

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

Nguyễn Lê Cẩm Ly
Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
ly.nlc@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

NHNN khơi thông cơ chế tài trợ vốn cho các dự án lớn

- Thông qua Văn bản số 5386/NHNN-TD, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã chính thức ban hành hướng dẫn chỉ đạo các tổ chức tín dụng tạo điều kiện khơi thông cơ chế tài trợ vốn vay cho 18 dự án lớn của Vingroup, Sun Group và Masterise Group. Đây là những dự án trọng điểm với tổng nhu cầu vốn huy động ước tính vượt 752 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2026-2033.
- Song song đó, Thông tư số 25/2026/TT-NHNN (có hiệu lực từ ngày 1/7/2026) đã chính thức nâng trần tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn từ mức 30% lên 40%.
- Tổng hợp lại, HSC đánh giá các biện pháp chính sách gần đây sẽ tạo động lực thúc đẩy mạnh mẽ trong ngắn và trung hạn cho các ngành có nhu cầu vốn đầu tư lớn, đặc biệt là hạ tầng, bất động sản và xây dựng. Chúng tôi cho rằng các cổ phiếu thuộc những nhóm ngành này – như CTD và VHM – sẽ được hưởng lợi lớn nhất từ chính sách trên. HSC đang xem xét lại khuyến nghị đối với VHM, đồng thời duy trì khuyến nghị Mua vào đối với CTD với giá mục tiêu là 104.762đ.

Cơ cấu lại dòng vốn tín dụng cho các dự án lớn

NHNN đã ban hành Văn bản số 5386/NHNN-TD chỉ đạo các ngân hàng thương mại loại trừ dư nợ cho vay đối với 18 đại dự án thuộc hệ sinh thái Vingroup, Sun Group và Masterise khỏi chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng. Tổng nhu cầu vốn cần huy động của các dự án này ước tính vượt quá 752 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn tài khóa 2026–2033. Chúng tôi đánh giá động thái này là một tín hiệu chính sách cho thấy Chính phủ đang tích cực điều phối việc phân bổ tín dụng hướng tới các dự án phát triển và hạ tầng chiến lược.

Bên cạnh các nhà phát triển BĐS hưởng lợi trực tiếp – Vingroup, Sun Group và Masterise Group – Coteccons (CTD – Mua vào, giá mục tiêu 104.762đ) cũng đang trở thành đơn vị hưởng lợi chính của ngành này. Công ty có vị thế đặc biệt để đón đầu chuỗi giá trị phải sinh được tạo ra từ làn sóng huy động vốn khổng lồ này.

Nâng tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn lên 40%

NHNN cũng đã nâng trần sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn từ 30% lên 40% (Thông tư số 25/2026/TT-NHNN), có hiệu lực từ ngày 1/7/2026. HSC cho rằng động thái này nhằm khơi thông khả năng tiếp cận vốn tín dụng cho các dự án đầu tư và kinh doanh, đặc biệt là trong lĩnh vực hạ tầng và bất động sản – những ngành đòi hỏi nguồn vốn tài trợ trung và dài hạn rất lớn.

Các chính sách hỗ trợ giúp cải thiện triển vọng ngành

Chúng tôi đánh giá các biện pháp chính sách gần đây sẽ tạo động lực thúc đẩy tích cực trong ngắn và trung hạn cho các ngành hạ tầng, bất động sản và xây dựng, trong đó CTD và VHM là những đơn vị hưởng lợi chính. HSC đang xem xét lại khuyến nghị đối với VHM, đồng thời duy trì khuyến nghị Mua vào đối với CTD với giá mục tiêu là 104.762đ.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 2/7.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
BCM	52,800	Tăng tỷ trọng	-	60,500	-	14.6	32.6	24.0	2.15	1.93	-	-
CRE	7,070	Tăng tỷ trọng	-	8,900	-	25.9	18.7	31.4	0.56	0.57	-	-
CTD	72,500	Mua vào	-	104,762	-	44.5	10.8	8.39	0.80	0.74	2.01	2.01
DXG	12,700	Mua vào	-	16,667	-	31.2	68.1	9.06	1.11	1.00	-	-
DXS	7,210	Mua vào	-	11,000	-	52.6	13.0	11.2	0.62	0.59	-	-
IDC	41,600	Mua vào	-	52,200	-	25.5	6.27	6.30	1.83	1.61	8.29	8.29
KBC	29,800	Tăng tỷ trọng	-	35,000	-	17.4	20.2	12.4	1.07	0.99	-	-
KDH	21,850	Mua vào	-	32,300	-	47.8	19.3	14.5	1.24	1.15	0	0
NLG	26,700	Mua vào	-	39,700	-	48.7	17.3	13.4	0.98	0.93	1.87	1.87
NVL	12,550	Tăng tỷ trọng	-	16,744	-	33.4	13.8	9.65	0.63	0.59	-	-
PDR	14,800	Tăng tỷ trọng	-	19,200	-	29.7	56.7	13.6	1.15	1.06	-	-
PHR	63,500	Mua vào	-	86,000	-	35.4	6.45	5.31	1.75	1.41	4.72	4.72
SIP	50,000	Mua vào	-	88,000	-	76.0	9.00	8.24	1.77	1.51	3.58	3.58
TCH	14,600	Tăng tỷ trọng	-	20,000	-	37.0	4.14	3.57	0.73	0.59	0.33	0.33
VGC	43,900	Tăng tỷ trọng	-	50,500	-	15.0	9.79	9.15	2.07	1.87	5.84	5.84
VHM	148,700	Nắm giữ	-	163,400	-	9.89	9.81	9.23	2.03	1.67	0	0
VRE	28,300	Mua vào	-	40,600	-	43.5	14.6	10.8	1.27	1.14	-	-

Giá cổ phiếu tại ngày 1/7/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Phân bổ tín dụng theo định hướng phát triển hạ tầng

Chúng tôi đánh giá các biện pháp chính sách gần đây, bao gồm Văn bản 5386/NHNN-TD và Thông tư số 25/2026/TT-NHNN được ban hành vào ngày 22/6/2026, là những yếu tố hỗ trợ cho các lĩnh vực hạ tầng, bất động sản và xây dựng. Tổng hợp lại, các biện pháp này không chỉ cải thiện khả năng tiếp cận nguồn vốn tài trợ ngắn đến trung hạn cho các dự án có quy mô lớn, mà còn phát đi tín hiệu về việc Chính phủ sẵn sàng sử dụng hệ thống ngân hàng như một kênh thúc đẩy tăng trưởng dựa trên đầu tư. Chúng tôi tin rằng đây là động lực tăng trưởng trong ngắn đến trung hạn cho các cổ phiếu CTD và VHM. HSC đang xem xét lại khuyến nghị đối với VHM, đồng thời duy trì khuyến nghị Mua vào đối với CTD với giá mục tiêu là 104.762đ.

Khung hướng dẫn các NHTM cấp tín dụng cho các dự án lớn

Ngày 22/6/2026, NHNN đã ban hành Văn bản số 5386/NHNN-TD hướng dẫn các ngân hàng thương mại về việc loại trừ dư nợ tín dụng giải ngân cho 18 đại dự án thuộc Vingroup, Sun Group và Masterise Group khỏi chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng. Tổng nhu cầu vốn cần huy động của chuỗi dự án này ước tính vượt 752 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2026–2033. Điều này có nghĩa là tổng số vốn dự kiến giải ngân cho các dự án này trong năm 2026 (ước tính khoảng 210 nghìn tỷ đồng) sẽ nằm ngoài hạn mức tăng trưởng tín dụng 15% được NHNN giao từ đầu năm 2026. Văn bản cũng yêu cầu các NHTM giám sát chặt chẽ và báo cáo định kỳ các khoản dư nợ này, đảm bảo tuân thủ Thông tư mới sửa đổi, số 25/2026/TT-NHNN về trần tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn. Đồng thời, NHNN khuyến khích các tổ chức tín dụng triển khai hình thức cấp tín dụng hợp vốn; trường hợp tổng mức cấp tín dụng cho một khách hàng hoặc nhóm khách hàng liên quan vượt quá giới hạn quy định, ngân hàng phải báo cáo NHNN để trình Thủ tướng Chính phủ phê duyệt.

Chúng tôi đánh giá động thái này là một tín hiệu chính sách cho thấy Chính phủ đang tích cực điều phối việc phân bổ tín dụng hướng tới các dự án phát triển và hạ tầng chiến lược bao gồm:

- **Vingroup** đang có sự dịch chuyển chiến lược quan trọng khi tích cực tập trung vào mảng đường sắt tốc độ cao và hạ tầng giao thông công cộng đô thị. Trong đó, đáng chú ý nhất là các siêu dự án đường sắt Bến Thành – Cần Giờ và Hà Nội – Quảng Ninh. Chúng tôi lưu ý rằng liên doanh giữa VHM và VinSpeed gần đây đã được chỉ định thầu EPC cho 5 tuyến metro tại Hà Nội với tổng giá trị khoảng 1.460 nghìn tỷ đồng. Hiện tại, NHNN đang tích cực điều phối với hệ thống ngân hàng để đảm bảo thu xếp nguồn vốn dài hạn (tổng cộng hơn 212 nghìn tỷ đồng) cho các dự án đường sắt mang tính chiến lược quốc gia này.
- **Sun Group** được xem là một doanh nghiệp mạnh trong mảng hạ tầng phục vụ du lịch. Tập đoàn này được giao nhiệm vụ thúc đẩy kết nối vùng thông qua các dự án như đường dẫn vào Sân bay Gia Bình và hệ thống hạ tầng thể thao quốc gia quy mô lớn. Bên cạnh đó là các công trình hạ tầng trọng điểm phục vụ cho Hội nghị Thượng đỉnh APEC 2027 – sự kiện ngoại giao mang tính cột mốc nhằm định vị vị thế của Việt Nam trên trường quốc tế. Tổng nhu cầu vốn cần huy động cho danh mục các siêu dự án sắp tới này ước tính đạt hơn 332 nghìn tỷ đồng.
- **Masterise Group** được chỉ định làm nhà phát triển dẫn dắt cho dự án Sân bay Quốc tế Gia Bình và hệ sinh thái công nghiệp phụ cận. Nhiệm vụ này đại diện cho hơn 134 nghìn tỷ đồng thuộc các dự án tập trung vào hạ tầng. Bước đi này đánh dấu sự mở rộng đáng kể trong danh mục đầu tư của Tập đoàn sang lĩnh vực hàng không và công trình dân dụng có độ phức tạp cao, nhờ sự hậu thuẫn từ nguồn vốn tín dụng chính thức của các tổ chức tài chính.

Trong khi các nhà phát triển bất động sản – bao gồm Vingroup, Sun Group và Masterise Group – được trao quyền phát triển dự án và điều phối các cấu trúc vốn vay lẫn vốn chủ sở hữu phức tạp, Coteccons (CTD – Mua vào, giá mục tiêu 104.762đ) cũng trở thành đơn vị hưởng lợi trong chuỗi giá trị này. Với vị thế là nhà thầu tổng thầu được ưu tiên lựa chọn của các tập đoàn này, CTD sở hữu lợi thế vượt trội để nắm bắt trọn vẹn chuỗi giá trị dịch vụ ăn theo dòng vốn đầu tư khổng lồ nêu trên.

Bảng 1: 18 dự án thuộc danh mục quy định tại Văn bản số 5386/NHNN-TD, ban hành ngày 22/06/2026.

Phản ánh sự hỗ trợ về chính sách đối với hoạt động cấp tín dụng của các ngân hàng cho các dự án lớn do Vingroup, Sun Group và Masterise phát triển.

stt	Dự án	Nhà đầu tư /phát triển (*)	Tổng đầu tư ban đầu	Tổng mức đầu tư điều chỉnh (**)	Vốn chủ sở hữu	Vốn huy động
Các dự án phục vụ Hội nghị thượng đỉnh APEC			122,308	215,603	38,455	169,724
1	Trung tâm Hội nghị APEC	Sun Group	21,860	25,030	5,006	20,024
2	Mở rộng Sân bay Quốc tế Phú Quốc	Sun Group	21,998	59,351	8,903	50,448
3	Khu đô thị hỗn hợp Bai Dat Do	Sun Group	64,000	101,400	20,280	81,120
4	Khu du lịch sinh thái và đô thị hỗn hợp Núi Ông Quân	Sun Group	5,500	19,316	3,863	15,453
5	Tuyến tàu điện ngầm số 1	Sun Group	8,950	10,506	403	2,679
Các dự án thực hiện theo hình thức PPP			199,510		37,208	162,302
6	Khu liên hợp thể thao quốc gia Rạch Chiếc	Sun Group	145,629		29,126	116,503
7	Đường nối sân bay Gia Bình với Hà Nội (đoạn Hà Nội)	Sun Group	28,794		4,319	24,475
8	Đường nối sân bay Gia Bình với Hà Nội (đoạn Bắc Ninh, Km9+000 - Km27+766)	Sun Group	25,087		3,763	21,324
Các dự án đường sắt cao tốc			249,800		37,469	212,331
9	Đường sắt Bến Thành - Cần Giờ	Vingroup	102,430		15,364	87,066
10	Đường sắt Hà Nội - Quảng Ninh	Vingroup	147,370		22,105	125,265
Các dự án tại Sân bay Quốc tế Gia Bình						207,782
11	Dự án Sân bay Quốc tế Gia Bình	Masterise				112,998
12	Tháp kiểm soát không lưu ATC	Masterise				1,583
13	BT1 - Đường kết nối sân bay	Masterise				3,221
14	BT2 - Khu tái định cư	Masterise				8,990
15	BT3 - Khôi phục cơ sở hạ tầng (sông, điện, trường học...)	Masterise				7,544
16	Dự án đối ứng cho BT1					19,679
17	Dự án đối ứng cho BT2					25,935
18	Dự án đối ứng cho BT3					27,832
						752,139

(*) Thông tin dự án được tổng hợp từ báo cáo của ba doanh nghiệp theo Công văn số 286/2026/CV-SHD của Sun Group, Công văn số 122/2026/CV-MAI của MAI (Masterise) và Công văn số 372/2026/CV-VGR của Vingroup, cùng ban hành ngày 04/06/2026.

(**) Sun Group hiện đang hoàn tất các thủ tục để trình cấp có thẩm quyền phê duyệt việc điều chỉnh tăng tổng mức đầu tư của các dự án.
Nguồn: Văn bản số 5386/NHNN-TD, HSC

Nới trần tỉ lệ cho vay để hỗ trợ mảng hạ tầng và bất động sản

Được ban hành vào ngày 22/6/2026 và chính thức có hiệu lực từ ngày 1/7/2026, Thông tư số 25/2026/TT-NHNN (sửa đổi Thông tư số 22/2019/TT-NHNN) đã nâng trần tỷ lệ sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn lên 40%, từ mức 30%.

Thông tư nêu rõ biện pháp này nhằm mở rộng khả năng cung ứng tín dụng cho các doanh nghiệp và dự án đầu tư để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, đồng thời tạo ra không gian linh hoạt lớn hơn trong việc thực thi chính sách tiền tệ.

HSC đánh giá việc nâng trần sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn này là yếu tố đặc biệt hỗ trợ cho các lĩnh vực hạ tầng và bất động sản, nơi các chu kỳ phát triển dự án vốn dĩ kéo dài. Các dự án nhà ở thường mất hơn 2 năm để hoàn thành, các dự án khu đô thị thường vượt quá 3 năm, và các dự án hạ tầng lớn có thể kéo dài từ 3 đến 10 năm. Do nhu cầu lớn về nguồn vốn tài trợ trung và dài hạn trong các lĩnh vực này, hạn mức cao hơn sẽ nâng cao năng lực của các ngân hàng trong việc cấp vốn cho các dự án quy mô lớn. Quan trọng hơn hết, động thái này tái khẳng định cam kết chính sách mạnh mẽ của Chính phủ trong việc thúc đẩy mô hình tăng trưởng dựa trên đầu tư thông qua việc khơi thông khả năng tiếp cận vốn tín dụng.

Quan điểm của HSC: Chính sách tín dụng thuận lợi củng cố triển vọng ngành

Nhìn chung, HSC đánh giá các biện pháp chính sách gần đây sẽ tạo động lực thúc đẩy mạnh mẽ trong ngắn và trung hạn cho các ngành thâm dụng vốn đầu tư, đặc biệt là hạ tầng, bất động sản và xây dựng. Tựu trung lại, cả hai động thái – hướng dẫn

của NHNN về cơ chế cấp tín dụng cho các dự án lớn và việc nâng trần tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung-dài hạn – đều phát đi tín hiệu rõ ràng về một quan điểm chính sách nới lỏng và hỗ trợ mạnh mẽ hơn đối với hoạt động tài trợ dự án và tăng trưởng kinh tế. Chúng tôi nhận thấy các cổ phiếu trong ngành này sẽ hưởng lợi lớn từ các chính sách này, trong đó có CTD và VHM. HSC đang xem xét lại khuyến nghị đối với VHM, đồng thời duy trì khuyến nghị Mua vào đối với CTD với giá mục tiêu là 104.762đ.

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, TP HCM
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