

08/04/2025

KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá hợp lý	13,500
Giá hiện tại	10,450
Tiềm năng tăng/giảm	29%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	432
Free float (%)	85%
Vốn hóa (tỷ VND)	4,927
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	6.2
Sở hữu nước ngoài (%)	7%
Ngày niêm yết đầu tiên	18/12/2015

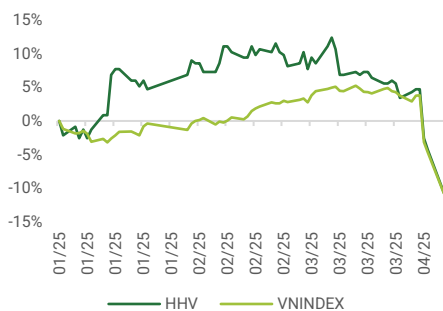
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

CTCP Đầu tư Hải Thạch BOT	16.1%
CTCP Tập đoàn Đèo Cả	1.0%

KHÍ KHẢNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	937
BVPS (VND)	21,845
Nợ/VCSH (%)	0.4
ROA (%)	1.1%
ROE (%)	3.7%
P/E	10.6
P/B	0.5
Tỷ suất cổ tức (%)	0%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV) được thành lập năm 1974, tiền thân là cơ sở sản xuất cơ khí sửa chữa ô tô trong chiến tranh Việt Nam. Hiện nay, công ty có 3 ngành nghề kinh doanh bao gồm đầu tư hạ tầng giao thông, xây dựng và vận hành dự án BOT.

KHOẢNG PHÂN TÍCH

Tổ Đình Hiền Viên
viento@phs.vn

TRIỂN VỌNG ĐẾN TỪ MẢNG XÂY LẮP

- Trong 2024, HHV ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan với doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 3,308 tỷ đồng (+23%YoY) và 473 tỷ đồng (+30%YoY). Được dẫn dắt bởi hoạt động kinh doanh chính cải thiện (bao gồm xây lắp và thu phí trạm BOT). Theo đó, lần lượt hoàn thành 105% và 117% so với kế hoạch kinh doanh năm.
- Trong 2025F, HHV tiếp tục duy trì đà cải thiện kinh doanh nhờ (i) Doanh thu thuần ước tính đạt 3,729 tỷ đồng (+13%YoY) được dẫn dắt bởi mảng kinh doanh xây lắp nhờ lượng backlog lớn, ước tính khối lượng backlog giai đoạn 2025F – 2027F tăng gấp 3.5 lần so với doanh thu giai đoạn 2023 – 2024 với điểm rơi lợi nhuận trong 2025F – 2026F và (ii) Trong kịch bản cơ sở, dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi ước tính LNST-CĐTS dự kiến cải thiện +14%YoY nhờ hiệu quả kinh doanh cốt lõi tiếp tục duy trì đà hồi phục trong 2025.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HHV với giá mục tiêu là 13,500VND/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá 29% so với giá đóng cửa tại ngày 08/04/2025, dựa trên quan điểm triển vọng kinh doanh duy trì đà cải thiện và giá cổ phiếu đang được chiết khấu về mức hấp dẫn.

Cập nhật kết quả kinh doanh 2024

Trong 2024, HHV ghi nhận doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 3,308 tỷ đồng (+23%YoY) và 473 tỷ đồng (+30%YoY), lần lượt hoàn thành 105% và 117% kế hoạch đặt ra. Một số điểm chính cần lưu ý như sau:

- Doanh thu thuần tăng trưởng khả quan +23%YoY được đóng góp chính đến từ 2 mảng kinh doanh chính:
 - Thu phí trạm BOT ghi nhận khoảng 1,914 tỷ đồng (+22%YoY) nhờ giá vé cải thiện +10%YoY và lưu lượng xe tại các trạm tăng bình quân +11%YoY.
 - Xây lắp đạt 1,152 tỷ đồng (+10%YoY) chủ yếu đến từ các dự án Quảng Ngãi – Hoài Nhơn và Cam Lâm – Vĩnh Hảo.
- Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ +0.4 bsp YoY nhờ sự cải thiện của mảng thu phí trạm BOT khi cả giá vé và lưu lượng hồi phục
- Chi phí tài chính tăng +22%YoY do chi phí lãi vay tăng +20%YoY. Chúng tôi cho rằng điều này có thể đến từ gia tăng chi phí lãi vay phân bổ của các dự án.

Dự báo kết quả kinh doanh 2025F

Chúng tôi ước tính **doanh thu thuần và LNST-CĐTS trong 2025F** lần lượt đạt **3,729 tỷ đồng (+13%YoY)** và **460 tỷ đồng (+14%YoY)**. Chủ yếu dựa trên các giả định:

- Doanh DTT 2025F ước tính tăng trưởng +13%YoY, trong đó được dẫn dắt bởi mảng kinh doanh xây lắp và mảng BOT dự kiến duy trì ổn định.** Trong đó:
 - Chúng tôi dự kiến lưu lượng xe tiếp tục tăng trưởng ổn định trong khi doanh nghiệp không có kế hoạch tăng giá vé trong năm 2025. Qua đó, doanh thu BOT dự kiến tăng trưởng nhẹ 8%YoY.
 - DTT xây lắp ước tính tăng trưởng nổi bật +23%YoY chủ yếu nhờ

các hợp đồng trong năm 2024 (bao gồm dự án cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng và Đồng Đăng - Trà Lĩnh).

2. Trong kịch bản cơ sở, dựa trên quan điểm thận trọng, **chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế dự kiến cải thiện +14%YoY nhờ hiệu quả kinh doanh cốt lõi trong 2025 giúp bù đắp được chi phí lãi vay.**

Luận điểm đầu tư

- Doanh thu trong 2025F được dẫn dắt chính bởi hoạt động xây lắp** nhờ khối lượng backlog 2025F – 2027F ước tính đạt khoảng 3.8 ngàn tỷ đồng, tăng gấp 3.5 lần so với doanh thu bình quân giai đoạn 2023 – 2024. Đáng chú ý là điểm rơi lợi nhuận xây lắp của HHV sẽ chủ yếu rơi vào trong giai đoạn 2025F – 2026F.
- LNST-CĐTS ước tính cải thiện +14%YoY nhờ hiệu quả kinh doanh trong 2025 giúp bù đắp được chi phí lãi vay**
- Định giá cổ phiếu đang được chiết khấu về vùng hấp dẫn:** Giá cổ phiếu HHV đã giảm -11%YTD do ảnh hưởng bởi thị trường chung, sau khi tổng thống Trump dự kiến áp thuế 46% lên một số mặt hàng của Việt Nam vào rạng sáng ngày 03/04/2025. HHV hiện đang được giao dịch với P/E FW 2025 khoảng 9.8x lần – thấp hơn so với P/E bình quân giai đoạn 2023 – 2024 là 14.4 lần. Theo đó, chúng tôi cho rằng đây là vùng định giá tương đối hấp dẫn sau đợt điều chỉnh mạnh tính tới ngày 08/04/2025.

Rủi ro

- Tiến độ thi công chậm hơn so với kỳ vọng
- Giá nguyên vật liệu tăng cao,
- Rủi ro pha loãng do phát hành cổ phiếu

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) với:

- P/E mục tiêu 2025 cho mảng xây lắp là 13.7x lần – tương đương với P/E trung vị ngành xây dựng.
- DCF cho mảng thu phí BOT của các công ty con.

Theo đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với HHV với giá mục tiêu là 13,500 VND/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá 29% so với giá đóng cửa tại ngày 08/04/2025.

Bảng 1: Chỉ tiêu tài chính của HHV giai đoạn 2025F-2026F

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	2,095	2,686	3,308	3,729	4,220
LNST (tỷ VND)	264	322	405	460	523
EPS (VND/ cổ phiếu)	858	978	937	1,064	1,211
Giá trị sổ sách (VND/cp)	23,320	22,760	21,845	22,870	24,036
ROE (%)	0.7%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%
ROA (%)	3.2%	3.7%	3.7%	4.0%	4.4%
P/E (x)	15.2	12.8	13.3	9.8	8.6
P/B (x)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4

Nguồn: HHV, PHS tổng hợp và dự phóng

NỘI DUNG

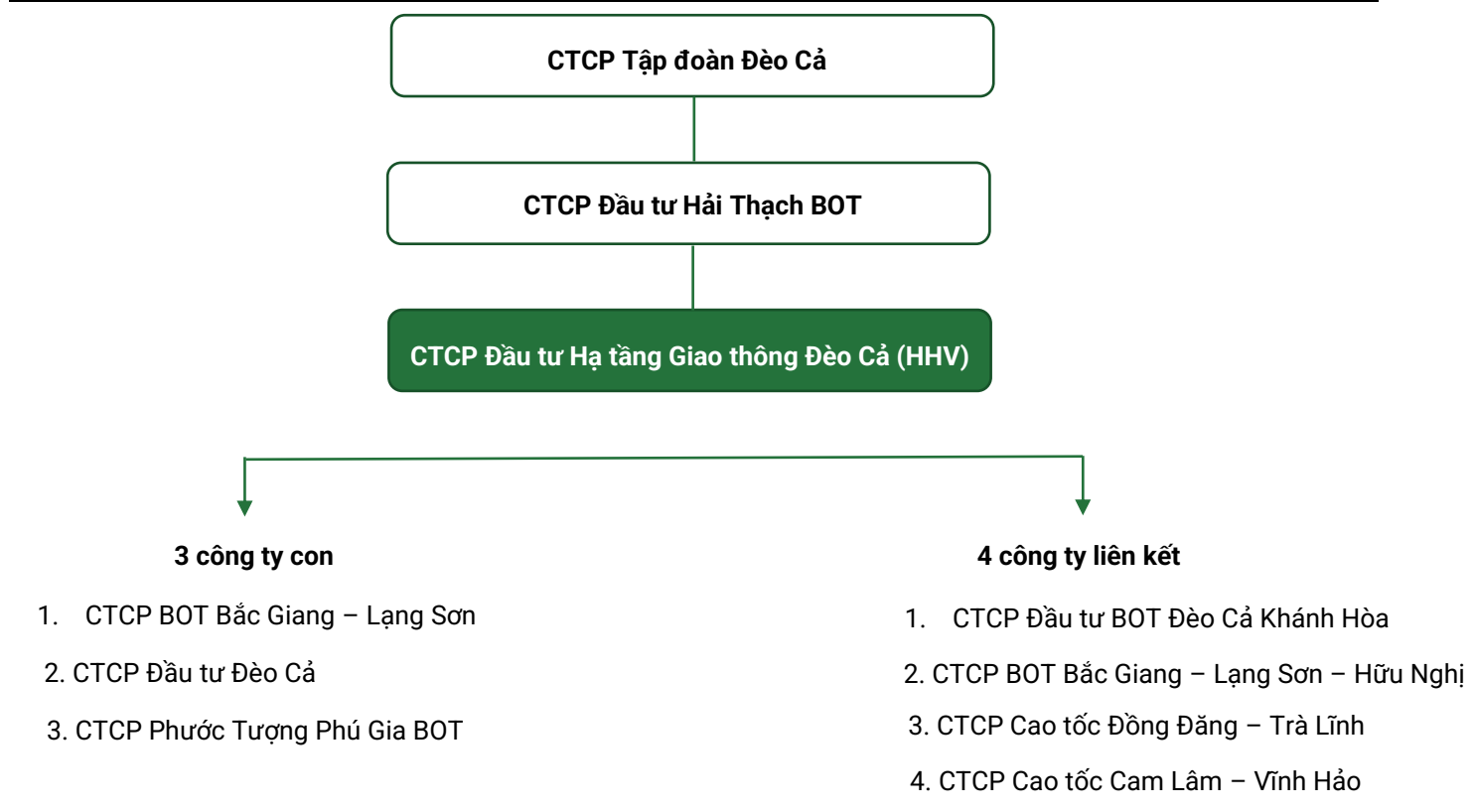
Cập nhật kết quả kinh doanh 2024	1
Dự báo kết quả kinh doanh 2025F	1
Luận điểm đầu tư	2
Rủi ro.....	2
Định giá và khuyến nghị	2
I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP.....	4
1. Giới thiệu doanh nghiệp.....	4
2. Cơ cấu cổ đông.....	5
3. Hoạt động kinh doanh chính	5
II. ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH.....	9
III. TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐẦU TƯ CÔNG NĂM 2025	18
IV. ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ	22
V. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ.....	27
VI. RỦI RO	28
Báo cáo tài chính	29

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Giới thiệu doanh nghiệp

CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HSX: HOSE) được thành lập vào 1974 có xuất phát điểm là Xưởng Thống Nhất – trực thuộc Ban Xây Dựng 67. Sau đó đã đổi tên thành Công ty Quản lý và Khai thác hầm đường bộ Hải Vân (Hamadeco) vào năm 2009. Đến năm 2019, Hamadeco đã được CTCP Tập đoàn Đèo Cả mua lại, đổi tên thành CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả và trở thành công ty con gián tiếp của tập đoàn cho tới nay. Hiện HHV đang hoạt động trong 2 lĩnh vực kinh doanh chính là thu phí trạm BOT và đầu tư xây dựng công trình đường bộ.

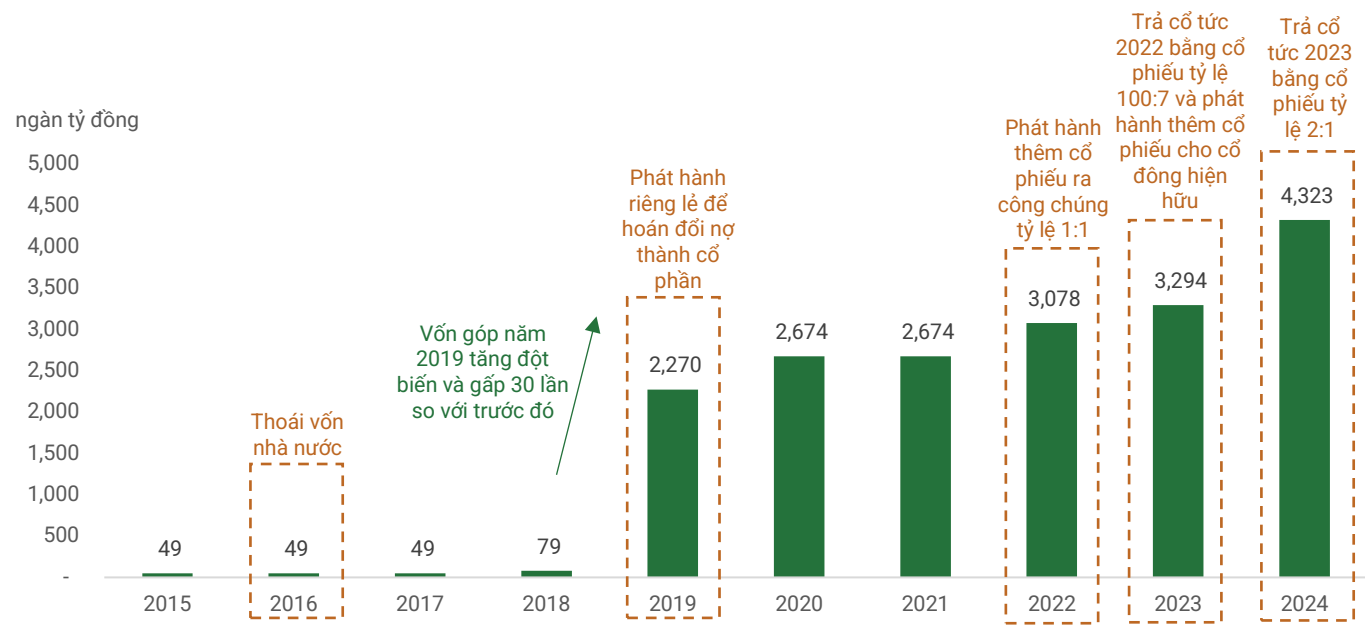
Hình 1: Các công ty con và công ty liên kết đều hoạt động trong lĩnh vực xây dựng và thu phí trạm BOT



Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

Chúng tôi nhận thấy quá trình hình thành và thay đổi vốn góp mang tính chất trọng yếu của HHV gắn liền hoạt động của tập đoàn Đèo Cả. Cụ thể, trong năm 2019, CTCP Tập đoàn Đèo Cả đã thực hiện mua lại HHV, cùng thời gian này HHV đã tiến hành phát hành cổ phiếu riêng lẻ nhằm mục đích hoán đổi nợ thành cổ phần với 5 chủ nợ thuộc CTCP Tập đoàn Đèo Cả. Theo đó, vốn góp của HHV đã tăng gấp 30 lần trong cuối năm 2019 so với đầu năm nhờ yếu tố nói trên.

Hình 2: Vốn góp của HHV đã tăng mạnh mẽ kể từ giai đoạn 2019 – nay, chủ yếu nhờ hoạt động hoán đổi nợ thành cổ phần và phát hành cổ phiếu để tăng vốn góp.

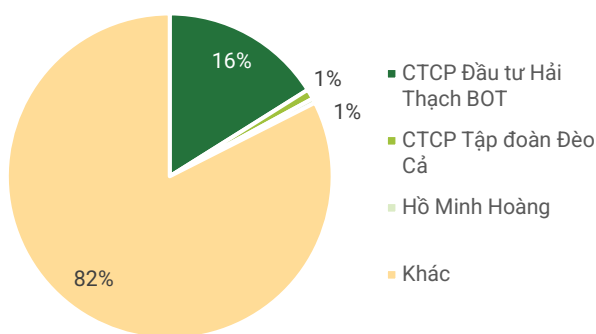


Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

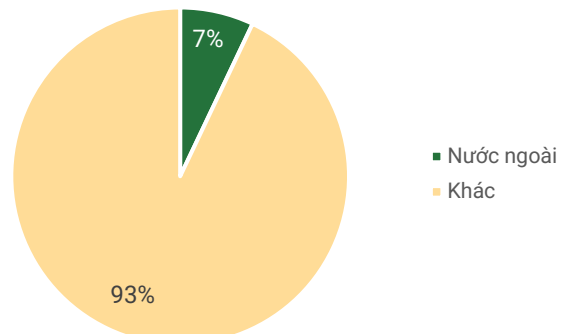
2. Cơ cấu cổ đông

Nhìn chung cơ cấu cổ đông HHV tương đối phân mảnh với khoảng 17.5% là cổ đông thuộc các bên liên quan trong hệ thống tập đoàn Đèo Cả bao gồm các cổ đông CTCP Đầu tư Hải Thạch BOT, CTCP Tập đoàn Đèo Cả và chủ tịch CTCP Tập đoàn Đèo Cả - Hồ Minh Hoàng. Phần còn lại là các cổ đông khác.

Hình 3: Cơ cấu cổ đông của HHV tương đối phân mảnh.



Hình 4: Tỷ lệ sở hữu nước ngoài tương đối thấp.



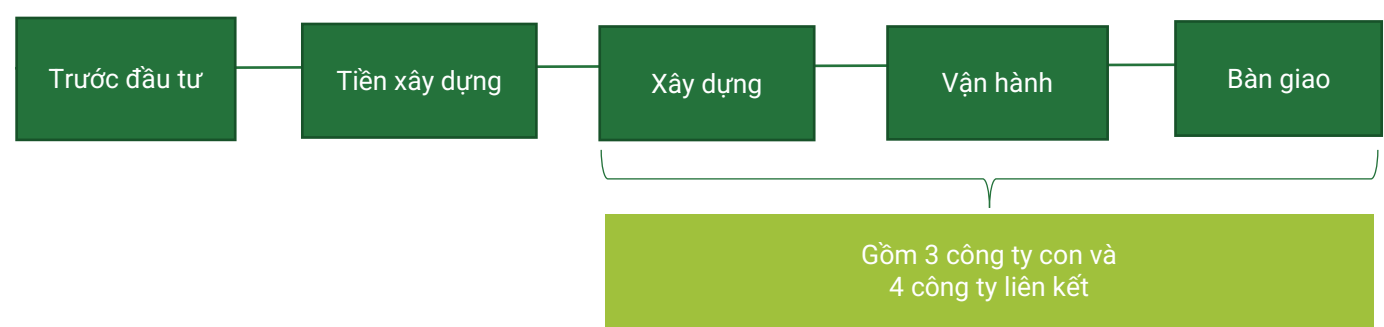
Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp tại ngày 08/04/2025

Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp tại ngày 08/04/2025

3. Hoạt động kinh doanh chính

HHV hoạt động ở phía cuối của chuỗi giá trị ngành với các hoạt động kinh doanh chính đến từ xây dựng và vận hành các công trình giao thông hạ tầng đường bộ.

Hình 5: Các công ty con và liên kết của HHV hoạt động phần lớn ở cuối chuỗi giá trị ngành xây dựng hạ tầng.



Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

3.1. Hoạt động xây lắp:

HHV là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực thi công, xây lắp. Công ty tập trung vào những dự án thi công hạ tầng trọng điểm: đường cao tốc, hầm đường bộ, quốc lộ... chủ yếu các dự án thi công tại miền Trung. Phần lớn hoạt động đấu thầu thi công xây lắp của HHV theo hoạt động đấu thầu liên danh.

Bảng 1: Các dự án xây dựng lớn của HHV giai đoạn 2012 – nay.

STT	Tên dự án	Tổng mức đầu tư toàn dự án (tỷ đồng)	Giá trị hợp đồng của HHV (tỷ đồng)	Tỷ lệ thầu của HHV	Tỷ lệ hoàn thành trong năm 2024	Thời gian thực hiện
Dự án đã thực hiện						
1	Xây dựng hầm Đèo Cả, hầm Cổ Mã và đường dẫn, hầm Cù Mông, hầm Hải Vân	23,301	N/A	N/A	100%	2012 - 2020
2	Mở rộng QL1 đoạn KM1374 + 525 - KM1392 và KM1405 - KM1425	2,644	N/A	N/A	100%	2013 - 2020
3	Xây dựng hầm Phước Tượng - Phú Gia	1,842	N/A	N/A	100%	2014 - 2016
4	Cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn	12,188	N/A	N/A	100%	2017 - 2019
5	Xây dựng đường cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận	12,668	N/A	N/A	100%	2020 - 2022
6	Xây dựng cao tốc Bắc - Nam phía Đông đoạn Cam Lâm - Vĩnh Hảo	8,925	932	10%	100%	2021-2024
7	Nâng cấp mở rộng đèo Prenn	553	414	75%	100%	2023
Dự án đang thực hiện						
1	Đường ven biển nối Bình Định, từ Cát Tiên - Diêm Vân	1,081	590	55%	68%	2022-2024

2	Xây dựng cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	20,470	1,648	8%	70%	2023-2024
3	Đường ven biển nối cảng Liên Chiểu	1,203	134	11%	35%	2023-2025
4	Xây dựng cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng (*)	11,029	1,351	12%	51%	2024-2026
5	Xây dựng cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh	14,331	1,735	12%	0%	2024-2026
6	Cao tốc HCM - Chơn Thành (giai đoạn 1) (*)	8,833	681	8%	N/A	2025 - 2027
Dự án đang lên kế hoạch thực hiện						
1	Cao tốc Tân Phú - Bảo Lộc	18,120	N/A	N/A	0%	2025 - 2027
2	Hồ Chí Minh Vành đai 4 (đoạn từ cầu Thủ Biên - sông Sài Gòn, giai đoạn 1)	12,351	N/A	N/A	0%	N/A
3	Cao tốc HCM - Trung Lương - Mỹ Thuận (giai đoạn 2)	42,063	N/A	N/A	0%	2025 - 2028

(*) Số liệu tạm ước tính

Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

3.2. Hoạt động thu phí trạm BOT:

Đối với HHV, phần lớn các dự án hiện đang theo mô hình PPP với 2 dạng hợp đồng chính là BOT và BTO. Hiện HHV đang theo đuổi mô hình PPP với hình thức hợp đồng BOT (Build – Operate – Transfer, hay còn gọi là hợp đồng Xây dựng – Kinh doanh – Chuyển giao).

Hiện HHV đang tham gia góp vốn vào 4 dự án hạ tầng giao thông đường bộ theo hình thức PPP với tổng mức đầu tư hơn 40 ngàn tỷ đồng.

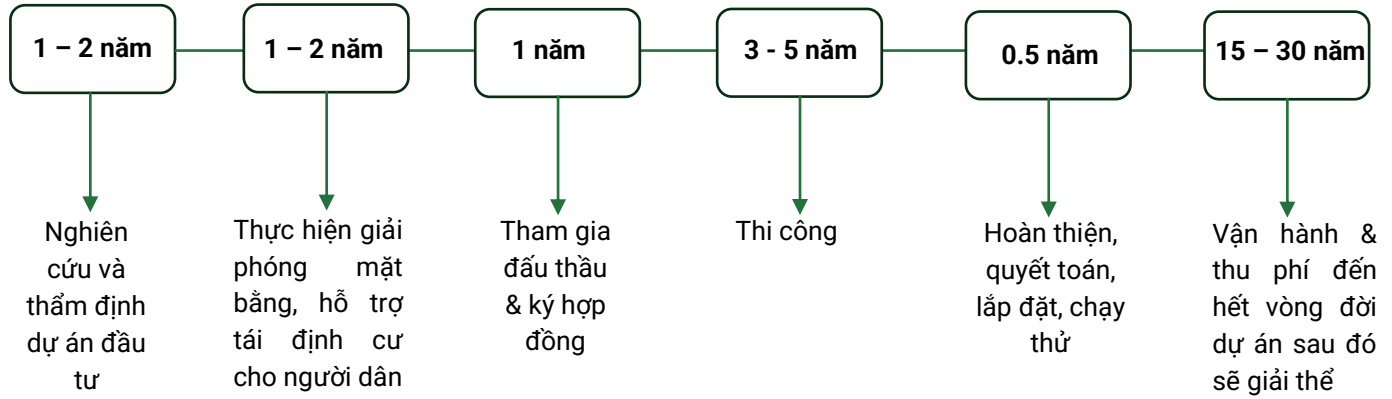
Bảng 2: Mô hình các dự án hoạt động theo PPP của HHV thay đổi theo từng dự án kể từ giai đoạn 2012 – nay.

	2P	3P	3P+
Nguồn vốn cho dự án	P1: Vốn CSH P2: Vốn vay tín dụng	P1: Vốn NSNN P2: Vốn CSH P2: Vốn vay tín dụng	P1: Vốn NSNN P2: Vốn CSH P2: Vốn huy động khác (vốn vay, BCC...)
Dự án áp dụng	Dự án Đèo Cả Dự án Bắc Giang – Lạng Sơn	Dự án Trung Lương – Mỹ Thuận	Dự án Cam Lâm – Vĩnh Hảo Dự án Đồng Đăng – Trà Lĩnh Dự án Hữu Nghị – Chi Lăng
Đặc thù về giai đoạn chính sách	Các doanh nghiệp đấu tranh về cơ chế, chính sách, ngân sách nhà nước tăng cường cho doanh nghiệp.	Giải quyết tồn đọng của nhà đầu tư cũ liên quan đến khả năng thu xếp vốn và pháp luật.	<ul style="list-style-type: none"> Đảm bảo tính khả thi và lợi ích hài hòa của các bên tham gia dự án. Tăng hiệu quả dự án và thu hút nhà đầu tư.

Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

Hoạt động thu phí trạm BOT sẽ được thực hiện sau khi hoàn tất xong giai đoạn thi công trước đó và được bàn giao. Đối với hoạt động thu phí trạm BOT của HHV, thời gian hoạt động sẽ căn cứ theo phương án tài chính. Sau khi hết vòng đời dự án, các doanh nghiệp BOT sẽ được giải thể và các trạm BOT sẽ được giao cho nhà nước quản lý.

Hình 6: Mô hình kinh doanh thu phí trạm BOT thông thường kéo dài nhiều năm do cần thời gian dài để hoàn vốn.



Nguồn: PHS tổng hợp

Tính tới 2024, HHV đang có 7 trạm thu phí BOT được đảm nhận bởi các công ty con và công ty liên kết với thời gian thu phí trung bình kéo dài từ 18 – 30 năm tùy theo phương án tài chính của từng dự án.

Bảng 3: Danh sách các doanh nghiệp thực hiện thu phí các trạm BOT và thời gian thu phí của từng dự án.

	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	2016	2018	2020	2035	2038	2046	2049
Hầm Phước Tượng - Phú Gia (gồm Phước Tượng - Phú Gia & Bắc Hải Vân. Lưu ý: 2 trạm này được thu phí chung tại trạm Phước Tượng - Phú Gia)	1.6							
Dự án mở rộng QL1 qua Khánh Hòa	2.6							
Hầm Đèo Cả - Cù Mông - Hải Vân (gồm Đèo Cả, An Dân, Cù Mông)	21.6							
Cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn (gồm Bắc Giang - Lạng Sơn, Quốc lộ 1)	12.2							

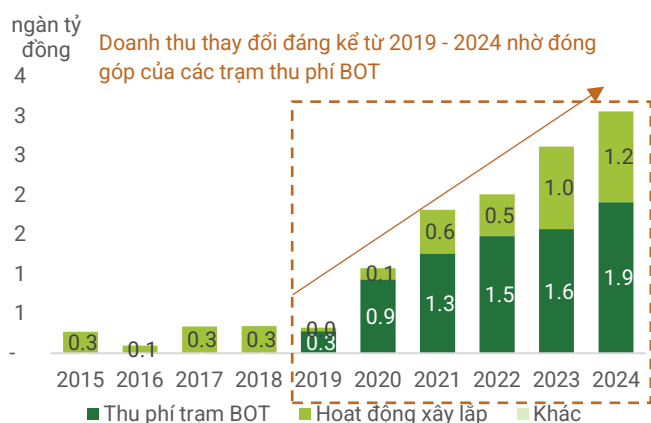
Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

II. ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH

1. Doanh thu bắt đầu tăng trưởng đáng kể nhờ M&A năm 2019 giữa công ty và tập đoàn Đèo Cả.

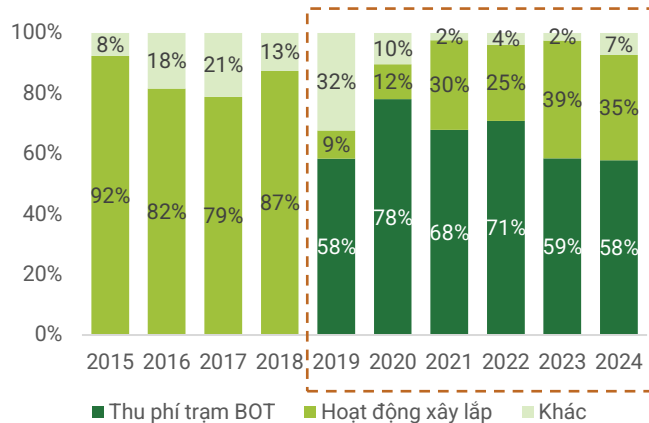
Cơ cấu doanh thu có sự thay đổi trọng yếu kể từ sau năm 2019 – đây là giai đoạn chuyển giao của HHV khi được CTCP Tập đoàn Đèo Cả mua lại và trở thành công ty con gián tiếp của Tập đoàn. Theo đó, doanh thu từ hoạt động thu phí trạm BOT qua các năm đã đóng vai trò dẫn dắt chính cho sự tăng trưởng của doanh nghiệp. Chi tiết theo biểu đồ dưới đây.

Hình 7: Mảng thu phí BOT và xây dựng đóng góp tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu.



Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

Hình 8: Hoạt động BOT dần chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu kể từ sau năm 2019.



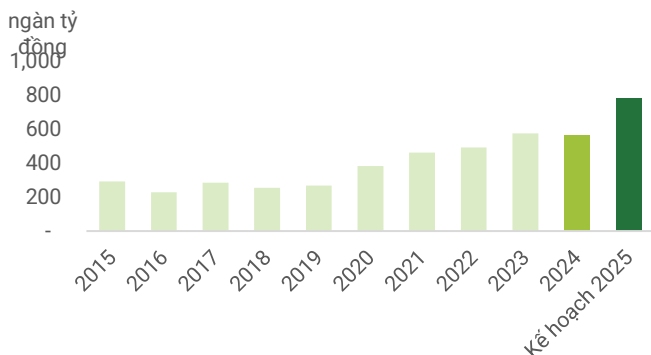
Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

Chúng tôi nhận thấy hoạt động xây lắp và thu phí trạm BOT đóng góp tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu. Do đó, trong phạm vi phân tích, chúng tôi sẽ tập trung đánh giá 2 hoạt động này.

1.1. Hoạt động xây lắp

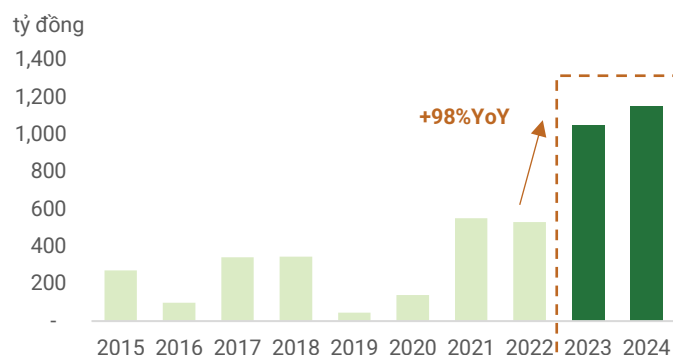
- Doanh thu xây lắp:** Nhìn chung, hoạt động xây lắp của HHV sẽ phụ thuộc vào tình hình giải ngân vốn đầu tư công, đặc biệt là các dự án theo hình thức PPP. Đối với giai đoạn năm 2023 – 2024, HHV ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu nổi bật so với các năm trước đó nhờ vào hưởng lợi từ thi công các gói thầu đã bước vào giai đoạn thi công hạng mục chính như Cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo, đường ven biển Bình Định, Quảng Ngãi – Hoài Nhơn.

Hình 9: Tình hình giải ngân đầu tư công trong giai đoạn 2022 – nay liên tục ghi nhận mức vốn đầu tư cao.



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Hình 10: Doanh thu mảng xây lắp trong giai đoạn 2023 – 2024 ghi nhận mức tăng cao nổi bật so với cùng kỳ nhờ gói thầu đã bước vào giai đoạn thi công hạng mục chính.



Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

Bảng 4: Tiến độ các dự án của HHV đã và đang thi công trong 2025 – 2026 (đvt: tỷ đồng)

STT	Tên dự án	Tổng mức đầu tư	Giá trị hợp đồng của HHV	Thời gian xây dựng	% Hoàn thành trong 2024
A.	Dự án đang thi công	56,730	8,184		
1	Cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	20,470	1,648	2023 - 2026	59%
2	Dự án đường ven biển Bình Định	1,081	N/A	2023 - 2025	68%
3	Dự án đường nối cảng Liên Chiểu, Đà Nẵng	1,203	134	2023 - 2026	35%
4	Cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh	14,331	1,735	2024 - 2026	0%
5	Cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng	11,029	2,000	2024 - 2026	51%
6	Cao tốc Hồ Chí Minh - Chơn Thành	8,833	N/A	2025 - 2027	0%
B	Dự án đang nghiên cứu	72,534	2,000		
1	Hồ Chí Minh vành đai 4	12,351	N/A	N/A	0%
2	Cao tốc Tân Phú - Bảo Lộc	18,120	N/A	2025 - 2027	0%
3	Cao tốc HCM - Trung Lương - Mỹ Thuận (giai đoạn 2)	42,063	N/A	2025 - 2028	0%

Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

Hình 11: Tiến độ hoàn thành các dự án của HHV

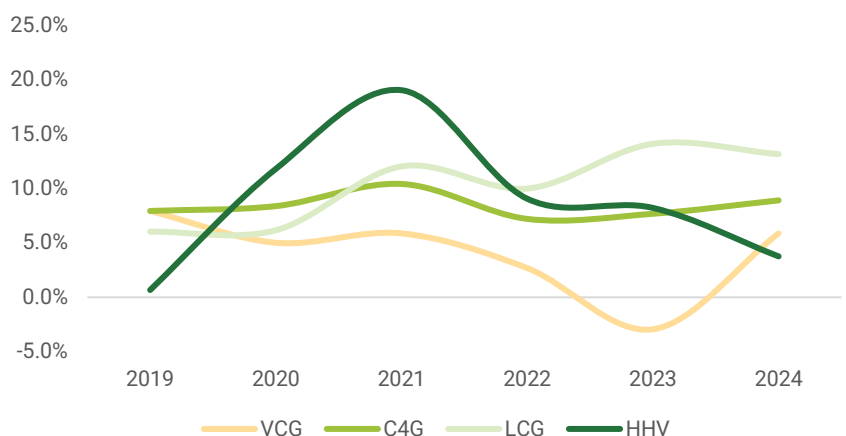
STT		Một số hình ảnh thi công	% tiến độ hoàn thành 2024
1	Cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	  	Khoảng 59%
2	Dự án đường ven biển Bình Định		Khoảng 68%

3	Dự án đường nối cảng Liên Chiểu, Đà Nẵng		Khoảng 35%
4	Cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh		0%
5	Cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng		Khoảng 51%

Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

- **Biên lợi nhuận gộp:** Nhìn chung hoạt động xây dựng có biên lợi nhuận gộp có mức độ biến động tương đối cao. Đối với HHV, biên lợi nhuận gộp dao động trong khoảng 1%- 19% trong giai đoạn 2019 - 2024. Riêng trong năm 2020 – 2022, HHV ghi nhận biên lợi nhuận gộp cao hơn so với hầu hết các doanh nghiệp cùng ngành nhờ năng lực thi công tốt với các gói thầu có biên lợi nhuận gộp cao và khả năng kiểm soát chi phí hiệu quả. Riêng năm 2024, HHV ghi nhận biên lợi nhuận gộp giảm mạnh – 4.5bsp YoY chủ yếu do nhận các gói thầu chỉ định với kết cấu thi công tương đối đơn giản. Ngoài ra, chúng tôi xin lưu ý đối với các gói thầu PPP, HHV thường sẽ ghi nhận biên lợi nhuận cao hơn so với các gói thầu được chỉ định.

Hình 12: Biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp của HHV biến động mạnh hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành.



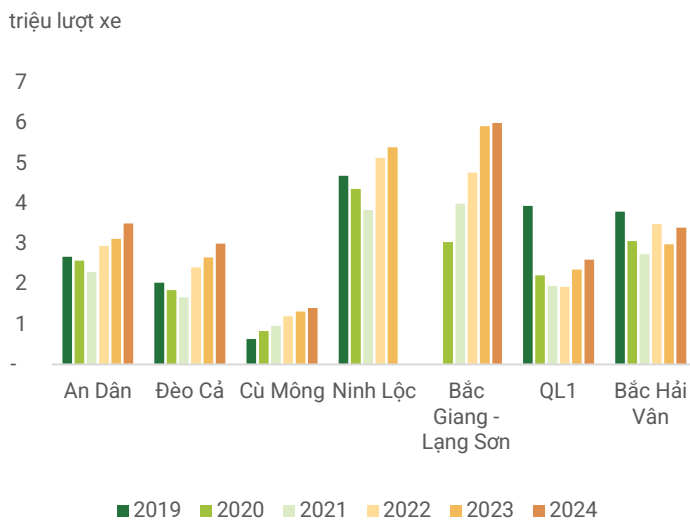
Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

1.2. Thu phí trạm BOT

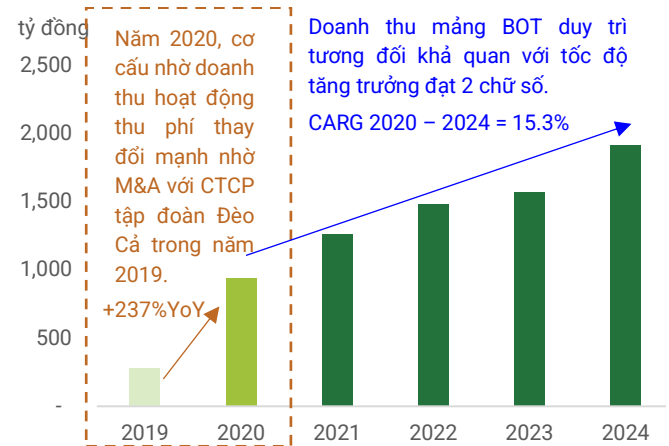
- **Doanh thu thu phí trạm BOT:** Tính tới cuối năm 2024, HHV hiện đang có 7 trạm BOT đi vào hoạt động với doanh thu duy trì đà tăng trưởng CAGR 2020 – 2024 đạt 15.3%/năm. Trong đó, năm 2024, ghi nhận tốc độ tăng trưởng tích cực với doanh thu mảng BOT ghi nhận 1.9 ngàn tỷ đồng (+22%YoY) – mức cao nhất trong vòng 5 năm trở lại. Sự tăng trưởng đến từ hồi phục cả về lưu lượng xe qua hầm với mức tăng khoảng +11%YoY và giá vé tăng bình quân khoảng +10%YoY.

Hình 14: Doanh thu hoạt động thu phí trạm BOT duy trì tăng trưởng tương đối ổn định trong giai đoạn 2020 – 2024.

Hình 13: Lưu lượng xe qua trạm BOT giai đoạn 2019 – 2024.



Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

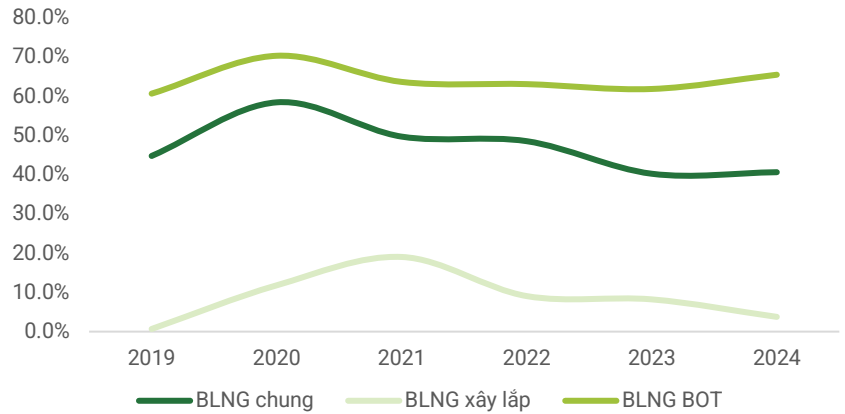


Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

Ngoài nguồn thu đến từ hoạt động kinh doanh thu phí trạm BOT. Doanh nghiệp còn nhận được các khoản hỗ trợ ngân sách đến từ nhà nước liên quan đến các trạm BOT. Tính đến nay, chúng tôi nhận thấy việc nhận ngân sách nhà nước cho từng dự án của HHV sẽ phụ thuộc vào (i) tiến độ giải ngân vốn nhà nước cho các dự án của hoặc (ii) bồi thường thiệt hại do cắt giảm trạm thu phí.

- **Đối với tiền thu từ chậm giải ngân dự án có phần vốn nhà nước:** Hiện dự án hầm Đèo Cả đã được nhà nước giải ngân 1.1 ngàn tỷ đồng cuối năm 2024 trong tổng vốn 5 ngàn tỷ đồng – tương đương với số tiền giải ngân chiếm 22% tổng vốn tài trợ.
- **Đối với tiền thu nhờ bồi thường thiệt hại do cắt giảm trạm thu phí:** Dự án cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn sau khi bị cắt giảm 1 trạm thu phí (trạm Km93+160) đã gây sụt giảm nguồn thu khoảng 4.6 ngàn tỷ đồng. Hiện chúng tôi vẫn chưa ghi nhận thông tin về thời gian và số tiền mà HHV dự kiến nhận được bồi thường.
- **Biên lợi nhuận gộp mảng BOT duy trì ổn định và tương đối cao, nhờ đó giúp biên lợi nhuận gộp chung của HHV cao hơn các doanh nghiệp thuộc nhóm đầu tư công:** Biên gộp của hoạt động thu phí BOT tương đối cao và ổn định với bình quân khoảng 60%. Nhờ đó nhờ đó giúp bù đắp được mức biên thấp của hoạt động xây lắp với mức biên bình quân chỉ đạt khoảng 9%.

Hình 15: Biên mảng thu phí BOT tương đối ổn định và cao.



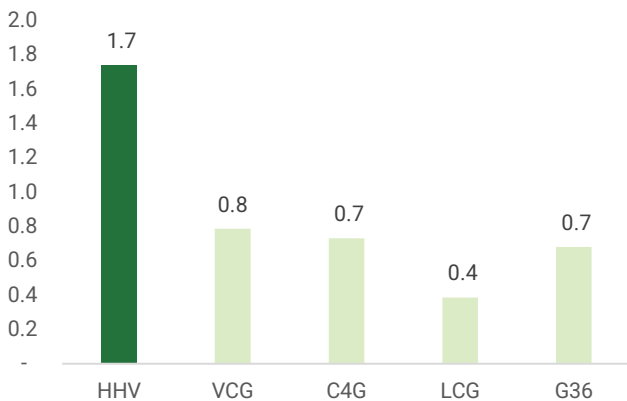
Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

2. Áp lực lãi vay lớn

Với đặc thù hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực xây dựng và đầu tư BOT là cần vốn đầu tư lớn (bao gồm cả vốn chủ và vốn vay) cũng như thời gian thu hồi vốn dài. Tính đến hết năm 2024, tổng dư nợ vay của HHV đạt khoảng 18,9 ngàn tỷ đồng (-6%YoY) và chiếm khoảng 49% trong tổng nguồn vốn (tỷ trọng giảm so với năm 2023 là 55% tổng nguồn vốn).

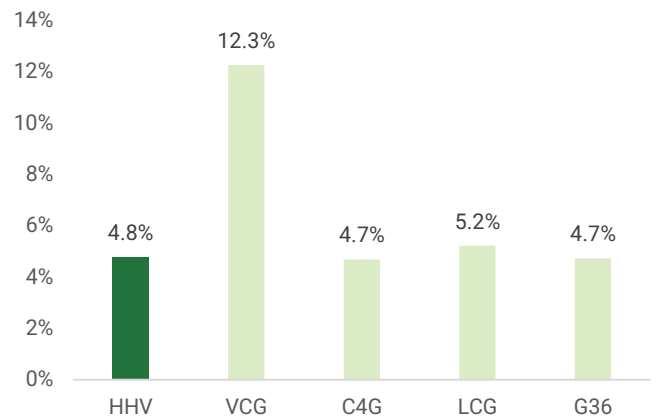
Chúng tôi cho rằng dư nợ vay giảm nhẹ -6%YoY là kết quả đến từ việc nhà nước đã thực hiện hoạt động giải ngân trong Q4/2024 với số tiền khoảng 1.1 ngàn tỷ đồng đối với dự án hầm đường bộ qua Đèo Cả sau một thời gian dài chưa thực hiện khiến HHV trước đó phải đi vay để bù đắp khoản này.

Hình 16: Tỷ trọng nợ vay/Vốn chủ sở hữu của HHV cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành tại cuối năm 2024



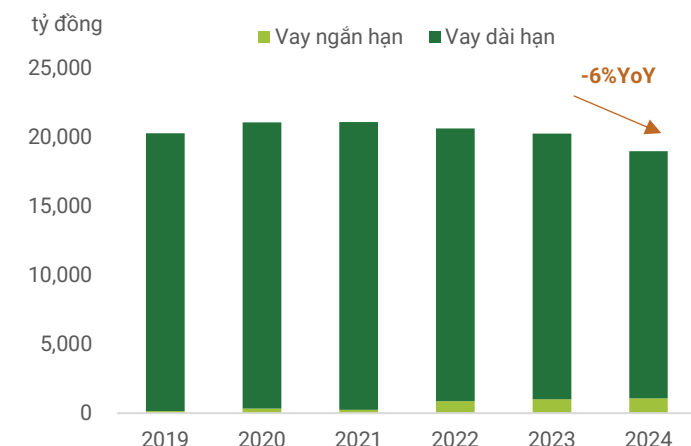
Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 17: Hệ số ROE của HHV nhìn chung duy trì ở mức thấp và tương đương với hầu hết các doanh nghiệp cùng ngành tại cuối năm 2024



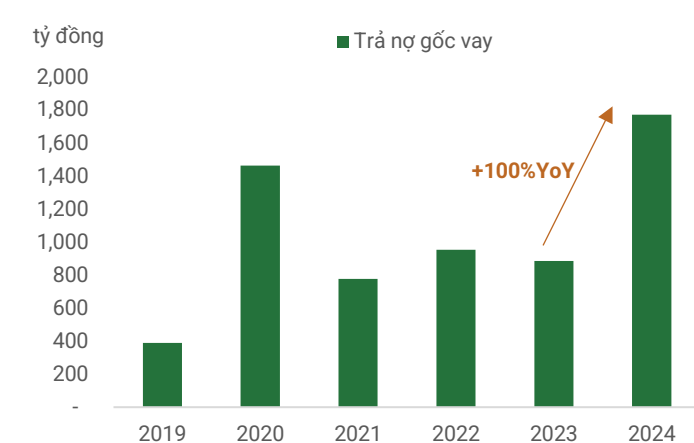
Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 18: Dư nợ vay giảm nhẹ trong năm 2024 nhờ hỗ trợ từ ngân sách nhà nước



Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

Hình 19: Sau khi nhận được giải ngân, HHV đã tích cực thanh toán gốc vay trong ngắn hạn nhằm giảm bớt áp lực tài chính

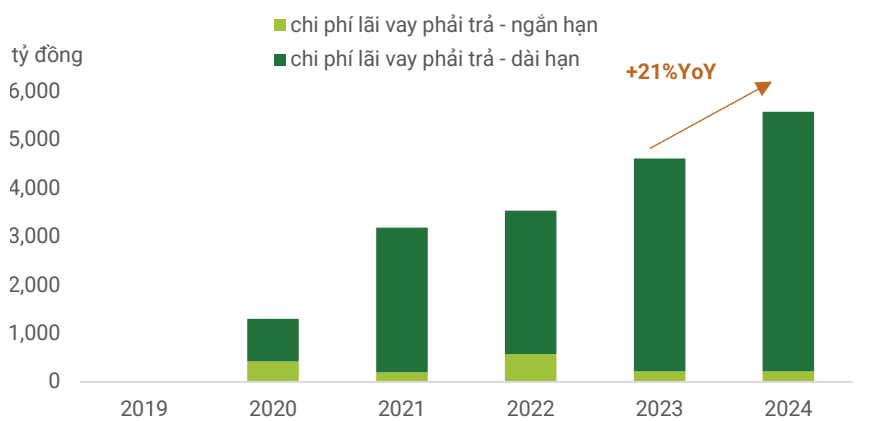


Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

Bên cạnh số dư gốc vay chiếm tỷ trọng cao bình quân trong giai đoạn 2019 – 2024 (luôn chiếm hơn 50% tổng nguồn vốn), chúng tôi cũng nhận thấy dư nợ các khoản lãi vay phải trả (bao gồm dài hạn và ngắn hạn) cũng luôn duy trì ở mức cao và có xu hướng tăng. Trong cuối năm 2024, tổng dư nợ chi phí lãi vay phải trả (bao gồm dài hạn và ngắn hạn) đạt khoảng 5.6 ngàn tỷ đồng (+21%YoY) – cao hơn so với hầu hết các doanh nghiệp cùng ngành.

Trong đó, các chi phí lãi vay phải trả này chủ yếu đến từ các công ty con liên quan đến các dự án BOT của hầm Đèo Cả – Cổ Mã – Cù mông – Hải Vân và dự án cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn. Việc chi trả lãi vay sẽ được thực hiện bằng nguồn thu phí và tiến độ chi trả theo dòng tiền thực tế của dự án.

Hình 20: Tổng chi phí lãi vay phải trả dài hạn và ngắn hạn chờ phân bổ được ghi nhận trên bảng cân đối kế toán đang có xu hướng gia tăng.



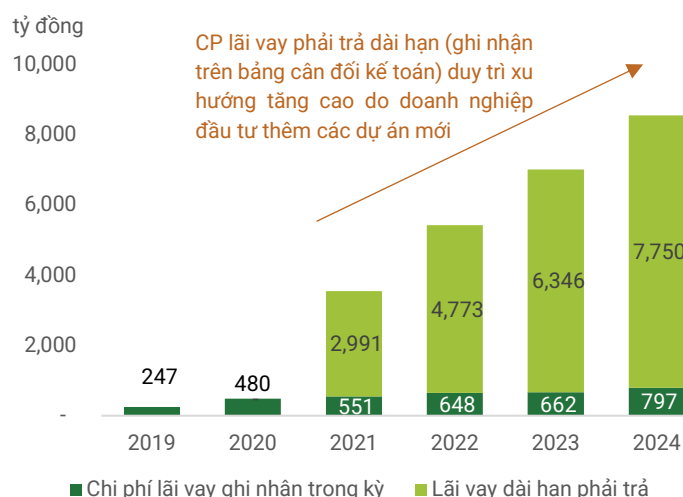
Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

Do số dư gốc vay kể từ năm 2019 – 2024 bình quân luôn chiếm hơn 50% tổng tài sản, vì vậy mà áp lực chi phí lãi vay đối với HHV là tương đối lớn. Chúng tôi nhận thấy chính sách phân bổ chi phí lãi vay của doanh nghiệp sẽ phụ thuộc chính vào cơ chế phân bổ chi phí lãi vay. Điều này nhằm giúp HHV giảm áp lực phải chi trả chi phí lãi vay lớn trong thời gian ngắn. Chi tiết phân bổ chi phí lãi vay như sau:

$$\text{Chi phí lãi vay} = \frac{\text{Tổng chi phí lãi vay theo phương án tài chính}}{\text{Tổng doanh thu theo phương án tài chính}} \times \text{Doanh thu trong kỳ}$$

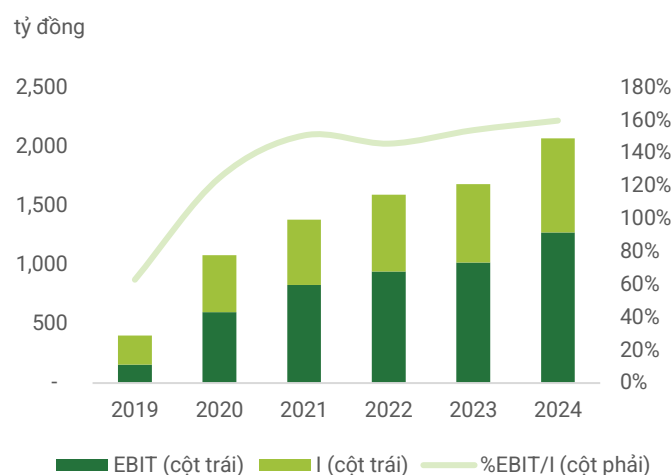
Qua đó, xem xét giai đoạn 2019 – 2024, chúng tôi nhận thấy áp lực thanh toán nợ vay của HHV là không lớn nhờ vào (i) cơ chế phân bổ chi phí lãi vay phụ thuộc vào khả năng tạo ra doanh thu trong kỳ (ii) dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chính có khả năng bao phủ tốt cho chi phí lãi vay với tỷ lệ bao phủ lãi vay bình quân khoảng 133% trong giai đoạn 2019 – 2024.

Hình 21: Chi phí lãi vay ghi nhận vào kết quả kinh doanh trong kỳ chỉ chiếm bình quân khoảng hơn 10% so với tổng chi phí lãi vay phải trả.



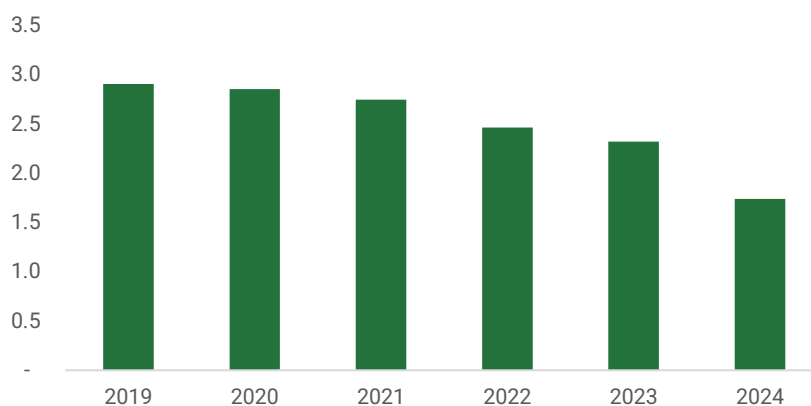
Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

Hình 22: Tuy nhiên, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có khả năng bù đắp chi phí lãi vay



Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

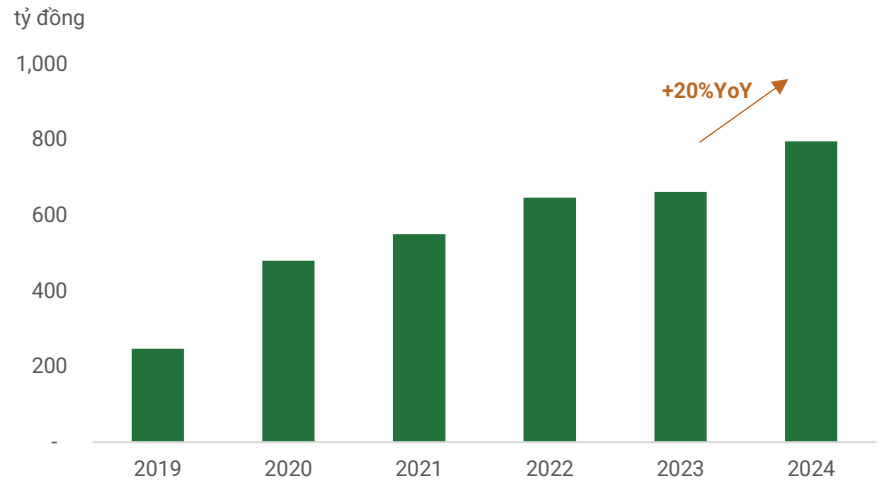
Hình 23: Tỷ lệ D/E duy trì xu hướng giảm nhờ giảm thiểu hoạt động vay mới và tích cực trả nợ vay.



Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

Ngoài ra, chúng tôi cũng xin lưu ý trong cuối năm 2024, mặc dù doanh nghiệp đã tiết giảm hoạt động đi vay với từ tiền đi vay chỉ khoảng 484 tỷ đồng (-4%YoY) và tích cực đẩy mạnh hoạt động chi trả gốc vay với số tiền chi trả lên tới 1.7 ngàn tỷ đồng (+100%YoY) nhờ hỗ trợ từ ngân sách nhà nước đã được đề cập ở trước đó, nhưng lãi vay ghi nhận trên báo cáo kết quả kinh doanh lại duy trì xu hướng tăng +20%YoY – tương đương đạt khoảng 797 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng, điều này có thể đến từ chi phí lãi vay phân bổ trong kỳ gia tăng thay vì đến từ gia tăng hoạt động vay mới trong năm 2024.

Hình 24: Chi phí lãi vay gia tăng có thể đến từ chi phí phân bổ tăng thay vì đến từ gia tăng hoạt động đi vay trong năm.



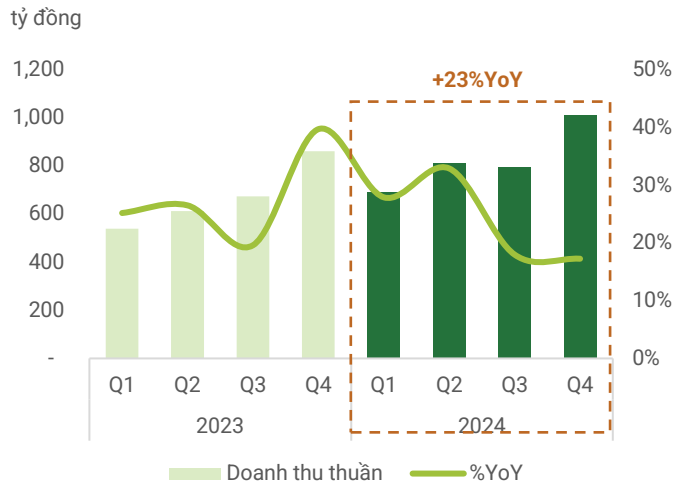
Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

3. Cập nhật kết quả kinh doanh 2024

Trong 2024, HHV ghi nhận doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 3,308 tỷ đồng (+23%YoY) và 473 tỷ đồng (+30%YoY), lần lượt hoàn thành 105% và 117% kế hoạch đặt ra. Một số điểm chính cần lưu ý như sau:

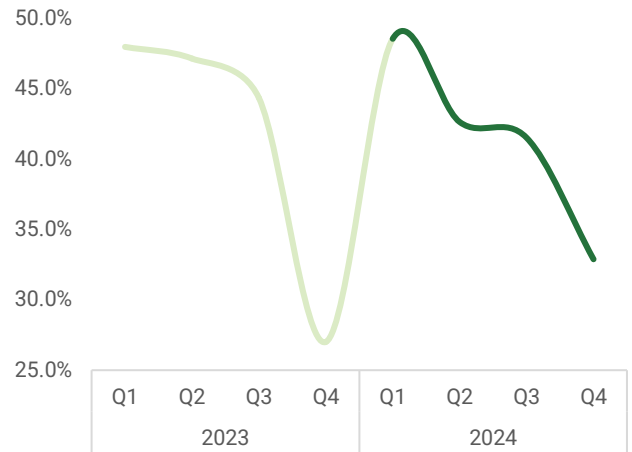
- Doanh thu thuần tăng trưởng khả quan +23%YoY được đóng góp chính đến từ 2 mảng kinh doanh chính:
 - Thu phí trạm BOT ghi nhận khoảng 1,914 tỷ đồng (+22%YoY) nhờ giá vé cải thiện +10%YoY và lưu lượng xe tại các trạm tăng bình quân +11%YoY.
 - Xây lắp đạt 1,152 tỷ đồng (+10%YoY) chủ yếu đến từ đóng góp của các dự án Quảng Ngãi – Hoài Nhơn (683 tỷ đồng), Cam Lâm – Vĩnh Hảo (154 tỷ đồng). Hiện tiến độ dự án Quảng Ngãi – Hoài Nhơn và đường ven biển Bình Định có tỷ lệ hoàn thành cao nhất với tỷ lệ hoàn bình quân khoảng gần 70%, đường kết nối cảng Liên Chiểu và Hữu Nghị - Chi Lăng có tỷ lệ hoàn thành ước đạt gần 40% và các dự án như Đồng Đăng – Trà Lĩnh dự kiến bắt đầu thi công trong 2025.
- Biên lợi nhuận gộp chung cải thiện nhẹ +0.4 bsp YoY nhờ sự cải thiện của mảng thu phí trạm BOT khi cả giá vé và lưu lượng hồi phục
- Chi phí tài chính đạt tăng +22%YoY phần lớn đến từ chi phí lãi vay tăng +20%YoY – điều này có thể đến từ gia tăng phân bổ chi phí lãi vay trong kỳ.
- LNST-CĐTS cải thiện và đạt khoảng 405 tỷ đồng (+30%YoY), chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh chính tiếp tục tăng trưởng, đạt khoảng 1.2 ngàn tỷ (+25%YoY), nhờ đó giúp bù đắp chi phí lãi khoảng 797 tỷ đồng (+20%YoY).

Hình 25: Doanh thu tăng trưởng được đóng góp tích cực bởi mảng thu phí trạm BOT và xây lắp



Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

Hình 26: Biên lợi nhuận gộp chung giảm mạnh trong 2H2024 chủ yếu do biên gộp mảng xây lắp sụt giảm đáng kể so với cùng kỳ do thi công các hạng mục kết cấu đơn giản.



Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

III. TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐẦU TƯ CÔNG NĂM 2025

Chúng tôi đưa ra quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành đầu tư công dựa trên:

- (i) **Đẩy mạnh đầu tư công là một trong những yếu tố quan trọng hàng đầu nhằm giúp GDP đạt được mục tiêu 8% trong năm 2025.** Theo kế hoạch đề ra (chi tiết bảng dưới), chúng tôi nhận thấy đầu tư công là lĩnh vực quan trọng để giúp thúc đẩy đạt được GDP mục tiêu trong 2025 với kế hoạch vốn đầu tư công đã được Quốc hội thông qua trong năm 2025 là khoảng 36 tỷ USD (+32%YoY).

Bảng 5: Thúc đẩy đầu tư công là một trong những yếu tố quan trọng hàng đầu giúp đạt được mục tiêu GDP 2025 = 8%.

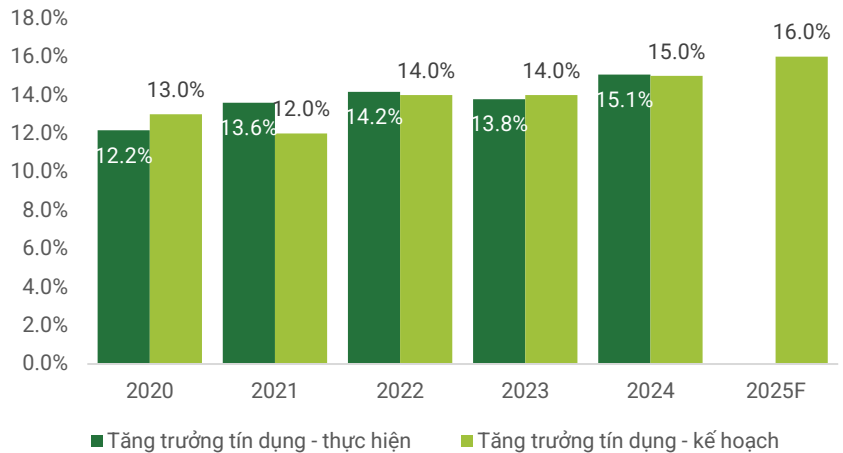
STT	Nội dung	Năm 2025 (kế hoạch)	Năm 2025 (kế hoạch đã được Quốc hội thông qua)	Năm 2024 (thực hiện)	%YoY (Kế hoạch 2025/Thực hiện 2024)
1	Tăng trưởng GDP	6.5-7%, phân đầu 7-7.5%	Trên 8%	7.09%	
	<i>Khu vực Công nghiệp - xây dựng</i>	<i>6.9-7.6%</i>	<i>Trên 9.5%</i>	<i>8.24%</i>	
	<i>Dịch vụ</i>	<i>72-7.6%</i>	<i>Trên 8.1%</i>	<i>7.38%</i>	
	<i>Nông, lâm, thủy sản</i>	<i>3.1-3.3%</i>	<i>Trên 3.9%</i>	<i>3.27%</i>	
2	Quy mô GDP	Trên 500 tỷ USD	Trên 500 tỷ USD	476.3 tỷ USD	5%
3	GDP bình quân đầu người	Khoảng 4,900 USD	Khoảng 5,000 USD	4,700 USD	6%
4	CPI	Khoảng 4.5%	4.5-5.0%	3.63%	
5	Bội chi NSNN	3.8% GDP	4.0-4.5% GDP	3.4% GDP	
6	Nợ công, nợ Chính phủ, nợ nước ngoài	Dưới ngưỡng (Khoảng 33-37% GDP)	Đến ngưỡng hoặc vượt ngưỡng cảnh báo khoảng 5% GDP.	36 - 37% GDP	
7	Tổng vốn đầu tư toàn xã hội	171 tỷ USD	174 tỷ USD	Khoảng 145 tỷ USD	20%
	<i>Đầu tư công</i>	<i>33 tỷ USD</i>	<i>36 tỷ USD</i>	<i>Khoảng 27.36 tỷ USD</i>	<i>32%</i>
	<i>Đầu tư tư nhân</i>	<i>95 tỷ USD</i>	<i>96 tỷ USD</i>	<i>Khoảng 80 tỷ USD</i>	<i>20%</i>
	<i>FDI</i>	<i>28 tỷ USD</i>	<i>28 tỷ USD</i>	<i>25.35 tỷ USD</i>	<i>10%</i>
	<i>Đầu tư khác</i>	<i>15 tỷ USD</i>	<i>14 tỷ USD</i>	<i>12.29 tỷ USD</i>	<i>14%</i>
8	Tổng mức bán lẻ	Khoảng 10%	Trên 12%	9%	
9	Xuất nhập khẩu	6%	Trên 12%	14.30%	
10	Thặng dư thương mại	22-28 tỷ USD	30 tỷ USD	24.7 tỷ USD	21%

Nguồn: PHS tổng hợp

- (ii) **Môi trường lãi suất duy trì ở mức thấp và ổn định, room tín dụng dồi dào hỗ trợ một phần trong việc thúc đẩy hoạt động đầu tư công:** Chúng tôi kỳ vọng lãi suất trong 2025 tiếp tục duy trì ở mức thấp và ổn định nhằm hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng, cũng như room tín dụng vẫn còn dồi dào khi trong 2 tháng đầu năm, tăng trưởng tín dụng chỉ tăng khoảng 1.24% so với cuối năm 2024.

Theo đó, chúng tôi cho rằng điều này sẽ hỗ trợ cho các doanh nghiệp đi vay nhằm thực hiện các phần công việc, góp phần đẩy nhanh tiến độ thi công và nghiệm thu công trình. Nhờ đó, giúp hoàn thiện hồ sơ thanh toán ngay sau khi có khối lượng, để đẩy nhanh tiến độ giải ngân trong năm 2025.

Hình 27: Tăng trưởng tín dụng mục tiêu của Ngân hàng nhà nước năm 2020 – 2025.

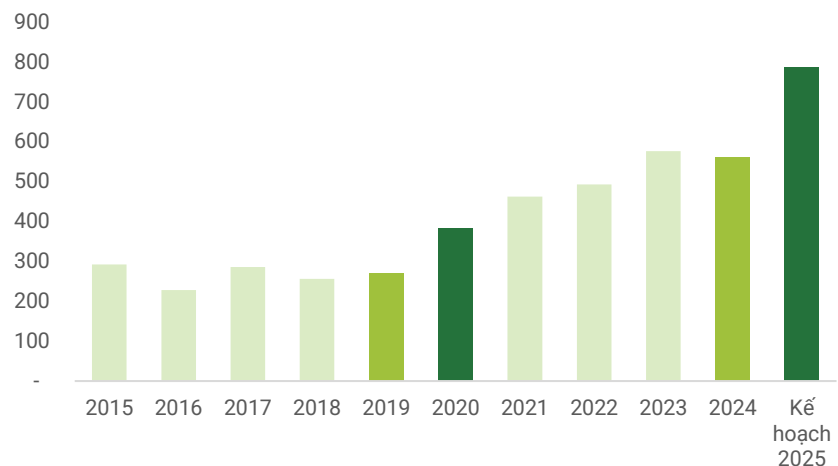


Nguồn: Bộ Tài chính, PHS tổng hợp

- (iii) **Năm 2025 là năm cuối trong kế hoạch trung hạn 5 năm (2021 – 2025).** Do đó, áp lực giải ngân cũng như các dự án quan trọng kỳ vọng sẽ được đẩy mạnh để có thể đạt được kế hoạch 3 ngàn km đường cao tốc trong năm 2025 với các tuyến cao tốc Bắc – Nam như: La Sơn – Túy Loan, Hà Tĩnh – Quảng Bình – Quảng Trị, Quảng Ngãi – Bình Định, Bình Định – Nha Trang.

Hình 28: Thông thường giai đoạn năm cuối của kế hoạch trung hạn 5 năm sẽ đẩy mạnh tốc độ giải ngân đầu tư công.

ngàn tỷ đồng



Nguồn: Bộ Tài chính, PHS tổng hợp

- (iv) **Các luật liên quan đến đầu tư công và PPP sửa đổi và có hiệu lực trong 2025 sẽ giúp tháo gỡ các điểm nghẽn so với điều khoản của các luật trước đó, nhờ đó thúc đẩy khả năng giải ngân đầu tư công trong 2025:**

- Đối với luật đầu tư công: Chúng tôi cho rằng các tác động từ thay đổi luật tư công sẽ đóng góp **TÍCH CỰC** cho ngành đầu tư công khi:
 - Rút ngắn thời gian phê duyệt và triển khai dự án**, giúp thúc đẩy giải ngân nhanh hơn.
 - Giải quyết các điểm nghẽn lớn về giải phóng mặt bằng**. Nhờ đó, tránh tình trạng dự án chậm tiến độ.
 - Tăng quyền chủ động cho địa phương**, giúp dự án triển khai thực tế nhanh hơn.
 - Chi tiết giá trị dự án cần gia hạn thời gian bố trí vốn theo loại hình ngân sách, tổng mức đầu tư và thời gian tối đa được gia hạn**, nâng cao hiệu quả trong việc gia hạn thời gian bố trí vốn dự án.
- Đối với luật PPP: Chúng tôi kỳ vọng những sửa đổi trong Luật PPP năm 2024 sẽ tác động **TÍCH CỰC** đến ngành đầu tư công nhờ tạo ra môi trường đầu tư hấp dẫn hơn, linh hoạt, minh bạch hơn cũng như thúc đẩy khối tư nhân tham gia vào các dự án công và đẩy nhanh tiến độ giải ngân đầu tư công.

Bảng 6: So sánh một số điểm khác biệt chính giữa luật đầu tư công trước và sau khi thay đổi trong 2025

Các nội dung chính thay đổi	Luật đầu tư công 2019 (có hiệu lực từ 01/01/2020)	Luật đầu tư công 2024 (có hiệu lực từ 01/01/2025)	Đánh giá hiệu quả tác động từ luật mới
1. Phân loại dự án	Phân loại dựa trên tổng mức đầu tư	Phân loại theo dự án quan trọng quốc gia	⇒ Xác định rõ mức độ ưu tiên và quy mô quản lý cho từng dự án. Nâng cao hiệu quả quản lý và triển khai.
2. Bồi thường giải phóng mặt bằng	Công tác bồi thường, giải phóng mặt bằng, tái định cư được thực hiện cùng với dự án đầu tư	Cho phép tách công tác bồi thường, giải phóng mặt bằng, tái định cư thành dự án độc lập để thực hiện trước khi triển khai dự án chính.	⇒ Giúp đẩy nhanh tiến độ thực hiện dự án chính, giảm thiểu rủi ro chậm trễ do vướng mắc trong công tác giải phóng mặt bằng.
3. Phân cấp quản lý đầu tư công	Quy trình phê duyệt và quản lý dự án còn tập trung nhiều ở cấp trung ương	Phân cấp mạnh mẽ hơn cho các địa phương, giao Ủy ban nhân dân cấp tỉnh làm cơ quan chủ quản thực hiện dự án đi qua địa bàn từ hai đơn vị hành chính cấp tỉnh trở lên.	⇒ Tăng cường tính chủ động và trách nhiệm của địa phương, giúp dự án được triển khai nhanh chóng và hiệu quả hơn.
4. Thời gian bố trí vốn thực hiện dự án.	Quy định thời gian bố trí vốn được phân loại theo nhóm dự án	Chi tiết giá trị dự án cần gia hạn thời gian bố trí vốn theo loại hình ngân sách, tổng mức đầu tư và thời gian tối đa được gia hạn.	⇒ Nâng cao hiệu quả trong việc gia hạn thời gian bố trí vốn dự án.

Nguồn: thuvienphapluat, PHS tổng hợp

Bảng 7: So sánh một số điểm khác biệt chính giữa luật PPP trước và sau khi thay đổi trong 2025

Các nội dung chính thay đổi	Luật PPP năm 2020 (có hiệu lực từ 01/01/2021)	Sửa đổi luật PPP (có hiệu lực từ 15/01/2025)	Đánh giá hiệu quả tác động từ luật mới
1. Phạm vi điều chỉnh và đối tượng	Hoạt động đầu tư theo phương thức PPP trong các lĩnh vực như giao thông, năng lượng, hạ tầng đô thị, nông nghiệp, v.v.	Mở rộng phạm vi áp dụng sang các lĩnh vực mới như công nghệ thông tin, chuyển đổi số và y tế công cộng.	⇒ Tạo điều kiện thu hút đầu tư vào các lĩnh vực quan trọng, đáp ứng nhu cầu phát triển kinh tế số và nâng cao chất lượng dịch vụ công.
2. Tỷ lệ vốn nhà nước	Quy định tỷ lệ vốn nhà nước tham gia không quá 50% tổng mức đầu tư của dự án.	Điều chỉnh linh hoạt tỷ lệ vốn nhà nước, có thể vượt quá 50% và không quá 70% đối với các dự án quan trọng quốc gia hoặc dự án tại vùng sâu, vùng xa, khu vực khó khăn.	⇒ Giảm áp lực tài chính cho doanh nghiệp.
3. Cơ chế chia sẻ rủi ro	Quy định cơ chế chia sẻ rủi ro doanh thu, nhưng chưa cụ thể và khó áp dụng trong thực tế.	Làm rõ cơ chế chia sẻ rủi ro, quy định cụ thể về mức độ và điều kiện áp dụng, đồng thời bổ sung cơ chế chia sẻ doanh thu khi doanh thu đạt mức thấp hơn 75% doanh thu so với phương án tài chính.	⇒ Tăng cường niềm tin của nhà đầu tư, giảm thiểu rủi ro và khuyến khích tham gia vào các dự án PPP.
4. Quy trình lựa chọn nhà đầu tư	Quy định về đấu thầu rộng rãi, nhưng chưa linh hoạt đối với các dự án đặc thù.	Bổ sung các hình thức lựa chọn nhà đầu tư khác như chỉ định thầu trong trường hợp đặc biệt.	⇒ Nâng cao hiệu quả trong quá trình lựa chọn nhà đầu tư.
5. Giám sát và đánh giá	Chủ yếu giám sát quá trình thực hiện dự án và báo cáo định kỳ của các bên liên quan.	Mở rộng đối tượng giám sát bao gồm cả các giai đoạn đàm phán, ký kết hợp đồng và thực hiện dự án, từ đó kiểm soát chặt chẽ hơn toàn bộ quá trình đầu tư.	⇒ Nâng cao chất lượng dự án, đảm bảo sử dụng hiệu quả nguồn lực công và đáp ứng nhu cầu của xã hội.

Nguồn: thuvienphapluat, PHS tổng hợp

IV. ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

1. Doanh thu trong 2025F được dẫn dắt chính bởi hoạt động xây lắp, nhờ khối lượng backlog 2025F – 2027F cao gấp 3.5 lần so với doanh thu xây lắp bình quân giai đoạn 2023 – 2024, với điểm rơi lợi nhuận xây lắp chủ yếu rơi vào trong giai đoạn 2025F – 2026F.

Theo như quan sát, chúng tôi nhận thấy phần lớn các dự án thi công hạ tầng của HHV, thông thường cần khoảng bình quân từ 2 – 3 năm để hoàn tất. Với ước tính khối lượng backlog xây dựng cho năm 2025 – 2027 đạt khoảng 3.8 ngàn tỷ đồng – cao hơn gấp 3.5 lần doanh thu bình quân giai đoạn 2023 – 2024. Qua đó, giúp đẩy mạnh khối lượng công việc cũng như là doanh thu, với phần lớn điểm rơi lợi nhuận dự kiến sẽ rơi vào giai đoạn 2025 – 2026, nhờ các dự án đã bước vào hạng mục thi công chính. Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu xây dựng cho năm 2025F đạt 1.4 ngàn tỷ đồng (+23%YoY).

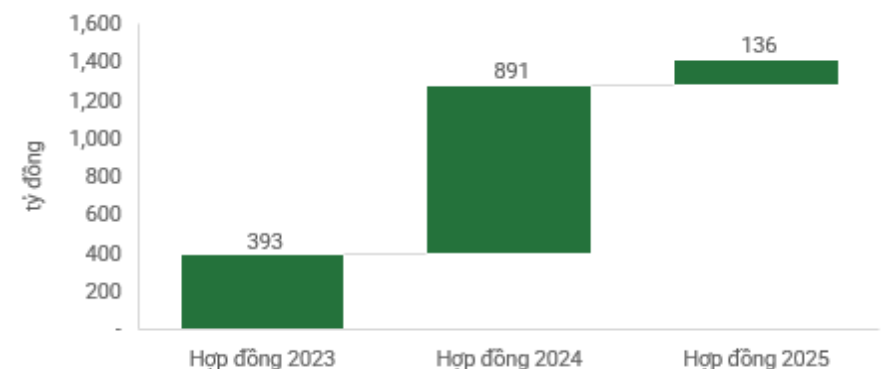
Bảng 8: Khối lượng backlog lớn và bước vào thi công các hạng mục chính giúp đảm bảo thúc đẩy tăng trưởng doanh thu xây dựng trong năm 2025F – 2026F

Tên dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Giá trị hợp đồng (tỷ đồng)	Giá trị còn lại (tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Dự án đường ven biển Bình Định	1,081	590	172						
Cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	20,470	1,648	502						
Dự án đường nối cảng Liên Chiểu	1,203	134	88						
Cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh	14,331	1,735	1,735						
Cao tốc Hữu Nghị – Chi Lăng	11,029	1,351(*)	656						
Cao tốc Hồ Chí Minh – Chơn Thành	8,833	681	681						

Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

(*) Chúng tôi ước tính giá trị hợp đồng do HHV thầu với tỷ lệ thầu tương ứng với dự án cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh mà HHV tham gia trong cùng giai đoạn.

Hình 29: Dự phóng doanh thu của mảng hoạt động xây lắp năm 2025F với đóng góp doanh thu chủ yếu đến từ các hợp đồng ký trong 2024 (chủ yếu là đến từ dự án Đồng Đăng – Trà Lĩnh và Hữu Nghị – Chi Lăng)



Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

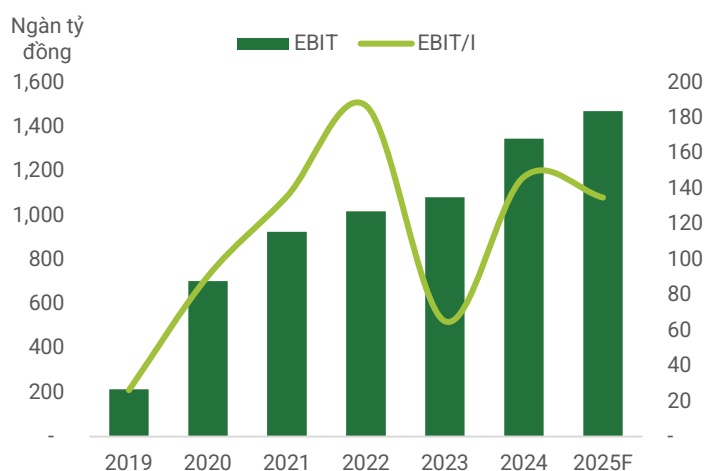
2. LNST-CĐTS cải thiện +14%YoY nhờ hiệu quả kinh doanh trong 2025 giúp bù đắp được chi phí lãi vay.

Trong kịch bản cơ sở và trên quan điểm thận trọng, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế không bao gồm các khoản hỗ trợ ngân sách nhà nước cho việc thu hồi trạm Bắc Hải Vân và dự án cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn. Đồng thời, chúng tôi cũng giả định trong năm 2025F, chưa thực hiện kế hoạch phát hành cổ phiếu với mục đích phát hành nhằm tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

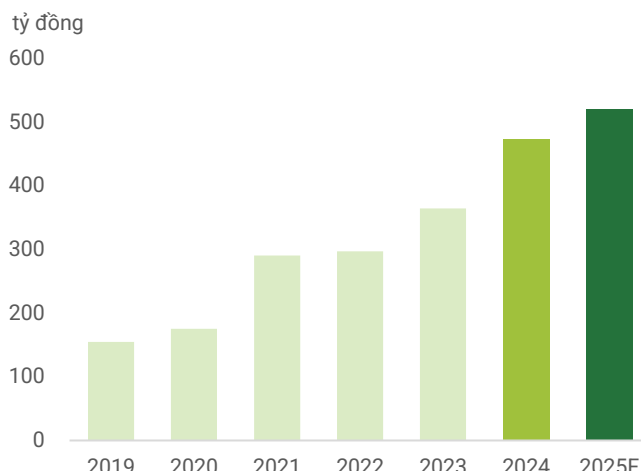
Theo đó, chúng tôi dự phóng LNST-CĐTS năm 2025F ước tính đạt 460 tỷ đồng (+14%YoY) chủ yếu đến từ lợi nhuận hoạt động kinh doanh chính cải thiện và đạt khoảng 1.3 ngàn tỷ đồng (+9%YoY), qua đó giúp bù đắp được chi phí lãi vay ước đạt khoảng 856 tỷ đồng (+5%YoY).

Hình 31: Lợi nhuận sau thuế tiếp tục duy trì đà hồi phục nhờ hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện giúp bù đắp được chi phí lãi vay.

Hình 30: Tỷ lệ bao phủ lãi vay (EBIT/I) từ 2019 – nay tương đối tốt.



Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

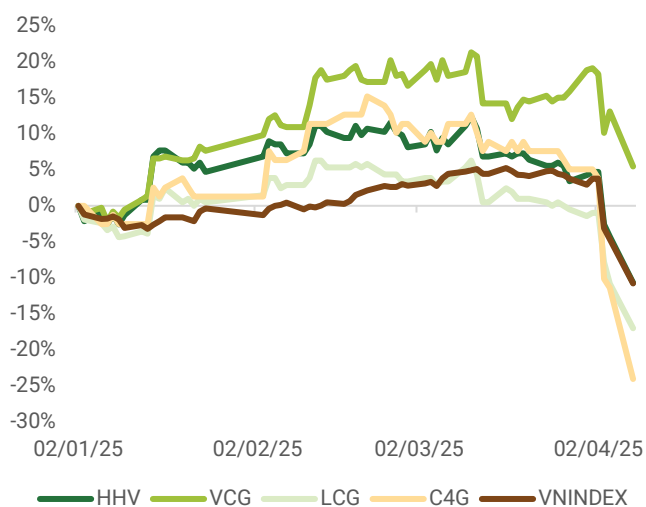


Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

3. Định giá về vùng hấp dẫn.

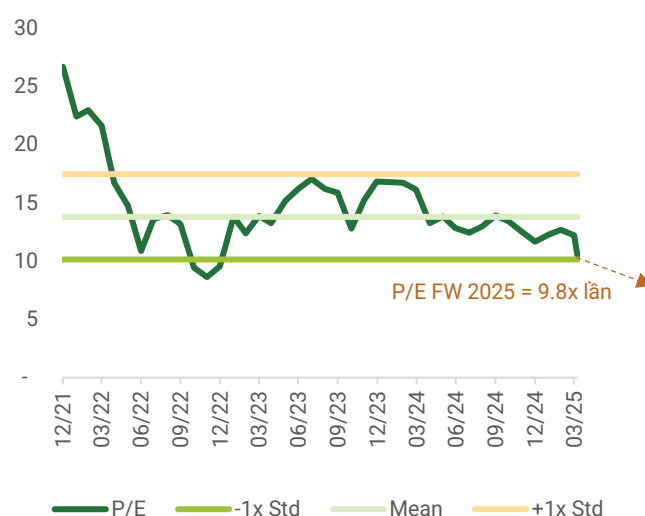
Tính từ đầu năm 2025 tới ngày 08/04/2025, giá cổ phiếu HHV đã giảm khoảng -11%YTD – giảm ít hơn so với một doanh nghiệp cùng ngành như LCG (-17%YTD), C4G (-24%YTD) và giảm tương đương so với VN-Index (-11%YTD). Theo quan sát, chúng tôi nhận thấy diễn biến giá cổ phiếu nhóm ngành đầu tư công nói riêng và toàn thị trường nói chung đang điều chỉnh mạnh sau phát biểu của tổng thống Trump về việc áp thuế suất 46% đối với một số mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam trong rạng sáng ngày 03/04/2025. Theo đó, điều này dự kiến có thể tác động xấu đến triển vọng kinh doanh trong năm 2025 cũng như là tác động tiêu cực lên tâm lý các nhà đầu tư. **HHV hiện đang giao dịch với P/E FW 2025 khoảng 9.8x lần – thấp hơn so với P/E bình quân giai đoạn 2023 – 2024 là 14.4 lần.** Theo đó, chúng tôi cho rằng đây là vùng định giá tương đối hấp dẫn sau đợt điều chỉnh mạnh.

Hình 33: Giá cổ phiếu ngành đầu tư công duy trì xu hướng giảm do ảnh hưởng từ thị trường chung trong ngày 08/04/2025.



Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

Hình 34: Định giá HHV đang ở mức hấp dẫn sau giai đoạn chiết khấu mạnh từ thị trường trong ngày 08/04/2025.



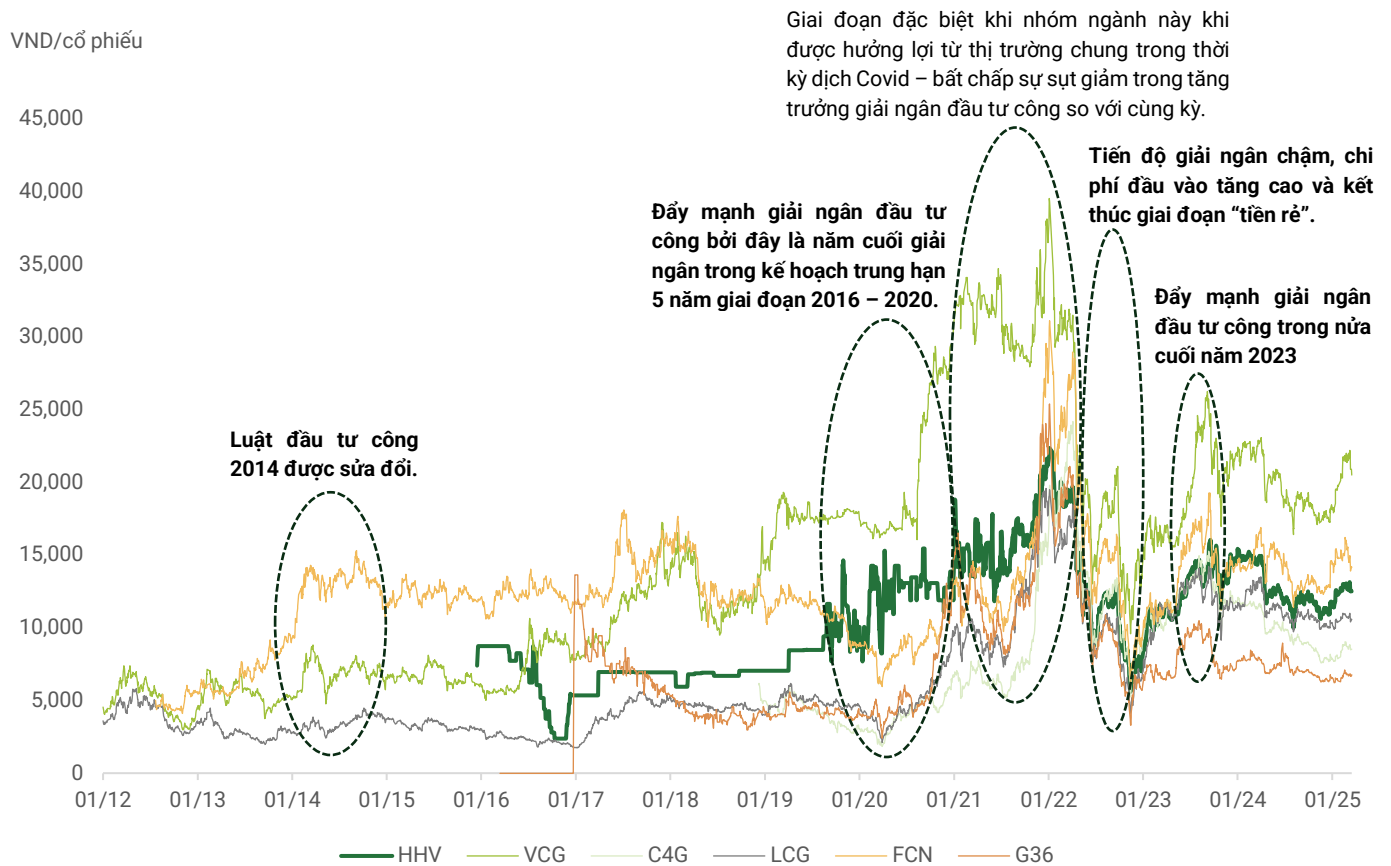
Nguồn: HHV, PHS tổng hợp

Đồng thời, chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng trong năm 2025 sẽ đến từ yếu tố nội tại trong nước hơn là đến từ yếu tố tăng trưởng bên ngoài, với một trong những trụ cột tăng trưởng chính được kỳ vọng đến từ nhóm đầu tư công trong năm 2025. **HHV với triển vọng kinh doanh kỳ vọng tiếp tục duy trì đà cải thiện với LNST-CĐTTS 2025F tăng +14%YoY và mục tiêu hỗ trợ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công từ Chính phủ trong 2025 kỳ vọng sẽ giúp hỗ trợ tâm lý nhà đầu tư trong thời gian tới.**

Chúng tôi cũng xin lưu ý phần lớn các cổ phiếu nhóm ngành đầu tư công đều có biến động nhanh và mạnh so với thị trường chung. Khi xem xét diễn biến giá cổ phiếu trong quá khứ, chúng tôi nhận thấy đa số cổ phiếu thuộc nhóm ngành này sẽ phụ thuộc phần lớn vào diễn biến tình hình của chính sách đầu tư công. Đối với xu hướng đẩy mạnh giải ngân đầu tư công năm 2025, chúng tôi nhận thấy có những nét tương đồng so với giai đoạn 2020 trước đó khi mà **nhà nước tăng tốc giải ngân đầu tư công trong năm cuối trong kế hoạch 5 năm trung hạn. Đồng thời, việc tháo gỡ nút thắt trong các điều khoản về luật đầu tư trong năm 2025 kỳ vọng tạo yếu tố tâm lý tích cực trong lĩnh vực này.**

Do đó, chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu HHV sẽ được tái định giá lại trong thời gian tới nhờ cộng hưởng từ 3 yếu tố tích cực đã được đề cập ở phía trên.

Hình 32: Diễn biến giá cổ phiếu phần lớn biến động theo xu hướng của tình hình hoạt động đầu tư công.



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Bảng 9: Dự phóng kết quả kinh doanh 2025F

(Tỷ đồng)	2023A	2024F	2025F	%YoY (24/23)	%YoY (25/24)	Nhận định
Doanh thu thuần	2,686	3,308	3,729	23%	13%	DTT 2025F ước tính tăng trưởng +13%YoY, trong đó được dẫn dắt bởi mảng kinh doanh xây lắp trong khi đóng góp từ mảng BOT dự kiến duy trì ổn định
<i>BOT</i>	<i>1,572</i>	<i>1,914</i>	<i>2,067</i>	<i>22%</i>	<i>8%</i>	Doanh thu tăng trưởng nhẹ +8% chủ yếu đến từ tăng trưởng ổn định của lưu lượng xe trong khi giá vé dự kiến duy trì đi ngang bởi doanh nghiệp không có kế hoạch tăng giá vé trong 2025
<i>Xây lắp</i>	<i>1,047</i>	<i>1,152</i>	<i>1,420</i>	<i>10%</i>	<i>23%</i>	DTT xây lắp ước tính tăng trưởng nổi bật +23%YoY chủ yếu nhờ các hợp đồng trong năm 2024 (bao gồm dự án cao tốc Hữu Nghi - Chi Lăng và Đồng Đăng - Trà Lĩnh)
<i>Khác</i>	<i>67</i>	<i>242</i>	<i>242</i>	<i>264%</i>	<i>0%</i>	
GVHB	(1,605)	(1,964)	(2,261)	22%	15%	
LNG	1,080	1,344	1,469	24%	9%	
<i>BOT</i>	<i>972</i>	<i>1,253</i>	<i>1,353</i>	<i>29%</i>	<i>8%</i>	
<i>Xây lắp</i>	<i>86</i>	<i>43</i>	<i>68</i>	<i>-50%</i>	<i>56%</i>	
<i>Khác</i>	<i>22</i>	<i>48</i>	<i>48</i>	<i>113%</i>	<i>0%</i>	
CPBH & QLDN	(61)	(72)	(81)	18%	13%	
LNHĐKD chính	1,020	1,272	1,388	25%	9%	
Doanh thu TC	26	48	49	86%	4%	
CP TC	667	814	856	22%	5%	Chi phí TC ước tính tăng nhẹ +5%YoY chủ yếu đến từ gia tăng nợ vay nhằm phục vụ cho các dự án mới.
LN công ty LK	49	53	53	8%	0%	
Lãi/lỗ khác	(2)	(1)	(1)	-54%	0%	
LNTT	425	558	633	31%	14%	
LNST	364	473	537	30%	14%	
LNST-CĐTS	322	405	460	26%	14%	
Biên lợi nhuận gộp	40.2%	40.6%	39.4%			
<i>LNG - BOT</i>	<i>61.8%</i>	<i>65.5%</i>	<i>65.5%</i>			
<i>LNG - xây lắp</i>	<i>8.2%</i>	<i>3.8%</i>	<i>4.8%</i>			
Biên lợi nhuận ròng	12.0%	12.2%	12.3%			

Nguồn: HHV, PHS dự phóng và tổng hợp

V. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP). Trong đó:

- **Hoạt động xây lắp:** Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E với P/E mục tiêu 2025 cho mảng xây lắp là 13.7x lần – tương đương với P/E trung vị ngành xây dựng.
- **Hoạt động thu phí BOT:** Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF và BV cho các công ty con và công ty liên kết đang thực hiện hoạt động này với WACC dao động trong khoảng 8.8% – 10.3% tùy theo biến động tỷ trọng nợ của từng dự án của doanh nghiệp. Đồng thời, chúng tôi cũng áp tỷ lệ chiết khấu cao – khoảng 40% đối với các doanh nghiệp định giá bằng BV bởi các công ty này vẫn đang thực hiện dự án xây dựng và hạn chế về nhiều thông tin.

Theo đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HHV với giá mục tiêu là 13,500 VND/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá là 29% so với giá đóng cửa tại ngày 08/04/2025).

Bảng 10: Định giá cổ phiếu HHV theo phương pháp định giá từng phần.

Dvt: tỷ VND	ĐVT	Phương pháp	WACC	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị mục tiêu	Tổng giá trị	Giá trị đóng góp
1. Xây lắp	tỷ đồng	P/E			13.7	21	290
2. BOT	tỷ đồng	DCF				8,327	5,565
2.1. Công ty con						6,280	4,707
(i). CTCP Đầu tư Đèo Cả	tỷ đồng	DCF	10.3%	73.41%		4,628	3,398
(ii). CTCP Phước Tượng Phú Gia BOT	tỷ đồng	DCF	9.0%	99.37%		684	680
(iii). CTCP BOT Bắc Giang - Lạng Sơn	tỷ đồng	DCF	8.8%	65.03%		967	629
2.2. Công ty LDLK						2,047	858
(i). CTCP Đầu tư BOT Đèo Cả - Khánh Hòa	tỷ đồng	DCF	8.8%	47.34%		978	463
(ii). CTCP Cao tốc Cam Lâm - Vĩnh Hảo	tỷ đồng	DCF	10.1%	38.00%		884	336
(iii). CTCP BOT Bắc Giang - Lạng Sơn - Hữu Nghị (*)	tỷ đồng	BV		31.60%		175	55
(iv). CTCP Cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh (*)	tỷ đồng	BV		40.00%		9	4
Tổng giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng						5,855
Số lượng cổ phiếu	triệu cổ						432.3
Giá mục tiêu	VND/cổ phiếu						13,500
Giá đóng cửa tại ngày 04/04/2025	VND/cổ phiếu						10,450
Tiềm năng tăng giá							29%

Nguồn: HHV, PHS dự phóng và tổng hợp

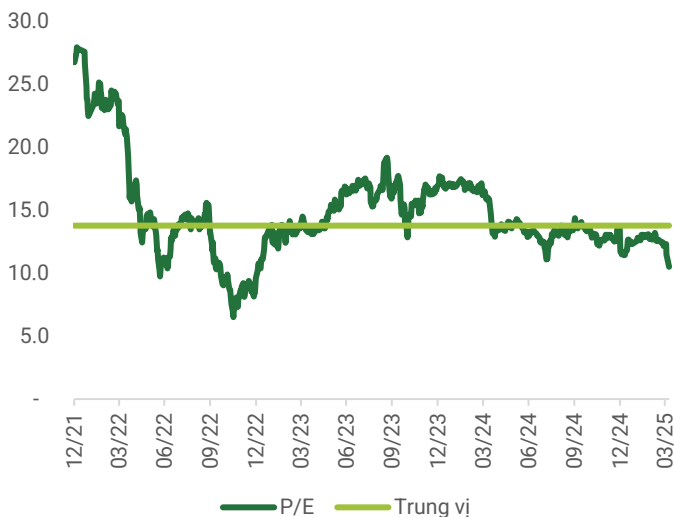
(*) Các dự án hiện đang trong giai đoạn xây dựng và chưa có nhiều thông tin, do đó dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi áp tỷ lệ chiết khấu khoảng 40% đối với giá trị của các dự án này

Bảng: Định giá các doanh nghiệp cùng ngành theo P/E.

Mã	Market cap (VND)	T12M P/E (x)	T 12M P/B (x)	T 12M P/S (x)	D/E (%)	ROA (%)	ROE (%)
VCG VN EQUITY	12,391	13.37	1.5	1.0	179%	3.14	12.25
C4G VN EQUITY	2,501	13.96	0.8	1.2	78%	#N/A	#N/A
LCG VN EQUITY	1,782	13.49	0.7	0.8	39%	2.20	5.22
CII VN EQUITY	6,603	16.67	0.6	2.5	254%	0.74	3.73
Trung vị		13.7	0.7	1.1			

Nguồn: HHV, PHS dự phóng và tổng hợp

Hình 35: Định giá cổ phiếu HHV theo P/E năm 2021 - nay



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Hình 36: Định giá cổ phiếu HHV theo P/B năm 2021 - nay



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

VI. RỦI RO

(1) Tiến độ thi công chậm hơn so với kỳ vọng

(2) Giá nguyên vật liệu tăng cao: Ước tính chi phí nguyên liệu chiếm hơn 50% trong cơ cấu giá vốn xây dựng. Do đó, chi phí gia tăng nguyên vật liệu sẽ tác động tiêu cực đến cơ cấu lợi nhuận gộp của doanh nghiệp.

(3) Rủi ro pha loãng do phát hành cổ phiếu: Hiện HHV đang có kế hoạch huy động tăng thêm vốn điều lệ khoảng 1 ngàn tỷ đồng nhằm tài trợ cho dự án Đồng Đăng – Trà Lĩnh và Hữu Nghị – Chi Lăng trong 2025 – 2026 thông quan phương án phát hành thêm cổ phiếu. Với lịch sử thường xuyên phát hành cổ phiếu nhằm mục đích huy động vốn, chúng tôi cho rằng điều này có thể gây rủi ro pha loãng đối với cổ đông.

Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần	2,095	2,686	3,308	3,729	4,220
Giá vốn hàng bán	(1,078)	(1,605)	(1,964)	(2,261)	(2,602)
Lợi nhuận gộp	1,017	1,080	1,344	1,469	1,617
Chi phí bán hàng và QLDN	(73)	(61)	(72)	(81)	(91)
Lợi nhuận từ HĐKD	944	1,020	1,272	1,388	1,526
Lợi nhuận tài chính	5	26	48	49	51
Chi phí tài chính	(648)	(667)	(814)	(856)	(908)
Lãi (lỗ) từ công ty liên kết	53	49	53	53	53
Thu nhập khác, ròng	(0)	(2)	(1)	(1)	(1)
Lợi nhuận trước thuế	354	425	558	633	721
Lợi nhuận sau thuế	297	364	473	537	612
LNST của cổ đông Công ty mẹ	264	322	405	460	523
Cân đối kế toán	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Tài Sản Ngắn Hạn	1,184	1,176	1,388	1,518	1,730
Tiền và tương đương tiền	382	296	310	407	473
Đầu tư tài chính ngắn hạn	73	77	5	5	5
Phải thu ngắn hạn	457	690	981	942	1,066
Hàng tồn kho	161	77	70	140	158
Tài sản ngắn hạn khác	111	36	22	24	28
Tài Sản Dài Hạn	34,469	35,604	37,416	39,672	41,543
Phải thu dài hạn	558	405	844	844	844
Tài sản cố định	28,562	28,329	27,721	27,275	26,839
Chi phí xây dựng dở dang	14	0	12	23	35
Đầu tư tài chính dài hạn	531	497	1,065	1,065	1,065
Tài sản dài hạn khác	4,805	6,373	7,774	10,464	12,760
Tổng cộng tài sản	35,653	36,780	38,804	41,190	43,273
Nợ phải trả	27,278	28,047	27,896	29,762	31,252
Nợ ngắn hạn	3,857	3,144	3,691	4,300	4,837
Nợ dài hạn	23,420	24,903	24,205	25,462	26,415
Vốn chủ sở hữu	8,376	8,733	10,908	11,428	12,021
Vốn góp và lợi nhuận giữ lại	3,899	4,215	5,418	5,693	6,006
Lợi ích cổ đông thiểu số	7	9	9	177	368
Khác	4,470	4,509	5,481	5,559	5,647
Tổng nguồn vốn	35,653	36,780	38,804	41,190	43,273

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	365	393	1,072	1,284	1,173
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(194)	(92)	(596)	(637)	(645)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(51)	(388)	(461)	(550)	(462)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	120	(86)	14	97	66
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	262	382	296	310	407
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	382	296	310	407	473
Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Tăng trưởng					
Lợi nhuận sau thuế	13%	28%	23%	13%	13%
Tổng tài sản	2%	23%	30%	14%	14%
Doanh thu	5%	3%	6%	6%	5%
Tổng vốn chủ sở hữu	9%	4%	25%	5%	5%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	49%	40%	41%	39%	38%
Tỷ suất EBIT	45%	38%	38%	37%	36%
Tỷ suất lãi ròng	13%	12%	12%	12%	12%
ROA	1%	1%	1%	1%	1%
ROE	3%	4%	4%	4%	4%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	96	78	92	92	92
Số ngày tồn kho	34	27	14	14	14
Số ngày phải trả	377	250	186	186	186
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.3	0.4	0.4	1.0	1.4
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
Tỷ suất thanh toán tiền mặt					
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	247%	232%	174%	178%	178%
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	10%	11%	10%	11%	11%
Vay ngắn hạn/VCSH	236%	221%	164%	168%	167%
Vay dài hạn/VCSH	13%	28%	23%	13%	13%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Tô Đình Hiền Viên, Chuyên viên phân tích** - Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

MUA: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

TĂNG TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

NẮM GIỮ: Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

GIẢM TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có thể giảm nhẹ từ 0% đến -10%.

BÁN: Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%.

KHÔNG XẾP HẠNG: Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của PHS hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,

8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472

Call Center: (84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby

81-83-83B-85 Hàm Nghi,

P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 D&D Tower,

458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận

3, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,

251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân

Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,

N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa,

Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,

107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7,

Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,

18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải

Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801