

Thực trạng: nhiều dự án BOT vận hành thiếu hiệu quả, vỡ phương án tài chính (PATC)

Trong quá khứ, việc triển khai các dự án hạ tầng giao thông thông qua hình thức BOT (Xây dựng – Vận hành – Chuyển giao) đã đóng góp đáng kể trong việc huy động nguồn lực xã hội để phát triển hạ tầng, nhờ đó không đặt nhiều áp lực đến nguồn lực ngân sách.

Tuy vậy trong quá trình vận hành, nhiều dự án BOT đã ghi nhận dòng tiền thu phí thấp hơn nhiều so với PATC, gây thua lỗ cho các nhà đầu tư và đặt ra rủi ro nợ xấu. Một mặt, điều này có thể đến từ sai sót của doanh nghiệp trong việc lập phương án tài chính và kiểm soát thu phí. Nhưng mặt khác, **một phần không nhỏ đến từ các yếu tố khách quan, thậm chí là do các chính sách/ hoạt động của Nhà nước:**

- Tại một số dự án, phương án thiết kế ban đầu đặt trạm thu phí hoàn vốn tại cả đoạn đường không phải doanh nghiệp đầu tư (trạm Bim Sơn - Thanh Hóa; trạm Bắc Thăng Long – Nội Bài - Hà Nội, trạm La Sơn – Túy Loan...). Tuy vậy, điều này vấp phải sự phản đối gay gắt của tài xế và người dân địa phương. Do áp lực từ người dân, một số trạm đã không được vận hành hoặc bị nhà nước yêu cầu dừng thu phí, qua đó làm giảm số trạm thu phí hoàn vốn cho dự án.
- Một số người dân vẫn lựa chọn đi chuyển qua tuyến đường cũ không thu phí, đặc biệt nếu dự án BOT chưa hoàn thành đầu nối toàn tuyến lớn và tạo ra lợi thế rõ ràng về tốc độ di chuyển (vd: CT Bắc Giang – Lạng Sơn).
- Sau khi dự án BOT đưa vào vận hành, nhà nước tiếp tục đầu tư các đoạn đường thay thế bằng nguồn vốn ngân sách (do đó không thu phí), ảnh hưởng đến lưu lượng và nguồn thu phí của dự án (vd: BOT Cầu Thái Hà).

Về lý thuyết, các dự án BOT theo luật PPP cũ sẽ được nhà nước đảm bảo hiệu suất lợi nhuận IRR. Khi dự án vận hành thiếu hiệu quả, nhà nước sẽ thực hiện các chính sách để hỗ trợ doanh nghiệp đảm bảo PATC:

- Điều chỉnh mức giá vé qua trạm.
- Phối hợp với chính quyền địa phương để tổ chức lại luồng tuyến, hạn chế tình trạng phương tiện né trạm.
- Kéo dài thời gian thu phí nhằm cải thiện hiệu quả tài chính của dự án.

Tuy vậy, **thực tế cho thấy các biện pháp này chưa mang lại hiệu quả** do vấp phải nhiều rào cản:

- Việc tăng giá thu phí thường đối mặt với sự phản ứng mạnh mẽ từ người dân và doanh nghiệp, đặc biệt trong bối cảnh thu nhập chưa cao và hạ tầng chưa đáp ứng kỳ vọng. Nhiều trường hợp đề xuất điều chỉnh phí bị trì hoãn hoặc không được thông qua, khiến doanh thu thực tế không cải thiện, thậm chí còn tạo áp lực dư luận, ảnh hưởng đến tính ổn định xã hội.
- Đối với giải pháp phân luồng, tổ chức lại tuyến đường: Các cơ quan chức năng khó áp dụng biện pháp hành chính hiệu quả để ngăn phương tiện đi qua đường dân sinh. Ngoài ra, việc cưỡng chế luồng tuyến dễ gây mâu thuẫn với người dân địa phương và tạo áp lực đối với chính quyền sở tại.
- Đối với giải pháp kéo dài thời gian thu phí, tác động chỉ thể hiện ở phương án tài chính trên giấy, trong khi lưu lượng xe thực tế thấp khiến dòng tiền không cải thiện đáng kể. Ngoài ra, thời gian thu phí kéo dài sẽ gây phản ứng xã hội, nhất là với các tuyến đường có chất lượng còn hạn chế.

⇒ Việc sử dụng ngân sách nhà nước (NSNN) để hỗ trợ phần thiếu hụt tài chính của dự án được xem là giải pháp cần thiết và có hiệu quả cao trong bối cảnh hiện tại.

Những giải pháp tháo gỡ được đưa ra

Luật số 57/2024/QH15 (sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật PPP) có hiệu lực từ ngày 01/7/2025, sở hữu nhiều điểm cập nhật quan trọng đối với hình thức hợp đồng BOT, hướng đến mục tiêu nâng cao tính khả thi của các dự án và bảo đảm cân bằng lợi ích giữa Nhà nước và nhà đầu tư tư nhân:

- **Bổ sung cơ chế hỗ trợ tài chính bằng ngân sách nhà nước trong giai đoạn vận hành**
Khoản 3, Điều 5 – Luật sửa đổi 2024: “Nhà nước có thể hỗ trợ bằng vốn đầu tư công hoặc nguồn tài chính hợp pháp khác để đảm bảo phương án tài chính khả thi đối với dự án PPP, **bao gồm cả trường hợp dự án đã đi vào vận hành nhưng gặp khó khăn khách quan dẫn đến mất cân đối tài chính.**”
- **Nâng tỷ lệ vốn nhà nước hỗ trợ lên tối đa 70%**
Luật PPP sửa đổi 2024 (khoản 2, Điều 5 được sửa đổi): “Tỷ lệ vốn nhà nước tham gia không vượt quá 70% tổng mức đầu tư của dự án PPP.”
- **Cơ chế bồi thường khi chấm dứt hợp đồng trước thời hạn**
Khoản 6, Điều 50 – Luật sửa đổi 2024 quy định: “Trong trường hợp **chấm dứt hợp đồng PPP không do lỗi của nhà đầu tư, cơ quan nhà nước** có thẩm quyền có trách nhiệm xác định giá trị thiệt hại hợp lý để **thực hiện bồi thường** trên cơ sở báo cáo kiểm toán độc lập.”

Ngoài ra, Bộ Xây dựng đã chính thức trình phương án sử dụng vốn NSNN để thực hiện hỗ trợ tài chính & mua lại (thanh lý hợp đồng) đối với 11 BOT gặp khó khăn về tài chính, đề xuất Chính phủ báo cáo Quốc hội ban hành Nghị quyết trong kì họp Quốc hội.

Danh sách dự án BOT kỳ vọng có thể được hỗ trợ vốn NSNN

Dự án	Chủ đầu tư	TMDT (tỷ đồng)	Kỳ vọng giá trị thanh toán vốn NN (tỷ đồng)	Tình trạng	Phương án
BOT cầu Thái Hà	BOT	1.709	1.024	Chậm thu phí, giảm lưu lượng xe do phương tiện lưu thông qua tuyến song hành không thu phí (cầu Hưng Hà)	Bổ sung vốn
BOT cầu Việt Trì - Ba Vì	TNHH BOT Phú Hà	1.462	598	Giảm lưu lượng xe do phương tiện lưu thông qua tuyến song hành	Bổ sung vốn

BOT hầm đường bộ qua Đèo Cả (hạng mục mở rộng hầm Hải Vân)	HHV	18.904	2.280	Không thu phí được tại trạm La Sơn – Túy Loan	Bổ sung vốn
Cao tốc Bắc Giang – TP. Lạng Sơn đoạn Km45+100 - Km108+500	HHV	12.188	4.580	Chưa thông tuyến đến cửa khẩu Hữu Nghị	Bổ sung vốn
Cải tạo, nâng cấp đường 39B đoạn tuyến tránh thị trấn Thanh Nê và đoạn từ đường vào Trung tâm Điện lực Thái Bình	CTCP TASCOT Nam Thái	550	452	Mắc phải sự phản đối quyết liệt từ người dân do CĐT lắp trạm thu phí cả ở QL39B cũ	Chấm dứt hợp đồng
QL1 đoạn tránh thành phố Thanh Hóa	CTCP BOT Đường tránh Thanh Hóa	1.014	741	Dự án đã dừng thu phí từ ngày 10/8/2017	Chấm dứt hợp đồng
BOT nâng cấp và cải tạo quốc lộ 91 TP Cần Thơ	CTCP Đầu tư QL91 (trong đó bao gồm CTI)	1.588	1.585	Giảm lưu lượng do tuyến song hành cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng không thu phí	Chấm dứt hợp đồng
BOT đường Thái Nguyên - Chợ Mới	VDTC (trong đó bao gồm C4G)	2.713	2.208	Chỉ được thực hiện thu phí tạm trên tuyến đường mới, chưa thu trên đường cũ.	Chấm dứt hợp đồng
Hạng mục cầu An Hải	CTCP Xây dựng và Kinh doanh địa ốc Hòa Bình	33	33	Không thực hiện thu phí được do mắc phải sự phản đối từ người dân	Chấm dứt hợp đồng
Nâng cấp, mở rộng đường HCM (QL14)	Liên danh Toàn Mỹ 14 - Băng Dương	836	703	Tuyến tránh thị xã Buôn Hồ đi vào hoạt động và không thu phí, làm giảm lưu lượng xe trên quốc lộ 14	Chấm dứt hợp đồng
Cải tạo, nâng cấp luống sông Sài Gòn	TNHH Đầu tư BOT Bình Lợi	1.303	612	Vỡ phương án tài chính vì mức phí cao.	Chấm dứt hợp đồng

Nguồn: Bộ Xây dựng, VCBS tổng hợp

Tháo gỡ nút thắt, kỳ vọng nâng cao hiệu quả hoạt động trong tương lai

Trong trường hợp được thông qua, nguồn vốn hỗ trợ từ NSNN sẽ đóng góp dòng tiền quan trọng để các doanh nghiệp: (1) Tái cơ cấu tài chính, giảm nhẹ áp lực nợ vay và chi phí tài chính, (2) Tạo điều kiện để bắt đầu các kế hoạch triển khai dự án mới.

Đối với các doanh nghiệp kỳ vọng có thể nhận dòng tiền hỗ trợ tài chính từ ngân sách, chúng tôi **đánh giá cao những doanh nghiệp có danh mục dự án đã hoàn tất pháp lý, sẵn sàng triển khai ngay sau khi tái cơ cấu tài chính thành công**. Ngoài ra, việc sửa đổi Luật PPP và ban hành các Nghị quyết liên quan sẽ mở ra cơ chế chia sẻ trách nhiệm rõ ràng giữa nhà nước và nhà đầu tư, cũng như **tạo tiền lệ tích cực** để các doanh nghiệp BOT khác – vốn đang gặp khó khăn về doanh thu hoặc phương án hoàn vốn – có cơ sở kỳ vọng được hỗ trợ tương tự trong thời gian tới, góp phần từng bước khôi phục niềm tin của khu vực tư nhân vào mô hình PPP.

Triển vọng tại một số doanh nghiệp niêm yết

Mã CK	Vốn hóa (tỷ đồng) (20/06/2025)	Triển vọng	Giá hợp lý (VND)
HHV	5.779	Nếu được nhận nguồn vốn hỗ trợ từ NSNN, hiệu quả tài chính của dự án CT Bắc Giang – Lạng Sơn sẽ được cải thiện đáng kể, tạo điều kiện để doanh nghiệp tiếp tục triển khai hiệu quả các dự án đầu nổi (CT Hữu Nghị - Chi Lăng, Đồng Đăng – Trà Lĩnh) và tăng lợi thế cạnh tranh toàn tuyến. Lưu lượng xe tại nhiều trạm BOT khác có xu hướng cải thiện tích cực. Giá tăng tính khả thi PATC tại các dự án PPP mới nhờ nâng tỷ lệ vốn ngân sách tham gia (lên đến 70% tại dự án Đồng Đăng – Trà Lĩnh).	15.537
CTI	1.293	Nếu được mua lại BOT QL91 (Cần Thơ), CTI có thể: (1) Tái cơ cấu tài chính, thanh toán một phần không nhỏ nợ vay, (2) Thực hiện hoàn nhập lại một số khoản lỗ liên quan đến dự án đã được ghi nhận trước đây. Bức tranh tài chính cải thiện sẽ tạo điều kiện để CTI huy động, tập trung nguồn lực cho các dự án đầu tư trọng điểm: (1) KDC Phước Tân, (2) Mở đá Thiệu Tân 10.	25.183

C4G	2.929	Nếu được mua lại BOT Thái Nguyên – Chợ Mới, C4G có thể thu hồi lại phần lớn khoản đầu tư vào pháp nhân dự án (công ty liên kết của C4G), tạo điều kiện để triển khai các gói thầu thi công và dự án BĐS tại Nghệ An. Dự án BOT QL1A đoạn tránh Vinh – Nam Bến Thủy vẫn đem về dòng tiền khá tích cực.	9.205
-----	-------	---	-------

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu – Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân, CFA

Trưởng phòng Phân tích
Ngành - Doanh nghiệp

phquan@vcbs.com.vn

Phạm Vân Trang

Chuyên viên phân tích

pvtrang@vcbs.com.vn

VIETCOMBANK SECURITIES COMPANY

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>