



CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả

[Việt Nam / Xây dựng]

Bloomberg Code (HHV VN) | Reuters Code (HHV.HM)

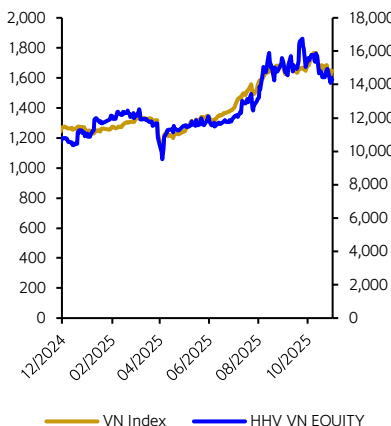
MUA

Báo cáo lần đầu

Giá mục tiêu (12 tháng) **18,200 VND**
Giá hiện tại (11/11/2025) **13,350 VND**
Suất sinh lời (%) **36%**

VNINDEX	1,593
HNXINDEX	261
Vốn hóa (tỷ VND)	6,640
SLCP lưu hành (triệu CP)	497
Tỷ do giao dịch (triệu CP)	422
52-tuần cao/thấp (VND)	17,350/9,257
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	14.83
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	223
Cổ đông lớn (%)	CTCP Đầu tư Hải Thạch B.O.T 14.68%
	CTCP Đầu tư Hạ tầng Miền Bắc 7.84%

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	10.4	-7.3	36.3
So với VN-Index (%)	7.5	-7.7	22.0



Tiến Lê - Chuyên viên

☎️ (84-28) 6299 - 4233
✉️ tien.ld@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo

Tăng trưởng bền vững giữa làn sóng đầu tư

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 18,200 đồng

Công ty cổ phần Đầu tư hạ tầng giao thông Đèo Cả (HHV) được thành lập năm 1974 tiền thân là "Xưởng Thống Nhất" trực thuộc Ban Xây Dựng 67. HHV là chủ đầu tư, nhà quản lý vận hành và xây dựng các công trình hạ tầng giao thông hàng đầu Việt Nam. Với 6 dự án hạ tầng giao thông BOT đem lại dòng tiền ổn định cùng doanh thu tiềm năng từ mảng xây dựng hạ tầng với khoảng VND 2,561 tỷ backlog. Chúng tôi định giá lần đầu đối với cổ phiếu HHV ở mức giá VND 18,200 tương ứng với mức sinh lời 36%. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá cộng từng phần (SOTP) để định giá HHV.

Đẩy mạnh vốn đầu tư công thúc đẩy đầu tư xây dựng hạ tầng

Theo ước tính của Bộ Tài chính, tổng chi đầu tư công năm 2026 dự kiến đạt khoảng 1.08 triệu tỷ đồng, tương ứng mức tăng 22% so với cùng kỳ. Đồng thời, kế hoạch vốn đầu tư công trung hạn giai đoạn 2026–2030 được xác định ở mức 8.31 triệu tỷ đồng, tăng 144% so với giai đoạn 2021–2025. Việc đẩy mạnh đầu tư hạ tầng của Chính phủ được kỳ vọng sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng quan trọng cho HHV, giúp doanh nghiệp hưởng lợi trực tiếp từ việc tham gia đầu tư các dự án BOT, cũng như mở rộng quy mô và doanh thu của mảng thi công xây lắp trong lĩnh vực hạ tầng giao thông.

Mảng thu phí BOT tăng trưởng ổn định nhờ lưu lượng xe và cước phí gia tăng

Với việc cước phí BOT được điều chỉnh tăng trung bình từ 5% - 6% năm, cùng với xu hướng lưu lượng xe trong nước duy trì đà tăng trưởng ổn định, mảng thu phí BOT của HHV được kỳ vọng sẽ tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu tích cực, dao động trong khoảng 15% - 20% trong các năm tới, qua đó đem lại nguồn thu ổn định cho doanh nghiệp.

Triển vọng dài hạn tích cực nhờ backlog lớn và nhu cầu đầu tư hạ tầng gia tăng

Tổng giá trị backlog của HHV ước đạt VND 2,561 tỷ, chủ yếu đến từ các dự án trọng điểm như Cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh và Cao tốc Hồ Chí Minh - Thủ Dầu Một - Chơn Thành. Chúng tôi cho rằng doanh thu mảng xây dựng hạ tầng của HHV sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2025-2027 đi cùng với xu hướng đẩy mạnh đầu tư công trong trung hạn.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu trong năm 2025 và 2026 của HHV lần lượt đạt VND 3,609 tỷ (+9% YoY) và VND 4,008 tỷ (+11% YoY). Lợi nhuận sau thuế ước tính đạt VND 662 tỷ (+34% YoY) trong năm 2025 và VND 934 tỷ (+41% YoY) trong năm 2026.

Rủi ro: (1) Rủi ro độ triển khai các dự án đầu tư công chậm; (2) Biến động giá nguyên vật liệu xây dựng; (3) Lãi suất gia tăng.

Năm	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ VND)	3,308	3,609	4,008	4,463	4,864
LN từ HEKD (tỷ VND)	1,269	1,437	1,652	1,898	2,117
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	495	662	934	1,172	1,395
EPS (đồng)	1,025	1,146	1,616	2,030	2,415
BPS (đồng)	22,749	20,172	21,788	23,818	26,233
OPM (%)	38.37	39.81	41.21	42.52	43.53
NPM (%)	14.97	18.34	23.29	26.27	28.67
ROE (%)	5.04	5.90	7.84	9.15	10.02
PER (x)	11.36	12.04	8.54	6.80	5.72
PBR (x)	0.73	0.68	0.63	0.58	0.53
EV/EBITDA (x)	14.61	14.20	12.66	11.25	10.21

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure



MỤC LỤC

3	Tổng quan doanh nghiệp
9	Quan điểm đầu tư
12	Dự phóng kết quả kinh doanh
14	Định giá và khuyến nghị
17	Rủi ro
18	Phụ lục: Báo cáo tài chính

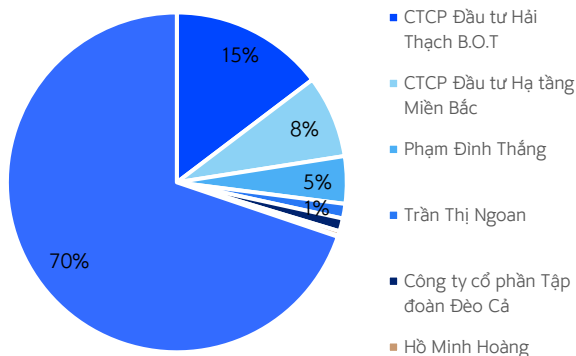


Tổng quan doanh nghiệp

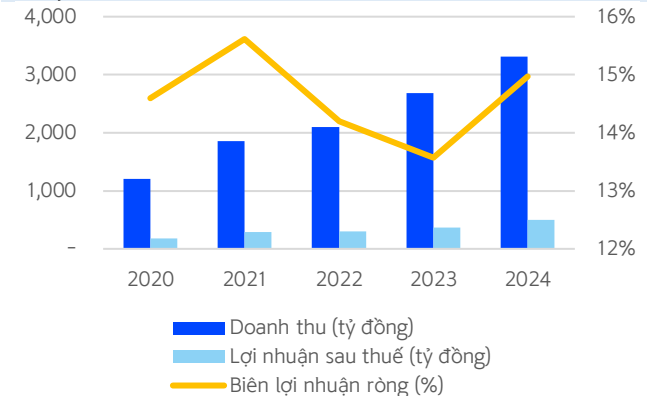
Lịch sử hình thành doanh nghiệp

Công ty cổ phần Đầu tư hạ tầng giao thông Đèo Cả (HoSE: HHV) được thành lập năm 1974 tiền thân là "Xưởng Thống Nhất" trực thuộc Ban Xây Dựng 67. Đến ngày 02/01/2014, Công ty chính thức hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần. Ngày 24/11/2015, cổ phiếu của công ty được chấp thuận đăng ký giao dịch lần đầu trên UPCOM với mã HHV. Ngày 23/12/2021, cổ phiếu HHV của Công ty được chấp thuận niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP.Hồ Chí Minh (HOSE) theo Quyết định số 717/QĐ-SGDHCM.

Cơ cấu cổ đông của HHV tại Q3/2025 (%)



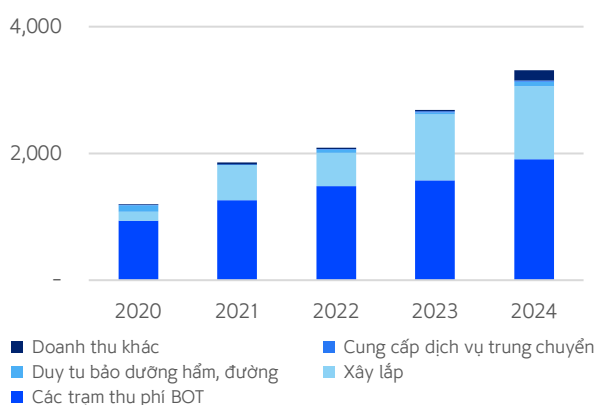
Kết quả kinh doanh của HHV từ 2020 – 2024



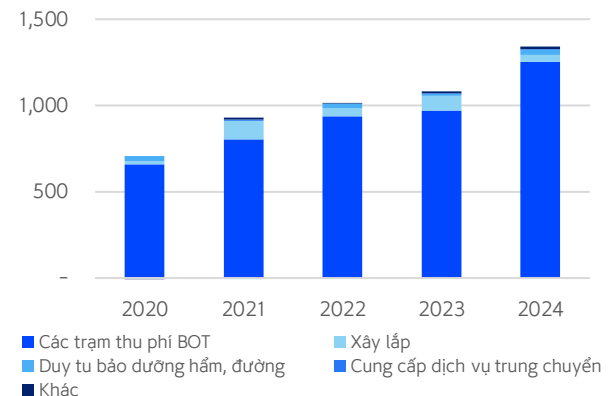
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

HHV được sở hữu phần lớn bởi CTCP Đầu tư Hải Thạch B.O.T (chiếm 15%, đại diện bởi ông Võ Thụy Linh – Thành viên HĐQT) và CTCP Đầu tư Hạ tầng Miền Bắc (chiếm 8%, đại diện bởi ông Nguyễn Văn Giáp). Trong đó, nhà đầu tư tổ chức chiếm 24% trong cơ cấu cổ đông.

Cơ cấu doanh thu của HHV từ 2020 – 2024 (tỷ đồng)



Cơ cấu lợi nhuận gộp của HHV từ 2020 – 2024 (tỷ đồng)

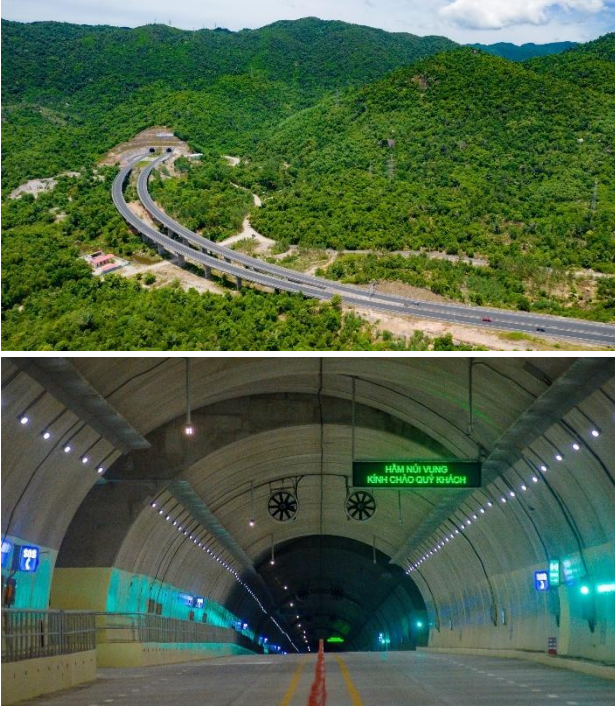


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

HHV là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực đầu tư và quản lý vận hành các công trình hạ tầng giao thông tại Việt Nam. Cơ cấu doanh thu của công ty chủ yếu đến từ các dự án đầu tư BOT hạ tầng giao thông đường bộ, chiếm khoảng 58% doanh thu và đóng góp tới 93% lợi nhuận gộp. Bên cạnh đó, mảng thi công xây dựng các công trình giao thông chiếm khoảng 35% doanh thu và 3% lợi nhuận gộp.

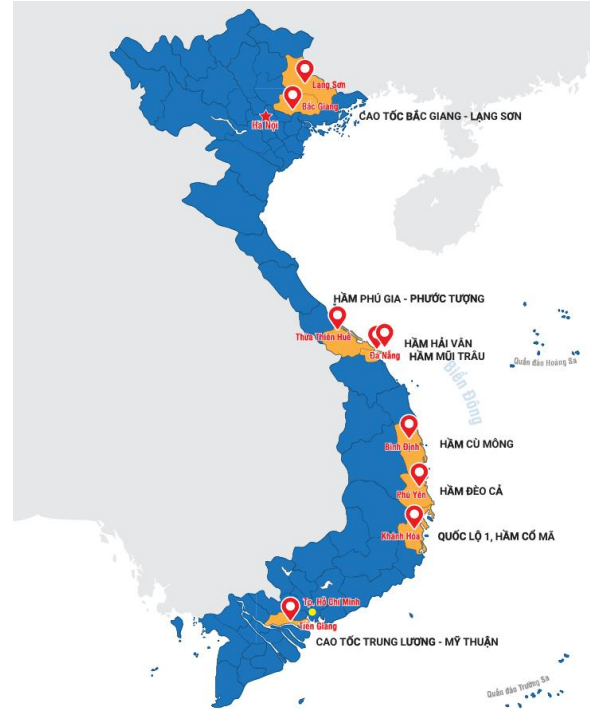
Mảng thu phí các dự án BOT

Một số dự án nổi bật của HHV



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Vị trí các dự án của HHV



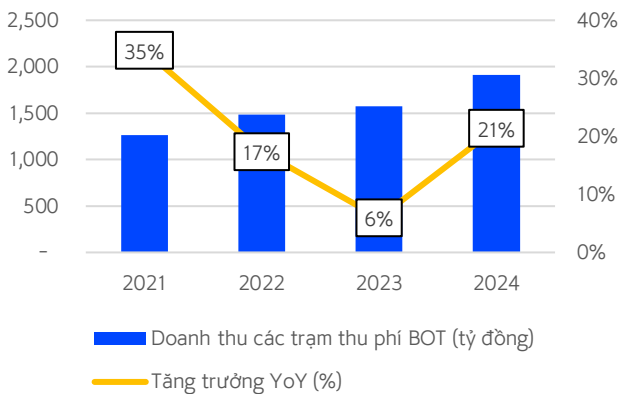
Tính đến năm 2024, CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả đang tham gia đầu tư trực tiếp vào 6 dự án hạ tầng giao thông theo hình thức PPP – hợp đồng BOT. Trong đó, 5 dự án đã được đưa vào vận hành khai thác ổn định. Hiện Công ty đang triển khai đầu tư và thi công tại Dự án xây dựng Cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh tại tỉnh Cao Bằng. HHV đang vận hành và sở hữu 18 trạm thu phí BOT với quy mô khoảng 470 km đường cao tốc và quốc lộ, 31 km hầm đường bộ.

STT	Tên dự án	Tổng mức đầu tư (TMDT)	Thời gian thu phí	Quy mô dự án	Địa điểm dự án	Vốn HHV tham gia (tỷ VND)	Tỷ lệ lợi ích (%)
1	Hầm đường bộ Phước Tượng – Phú Gia	TMDT: 1,559,000 tỷ đồng– Vốn CSH: 262 tỷ đồng– Vốn vay: 1,297 tỷ đồng	19 năm (2016–2035)	Hầm Phước Tượng 357 m, đường dẫn 2 phía và cầu trên tuyến tổng dài 4.1 km. Hầm Phú Gia 447 m, đường dẫn 2 phía và cầu trên tuyến tổng dài 2.6 km.	TP. Huế	294	99.37%
2	Mở rộng Quốc lộ 1 – Tỉnh Khánh Hòa	TMDT: 2,644 tỷ đồng– Vốn CSH: 339 tỷ đồng– Vốn vay và khác: 2,305 tỷ đồng	21 năm 8 tháng (2016–2038)	Tổng chiều dài dự án khoảng 37.7 km	Tỉnh Khánh Hòa	122	47.42%
3	Hầm đường bộ qua Đèo Cả (hầm Đèo Cả, Cổ Mã, Cù)	TMDT: 18,904 tỷ đồng– Vốn NSNN: 4,776 tỷ đồng– Vốn BOT: 14,127 tỷ đồng	27 năm 5 tháng (2018–2046)	Hầm Đèo Cả: 4,1 km Hầm Cổ Mã: 500 m Hầm Cù Móng: 2.6 km Hầm Hải Vân: 6.29 km	Tỉnh Khánh Hòa; Gia Lai; TP. Huế; Đà Nẵng	1,748	74.24%

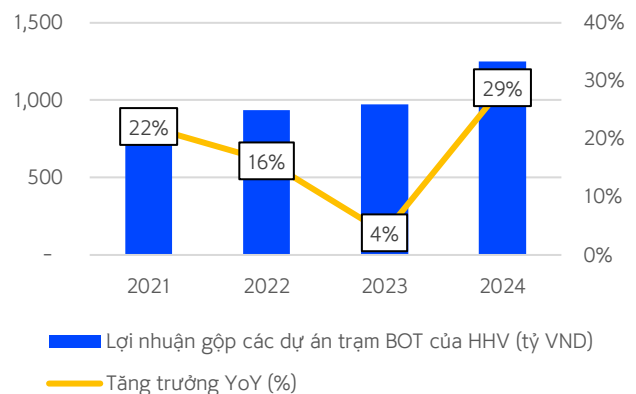
	Mông, Hải Vân)						
4	Cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn	TMDT: 12,188 tỷ đồng– Vốn CSH: 1,645 tỷ đồng– Vốn vay: 10,543 tỷ đồng	28 năm 7 tháng (2020–2049)	Tuyến cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn dài 63.86 km, tuyến QL1 110.2 km	Tỉnh Bắc Ninh; Lạng Sơn	1,165	31.60%
5	Cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh	TMDT: 14,114 tỷ đồng– Vốn NSNN: 8,090 tỷ đồng– Vốn CSH & vay khác: 3,510 tỷ đồng	22 năm 4 tháng (2026–2048)	Chiều dài toàn tuyến 93.35 km	Tỉnh Lạng Sơn; Cao Bằng	109	42.31%
6	Cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo	TMDT: 8,925 tỷ đồng– Vốn NSNN: 5,139 tỷ đồng– Vốn BCC: 514 tỷ đồng– Vốn CSH: 391 tỷ đồng– Vốn vay khác: 2,756 tỷ đồng	17 năm (2024–2041)	Chiều dài toàn tuyến 78.5 km	Tỉnh Khánh Hòa; Lâm Đồng	Vốn BCC: 514 VCSH: 391	38.00%

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Doanh thu các dự án trạm BOT của HHV giai đoạn 2021 – 2024



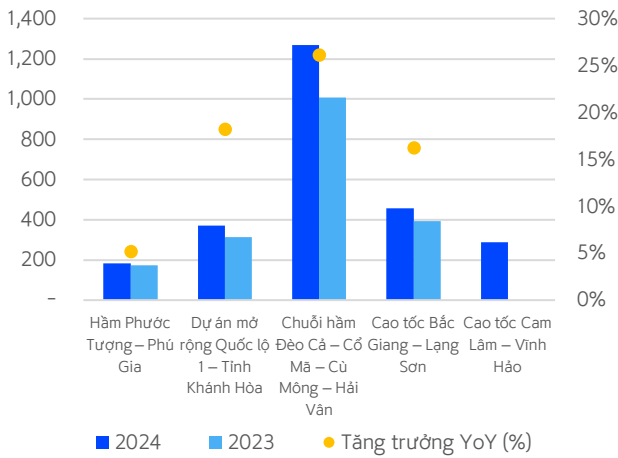
Lợi nhuận gộp các dự án trạm BOT của HHV giai đoạn 2021 – 2024



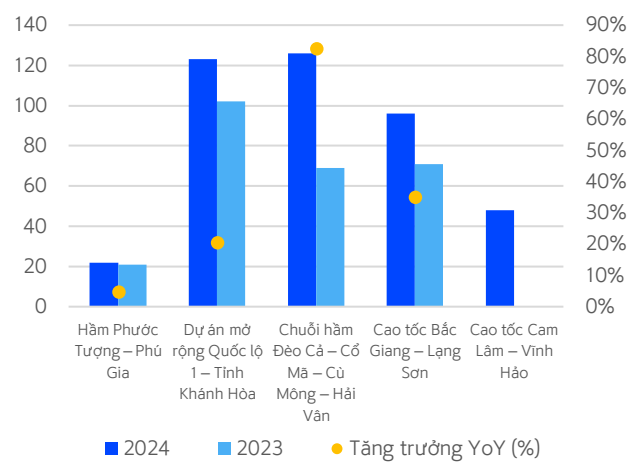
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Doanh thu mảng thu phí dịch vụ từ các trạm BOT tăng trưởng ổn định khoảng 20%/năm trong giai đoạn 2021 – 2024, đóng góp phần lớn vào lợi nhuận gộp của doanh nghiệp chiếm hơn 90% trong cơ cấu lợi nhuận gộp. Trong đó biên lợi nhuận gộp trung bình của các trạm thu phí duy trì ổn định quanh mức 65%.

Doanh thu các dự án BOT của HHV (tỷ đồng)



LNST các dự án BOT của HHV (tỷ đồng)

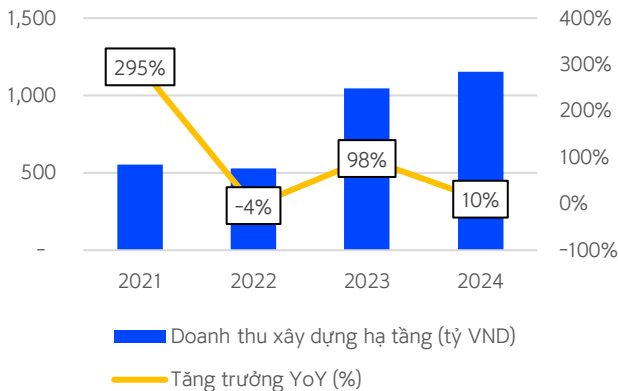


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

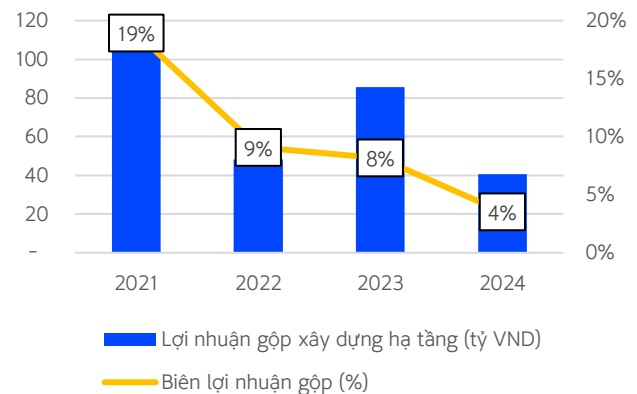
Trong năm 2024, doanh thu các dự án BOT của HHV duy trì tăng trưởng tích cực nhờ lưu lượng xe qua các trạm thu phí tăng trưởng tốt (trung bình khoảng 10%) và giá phí BOT có sự cải thiện so với cùng kỳ.

Mảng xây dựng hạ tầng

Doanh thu mảng xây dựng hạ tầng của HHV (tỷ đồng)



Lợi nhuận gộp mảng xây dựng hạ tầng của HHV (tỷ đồng)



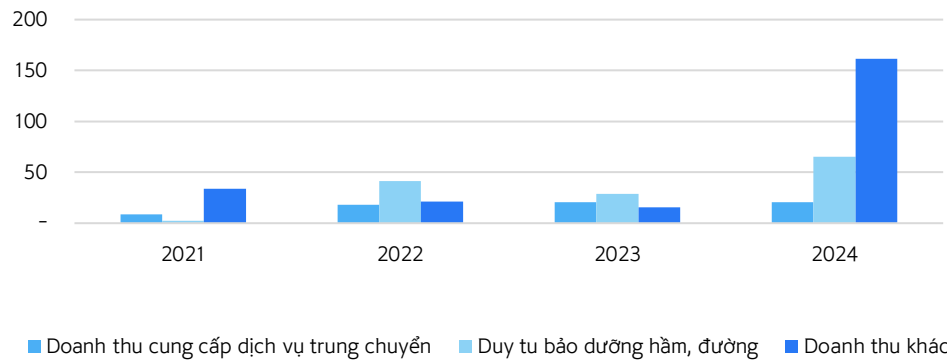
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Với hơn 45 năm hình thành và phát triển, CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV) sở hữu nền tảng vững chắc và bề dày kinh nghiệm trong lĩnh vực thi công – xây lắp công trình giao thông. Doanh nghiệp được đánh giá có năng lực thi công vượt trội, đặc biệt ở các dự án có quy mô lớn và yêu cầu kỹ thuật cao như hầm đường bộ, cao tốc và cầu lớn.

Mảng xây dựng hạ tầng của HHV duy trì tăng trưởng tích cực, đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) đạt 69%, đi cùng với xu hướng đẩy mạnh đầu tư hạ tầng của chính phủ. Tuy nhiên lợi nhuận gộp mảng xây dựng có sự sụt giảm mạnh, nguyên nhân chủ yếu do chi phí nguyên vật liệu tăng cao, ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận gộp của HHV.

Mảng doanh thu khác

Doanh thu các mảng kinh doanh khác (tỷ đồng)

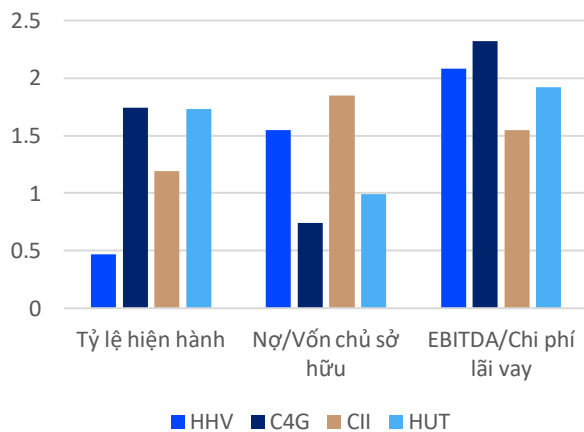


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

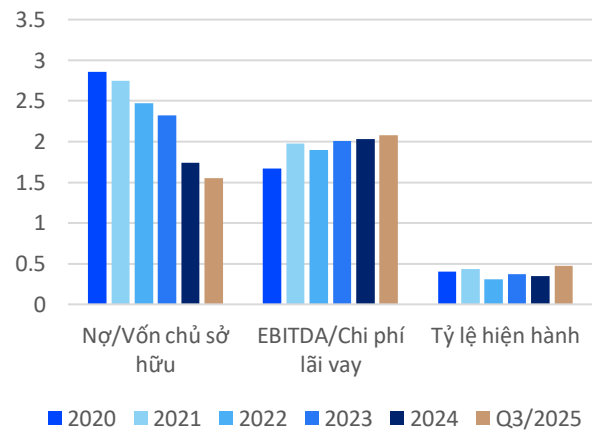
Các mảng doanh thu phụ trợ bao gồm doanh thu duy tu bảo dưỡng, hầm đường, doanh thu cung cấp dịch vụ trung chuyển và các mảng doanh thu khác duy trì ổn định, tăng trưởng cùng với hoạt động đầu tư xây lắp các dự án hạ tầng của CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả.

Chỉ số đòn bẩy cao nhưng mức độ an toàn tài chính được củng cố qua từng năm

Chỉ số thanh toán và chỉ số đòn bẩy tài chính của các DN BOT Q3/2025



Chỉ số thanh toán và chỉ số đòn bẩy tài chính của HHV 2020 – Q3/2025



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

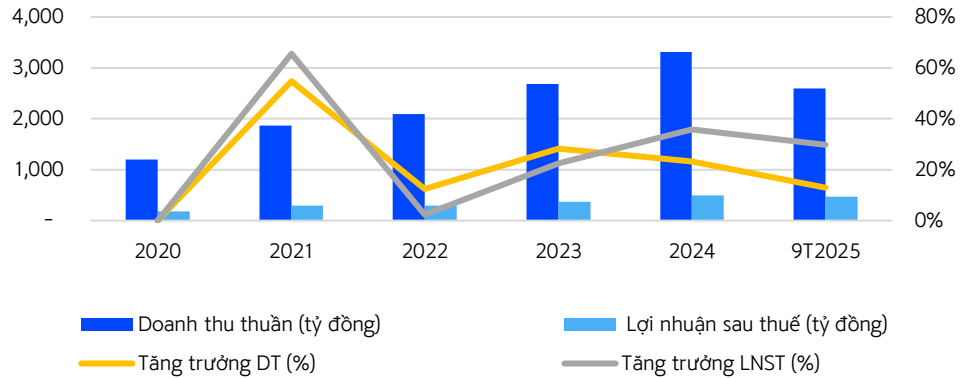
Chúng tôi đánh giá so với các doanh nghiệp cùng lĩnh vực thu phí BOT, HHV có tỷ lệ đòn bẩy cao hơn nhưng khả năng thanh toán hiện hành thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Tuy nhiên HHV vẫn đảm bảo được khả năng thanh toán tốt, với chỉ số thanh toán lãi vay (EBITDA/Chi phí lãi vay) cao. Điều này cho thấy HHV vẫn đảm bảo được khả năng chi trả các khoản lãi vay của doanh nghiệp.

Chúng tôi nhận thấy tình hình tài chính của HHV cải thiện dần qua từng năm trong giai đoạn 2020 – 2025, trong đó tỷ lệ đòn bẩy đã giảm dần và tỷ lệ thanh toán hiện hành tăng dần qua từng năm. Bên cạnh đó chỉ số thanh toán lãi vay cũng tăng dần qua từng năm.

Cập nhật kết quả kinh doanh

Kết quả kinh doanh 9T/2025 tăng trưởng tốt nhờ doanh thu BOT và xây dựng cùng cải thiện

Doanh thu và lợi nhuận CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả 2020 – 9T/2025 (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả ghi nhận doanh thu thuần Q3/2025 đạt VND 913 tỷ (+15% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 152 tỷ đồng (+23% YoY). Lũy kế 9 tháng đầu năm doanh thu đạt VND 2,595 tỷ (+13% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 476 tỷ (+30% YoY) trong đó:

Doanh thu các trạm thu phí BOT: Lưu lượng xe trong Q3/2025 tại các trạm BOT tăng nhẹ so với cùng kỳ. Tổng lưu lượng phương tiện qua các trạm thu phí trong quý tăng hơn 400,000 lượt xe (+5.17% YoY). Qua đó doanh thu mảng thu phí BOT đạt VND 560 tỷ (+18% YoY). Phần lớn các trạm thu phí ghi nhận mức tăng trưởng lưu lượng.

- Trạm Ninh Lộc ghi nhận mức sụt giảm mạnh (-32.92% YoY), do lưu lượng được phân luồng sang tuyến cao tốc Vân Phong – Nha Trang. Sự sụt giảm này đã được tính toán trong kế hoạch tài chính của dự án. Lưu lượng dự kiến sẽ cải thiện sau khi tuyến cao tốc Vân Phong – Nha Trang bắt đầu thu phí vào năm 2026
- Lưu lượng phương tiện qua cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn (BGLS Expressway) và Quốc lộ 1 (đoạn BGLS) được dự báo sẽ tăng khi các tuyến cao tốc Hữu Nghị – Chi Lăng và Đồng Đăng – Trà Lĩnh hoàn thành và đưa vào khai thác.
- Tại trạm thu phí Cam Lâm – Vĩnh Hảo, lưu lượng phương tiện trong Q3/2025 tăng đáng kể so với Q2/2024, tạo nền tảng thuận lợi cho giai đoạn 2 của dự án.

Lũy kế 9T/2025, doanh thu từ hoạt động thu phí BOT đạt VND 1,627 tỷ (+13% YoY). Trong đó tổng lượt xe đi qua các trạm thu phí của HHV tăng 11% so với cùng kỳ. Đáng lưu ý lượt xe đi qua trạm cao tốc Cam Lâm Vĩnh Hảo đã tăng từ 918,232 lượt xe lên 2,713,679 lượt xe kể từ khi được thông xe từ Q2/2024.

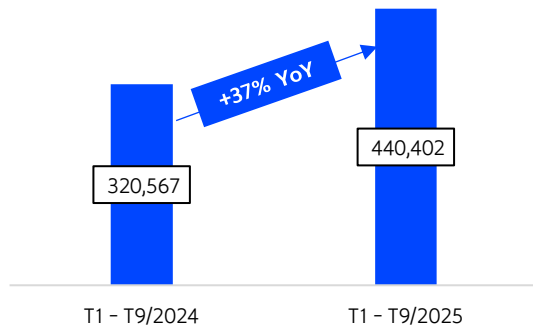
Mảng xây dựng hạ tầng: Doanh thu xây dựng hạ tầng trong Q3/2025 đạt VND 313 tỷ (+14% YoY). Với doanh thu chủ yếu đến từ các dự án cao tốc như cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh, cao tốc Mai Sơn – QL45. Lũy kế 9T/2025, doanh thu mảng xây dựng hạ tầng đạt VND 837 tỷ (+8% YoY).

Các mảng kinh doanh khác: Các mảng kinh doanh khác của HHV ghi nhận sự tăng trưởng ổn định. Lũy kế 9T/2025 doanh thu từ mảng duy tu và bảo dưỡng hầm đạt VND 78 tỷ (+104% YoY), doanh thu cung cấp dịch vụ trung chuyển đạt VND 16 tỷ (+5% YoY), doanh thu khác đạt VND 35 tỷ (+6% YoY).

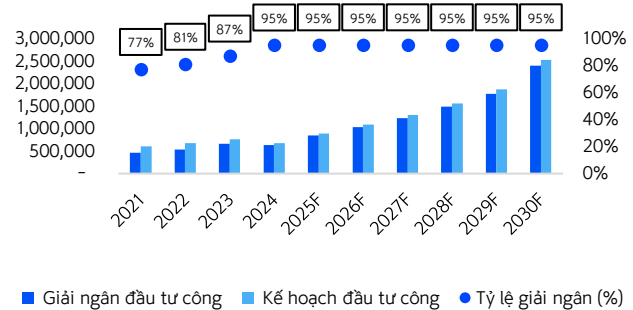
Quan điểm đầu tư

Đẩy mạnh vốn đầu tư công thúc đẩy đầu tư xây dựng hạ tầng

Lũy kế giải ngân đầu tư công 9T/2025 (tỷ đồng)



Giải ngân đầu tư công giai đoạn 2021 – 2028F (tỷ đồng)



Nguồn: Bộ Tài chính, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Báo cáo của Bộ Tài chính cho biết, ước tính giải ngân đầu tư công từ đầu năm đến ngày 30/09/2025 khoảng VND 440,402 tỷ (+37% YoY), đạt 50% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao. Tỷ lệ giải ngân trong 9T2025 có sự cải thiện so với 9T2024 khi tăng từ 47.3% lên mức 50%.

Theo ước tính của Bộ Tài chính, tổng mức vốn cân đối chi đầu tư phát triển từ nguồn ngân sách nhà nước năm 2026 dự kiến đạt khoảng 1.12 triệu tỷ đồng, bao gồm: chi đầu tư công ước đạt 1.08 triệu tỷ đồng, chi đầu tư phát triển khác khoảng 40 nghìn tỷ đồng. Như vậy, tổng mức vốn đầu tư công năm 2026 được dự báo tăng khoảng 22% so với năm 2025, phản ánh xu hướng mở rộng đầu tư công mạnh mẽ của Chính phủ nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và đẩy mạnh phát triển các dự án hạ tầng trọng điểm.

Nguồn vốn đầu tư công gia tăng đáng kể trong giai đoạn 2026 – 2030

Giai đoạn	2021 – 2025	2026 – 2030
Tốc độ tăng trưởng GDP trung bình	6.3% (ước tính)	10%
Thu ngân sách nhà nước	9.6 triệu tỷ đồng	16.1 triệu tỷ đồng
Chi ngân sách nhà nước	10.9 triệu tỷ đồng	20.9 triệu tỷ đồng
Tổng mức chi đầu tư công	3.4 triệu tỷ đồng	8.31 triệu tỷ đồng
Bội chi ngân sách	3.1-3.2% GDP	5% GDP
Tổng mức nợ vay chính phủ cho cả giai đoạn	2.5 triệu tỷ đồng	Dự kiến huy động khoảng 6.55 triệu tỷ đồng
Tỷ lệ nợ công/ GDP	35-36% GDP	41-42% GDP

Nguồn: Bộ Tài chính, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Về trung hạn, chính phủ dự kiến sẽ gia tăng đáng kể nguồn vốn đầu tư công trong giai đoạn 2026 – 2030. Theo định hướng của Chính phủ giai đoạn 2026 – 2030, mục tiêu tăng trưởng GDP bình quân đạt từ 10%/năm trở lên được xác định là trọng tâm trong chiến lược phát triển kinh tế. Để hiện thực hóa mục tiêu này, Bộ Tài chính dự kiến tổng chi đầu tư phát triển đạt khoảng 8.51 triệu tỷ đồng, tương đương 40% tổng chi ngân sách nhà nước, trong đó: Vốn đầu tư công trung hạn ước đạt 8.31 triệu tỷ đồng, tăng 144% so với giai đoạn 2021 – 2025.

Nhằm đáp ứng nhu cầu vốn gia tăng mạnh, Chính phủ dự kiến nâng tổng thu ngân sách nhà nước lên mức 16.1 triệu tỷ đồng thông qua việc đẩy mạnh tốc độ tăng trưởng kinh tế, qua đó thu ngân sách dự kiến chiếm 18% GDP. Đồng thời, mức bội chi ngân sách được định hướng tăng từ 3.1% lên 5% GDP, kéo theo nợ vay của Chính phủ dự kiến tăng từ 2.5 triệu tỷ đồng lên 6.55 triệu tỷ đồng, tương đương mức tăng 2.62 lần so với giai đoạn trước. Tỷ lệ nợ công/GDP mục tiêu

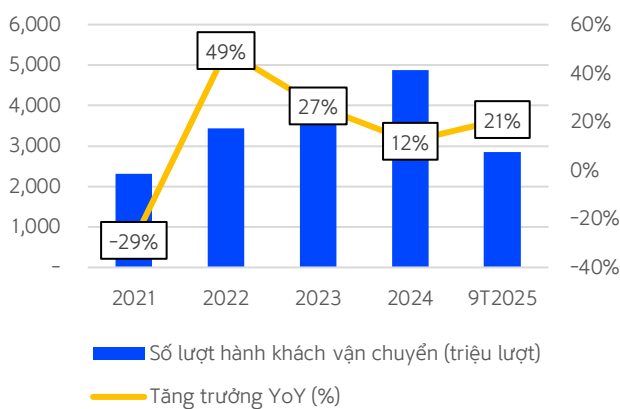
nâng được nâng từ 35–36% lên khoảng 41–42%. Chúng tôi đánh giá, với tỷ lệ nợ công/GDP quanh ngưỡng 40%, Việt Nam vẫn duy trì được mức an toàn tài chính, đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô, đáp ứng được mục tiêu tăng trưởng GDP hai chữ số và đẩy mạnh phát triển hạ tầng trong trung hạn.

Việc Chính phủ đẩy mạnh đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng được kỳ vọng sẽ tạo ra dư địa tăng trưởng tích cực cho HHV. Công ty có thể hưởng lợi trực tiếp từ việc tham gia đầu tư các dự án BOT cũng như gia tăng doanh thu từ mảng thi công xây lắp từ các dự án hạ tầng giao thông.

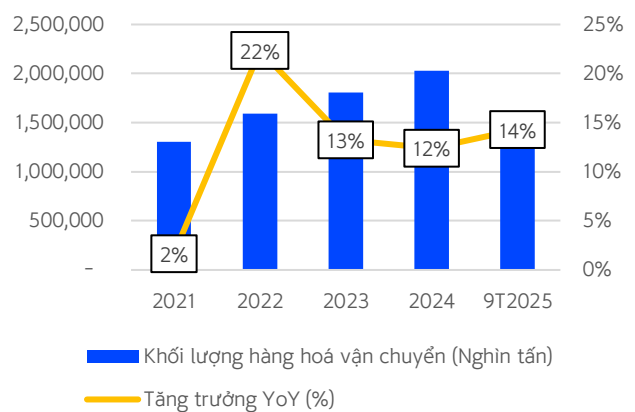
Mảng thu phí BOT tăng trưởng ổn định nhờ lưu lượng xe và cước phí gia tăng

Với cước phí BOT được điều chỉnh với mức tăng trung bình từ 5% - 6%/ năm cùng với đó là lưu lượng xe tại Việt Nam duy trì tăng trưởng ổn định. Mảng BOT của HHV được kỳ vọng sẽ giữ được mức tăng trưởng tốt từ 15% - 20%/năm trong tương lai.

Số lượt hành khách vận chuyển 2021 – 9T2025



Khối lượng hàng hoá vận chuyển 2021 – 9T2025

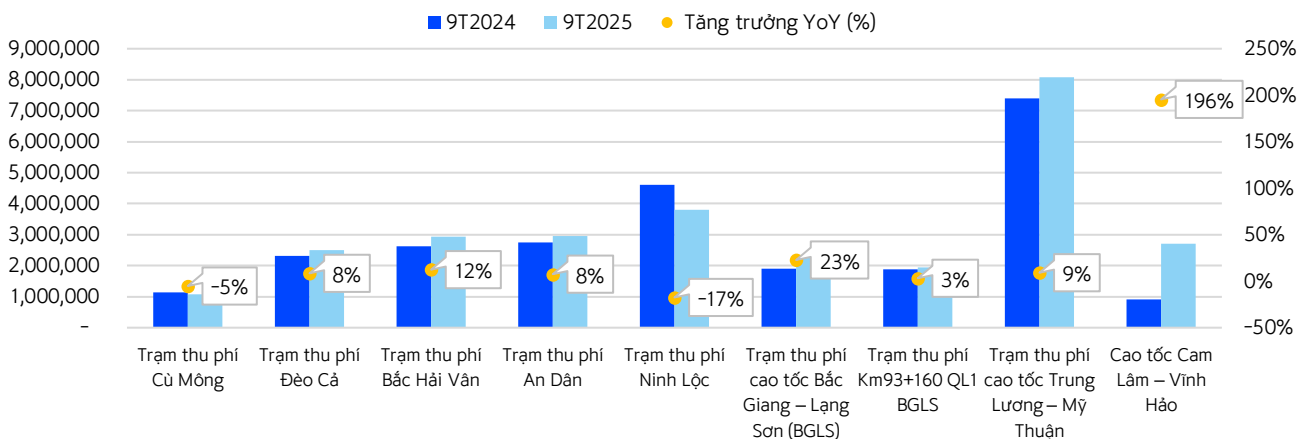


Nguồn: Tổng cục Thống kê, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Tốc độ tăng trưởng CAGR lượt khách vận chuyển trong giai đoạn từ 2021 – 2025 đạt 28%/năm trong khi đó khối lượng hàng hóa vận chuyển trong giai đoạn trên đạt mức tăng trưởng 16%/năm. Điều này cho thấy nhu cầu tăng trưởng cao trong việc vận tải hành khách và hàng hóa của đất nước đang phát triển như Việt Nam.

Nhu cầu vận tải hành khách và hàng hóa tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong năm 2025. Xét trong 9T/2025, tổng lượt vận tải hành khách đạt 2,857 triệu lượt (+21% YoY), tổng khối lượng hàng hóa vận chuyển đạt 1,438,600 nghìn tấn (+14% YoY).

Lượng xe lưu thông qua các trạm thu



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Trong 9T2025, tổng lượng lưu lượng xe lưu thông qua các trạm thu phí của HHV tăng trưởng khoảng 11% so với cùng kỳ. Hầu hết các trạm thu phí đều ghi nhận mức tăng trưởng tốt so với

cùng kỳ trừ trạm thu phí Ninh Lộc ghi nhận mức sụt giảm khoảng 17% do lưu lượng được phân luồng sang tuyến cao tốc Vân Phong – Nha Trang. Tuy nhiên sự sụt giảm này đã được tính toán trong kế hoạch tài chính của dự án. Lưu lượng dự kiến sẽ cải thiện sau khi tuyến cao tốc Vân Phong – Nha Trang bắt đầu thu phí vào năm 2026. Đoạn cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo sau khi chính thức hoàn thành và thông xe vào Q2/2024 đã vận hành ổn định và đạt mức tăng trưởng về lượng xe lưu thông tốt trong năm 2025.

Triển vọng dài hạn tích cực nhờ backlog lớn và nhu cầu đầu tư hạ tầng gia tăng

Các dự án trọng điểm của HHV

STT	TÊN DỰ ÁN	TỔNG MỨC ĐẦU TƯ (tỷ đồng)	THỜI GIAN THỰC HIỆN	GIÁ TRỊ HỢP ĐỒNG CỦA HHV (tỷ đồng)	GIÁ TRỊ SẢN LƯỢNG CÒN LẠI TẠI 30/9/2025 (tỷ đồng)	SẢN LƯỢNG THỰC HIỆN Q3/2025 (tỷ đồng)	DOANH THU Q3/2025 (tỷ đồng)
1	Cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	20,470	Q1/2023 – Q4/2024	1,311	68	106	78
2	Dự án đường ven biển Bình Định	1,081	Q2/2022 – Q4/2024	650	159	54	49
3	Dự án đường nối cảng Liên Chiểu, Đà Nẵng	1,203	2023 – 2025	134	14	28	27
4	Cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh	14,331	2024 – 2026	994	854	53	33
5	Mai Sơn – QL45	155	2025	143	66	77	45
6	Cao tốc Hồ Chí Minh – Thủ Dầu Một – Chơn Thành	8,833	2025 – 2027	Đang trong giai đoạn đàm phán. Giá trị hợp đồng dự kiến khoảng 1.400 tỷ đồng	—	—	—

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Tính đến ngày 30/09/2025, tổng giá trị backlog của HHV ước đạt VND 2,561 tỷ, chủ yếu đến từ các dự án trọng điểm như Cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh và Cao tốc Hồ Chí Minh – Thủ Dầu Một – Chơn Thành. Với quy mô backlog lớn, chúng tôi cho rằng doanh thu mảng xây dựng hạ tầng của HHV sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2026–2027, tạo nền tảng tăng trưởng ổn định cho công ty trong trung hạn.

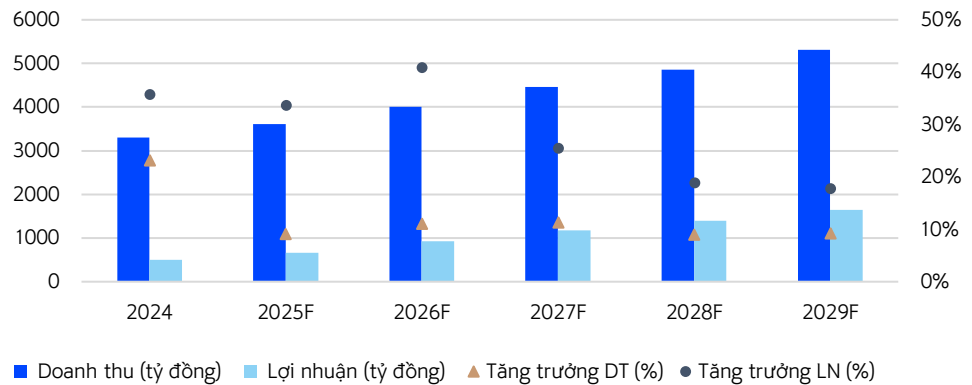
Bên cạnh đó, mục tiêu phát triển hạ tầng quốc gia với 3,000 km đường cao tốc vào cuối năm 2025 và 5,000 km vào năm 2030, cùng với chính sách đẩy mạnh đầu tư công, sẽ tiếp tục mở rộng cơ hội tham gia dự án mới cho HHV.

Chúng tôi đánh giá, trong bối cảnh đầu tư hạ tầng được ưu tiên và backlog hiện hữu duy trì tích cực, triển vọng tăng trưởng của HHV trong trung và dài hạn vẫn khả quan.

Dự phóng kết quả kinh doanh

Triển vọng tăng trưởng ổn định nhờ mảng thu phí BOT và xây lắp

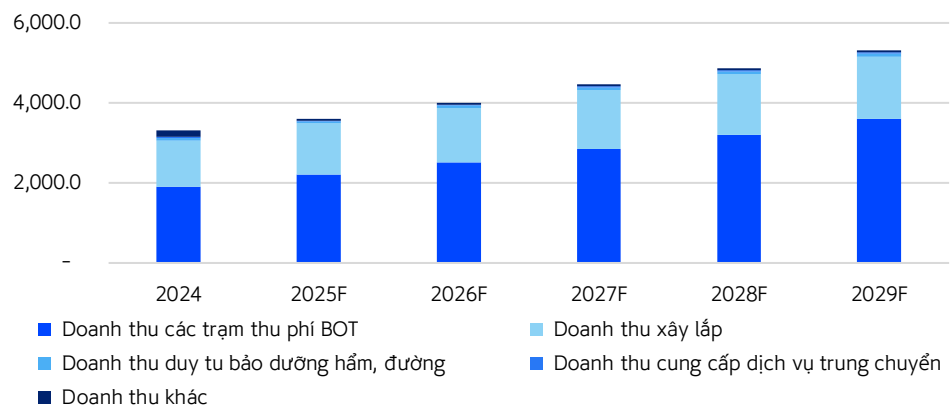
Dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả 2024 – 2029F



Người Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chúng tôi dự kiến doanh thu thuần CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả đạt khoảng VND 3,609 tỷ (+9% YoY) trong năm 2025 và VND 4,008 tỷ (+11% YoY) trong năm 2026. Lợi nhuận sau thuế năm 2025 dự kiến đạt VND 662 tỷ (+34% YoY) và lợi nhuận sau thuế năm 2026 dự kiến đạt VND 934 tỷ (+41% YoY).

Cơ cấu doanh thu CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả 2024 – 2029F (tỷ đồng)



Người Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

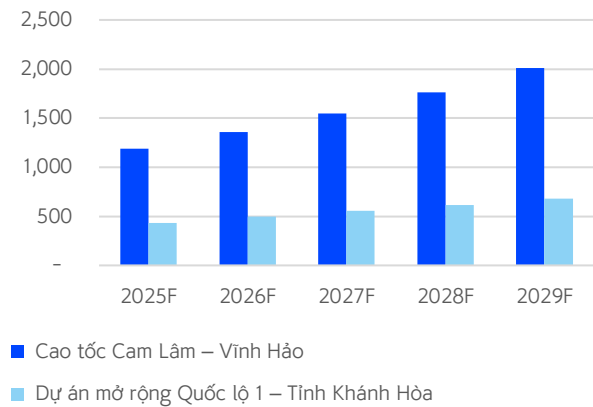
Trong đó nguồn doanh thu và lợi nhuận của HHV trong năm 2025 chủ yếu đến từ mảng thu phí các trạm BOT (chiếm 61% doanh thu và 93% lợi nhuận gộp) và xây dựng hạ tầng (chiếm 35% doanh thu và 3% lợi nhuận gộp). Với triển vọng đẩy mạnh đầu tư công mạnh mẽ trong trung hạn 2026 – 2030, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của HHV sẽ tăng trưởng trung bình khoảng 8% - 10%/năm.

Doanh thu mảng thu phí BOT tăng trưởng ổn định nhờ lượng xe và mức phí gia tăng

Doanh thu trạm thu phí của công ty con 2025F – 2029F (tỷ đồng)



Doanh thu trạm thu phí của công ty liên kết 2025F – 2029F (tỷ đồng)

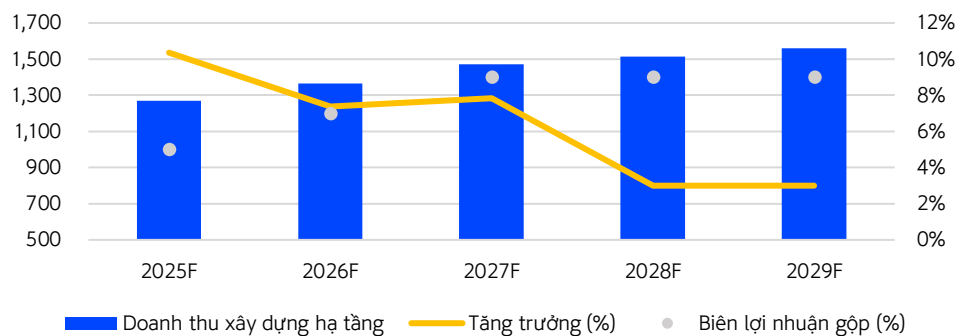


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng thu phí BOT đạt VND 2,218 tỷ (+16% YoY) trong năm 2025 và VND 2,515 tỷ (+13% YoY) trong năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng thu phí BOT sẽ tăng trưởng khoảng 14% trong giai đoạn 2025 – 2029 với ước tính cước phí trạm thu phí sẽ tăng trung bình khoảng 5%/năm và lưu lượng xe dao động trong khoảng 7% – 10% tùy vào từng trạm thu phí.

Mảng xây dựng được kỳ vọng tăng trưởng theo xu hướng đẩy mạnh đầu tư công

Dự phóng doanh thu mảng xây dựng của CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả 2025F – 2029F



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng xây dựng của HHV sẽ đạt VND 1,271 tỷ (+10% YoY) trong năm 2025 và VND 1,364 tỷ (+7% YoY) trong năm 2026. Mảng xây dựng được dự báo sẽ duy trì đà tăng trưởng nhờ kế hoạch đầu tư công đẩy mạnh mở ra cơ hội cho HHV tham gia các dự án đầu tư xây dựng hạ tầng.

Biên lợi nhuận gộp của mảng này được kỳ vọng sẽ dần cải thiện trong giai đoạn 2025–2026, phản ánh xu hướng hồi phục của ngành xây dựng và thị trường bất động sản.

Định giá và Khuyến nghị

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu VND 18,200

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu với CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV) với khuyến nghị mua và giá mục tiêu đạt VND 18,200 tương ứng với mức tăng 36%. Đối với tầm nhìn đầu tư dài hạn, HHV có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

- 1) Đẩy mạnh vốn đầu tư công thúc đẩy đầu tư xây dựng hạ tầng
- 2) Mạng thu phí BOT tăng trưởng ổn định nhờ lưu lượng xe và cước phí gia tăng
- 3) Triển vọng dài hạn tích cực nhờ backlog lớn và nhu cầu đầu tư hạ tầng gia tăng

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp cộng từng phần (SOTP) để định giá CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV). Dựa trên phương pháp SOTP, chúng tôi ước tính giá trị cổ phiếu HHV ở mức VND 18,200.

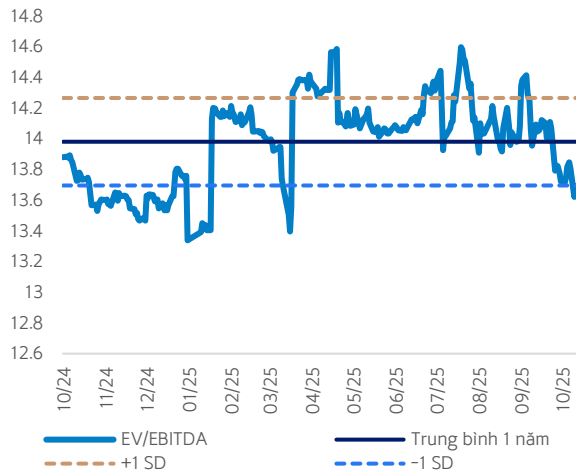
Phương pháp cộng từng phần (SOTP)

Mảng kinh doanh	Phương pháp định giá	Giá trị (tỷ VND)
- Mạng BOT	DCF	5,597
- Mạng xây dựng	DCF	2,963
- Mạng dịch vụ khác	DCF	468
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)		9,029
Số lượng cổ phiếu		497,433,003
Giá mục tiêu (VND)		18,200
Giá hiện tại (VND)		13,350
Upside (%)		36%

Biến	Giá trị
D/E	2.77
Beta	1.2
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Chi phí sử dụng vốn	17.8%
Chi phí nợ	8.0%
WACC	9.4%

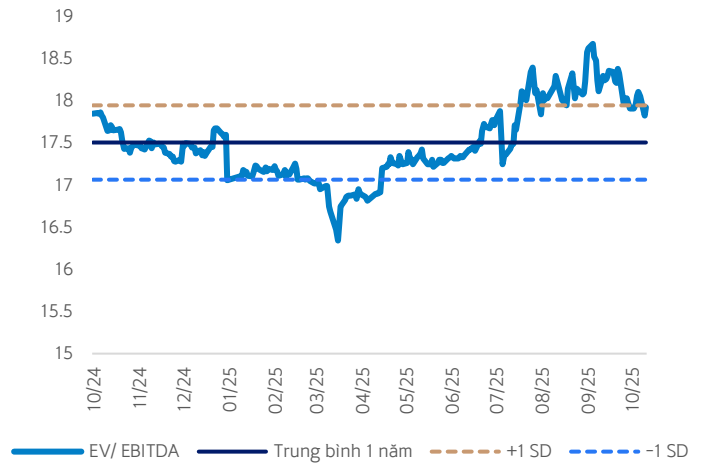
Đối với Chi phí vốn bình quân (WACC), chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 4% là lãi suất phi rủi ro. Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử 5 năm gần nhất của HHV và VNINDEX.

EV/EBITDA 1 năm qua

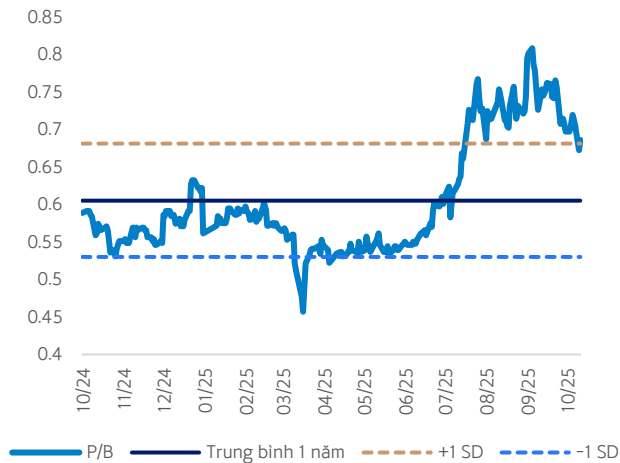


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBIT 1 năm qua

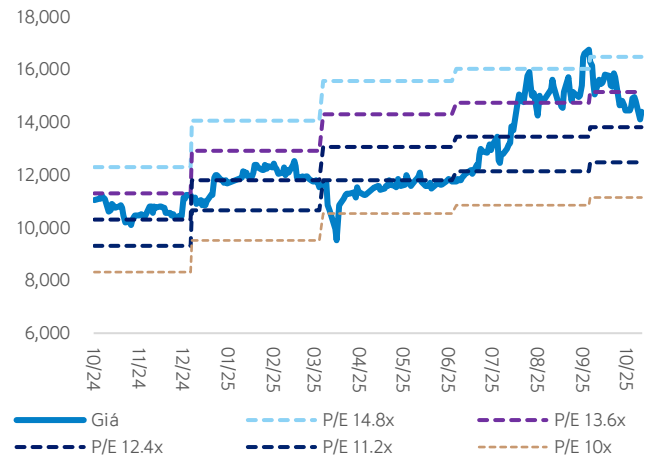


P/B 1 năm qua

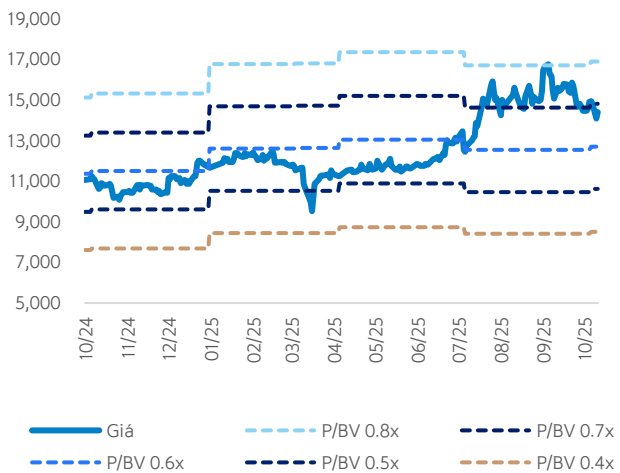


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá với các mức P/E



Giá với các mức P/B

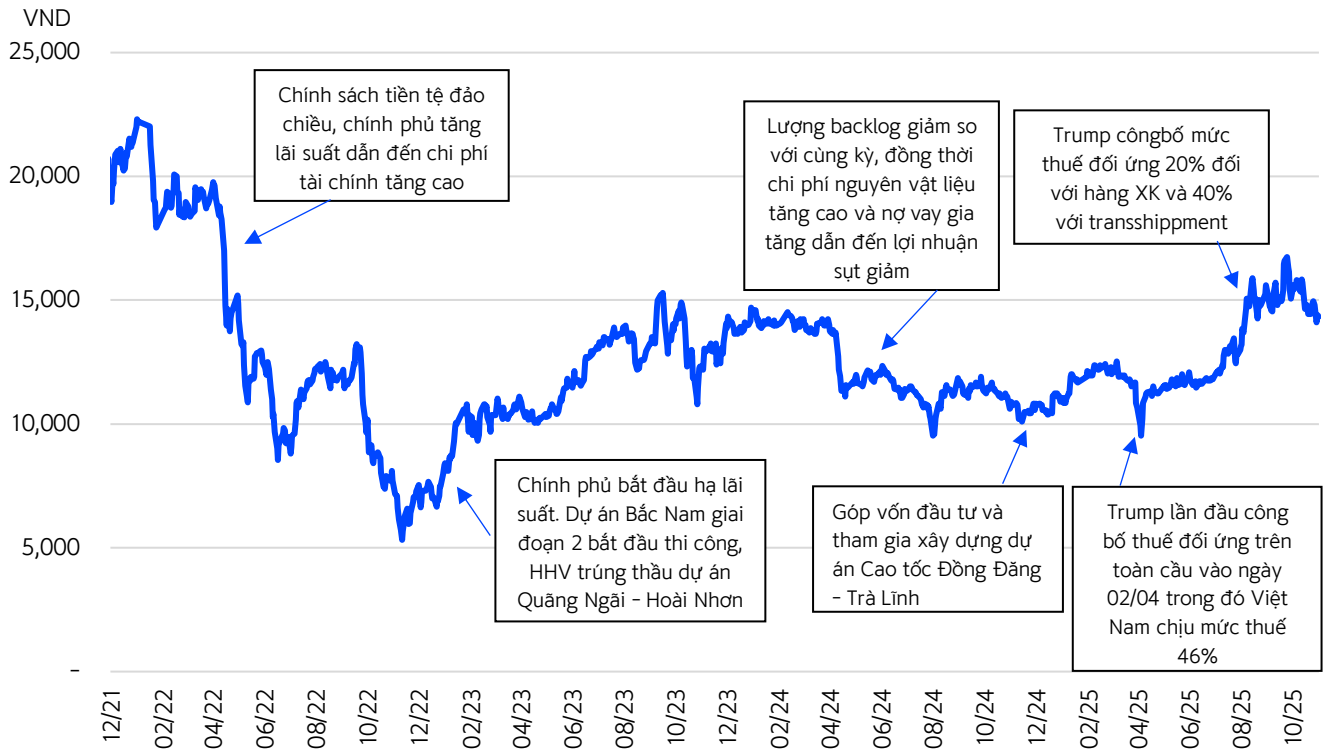


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

ROE và đường trung bình



Những sự kiện quan trọng của HHV



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro độ triển khai các dự án đầu tư công chậm

Tiến độ triển khai các dự án hạ tầng có tác động trực tiếp đến khả năng sinh lời cũng như tiến độ ghi nhận doanh thu từ các dự án BOT và hoạt động xây dựng hạ tầng của HHV. Rủi ro tiến độ chủ yếu đến từ quá trình phê duyệt pháp lý của Chính phủ, công tác bồi thường, giải phóng mặt bằng tại các khu vực triển khai dự án. Việc chậm trễ ở các khâu này có thể ảnh hưởng đến tốc độ thi công, dòng tiền và kết quả kinh doanh của HHV.

Biến động giá nguyên vật liệu xây dựng

Chi phí nguyên vật liệu xây dựng là yếu tố ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận gộp của mảng xây dựng cũng như tổng chi phí đầu tư cho các dự án của HHV. Biến động giá vật liệu xây dựng (như thép, xi măng, nhựa đường...) có thể làm thu hẹp biên lợi nhuận, đặc biệt trong bối cảnh giá hàng hóa toàn cầu và chi phí logistics duy trì ở mức cao. Bên cạnh đó, rủi ro thiếu hụt nguồn cung vật liệu tại các khu vực dự án cũng có thể ảnh hưởng đến tiến độ thi công và làm gia tăng chi phí đầu vào, qua đó tác động đến kết quả kinh doanh của HHV.

Lãi suất gia tăng

Với đặc thù sử dụng đòn bẩy tài chính cao trong các dự án BOT, chi phí lãi vay đóng vai trò yếu tố then chốt ảnh hưởng đến lợi nhuận của HHV. Biến động lãi suất trên thị trường sẽ tác động trực tiếp đến chi phí tài chính và lợi nhuận của doanh nghiệp. Các chính sách tiền tệ sẽ ảnh hưởng đến lãi suất qua đó tác động đến lợi nhuận của doanh nghiệp và khả năng sinh lời của các dự án BOT.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tổng tài sản	38,906	39,107	39,361	39,757	40,340
Tài sản ngắn hạn	1,283	1,235	1,481	1,838	2,351
Tiền và tương đương tiền	309	189	331	566	971
Đầu tư TC ngắn hạn	6	6	6	6	6
Các khoản phải thu	900	966	1,073	1,195	1,302
Hàng tồn kho	68	73	70	71	71
Tài sản dài hạn	37,623	37,873	37,880	37,919	37,990
Tài sản cố định	27,803	27,623	27,526	27,452	27,397
Lợi thế thương mại	12	12	12	12	12
Tài sản khác	9,809	10,238	10,342	10,455	10,581
Tổng nợ	27,977	27,608	27,057	26,443	25,825
Nợ ngắn hạn	3,679	3,990	4,139	4,309	4,544
Khoản phải trả	903	1,035	1,014	984	1,011
Vay và nợ thuê tài chính	1,081	1,211	1,329	1,476	1,628
Khác	1,695	1,744	1,795	1,849	1,906
Nợ dài hạn	24,298	23,618	22,917	22,134	21,281
Vay và nợ thuê tài chính	17,912	16,962	15,960	14,845	13,629
Khác	6,386	6,656	6,957	7,289	7,652
Vốn chủ sở hữu	10,930	11,500	12,304	13,314	14,515
Vốn góp chủ sở hữu	4,323	4,323	4,323	4,323	4,323
Thặng dư vốn	6	6	6	6	6
Lợi nhuận giữ lại	1,117	1,687	2,491	3,501	4,702
Vốn khác	11	11	11	11	11
Lợi ích CB không kiểm soát	1,466	1,466	1,466	1,466	1,466
*Tổng nợ	18,993	18,173	17,290	16,321	15,257
*Nợ ròng (tiền)	18,684	17,984	16,959	15,755	14,285

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tiền từ HĐKD	1,144	1,178	1,249	1,453	1,741
Lợi nhuận ròng	493	662	934	1,172	1,395
Khấu hao TSCĐ	349	321	321	323	326
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(106)	-	-	-	-
Lãi vay	797	754	647	613	576
Thay đổi vốn lưu động	(1,289)	(467)	(519)	(491)	(358)
Thay đổi khác	900	(93)	(133)	(165)	(197)
Tiền từ HĐ đầu tư	(670)	(478)	(224)	(249)	(271)
Chi dùng vốn	(259)	(147)	(224)	(249)	(271)
Tiền thu do thanh lý, nhượng bán TSCĐ	0	-	-	-	-
Thay đổi khác	(411)	(331)	-	-	-
Tiền từ HĐ tài chính	(461)	(819)	(883)	(969)	(1,064)
Thay đổi vốn cổ phần	830	-	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	(1,291)	(819)	(883)	(969)	(1,064)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(0)	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	13	(120)	142	234	406
Tổng tiền đầu năm	296	309	189	331	566
Thay đổi trong tỷ giá	-	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	309	189	331	566	971

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	3,308	3,609	4,008	4,463	4,864
Tăng trưởng (%)	23.2	9.1	11.1	11.4	9.0
Giá vốn hàng bán	(1,967)	(2,092)	(2,267)	(2,467)	(2,639)
Lợi nhuận gộp	1,341	1,517	1,741	1,997	2,225
Biên lợi nhuận gộp (%)	40.5	42.0	43.4	44.7	45.7
Chi phí BH & QLDN	(72)	(80)	(89)	(99)	(108)
LN từ HĐKD	1,269	1,437	1,652	1,898	2,117
Tăng trưởng (%)	24.5	13.2	15.0	14.9	11.6
Biên LN từ HĐKD (%)	38.4	39.8	41.2	42.5	43.5
LN khác	(691)	(609)	(485)	(432)	(374)
Thu nhập tài chính	48	75	86	98	111
Chi phí tài chính	(814)	(754)	(647)	(613)	(576)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(797)	(754)	(647)	(613)	(576)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	75	70	76	83	90
LNTT	579	828	1,167	1,465	1,743
Thuế TNDN	(83)	(166)	(233)	(293)	(349)
LNST	495	662	934	1,172	1,395
Tăng trưởng (%)	35.8	33.7	41.0	25.6	19.0
Biên lợi nhuận ròng (%)	15.0	18.3	23.3	26.3	28.7
LNST cổ đông công ty mẹ	426	570	804	1,010	1,201
Lợi ích CDTs	69	92	130	163	193
LN trước thuế và lãi vay	1,375	1,581	1,813	2,078	2,319
Tăng trưởng (%)	26.5	15.0	14.7	14.6	11.6
Biên LN (%)	41.6	43.8	45.2	46.6	47.7
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	1,724	1,902	2,134	2,402	2,645
Tăng trưởng (%)	20.1	10.3	12.2	12.5	10.1
Biên LN (%)	52.1	52.7	53.3	53.8	54.4

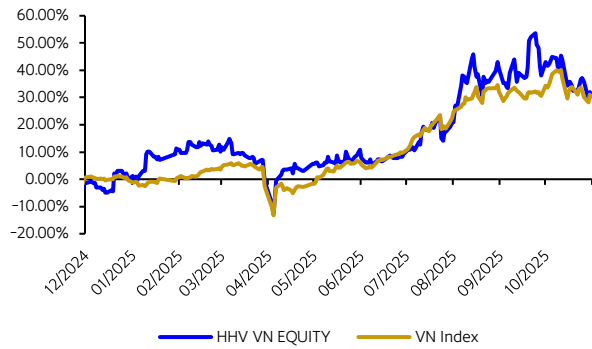
Chỉ số tài chính

Năm	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
EPS (đồng)	1,025	1,146	1,616	2,030	2,415
BPS (đồng)	22,749	20,172	21,788	23,818	26,233
DPS (đồng)	0.2	-	-	-	-
PER (x)	11.4	12.0	8.5	6.8	5.7
PBR (x)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	14.61	14.2	12.7	11.2	10.2
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0.0	-	-	-	-
Lãi cổ tức (%)	0.0	-	-	-	-
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	52.1	52.7	53.3	53.8	54.4
Biên LN từ HĐKD (%)	38.4	39.8	41.2	42.5	43.5
Biên LNST (%)	15.0	18.3	23.3	26.3	28.7
ROA (%)	1.3	1.7	2.4	3.0	3.5
ROE (%)	5.0	5.9	7.8	9.2	10.0
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	173.8	158.0	140.5	122.6	105.1
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	1,083.7	945.3	794.5	656.0	540.1
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	8.4	4.7	8.0	13.1	21.4
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	1.7	2.1	2.8	3.4	4.0
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	8.0	7.1	6.5	5.8	5.3
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	86.5	92.1	90.6	90.5	91.4
Số ngày khoản phải thu (ngày)	186.4	169.0	164.9	147.9	138.0

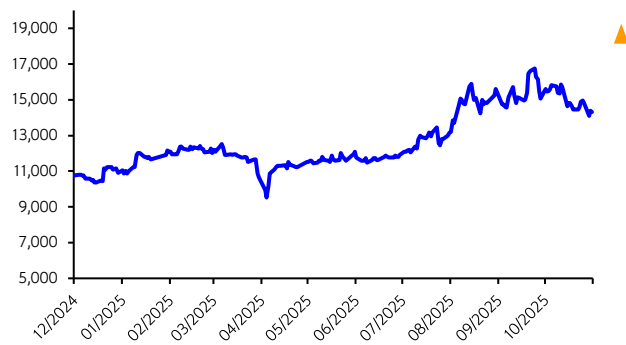
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV)

Biến động giá cổ phiếu



Giá mục tiêu (VNĐ)



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VNĐ)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
11/11/2025 (BC lần đầu)	MUA	18,200	37	5/98

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
<ul style="list-style-type: none"> ♦ MUA: Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ♦ GIỮ: Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ♦ BÁN: Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15% 	<ul style="list-style-type: none"> ♦ TÍCH CỰC: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ♦ TRUNG LẬP: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ♦ TIÊU CỰC: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ♦ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Tien Le

Important Disclosures & Disclaimers

- ♦ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: HHV VN
- ♦ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ♦ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ♦ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ♦ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ♦ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ♦ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ♦ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
 Shinhan Investment Tower
 70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
 Seoul, Korea 150-712
 Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
 Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
 1325 Avenue of the Americas Suite 702,
 New York, NY 10019
 Tel : (1-212) 397-4000
 Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
 Unit 7705 A, Level 77
 International Commerce Centre
 1 Austin Road West
 Kowloon, Hong Kong
 Tel : (852) 3713-5333
 Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
 30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
 22-23, Jakarta, Indonesia
 Tel : (62-21) 5140-1133
 Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
 Shanghai Representative Office
 Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
 Lujiazui Ring Road, Pudong, Shanghai, China
 Tel : (86-21) 6888-9135/6
 Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
 18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang,
 Thu Thiem Ward, Thu Duc City, HCM City, Vietnam
 Tel : (84-8) 6299-8000
 Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
 Hanoi Branch
 2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
 Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
 Tel : (84-8) 6299-8000