

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ HẠ TẦNG GIAO THÔNG ĐÈO CẢ (HSX: HHV)
Vũ Yến Nhi

Chuyên gia Tư vấn Đầu tư

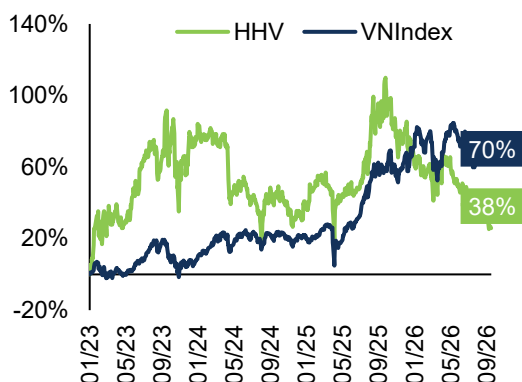
 Email: nhivy@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 5955

Người phê duyệt báo cáo:

Bùi Đức Duy

Trưởng phòng Tư vấn Đầu tư

Biểu đồ 1. Diễn biến giá cổ phiếu HHV và VNIndex

Thông tin giao dịch (23/09/2026)

Giá hiện tại (VND/cp)	9.300
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	15.570
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	9.300
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	575
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	575
KLGD bình quân 30 ngày (triệu cp)	2,5
% sở hữu nước ngoài	10,34%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	5.360
P/E trailing 12 tháng (lần)	10,2
EPS trailing 12 tháng (VND/cp)	916

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả
Địa chỉ	Km 11+500 - tuyến đường dẫn phía Nam hầm Hải Vân, phường Hải Vân, TP. Đà Nẵng
Doanh thu chính	Thu phí BOT và xây dựng các công trình hạ tầng giao thông
Chi phí chính	Nguyên vật liệu, lãi vay

 Giá hiện tại: **9.300**

 Giá mục tiêu: **11.400**

 Tăng/(giảm): **+22,6%**

Khuyến nghị

MUA
MẢNG THU PHÍ BOT DUY TRÌ TĂNG TRƯỞNG, DƯ ĐỊA XÂY LẮP MỞ RỘNG TRONG CHU KỲ HẠ TẦNG MỚI

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HHV với mức giá mục tiêu là **11.400 VND/cp**, cao hơn **22,6%** so với giá đóng cửa ngày 23/09/2026 bằng phương pháp Định giá từng phần (SOTP) ([chi tiết](#)).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2026F lần lượt đạt 4.316 tỷ VND (+13,5% YoY & 96,6% KH2026) và 769 tỷ VND (+14,5% YoY & 100,3% KH2026). Động lực đến từ mảng thu phí BOT và mảng xây lắp với doanh thu tăng trưởng lần lượt 13,0% và 16,4% YoY ([chi tiết](#)):

- **Mảng thu phí BOT** (57% doanh thu): Lưu lượng tăng 8,3% YoY nhờ (1) phân lưu giao thông từ cao tốc La Sơn – Túy Loan do hạn chế khai thác khi bị hư hỏng; (2) kết nối giao thông thuận tiện khi các tuyến cao tốc Bắc – Nam phía Đông dần hoàn thiện. Doanh thu và biên lợi nhuận gộp (đạt 68,0% tăng 0,4 đpt YoY) đồng thời được hỗ trợ bởi việc tăng phí 15% tại trạm Km93+160 Quốc lộ 1.
- **Mảng xây lắp** (36% doanh thu): Giải ngân đầu tư công được Chính phủ đẩy mạnh, đảm bảo tiến độ và nghiệm thu theo kế hoạch các dự án cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh (GD1), mở rộng Cam Lộ – La Sơn, hầm Núi Vung và cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn. Biên lợi nhuận gộp đạt 8,4% (+2,4 đpt YoY) nhờ cơ cấu nghiệm thu 1H2026 tập trung vào các hạng mục cầu và hầm có yêu cầu kỹ thuật cao.

Triển vọng kinh doanh giai đoạn 2026F – 2030F

- **Mảng thu phí BOT:** Doanh thu tăng trưởng với CAGR đạt 11,0%, giảm tốc 7,4 đpt so với giai đoạn 2021 – 2025 phục hồi từ mức nền thấp sau đại dịch. Động lực tăng trưởng chính đến từ: (1) tăng trưởng kinh tế và kết nối giao thông thuận tiện hỗ trợ lưu lượng xe tăng với CAGR 5,9%; (2) một số trạm kỳ vọng được tăng phí 15 – 18% theo lộ trình trong các năm 2027F, 2028F và 2030F. Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao, biến động trong khoảng 67% – 69,5% bởi tác động của việc tăng phí và lạm phát chi phí vận hành ([chi tiết](#)).
- **Mảng xây lắp:** Triển vọng duy trì nguồn việc nhờ (1) lợi thế dễ tiếp cận các dự án PPP trong hệ sinh thái Đèo Cả và kinh nghiệm thi công hầm xuyên núi yêu cầu kỹ thuật cao; (2) bối cảnh đầu tư công thuận lợi với kế hoạch vốn 8,22 triệu tỷ VND, tăng 2,8 lần so với giai đoạn 2021 – 2025; và mục tiêu 5.000 km cao tốc vào năm 2030 ([chi tiết](#)).

RỦI RO ĐẦU TƯ:

- **Rủi ro chậm nhận được tiền hỗ trợ hoàn vốn:** Nếu giải ngân chậm 1 năm so với kịch bản cơ sở, giá trị hiện tại khoản hỗ trợ giảm ~567 tỷ VND (8,3% khoản hỗ trợ). HHV phải duy trì dư nợ lâu hơn, khiến chi phí đi vay có thể tăng tối đa 722 tỷ VND (108% LNST 2025 & 94% LNST KH2026) trong 2 năm, gây áp lực lên dòng tiền của HHV ([chi tiết](#)).

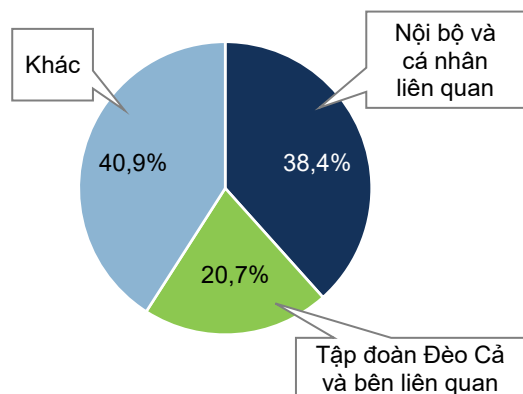
A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HSX: HHV), được thành lập năm 1974, tiền thân là Xưởng Thống Nhất trực thuộc Ban Xây dựng 67. HHV là một trong những nhà thầu xây dựng hạ tầng hàng đầu Việt Nam, hoạt động chính trong các lĩnh vực xây dựng hạ tầng, thu phí BOT, duy tu bảo dưỡng hầm đường.

I. Cơ cấu cổ đông và cơ cấu doanh nghiệp

Biểu đồ 2. Cơ cấu cổ đông của HHV tại ngày 23/09/2026



Nguồn: HHV, FPTS tổng hợp.

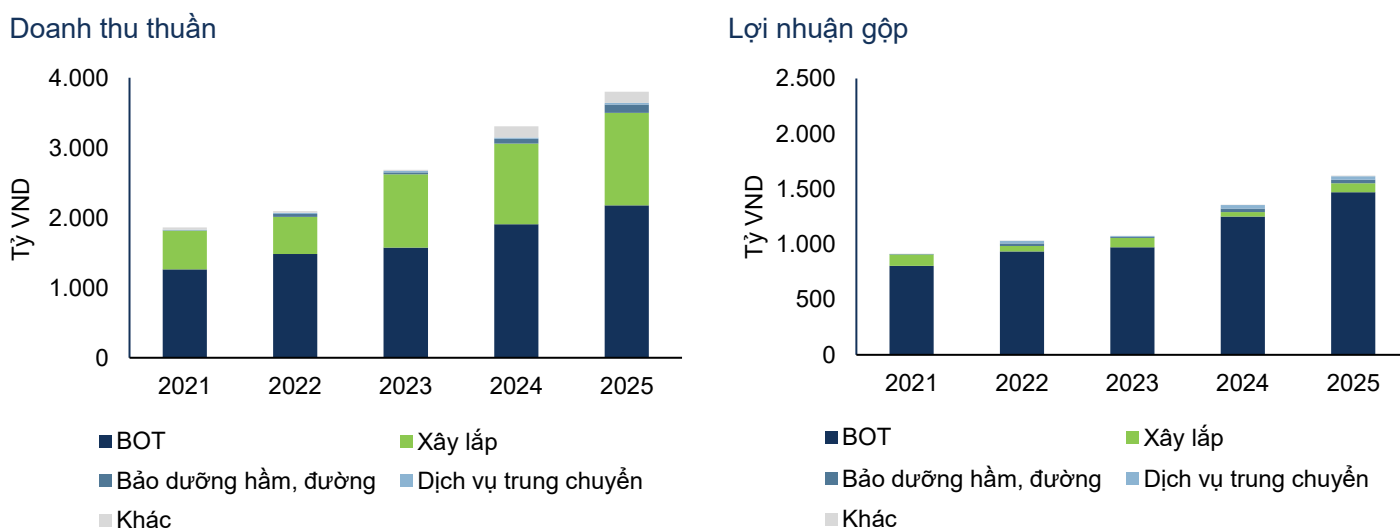
HHV trở thành công ty con của Tập đoàn Đèo Cả từ năm 2016, ban đầu quản lý – vận hành hầm Hải Vân. Năm 2019, HHV nhận chuyển nhượng các dự án BOT từ hệ sinh thái Đèo Cả, qua đó mở rộng sang mô hình đầu tư – vận hành hạ tầng.

Tại thời điểm 23/09/2026, Đèo Cả và các bên liên quan nắm giữ 20,7% vốn điều lệ, trong khi nhóm cổ đông nội bộ (bao gồm HĐQT và ban điều hành) nắm giữ 38,4%. Dù tỷ lệ sở hữu không chi phối, Tập đoàn Đèo Cả vẫn là công ty mẹ của HHV thông qua việc nắm đa số thành viên HĐQT, theo Khoản 1 Điều 195 Luật Doanh nghiệp 2020. HHV hưởng lợi từ hệ sinh thái này thông qua (1) quản lý, vận hành các dự án hầm do Đèo Cả đầu tư và (2) tham gia thi công trong các dự án hạ tầng do tập đoàn triển khai.

Hiện tại HHV có 03 công ty con và 04 công ty liên kết hoạt động chủ yếu trong các dự án BOT giao thông đường bộ ([chi tiết](#)).

II. Tổng quan về hoạt động kinh doanh

Biểu đồ 3. Mảng thu phí BOT đóng góp hơn 90% lợi nhuận gộp của HHV giai đoạn 2021 – 2025



Nguồn: HHV, FPTS tổng hợp và ước tính.

Hoạt động kinh doanh của HHV tập trung vào hai mảng chính là thu phí BOT và xây dựng hạ tầng, lần lượt chiếm khoảng 57% và 35% doanh thu năm 2025. Trong đó, thu phí BOT là mảng cốt lõi tạo lợi nhuận, khi đóng góp trên 90% lợi nhuận gộp xuyên suốt giai đoạn 2021 - 2025. Ngược lại, mảng xây lắp chủ yếu đóng vai trò mở rộng quy mô doanh thu nhưng đóng góp hạn chế vào lợi nhuận do biên lợi nhuận thấp. Các mảng còn lại có tỷ trọng nhỏ và không ảnh hưởng đáng kể đến kết quả chung. Do vậy, trong khuôn khổ báo cáo này, chúng tôi sẽ tập trung phân tích hai mảng kinh doanh chính này.

B. KẾT QUẢ KINH DOANH HỢP NHẤT 1H2026

Kết quả kinh doanh 1H2026 của HHV có sự tăng trưởng tích cực với doanh thu thuần đạt 1.877 tỷ VND (+11,6% YoY & 42% KH2026) và lợi nhuận sau thuế đạt 389 tỷ VND (+20,0% YoY & 50,8% KH2026). Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ mảng thu phí BOT với doanh thu thuần và lợi nhuận gộp tăng lần lượt 16,8% YoY và 18,7% YoY.

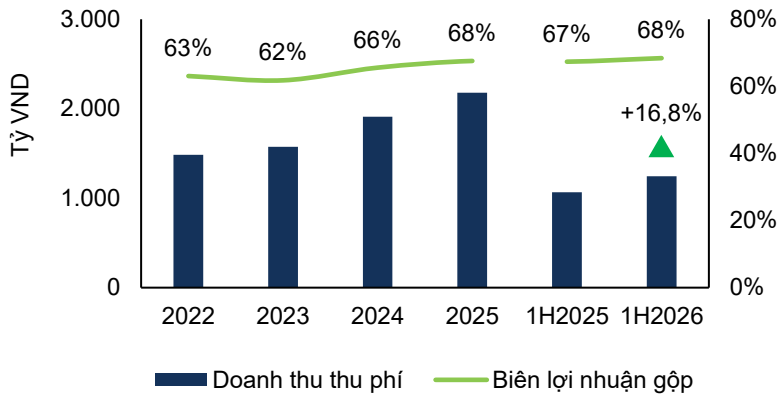
Bảng 1. Doanh thu và lợi nhuận trong 2026 của HHV tăng trưởng tích cực

Đơn vị: Tỷ VND	1H2026	%YoY	%KH2026	Giải thích
Doanh thu thuần	1.877	+11,6%	42,0%	
				Doanh thu mảng BOT tăng trưởng nhờ hưởng lợi kép từ:
Mảng thu phí BOT	1.247	+16,8%		(1) Lưu lượng tăng 13,6% YoY khi các tuyến cao tốc Bắc – Nam dần vận hành đồng bộ, và hưởng lợi từ phân lưu giao thông từ Cao tốc La Sơn – Túy Loan do hạn chế khai thác khi bị hư hỏng.
				(2) Trạm Km 93+160 trên Quốc lộ 1 Cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn được chấp thuận tăng mức thu phí từ cuối tháng 4/2025.
Mảng xây lắp	517	-1,3%		
Mảng khác	113	+24,8%		
Lợi nhuận gộp	954	+23,4%		
Mảng thu phí BOT	853	+18,7%		Biên lợi nhuận gộp mảng BOT tăng nhẹ nhờ việc tăng phí tại trạm Km93+160 Quốc lộ 1 từ cuối T4/2025.
Biên lợi nhuận gộp	68,4%	+1,1đpt		
Mảng xây lắp	62	+168,5%		Biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp tăng nhờ cơ cấu nghiệm thu nghiêng về các hạng mục có hàm lượng kỹ thuật và biên lợi nhuận cao như hầm và cầu.
Biên lợi nhuận gộp	11,9%	+7,5đpt		
Mảng khác	40	+0,4%		
Chi phí tài chính	526	+17,5%		Chi phí đi vay trên báo cáo kết quả kinh doanh tăng theo doanh thu mảng BOT (+16,8% YoY) theo cơ chế ghi nhận đặc thù của hoạt động thu phí BOT
Trong đó: Chi phí đi vay	517	+17,1%		
Chi phí quản lý doanh nghiệp	36	-1,4%		
Phản lãi trong công ty liên doanh, liên kết	44	-12,8%		
Lợi nhuận sau thuế	389	+20,0%	50,8%	

Nguồn: HHV, FPTs tổng hợp ước tính.

I. Mảng thu phí BOT – 66,4% doanh thu – duy trì tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận gộp

Biểu đồ 4. Doanh thu thu phí BOT tăng trưởng trong 1H2026



Nguồn: HHV, FPTS tổng hợp.

Doanh thu thu phí BOT trong 1H2026 đạt 1.247 tỷ VND (+16,8% YoY) nhờ:

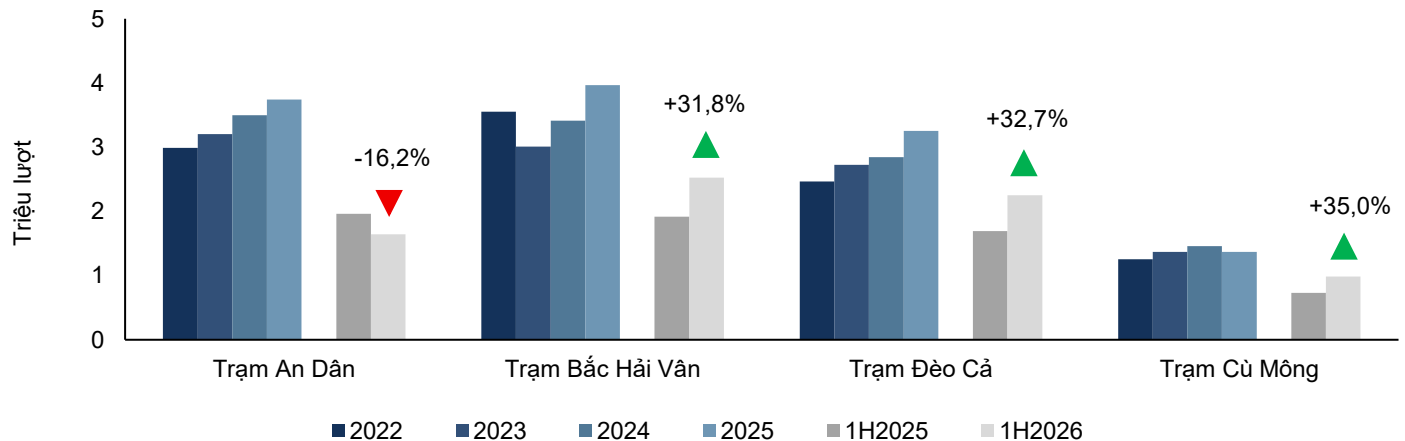
- (1) Lưu lượng phương tiện qua các trạm tăng 13,6% YoY khi các tuyến cao tốc Bắc – Nam dần vận hành đồng bộ, đồng thời hưởng lợi từ phân lưu giao thông từ cao tốc La Sơn – Túy Loan đang hạn chế khai thác do hư hỏng.
- (2) Trạm Km 93+160 trên Quốc lộ 1 Cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn được chấp thuận tăng phí từ cuối T4/2025.

Biên lợi nhuận gộp mảng BOT đạt 68,4% cải thiện nhẹ 1,1 đpt nhờ điều chỉnh tăng phí trạm Km 93+160 trên Quốc lộ 1.

1. Dự án hầm đường bộ qua Đèo Cả và hầm Phước Tượng – Phú Gia¹

Trong 1H2026, doanh thu 02 dự án đạt 916 tỷ VND (+15,9% YoY – 73,5% tổng doanh thu mảng BOT) với lưu lượng đạt hơn 7,4 triệu lượt (+17,5% YoY). Trong đó, đa số các trạm thu phí hưởng lợi từ nhu cầu vận tải và du lịch duy trì tăng trưởng, khi các tuyến cao tốc Bắc – Nam dần được kết nối và vận hành đồng bộ. Diễn biến lưu lượng tại các trạm thu phí cụ thể như sau:

Biểu đồ 5. Lưu lượng xe qua các trạm thu phí thuộc dự án hầm đường bộ qua Đèo Cả và hầm Phước Tượng – Phú Gia đều tăng trưởng tích cực



Nguồn: HHV, FPTS tổng hợp.

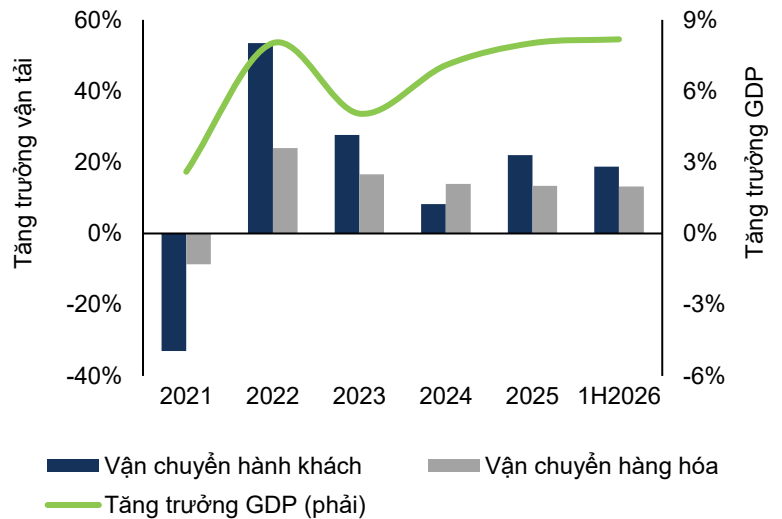
Trạm Bắc Hải Vân ghi nhận tăng trưởng mạnh (+31,8% YoY) nhờ xu hướng phương tiện phân lưu trở lại Quốc lộ 1 qua cụm hầm Hải Vân – Phước Tượng – Phú Gia. Trước đó, từ năm 2023, lưu lượng qua trạm giảm khoảng 30% khi tuyến cao tốc La Sơn – Túy Loan ([chỉ tiết](#)) được đưa vào khai thác như tuyến song hành không thu phí. Tuy nhiên, từ đầu năm 2026, tuyến cao tốc này bị hạn chế khai thác do hư hỏng mặt đường sau giai đoạn mưa lũ, sạt lở kéo dài từ cuối năm 2025. Cụ thể, xe khách trên 9 chỗ và xe tải từ 6 trục trở lên bị cấm lưu thông, các phương tiện còn lại chỉ được lưu thông ban ngày và phải tuân thủ giới hạn tốc độ 30 – 60 km/h để giảm rủi ro tai nạn. Các biện pháp này tiếp tục được áp dụng đến hết năm 2026 để phục vụ sửa chữa, nâng cấp tuyến cao tốc từ 2 lên 4 làn.

¹ Do trạm Bắc Hải Vân thu phí hoàn vốn cho hầm Hải Vân và hầm Phước Tượng – Phú Gia nên chúng tôi tiến hành phân tích gộp 2 dự án này.

Trạm Đèo Cả và trạm Cù Mông ghi nhận tăng trưởng lần lượt 32,7% và 35,0% nhờ hai yếu tố:

- (1) **Lượng phương tiện lưu thông trên hành lang Bắc – Nam tiếp tục gia tăng.** Trong 1H2026, hoạt động sản xuất, tiêu dùng, xuất nhập khẩu và du lịch tiếp tục phục hồi, tạo nền tảng cho nhu cầu lưu thông liên vùng gia tăng. Điều này được phản ánh qua nhu cầu vận tải hành khách và hàng hóa trên cả nước tăng lần lượt 18,8% và 13,2% YoY.
- (2) **Vị trí hạ tầng độc quyền tương đối.** Cụm hầm Đèo Cả – Cổ Mã và hầm Cù Mông kết nối trực tiếp với cả Quốc lộ 1 và cao tốc Bắc – Nam phía Đông, đồng thời không có tuyến trực chính cạnh tranh đáng kể. Nhờ đó, hai trạm được hưởng lợi rõ nét khi lưu lượng trên hành lang Bắc – Nam gia tăng.

Biểu đồ 6. Tăng trưởng kinh tế thúc đẩy tăng trưởng nhu cầu vận tải và du lịch

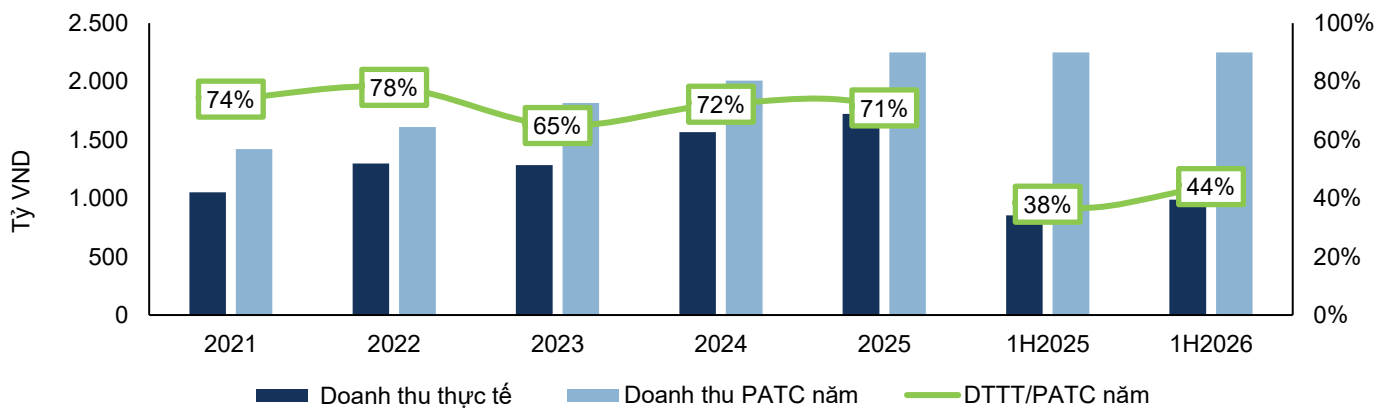


Nguồn: GSO, HHV, FPTS tổng hợp.

Trạm An Dân ghi nhận lưu lượng giảm 16,2% YoY do một phần phương tiện phân lưu sang tuyến cao tốc Quy Nhơn – Chí Thạnh (thuộc cao tốc Bắc – Nam phía Đông), đã được thông xe toàn tuyến và đưa vào vận hành từ T5/2026. Đây là tuyến song song, thay thế trực tiếp cho Quốc lộ 1 trên cùng hành lang giao thông và hiện chưa áp dụng thu phí lưu thông.

Nhìn chung, tăng trưởng lưu lượng và doanh thu trong 1H2026 đã góp phần cải thiện dòng tiền của hai dự án. Sau giai đoạn 2021 – 2025, khi doanh thu thực tế chỉ đạt 65 – 78% phương án tài chính (PATC), kết quả kinh doanh đã có dấu hiệu cải thiện với doanh thu thực tế trong 1H2026 đạt khoảng 44,0% PATC cả năm (+6,0% YoY).

Biểu đồ 7. Doanh thu thực tế dự án hầm đường bộ qua Đèo Cả và Phước Tượng – Phú Gia đạt 65 – 78% PATC giai đoạn 2021 – 2025



*Lưu ý: Số liệu doanh thu bao gồm cả thuế GTGT.

Nguồn: HHV, Cục đường bộ.

Dù áp lực phần nào giảm bớt, dòng tiền dự án vẫn đang chịu ảnh hưởng từ bất cập tại trạm thu phí La Sơn – Túy Loan, ước tính gây thiệt hại 2.200 tỷ VND doanh thu cho HHV (theo rà soát của Chính phủ năm 2018); bao gồm:

- (1) Không được thu phí hoàn vốn tại trạm La Sơn – Túy Loan theo như PATC ban đầu², do trạm nằm trên tuyến cao tốc Bắc – Nam phía Đông song song với tuyến hầm thay vì nằm trực tiếp trên dự án, phương án thu phí đã không được triển khai nhằm tránh tình trạng “đầu tư một nơi, thu phí một nẻo”.
- (2) Khoảng 30% lưu lượng phân bổ sang tuyến cao tốc La Sơn – Túy Loan (không thu phí) kể từ khi đi vào khai thác từ cuối năm 2022, khiến doanh thu tại trạm Bắc Hải Vân sụt giảm.

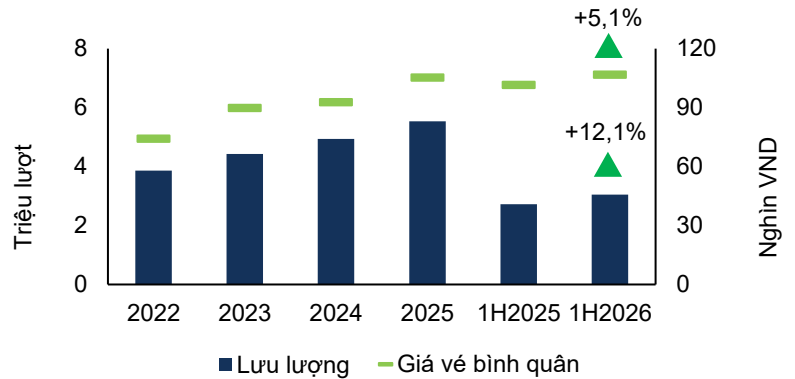
² Theo PATC ban đầu, HHV được phép thu phí tại trạm La Sơn – Túy Loan nhằm hỗ trợ hoàn vốn cho cụm dự án hầm Đèo Cả sau khi bổ sung hầm Cù Mông và mở rộng hầm Hải Vân.

HHV hiện đang chờ Chính phủ phê duyệt khoản hỗ trợ khoảng 2.280 tỷ VND nhằm bù đắp phần doanh thu thiếu hụt thay cho quyền thu phí tại trạm La Sơn – Túy Loan. Chúng tôi kỳ vọng khoản hỗ trợ này có thể được ghi nhận trong năm 2027; sau khi [Nghị định 122/2026/NĐ-CP](#) thiết lập cơ chế pháp lý xử lý các dự án BOT gặp vướng mắc trước năm 2021. Khoản hỗ trợ trên tương đương 13,1% dư nợ vay BOT cuối năm 2025 và kỳ vọng được ưu tiên sử dụng để giảm dư nợ, cải thiện cấu trúc tài chính tại dự án hầm Đèo Cả. Với giả định lãi suất vay bình quân khoảng 10,5%/năm, HHV có thể tiết giảm ~240 tỷ VND chi phí lãi vay mỗi năm, tương đương 35,7% LNST năm 2025. Đồng thời, tỷ lệ doanh thu lũy kế thực tế/PATC của dự án dự kiến được cải thiện từ 77% lên 94% PATC ban đầu. Chúng tôi cũng cho rằng điều này sẽ giúp HHV nâng cao năng lực huy động và tăng dự địa vốn tham gia các dự án PPP³ quy mô lớn trong giai đoạn tới.

2. Dự án cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn

Dự án cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn hiện thu phí hoàn vốn thông qua (1) cụm trạm trên tuyến cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn và (2) trạm Km 93+160 trên Quốc lộ 1. Trong 1H2026, doanh thu dự án đạt 326 tỷ VND (+17,9% YoY), đóng góp khoảng 26,1% doanh thu mảng BOT của HHV. Trong đó, lượng xe lưu thông tăng 12,1% YoY và mức phí bình quân tăng 5,1% YoY.

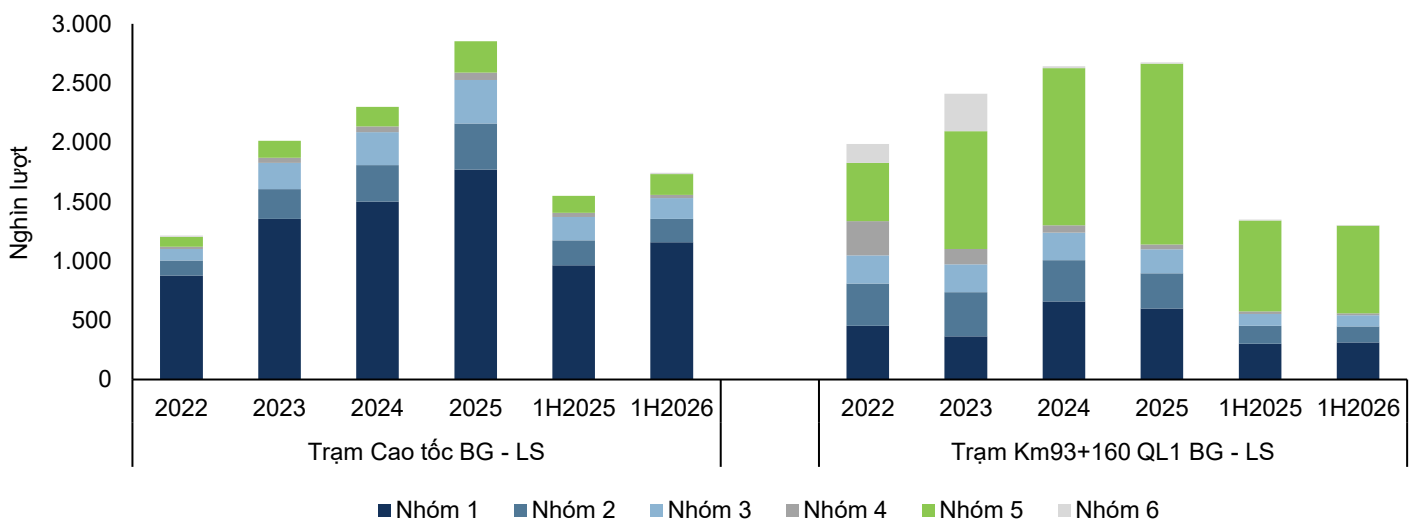
Biểu đồ 8. Lưu lượng và mức phí của dự án tăng trong 1H2026



Nguồn: HHV, FPTS tổng hợp.

Tổng lưu lượng xe qua dự án đạt khoảng 3,0 triệu lượt (+5,1% YoY), chủ yếu nhờ xe nhóm 1 tăng mạnh (+20,3% YoY) tại các trạm cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn. Động lực đến từ nhu cầu du lịch và đi lại đầu năm tại Lạng Sơn tăng cao. Theo Sở Văn hóa, Thể thao và Du lịch tỉnh Lạng Sơn, lượng khách du lịch trong Q1/2026 đạt khoảng 2,12 triệu lượt (+10,5% YoY), trong đó lễ hội đền Kỳ Cùng – Tả Phủ thu hút khoảng 1,5 triệu lượt khách (+46% YoY). Bên cạnh đó, mức phí bình quân cũng tăng 12,1% YoY sau khi UBND tỉnh Lạng Sơn chấp thuận điều chỉnh tăng 15% phí tại trạm Km93+160 Quốc lộ 1 từ T4/2025, nhằm đảm bảo phương án tài chính cho dự án BOT Bắc Giang – Lạng Sơn.

Biểu đồ 9. Lưu lượng xe nhóm 1 qua các trạm thu phí dự án Cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn tăng trong 1H2026

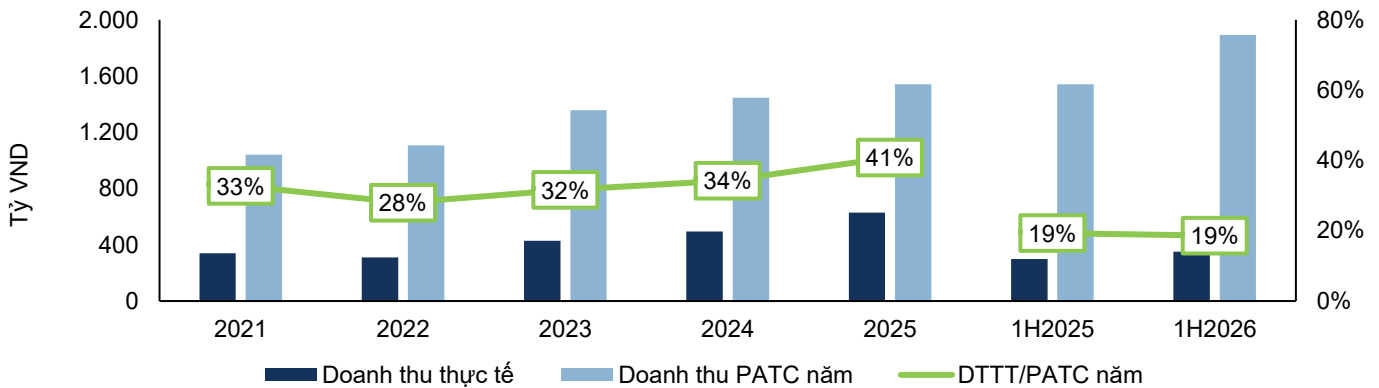


Nguồn: HHV, FPTS tổng hợp.

³ PPP là hình thức Nhà nước và doanh nghiệp tư nhân cùng hợp tác đầu tư các dự án hạ tầng công cộng như cao tốc, hầm đường bộ hay đường sắt.

Dự án cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn ghi nhận doanh thu thực tế giai đoạn 2021 – 2025 chỉ đạt khoảng 30 – 40% PATC, khiến dòng tiền hoàn vốn thâm hụt. Trên cơ sở đó, UBND tỉnh Lạng Sơn và doanh nghiệp dự án đã kiến nghị Nhà nước xem xét cơ chế hỗ trợ 4.600 tỷ VND nhằm tháo gỡ các vướng mắc phát sinh trong quá trình triển khai và vận hành dự án. Nguyên nhân chủ yếu đến từ hai bất cập lớn.

Biểu đồ 10. Doanh thu thực tế của dự án cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn đạt 28 – 41% doanh thu PATC giai đoạn 2021 – 2025



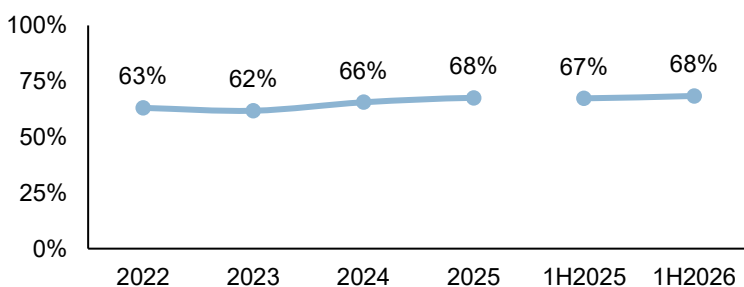
Nguồn: HHV, Cục Đường bộ.

- (1) Điểm nghẽn “cao tốc cắt” khiến xe tải lớn phân lưu sang Quốc lộ 1, trong khi lưu lượng trên cao tốc chủ yếu là xe nhóm 1 có mức phí thấp nhất.** Do đoạn Hữu Nghị – Chi Lăng chưa hoàn thiện, các phương tiện đi trung tâm và các cửa khẩu tỉnh Lạng Sơn hiện vẫn phải rời cao tốc tại huyện Chi Lăng cũ để quay lại Quốc lộ 1A – tuyến đường quy mô 2 làn, nhiều đèo dốc và thường xuyên ùn tắc vào mùa cao điểm xuất khẩu nông sản. Điều này khiến nhiều xe tải nặng và container lựa chọn di chuyển trên Quốc lộ 1 ngay từ đầu do có giá vé thấp hơn và hiệu quả khai thác không chênh lệch đáng kể so với phương án đi cao tốc rồi quay lại Quốc lộ 1. Vì vậy, lưu lượng trên cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn hiện chủ yếu là xe nhóm 1 – nhóm có phí thấp nhất – thấp hơn đáng kể so với cơ cấu phương tiện theo kỳ vọng trong PATC ban đầu.
- (2) Dự án chỉ còn thu phí tại 1/2 trạm trên Quốc lộ 1 và áp dụng chính sách miễn giảm vé diện rộng.** Theo PATC ban đầu, dự án được phép thu phí tại hai trạm trên Quốc lộ 1 tại Km24+800 và Km93+160 để hỗ trợ hoàn vốn cho tuyến cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn. Tuy nhiên, trạm Km24+800 sau đó bị xóa bỏ nhằm giảm áp lực xã hội. Đồng thời, trạm Km93+160 hiện áp dụng chính sách giảm giá đối với vé tháng và quý khiến doanh thu tại trạm ước giảm khoảng 46% so với kế hoạch ban đầu.

Hiện HHV và các cơ quan có thẩm quyền đang hoàn thiện hồ sơ pháp lý cuối cùng để trình phê duyệt khoản hỗ trợ từ NSNN. Tương tự dự án hầm đường bộ qua Đèo Cả, [Nghị định 122/2026/NĐ-CP](#) đã thiết lập cơ sở pháp lý cho khoản hỗ trợ này và chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ nhận được vào cuối năm 2027. Khoản hỗ trợ này tương đương khoảng 24,9% nợ vay của HHV tại cuối năm 2025. Với giả định được sử dụng để giảm dư nợ và lãi suất vay bình quân 10,5%/năm, HHV có thể tiết giảm khoảng 483 tỷ VND chi phí lãi vay mỗi năm, tương đương 72% LNST năm 2025.

3. Biên lợi nhuận gộp mảng BOT cải thiện nhẹ nhờ điều chỉnh tăng phí

Biểu đồ 11. Biên lợi nhuận gộp mảng BOT tăng nhẹ trong 1H2026 so với cùng kỳ



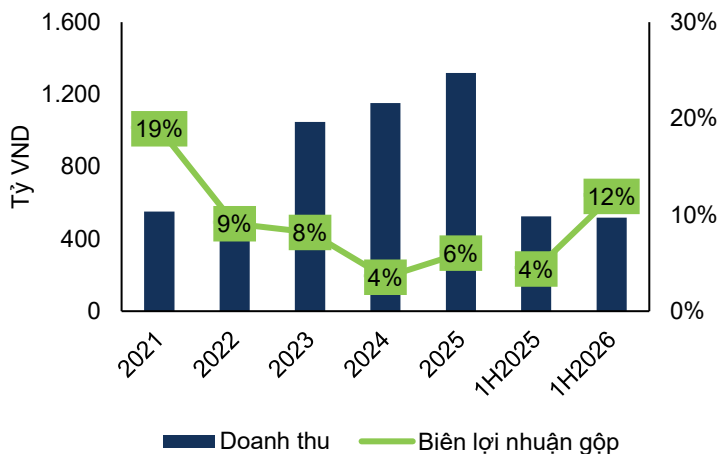
Nguồn: HHV, FPTS tổng hợp.

Biên lợi nhuận gộp mảng BOT đạt 68,4% (+1,1 đpt YoY), chủ yếu nhờ việc tăng phí tại trạm Km93+160 Quốc lộ 1 từ T4/2025 như đã phân tích.

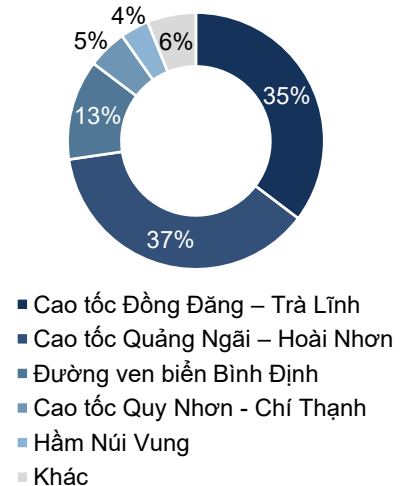
Nhìn chung, biên lợi nhuận gộp mảng BOT duy trì ở mức cao và có xu hướng cải thiện khi các trạm được điều chỉnh tăng phí. Điều này đến từ đặc thù giá vốn của các dự án BOT, trong đó chi phí chủ yếu là khấu hao/phân bổ tài sản được xác định theo tỷ lệ doanh thu thực tế so với phương án tài chính (PATC). Các chi phí vận hành khác mang tính cố định hoặc biến động không quá lớn.

II. Mảng xây lắp (27,6% doanh thu) – tăng trưởng lợi nhuận nhờ cơ cấu nghiệm thu nghiêng về các hạng mục có hàm lượng kỹ thuật và biên lợi nhuận cao.

Biểu đồ 12. Biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp của HHV tăng mạnh trong 1H2026



Biểu đồ 13. Doanh thu xây lắp 1H2026 của HHV đến từ các dự án hầm và cao tốc liên vùng



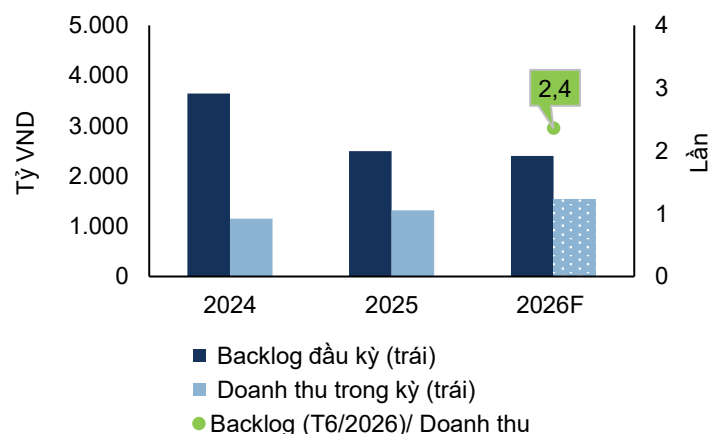
Nguồn: HHV.

Trong 1H2026, doanh thu và lợi nhuận gộp mảng xây lắp lần lượt đạt 517 tỷ VND (-1,3% YoY) và 62 tỷ VND (+168,5% YoY), với động lực đến từ các dự án cao tốc liên vùng thuộc cao tốc Bắc Nam phía Đông. Trong đó, cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh giai đoạn 1 và 2 đóng góp khoảng 182 tỷ VND; cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn đóng góp khoảng 193 tỷ VND khi bước vào giai đoạn hoàn thiện các hạng mục cuối cùng. Chúng tôi kỳ vọng điểm rơi doanh thu và lợi nhuận xây lắp sẽ tập trung trong giai đoạn từ cuối năm 2026 – 2027 khi các dự án cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh và Hầm Núi Vung bước vào giai đoạn thi công cao điểm.

Tại ngày 30/06/2026, backlog từ dự án đang thực hiện của HHV còn khoảng 1.700 tỷ VND. Doanh nghiệp chia sẻ đã ký tiếp các dự án lớn mới với tổng giá trị gần 2.000 tỷ VND. Như vậy lượng backlog hiện tại tương đương 2,8x doanh thu xây lắp 2025 và 2,4x doanh thu dự phóng 2026, đảm bảo dư địa tăng trưởng cho 2H2026 – 2027.

Chúng tôi cho rằng, về mảng xây lắp, HHV có lợi thế tiếp cận nguồn dự án và backlog ổn định nhờ là đơn vị nòng cốt trong hệ sinh thái Đèo Cả. Tập đoàn Đèo Cả có lợi thế về: (1) Vị thế dẫn đầu trong thi công hầm đường bộ và các công trình giao thông có yêu cầu kỹ thuật cao. (2) Mô hình PPP++⁴ giúp tháo gỡ bài toán huy động vốn cho nhiều dự án lớn bị đình trệ nhiều năm.

Biểu đồ 14. Backlog tại 30/06/2026 tương đương 2,4 lần doanh thu dự phóng mảng xây lắp



Nguồn: HHV, FPTs tổng hợp.

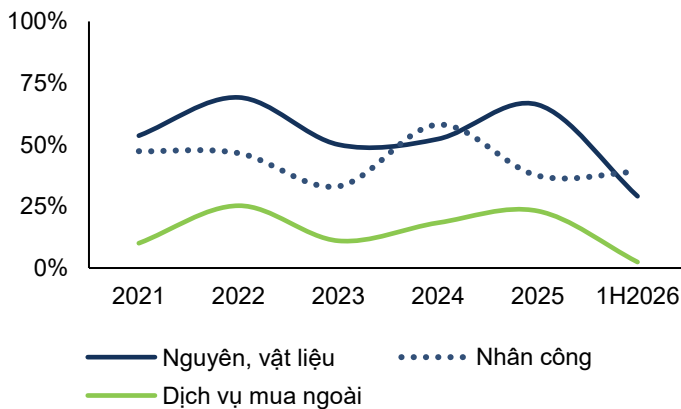
Trong 1H2026, biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp của HHV đạt 11,9% (+7,5 đpt YoY), chủ yếu nhờ cơ cấu nghiệm thu nghiêng về các hạng mục có hàm lượng kỹ thuật và biên lợi nhuận cao. Biên lợi nhuận xây lắp không chỉ phụ thuộc vào biến động giá vật liệu mà còn vào cơ cấu hạng mục nghiệm thu. Các hạng mục cầu, hầm và kết cấu thường có biên cao hơn do giá trị tạo ra phụ thuộc nhiều vào năng lực thi công, nhân công kỹ thuật và máy móc chuyên dụng; đồng thời thường ít tiêu tốn vật liệu xây dựng hơn. Ngược lại, các hạng mục san lấp, xử lý nền và mặt đường tiêu tốn nhiều vật liệu nên thường có biên thấp hơn.

⁴ PPP++ là mô hình PPP mở rộng, trong đó doanh nghiệp vừa đa dạng hóa nguồn vốn huy động, vừa tham gia xuyên suốt vòng đời dự án từ đầu tư, xây dựng đến vận hành và bảo trì.

Dựa trên tiến độ triển khai và tỷ trọng chi phí sản xuất, chúng tôi cho rằng hai cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh giai đoạn 1 và Quảng Ngãi – Hoài Nhơn trong 1H2026 nghiêng về nghiệm thu các hạng mục biên lợi nhuận cao và ít tiêu tốn vật liệu xây dựng (tỷ trọng chi phí nguyên vật liệu chỉ còn 29% doanh thu xây lắp). Cụ thể:

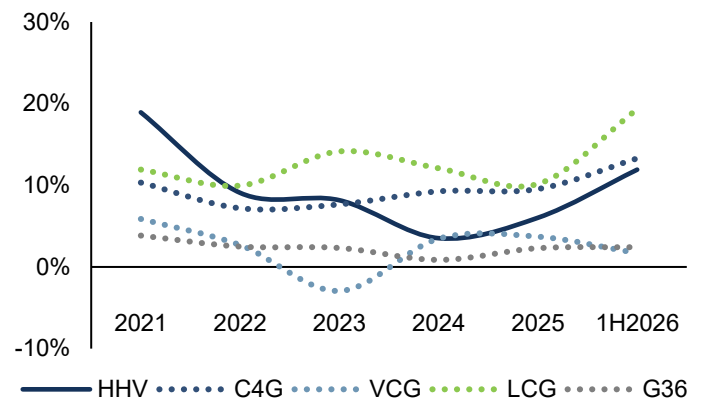
- (1) **Cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh giai đoạn 1:** Một phần hạng mục hầm và cầu, có yêu cầu kỹ thuật cao, được ước tính nghiệm thu trong 1H2026. Dự án đã triển khai hơn 2 năm, gồm 02 hầm xuyên núi và 64 cầu vượt; hầm đã được đào thông từ đầu 2025 và được ước tính hoàn thiện và nghiệm thu từ cuối 2025 – đầu 2026. Đây là các hạng mục có yêu cầu kỹ thuật cao, được HHV chủ yếu tự thực hiện thay vì thuê ngoài, thể hiện qua tỷ lệ chi phí dịch vụ mua ngoài trên doanh thu xây lắp giảm mạnh từ 17% (2025) xuống 2% (1H2026).
- (2) **Cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn:** dự án đã hoàn thành và đưa vào khai thác từ cuối T4/2026, do đó doanh thu ghi nhận trong 1H2026 chủ yếu đến từ các hạng mục phụ trợ và hoàn thiện cuối dự án. Phần lớn các hạng mục chính như nền đường và mặt đường – vốn tiêu tốn nhiều vật liệu – đã hoàn thành trước đó.

Biểu đồ 15. Tỷ lệ chi phí sản xuất⁵ trên doanh thu mảng xây lắp



Nguồn: HHV.

Biểu đồ 16. Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng



Nguồn: FPTIS tổng hợp.

Biên lợi nhuận gộp của nhóm doanh nghiệp xây lắp hạ tầng có sự phân hóa đáng kể, song HHV, C4G và LCG đều duy trì mức biên tương đối tích cực so với mặt bằng chung. Trong đó, biên lợi nhuận gộp của HHV biến động mạnh hơn hai doanh nghiệp còn lại. Một phần do quy mô doanh thu xây lắp của C4G và LCG gấp khoảng 2 lần HHV, khiến danh mục dự án đa dạng hơn, và biên lợi nhuận bớt chịu ảnh hưởng bởi cơ cấu hạng mục được nghiệm thu trong từng kỳ như đã phân tích. LCG duy trì biên cao nhất nhờ đóng góp từ các dự án xây lắp năng lượng tái tạo, vốn có biên lợi nhuận gộp cao hơn (khoảng 11 – 15%). Mức độ cạnh tranh giữa HHV, C4G và LCG nhìn chung không quá gay gắt do thế mạnh tập trung ở các phân khúc khác nhau. HHV nổi trội ở hầm xuyên núi, cầu lớn/nút giao phức tạp và quản lý vận hành; C4G có lợi thế ở mảng sân bay và cao tốc, còn LCG nổi bật ở hạ tầng năng lượng. Cạnh tranh trực tiếp chủ yếu tập trung tại phân khúc cao tốc và cầu, song áp lực không quá gay gắt do nhu cầu đầu tư còn cao và khối lượng công việc lớn, tạo dư địa cho nhiều nhà thầu cùng tham gia.

III. Chi phí lãi vay ít chịu tác động từ biến động lãi suất thị trường và tăng theo doanh thu BOT

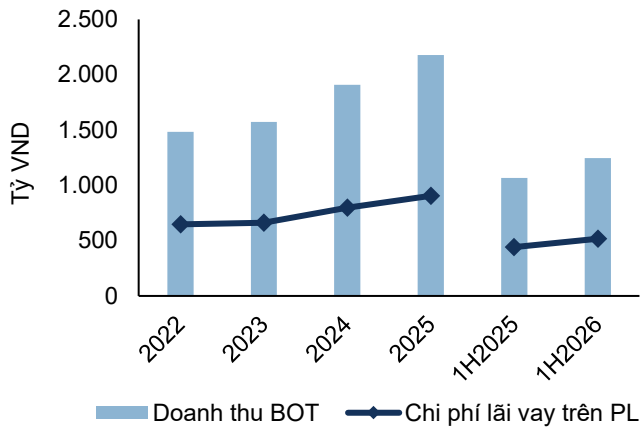
Chi phí lãi vay ghi nhận trong 1H2026 của HHV đạt 517 tỷ VND (+17,1% YoY) chủ yếu đến từ sự gia tăng doanh thu thu phí BOT. Nguyên nhân do (1) 95% dư nợ vay đầu năm 2026 là các khoản vay dài hạn tài trợ cho các dự án BOT và (2) theo cơ chế kế toán áp dụng cho các dự án BOT, chi phí lãi vay được ghi nhận theo tỷ lệ doanh thu thực tế trong kỳ so với doanh thu theo phương án tài chính (PATC).

$$\text{Chi phí lãi vay} = \frac{\text{Tổng chi phí lãi vay theo PATC}}{\text{Tổng doanh thu theo PATC}} * \text{Doanh thu thực tế trong kỳ}$$

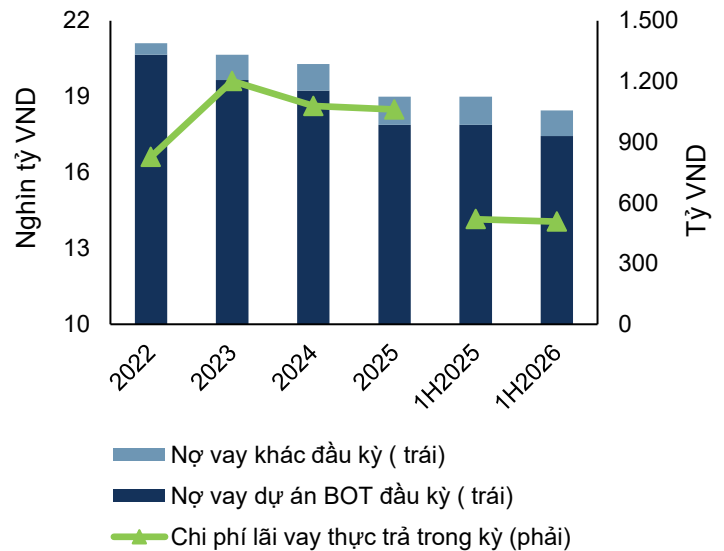
Do đó, khi doanh thu thu phí tăng, chi phí lãi vay được ghi nhận trên báo cáo kết quả kinh doanh cũng tăng tương ứng; và điều này không đồng nghĩa với việc áp lực chi phí đi vay của doanh nghiệp gia tăng. Trên thực tế, chi phí lãi vay thực trả ghi nhận trên dòng tiền hoạt động kinh doanh trong 1H2026 giảm so với cùng kỳ, do xu hướng giảm dần quy mô dư nợ vay tại các dự án BOT.

⁵ Tỷ trọng được tính trên chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố. Do chi phí mảng BOT chủ yếu là khấu hao, các chi phí khác tương đối thấp và ổn định; nên biến động các khoản mục này có thể đại diện cho biến động chi phí sản xuất mảng xây lắp của doanh nghiệp.

Biểu đồ 17. Chi phí lãi vay ghi nhận trên báo cáo KQKD tăng theo quy mô doanh thu thu phí BOT



Biểu đồ 18. Chi phí lãi vay thực trả trên báo cáo lưu chuyển tiền tệ giảm theo quy mô dư nợ



Nguồn: HHV, FPTS tổng hợp.

Mặt bằng lãi suất vay hiện duy trì quanh mức 10,5 - 11%, khá tương đồng mức lãi suất ghi nhận trong các năm trước đó và theo phương án tài chính trong hợp đồng BOT. Bên cạnh đó, HHV chia sẻ có thể thương lượng với các tổ chức tín dụng để điều chỉnh lịch trả nợ phù hợp với dòng tiền thực tế của từng dự án, qua đó hạn chế áp lực thanh toán trong ngắn hạn. Như vậy, chúng tôi đánh giá rằng, dù HHV có quy mô nợ vay lớn, việc mặt bằng lãi suất thị trường tăng hiện chưa tạo áp lực đáng kể lên chi phí lãi vay của doanh nghiệp.

C. TRIỂN VỌNG KINH DOANH

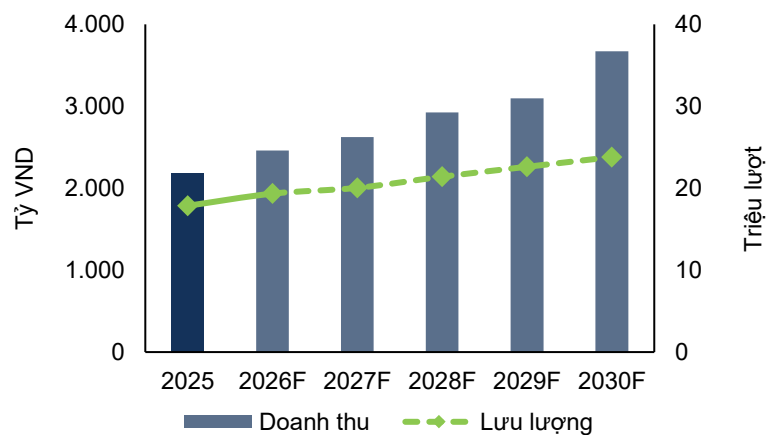
I. Mảng thu phí BOT (57% doanh thu 2026F) – triển vọng tích cực nhờ tăng trưởng kinh tế và kết nối giao thông cải thiện ([quay lại](#))

1. Doanh thu tăng trưởng nhờ nhu cầu vận tải gia tăng và kết nối giao thông cải thiện

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng thu phí BOT của HHV đạt 2.462 tỷ VND (+13,0% YoY) trong năm 2026F. Giai đoạn 2026F – 2030F, doanh thu tăng trưởng với CAGR đạt 11,0%. Động lực tăng trưởng chính đến từ:

- (1) Lượng phương tiện lưu thông tăng nhờ nhu cầu vận tải mở rộng cùng tăng trưởng kinh tế, thúc đẩy sản xuất, tiêu dùng, xuất nhập khẩu và du lịch liên vùng. Xu hướng này được hỗ trợ thêm khi các dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam phía Đông dần hoàn thiện và đưa vào khai thác, giúp kết nối giao thông thuận tiện hơn.
- (2) Một số trạm thu phí kỳ vọng được chấp thuận tăng phí 15 – 18% theo lộ trình trong các năm 2027F, 2028F và 2030F.

Biểu đồ 19. Dự phóng tăng trưởng doanh thu và lưu lượng qua tất cả các trạm thu phí BOT giai đoạn 2026F – 2030F



Nguồn: FPTS tổng hợp và ước tính.

Tăng trưởng kép doanh thu mảng BOT giai đoạn dự phóng 2026F – 2030F giảm tốc 7,4 đpt so với giai đoạn 2021 – 2025, chủ yếu do:

- (1) Giai đoạn 2021 – 2025, các dự án hầm qua Đèo Cả và Phước Tượng – Phú Gia phục hồi từ mức nền thấp sau COVID-19, khi nhu cầu vận tải suy giảm mạnh trong đại dịch.
- (2) Dự án Bắc Giang – Lạng Sơn mới bắt đầu thu phí từ 2020, nên giai đoạn 2021 – 2025 vẫn trong những năm đầu khai thác, có dư địa tăng trưởng lưu lượng cao hơn.

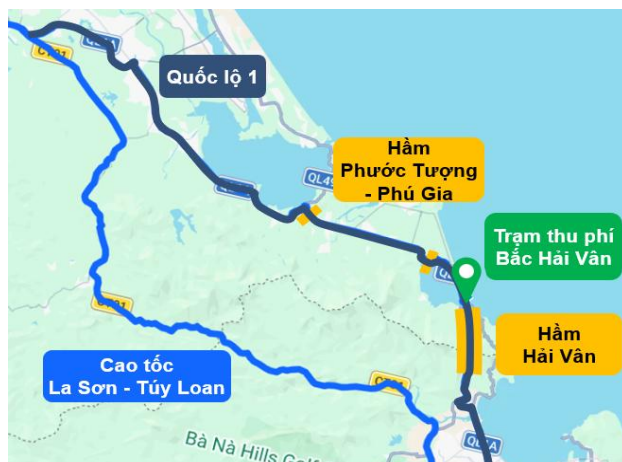
1.1. Dự án hầm đường bộ qua Đèo Cả và hầm Phước Tượng – Phú Gia (65% doanh thu mảng BOT 2026F)

Tổng lưu lượng xe qua các trạm thu phí thuộc dự án kỳ vọng đạt 13,5 triệu lượt (+9,2 % YoY) trong năm 2026F và duy trì tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) 3,8%/năm trong giai đoạn 2027F – 2030F. Tăng trưởng được hỗ trợ bởi nhu cầu vận tải mở rộng cùng tăng trưởng kinh tế, được thúc đẩy bởi hoạt động sản xuất, tiêu dùng, xuất nhập khẩu và du lịch. Giai đoạn 2026F – 2030F, Việt Nam đặt mục tiêu GDP tăng tối thiểu 10%/năm, trong đó ngành công nghiệp tăng 12,4%/năm, bán lẻ tiêu dùng tăng 14 – 15%/năm, xuất nhập khẩu tăng đồng thời 12 – 16%/năm và lượng khách quốc tế đến Việt Nam tăng 17,5%/năm.

Bên cạnh động lực chung, từng trạm thu phí còn được hỗ trợ bởi các yếu tố riêng:

- (1) **Trạm Đèo Cả và trạm Cù Mông** kỳ vọng tăng trưởng mạnh nhất với lưu lượng lần lượt đạt 4,0 triệu lượt (+24% YoY) và 1,8 triệu lượt (+30,0% YoY) trong 2026F nhờ: (i) Hầm Cù Mông và cụm hầm Đèo Cả - Cổ Mã không chịu áp lực cạnh tranh từ các tuyến thay thế khi cả Quốc lộ 1 và cao tốc Bắc – Nam phía Đông đều kết nối trực tiếp qua hầm. (ii) Việc lưu thông qua hầm nhanh và an toàn hơn so với phương án đi đèo truyền thống.
- (2) **Trạm Bắc Hải Vân** kỳ vọng tăng trưởng lưu lượng đạt 4,8 triệu lượt (+22% YoY) trong năm 2026F nhờ tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng phân lưu trở lại từ cao tốc La Sơn – Túy Loan sang Quốc lộ 1. Do cao tốc La Sơn – Túy Loan tiếp tục cấm và hạn chế lưu thông để giảm rủi ro tai nạn và ảnh hưởng của công tác sửa chữa, nâng cấp đến hết năm 2026. Trong năm 2027F, lưu lượng qua trạm Bắc Hải Vân dự kiến giảm khoảng 10,0% YoY khi tuyến cao tốc cạnh tranh này vận hành quy mô 4 làn ổn định. Mức giảm được kỳ vọng không quá lớn do tuyến cao tốc có kế hoạch bắt đầu thu phí; với một số nhóm xe tải nặng, phí lưu thông trên cao tốc dự kiến cao hơn Quốc lộ 1.

Hình 1. Hai tuyến có chiều dài hành trình tương đương (quay lại hiệu quả thu phí 1H2026)



Bảng 2. So sánh mức vé tại hai tuyến song song

Phương tiện	Trạm Bắc Hải Vân (VND/lượt)	Cao tốc La Sơn - Túy Loan (Ước giá toàn tuyến)
Nhóm 1: Xe < 12 ghế; xe tải < 2 tấn; xe buýt vận tải khách công cộng.	108.000	70.000 – 100.000
Nhóm 2: Xe từ 12 - 30 ghế; xe tải từ 2 đến dưới 4 tấn.	157.000	100.000 – 140.000
Nhóm 3: Xe từ 31 ghế trở lên; xe tải từ 4 - 10 tấn.	196.000	150.000 – 220.000
Nhóm 4: Xe tải 10 - 18 tấn; xe chở hàng container 20 feet.	206.000	240.000 – 350.000
Nhóm 5: Xe tải > 18 tấn; xe chở hàng bằng container 40 feet.	275.000	350.000 – 500.000

Nguồn: FPTs tổng hợp.

- (3) **Trạm An Dân:** Ngược lại với các trạm còn lại, lưu lượng qua trạm An Dân dự kiến còn 2,8 triệu lượt (-25% YoY) trong năm 2026F do phương tiện tiếp tục phân lưu sang tuyến song hành cao tốc Quy Nhơn – Chí Thạnh. Dù tuyến cao tốc dự kiến bắt đầu thu phí từ T8/2026, chúng tôi cho rằng lưu lượng khó quay trở lại Quốc lộ 1 do tuyến này vẫn có lợi thế về địa hình và thời gian di chuyển. Từ năm 2027F, khi các tuyến đường đã vận hành ổn định, lưu lượng qua trạm dự kiến tăng theo đà tăng trưởng của nhu cầu vận tải trên cả nước.

Bảng 3. Cao tốc Quy Nhơn - Chí Thạnh có nhiều lợi thế thu hút phương tiện giao thông hơn Quốc lộ 1 qua trạm An Dân

Tiêu chí	Cao tốc Quy Nhơn – Chí Thạnh	Quốc lộ 1 (Qua trạm An Dân)	Lợi thế cạnh tranh
Số làn xe	4 làn cơ bản (làn dừng khẩn cấp không liên tục).	4 làn cơ giới + 2 làn hỗn hợp Có nhiều điểm giao cắt dân sinh.	Cao tốc (Không bị xung đột giao thông với xe máy/xe thô sơ).
Chiều dài	~62 km	70 km – 75 km	Cao tốc
Tốc độ tối đa	80 km/h (Tối thiểu 60 km/h).	60 km/h - 90 km/h (trong hoặc ngoài đô thị).	Cao tốc (thời gian chạy ước khoảng 50 phút thay vì 1 tiếng 45 phút của QL1).
Giá phí	Ước 55.000 - 80.000 VND/cả tuyến (xe nhóm 1).	40.000 VND/lượt (xe nhóm 1).	Quốc lộ 1



Nguồn: HHV, FPTS tổng hợp.

Bên cạnh đà tăng trưởng lưu lượng, giá phí BOT được kỳ vọng tăng 16,8% tại trạm Cù Mông trong 2027F và tăng 18% toàn dự án trong năm 2030F. Theo phương án tài chính và quy định hiện hành, các trạm thu phí được điều chỉnh tăng 18% mỗi 3 năm đến hết thời hạn thu phí, nhưng mức phí thực tế không được vượt khung giá trần do Nhà nước quy định theo từng phân loại dự án giao thông. Hiện ba trạm Đèo Cả, Bắc Hải Vân và An Dân đã đạt mức giá trần nên không còn dư địa tăng phí theo khung hiện hành. Riêng trạm Cù Mông còn dư địa tăng phí trong đợt điều chỉnh năm 2027F, với mức tăng bình quân gia quyền ước tính 16,8%. Do đó, sau 2027F, toàn bộ dự án sẽ không còn dư địa tăng phí theo quy định hiện hành và phụ thuộc vào quy định có điều chỉnh tăng khung trần thu phí hay không.

Hình 2. Diễn biến khung giá trần phí BOT giai đoạn 2016 – nay



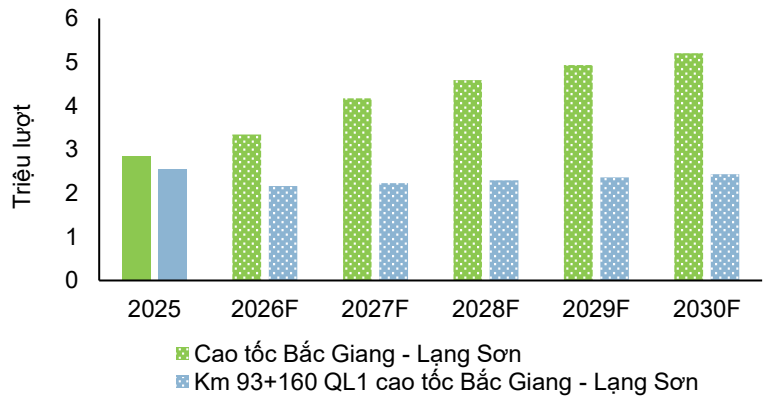
Nguồn: FPTS tổng hợp.

Khung giá trần không cố định và có thể được Nhà nước điều chỉnh theo từng thời kỳ để bù đắp tác động của lạm phát; trong quá khứ, luật giá mới được ban hành khoảng 2 – 3 năm/lần kể từ năm 2016. Sau lần điều chỉnh năm 2018, khung giá được giữ nguyên tại các thông tư năm 2021 và 2024 nhằm hỗ trợ ổn định kinh tế sau đại dịch. Đến năm 2027F, lạm phát tích lũy từ năm 2019 có thể đạt khoảng 31% nếu CPI duy trì quanh 3%/năm trong giai đoạn 2026 – 2027, trong khi nhiều trạm thu phí BOT đã đạt mức giá trần trong nhiều năm. Do đó, chúng tôi đặt nhiều kỳ vọng vào việc điều chỉnh trần khung giá thu phí vào cuối năm 2027F, qua đó tạo khả năng mở lại dư địa tăng phí cho các trạm BOT. Trên cơ sở này, chúng tôi giả định các trạm của dự án có thể tiếp tục tăng phí 18% vào năm 2030F.

1.2. Dự án cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn (35% doanh thu mảng BOT 2026F) hưởng lợi khi các tuyến cao tốc kết nối vùng Đông – Tây Bắc và các cửa khẩu với Trung Quốc dần đi vào hoạt động, thúc đẩy lưu lượng qua tuyến.

Chúng tôi dự phóng tổng lưu lượng xe qua các trạm thu phí thuộc Dự án cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn đạt 5,9 triệu lượt (+6,4% YoY) trong năm 2026F và duy trì CAGR 6,5%/năm trong giai đoạn 2027F – 2030F. Trong đó, triển vọng lưu lượng có sự phân hóa giữa cụm trạm trên cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn và trạm Km93+160 Quốc lộ 1, do là hai tuyến đường song song và cạnh tranh trực tiếp về lưu lượng.

Biểu đồ 20. Dự phóng lưu lượng phương tiện qua các trạm cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn giai đoạn 2026F – 2030F



Nguồn: HHV, FPTS tổng hợp.

Cụm trạm trên cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn kỳ vọng lưu lượng đạt 3,3 triệu lượt (+17,0% YoY) trong năm 2026F nhờ đoạn Hữu Nghị – Chi Lăng dài 27km dự kiến đưa vào khai thác từ cuối T9/2026. Tuyến này kết nối điểm cuối cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn với trung tâm tỉnh Lạng Sơn, khắc phục tình trạng cao tốc cụt như đã phân tích; qua đó cải thiện khả năng thu hút phương tiện trên toàn tuyến. Năm 2027F, lưu lượng dự kiến tăng 25% YoY khi toàn tuyến Hữu Nghị – Chi Lăng được kỳ vọng đưa vào khai thác; kết nối liền mạch từ Hà Nội tới các cửa khẩu Hữu Nghị, Tân Thanh và Cốc Nam. Từ 2028F, lưu lượng dự kiến tăng CAGR 6,1%/năm nhờ mở rộng kết nối thêm từ Lạng Sơn tới tỉnh Cao Bằng và các cửa khẩu Trà Lĩnh – Tà Lùng, khi cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh dự kiến được đưa vào khai thác. Tuyến cao tốc mới giúp tăng lưu thông hàng hóa và vận tải liên vùng, từ đó thúc đẩy hoạt động xuất nhập khẩu và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế khu vực Đông – Tây Bắc, tạo nền tảng cho tăng trưởng lưu lượng dài hạn.

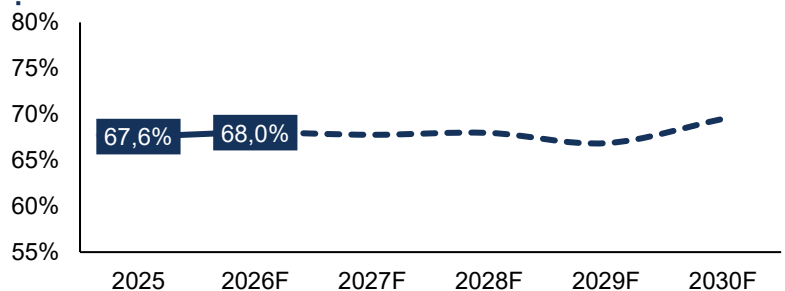
Đối với trạm Km93+160 QL1, dù nhu cầu giao thông chung tiếp tục tăng, lưu lượng dự kiến lần lượt còn 2,5 triệu lượt (-5,0% YoY) và 2,2 triệu lượt (-15,0% YoY) trong 2026F – 2027F do phân lưu sang tuyến cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn khi phần Hữu Nghị – Chi Lăng đưa vào khai thác từng phần. Từ 2028F, khi cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh được khai thác và vận hành ổn định, lưu lượng trên Quốc lộ 1 cũng được kỳ vọng tăng trở lại với CAGR 3,0%/năm.

Bên cạnh đà tăng trưởng lưu lượng, giá phí BOT của dự án này được kỳ vọng tăng 15% sau mỗi 3 năm bắt đầu từ năm 2028F. Khác với dự án Hàm đường bộ qua Đèo Cả, cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn không bị áp mức trần giá phí của các tuyến cao tốc do Nhà nước đầu tư công (Nghị định 130/2024/NĐ-CP) và hiện cũng chưa có quy định giá trần km cho cao tốc BOT. Bên cạnh đó, việc doanh thu thực tế đang bị hụt sâu so với nhu cầu hoàn vốn tạo thêm cơ sở và nâng khả năng được chấp thuận tăng phí mỗi 3 năm, nhằm đảm bảo khả năng chi trả nghĩa vụ nợ và hạn chế kéo dài thời gian hoàn vốn của dự án.

2. Biên lợi nhuận mảng BOT duy trì ổn định ở mức cao nhờ tăng phí bù đắp lạm phát chi phí đầu vào

Biên lợi nhuận gộp mảng BOT kỳ vọng đạt 68,0% (+0,4 đpt YoY) trong 2026F nhờ trạm Km 93+160 Quốc lộ 1 tăng phí 15% từ cuối T4/2025. Trong giai đoạn 2027F – 2030F, biên lợi nhuận gộp mảng BOT kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức cao, trong khoảng 67% – 69,5%. Biên lợi nhuận biến động nhẹ giữa các năm do tác động đan xen giữa tăng phí BOT và lạm phát chi phí vận hành (giả định tăng 3,5%/năm).

Biểu đồ 21. Dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng thu phí BOT giai đoạn 2026F – 2030F



*Lưu ý: Trục biểu đồ bắt đầu từ 55%

Nguồn: FPTS tổng hợp.

Cụ thể, các đợt tăng phí kỳ vọng bao gồm: trạm Cù Mông tăng 16,8% trong 2027F, cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn tăng 15% trong 2028F và toàn bộ dự án Hàm đường bộ qua Đèo Cả và Hàm Phước Tượng – Phú Gia tăng 18% năm 2030F. Dự án Hàm đường bộ qua Đèo Cả và Hàm Phước Tượng – Phú Gia là dự án có quy mô doanh thu lớn nhất, khoảng 65% doanh thu mảng BOT, nên đợt tăng phí này có tác động tăng đáng kể (đạt 69,0%) đến biên lợi nhuận chung của mảng.

II. Mảng xây lắp (36% doanh thu 2026F) duy trì nguồn việc nhờ lợi thế từ hệ sinh thái tập đoàn Đèo Cả trong bối cảnh nhu cầu mở rộng mạng lưới cao tốc ([quay lại](#))

1. Doanh thu tăng nhờ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công và nhu cầu phát triển hạ tầng dài hạn

Trong 2026F, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng xây lắp đạt 1.535 tỷ VND (+16,4% YoY), nhờ giải ngân đầu tư công đẩy nhanh hỗ trợ các dự án đang triển khai được thực hiện theo đúng tiến độ kế hoạch. Tính đến 31/7/2026, giải ngân đầu tư công đạt 510 nghìn tỷ VND, tương đương 48,9% kế hoạch Thủ tướng giao, đồng nghĩa còn hơn 530 nghìn tỷ VND cần giải ngân trong những tháng cuối năm. Các dự án có kế hoạch hoàn thành trong 2026 bao gồm Cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh (GD1), mở rộng cao tốc Cam Lộ – La Sơn, mở rộng hầm Núi Vung và cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, bên cạnh một số dự án khác.

Bảng 4. Backlog xây lắp đảm bảo nguồn việc đến hết 2027

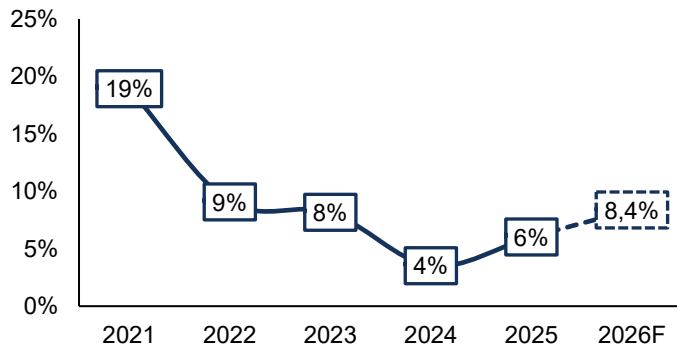
Dự án	2026			2027			
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Các dự án đang thi công							
Cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn							
Đường ven biển Bình Định							
Đường nối cảng Liên Chiểu, Đà Nẵng							
Cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh (GD 1)							
Dự án mở rộng Hầm Núi Vung							
Cao tốc Cam Lộ - La Sơn (GD 2)							
Cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh (GD 2)							
Dự án mở rộng cao tốc TP. Hồ Chí Minh – Trung Lương – Mỹ Thuận							
Các dự án ký mới chưa bắt đầu triển khai							
Đường vành đai phía Tây TP. Đà Nẵng							
Dự án mở rộng 3 hầm cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn							

Nguồn: HHV, FPTS tổng hợp và ước tính.

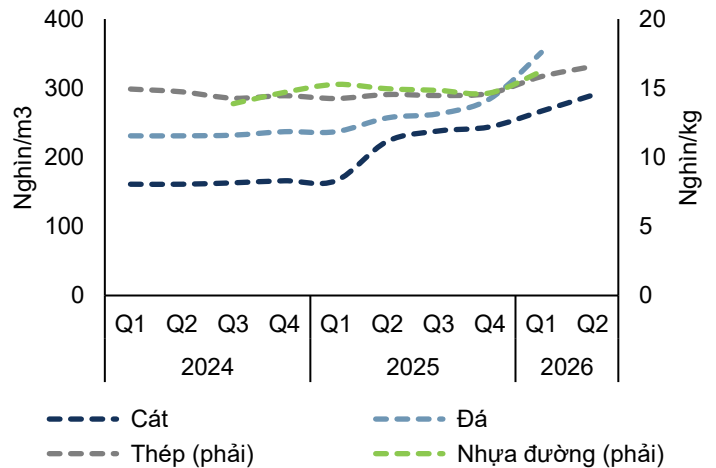
Triển vọng mảng xây lắp của HHV vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng trong trung và dài hạn. HHV có lợi thế duy trì nguồn việc nhờ (1) khả năng tiếp cận các dự án PPP trong hệ sinh thái Đèo Cả và (2) kinh nghiệm thi công hầm xuyên núi, phân khúc có yêu cầu kỹ thuật cao và mức độ cạnh tranh thấp. Các lợi thế này đặc biệt thuận lợi trong bối cảnh nhu cầu đầu tư hạ tầng giao thông gia tăng, với Kế hoạch đầu tư công giai đoạn 2026 – 2030 có tổng vốn 8,22 triệu tỷ VND, tăng khoảng 2,8 lần so với giai đoạn 2021 – 2025, cùng mục tiêu đạt tối thiểu 5.000 km cao tốc vào năm 2030.

2. Biên lợi nhuận xây lắp được hỗ trợ nhờ cơ cấu nghiệm thu và cơ chế cập nhật giá vật liệu mới

Biểu đồ 22. Dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp HHV



Biểu đồ 23. Giá vật liệu xây dựng liên tục tăng từ năm 2025



Nguồn: FPTTS tổng hợp và ước tính.

Trong 2026F, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp đạt 8,4%, (+2,4 đpt YoY), động lực chính đến từ mức biên cao trong 1H2026 nhờ cơ cấu nghiệm thu nghiêng về các hạng mục có yêu cầu kỹ thuật cao như cầu, hầm. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp cả năm được dự phóng thấp hơn 3,5 đpt so với 1H2026. Nguyên nhân do nhiều dự án cao tốc dự kiến hoàn thành trong 2H2026, khiến cơ cấu nghiệm thu chuyển nhiều hơn sang các hạng mục hoàn thiện như mặt đường và thảm bê tông nhựa, vốn có mức tiêu hao vật liệu xây dựng cao và biên lợi nhuận thấp hơn. Bên cạnh đó, một phần khối lượng được thi công trong bối cảnh giá vật liệu xây dựng tăng cao liên tục từ năm 2025, tạo áp lực lên giá vốn khi được nghiệm thu trong 2H2026.

Bảng 5. Cơ chế mới giúp hạn chế rủi ro bào mòn biên lợi nhuận của nhà thầu

	Cơ chế cũ – ND 10/2021	Cơ chế mới – ND 206/2026 & TT 37/2026
Giá tại thời điểm đấu thầu	Từ khi lập dự toán đến đấu thầu có thể kéo dài; giá VLXD trong dự toán có thể không còn phản ánh giá thị trường khi nhà thầu nhận thầu.	Giá vật liệu và các yếu tố chi phí được cập nhật sát hơn với thị trường ngay trước khi xác định giá gói thầu.
Giá VLXD trong quá trình thi công	Địa phương công bố giá/chỉ số giá chậm, có thể 3 – 6 tháng/lần và thấp hơn giá thị trường.	Tăng yêu cầu khảo sát, cập nhật và công bố giá VLXD sát thực tế hơn, rút ngắn độ trễ.

Nguồn: FPTTS tổng hợp.

Giai đoạn 2027F – 2030F, chúng tôi kỳ vọng rủi ro biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp của HHV bị bào mòn bởi biến động chi phí vật liệu xây dựng sẽ giảm bớt nhờ cơ chế quản lý chi phí mới. HHV chủ yếu áp dụng hợp đồng theo đơn giá điều chỉnh⁶ theo quy định Nhà nước đối với các dự án đầu tư công và PPP quy mô lớn và thời gian thi công dài. Trước đây, với độ trễ 3 – 6 tháng trong công bố giá vật liệu xây dựng tại các địa phương có thể khiến giá trị thanh toán cho khối lượng xây lắp không theo kịp chi phí thực tế mà nhà thầu phải chi ra. Từ 01/07/2026, Nghị định 206/2026/ND-CP và Thông tư 37/2026/TT-BXD tăng yêu cầu cập nhật giá vật liệu xây dựng sát thị trường, rút ngắn độ trễ giữa giá vốn thực tế và giá được điều chỉnh, giảm rủi ro biến động giá vật liệu xây dựng.

⁶ **Hợp đồng đơn giá điều chỉnh:** giá trị thanh toán được điều chỉnh theo biến động giá của các yếu tố đầu vào đủ điều kiện (vật liệu, nhân công, nhiên liệu, máy thi công) theo kỳ/thời điểm quy định trong hợp đồng, dựa trên phương pháp bù trừ trực tiếp hoặc hệ số/chỉ số giá.

D. RỦI RO ĐẦU TƯ – Rủi ro chậm nhận các khoản hỗ trợ từ ngân sách Nhà nước ([quay lại](#))

HHV dự kiến nhận khoảng 6.880 tỷ VND tiền hỗ trợ cho các dự án BOT; và chúng tôi đang dự phóng doanh nghiệp sẽ nhận 6.880 tỷ VND trong 2027F. Trong kịch bản giải ngân chậm hơn 1 năm, giá trị hiện tại các khoản hỗ trợ chúng tôi ước giảm khoảng 567 tỷ VND (tương đương 8,2% khoản hỗ trợ), với WACC bình quân lần lượt 11,7% trong 2027F và 11,4% trong 2028F. Bên cạnh đó, việc chậm nhận hỗ trợ khiến HHV phải duy trì nguồn vốn vay lâu hơn để tài trợ cho các dự án BOT. Với giả định lãi suất vay bình quân 10,5%, chi phí lãi vay tiền mặt có thể tăng tối đa khoảng 722 tỷ VND (108% LNST năm 2025 & 94% LNST KH2026) trong vòng 2 năm, qua đó làm giảm tương ứng dòng tiền FCFE và làm giảm FCFF sau khi điều chỉnh tác động lá chắn thuế. Tuy nhiên, tác động thực tế có thể sẽ thấp hơn tùy thuộc vào khả năng sử dụng dòng tiền hoạt động và nguồn vốn hiện hữu của doanh nghiệp để bù đắp phần thiếu hụt.

E. TỔNG HỢP DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2026 ([quay lại](#))

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế 2026F của HHV lần lượt đạt 4.316 tỷ VND (+13,5% YoY & 96,6% KH2026) và 769 tỷ VND (+14,5% YoY & 100,3% KH2026). Động lực tăng trưởng chính đến từ mảng thu phí BOT và mảng xây lắp đóng góp lần lượt 57% và 36% doanh thu HHV năm 2026F.

Bảng 6. Dự phóng kết quả kinh doanh của HHV năm 2026

Đơn vị: Tỷ VND	2026F	%YoY	%KH2026	Giải thích
Doanh thu thuần	4.316	+13,5%	96,6%	
Mảng thu phí BOT	2.462	+13,0%		Doanh thu mảng BOT tăng trưởng nhờ hưởng lợi kép từ: (3) Lưu lượng tăng 8,3% YoY khi các tuyến cao tốc Bắc – Nam dần vận hành đồng bộ, và hưởng lợi từ phân lưu giao thông tại Cao tốc La Sơn – Túy Loan do hạn chế khai thác khi bị hư hỏng. (4) Trạm Km 93+160 trên Quốc lộ 1 Cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn được tăng mức thu phí từ cuối tháng 4/2025.
Mảng xây lắp	1.535	+16,4%		
Lợi nhuận gộp	1.674	+13,7%		
Mảng thu phí BOT	853	+18,7%		Biên lợi nhuận gộp mảng BOT tăng nhẹ nhờ việc tăng phí tại trạm Km93+160 Quốc lộ 1 từ cuối T4/2025.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>68,0%</i>	<i>+0,4đpt</i>		
Mảng xây lắp	123	+55,7%		Biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp tăng nhờ cơ cấu nghiệm thu nghiêng về các hạng mục có hàm lượng kỹ thuật và biên lợi nhuận cao như hầm và cầu.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>8,4%</i>	<i>+2,4đpt</i>		
Chi phí tài chính	526	+11,6%		Chi phí đi vay trên báo cáo kết quả kinh doanh tăng theo doanh thu mảng BOT (+13,0% YoY) theo cơ chế ghi nhận đặc thù của hoạt động thu phí BOT
Trong đó: Chi phí đi vay	517	+11,6%		
Chi phí quản lý doanh nghiệp	88	+13,2%		Giả định ở mức 2,1% doanh thu
Phần lãi trong công ty liên doanh, liên kết	91	+0,4%		
Lợi nhuận sau thuế	769	+14,5%	100,3%	

Nguồn: HHV, FPTS tổng hợp và ước tính.

F. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ([quay lại](#))

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu HHV với giá mục tiêu **11.400 VNĐ/cổ phiếu**, cao hơn **22,6%** so với giá đóng cửa ngày 23/09/2026. Chúng tôi xác định giá mục tiêu bằng cách sử dụng phương pháp Định giá từng phần (Sum of the parts – SOTP), do đặc thù hoạt động và mức độ dự báo khác nhau giữa các mảng kinh doanh.

- **Đối với mảng thu phí BOT**, hoạt động tương đối ổn định với dòng tiền có khả năng dự báo, các giả định về lưu lượng, mức phí có cơ sở để xây dựng, do đó chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF).
- **Đối với mảng xây lắp**, hoạt động phụ thuộc vào tiến độ dự án, khả năng trúng thầu và các yếu tố chi phí khó dự báo trong trung và dài hạn, việc xây dựng dự phóng dòng tiền dài hạn có độ bất định cao; do đó, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh P/E.

Bên cạnh hai mảng kinh doanh chính, phần lớn các khoản đầu tư của HHV vào công ty liên doanh, liên kết là tại các doanh nghiệp thu phí BOT, với lãi/lỗ từ khoản này chiếm khoảng 12% lợi nhuận trước thuế năm 2025. Do chưa có đủ thông tin để xây dựng mô hình DCF độc lập cho từng doanh nghiệp, chúng tôi sử dụng phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV), với giá trị các khoản đầu tư được xác định theo giá trị ghi sổ tại ngày 30/06/2026.

Kết quả định giá:

Mảng kinh doanh	Phương pháp định giá	Kết quả (tỷ VND)
Mảng thu phí BOT	DCF	5.062
Mảng xây lắp	P/E	523
Khoản đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết	NAV	955
Tổng		6.555
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)		575
Kết quả định giá (VNĐ/cp)		11.400

I. Mảng thu phí BOT

Do mảng kinh doanh này hợp nhất từ các công ty con nên chúng tôi tiến hành định giá giá trị vốn chủ sở hữu của các công ty này, cụ thể như sau:

	Tổng giá trị hiện tại FCFF (tỷ VND)	WACC	Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	Tỷ lệ sở hữu của HHV	Kết quả (tỷ VND)
CTCP Đầu tư Đèo Cả	15.352	11,9%	5.461	74,49%	4.068
CTCP BOT Bắc Giang – Lạng Sơn	1.387	11,9%	749	65,07%	487
CTCP Phước Tượng Phú Gia BOT	7.100	11,9%	510	99,37%	507
Tổng					5.062

Mô hình định giá được xây dựng độc lập cho từng dự án, với thời gian dự phóng kéo dài đến hết thời hạn thu phí của mỗi dự án. Chi tiết các giả định dài hạn sau năm 2030F như sau:

1. Lưu lượng

Dự phóng thận trọng tăng trưởng lưu lượng ở mức 3 – 5%/năm, thứ tự giảm tốc dần theo thời gian do sự hạn chế thông tin. Tốc độ tăng trưởng kép từ 2026F đến hết thời hạn thu phí của dự án Hàm đường bộ qua Đèo Cả và hầm Phước Tượng – Phú Gia là 4,1%/năm; của dự án Cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn là 3,8%/năm.

2. Mức tăng phí BOT

➤ Dự án Hàm đường bộ qua Đèo Cả và hầm Phước Tượng – Phú Gia

Như đã phân tích trước đó, khả năng tăng phí BOT tại các trạm của dự án phụ thuộc vào việc điều chỉnh khung giá trần theo quy định của Bộ Giao thông Vận tải. Dựa trên xác suất điều chỉnh khung giá trần trong quá khứ, chúng tôi áp dụng giả định tăng phí 18% mỗi 6 năm, nhằm bù đắp trước rủi ro không được điều chỉnh mức giá trần.

➤ Dự án Cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn

Do quy định hiện hành không áp dụng mức giá trần đối với phí sử dụng đường cao tốc của các dự án BOT, chúng tôi giữ mức tăng phí 15% mỗi 3 năm trong suốt thời hạn thu phí theo như phương án tài chính ban đầu của dự án.

II. Mạng xây lắp

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh P/E đối với mạng xây lắp, với mức P/E trung bình được sử dụng cho định giá là 6,26x và lợi nhuận sau thuế dự phóng năm 2026 của mạng này là 84 tỷ VND. Kết quả định giá so sánh P/E mạng xây lắp của một số doanh nghiệp niêm yết cùng ngành ngày 23/09/2026:

Doanh nghiệp	Doanh thu (tỷ VND)	Giá đóng cửa ngày 23/09/2026	Vốn hóa (tỷ VND)	LNST (tỷ VND)	P/E (lần)
LCG	2.834	6.740	1.319	203	6,49x
C4G	2.914	4.900	1.305	194	6,71x
FCN	3.980	10.750	1.385	248	5,60x
Trung bình					6,26x
HHV	1.535	9.300	705	53	13,31x

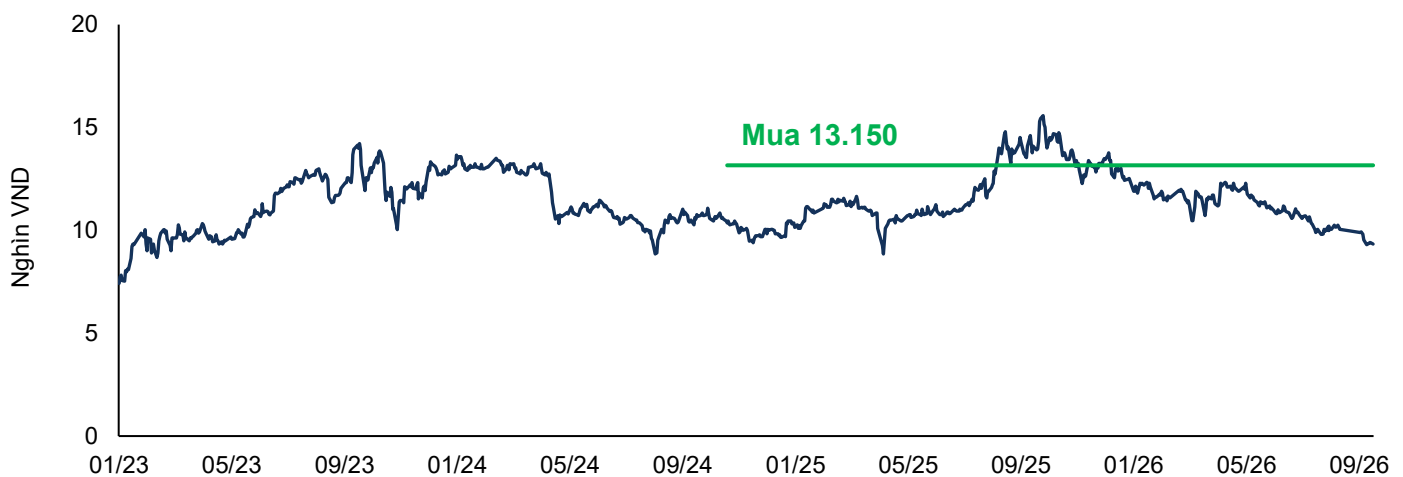
III. Khoản đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết

Để thận trọng trước rủi ro chênh lệch giữa giá trị ghi sổ và giá trị kinh tế, khả năng biến động tiến độ/dòng tiền của các dự án BOT và hạn chế về khả năng quan sát thông tin tài chính, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 25% đối với giá trị ghi sổ. Kết quả định giá như sau:

	Giá trị sổ sách tại ngày 30/06/2026 (tỷ VND)	Tỷ lệ chiết khấu	Kết quả
Khoản đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết	1.273	25%	955

Lịch sử khuyến nghị

Biểu đồ 24. Lịch sử các báo cáo khuyến nghị



Nguồn: FPTs tổng hợp.

STT	Khuyến nghị	Thời gian	Giá khuyến nghị (đã điều chỉnh)	Báo cáo chi tiết
1	MUA	22/07/2024	13.150	Báo cáo định giá lần đầu

G. PHỤ LỤC

I. Danh sách các công ty con của HHV ([quay lại](#))

Bảng 7. Danh sách các công ty con của HHV

STT	Công ty	Tỷ lệ sở hữu	Hoạt động kinh doanh
Công ty con			
1	Công ty Cổ phần BOT Bắc Giang – Lạng Sơn	65%	Hạ tầng giao thông đường bộ
2	Công ty Cổ phần Đầu tư Đèo Cả	74%	Hạ tầng giao thông đường bộ
3	Công ty Cổ phần Phước Tượng Phú Gia BOT	99%	Hạ tầng giao thông đường bộ
Công ty liên kết			
1	Công ty Cổ phần Cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo	38%	Hạ tầng giao thông đường bộ
2	Công ty Cổ phần Đầu tư BOT Đèo Cả Khánh Hòa	47%	Hạ tầng giao thông đường bộ
3	Công ty Cổ phần BOT Bắc Giang – Lạng Sơn – Hữu Nghị	31%	Hạ tầng giao thông đường bộ
4	Công ty Cổ phần Cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh	42%	Hạ tầng giao thông đường bộ

Nguồn: HHV.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu HHV, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính	Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh	Chi nhánh Tp. Đà Nẵng
Số 52 Đường Lạc Long Quân, Phường Tây Hồ, Thành phố Hà Nội.	Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh.	100 Quang Trung, Phường Hải Châu, Thành phố Đà Nẵng.
ĐT: 19006446	ĐT: 19006446	ĐT: 19006446
Fax: (84.24) 3 773 9058	Fax: (84.28) 6 291 0607	Fax: (84.236) 3553 888