tiếp theo. Trừ năm 2026, khi dự án Cao Tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh được đưa vào hoạt động, khiến tăng trưởng doanh thu trong năm tăng vọt lên hơn 11%;
- Doanh thu mảng xây dựng tăng trưởng tốt trong năm 2025 trước khi điều chỉnh trong năm 2026, khi nhiều thông tin về giai đoạn 2 của nhiều dự án chưa được công bố chính thức;
- Biên lợi nhuận gộp của mảng thu phí BOT được giữ nguyên khi biên lợi nhuận gộp của mảng xây dựng ghi nhận sự cải thiện nhẹ lên quanh mức 4,00%.

#### **Về sử dụng đòn bẩy**

- Chúng tôi dự báo vay ngắn hạn sẽ gia tăng nhẹ do một số khoản vay dài hạn dần đến thời điểm đáo hạn. Ngược lại, dư nợ dài hạn không ghi nhận tăng trưởng thêm, nhường chỗ cho sự gia tăng của nguồn vốn chủ sở hữu (tăng mạnh trong năm 2025 do kế hoạch đề ra).

#### **Về hoạt động đầu tư**

- Chúng tôi giả định rằng HHV sẽ không đầu tư thêm vào tài sản cố định do con số này đã chứng lại trong nhiều năm qua;
- Thay vào đó HHV sẽ đầu tư mạnh vào các công ty liên doanh.

#### **Các giả định khác**

- Chi phí quản lý doanh nghiệp sẽ tiếp tục ở mức thấp, bằng 2,50% tổng doanh thu;
- Sử dụng dữ liệu 05 năm, beta của HHV là 1,12;
- WACC sẽ bằng 11,48%;
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn sẽ là 1,50%;

#### **Định giá cổ phiếu HHV**

Với các giả định trên, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho năm tiếp theo là 14.523đ/cổ phiếu, tương ứng với mức giảm 1,87% so với giá đóng cửa ngày 29/08/2025. Chúng tôi khuyến nghị **trung lập** dành cho cổ phiếu của CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả.

PHƯƠNG PHÁP FCFF

| (Đơn vị: tỷ đồng, trừ khi có ghi chú khác) | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F       |
|--------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------------|
| EBIT                                       | 1328  | 1,454 | 1,593 | 1,712 | 1,859       |
| (-) Thuế                                   | 129   | 148   | 177   | 205   | 241         |
| (+) Khấu hao                               | 365   | 366   | 365   | 365   | 366         |
| (-) CAPEX                                  | 216   | 195   | 224   | 257   | 296         |
| (-) Thay đổi Vốn lưu động                  | 13    | 251   | 53    | 38    | 54          |
| Dòng tiền tự do                            | 1.361 | 1.226 | 1.609 | 1.652 | 1.742       |
| Hệ số chiết khấu (lần)                     | 0,90  | 0,80  | 0,72  | 0,65  | 0,58        |
| Tổng giá trị dòng tiền tự do chiết khấu    |       |       |       |       | 17.758      |
| Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn (%)              |       |       |       |       | 1,50%       |
| WACC (%)                                   |       |       |       |       | 11,48%      |
| Giá trị còn lại                            |       |       |       |       | 21.352      |
| Giá trị còn lại sau chiết khấu             |       |       |       |       | 7.203       |
| Giá Trị doanh nghiệp                       |       |       |       |       | 24.961      |
| Tiền mặt                                   |       |       |       |       | 309         |
| Tổng vay nợ                                |       |       |       |       | 18.993      |
| Giá trị vốn                                |       |       |       |       | 6.278       |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (cổ phiếu) |       |       |       |       | 432.255.528 |
| Giá trị cổ phiếu (đồng)                    |       |       |       |       | 14.523      |
| Giá ngày 29/08/2025 (đồng)                 |       |       |       |       | 14.800      |
| Tỷ lệ tăng giá (%)                         |       |       |       |       | -1,87%      |

Ghi chú: Chúng tôi giả định rằng số tiền chi ra cho việc đầu tư vào công ty liên doanh và liên kết sẽ nằm trong khoản CAPEX của công ty vì thu nhập tài chính và thu nhập từ công ty liên doanh chiếm tỷ trọng lớn trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Phân tích độ nhạy của giá cổ phiếu HHV

Mức tăng trưởng dài hạn

|             | 1,35%  | 1,40%  | 1,45%  | 1,50%  | 1,55%  | 1,60%  | 1,65%  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 11,20%      | 15.194 | 15.274 | 15.354 | 15.436 | 15.518 | 15.602 | 15.686 |
| 11,30%      | 14.866 | 14.944 | 15.022 | 15.101 | 15.181 | 15.261 | 15.343 |
| 11,40%      | 14.546 | 14.621 | 14.697 | 14.774 | 14.852 | 14.930 | 15.009 |
| WACC 11,48% | 14.296 | 14.369 | 14.443 | 14.523 | 14.594 | 14.670 | 14.748 |
| 11,60%      | 13.930 | 14.000 | 14.072 | 14.144 | 14.217 | 14.291 | 14.365 |
| 11,70%      | 13.632 | 13.701 | 13.771 | 13.841 | 13.912 | 13.983 | 14.055 |
| 11,80%      | 13.342 | 13.409 | 13.476 | 13.544 | 13.613 | 13.683 | 13.753 |



## MIỄN TRÁCH

Các thông tin và dự báo trong báo cáo này được dựa trên các nguồn thông tin mà BMSC cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và hoàn chỉnh của các thông tin này. Toàn bộ quan điểm và nhận định trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích dựa trên cơ sở phân tích chi tiết, cẩn thận hợp lý, và phù hợp với thời điểm đưa ra báo cáo này. Các quan điểm này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo này được đưa ra không nhằm mục đích khuyến nghị hay quảng cáo việc mua/bán bất cứ cổ phiếu nào. BMSC không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào đối với việc sử dụng các thông tin, phân tích, hay khuyến nghị nào từ báo cáo này. Bản quyền báo cáo này thuộc về BMSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của BMSC đều không được phép.

## HỆ THỐNG ĐÁNH GIÁ KHUYẾN NGHỊ

| MỨC ĐÁNH GIÁ | ĐỊNH NGHĨA                                          |
|--------------|-----------------------------------------------------|
| Mua          | Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường hơn 15%         |
| Nắm giữ      | Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% - 15%     |
| Trung lập    | Giá mục tiêu cao/thấp hơn giá thị trường từ 0% - 5% |
| Kém khả quan | Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ 5% - 15%    |
| Bán          | Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường hơn 15%        |



## THÔNG TIN LIÊN HỆ

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢO MINH**  
**PHÒNG PHÂN TÍCH**

Lầu 3, Tòa nhà Pax Sky, 34A Phạm Ngọc Thạch, P. Võ Thị Sáu, Q.3, TP. HCM

ĐT: +84 28 7306 8686 – Fax: +84 28 3824 7436

Website: <https://www.bmsc.com.vn>

Email: [info@bmsc.com.vn](mailto:info@bmsc.com.vn)

**Nguyễn Thị Hương Trà**  
Trưởng phòng  
[tranth@bmsc.com.vn](mailto:tranth@bmsc.com.vn)

**Phạm Gia Phú**  
Chuyên viên Phân tích  
[phupg@bmsc.com.vn](mailto:phupg@bmsc.com.vn)