

BÁO CÁO NGẮN CƠ HỘI ĐẦU TƯ

24/06/2025

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

Hưởng lợi từ đầu tư công mạnh mẽ

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh
(+84) 24-7303-5333 anhntn@kbsec.com.vn

Mua

Giá mục tiêu	14,500 VND
Vùng hỗ trợ/Điểm mua 1	11,800 – 12,100
Lợi nhuận kỳ vọng 1	20%+
Vùng hỗ trợ/Điểm mua 2	10,800 – 11,300
Lợi nhuận kỳ vọng 2	28%+

Lưu ý:

Nhà đầu tư cần kết hợp nhận định xu hướng thị trường chung, mức độ hấp dẫn của các điểm nhấn đầu tư và khẩu vị rủi ro của mình để quản lý tỷ trọng tại từng điểm mua cho phù hợp.

Do việc xác định mỗi điểm mua được dựa trên các khung thời gian khác nhau nên chúng tôi không đưa ra mức dừng lỗ cố định. Nhìn chung, mức dừng lỗ nên được đặt chặt hơn cho điểm mua gần (5-7%) và rộng hơn cho điểm mua xa (10-15%).

Hoạt động kinh doanh

TCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV) là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực xây dựng và vận hành hạ tầng giao thông tại Việt Nam. HHV đã đầu tư và thi công hơn 31 km đường hầm, 472 km cao tốc và quốc lộ, đồng thời đang quản lý vận hành 18 trạm thu phí trên toàn quốc.

Tương quan mặt bằng giá

Hiện HHV đang được thị trường định giá P/B nằm dưới 0.8 lần độ lệch chuẩn so với mức trung bình 4 năm. Với tiềm năng tăng trưởng ổn định đến từ cả mảng thu phí BOT và xây lắp, chúng tôi kỳ vọng ROE 2025/2026 của HHV sẽ đạt 4.8%/5.7%. P/B của doanh nghiệp kỳ vọng sẽ được thị trường tái định giá ở vùng 0.55, tương đương với mức giá mục tiêu 14,500 VND

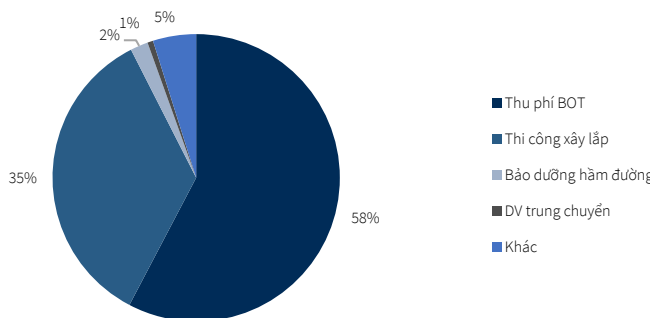
ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Các dự án BOT đem lại dòng tiền tăng trưởng ổn định cho HHV với (1) khả năng trúng thầu dự án mới cao trong bối cảnh chính phủ đẩy mạnh đầu tư công, (2) tăng trưởng lưu lượng xe ổn định trung bình 5-10%/năm và (3) mức thu phí dự kiến tăng khoảng 10% sau mỗi 4 năm

Backlog xây lắp cuối 2024 đạt 3,996 tỷ VND (+9.5% yoy), đảm bảo nguồn công việc cho HHV trong 2 – 3 năm tới

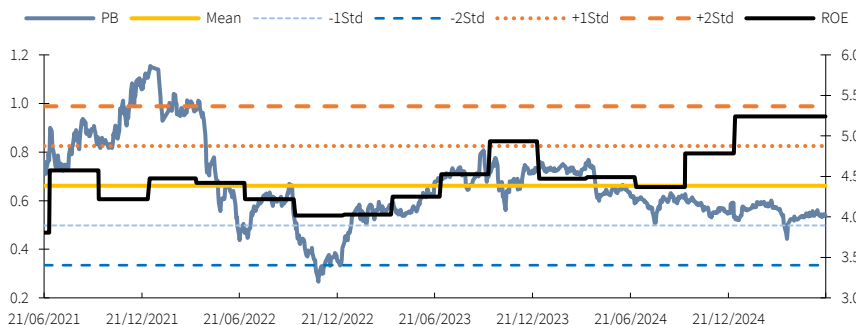
Cơ hội lớn từ các dự án đường sắt. Theo quy hoạch, các dự án đường sắt dự kiến triển khai tới 2050 sẽ đem lại nguồn cơ hội công việc lớn trong dài hạn cho HHV khi là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng giao thông tại Việt Nam

Cơ cấu doanh thu 2024



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Diễn biến P/B và ROE của doanh nghiệp



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Hưởng lợi trực tiếp từ định hướng đẩy mạnh đầu tư công của chính phủ

1. Các dự án BOT đem lại dòng tiền tăng trưởng ổn định

Ngoài các dự án BOT đang triển khai (chi tiết bảng 1) đem lại dòng tiền ổn định cho doanh nghiệp trong dài hạn (hoạt động thu phí BOT đóng góp hơn 70% vào tổng doanh thu HHV với mức biên lợi nhuận gộp lên đến hơn 60%), HHV được đánh giá có triển vọng cao tiếp tục trúng thầu các dự án hạ tầng giao thông mới giai đoạn 2026 – 2030 dựa trên hồ sơ năng lực đã được khẳng định, kinh nghiệm triển khai nhiều dự án khó, góp phần mở rộng quy mô tài sản BOT, đảm bảo dòng tiền chủ chốt cho doanh nghiệp. Cụ thể:

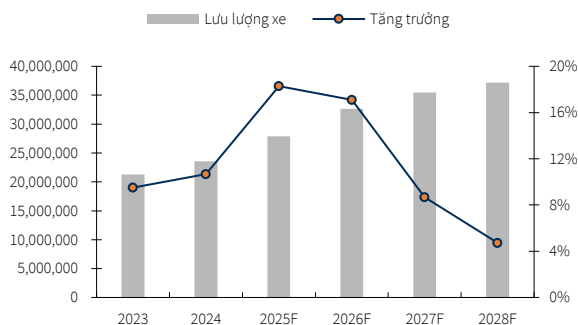
- HHV đang đầu tư và nghiên cứu gần 400 km đường cao tốc mới với tổng vốn đầu tư trên 100,000 tỷ đồng bao gồm: cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh (Cao Bằng), cao tốc Hữu Nghị – Chi Lăng (Lạng Sơn), cao tốc TP.HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành, vành đai 4 TP.HCM đoạn qua Bình Dương, cao tốc TP.HCM – Trung Lương – Mỹ Thuận giai đoạn 2.
- Chính phủ đặt mục tiêu phát triển 3,000 km cao tốc vào 2025 và 5,000 km vào 2030. Để đạt được mục tiêu này, nhiều dự án cao tốc giai đoạn 2026-2030 sẽ được đẩy mạnh triển khai, tạo cơ hội tham gia nhiều dự án mới cho HHV.

Bảng 1. Các dự án trọng điểm đang triển khai

Dự án đầu tư	TMDT	TG thu phí	Quy mô
Hầm đường bộ Phước Tượng - Phú Gia	1,559	19 năm (2016-2035)	Hầm Phước Tượng 357m, đường dẫn 2 phía & cầu trên tuyến 4.1km Hầm Phú Gia 447m, đường dẫn 2 phía & cầu trên tuyến tổng 2.6km
MR QL1 - Khánh Hòa	2,644	21 năm 8 tháng (2016-2038)	Tổng 37.7km
Hầm đường bộ qua Đèo Cả	18,904	27 năm 5 tháng (2018-2046)	Hầm Đèo Cả 4.1km Hầm Cổ Mã 500m Hầm Cù Mông 2.6km Hầm Hải Vân 6.29km
Cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn	12,188	28 năm 7 tháng (2020-2049)	Cao tốc BG - LS dài 63.86km, QL1 110.2km
Cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh	14,114	22 năm 4 tháng (2026-2048)	Tổng 93.35km
Cao tốc Cam Lâm - Vĩnh Hảo	8,925	17 năm (2024-2041)	Tổng 78.5km

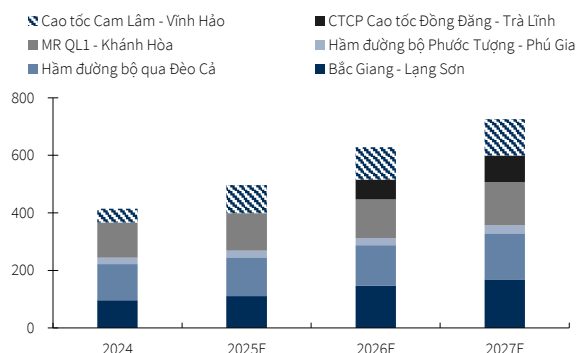
Nguồn: HHV

Biểu đồ 2. Lưu lượng xe qua các trạm thu phí (lượt)



Nguồn: HHV, KBSV

Biểu đồ 3. Đóng góp lợi nhuận cho HHV của 1 số dự án BOT chính (tỷ VND)



Nguồn: HHV, KBSV

Tăng trưởng bền vững từ lưu lượng xe và mức thu phí

Lưu lượng xe năm 2024 tăng từ 7 – 16% yoy tùy vào trạm thu phí, dự kiến duy trì tăng trưởng ổn định trung bình 5 -10%/năm tùy dự án trong suốt thời gian thu phí còn lại đến từ (1) sự gia tăng tự nhiên của phương tiện ô tô cá nhân, (2) nhu cầu vận tải logistics và đi lại tăng theo đà tăng trưởng kinh tế và (3) mạng lưới hạ tầng dần hoàn thiện thúc đẩy mạnh mẽ lưu lượng xe, tuyến kết nối Đồng Đăng – Trà Lĩnh và Hữu Nghị - Chi Lăng khi hoàn thành sẽ thông suốt cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn tới cửa khẩu biên giới, thu hút thêm lượng lớn lượt xe qua tuyến.

Về phí thu tại trạm thu phí, từ cuối tháng 4 vừa qua, giá vé qua trạm thu phí Km93+160 trên QL1 (dự án cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn) đã điều chỉnh tăng với mức tăng cao nhất gần 15%. Mức thu phí kỳ vọng sẽ được điều chỉnh tăng tối thiểu 10% sau mỗi 4 năm (theo thông lệ hợp đồng BOT tăng phí lũy kế 15% mỗi 3 năm), cùng với việc tăng lưu lượng xe qua trạm kỳ vọng sẽ tạo dư địa tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận bền vững cho HHV.

2. Backlog lớn đảm bảo nguồn công việc xây dựng cho HHV giai đoạn 2025 – 2026**Backlog cuối 2024 đạt 3,996 tỷ VND**

Cuối 2024, giá trị sản lượng xây lắp còn lại của HHV ghi nhận 3,996 tỷ VND, tương đương 3.5 lần doanh thu xây lắp ghi nhận 2024, đảm bảo nguồn công việc cho HHV trong 2-3 năm tới. Cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn và Đồng Đăng – Trà Lĩnh dự kiến sẽ đóng góp chính vào doanh thu 2 năm tới do 2 dự án này đều đến hạn hoàn thành vào năm nay và năm sau (bảng 4).

Hiện HHV đang đề xuất thi công dự án mở rộng cao tốc Bắc Nam, mở rộng 1,144 km cao tốc từ 4 làn xe lên 6 làn xe với tổng mức đầu tư lên đến hơn 152 nghìn tỷ. Với cơ chế chỉ định thầu ưu tiên nhà thầu từng tham gia trước đó (Cam Lâm – Vĩnh Hảo và Bắc Giang – Lạng Sơn đều thuộc cao tốc Bắc – Nam), chúng tôi đánh giá HHV có xác suất cao được giao thầu. Việc nhận được gói thầu lớn từ dự án này sẽ giúp gia tăng đáng kể backlog xây lắp cho HHV giai đoạn 2026 – 2030, mang lại dòng tiền lớn nhanh chóng cho doanh nghiệp.

Bảng 4. Các dự án trọng điểm thi công giai đoạn từ nay đến 2027 (tỷ VND)

Dự án thi công	TMĐT	Giá trị hợp đồng HHV	Sản lượng còn lại cuối 2024	Sản lượng 1Q2025	Doanh thu 1Q2025	Doanh thu dự kiến 2025
Cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	20,470	1,671	502	119	128	502
Dự án đường ven biển Bình Định	1,081	536	172	18	14	90
Đường nối cảng Liên Chiểu ĐN	1,203	134	87	13	12	60
Cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh	14,114	1,735	1,735	17	7	678
Cao tốc Hồ Chí Minh - Thủ Dầu Một - Chơn Thành	8,833	Dự kiến sản lượng ký kết 1,500 tỷ VND				

Nguồn: HHV

3. Cơ hội lớn từ các dự án đường sắt

Quy hoạch hệ thống đường sắt với hơn 3,200km mới đem lại nguồn công việc lớn cho các doanh nghiệp xây dựng

HHV có cơ hội lớn từ các dự án đường sắt (tổng mức đầu tư dự kiến lên đến 166 tỷ USD) như đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam, 3 tuyến kết nối Trung Quốc bao gồm Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng (được Quốc hội thông qua tháng 2/2025), Hà Nội – Lạng Sơn, Hải Phòng – Hạ Long – Móng Cái và tuyến metro đô thị Hà Nội, TP.HCM. Với kinh nghiệm thi công hầm, cầu và nền đường, HHV có thể đảm nhận các gói EPC phần thô trị giá hàng nghìn tỷ đồng, tăng mạnh doanh thu xây lắp giai đoạn 2026–2035 và củng cố vị thế trong lĩnh vực hạ tầng quốc gia.

Bảng 5. Quy hoạch hệ thống đường sắt

Loại hình	Quy mô	Tổng mức đầu tư	Tiến độ
ĐSTĐC Bắc - Nam	Chiều dài 1,541 km, 23 ga hành khách, 5 ga hàng hóa	68 tỷ USD	Báo cáo nghiên cứu khả thi 2025, hoàn thành cơ bản 2035
Đường sắt đô thị Hà Nội	10 tuyến tổng 417.8 km		2025-2050, khởi công 2 tuyến trong 2025
Đường sắt đô thị TP.HCM	10 tuyến tổng 510 km	77.2 tỷ USD	2026-2028: GPMB Hoàn thành 7 tuyến (355km) đến 2035 Hoàn thành 3 tuyến (115km) đến 2045

Nguồn: HHV

Yếu tố rủi ro

Biến động giá vật liệu xây dựng

Biến động giá các vật liệu đầu vào như cát, đá, xi măng sẽ tác động trực tiếp tới biên lợi nhuận xây lắp của doanh nghiệp.

Dự án chậm tiến độ hoặc giải ngân chậm

Vướng mắc về GPMB hoặc thủ tục vốn đối ứng khiến tiến độ thi công kéo dài, trì hoãn ghi nhận doanh thu, ảnh hưởng đến dòng tiền của doanh nghiệp.

Áp lực dòng tiền đầu tư

Rủi ro dòng tiền thu phí BOT chậm không đạt kế hoạch tài chính ban đầu gia tăng đáng kể rủi ro thanh khoản, đặc biệt khi HHV cần dòng tiền lớn để triển khai đồng thời nhiều dự án BOT và EPC.

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Nguyên vật liệu

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên cao cấp

nguyennd1@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhtd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Quận Ba Đình, TP Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, TP Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711
Email: info@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)**

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)**

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.