Hình thức đầu tư BT hồi sinh: Hạ tầng kích hoạt chu kỳ quỹ đất mới

Hồ Thị Kiều Trang, CFA
Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Đoàn Bảo Anh Tuấn
Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
tuan.dba@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

- Kế hoạch đầu tư công giai đoạn 2026–2030 của Việt Nam với quy mô dự kiến lên đến 8,2 triệu tỷ đồng (tương đương 329 tỷ USD) vượt xa khả năng đáp ứng của ngân sách Nhà nước. Áp lực thâm hụt nguồn vốn này đang trở thành động lực chính làm hồi sinh nhu cầu về các cơ chế huy động vốn tư nhân.
- Sự hồi sinh của hình thức đầu tư BT (Xây dựng - Chuyển giao) đánh dấu bước chuyển dịch quan trọng trong khả năng tiếp cận quỹ đất của các nhà phát triển BĐS, đồng thời mở ra lộ trình thay thế trong hoạt động phát triển quỹ đất.
- Chúng tôi nhận thấy VHM, PDR và CTD là nhóm công ty có tiềm năng hưởng lợi rõ nét nhất từ làn sóng BT này nhờ khả năng tiếp cận các dự án lớn. Mặc dù vậy, năng lực thu xếp vốn và khả năng triển khai thực tế của từng đơn vị vẫn là những biến số cốt lõi cần phải theo dõi chặt chẽ.

Tham vọng hạ tầng vs. thực trạng ngân sách

Việt Nam đang bước vào chu kỳ đầu tư hạ tầng lớn nhất từ trước đến nay, sau khi Chính phủ phê duyệt kế hoạch đầu tư công giai đoạn 2026–2030 trị giá 8,2 triệu tỷ đồng (tương đương 329 tỷ USD) – con số này cao gần gấp ba lần so với giai đoạn trước. Tuy nhiên, nhu cầu vốn tiếp tục vượt xa khả năng đáp ứng của ngân sách Nhà nước. Đồng thời, những nút thắt cố hữu về hiệu suất giải ngân vẫn chưa được giải quyết một cách triệt để. HSC cho rằng những nút thắt này chính là động lực cốt lõi thôi thúc Chính phủ khôi phục lại cơ chế BT.

Hình thức đầu tư BT hồi sinh: Từ đóng băng đến chuẩn hóa hành lang pháp lý

Sau một thời gian bị đóng băng bởi Luật PPP năm 2020 trước lo ngại về tính thiếu minh bạch và sự chênh lệch trong việc định giá tài sản ở cơ chế đổi đất lấy hạ tầng, mô hình BT đã chính thức được tái áp dụng theo Luật số 57/2024/QH15. Kế tiếp, việc thông qua Nghị quyết số 16/2026/NQ-CP đã chính thức hoàn thiện khung pháp lý toàn diện, trực tiếp tháo gỡ nút thắt cho các dự án BT tồn đọng vốn bị đóng băng từ giai đoạn trước. Động thái này mở ra cơ hội giải phóng giá trị khổng lồ từ các quỹ đất đối ứng, đồng thời xử lý dứt điểm các tranh chấp, khiếu nại kéo dài nhiều năm qua.

TP.HCM khẳng định vị thế tiên phong

TP.HCM khẳng định vị thế dẫn dắt trong làn sóng hồi sinh hình thức BT khi phê duyệt đợt đầu tiên danh mục 33 khu đất đối ứng thanh toán với tổng diện tích khoảng 205 ha. Đồng thời, thành phố cũng phác thảo danh mục các dự án BT quy mô lớn trị giá lên tới 526 nghìn tỷ đồng (tương đương 20 tỷ USD), bao gồm cả các dự án đã được chấp thuận và các dự án đang đề xuất dưới khung pháp lý mới. HSC cho rằng điều này phản ánh quyết tâm ngày càng lớn của Chính phủ trong việc kêu gọi sự tham gia của khu vực tư nhân vào phát triển hạ tầng, qua đó có thể mở đường cho việc áp dụng rộng rãi hơn tại các tỉnh thành khác.

Trong danh sách khuyến nghị, chúng tôi nhận thấy VHM, PDR và CTD là một trong những công ty có tiềm năng hưởng lợi, thông qua việc tiếp cận quỹ đất hạ tầng đối ứng hoặc tham gia thi công. Mặc dù vậy, mô hình BT vẫn là một cuộc chơi thâm dụng vốn cực kỳ lớn. Về lâu dài, phương thức này có thể kích hoạt các rủi ro trung hạn xung quanh mức độ hấp thụ của thị trường, áp lực đòn bẩy tài chính và năng lực quản trị dòng tiền dự án.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 29/5.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị Mới	Khuyến nghị Cũ	Giá mục tiêu (đồng) Mới	Giá mục tiêu (đồng) Th.đổi (%)	Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần) 2024F	P/E (lần) 2025F	P/B (lần) 2024F	P/B (lần) 2025F	L.suất cổ tức (%) 2024F	L.suất cổ tức (%) 2025F
CTD	72,200	Mua vào	-	104,762	-	45.1	16.8	10.3	0.86	0.84	1.30	1.28
DXG	13,350	Mua vào	-	16,667	-	24.8	37.1	74.0	1.05	1.19	-	-
KDH	23,000	Mua vào	-	32,300	-	40.4	28.7	24.5	1.34	1.39	0	0
NLG	26,550	Mua vào	-	39,700	-	49.5	19.7	18.4	1.06	1.02	1.88	1.88
NVL	15,050	Tăng tỷ trọng	-	18,000	-	19.6	N/a	19.3	0.78	0.74	-	-
PDR	16,500	Tăng tỷ trọng	-	19,200	-	16.4	78.6	31.4	1.31	1.31	-	-
TCH	15,450	Tăng tỷ trọng	-	20,000	-	29.4	12.1	72.5	0.77	0.98	0.80	0.31
VHM	157,700	Nắm giữ	-	163,400	-	3.61	20.4	15.5	3.20	2.72	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 28/5/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Sự hồi sinh của mô hình BT: Tận dụng hạ tầng để tiếp cận các quỹ đất đắc địa

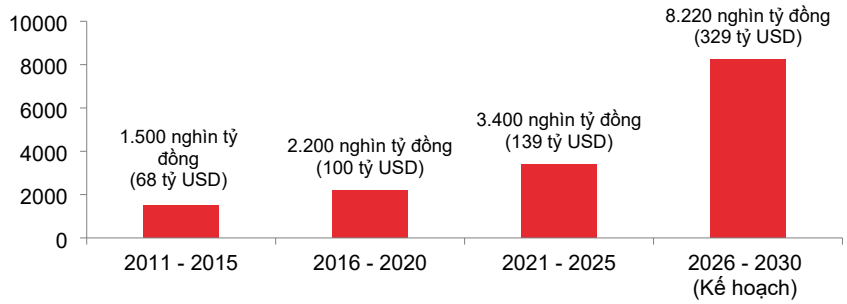
Do áp lực nhu cầu vốn lớn để thực hiện các mục tiêu phát triển cơ sở hạ tầng, Chính phủ đã khôi phục lại cơ chế BT như một giải pháp chiến lược nhằm huy động nguồn vốn và năng lực thực thi từ khối tư nhân, đổi lại bằng nguồn lực đất đai. HSC cho rằng khung pháp lý mới này sẽ thiết lập một kênh mở rộng quỹ đất mang tính chiến lược cho các nhà phát triển BĐS thông qua hình thức đầu tư hạ tầng. Đây được kỳ vọng sẽ là bệ đỡ vững chắc, định hình và thúc đẩy làn sóng bùng nổ tiếp theo của phân khúc BĐS đô thị tại Việt Nam trong trung và dài hạn. Chúng tôi cho rằng các công ty phát triển BĐS và nhà thầu xây dựng như VHM, PDR và CTD có thể trở thành những đơn vị hưởng lợi tiềm năng từ chu kỳ BT mới này, mặc dù năng lực thu xếp vốn và khả năng triển khai thực địa vẫn là những yếu tố cốt lõi cần theo dõi.

1. Tham vọng hạ tầng vs. thực trạng ngân sách

Kế hoạch hạ tầng đầy tham vọng - Việt Nam hiện đang bước vào một "siêu chu kỳ" đầu tư cơ sở hạ tầng với quy mô và tốc độ phát triển chưa từng có. Cho giai đoạn 2026 - 2030, Chính phủ đã phê duyệt ngân sách cho kế hoạch đầu tư công trị giá 8,2 triệu tỷ đồng (khoảng 329 tỷ USD) – cao gấp gần ba lần so với chu kỳ trước đó. Nhìn lại giai đoạn 2021–2025, Chính phủ đã huy động thành công hơn 3,4 triệu tỷ đồng (khoảng 139 tỷ USD) vốn đầu tư công, mức tăng trưởng ấn tượng 55% so với giai đoạn 5 năm trước đó. Tính đến cuối năm 2025, tổng vốn đầu tư toàn xã hội đã đạt 33,2% GDP, trong khi mạng lưới đường cao tốc quốc gia đã tăng gần gấp ba lần lên mức 3.245 km so với 1.163 km trong năm 2020.

Với việc đặt mục tiêu tổng vốn đầu tư toàn xã hội đạt 40% GDP (tương đương 1,54 nghìn tỷ USD), Chính phủ đang tận dụng hạ tầng làm viên gạch nền móng trong chiến lược nhằm đạt mức tăng trưởng GDP hai chữ số vào năm 2026.

Biểu đồ 1: Đầu tư công trung hạn theo nhiệm kỳ Chính phủ, nghìn tỷ đồng (VND)



Nguồn: GSO, Quốc hội

Với các dự án trọng điểm quốc gia bao gồm tuyến đường sắt tốc độ cao Bắc - Nam (được phê duyệt vào tháng 11/2024 với chi phí ước tính 67 tỷ USD, trải dài 1.541 km từ Hà Nội đến TP.HCM), tuyến đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng (8 tỷ USD), các cảng trung chuyển quốc tế tại Cần Giờ, Liên Chiểu và Hòn Khoai, cùng việc mở rộng hàng loạt sân bay (bao gồm Long Thành, Gia Bình, Phú Quốc và Phan Thiết), chỉ riêng Bộ Giao thông Vận tải đã công bố một kế hoạch thu hút nguồn vốn ước tính lên tới 200 tỷ USD cho hạ tầng giao thông cho đến năm 2030.

Khoảng trống cấu trúc trong nguồn vốn huy động - Bất chấp những mục tiêu hạ tầng đầy tham vọng, các ước tính từ cơ quan quản lý cho thấy nguồn vốn ngân sách Nhà nước chỉ có thể đáp ứng tối đa một nửa tổng nhu cầu vốn đầu tư. Chi tiết như sau:

- **Theo ước tính của Freshfields**: khoảng trống nguồn vốn cho đến năm 2030 dự kiến rơi vào khoảng 150–200 tỷ USD. Đây là một con số khổng lồ mà bản thân ngân sách Chính phủ, nguồn vốn hỗ trợ nước ngoài lẫn lượng tiền tiết kiệm nội khối không thể tự thu xếp.

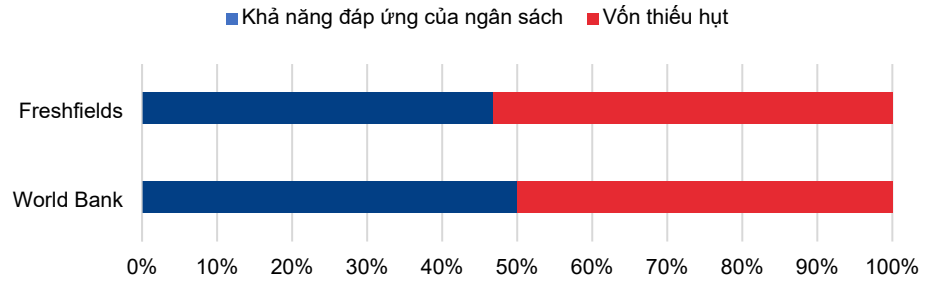
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

- **Theo số liệu từ Ngân hàng Thế giới:** Việt Nam cần hơn 334 tỷ USD cho mục tiêu phát triển hạ tầng trong giai đoạn 2026–2031, trong đó vốn đầu tư công chỉ có thể đáp ứng được một nửa.

Biểu đồ 2: Nhu cầu vốn phát triển hạ tầng của Việt Nam và khả năng đáp ứng của ngân sách nhà nước

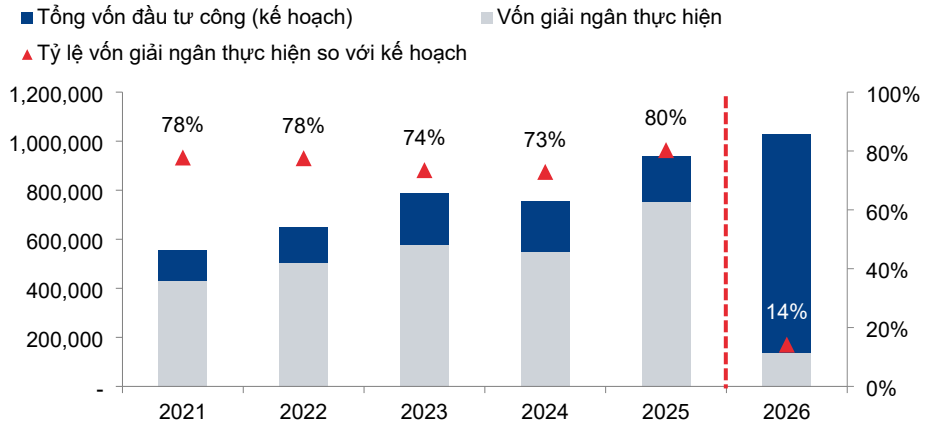
Chỉ riêng nguồn vốn ngân sách nhà nước là chưa đủ để đáp ứng quá một nửa nhu cầu đầu tư cần thiết



Nguồn: Freshfields, dự báo của World Bank

Những hạn chế khác liên quan đến tiến độ giải ngân - Áp lực thắt chặt ngân sách ngày càng trở nên nghiêm trọng hơn do hiệu suất giải ngân thấp mang tính cố hữu của hệ thống. Tính đến cuối năm 2025, tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công đạt 80,3% (tương đương 755 nghìn tỷ đồng), tiếp tục không hoàn thành mục tiêu đề ra và đánh dấu chuỗi 5 năm liên tiếp không hoàn thành kế hoạch năm. Mặc dù tỷ lệ này đã có những bước cải thiện nhất định trong thời gian gần đây, nhưng một khoảng trống lớn về mặt hiệu suất vẫn dai dẳng tồn tại. Theo Ngân hàng Thế giới, tỷ lệ đầu tư trên GDP của Việt Nam (đạt 6,4%) cao hơn hẳn so với các nước khác trong khu vực như Thái Lan và Indonesia. Mặc dù vậy, tỷ lệ giải ngân thấp cùng năng lực triển khai dự án kém hiệu quả vẫn tiếp tục làm suy yếu tác động thực tế của nguồn chi tiêu này.

Biểu đồ 3: Giải ngân vốn đầu tư công: thực hiện so với kế hoạch, tỷ đồng



Nguồn: baochinhphu, GSO, MOF
(*) số liệu năm 2026 tính đến ngày 30/4

2. Giải pháp – Mô hình hợp đồng Xây dựng - Chuyển giao

Chính trong bối cảnh đó, mô hình BT đã được áp dụng trở lại.

Mô tả ngắn gọn về mô hình BT: Mô hình Xây dựng - Chuyển giao là một hình thức hợp đồng trong cơ chế đối tác công tư (PPP) theo quy định của pháp luật Việt Nam. **Trong một thỏa thuận BT điển hình, nhà đầu tư tư nhân sẽ tự thu xếp vốn và thi công một dự án hạ tầng, sau đó chuyển giao lại cho Nhà nước sau khi hoàn thành. Đổi lại, Nhà nước "thanh toán" cho nhà đầu tư bằng các quỹ đất, cho phép họ phát triển một "dự án đối ứng" để thu hồi vốn và tạo lợi nhuận.**

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

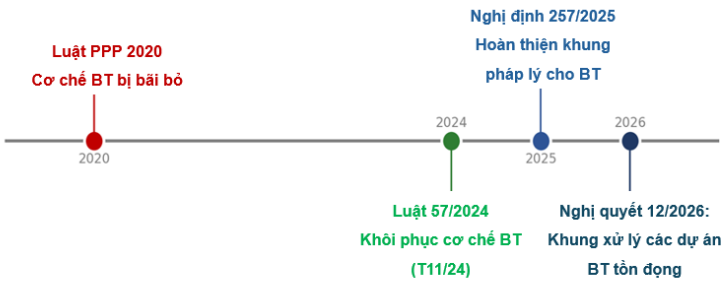
Cơ chế BT từng bị loại khỏi Luật PPP năm 2020 (Luật số 64/2020/QH14), có hiệu lực từ ngày 1/1/2021. Việc tạm ngừng áp dụng hình thức đầu tư này phản ánh những lo ngại có cơ sở về tính thiếu minh bạch trong cơ chế "đổi đất lấy hạ tầng", tình trạng định giá thấp tài sản công và các rủi ro sai phạm vốn đã bủa vây các thương vụ BT trong giai đoạn trước. Trong giai đoạn 2021–2024, thị trường chứng kiến các hoạt động liên quan đến cơ chế này hoàn toàn bị đóng băng, kéo theo hàng loạt dự án đang triển khai dở dang cũng rơi vào trạng thái phải tạm dừng.

Kể từ khi thế hệ lãnh đạo mới chính thức tiếp quản và đặt ra mục tiêu tăng trưởng GDP hai chữ số đầy tham vọng, Chính phủ đã chủ động khôi phục lại phương thức đầu tư BT như một giải pháp đột phá trong hoạt động đầu tư hạ tầng.

Vào ngày 29/11/2024, Quốc hội đã ban hành Luật số 57/2024/QH15, chính thức đưa mô hình BT trở lại Luật PPP. Việc áp dụng trở lại mô hình này đã được cấu trúc một cách cẩn trọng nhằm giải quyết triệt để các mối lo ngại trong quá khứ, thông qua việc áp dụng các quy định bắt buộc về đấu thầu cạnh tranh và thiết lập cơ chế giám sát chặt chẽ hơn. Tiếp sau đó, vào ngày 8/10/2025, Nghị định số 257/2025/NĐ-CP đã được ban hành để cụ thể hóa các quy định chi tiết về quy trình triển khai dự án BT – bao gồm công tác lựa chọn nhà đầu tư, yêu cầu về báo cáo nghiên cứu khả thi, giám sát hợp đồng và các tiêu chuẩn chất lượng. Hơn nữa, tại Khoản 3 của Nghị quyết số 16/2026/NQ-CP được ban hành trong thời gian gần đây, Chính phủ đã đưa ra cơ chế để xử lý dứt điểm các dự án tồn đọng vốn đã bị đóng băng sau lệnh tạm dừng trước đó.

Mô hình BT có gì đặc biệt – Về bản chất, cơ chế BT khỏa lấp khoảng trống nguồn vốn bằng cách huy động hai nguồn lực mà khu vực tư nhân đang có – Năng lực triển khai dự án và nguồn vốn – để đổi lấy một nguồn tài nguyên mà Nhà nước có rất dồi dào – đó là đất đai. Đối với các nhà phát triển BĐS, mô hình BT chỉ ra một lộ trình rõ ràng và có tính hệ thống trong việc tiếp cận các quỹ đất sạch, sẵn sàng cho việc việc phát triển dự án mới bằng cách bàn giao các công trình hạ tầng. Điều này giúp các nhà phát triển bỏ qua quy trình đấu giá đất công khai vốn ngày càng cạnh tranh gay gắt, đồng thời giúp đa dạng hóa các phương thức mở rộng quỹ đất. Đối với Chính phủ, hình thức BT giúp hình thành các công trình cơ sở hạ tầng mà không làm phát sinh dòng tiền chi ngân sách ngay lập tức. Cơ chế này chuyển hóa một cách hiệu quả các quỹ đất công đang ở trạng thái đóng băng thành hệ thống đường xá, cầu cống và các công trình tiện ích công cộng phục vụ xã hội.

Biểu đồ 4: Tiến trình hoàn thiện hành lang pháp lý cho BT: từ thời kỳ gián đoạn đến giai đoạn tái triển khai



Nguồn: Quốc hội, Các nghị định của Chính phủ

Ở phần bên dưới, chúng tôi sẽ thảo luận chi tiết về Luật số 64/2020, Luật số 57, Nghị định số 257, Nghị định số 312 và Nghị quyết số 16.

3. Cơ chế BT: Sự hồi sinh đi kèm với việc chuẩn hóa hành lang pháp lý

3.1 Luật số 64/2020/QH14 (Luật PPP 2020) – Thắt chặt kiểm soát

Việc ban hành Luật PPP 2020 đã đánh dấu một bước ngoặt quan trọng khi Nhà nước quyết định tạm dừng các dự án BT mới nhằm đánh giá lại một cách toàn diện hiệu quả thực tế của mô hình này sau một giai đoạn bùng nổ quá nhanh.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

- **Tạm dừng các hợp đồng BT mới**: Luật PPP 2020 đã chính thức loại bỏ hợp đồng BT ra khỏi danh mục các hình thức đầu tư PPP được phép triển khai mới. Lệnh tạm dừng này là một nỗ lực có chủ đích nhằm: (1) Ngăn chặn tình trạng lựa chọn nhà thầu thiếu tính cạnh tranh và việc định giá đất không phản ánh đúng giá trị thị trường, và (2) Dịch chuyển nguồn vốn đầu tư sang các loại hình hợp đồng vận hành dài hạn như BOT, BTO, hoặc BTL để tối ưu hóa chất lượng dịch vụ công.
- **Các quy định chuyển tiếp nghiêm ngặt**: Để tránh gây xáo trộn thị trường, Luật PPP 2020 đã đưa ra các điều khoản chuyển tiếp rất khắt khe nhằm đảm bảo tính tuân thủ pháp lý cho các dự án đang triển khai dở dang. Các yêu cầu cốt lõi bao gồm việc bắt buộc phải chấm dứt đối với các dự án chưa lựa chọn được nhà đầu tư trước ngày 1/1/2021. Đồng thời, khung pháp lý mới yêu cầu các dự án đã đi vào triển khai phải tuân thủ nghiêm ngặt tiến độ và các điều kiện tài chính đã ký kết, dưới sự giám sát chặt chẽ của các cơ quan thanh tra, kiểm tra.

3.2 Luật số 57/2024/QH15 (Luật sửa đổi) – "Hồi sinh" cơ chế BT

Sau giai đoạn tạm ngưng ba năm kể từ ngày Luật PPP 2020 có hiệu lực (từ ngày 1/1/2021), Luật sửa đổi số 57/2024/QH15 đã chính thức đưa hợp đồng BT trở lại, nhưng dưới một khung pháp lý hoàn toàn mới được thiết kế nhằm xóa bỏ cơ chế "xin - cho" cũ.

Luật số 57/2024/QH15 được ban hành ngày 29/11/2024 và có hiệu lực từ ngày 15/1/2025. Theo đó, luật quy chuẩn hóa hoạt động triển khai thông qua các điều kiện tiên quyết mang tính bắt buộc. Các điều kiện này bao gồm: (1) thiết lập các quy định dứt khoát về nguồn thanh toán cho nhà đầu tư (ví dụ: Ngân sách Nhà nước, quyền sử dụng đất, hoặc tài sản công), các nguồn này phải được gắn chặt chẽ với quy hoạch sử dụng đất cấp tỉnh và (2) tập trung triển khai hình thức BT vào các dự án ưu tiên, cụ thể là các hạ tầng giao thông và đô thị trọng điểm, nơi nguồn ngân sách Nhà nước đang bị hạn chế nhưng lại có tiềm năng cao trong việc phát triển quỹ đất xung quanh.

3.3 Quy chuẩn hóa triển khai và Nâng cao tính ngang giá trong định giá

Để khỏa lấp khoảng cách giữa chính sách và thực tế, trong năm 2025, Chính phủ đã ban hành các Nghị định hướng dẫn chi tiết tập trung vào việc định lượng các giá trị kinh tế nhằm đảm bảo tính công bằng, ngang giá giữa Nhà nước và Nhà đầu tư.

- **Nghị định số 257/2025/NĐ-CP** – Đảm bảo tính cân bằng giữa giá trị đất đai và chi phí xây dựng

  Nghị định này giải quyết "điểm nóng" gây tranh cãi nhiều nhất của các dự án BT giai đoạn trước – đó là sự chênh lệch giữa giá trị của quỹ đất dùng để thanh toán và giá trị của công trình hạ tầng được xây dựng.

  (1) *Nguyên tắc ngang giá*: Giá trị của quỹ đất dự kiến dùng để thanh toán phải được xác định tại thời điểm phê duyệt dự án và phải tương đương với giá trị quyết toán xây dựng công trình sau cùng.

  (2) *Đấu giá Quyền sử dụng đất*: Khuyến khích áp dụng cơ chế đấu giá song song để xác định giá trị thị trường thực tế của quỹ đất, xóa bỏ các phương pháp định giá thủ công vốn dễ dẫn đến sai sót.

- Nghị định **số 312/2025/NĐ-CP** – Áp dụng tỷ suất lợi nhuận và xử lý chênh lệch giá trị

  Để loại bỏ tư duy "lợi nhuận quá mức", Nghị định 312 tập trung thiết lập các rào cản kỹ thuật và tài chính nhằm phòng ngừa cho các nút thắt kéo dài từ trước đến nay.

  (1) *Tỷ suất lợi nhuận được áp dụng*: Quy định một mức lợi nhuận hợp lý cho nhà đầu tư, thường được neo theo lãi suất trái phiếu Chính phủ cộng thêm biên độ rủi ro phù hợp.

  (2) *Xử lý chênh lệch giá trị*: Trong trường hợp giá trị quỹ đất vượt quá giá trị quyết toán của dự án, nhà đầu tư bắt buộc phải nộp phần chênh lệch đó bằng tiền mặt vào ngân sách Nhà nước trong một khoảng thời gian quy định.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

3.4 Luật số 81/VBHN-VPQH – "Mảnh ghép sau cùng"

Đóng vai trò là "mảnh ghép sau cùng" cho toàn bộ quy trình quy chuẩn hóa này, văn bản hợp nhất – Luật số 81/VBHN-VPQH cho thấy trách nhiệm giải trình tối cao một cách rõ ràng đã được thiết lập.

HSC lưu ý rằng Luật số 81/VBHN-VPQH đã hợp nhất khung pháp lý trước đây (bao gồm các Nghị quyết, Nghị định và các văn bản quy phạm pháp luật khác) thành một bộ quy chuẩn thống nhất sau cùng cho hoạt động triển khai dự án, đồng thời thay thế Luật PPP 2020 cũ (Số 64/2020/QH14) để trở thành bộ luật mới nhất quy định về đầu tư theo phương thức PPP. Một cải cách quan trọng là việc áp đặt các mốc thời gian nhằm ngăn chặn tình trạng dự án "treo" hoặc chậm trễ bàn giao. Công tác thanh lý và quyết toán hợp đồng hiện tại bắt buộc phải hoàn thành trong vòng 180 ngày kể từ ngày công trình được nghiệm thu và đưa vào sử dụng. Nếu quá thời hạn 180 ngày do các lỗi chủ quan, nhà đầu tư hoặc cơ quan Nhà nước có thẩm quyền sẽ phải chịu trách nhiệm tài chính và bị hạn chế tham gia vào các dự án PPP trong tương lai.

Quy trình chuyển giao tài sản công cũng đã được quy chuẩn hóa thành ba bước riêng biệt:

(1) Hoàn thành công tác kiểm tra kỹ thuật và vận hành thử nghiệm.

(2) Chính thức xác lập quyền sở hữu toàn dân đối với tài sản hình thành từ dự án BT.

(3) Bàn giao tài sản cho các đơn vị quản lý chuyên trách để đưa vào khai thác công cộng.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 5: Tóm tắt các nội dung trọng tâm từ các luật và nghị định liên quan

Văn bản pháp lý	Ngày ban hành	Ngày hiệu lực	Các nội dung trọng yếu	Tác động
Luật số 64/2020/QH14 *(Luật PPP 2020)*	18/6/2020	1/1/2021 *(Đi kèm các điều khoản quy định cụ thể khác)*	- Điều chỉnh và quản lý nghiêm ngặt các dự án BT. Chấm dứt việc triển khai các dự án mới theo hình thức hợp đồng BT. Nâng cao tính minh bạch và hiệu quả trong hoạt động đầu tư theo phương thức PPP.	Ngăn chặn tình trạng chỉ định thầu thiếu tính cạnh tranh và việc định giá đất không sát với giá trị thị trường.
Luật số 57/2024/QH15 *(Luật sửa đổi)*	29/11/2024	15/1/2025 (Đi kèm các điều khoản quy định cụ thể khác)	- Xóa bỏ cơ chế "xin - cho" cũ. Tái lập hình thức BT dưới một khung pháp lý mới. - Đảm bảo tính minh bạch và cơ chế thanh toán bằng quỹ đất. - Tăng cường công tác giám sát. - Gia tăng tính linh hoạt đối với các hợp đồng BT không dùng nguồn vốn thanh toán.	Đưa hình thức BT trở lại với các cơ chế mới và nguyên tắc ngang giá trong định giá.
Nghị định số 257/2025/NĐ-CP *(Quy định chi tiết việc triển khai hợp đồng BT)*	8/10/2025	*(Có hiệu lực kể từ ngày ban hành)*	- Yêu cầu phải xác định tổng mức đầu tư sơ bộ và phương thức thanh toán rõ ràng (bằng ngân sách hoặc quỹ đất). - Hợp đồng sẽ bị chấm dứt nếu tiến độ thi công xây dựng bị chậm trễ quá 24 tháng; nhà đầu tư phải bồi thường thiệt hại. - Bàn giao công trình: Quy định quy trình 3 bước về nghiệm thu kỹ thuật và chuyển giao tài sản.	Quy chuẩn hóa và nâng cao tính pháp lý.
Nghị định số 312/2025/NĐ-CP *(Quy định về quản lý tài chính và quyết toán đối với các dự án BT)*	1/1/2021	*(Có hiệu lực kể từ ngày ban hành)*	- Khoản thanh toán từ ngân sách Nhà nước không được vượt quá tổng mức đầu tư đã phê duyệt, bao gồm cả chi phí lãi vay và lợi nhuận hợp lý. - Thời hạn thanh toán sau khi hoàn thành: Tối đa 3 năm (đối với dự án Nhóm A), 2 năm (đối với dự án Nhóm B), 1 năm (đối với dự án Nhóm C). - Các cơ chế cốt lõi: Cố định tỷ suất lợi nhuận hợp lý, xóa bỏ tư duy "siêu lợi nhuận", định giá đối ứng (Giá trị đất = Giá trị dự án), hoàn trả bằng tiền mặt đối với phần giá trị đất vượt trội. - Trách nhiệm quản lý: Bộ Tài chính.	Quy chuẩn hóa và nâng cao tính pháp lý.
Văn bản hợp nhất số 81/VBHN-VPQH *(Luật PPP)*	26/3/2026	*(Có hiệu lực kể từ ngày ban hành)*	- Quy chuẩn hóa các hình thức thanh toán (thanh toán bằng quỹ đất, bằng ngân sách, hoặc hợp đồng BT không thanh toán). - Quy định việc chuyển giao tài sản theo các quy định của pháp luật về quản lý, sử dụng tài sản công. - Áp đặt thời hạn cứng rắn trong vòng 180 ngày đối với công tác thanh lý hợp đồng nhằm tránh tình trạng dự án bị đình trệ, "treo" gối đầu. - Tăng cường trách nhiệm giải trình và các biện pháp xử phạt đối với tình trạng chậm trễ tiến độ. - Xử lý các chi phí bồi thường và giải phóng mặt bằng. - Quy trình chuyển giao 3 bước: Nghiệm thu kỹ thuật, xác lập quyền sở hữu toàn dân, và bàn giao tài sản.	Quy chuẩn hóa và nâng cao tính pháp lý

Nguồn: HSC

3,4. Giải quyết các dự án BT tồn đọng từ giai đoạn trước – Nghị quyết số 16/2026/NQ-CP

Ngày 7/4/2026, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết số 16/2026/NQ-CP nhằm tháo gỡ khó khăn cho danh mục các dự án BT vốn đã ký kết trước khi Luật PPP 2020 có hiệu lực. Được ký bởi Phó Thủ tướng Nguyễn Hòa Bình dựa trên hai kết luận của Bộ Chính trị (vào tháng 6 và tháng 12 năm 2025), Nghị quyết này có giá trị pháp lý kể từ ngày ký cho đến hết ngày 31/12/2027.

Về bản chất, Nghị quyết 16 không phải là một chính sách phát triển mới. Đây là một chiến dịch "dọn sạch" trên quy mô toàn quốc – một lộ trình được cấu trúc rõ ràng của Chính phủ nhằm xử lý dứt điểm các dự án BT đã bị đóng băng về mặt pháp lý kể từ khi Luật PPP 2020 chấm dứt cơ chế này. Những dự án này – bao gồm nhóm đã ký kết hợp đồng, đang thi công dở dang, hoặc đã hoàn thành nhưng chưa được thanh toán – đã rơi vào trạng thái đình trệ trong nhiều năm qua, gây lãng phí quỹ đất công,

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

làm chậm tiến độ hạ tầng và phát sinh các tranh chấp kéo dài chưa thể giải quyết giữa Nhà nước và Nhà đầu tư.

Cấu trúc cốt lõi của Nghị quyết này dựa trên ba trụ cột chính:

(1) Hợp pháp hóa có điều kiện đối với các hợp đồng chưa tuân thủ đầy đủ quy định nhưng **sai sót thuộc về phía cơ quan Nhà nước** chứ không phải do lỗi của nhà đầu tư;

(2) Tái thiết lập cơ chế kinh tế trong việc **định giá đất**, dịch chuyển từ phương pháp áp giá theo giá trị lịch sử cũ sang định giá theo giá thị trường tại **thời điểm giao đất thực tế** – một thay đổi đơn lẻ nhưng sẽ định giá lại toàn bộ cục diện quyết toán dự án;

(3) Miễn trừ trách nhiệm cho các cán bộ thực hiện trên tinh thần thiện chí, giải pháp trực tiếp giải quyết tình trạng đùn đẩy, né tránh trách nhiệm trong khâu ra quyết định, vốn là nút thắt khiến công tác phê duyệt và quyết toán dự án BT tại cấp tỉnh bị tắc nghẽn nghiêm trọng trong nhiều năm qua.

Danh mục dự án đủ điều kiện:

- **Hiện tại:** Chính phủ đã đưa ra một danh sách đóng gồm 107 dự án BT chuyển tiếp. Trong đó, có 6 dự án thuộc Bộ Quốc phòng quản lý và 101 dự án trải dài khắp 17 tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương. Mật độ dự án tập trung lớn nhất tại các địa phương trọng điểm bao gồm Bắc Ninh (22 dự án), Khánh Hòa (18 dự án), Ninh Bình (14 dự án), TP.HCM (11 dự án) và Hà Nội (10 dự án). Các dự án trọng điểm đáng chú ý bao gồm cầu Thủ Thiêm 4, dự án giải quyết ngập do triều cường tại TP.HCM (Giai đoạn 1), đường song hành Mai Chí Thọ, nút giao Ngã Ba Huế tại Đà Nẵng và nút giao thông Long Biên tại Hà Nội;
- **Các dự án bổ sung**: Các dự án phải được đăng ký trên cơ sở dữ liệu quốc gia về dự án tồn đọng ("Hệ thống 751") và phải có kết luận thanh tra, kiểm toán hoặc có văn bản xác định không thuộc trường hợp phải thanh tra, kiểm toán. Việc tháo gỡ khó khăn chỉ được áp dụng trong trường hợp vướng mắc phát sinh do lỗi từ phía các cơ quan quản lý Nhà nước; Nghị quyết không hợp thức hóa cho các sai phạm xuất phát từ phía nhà đầu tư, đồng thời trách nhiệm kỷ luật hoặc xử lý hình sự sẽ được tách biệt hoàn toàn khỏi quá trình xử lý thương mại của dự án.

Cơ chế giải quyết vướng mắc:

Nghị quyết tiến hành rà soát từng dự án trong danh mục dựa trên hai tiêu chí cốt lõi: tính hợp pháp tại thời điểm thực hiện và hình thức quyết toán đối ứng (như Ngân sách Nhà nước, quyền phát triển quỹ đất, hoặc hoán đổi tài sản công).

Bảng 6: Cơ chế xử lý các dự án BT tồn đọng, Nghị quyết số 16/2026

Trường hợp	Tình trạng hợp đồng	Hình thức thanh toán	Phương án xử lý	Kết quả đối với nhà đầu tư
A - Điều. 4.2	Tuân thủ	Ngân sách nhà nước	Quyết toán; tối đa bằng TMĐT duyệt + lãi vay + lợi nhuận	Thanh toán bằng tiền
B - Điều. 4.3	Tuân thủ	Quỹ đất (Nghị định 69)	Thanh toán bằng quỹ đất; áp dụng Điều 6 nếu có khấu trừ	Giao đất hoặc khấu trừ đất
C - Điều. 4.4	Tuân thủ	Quỹ đất trước Nghị định 69 (chưa xác định)	Chuyển sang thanh toán bằng tiền → Điều 4.2	Thoái vốn bằng tiền
D - Điều. 5.1	Không tuân thủ (Lỗi CQNN)	Ngân sách nhà nước	Điều chỉnh hợp đồng → tiếp tục theo Điều 4.2	Giữ nguyên thanh toán bằng tiền
E - Điều. 5.2	Không tuân thủ (Lỗi CQNN)	Quỹ đất / tài sản công	Điều chỉnh hợp đồng → thanh toán bằng quỹ đất theo kiểm toán	Thanh toán đất theo kiểm toán
F - Điều. 5.4	Không tuân thủ (Lỗi CQNN)	Bất kỳ trường hợp nào – chấm dứt hợp đồng	Kiểm toán → chấm dứt → NSNN thanh toán theo giá trị kiểm toán + lãi chậm trả	Thoái vốn bằng tiền
G - Điều. 5.5	Không tuân thủ (Lỗi ở CDT)	Bất kỳ trường hợp nào – chấm dứt hợp đồng	Chấm dứt hợp đồng; không thanh toán bằng NSNN	Nhà đầu tư chịu lỗ

Nguồn: Nghị quyết số 16/2026, HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Chúng tôi lưu ý rằng trong các trường hợp giá trị quỹ đất theo hợp đồng (phương án thanh toán dự kiến) có sự sai lệch so với giá trị quỹ đất thực tế tại thời điểm quyết toán, các điều khoản quy định tại Điều 6 sẽ được kích hoạt, áp dụng bổ sung vào các yêu cầu đối với các Trường hợp B, C, E và F đã nêu ở trên. Điều này thiết lập một cơ chế bù trừ có cấu trúc, dẫn đến bốn kết quả triển khai thực tế riêng biệt:

Bảng 7: Chênh lệch giá trị quỹ đất

Kịch bản	Giá trị thực tế so với giá trị quỹ đất theo hợp đồng	Kết quả xử lý
6.1 – Điều 4, đã bàn giao toàn bộ quỹ đất	Chênh lệch theo cả hai chiều	Đối trừ theo quy định về BT; nếu giá trị quỹ đất lớn hơn giá trị công trình và nhà đầu tư không thể nộp phần chênh lệch thì chuyển sang thanh toán bằng tiền
6.2(a) – Điều 5, chưa bàn giao quỹ đất	**Giá trị đất < Giá trị công trình**	Phần chênh lệch được xử lý bằng nguồn vốn đầu tư công cấp tỉnh hoặc thông qua cơ chế đối trừ với các nghĩa vụ tài chính về đất đai khác của nhà đầu tư tại cùng địa phương
6.2(b) – Điều 5, chênh lệch có thể tách riêng	**Giá trị đất > Giá trị công trình; phần vượt có thể tách riêng**	Chỉ bàn giao phần quỹ đất có giá trị tương ứng với giá trị công trình đã được quyết toán; phần giá trị vượt không được bàn giao. Ngân sách nhà nước thanh toán phần chênh lệch còn lại nếu có
6.2(c) – Điều 5, chênh lệch không thể tách riêng	**Giá trị đất > Giá trị công trình; phần vượt không thể tách riêng**	Bàn giao toàn bộ quỹ đất; nhà đầu tư có trách nhiệm nộp phần chênh lệch. Trường hợp không thể thực hiện, hợp đồng sẽ bị chấm dứt theo Điều 5.4
6.3 – Điều 5, đã bàn giao một phần quỹ đất	Chênh lệch theo cả hai chiều	Đối trừ với phần quỹ đất đã được bàn giao; ngân sách nhà nước thanh toán bổ sung phần chênh lệch nếu cần thiết

Nguồn: Nghị quyết số 16/2026, HSC

Các cơ chế đáng chú ý đi kèm:

Tính liên tục vs. việc dừng dự án: Các cơ quan có thẩm quyền có thể lựa chọn tiếp tục triển khai hoặc hủy bỏ đối với các dự án chưa ký kết hợp đồng hoặc chưa khởi công. Việc tiếp tục triển khai sẽ phụ thuộc vào điều kiện nhà đầu tư đã phát sinh chi phí giải phóng mặt bằng hoặc chi phí chuẩn bị đầu tư từ trước. Nếu dự án bị chấm dứt trước khi ký kết hợp đồng, Ngân sách Nhà nước sẽ hoàn trả toàn bộ các khoản chi phí hợp pháp này.

Tinh giản quy trình Báo cáo nghiên cứu khả thi: Các nội dung sửa đổi đối với Báo cáo nghiên cứu khả thi có thể được phê duyệt mà không cần phải kích hoạt lại chu kỳ phê duyệt chủ trương đầu tư. Đây được coi là một lối tắt quy trình cực kỳ quan trọng trong việc tái xác định quy mô của các dự án phức tạp.

Thu hồi chi phí giải phóng mặt bằng: Các khoản vốn do nhà đầu tư ứng trước có thể được thu hồi thông qua hai kênh: (1) khấu trừ vào giá trị quỹ đất đối ứng (đối với các dự án đang triển khai) hoặc (2) hoàn trả từ Ngân sách Nhà nước (đối với các dự án bị chấm dứt).

Tính linh hoạt và chuyển đổi phương thức thanh toán: Trong trường hợp quy hoạch sử dụng đất thay đổi hoặc khu đất đối ứng ban đầu không còn phù hợp với mục tiêu phát triển của địa phương, các bên có thể điều chỉnh khu đất khác hoặc chuyển đổi hình thức thanh toán sang bằng tiền mặt. Lưu ý: Các dự án đủ điều kiện áp dụng theo quy định tại Điều 5 sẽ bị giới hạn chỉ được phép chuyển đổi sang hình thức thanh toán bằng tiền mặt.

Tích hợp quỹ đất do Nhà nước quản lý: Các thửa đất nhỏ lẻ được phân loại theo quy định tại Khoản 1 Điều 217 Luật Đất đai 2024 mà không thể tách thửa một cách độc lập về mặt cơ học sẽ được Nhà nước thu hồi, định hướng sử dụng chuyên biệt cho mục tác quyết toán của dự án.

Nút thắt cốt lõi – Định giá đất và Lãi suất chậm thanh toán: Tiền sử dụng đất/tiền thuê đất được xác định giá tại ngày có quyết định giao đất/cho thuê đất – giúp đồng bộ hóa nghĩa vụ tài chính với quyền chiếm hữu tài sản và đơn giản hóa việc mô hình hóa dự báo tài chính. Đối với các dự án đã bàn giao công trình trước khi Nghị quyết này ban hành nhưng bị chậm trễ trong khâu giao đất, nhà đầu tư được hưởng lãi suất chậm trả tính trên giá trị quyết toán sau cùng (khoảng thời gian tính từ ngày nghiệm thu đến ngày giao đất thực tế). Mức lãi suất áp dụng sẽ mặc định theo lãi suất thỏa thuận trong hợp đồng hoặc, nếu hợp đồng không quy định, sẽ tính theo

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

mức lãi suất cho vay bình quân của các ngân hàng thương mại do Nhà nước nắm cổ phần chi phối.

Trong khi Nghị quyết 16/2026 tập trung vào việc "nhìn về quá khứ" để tháo gỡ các nút thắt của hợp đồng BT tồn đọng, thì TP.HCM đã nhanh chóng dịch chuyển chiến lược hướng tới tương lai.

Ngày 18/4/2026, chỉ 11 ngày sau khi Chính phủ ban hành Nghị quyết 16, Hội đồng Nhân dân TP.HCM đã thông qua Nghị quyết số 42/NQ-HĐND, phê duyệt danh mục đợt 1 gồm 33 khu đất với tổng diện tích khoảng 205 ha được quy hoạch làm quỹ đất đối ứng thanh toán cho các dự án BT mới trên địa bàn thành phố.

Quỹ đất được phê duyệt này được tổ chức thành hai nhóm phân loại theo đơn vị quản lý, và cấu trúc cấu phần của nó đã bộc lộ rõ ý đồ chiến lược đằng sau chương trình phát triển BT của TP.HCM.

Nhóm I – Trung tâm Phát triển Quỹ (17 khu đất, diện tích 33,6 ha)

Đây là các khu đất đã được thành phố thu hồi và hiện đang được Trung tâm Phát triển Quỹ đất quản lý. Đáng chú ý, danh mục này bao gồm một số khu đất thuộc quỹ đất "vàng" đắt giá bậc nhất tại Việt Nam: khoảng 5 ha đất Nhóm I nằm ngay trong khu vực lõi Trung tâm Thương mại thuộc Quận 1, cụ thể là dọc theo các tuyến đường huyết mạch như Lê Duẩn, Hai Bà Trưng, Hàm Nghi, Nguyễn Du, Chu Mạnh Trinh và Võ Văn Kiệt.

Nhóm II – Quỹ đất do UBND cấp phường quản lý (16 khu đất, diện tích 171,7 ha)

Nhóm phân loại này bao gồm hai cụm quỹ đất có đặc điểm tính chất hoàn toàn khác biệt:

- **Khu đô thị mới Thủ Thiêm – 15 lô đất, diện tích 37,7 ha**: Tất cả các lô đất này đều có nguồn gốc từ quyết định thu hồi đất ban đầu từ năm 2002 (QĐ 1997/QĐ-UBND). Các khu đất này nằm trải dài tại các phân khu K2, K3 và K4 của quy hoạch tổng thể Khu đô thị mới, với mã ký hiệu các lô đất cho thấy sự kết hợp giữa quy hoạch đất ở cao tầng (HH) và đất hỗn hợp/thương mại dịch vụ (OD, DV). Đây là quỹ đất sạch, đã hoàn tất toàn bộ công tác giải phóng mặt bằng nhưng chưa phát triển, nằm tại khu vực quy hoạch đô thị có vị thế cao nhất cả nước hiện nay.
- **Nông trường Dừa – 1 khu đất, diện tích 134 ha:** Tọa lạc tại phường Long Trường (thuộc Quận 9 cũ, nay thuộc Thành phố Thủ Đức), đây là khu đất đơn lẻ có diện tích lớn nhất trong toàn bộ danh mục được phê duyệt. Quỹ đất này được Tổng công ty Du lịch Sài Gòn (Saigontourist) bàn giao lại sau khi thu hồi vào năm 2014 và chuyển giao cho UBND phường quản lý.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 8: Nhóm I - Các khu đất do Trung tâm Phát triển quỹ đất quản lý (17 khu đất, 33,6 ha)

STT	Địa chỉ	Phường/Xã/Quận/Huyện	Diện tích (ha)
1	8-12 Lê Duẩn	Phương Sài Gòn (Q1)	0.48
2	2-4-6 Hai Bà Trưng	Phương Sài Gòn (Q1)	0.6
3	152 Trần Phú	Chợ Quán (Q5)	3.09
4	420 Nơ Trang Long	Bình Lợi Trung (Bình Thạnh)	14.8
5	37/5 Bế Văn Cấm	Tân Hưng (Q7)	1.7
6	213 Hòa Bình	Tân Phú	1.6
7	Tân Thới Hiệp	Q12	2.5
8	Phạm Văn Đồng (Công viên nước cu)	Thủ Đức	4.86
9	200 Võ Văn Tần	Bản Cờ (Q3)	0.17
10	120 Trần Hưng Đạo	Bến Thành (Q1)	0.09
11	10 Hàm Nghi	Sài Gòn (Q1)	0.11
12	129 Lê Văn Duyệt (cựu Đinh Tiên Hoàng)	Gia Định (Bình Thạnh)	0.72
13	351 Nơ Trang Long (không gồm - 279)	Bình Lợi Trung (Bình Thạnh)	0.86
14	33 Nguyễn Du; 34-36-42 Chu Mạnh Trình	Sài Gòn (Q1)	0.63
15	602 Võ Văn Kiệt (cũ 354 Bến Chương Dương)	Cầu Kho (Q1)	0.58
16	123 Nguyễn Khoai	Vĩnh Hội (Q4)	0.74
17	462-464 Nguyễn Thị Minh Khai	Bản Cờ (Q3)	0.12
Total			**33.6**

Nguồn: Phụ lục kèm theo Nghị quyết 42/NQ-HĐND

Bảng 9: Quỹ đất thanh toán cho dự án BT tại TP.HCM – Đợt 1

Nhóm	Số khu đất	Diện tích (ha)	Đặc điểm
I - Trung tâm Phát triển quỹ đất quản lý	17	33.6	Đất nội đô thu hồi; gồm ~5 ha CBD Quận 1
II - Thủ Thiêm	15	37.7	Khu đô thị mới; đã GPMB, đất ở/hỗn hợp
III - Nông trường Dừa	1	134	Đất nông nghiệp; đất nhà nước cũ tại TP. Thủ Đức
Total — Batch 1	**33**	**205**	

Nguồn: Nghị quyết 42/NQ-HĐND

HSC lưu ý rằng trong số các khu đất được phê duyệt, nhiều vị trí đã tìm được dự án hạ tầng "đối ứng" – theo tờ trình của Ủy ban Nhân dân Thành phố (Dự thảo số 313/TTr-UBND, tháng 3/2026).

Bảng 10: Các dự án BT tại TP.HCM đã được phê duyệt, đối với một số nhà đầu tư

Dự án	Nhà đầu tư	Tổng mức đầu tư (nghìn tỷ đồng)	Diện tích quỹ đất	Giá trị quỹ đất (nghìn tỷ đồng)	Các khu đất chính
Cầu Cần Giờ	Masterise Infra Cần Giờ	13.2	4.2 ha	15.4	8-12 Lê Duẩn (D1) 2-4-6 Hai Bà Trưng (D1) 152 Trần Phú (Q5)
Cầu Phú Mỹ 2	Masterise Infra Phú Mỹ	23.2	21.4 ha	9.5	20 Nơ Trang Long (14,8 ha, Bình Thạnh) 37/5 Bế Văn Cấm (D7) 213 Hòa Bình (Tân Phú) Tân Thới Hiệp (F12)
Khu liên hợp thể thao quốc gia Nam Rạch Chiếc	Công ty TNHH Mặt Trời Vũng Tàu	145.6	305.5 ha	143.8	Phước Kiểng UA (195 ha) Đất thương mại tại Rạch Chiếc (23,5 ha) Trường Thọ UA (56,8 ha) 30,2 ha ở An Khánh
Tổng		**182**	**331 ha**	**168.6**	

Nguồn: Bản dự thảo 313/TTr-UBND

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 11: Các dự án BT tại TP.HCM đề xuất, đang trong giai đoạn phê duyệt chủ trương đầu tư

Tên dự án	Tổng mức đầu tư (VNĐ tỷ)	Số lượng quỹ đất thanh toán	Diện tích quỹ đất (ha)	Ghi chú
Tuyến đường vượt biển Cần Giờ - Vũng Tàu	104,410	3 lô	1,257	
Tuyến Metro số 2	26,000	11 lô	9.9	Nằm trong khu vực Thủ Thiêm
(Bến Thành - Thủ Thiêm)	100,000	10 lô	45.55	7 lô tại Thủ Thiêm, 3 lô ngoài khu vực khác
Tuyến Metro số 2	51,000	17 lô	212	Nằm trong khu vực Thủ Thiêm
(Thủ Thiêm - Long Thành)	9,500	6 lô	10.8	4 lô tại Thủ Thiêm, 2 lô ngoài khu vực khác
Đường cao tốc Hồ Tràm - Long Thành	7,600	5 lô	3.7	4 lô tại Thủ Thiêm, 1 lô ngoài khu vực khác
Nhà máy xử lý nước thải Tây Sài Gòn	5,600	5 lô	3.4	4 lô tại Thủ Thiêm, 1 lô ngoài khu vực khác
Nhà máy xử lý nước thải Bắc Sài Gòn 1	30,000	2 lô	10.5	1 lô tại Thủ Thiêm, 1 lô ngoài khu vực khác
Nhà máy xử lý nước thải Bắc Sài Gòn 2	TBD	TBD	TBD	Chưa đề xuất quỹ đất
Trung tâm Chính trị - Hành chính	4,000 – 6,000	TBD	TBD	Đã cung cấp phạm vi tổng mức đầu tư
Công viên Bến Nha Rồng	5,569	TBD	TBD	Chưa đề xuất quỹ đất
Tổng cộng (Đã định lượng)	**344,000**	**56+ lô**	**1,554**	**Lưu ý: Tổng quỹ đất phản ánh theo từng đề xuất dự án cụ thể**

Nguồn: Dự thảo 313/TTr-UBND

Hơn nữa, Dự thảo 313 cũng đưa ra thêm 11 dự án BT đề xuất mới hiện đang trong quy trình phê duyệt chủ trương đầu tư. Các dự án này đại diện cho một quy mô vốn đầu tư được định lượng lên tới 344 nghìn tỷ ng (tương đương 13,8 tỷ USD) và cần khoảng 1.554 ha đất đối ứng để thanh toán.

Khi kết hợp với ba dự án đã được phê duyệt trước đó, tổng danh mục dự án đạt mức 526 nghìn tỷ đồng (tương đương 20 tỷ USD) – minh chứng rõ nét cho quy mô khổng lồ và định hướng chuyên biệt trong tham vọng phát triển cơ chế BT của TP.HCM.

Mặc dù TP.HCM đã khẳng định vị thế là địa phương tiên phong thực hiện cơ chế này, nhưng đây chắc chắn không phải là địa phương duy nhất, vì hành lang pháp lý điều hành các dự án BT mới có phạm vi áp dụng trên quy mô toàn quốc, câu hỏi cốt lõi hiện tại không còn là việc liệu các địa phương khác có tiếp bước hay không, mà là họ sẽ kích hoạt hệ thống nhanh đến mức nào và chất lượng của các quỹ đất đối ứng mà họ mang ra hoán đổi sẽ ra sao.

Quan điểm của HSC

Sự hồi sinh của hình thức đầu tư BT đánh dấu một bước chuyển dịch quan trọng trong khả năng tiếp cận quỹ đất của các nhà phát triển BĐS, đồng thời mở ra một lộ trình thay thế trong hoạt động phát triển quỹ đất. So với chu kỳ trước, khi đấu giá đất và đấu thầu cạnh tranh là các phương thức thống trị để thâu tóm quỹ đất mới và quy trình phê duyệt tương đối thắt chặt (mang lại lợi thế cho các chủ đầu tư có năng lực pháp lý mạnh và tuân thủ nghiêm ngặt các quy trình quản lý) – thì khung pháp lý đang định hình này dường như lại mang lại lợi thế lớn cho các nhà phát triển BĐS có mối quan hệ gắn kết chặt chẽ với Chính phủ hoặc chứng minh được sự đồng điệu với các mục tiêu phát triển kinh tế quốc gia, cũng như các doanh nghiệp có kinh nghiệm thực địa và năng lực triển khai tốt tại các dự án BT và hạ tầng trước đó. Từ danh mục được đề cập tại các Bảng 9, 10, 11, chúng ta có thể nhận thấy các bên tham gia cốt lõi trong các dự án BT này bao gồm các tập đoàn tư nhân quy mô lớn như Thaco Group, Gelex, Masterise Group và Sun Group.

Đối với Nghị quyết 16, chúng tôi đánh giá đây là một chất xúc tác có ý nghĩa lớn giúp giải phóng các giá trị tiềm ẩn. Các nhà phát triển BĐS đã hoàn thành các công trình

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

hạ tầng nhưng trước đây bị vướng do các quỹ đất đối ứng thanh toán chưa được tháo gỡ nút thắt pháp lý, giờ đây đã có khung xử lý rõ ràng và minh bạch hơn, bao gồm khả năng hoàn tất thủ tục hoán đổi đất, thương mại hóa quỹ đất thông qua hoạt động triển khai dự án hoặc chuyển nhượng, hoặc đàm phán các phương án tất toán bằng nguồn vốn ngân sách Nhà nước. Quan trọng hơn hết, các khoản lãi chậm thanh toán liên quan đến các dự án này hiện có khả năng sẽ lần đầu tiên được ghi nhận và chuyển hóa thành dòng tiền thực tế. Hệ quả là, những tài sản từng bị thị trường bỏ qua hoặc chiết khấu sâu trước đây có thể trở thành các tài sản có tính khả thi cao và được hiện thực hóa về mặt thương mại.

Chúng tôi kỳ vọng các công ty phát triển BĐS như CTCP Đầu tư Văn Phú (VPI, HSX) và CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP.HCM (CII, HSX) sẽ nằm trong nhóm hưởng lợi cốt lõi từ Nghị quyết này. Trong buổi thảo luận gần đây với chúng tôi, BLĐ của cả hai công ty này đều kỳ vọng các dự án BT của công ty – bao gồm dự án Gò Dưa (đoạn đường dài 2,75 km kết nối đường Phạm Văn Đồng đến nút giao Gò Dưa thuộc Vành đai 2, với tổng mức đầu tư 1.134 tỷ đồng) và dự án Thủ Thiêm (Hạ tầng kỹ thuật Khu dân cư phía Bắc và hoàn thiện đường trục Bắc - Nam kết nối từ cầu Thủ Thiêm 1 đến đường Mai Chí Thọ) – sẽ từng bước tái khởi động, từ đó mở đường cho việc chốt giá trị quyết toán xây dựng và hoàn tất các thủ tục hoán đổi quỹ đất đối ứng sau đó.

Đánh giá tác động đến các công ty BĐS trong danh sách khuyến nghị:

Sau đây là quan điểm của HSC về những tác động tiềm tàng của chủ đề này đối với các công ty phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị:

VHM – Chúng tôi tin rằng Vinhomes sẽ hưởng lợi lớn từ sự hồi sinh của hình thức đầu tư BT, nhờ có sự hỗ trợ từ hệ sinh thái rộng lớn của công ty mẹ Vingroup và sự tham gia ngày càng sâu rộng của tập đoàn vào các dự án cơ sở hạ tầng quy mô lớn. Một ví dụ điển hình là dự án Trung tâm Hội chợ Triển lãm Quốc gia tại Đông Anh, Hà Nội, một siêu dự án có quy mô khoảng 90 ha, bao gồm khu triển lãm ngoài trời 20,6 ha, tổ hợp khách sạn, văn phòng, khu thương mại/dịch vụ và các công trình phụ trợ liên quan. Chúng hiểu rằng dự án này đang được triển khai theo hình thức tương tự BT, theo đó nhà đầu tư được đền bù bằng quyền phát triển các quỹ đất đô thị và thương mại (bao gồm 3 dự án: Cổ Loa 261 ha, Mễ Trì 75,3 ha và Giảng Võ 7 ha) để đổi lấy việc xây dựng công trình hạ tầng. Trong khi Vingroup dự kiến sẽ ghi nhận phần thặng dư kinh tế cốt lõi từ việc khai thác quỹ đất và doanh thu bán BĐS nhà ở, chúng tôi tin rằng Vinhomes sẽ hưởng lợi thông qua các dòng doanh thu từ dịch vụ tư vấn phát triển dự án, tư vấn bán hàng và hoạt động xây dựng liên quan trong đà phát triển chung của hệ sinh thái.

Một dự án lớn khác thuộc chủ đề này là dự án Olympic, trong đó Vinhomes nắm giữ 35% lợi ích kinh tế. Dự án có tổng diện tích khoảng 9.171 ha, trong đó hơn 1.700 ha thuộc Phân khu B được phân bổ cho phát triển đô thị và đã chính thức được khởi công vào ngày 19/12/2025. Tổ hợp thể thao và sân vận động này dự kiến sẽ hoàn thành vào Q2/2030, và toàn bộ siêu dự án dự kiến hoàn thiện vào năm 2035. Tổng vốn đầu tư ước tính khoảng 926 nghìn tỷ đồng.

HSC cho rằng việc tham gia vào các dự án quốc gia quy mô lớn theo cấu trúc liên quan đến BT như vậy sẽ giúp công ty tiếp cận được các quỹ đất khổng lồ với quy trình phê duyệt tương đối nhanh chóng, từ đó gánh đỡ cho triển vọng doanh thu dài hạn của Vinhomes thông qua: (1) hoạt động bán buôn và bán lẻ các sản phẩm nhà ở, và (2) nguồn doanh thu định kỳ từ các hoạt động phụ trợ bao gồm tư vấn phát triển, tư vấn bán hàng và dịch vụ xây dựng.

PDR – Chúng tôi tin rằng Phát Đạt có vị thế tốt để hưởng lợi rõ rệt từ sự hồi sinh của cơ chế BT. Công ty từng tham gia vào một số dự án BT tại TP.HCM, bao gồm Dự án Đầu tư Xây dựng Hạ tầng kỹ thuật Khu I – Khu Cổ Đại (tổng mức đầu tư 936 tỷ đồng, nằm trong Công viên Lịch sử - Văn hóa Dân tộc tại Thành phố Thủ Đức cũ) và dự án cải tạo Nhà thi đấu Thể dục Thể thao Phan Đình Phùng (tổng mức đầu tư 1.954 tỷ đồng, tọa lạc tại Quận 3 cũ). Theo BLĐ, một số dự án này hiện không còn phù hợp với quy hoạch tổng thể điều chỉnh của thành phố, do đó công ty đang tuân thủ hướng dẫn của các cơ quan chức năng để dừng triển khai dự án, đồng thời chủ động trích lập dự phòng cho các khoản chi phí liên quan đã phát sinh.

Đồng thời, chúng tôi nhận thấy PDR đang tiếp tục định vị để đón đầu làn sóng phát triển đô thị gắn liền với hạ tầng mới, bao gồm việc tham gia vào dự án Bệnh viện

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Chuyên khoa Ung bướu vừa được phê duyệt gần đây (Bảng 11). Công ty cũng đang đề xuất dự án tuyến đường trên cao kết nối sân bay Tân Sơn Nhất và nút giao An Sương. Trao đổi với chúng tôi, chủ tịch HĐQT PDR cho biết công ty đang nghiên cứu một số dự án hạ tầng bổ sung tại TP.HCM để đổi lấy các quỹ đất để phát triển đô thị lấy hệ thống giao thông công cộng làm trung tâm (TOD) tại các khu vực mở rộng của thành phố. Các phương án này hiện đang được đề xuất lên chính quyền địa phương.

Chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực đối với các cơ hội của PDR trong phân khúc này nhờ kinh nghiệm làm việc với các cơ quan quản lý trong khâu đề xuất và triển khai các dự án hạ tầng. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng đối với yêu cầu vốn lớn gắn liền với các dự án như vậy, đặc biệt là trong bối cảnh điều kiện tín dụng bị thắt chặt và môi trường lãi suất vẫn neo ở mức cao.

CTD – Chúng tôi tin rằng Coteccons có thể trở thành một trong những đơn vị hưởng lợi gián tiếp lớn nhất từ tiềm năng tái khởi động các dự án liên quan đến BT. Công ty hiện là một trong những nhà thầu hàng đầu tại Việt Nam với mức độ bao phủ trên cả phân khúc xây dựng dân dụng lẫn hạ tầng cho nhiều chủ đầu tư niêm yết và tư nhân tham gia vào chủ đề thảo luận nêu trên. Một số dự án liên quan đến hạ tầng mà CTD được cho là đã tham gia với tư cách nhà thầu chính có thể kể đến như Nhà hát Lớn Hà Nội, Sân bay Quốc tế Gia Bình, Tuyến đường sắt tốc độ cao Hà Nội - Quảng Ninh, dự án mở rộng Sân bay Quốc tế Phú Quốc phục vụ Hội nghị APEC 2027, v.v.

Chúng tôi cho rằng sự trở lại của các dự án BĐS gắn liền với hạ tầng có thể mang lại cho CTD khối lượng dự án chưa triển khai dồi dào hơn, đặc biệt khi các chủ đầu tư lớn đang ngày càng tích hợp các cấu phần nhà ở, hạ tầng và hỗn hợp trong cùng một hệ sinh thái siêu dự án. Tuy nhiên, tính phức tạp trong triển khai thực địa, yêu cầu vốn lưu động và tiến độ dòng tiền của dự án vẫn là những vùng cốt lõi cần theo dõi, đặc biệt là do chu kỳ phát triển dài và tính chất thâm dụng vốn lớn của các dự án liên quan đến BT.

Các rủi ro chính

Đối với thị trường BĐS nói chung, HSC tin rằng chủ đề này có thể kích hoạt một làn sóng cung ứng quỹ đất đối ứng mới. Khi các quỹ đất thanh toán từng bị đóng băng dần được giao và kích hoạt để phát triển. Chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là một chất xúc tác nguồn cung có ý nghĩa, đặc biệt là tại TP.HCM, Hà Nội, Khánh Hòa và Bắc Ninh, nơi có mật độ tập trung các dự án BT tương đối cao. Do đó, chúng tôi dự báo số đợt mở bán dự án mới sẽ tăng đáng kể trong vòng 2–3 năm tới, nhờ kết quả trực tiếp từ sự hồi sinh của cơ chế BT.

Nguồn cung lớn này, đi kèm với việc lãi suất tiếp tục neo ở mức cao và tình trạng thắt chặt thanh khoản kéo dài của hệ thống ngân hàng do tốc độ tăng trưởng tiền gửi chậm, có thể dẫn đến áp lực ngày càng tăng lên tỷ lệ hấp thụ và dẫn đến các nhịp điều chỉnh về giá.

Do đó, theo quan điểm của chúng tôi, việc tham gia BT mở ra nhiều cơ hội hấp dẫn cho các nhà phát triển BĐS nhà ở, nhưng bản chất thâm dụng vốn lớn trong giai đoạn đầu và sự phụ thuộc vào doanh thu bán BĐS để khơi thông dòng tiền sẽ mang lại nhiều rủi ro nếu thiếu cơ chế quản trị dòng tiền phù hợp. HSC sẽ tiếp tục theo dõi chặt chẽ khía cạnh thu xếp vốn của các nhà phát triển BĐS này.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH
Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI
Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)