

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

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu: 15,200

Upside: +23%

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 1.2025

Trong quý Q1.2025, HHV ghi nhận DTT = 735 tỷ VND (+7% YoY), LNST-CĐTS = 146 tỷ VND (+52% YoY). Trong đó:

- **Mảng BOT:** DTT = 526 tỷ VNĐ (+10% YoY) chủ yếu nhờ (1) lưu lượng xe qua trạm thu phí đạt 1.4 triệu (+16% YoY).
- **Mảng xây lắp:** DTT = 166 tỷ VNĐ (-16% YoY) do chủ yếu ghi nhận từ dự án Quảng Ngãi – Hoài Nhơn (128 tỷ VNĐ – chiếm 77% doanh thu xây lắp)
- **Mảng Duy tu:** DTT = 31 tỷ VNĐ (+425% YoY) nhờ hoàn thiện các dự án quản lý vận hành hầm, cầu đường.
- **Biên lợi nhuận gộp** đạt 52 điểm % (+4 điểm % svck) chủ yếu nhờ biên LNG mảng BOT +4 điểm % svck. Ngoài ra, biên LNG mảng xây lắp -2 điểm % svck. BSC cho rằng nguyên nhân do ghi nhận dự án Quảng Ngãi – Hoài Nhơn có biên gộp thấp hơn.
- **Doanh thu tài chính =14 tỷ VNĐ (+90% YoY)** do ghi nhận thêm từ các hợp đồng hợp tác kinh doanh BOT Cam Lâm Vĩnh Hảo.
- **Lãi từ Công ty liên kết = 31 tỷ VNĐ (+120% YoY)** do ghi nhận dự án Cam Lâm Vĩnh Hảo (14 tỷ VNĐ).

Như vậy, LNST – CĐTS +52% YoY chủ yếu đóng góp chính từ mảng BOT +10% YoY vốn có tỷ suất lợi nhuận gộp cao.

ĐÁNH GIÁ CỦA BSC – MỘT SỐ ĐIỂM ĐÁNG CHÚ Ý

- **Kết quả kinh doanh Quý 1.2025 của HHV cao hơn so với kỳ vọng của BSC** (DTT đạt 20% dự báo, LNST – CĐTS đạt 30% dự báo) ([Dự báo trước đó](#), DTT = 3,494 tỷ VNĐ, LNST – CĐTS : 498 tỷ VNĐ). Nguyên nhân là do (1) dự án Cam Lâm Vĩnh Hảo đi vào thu phí trong Quý 1 có doanh thu cao hơn so với dự báo của BSC, (2) lưu lượng xe qua hầm Đèo Cả - Hải Vân tốt hơn dự báo sau khi kết nối toàn tuyến với cao tốc BN giai đoạn 2.
- Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng xây lắp chỉ đạt 4% (tương đương với năm 2024) do ghi nhận chủ yếu dự án Quảng Ngãi - Hoài Nhơn có tỷ suất lợi nhuận thấp khi dự án đầu tư công không chủ động được mở nguyên vật liệu. Tỷ suất lợi nhuận gộp 4% thấp hơn so với dự báo của BSC.

KQKD	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	2,095	2,686	3,308	3,552
Lợi nhuận gộp	1,017	1,079	1,344	1,566
NPATMI	264	322	404	583
EPS	1,377	978	973	1,230

BÁO CÁO CẬP NHẬT

09/06/2025 – HSX: HHV

Trung tâm phân tích BSC

Vũ Công Hoàng Duy

(Chuyên viên phân tích)

Duyvch@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	12,350
Cổ phiếu LH (Triệu):	474
Vốn hoá (Tỷ VND):	5,925
Thanh khoản 30n (Triệu):	7.5
Sở hữu nước ngoài:	8%

Mở tài khoản



TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2025 – 2026

So với Báo cáo trước đó, BSC giữ nguyên quan điểm đối với HHV: Động lực tăng trưởng chính trong năm 2025 sẽ vẫn tới từ mảng BOT và mảng Xây lắp. Trong đó:

- BSC cho rằng doanh thu mảng BOT sẽ duy trì tăng trưởng tốt +13% YoY trong 2025 nhờ (1) lưu lượng xe qua trạm thu phí +12% YoY. Sang năm 2026, lưu lượng giao thông cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn kỳ vọng tăng 30-40% YoY sau khi kết nối được với cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng và Đồng Đăng Trà Lĩnh đi vào khai thác vào đầu năm 2026.
- Doanh thu mảng xây lắp kỳ vọng tăng trưởng +9% YoY trong năm 2025 do (1) tổng giá trị backlog lớn đạt khoảng 5,500 tỷ VNĐ (+57% Ytd - bổ sung thêm dự án Tân Phú – Bảo Lộc) đảm bảo công việc cho 2 năm tới và (2) các dự án thi công trọng điểm như Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, Bình Định ở cuối kỳ xây lắp. Chúng tôi dự báo biên LNG mảng xây lắp trong năm 2025 sẽ đạt 4%, bằng với biên LNG năm 2024. BSC điều chỉnh tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng xây lắp do dự án Quảng Ngãi - Hoài Nhơn có hiệu quả triển khai dự án thấp hơn khi là dự án đầu tư công và không chủ động nguồn nguyên vật liệu.
- Định giá hợp lý: P/E FWD 2025 = 10.x, P/B FWD 2025 = 0.4x. BSC cho rằng HHV sẽ được tái định giá khi dự án BOT Bắc Giang – Lạng Sơn hết lỗ. BSC cho rằng P/B HHV vẫn còn thấp so với P/B trung bình ngành, và sẽ phù hợp hơn để đánh giá lại giá trị HHV ở giai đoạn này.

Bảng: Các dự án trọng điểm của HHV trong năm 2025 – 2026 – Cập nhật Q1.2025

Dự án	Thời gian xây dựng	% Hoàn thành tới 2024	Backlog 2025 – 2026	Chú thích
Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	2023 – 2025	70%	491	
Đường ven biển Bình Định	2023 – 2025	68%	190	Chưa triển khai được nhiều do nền yếu trong năm 2024
Đường kết nối cảng Liên Chiểu	2023 – 2025	35%	93	
Đồng Đăng – Trà Lĩnh	2024 – 2026	0%	1,735	Phần việc của HHV sẽ bắt đầu thực hiện từ Q1.2025
Cao tốc TP. Hồ Chí Minh – Chơn Thành	2025 – 2027	0%	1,000	Kỳ vọng thi công vào cuối năm 2025
Cao tốc Tân Phú – Bảo Lộc	2025 – 2027	0%	2,000	n.a
Tổng giá trị			5,530	

BÁO CÁO CẬP NHẬT

09/06/2025 – HSX: HHV

KHUYẾN NGHỊ: MUA
 Giá mục tiêu: 15,200
 Upside: +23%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VNĐ): 12,350
 Cổ phiếu LH (Triệu): 474
 Vốn hoá (Tỷ VNĐ): 5,925
 Thanh khoản 30n (Triệu): 7.5
 Sở hữu nước ngoài: 8%

CẬP NHẬT DỰ BÁO KQKD NĂM 2025

- So với Báo cáo trước đó, BSC tăng 2% Doanh thu và tăng +17% LNST - CĐTS, chủ yếu do lưu lượng xe qua trạm thu phí Đèo Cả - Cù Mông - Hải Vân tăng tốt hơn dự báo.

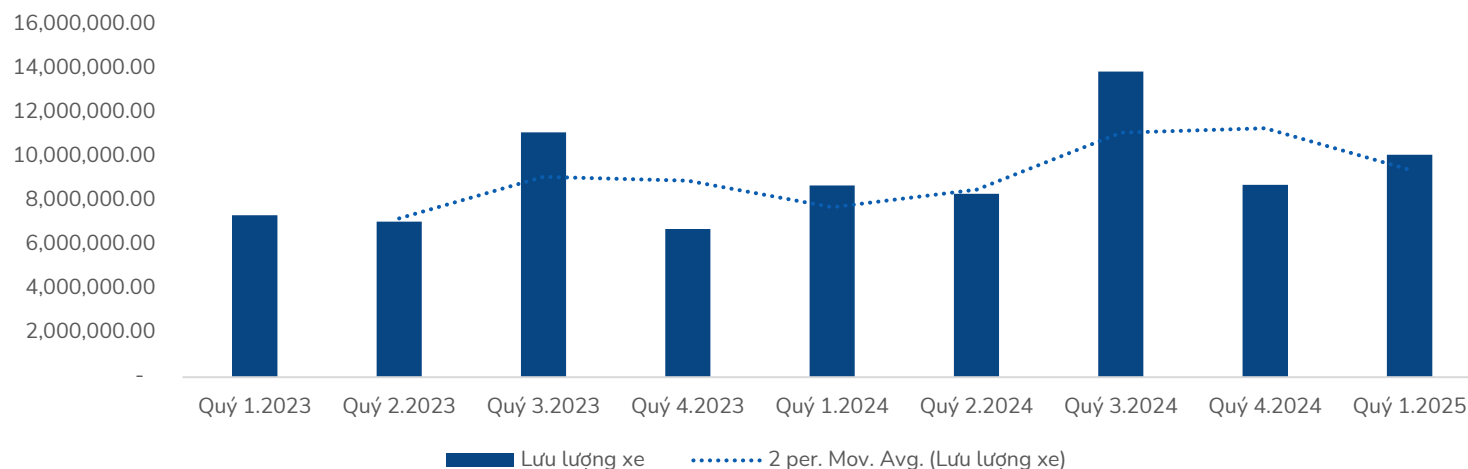
Dự báo mới: Trong năm 2025, BSC dự báo HHV ghi nhận Doanh thu thuần đạt 3,552 tỷ VND (+7% YoY), LNST-CĐTS đạt 583 tỷ VND (+37% YoY), EPS FWD 2025 = 1,230, P/E FWD = 10.x. P/B FWD = 0.4x. Trong đó:

- Doanh thu BOT đạt 2,165 tỷ VNĐ (+13% YoY)** nhờ lưu lượng xe qua trạm +12% YoY trong năm 2025, chủ yếu đóng góp từ dự án Hầm Đèo Cả - Cù Mông - Hải Vân và QL1 Khánh Hòa - Ninh Lộc.
- Doanh thu xây lắp đạt 1,386 tỷ VNĐ (+20% YoY)** nhờ ghi nhận từ dự án Quảng Ngãi - Hoài Nhơn và Hữu Nghị - Chi Lăng.
- Doanh thu duy tu bảo dưỡng đạt 79 tỷ VNĐ (+20% YoY)** do mở rộng công tác vận hành các công trình quản lý (ghi nhận thêm do thêm dự án từ CTLK, lưu lượng xe tăng, . . .)
- Biên lợi nhuận gộp đạt 44% (+4 điểm % YoY)** do biên gộp mảng BOT +2 điểm % YoY và biên gộp mảng Xây lắp đi ngang.
- Doanh thu từ công ty liên kết đạt 106 tỷ VNĐ (+82% YoY)** do ghi nhận thêm từ cao tốc Cam Lâm Vĩnh Hảo (48 tỷ VNĐ).

RỦI RO

- Các đợt phát hành trong năm 2025 có thể gây pha loãng cổ phiếu

Biểu đồ: Lưu lượng xe qua trạm thu phí giai đoạn 2023 – Q1.2025



BÁO CÁO CẬP NHẬT

09/06/2025 – HSX: HHV

KHUYẾN NGHỊ:

MUA

Giá mục tiêu:

15,200

Upside:

+23%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND): 12,350

Cổ phiếu LH (Triệu): 474

Vốn hoá (Tỷ VND): 5,925

Thanh khoản 30n (Triệu): 7.5

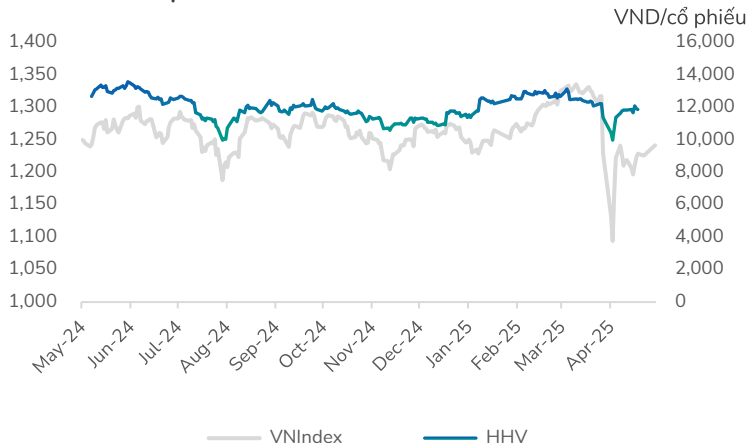
Sở hữu nước ngoài: 8%

KHUYẾN NGHỊ CỦA BSC

BSC tiếp tục duy trì quan điểm MUA đối với cổ phiếu HHV. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh tăng +7% vốn hóa năm 2025 lên mức 7,186 tỷ VNĐ, tương đương giá trị cổ phiếu là 15,200 VNĐ/cp, **Upside +23%** so với ngày 06/06/2025 dựa trên phương pháp định giá RNAV. So với [Báo cáo trước đó](#), BSC tăng dự báo về doanh thu và LNST lần lượt là 2% và 17% chủ yếu do tăng lưu lượng xe môtô BOT, do đó, kéo theo tăng giá mục tiêu +7%. Các giả định khác vẫn giữ nguyên.

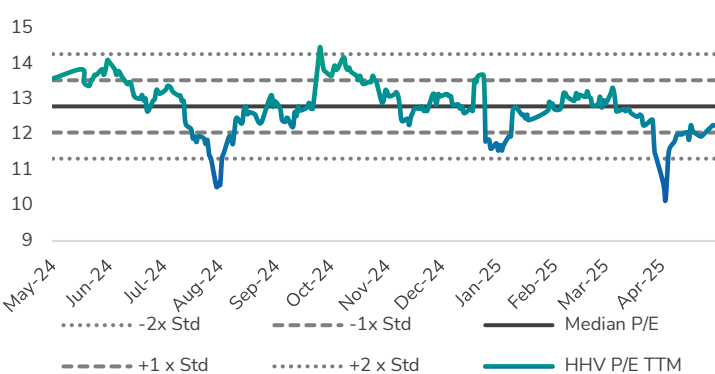
Tham khảo báo cáo HHV gần nhất của BSC tại [Báo cáo ngành](#).

Hình 1: Giá cổ phiếu HHV và VnIndex



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 3: Định giá P/E của HHV Lần



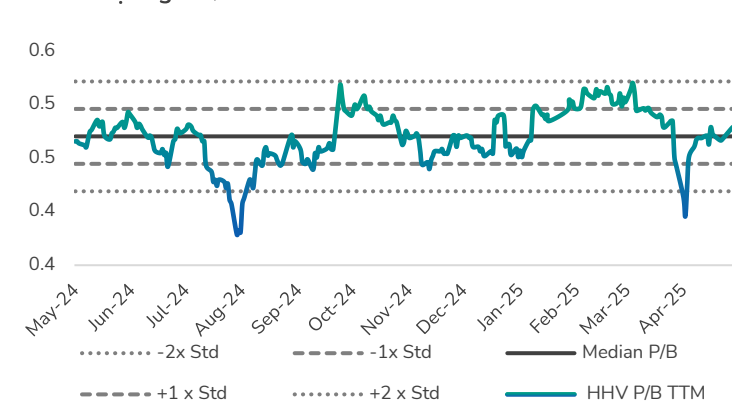
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 2: Định giá RNAV

Dự án	Giá trị
Đèo Cả - Cù Mông - Hải Vân	12,794
Phước Tượng - Phú Gia	1,044
Bắc Giang - Lạng Sơn	6,616
QL1 Khánh Hòa	2,720
CTLK	1,104
Nợ vay	(17,650)
Tổng giá trị doanh nghiệp	7,186
Giá mục tiêu	15,200

Nguồn: BSC Research

Hình 4: Định giá P/B của HHV



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

BÁO CÁO CẬP NHẬT

09/06/2025 – HSX: HHV

KHUYẾN NGHỊ:

MUA

Giá mục tiêu:

15,200

Upside:

+23%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VNĐ): 12,350

Cổ phiếu LH (Triệu): 474

Vốn hoá (Tỷ VNĐ): 5,925

Thanh khoản 30n (Triệu): 7.5

Sở hữu nước ngoài: 8%

PHỤ LỤC: CẬP NHẬT THÔNG TIN ĐHCĐ NĂM 2025 & HỢP NHÀ ĐẦU TƯ NĂM 2025 - MỘT SỐ ĐIỂM ĐÁNG CHÚ Ý

1. Kế hoạch kinh doanh năm 2025:

Trong năm 2025, HHV đặt kế hoạch: Doanh thu thuần = 3,584 tỷ VNĐ (+8% YoY) và LNST – CĐTS = 555 tỷ VNĐ (+12% YoY). Trong đó:

- **Mảng xây lắp:** Doanh thu = 1,392 tỷ VNĐ (+21% YoY), chủ yếu ghi nhận từ 3 dự án Đồng Đăng – Trà Lĩnh, Hữu Nghị - Chi Lăng và TP.HCM – Chơn Thành.
- **Mảng BOT:** Doanh thu = 2,100 tỷ VNĐ (+10% YoY), duy trì mức tăng trưởng tự nhiên

2. Kế hoạch phát hành: HHV phát hành riêng lẻ 415 tỷ VNĐ vào tháng 5.2025 và phát hành ra công chúng 500 tỷ VNĐ, nâng tổng vốn điều lệ lên khoảng 6,800 tỷ VNĐ.

3. Triển vọng ngành Xây lắp hạ tầng:

- Xu hướng ngành xây lắp: (1) Mở rộng dự án cao tốc Bắc Nam từ 2 làn xe lên 4 –6 làn, (2) Phát triển các tuyến ngang - trục kinh tế Đông Tây. HHV đang tập trung vào một số địa bàn như Quảng Ngãi, Pleiku, KonTum.
- Xu hướng biên lợi nhuận gộp trong thời gian tới: HHV kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận các dự án cải thiện nhờ (1) các dự án cao tốc giai đoạn sau có giá ký đấu thầu tốt hơn, (2) HHV tham gia dự án PPP/ chỉ định thầu có tỷ suất lợi nhuận cao hơn dự án đấu tư công, (3) Quản lý chi phí nguyên vật liệu tốt hơn, các mô nguyên vật liệu được doanh nghiệp đề xuất lên, chủ động hơn. Dự kiến biên lợi nhuận gộp giao động từ 3-5%.
- Trong thời gian tới, HHV sẽ tham gia vào cao tốc Tân Phú – Bảo Lộc (dự kiến đấu thầu cuối năm 2025) và giai đoạn 2 của đường cao tốc TP.HCM – Trung Lương – Mỹ Thuận trong năm 2025. HHV dự kiến tham gia vào dự án đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam năm 2026 (thi công phần nền, mảng động lực học cấp nguồn điện và quản lý vận hành). Về cơ bản dự án cao tốc đường sắt Bắc Nam có các công việc thi công nền tương tự như dự án đường bộ. Tuy nhiên, cấu trúc hình học khắt khe hơn, và tỷ trọng cầu cạn, hầm lớn hơn (80%).
- HHV đặt mục tiêu tiếp theo là phát triển hạ tầng cảng biển (kế hoạch và thời gian cụ thể sẽ được thông báo khi chính thức triển khai).

4. Kế hoạch nhà nước hỗ trợ các dự án khó khăn:

- Dự kiến trình Quốc hội về việc hỗ trợ các dự án BOT trong đợt họp Quốc hội Tháng 6. Kinh phí để mua lại dự án BOT sẽ sử dụng nguồn vốn ngân sách nhà nước 2026 – 2030.
- Về phía ngân hàng: Dự án Bắc Giang Lạng Sơn được VCB cũng đồng ý giảm lãi suất xuống.

BÁO CÁO CẬP NHẬT

09/06/2025 – HSX: HHV

KHUYẾN NGHỊ:	MUA
Giá mục tiêu:	15,200
Upside:	+23%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VNĐ):	12,350
Cổ phiếu LH (Triệu):	474
Vốn hoá (Tỷ VNĐ):	5,925
Thanh khoản 30n (Triệu):	7.5
Sở hữu nước ngoài:	8%

PHỤ LỤC: BẢNG TÓM TẮT KẾT QUẢ KINH DOANH 2024

Chỉ tiêu	Q1.2024	Q1.2025	%YoY	2025F
Doanh thu thuần	689.89	735.02	7%	3,552
Giá vốn	-354.91	-348.85	-2%	-1,986
Lãi gộp	334.98	386.17	15%	1,566
DTTC	7.30	13.89	90%	50
CPTC	-208.21	-220.58	6%	-848
Trong đó: lãi vay	-208.21	-217.62	5%	-833
Lãi từ CTLK	14.00	30.79	120%	106
Chi phí Bán hàng	0.00	0.00	0%	0
Chi phí Quản lý doanh nghiệp	-16.96	-16.93	0%	-89
Lãi từ HĐKD	131.11	193.35	47%	785
Thu nhập khác, ròng	-0.14	1.10	887%	0
Lợi nhuận trước thuế	130.97	194.45	48%	785
Thuế Thu nhập doanh nghiệp	-17.00	-21.48	26%	-109
Lợi nhuận sau thuế	113.97	172.97	52%	676
Lợi ích Cổ đông thiểu số	17.97	26.73	49%	94
LNST – CĐT S	96.01	146.24	52%	583

Breakdown doanh thu

BOT	477	526	10%	2,165
Xây lắp	196	166	-16%	1,260
Duy tu	6	31	425%	79
Dịch vụ trung chuyển	6	6	4%	24
Khác	5	6	18%	24

Biên LNG	48.56%	52.54%	3.98%	44%
Biên LNR	16.52%	23.53%	7.01%	20%

Nguồn: BSC Research

BÁO CÁO CẬP NHẬT

09/06/2025 – HSX: HHV

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu: 15,200

Upside: +23%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND): 12,350

Cổ phiếu LH (Triệu): 474

Vốn hoá (Tỷ VND): 5,925

Thanh khoản 30n (Triệu): 7.5

Sở hữu nước ngoài: 8%

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

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu
Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyễn Khoa

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

Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Ngành – Doanh nghiệp
Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh

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

Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích
Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Bất Động Sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhpq@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

Nguyễn Thị Cẩm Tú

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

Lưu Thuỳ Linh

Chuyên viên phân tích
Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích
Truongnd@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 Nguyễn 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.

