Cập nhật dự phóng: HHV

Q3 vượt dự phóng nhờ xây lắp, duy tu và liên kết, trong khi doanh thu thu phí chỉ tăng +5,1%; LNST công ty mẹ Q4/2026 ước 174 tỷ đồng, cả năm 685 tỷ đồng

CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HOSE: HHV) · Cập nhật sau BCTC hợp nhất Q3/2026 (tự lập, phê duyệt 30/10/2026) · giá tham chiếu 9,27 nghìn đồng (03/11/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

LNST CTY MẸ Q3/2026 (THỰC TẾ)	DT THU PHÍ BOT Q3/2026	LNST CTY MẸ Q4/2026F	LNST CTY MẸ 2026F	LÃI VAY TREO THÊM TRONG Q3	GIÁ TRỊ HỢP LÝ
186 tỷ đồng · **+45%** so cùng kỳ	**589** tỷ đồng · **+5,1%** so cùng kỳ (6T: +16,8%)	**174** tỷ đồng · **–1%** so cùng kỳ	**685** tỷ đồng · **+18%** so 2025	**299** tỷ đồng chưa ghi vào KQKD	**14,1** nghìn đồng/cp · bản 18/10: 14,8

GÓC NHÌN AAS RESEARCH

TÍCH LŨY TỪNG PHẦN

GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	VÙNG TÍCH LŨY	P/E 2026F	LNST CTY MẸ 2026F
9,27 nghìn đ ngày 03/11/2026	**14,1** nghìn đ **+52%** so giá	**7,9–11,3** nghìn đ/cp	**7,8** lần EPS 1.192 đ/cp	**685** tỷ đ **+18%** so 2025

Giữ TÍCH LŨY TỪNG PHẦN trong vùng 7,9–11,3 nghìn đồng. Lợi nhuận báo cáo tốt hơn dự phóng, nhưng phần tạo khác biệt là xây lắp và liên kết; mảng BOT yếu hơn: doanh thu phí tăng chậm lại, lãi vay treo thêm 299 tỷ (sát ngưỡng 300 tỷ/quý đã đặt) và tổng vay + lãi dồn tích vẫn tăng 113 tỷ trong quý. Giá trị hợp lý hạ còn 14,1 nghìn đồng; phần tăng thêm vẫn phụ thuộc vào quyết định bố trí vốn Nhà nước, chưa có tại ngày lập báo cáo.

1 Q3/2026: LNST công ty mẹ 186 tỷ đồng, cao hơn dự phóng cơ sở 29 tỷ và vượt cả kịch bản cao (178 tỷ); thu phí thấp hơn, xây lắp và liên kết cao hơn

BCTC hợp nhất Q3/2026 cho doanh thu 1.114,4 tỷ đồng (+22,0%), LNTT 243,8 tỷ (+40,3%) và LNST công ty mẹ 186,3 tỷ (+44,6%). So với kịch bản cơ sở bản 18/10 (157 tỷ), kết quả cao hơn 29 tỷ đồng. Chiều lệch ngược với giả định: mảng BOT kém hơn, phần ngoài BOT tốt hơn nhiều.

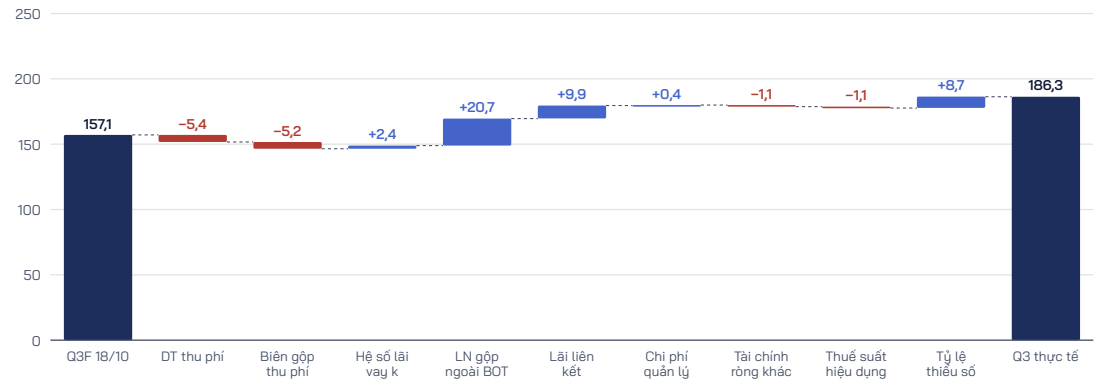
Tỷ đồng	Q3/2025	Q3/2026F (bản 18/10)	Q3/2026 thực tế	Thực tế – dự phóng
DT thu phí BOT	560	617	589	–28
Biên gộp thu phí (%)	64,0	68,0	66,8	–1,2
LN gộp thu phí	359	419	393	–26
Lãi vay ghi nhận	–234	–256	–242	+15
Hệ số k = lãi vay / DT phí (%)	41,7	41,6	41,0	–0,6
LN gộp ngoài BOT	31	50	78	+28
Lãi liên doanh, liên kết	21	22	35	+13
Chi phí quản lý	–18	–19	–19	+0
Tài chính ròng khác	12	–1	–3	–2
LNTT	174	214	244	+29

Tỷ đồng	Q3/2025	Q3/2026F (bản 18/10)	Q3/2026 thực tế	Thực tế – dự phóng
Thuế TNDN	−21	−26	−31	−5
Thiểu số	−24	−31	−27	+5
LNST cty mẹ	**129**	**157**	**186**	**+29**

Nguồn: BCTC hợp nhất giữa niên độ Q3/2026 của HHV (KQKD; thuyết minh VI.1, VI.2, VI.4, VI.8); bản phân tích AAS ngày 18/10/2026 (kịch bản cơ sở). Khấu hao Q3 = 9T − 6T theo chi phí theo yếu tố.

Cầu nối LNST cổ đông công ty mẹ Q3: dự phóng 18/10 → thực tế

Tỷ đồng



Thay lần lượt từng biến từ giả trị dự phóng sang giá trị thực tế, tổng khớp đúng. AAS tính.

- **Thu phí là biến sai lớn nhất về chiều âm:** DT thu phí 588,7 tỷ đồng, chỉ tăng +5,1% so cùng kỳ, thấp hơn giả định +10% (616,6 tỷ); biên gộp thu phí 66,8% thay vì 68,0%. Hai biến cộng lại làm LNST công ty mẹ thấp hơn 11 tỷ. Hệ số lãi vay k giảm còn 41,0% DT phí bù lại 2 tỷ.
- **Phần ngoài BOT bù nhiều hơn mức hụt:** LN gộp xây lắp, duy tu, dịch vụ khác 78,2 tỷ đồng (dự phóng 50 tỷ), lãi liên kết 35,5 tỷ (dự phóng 22 tỷ). Hai dòng này đóng góp 31 tỷ vào phần vượt.
- **Thiểu số thấp hơn giả định** (12,5% LNST thay vì 16,5%; +9 tỷ) vì lợi nhuận dịch về xây lắp, duy tu do công ty mẹ sở hữu 100%; cổ đông thiểu số chỉ có phần ở các công ty con BOT. Bản này tính thiểu số theo lợi nhuận mảng BOT (mục 4).

2 Chất lượng lợi nhuận: Q3 treo thêm 299 tỷ đồng lãi vay; nếu ghi đủ, LNTT quý là −55 tỷ, kém hơn cả 6 tháng đầu năm

Theo Công văn 2310/TCDN-VP, lãi vay giai đoạn vận hành của dự án BOT chỉ ghi vào KQKD theo tỷ lệ doanh thu thực tế trên doanh thu phương án tài chính; phần chênh treo ở "lãi vay chờ phân bổ" (chi phí trả trước dài hạn), phần chưa trả nằm ở lãi vay phải trả dài hạn. Q3/2026 lãi phát sinh khoảng 540 tỷ đồng, chỉ 242 tỷ vào KQKD. Số dư lãi vay chờ phân bổ tăng 290 tỷ, chênh 8 tỷ so với phần treo ước tính.

Số dư (tỷ đồng)	31/12/2025	30/06/2026	30/09/2026	Tăng trong Q3
Lãi vay chờ phân bổ (chi phí trả trước DH)	8.626	9.090	9.381	+290
Lãi vay phải trả dài hạn (lãi dồn tích)	6.257	6.727	7.009	+282
Vay và nợ thuê tài chính	18.459	17.875	17.706	−169
Vay + lãi dồn tích	**24.716**	**24.602**	**24.714**	**+113**

Nguồn: BCTC hợp nhất HHV, thuyết minh V.8b, V.20b, V.23 (30/09/2026). Vay gồm cả vay ngắn hạn của mảng xây lắp.

Tỷ đồng	2024	2025	6T/2026	Q3/2026
Lãi vay trả bằng tiền	1.079	1.062	519	267
+ Tăng lãi vay phải trả (ngắn + dài hạn)	1.065	653	489	273
= Lãi vay phát sinh (ước)	**2.144**	**1.714**	**1.008**	**540**
– Lãi vay ghi vào KQKD	–797	–905	–517	–242
= Lãi vay treo (chưa ghi KQKD)	**1.347**	**809**	**491**	**299**
LNTT báo cáo	579	773	443	244
LNTT nếu ghi đủ lãi vay	**–768**	**–36**	**–48**	**–55**

Lãi phát sinh = lãi trả bằng tiền (LCTT) + thay đổi lãi vay phải trả và trích trước lãi vay (thuyết minh V.20). Q3 = 9T – 6T. Nguồn: BCTC hợp nhất HHV 2024, 2025, 6T/2026 (soát xét), Q3/2026; AAS tính.

- **LNTT nếu ghi đủ lãi vay xấu đi trong Q3:** –55 tỷ đồng chỉ riêng một quý, so với –48 tỷ cho cả 6 tháng đầu năm; 9T/2026 là –103 tỷ. Lý do: doanh thu phí tăng chậm lại trong khi lãi phát sinh trên số nợ ngày càng lớn vẫn tăng.
- **Nghĩa vụ vay + lãi dồn tích tăng 113 tỷ trong quý** lên 24.714 tỷ đồng: gốc vay giảm 169 tỷ, nhưng lãi chưa trả tăng 282 tỷ. Dòng tiền thu phí hiện chưa đủ trả lãi phát sinh; lãi ngầm định trên vay + lãi dồn tích 9T/2026 khoảng 8,4%/năm.
- **Ngưỡng đã đặt ở bản 18/10** là hạ về THEO DÕI nếu lãi vay chờ phân bổ tăng lại trên 300 tỷ/quý. Q3 tăng 290 tỷ: chưa vượt nhưng đã sát, so với bình quân 232 tỷ/quý trong 6 tháng đầu năm.

3 Cơ cấu: thu phí chiếm 83% LN gộp nhưng chỉ tăng +5,1%; xây lắp tăng biên từ 5,8% lên 12,3%

Tỷ đồng	Q3/2025	Q3/2026	So cùng kỳ	9T/2026	9T so cùng kỳ
Thu phí BOT	560	589	+5%	1.835	+13%
LN gộp	359	393	+10%	1.246	+16%
Biên gộp (%)	64,0	66,8	+2,8	67,9	+1,7
Xây lắp	314	388	+24%	906	+8%
LN gộp	18	48	+163%	109	+166%
Biên gộp (%)	5,8	12,3	+6,5	12,1	+7,2
Duy tu, bảo dưỡng hầm đường	25	82	+222%	157	+100%
LN gộp	8	20	+152%	45	+73%
Biên gộp (%)	31,5	24,6	–6,8	28,6	–4,5
Trung chuyển	6	6	+3%	17	+1%
LN gộp	2	2	–2%	8	+29%
Biên gộp (%)	39,7	37,8	–1,9	44,8	+9,8
Khác	9	50	+469%	77	+116%
LN gộp	3	8	+230%	18	+42%
Biên gộp (%)	28,5	16,5	–12,0	23,5	–12,4

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 của HHV, thuyết minh VI.1, VI.2 (doanh thu, giá vốn theo hoạt động) và VIII.4 (bộ phận 9T). Biên gộp thu phí tính trên giá vốn trạm thu phí, đã gồm khấu hao tài sản BOT.

Doanh thu phí tăng chậm lại: nền giá vé mới ở BG–LS và lưu lượng dịch sang cao tốc

DT thu phí 6T/2026 tăng +16,8%, Q3 chỉ còn +5,1% (9T: +12,8%). Có hai yếu tố đã công bố giải thích một phần mức giảm tốc này. Thứ nhất, mức giá tại trạm Km93+160 QL1 (dự án BG–LS) được điều chỉnh tăng từ 25/04/2025, nên 6 tháng đầu 2026 so với nền giá cũ, còn từ Q3 so với nền đã tăng giá. Thứ hai, sau khi cao tốc Quy Nhơn – Vân Phong thông xe, lưu lượng qua các trạm trên QL1 cũ (An Dân, Ninh Lộc) giảm mạnh, trong khi hầm Cù Mông, Đèo Cả và cao tốc BG–LS tăng. HHV chưa công bố lưu lượng Q3 theo trạm, nên AAS chưa tách được phần đóng góp của từng yếu tố trong Q3.

Trạm thu phí (lượt xe)	Q2/2026	So cùng kỳ	6T/2026	So cùng kỳ
Hầm Đèo Cả	927.950	+15,1%	1.966.267	+16,0%
Cù Mông	550.762	+63,2%	986.655	+35,8%
An Dân	524.304	−45,2%	1.643.924	−16,1%
Bắc Hải Vân	1.191.251	+20,5%	2.537.593	+32,5%
Ninh Lộc	1.002.860	−13,0%	1.982.404	−29,3%
Cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn	829.366	+24,0%	1.743.197	+27,4%
Km93+160 QL1 (BG–LS)	613.403	−6,8%	1.303.646	−3,3%

Nguồn: Bản tin nhà đầu tư Q2/2026 của HHV. HHV ghi sự dịch chuyển lưu lượng sau khi thông xe cao tốc Quy Nhơn – Vân Phong "đã nằm trong phương án tài chính của dự án".

Xây lắp, duy tu: biên tăng mạnh, chưa đủ cơ sở xem là bền

- **Xây lắp:** doanh thu Q3 388 tỷ (+24%), LN gộp 47,7 tỷ, biên 12,3% (Q3/2025: 5,8%; 9T: 12,1% so với 4,9%). Doanh thu xây lắp với bên liên quan 258 tỷ, chiếm 66%; công trình chính là cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh, Hữu Nghị – Chi Lăng, Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, Quy Nhơn – Chí Thạnh.
- **Chi phí theo yếu tố toàn tập đoàn Q3:** nguyên vật liệu 149 tỷ (13,4% doanh thu; Q3/2025: 20,6%), dịch vụ mua ngoài 9 tỷ (Q3/2025: 50 tỷ), chi phí khác bằng tiền 335 tỷ (Q3/2025: 113 tỷ). Cơ cấu chi phí đổi lớn giữa các khoản, nhiều khả năng do cách phân loại chi phí thầu phụ; vì thuyết minh không tách giá vốn theo công trình, AAS chưa xác định được nguyên nhân chính của biên xây lắp cao. Q4 vì vậy giả định LN gộp ngoài BOT 75 tỷ, thấp hơn Q3.
- **Duy tu, bảo dưỡng:** doanh thu 82 tỷ (Q3/2025: 25 tỷ) nhờ nhận thêm quản lý, vận hành các tuyến Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, Quy Nhơn – Chí Thạnh, Vũng Áng – Cam Lộ; LN gộp 20,1 tỷ. Đây là mảng có tính lặp lại cao hơn xây lắp.
- **Liên kết 35,5 tỷ đồng** (+73% so cùng kỳ), cao nhất từ đầu năm (Q1: 24,1; Q2: 20,3 tỷ); BCTC riêng ghi nhận tạm ứng cổ tức từ công ty liên kết trong quý. Q4 giả định 28 tỷ.

4 Dự báo: LNST công ty mẹ Q4/2026 ước 174 tỷ đồng (−1%), dải 139–213; cả năm 685 tỷ đồng

Bảng mô phỏng kết quả kinh doanh Q4/2026 (kịch bản cơ sở)

Tỷ đồng (cơ sở)	Q3/2025	Q3/2026	Q4/2025	Q4/2026F
DT thu phí BOT	560	589	552	582
Biên gộp thu phí (%)	64,0	66,8	71,6	67,9
LN gộp thu phí	359	393	395	395
Lãi vay ghi nhận	−234	−242	−230	−241
LN gộp ngoài BOT	31	78	58	75
Lãi liên kết	21	35	19	28

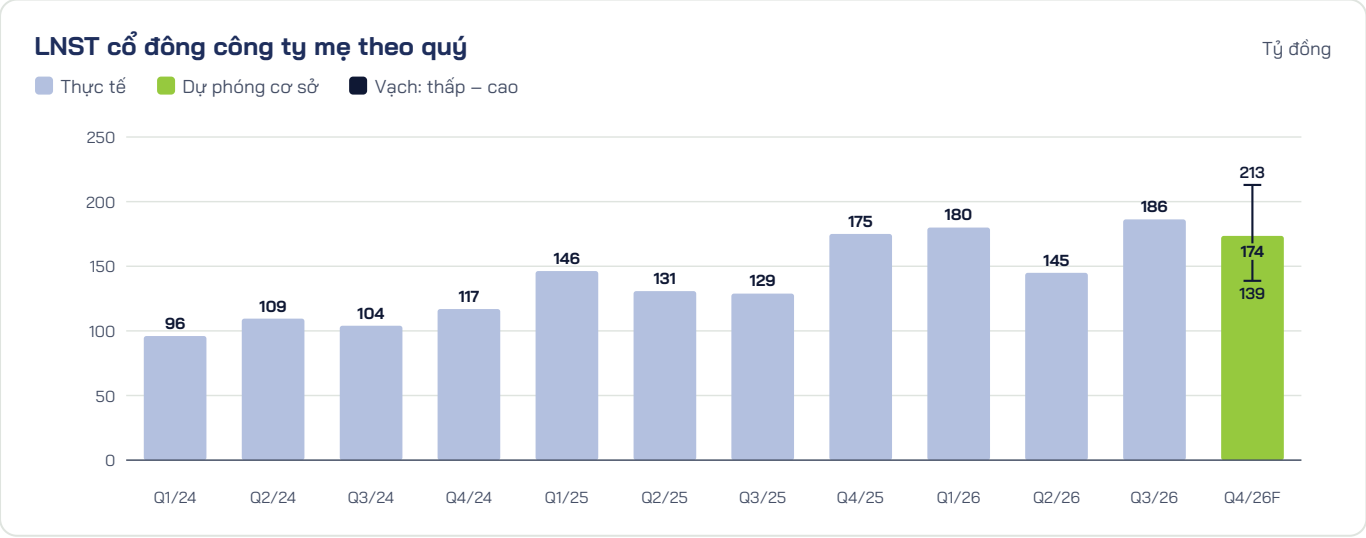
Tỷ đồng (cơ sở)	Q3/2025	Q3/2026	Q4/2025	Q4/2026F
Chi phí quản lý	−18	−19	−24	−24
Tài chính ròng khác	12	−3	12	−2
LNTT	174	244	230	231
Thuế TNDN	−21	−31	−36	−29
LNST	152	213	194	202
Thiểu số	−24	−27	−19	−29
LNST cty mẹ	**129**	**186**	**175**	**174**
LNST cty mẹ so cùng kỳ	–	+45%	–	−1%

Số âm là khoản trừ. Giả định cơ sở Q4/2026F: DT phí 581,9 tỷ (+5,5%), biên gộp thu phí 67,9%, lãi vay ghi nhận 41,3% DT phí, LN gộp ngoài BOT 75 tỷ, liên kết 28 tỷ, thuế suất 12,4%, thiểu số 21,3% lợi nhuận BOT sau thuế.

Ba kịch bản, cả năm 2026 và 2027

Kịch bản (tỷ đồng)	2025	Thấp	Cơ sở	Cao
DT phí Q4	552	565	582	601
LNST cty mẹ Q4	175	139	174	213
DT phí cả năm	2.179	2.401	2.417	2.436
LNTT cả năm	773	876	918	965
LNST cty mẹ cả năm	**581**	**650**	**685**	**724**
LNST cty mẹ so 2025	–	+12%	+18%	+25%
EPS 2026F (đồng/cp)	1.011	1.131	1.192	1.260
LNST cty mẹ 2027F	–	577	678	801

2026F = 9 tháng thực tế + Q4F. 2027F: DT phí tăng 3%/6%/9%, LN gộp ngoài BOT 170/230/290 tỷ, liên kết 100 tỷ, QLDN −82 tỷ.



Nguồn: BCTC hợp nhất HHV (kho AAS; Q3/2026 từ BCTC gốc), AAS dự phóng.

Thay đổi so với bản 18/10

Chỉ tiêu (cơ sở, tỷ đồng)	Bản 18/10	Bản 04/11	Chênh lệch	Lý do
LNST cty mẹ Q3/2026	157	186	+29	Thay bằng BCTC
DT phí cả năm 2026	2.470	2.417	−52	Q3 +5,1% thay vì +10%; Q4 +5,5%
LN gộp ngoài BOT Q4	75	75	0	Giữ nguyên, Q3 thực tế 78
Thiểu số Q4	33	29	−5	Theo lợi nhuận mảng BOT thay vì tỷ lệ cố định
LNST cty mẹ Q4/2026	**168**	**174**	**+5**	
LNST cty mẹ 2026	**660**	**685**	**+25**	**Q3 vượt dự phóng**
LNST cty mẹ 2027	682	678	−5	DT phí 2027 +6% thay vì +8%

Bản 18/10: báo cáo phân tích HHV của AAS lập 18/10/2026 (kịch bản cơ sở).

- **Q4 gần như đi ngang so với Q3:** doanh thu phí Q4 cơ sở 582 tỷ, thấp hơn Q3 nhẹ theo mùa vụ năm 2025 (Q4/2025 552 tỷ so với Q3/2025 560 tỷ); phần ngoài BOT giả định thấp hơn Q3.
- **Mức tăng so cùng kỳ thấp** (−1%) vì Q4/2025 có tài chính ròng khác +12 tỷ (lãi hợp tác kinh doanh), Q4/2026 dự phóng −2,5 tỷ, và biên gộp thu phí Q4/2025 cao bất thường (71,6%).

5 Định giá: giá trị hợp lý 14,1 nghìn đồng (bản 18/10: 14,8); nghĩa vụ vay + lãi dồn tăng và doanh thu phí thấp hơn kéo cả ba kịch bản xuống

SOTP	Thận trọng (DT phí +5%/năm)	Không hỗ trợ (+7%/năm)	Có hỗ trợ 6.860 tỷ (+7%/năm)
BOT: dòng tiền về cổ đông sau khi trả hết vay + lãi dồn (ke 12%)	1.603	3.584	6.769
Liên kết + góp vốn khác × 0,8	1.886	1.886	1.886
Xây lắp, vận hành (P/E 8)	1.037	1.037	1.037
Tổng (tỷ đồng)	**4.526**	**6.508**	**9.693**
Nghìn đồng/cp	**7,9**	**11,3**	**16,9**
Bản 18/10 (nghìn đồng/cp)	8,7	12,1	17,5
Năm bắt đầu có dòng tiền về cổ đông	2043	2041	2037

Giá trị hợp lý = bình quân kịch bản không hỗ trợ và có hỗ trợ (xác suất 50%, chưa có quyết định bố trí vốn). Nghĩa vụ đầu kỳ 24.714 tỷ (30/09/2026), lãi ngầm 8,4%/năm, sở hữu bình quân 74,6%; 574,5 triệu cổ phiếu. Nguồn: AAS tính.

- **Vì sao giảm:** (1) vay + lãi dồn tích tăng 113 tỷ trong quý thay vì giảm; (2) lãi ngầm định cao hơn (8,4% so với 8,2%); (3) DT phí 2026 thấp hơn 52 tỷ làm gốc tính tăng trưởng thấp đi. Phần liên kết và góp vốn khác tăng nhẹ theo số dư 30/09.
- **P/E trên lợi nhuận báo cáo** hiện 8,5 lần (TTM), z-score P/E −1,80; giá trị hợp lý tương ứng 11,8 lần EPS 2026F. AAS không định giá theo P/E vì lợi nhuận báo cáo chưa trừ 790 tỷ lãi vay treo của 9 tháng.

6 Mốc kiểm chứng: lưu lượng quý 3, lãi vay chờ phân bổ quý 4 và quyết định hỗ trợ của Nhà nước

Mốc	Thời điểm	Ngưỡng	Ý nghĩa
Bản tin nhà đầu tư Q3 của HHV	Tháng 11/2026	Lưu lượng An Dân, Km93+160	Tách được phần giảm tốc do dịch chuyển lưu lượng và do nền giá vé
Quyết định bố trí vốn hầm Đèo Cả, BG–LS	Chưa có lịch	2.280 + 4.580 tỷ	Có văn bản giao vốn: giá trị hợp lý tiến về 16,9 nghìn đồng, nâng hạng
Lãi vay chờ phân bổ (BCTC Q4)	Cuối tháng 1/2027	Tăng > 300 tỷ/quý	Hạ về THEO DÕI
DT thu phí Q4/2026	Cuối tháng 1/2027	Dưới 565 tỷ (+2,5%)	Về kịch bản thấp; xem lại tăng trưởng dài hạn 7%/năm
Biên xây lắp Q4/2026	BCTC Q4/2026	Dưới 8%	Biên cao của Q3 là một lần

AAS tổng hợp.

KHUYẾN NGHỊ

TÍCH LŨY TỪNG PHẦN. Giữ khuyến nghị của báo cáo đầy đủ ngày 18/10/2026 (*HHV_AAS Research_18.10.2026*), hạ giá trị hợp lý từ 14,8 xuống 14,1 nghìn đồng và vùng tích lũy từ 8,7–12,1 xuống 7,9–11,3 nghìn đồng. Mua tỷ trọng nhỏ trong vùng; phần cuối chỉ mua khi có quyết định bố trí vốn cho hầm Đèo Cả hoặc BG–LS. Điều kiện nâng hạng (DT phí tăng trên 10%/năm) chưa đạt: Q3 chỉ +5,1%. Hạ về THEO DÕI nếu lãi vay chờ phân bổ tăng trên 300 tỷ/quý (Q3: 290 tỷ), kiểm toán yêu cầu ghi chi phí một lần, hoặc khoản hỗ trợ bị bác.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 04/11/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.