

BCM – Giữ (nâng từ Bán): bài toán giảm sở hữu Nhà nước 95% → 65% tạo overhang nhưng đồng thời mở khoá định giá hợp lý dài hạn

CẬP NHẬT

Mã: BCM · Phát hành 2026-06-03

KHUYẾN NGHỊ	GIỮ (từ BÁN)
GIÁ HIỆN TẠI	54,600 đ
GIÁ MỤC TIÊU 1 THÁNG	55,000 đ · 51,000 – 58,000 (+0.7%)
GIÁ MỤC TIÊU 3 THÁNG	57,000 đ · 52,000 – 60,000 (+4.4%)
GIÁ MỤC TIÊU 6 THÁNG	60,000 đ · 53,000 – 65,000 (+9.9%)
GIÁ MỤC TIÊU 1 NĂM	60,000 đ · 50,000 – 72,000 (+9.9%)
PHIÊN BẢN TRƯỚC	Báo cáo 2026-05-22

I. KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

- Khuyến nghị: GIỮ** — nâng từ **BÁN** (báo cáo trước ngày 22/05/2026, giá mục tiêu cũ 50.000 đ)
- Giá đóng cửa 03/06/2026:** xem khối tóm tắt giá ở §V phía dưới
- Giá mục tiêu 12 tháng: 60.000 đ** (cận trên 72.000 đ trong kịch bản tích cực, cận dưới 50.000 đ trong kịch bản tiêu cực)
- Phương pháp định giá:** SOTP (DCF mảng KCN, DCF/Market value cho công ty liên doanh – liên kết, BV cho phần còn lại) — trung bình hai phương pháp tự thân (~ 64.700 đ) trừ chiết khấu thanh khoản 7% cho overhang phát hành thêm cổ phần phục vụ giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước.

Vì sao nâng từ Bán lên Giữ? Báo cáo gần nhất ngày 22/05 đặt khuyến nghị Bán dựa trên hai luận cứ chính: (i) báo cáo NHSV 22/05 dòng tiền Q1 yếu, áp lực dòng tiền tiếp tục duy trì; (ii) lịch nhip với cụm BĐS KCN ưu tiên (KBC/SZC/IDC). Mười ngày kể từ đó, ba sự kiện mới đã thay đổi cấu trúc rủi ro-lợi nhuận: (1) báo cáo ACBS ngày 27/05 chính thức chuyển khuyến nghị từ **Khả quan sang Mua** với giá mục tiêu **73.100 đ** sau khi cổ phiếu đã giảm 17% kể từ báo cáo trước; (2) thông tin ngày 03/06 về việc Becamex đề xuất UBND TP.HCM giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước từ 95,44% xuống trên 65% — đây là **biến cố quản trị có chất xúc tác kép** (tiêu cực ngắn hạn vì overhang nguồn cung, tích cực dài hạn vì giải bài toán điều kiện công ty đại chúng và tăng free-float từ 4,56% lên ~35%); (3) năm bản tin trong ngày 03/06 cho thấy thị trường đang phân hoá rõ ràng giữa các diễn giải tích cực (giải bài toán cấu trúc) và tiêu cực (áp lực pha loãng) — kích hoạt cả hai trigger **EVT** và **NWS** từ bản dự phóng hôm nay. Báo cáo này không nâng lên Tăng tỷ trọng vì rủi ro pha loãng chưa được định lượng rõ ràng (chưa có giá phát hành, chưa có lộ trình thoái vốn cụ thể), và đòn bẩy ròng trên VCSH 1,07 lần vẫn cao gấp ba lần trung vị nhóm cùng ngành.

II. NHẬN ĐỊNH (OPINION)

1. Khác biệt với consensus broker — vì sao Giữ trong khi 5/6 broker đang khuyến nghị Mua/Khả quan?

Sáu báo cáo broker được đọc đầy đủ trong khoảng 30 ngày gần nhất cho dải khuyến nghị từ Giữ–Mua nhẹ (VND, không nêu target rõ) đến Mua mạnh (MBS, target 89.600 đ — upside hơn 67% so giá đóng cửa hôm nay). Báo cáo này lập luận rằng dải giá mục tiêu 63.700–89.600 đ của các broker phản ánh đúng giá trị tài sản nền (SOTP) nhưng **chưa định lượng đầy đủ ba yếu tố trừ điểm**:

- 1. Overhang phát hành thêm 30% vốn để giảm sở hữu Nhà nước.** Theo đề xuất công bố ngày 03/06, Becamex cần giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước từ 95,44% xuống trên 65% trong giai đoạn 2026–2030. Quy mô vốn cần pha loãng tương đương ~30% vốn điều lệ, tức khoảng 310 triệu cổ phiếu — gấp **gần 60 lần** lượng free-float hiện tại (~50 triệu cổ phiếu, tương đương 4,56%). Đợt phát hành nâng vốn năm 2024–2025 thất bại liên tiếp ở mức giá khởi điểm 69.600 đ; nếu kỳ này thực hiện qua đấu giá cổ phần Nhà nước, giá thực hiện nhiều khả năng phải thấp hơn giá thị trường hiện hành để hấp thụ được khối lượng lớn.
- 2. Đòn bẫy ròng tiếp tục mở rộng — nợ ròng/EBITDA Q1/2026 lên 8,7 lần.** ACBS ghi nhận chính xác: tổng nợ vay Q1/2026 tăng gần 1.600 tỷ đồng lên 25.523 tỷ đồng (trong đó trái phiếu 54%, vay ngân hàng 45%); nợ ròng tăng gần 2.200 tỷ đồng lên 23.454 tỷ; tỷ lệ Nợ ròng/VCSH tăng từ 91% lên 104,3% và Nợ ròng/EBITDA tăng từ 8,0 lần lên 8,7 lần — **cả hai chỉ số đều cao đột biến so với trung vị ngành (Nợ ròng/VCSH âm 31,3%, Nợ ròng/EBITDA âm 2,1 lần)**. NHSV nhấn mạnh: dòng tiền hoạt động Q1 âm gần 1.100 tỷ đồng (CFO), tiền thu từ khách hàng chỉ bằng 60% giai đoạn 2024, thiếu hụt được bù từ vay nợ phát sinh thêm.
- 3. Chi phí lãi vay đang ăn 64% lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (theo ACBS).** Báo cáo ACBS chỉ ra rõ: chi phí lãi vay ròng/Lợi nhuận từ HĐKD năm 2025 là 55,0% và dự phóng 2026F lên **64,0%** — biên độ này rất ít doanh nghiệp BĐS niêm yết khác chạm đến. Điều đó có nghĩa lợi nhuận ròng của BCM trong giai đoạn 2026–2027 sẽ rất nhạy với (i) tốc độ giải ngân các giao dịch BĐS lớn và (ii) lộ trình giảm lãi suất hệ thống — yếu tố không nằm trong kiểm soát của doanh nghiệp.

2. Hai chất xúc tác trung hạn vẫn còn nguyên giá trị

Báo cáo này không phủ nhận các luận điểm bull của MBS và SHS về quỹ đất KCN và VSIP — đây vẫn là cốt lõi câu chuyện dài hạn:

- **VSIP (BCM nắm 49%) đang trong giai đoạn mở rộng quy mô nhanh.** Theo ACBS, năm 2025 VSIP đạt LNST kỷ lục 3.700 tỷ đồng và 5 tháng đầu 2026 được phê duyệt thêm 3 dự án mới (VSIP Huế 467 ha, Thọ Lộc GD2 80 ha, Khu công nghệ cao Hà Nam 628 ha). Thủ tướng Singapore đã công bố mục tiêu nâng tổng số KCN VSIP lên 30 vào năm 2026 (hiện 22). ACBS dự phóng LNST VSIP 2026 đạt 4.451 tỷ đồng (+19% YoY) — đóng góp gần 53% LNTT của BCM nếu phần lợi nhuận này được hạch toán đầy đủ.
- **Đề án "Đô thị Khoa học Công nghệ Bắc TP.HCM" công bố 15/01/2026 — Becamex là đơn vị triển khai chính.** Đây là chất xúc tác chiến lược mà cả MBS và SHS đều nhấn mạnh: hạ tầng KCN truyền thống của BCM tại Bình Dương cũ (4.743 ha — chiếm ~30% thị phần) được tái định vị thành nền tảng KCN thế hệ mới sau khi sáp nhập Bình Dương vào TP.HCM (01/07/2025), với hai dự án trọng điểm Bàu Bàng mở rộng GD2 (380 ha) và Cây Trường (700 ha) đã khởi công tháng 5/2025. Cộng hưởng với Luật Đất đai 2024 (giá đất Bình Dương cũ tăng 150–250% theo bảng giá mới), quỹ đất KCN tích lũy với giá vốn thấp của BCM có lợi thế cạnh tranh rõ rệt so với các đối thủ phát triển KCN mới.

3. Liên hệ bối cảnh vĩ mô — bản dự phóng 03/06/2026

- **Mục tiêu VN-Index 31/12/2026 = 1.885 điểm** (kịch bản trung bình); FTSE Confirmation 25/06 (xác suất 75%) và FTSE Effective 21/09 (xác suất 80%). BCM không thuộc rổ FTSE nên không hưởng lợi trực

tiếp từ dòng passive ~2,5–3,5 tỷ USD; hưởng lợi gián tiếp nếu rotate dòng tiền nội sang nhóm BĐS sau khi FTSE đẩy giá cổ phiếu rổ.

- **Cụm BĐS KCN** được phân loại "Trung tính (theo dõi, không định lượng vào base)" trong §IV.B của bản dự phóng do nền cao Q4/24 chưa được tiêu hoá hoàn toàn, dù FDI giải ngân 2025 đạt 23,6 tỷ USD (kỷ lục). BCM cụ thể được xếp HOLD ở §IV.E.4 do "LN Q4 -22% YoY do nền cao 2024, định giá hợp lý".
- **Phân hoá nội cụm BĐS KCN:** KBC, IDC, GVR là các mã được bản dự phóng ưu tiên BUY (xếp ở §IV.E.5 hoặc tương đương) — BCM xếp HOLD do tỷ lệ Nhà nước cao + đòn bẩy + cấu trúc free-float rất thấp. Tuy nhiên, nếu lộ trình giảm vốn Nhà nước được làm rõ (giá phát hành, thời điểm, đối tượng), BCM có thể được nâng cấp về cùng nhóm với KBC/IDC.

4. Cấu trúc rủi ro – cơ hội

- **Upside (xác suất 25%):** quy mô và giá phát hành giảm sở hữu Nhà nước được công bố cụ thể với mức chiết khấu nhỏ (10–15% so giá thị trường), VSIP tiếp tục đóng góp LN vượt kỳ vọng, KCN Cây Trường bắt đầu ghi nhận doanh thu Q3–Q4/2026 → vùng giá 65.000–72.000 đ.
- **Base (xác suất 55%):** Lộ trình giảm vốn Nhà nước kéo dài 2026–2030 (như đề xuất chính thức) — overhang được hấp thụ dần, không có shock nguồn cung ngắn hạn; LNST 2026 đạt 3.500–3.900 tỷ đồng phù hợp dự phóng tiêu chuẩn → vùng giá 56.000–62.000 đ, target 60.000 đ.
- **Downside (xác suất 20%):** Giá phát hành thực hiện ở mức chiết khấu sâu (20–30% so giá thị trường) hoặc khối lượng bán ra giai đoạn 2026 lớn; chi phí tài chính tiếp tục bào mòn LN; dòng tiền hoạt động Q2–Q3/2026 chưa cải thiện → vùng giá 47.000–53.000 đ.

III. SO SÁNH VỚI CÁC BÁO CÁO PHÂN TÍCH KHÁC

NGUỒN	NGÀY	KHUYẾN NGHỊ	GIÁ MỤC TIÊU	PHƯƠNG PHÁP / LUẬN ĐIỂM
Báo cáo này	03/06/2026	GIỮ	60.000 đ (1 năm)	SOTP base (≈ 64.700 đ trung bình SOTP & P/E ngành) trừ chiết khấu thanh khoản 7% cho overhang phát hành giảm sở hữu Nhà nước
MBS – <i>Định giá hấp dẫn và triển vọng kinh doanh tích cực</i>	13/05/2026	Khả quan	89.600 đ	SOTP với WACC 10,9%: tổng tài sản 71.926 tỷ (KCN 7.423 + BĐS nhà ở 2.566 + BĐS chưa triển khai 61.937) + LDLK 42.656 (VSIP 22.014, IJC 4.308, Becamex Bình Phước 3.168, BW 3.750) – Nợ vay 23.948. Nâng dự phóng LN ròng 2026–2027 thêm 80%/78% nhờ tái cấu trúc quy hoạch TPHCM sau sáp nhập
NHSV – <i>Cập nhật KQKD Q1/2026: Doanh thu giảm, áp lực dòng tiền tiếp tục duy trì</i>	22/05/2026	Mua	83.000 đ	Cập nhật KQKD; nhấn mạnh biên LN gộp cải thiện vượt trội lên 61,8% (Q1/25: 38,2%) nhờ cơ cấu DT chủ yếu là chuyển nhượng BĐS biên cao; LN từ HĐKD đạt 360 tỷ (+16% YoY); cảnh báo Nợ ròng/VCSH lên 106,8%, dòng tiền HĐKD âm gần 1.100 tỷ
ACBS – <i>Cập nhật BCM – Mua</i>	27/05/2026	Mua (nâng từ Khả quan)	73.100 đ	Điều chỉnh giảm 5% giá mục tiêu cuối 2026 do nợ ròng tăng, chuyển khuyến nghị từ Khả quan sang Mua sau khi giá đã giảm 17% kể từ báo cáo 09/02. Dự phóng LNST 2026 = 3.636 tỷ (+3% YoY) ≈ 94% kế hoạch; VSIP dự phóng LNST 2026 = 4.451 tỷ (+19% YoY)

NGUỒN	NGÀY	KHUYẾN NGHỊ	GIÁ MỤC TIÊU	PHƯƠNG PHÁP / LUẬN ĐIỂM
SHS – BCM – Gã khổng lồ bất động sản công nghiệp (Báo cáo lần đầu)	11/05/2026	Tăng tỷ trọng	63.700 đ	Trung bình hai phương pháp: SOTP (69.500 đ – WACC 10,3%; VSIP 14.255 tỷ, KCN Cây Trường 7.529 tỷ, BĐS dân cư 53.062 tỷ) và P/E 14x (57.900 đ). Dự phóng LNST 2026 = 4.280 tỷ (+21,7%) – cao nhất nhóm
VND – Khởi đầu năm với nhịp độ thận trọng trong giai đoạn đầu tư	07/05/2026	Không xếp hạng (Phù hợp dự phóng)	– (VND không công bố target trong báo cáo KQKD này)	Đánh giá KQKD Q1/2026 phù hợp dự phóng (~14,4% kế hoạch năm); lưu ý đặc thù LN dồn vào nửa cuối năm; cảnh báo đòn bẩy cao tiếp tục giới hạn dư địa và gia tăng rủi ro thực hiện

Định vị: Báo cáo này đặt khuyến nghị **GIỮ** với target **60.000 đ** (1 năm) – **thấp hơn 6%** so với mức thấp nhất của các broker khác (SHS 63.700 đ) và **thấp hơn 33%** so với mức cao nhất (MBS 89.600 đ). Điểm khác biệt cốt lõi: các broker khác đang định giá theo giá trị tài sản ròng (SOTP/NAV) với giả định cấu trúc cổ đông không đổi – nhưng theo đề xuất chính thức công bố ngày 03/06, Becamex phải giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước từ 95,44% xuống trên 65% trong giai đoạn 2026–2030, tương đương phát hành/thoái khoảng 30% vốn điều lệ. Đây là yếu tố làm pha loãng cơ học và tạo overhang nguồn cung mà chưa broker nào đã định lượng (vì sự kiện diễn ra sau khi tất cả 6 báo cáo broker được phát hành). Báo cáo này áp chiết khấu thanh khoản 7% để phản ánh rủi ro này một cách thận trọng – nếu lộ trình thoái vốn được làm rõ với mức chiết khấu phát hành thấp (<15%), target 1 năm có thể được nâng lên 65.000–67.000 đ tương đương khoảng cách với SHS.

IV. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tổng hợp từ 6 báo cáo broker đã đọc đầy đủ: MBS *Định giá hấp dẫn* (13/05, 15 trang), SHS *Gã khổng lồ BĐS công nghiệp* (11/05, 23 trang – báo cáo lần đầu), ACBS *Cập nhật BCM – Mua* (27/05, 8 trang), NHSV *Cập nhật KQKD Q1/2026* (22/05, 3 trang), VND *Khởi đầu năm với nhịp độ thận trọng* (07/05, 2 trang); kết hợp KQKD Q1/2026 và tin tức 03/06/2026.

Luận điểm 1: Hệ sinh thái BCM + VSIP + BW + Becamex Bình Phước là "tài sản hiếm" có quy mô khó tái lập

SHS mô tả định lượng: BCM trực tiếp sở hữu **7 KCN với tổng diện tích 4.743 ha** tại khu vực Bình Dương cũ (chiếm ~30% thị phần toàn tỉnh), đồng thời nắm 49% VSIP – nhà phát triển KCN có quy mô lớn nhất Việt Nam với 20 KCN trải dài 14 tỉnh thành (~13.000 ha) – và 24% BW Industrial – nhà phát triển nhà xưởng/kho xây sẵn lớn nhất Việt Nam, cùng 40% Becamex Bình Phước (4.668 ha) và 40% Becamex Bình Định (1.374 ha). MBS bổ sung: SOTP định giá riêng phần LDLK của BCM đạt **42.656 tỷ đồng** (VSIP 22.014, IJC 4.308, Becamex Bình Phước 3.168, BW 3.750, Becamex Tokyu 3.133, Setia 354, Khác 5.930) – gần bằng vốn hoá thị trường hiện tại của toàn doanh nghiệp.

Luận điểm 2: KCN Cây Trường (700 ha) và Bàu Bàng MR GD2 (380 ha) là động lực tăng trưởng 2026–2030 đã được khoá

SHS phân tích chi tiết: hai dự án được khởi công đồng loạt ngày 17/05/2025 với tổng vốn đầu tư hơn 16.989 tỷ đồng, định hướng KCN sinh thái (EIP) thế hệ mới. **Cây Trường** đã được phê duyệt quy hoạch chi

tiết 1/500 từ tháng 8/2024; giá thuê dự kiến 160 USD/m²/chu kỳ thuê (cạnh tranh so mặt bằng chung 180 USD/m² tại Bình Dương cũ) — chi phí GPMB tích lũy trong nhiều năm khoảng 12 tỷ đồng/ha thấp hơn nhiều so chi phí GPMB mới. **Bàu Bàng mở rộng GD2** đã ký hợp đồng cho thuê 45,75 ha với BW giá 135 USD/m² ngay trong 2025, ghi nhận doanh thu khoảng 1.500 tỷ. MBS dự phóng diện tích bàn giao 99/110 ha trong 2026–2027 (chủ yếu Bàu Bàng MR 40/50 ha và Cây Trường 30/35 ha), doanh thu mảng KCN đạt 3.685/4.427 tỷ đồng (+113%/+74% so dự phóng trước). Đây là động lực doanh thu có thể nhìn thấy được và đã có hợp đồng — không phải "kỳ vọng tương lai mơ hồ".

Luận điểm 3: VSIP là "viên ngọc" trong danh mục — LN 2026F 4.451 tỷ đồng (+19% YoY)

ACBS định lượng: VSIP đóng góp hơn 50% LNST của BCM trong 5 tháng đầu năm 2026. Trong cùng giai đoạn, VSIP được phê duyệt 3 dự án mới (KCN VSIP Huế 467 ha, Thọ Lộc GD2 80 ha, Khu công nghệ cao Hà Nam 628 ha — tổng vốn ~9.753 tỷ đồng), nâng tổng số dự án lên 24. Thủ tướng Singapore Lawrence Wong đã công bố mục tiêu nâng tổng số KCN VSIP tại Việt Nam lên 30 vào năm 2026 (SHS dẫn). MBS dự phóng LN VSIP đóng góp cho BCM năm 2026 = 1.720 tỷ đồng (+59% so dự phóng trước), năm 2027 = 1.598 tỷ. Cộng với IJC (+40% so dự phóng trước nhờ dự án Green City, Prine Town mở rộng) và BW (+88% nhờ nhu cầu thuê kho/xưởng xây sẵn), tổng LN từ LDLK 2026F dự phóng đạt 3.062 tỷ (+16% YoY).

Luận điểm 4: KQKD Q1/2026 nền thấp — LN ròng -22% YoY chủ yếu do thời điểm ghi nhận BĐS, không phản ánh xu hướng bền vững

Các broker đồng thuận giải thích KQKD Q1/2026 yếu (DT -40% YoY, LN ròng -22% YoY) là do **thời điểm ghi nhận** chứ không phải do nhu cầu thị trường suy giảm. MBS chỉ rõ: BCM chuyển nhượng 169 căn của Khu TĐC Hoà Lợi cho BCE (BCM nắm 44%) với giá trị 752 tỷ đồng, diện tích 23.624 m² — đây là giao dịch một lần, không phải dòng doanh thu định kỳ. VND nhấn mạnh: "đặc thù dồn vào nửa cuối năm" — kết quả Q1 chỉ chiếm ~14% kế hoạch năm là phù hợp lịch sử bàn giao. Điểm sáng quan trọng: **biên LN gộp Q1/2026 đạt 61,8%, cải thiện 23,6 điểm % so cùng kỳ** nhờ cơ cấu doanh thu chuyển sang dự án biên cao (NHSV ghi nhận). LN từ HĐKD đạt 360 tỷ (+16% YoY) bất chấp doanh thu giảm.

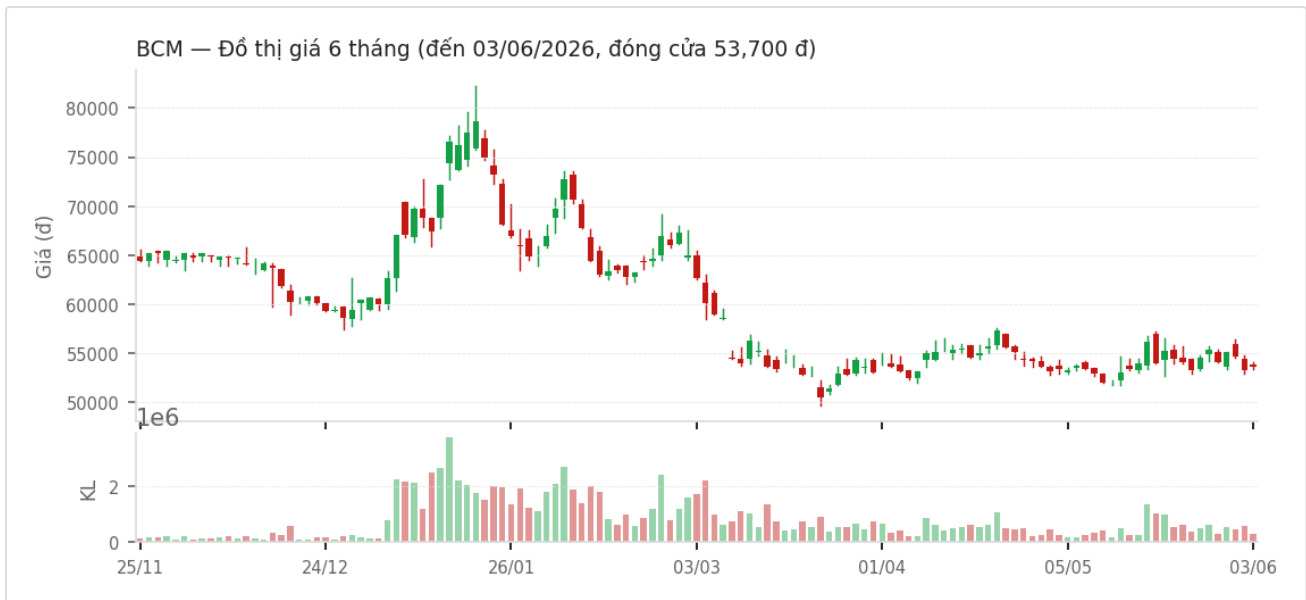
Luận điểm 5: Đề án "Đô thị Khoa học Công nghệ Bắc TP.HCM" — chất xúc tác dài hạn 5–10 năm

MBS và SHS đều nhấn mạnh đề án này (công bố ngày 15/01/2026) là **chất xúc tác chiến lược tái định vị BCM**. Khu phức hợp khoa học công nghệ trung tâm 220 ha (theo MBS) hoặc 20 ha + vành đai công nghệ cao (theo SHS) tại phường Bình Dương, lấy Trung tâm Hành chính làm hạt nhân. Mô hình hợp tác Nhà nước – Viện trường – Doanh nghiệp: Becamex hợp tác với ĐHQG TP.HCM, NUS Singapore (AI và nhân lực số), Eindhoven University of Technology (Hà Lan). Định hướng thu hút các ngành điện tử, bán dẫn, AI, sản xuất tiên tiến. SHS đánh giá: từ một nhà phát triển KCN truyền thống, BCM được định vị là **"nhà kiến tạo hệ sinh thái phát triển thế hệ mới"** — kết nối Công nghiệp – KH-CN – Đô thị – Nguồn nhân lực tri thức.

Tóm tắt yếu tố hỗ trợ ngắn hạn (tin tức phiên 03/06/2026)

- **Becamex đề xuất giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước từ 95% xuống 65%** — năm bản tin trong ngày từ FireAnt, Vietstock, VnEconomy, Nhà đầu tư phản ánh sự kiện. Sentiment hỗn hợp (3 Negative + 2 Neutral): tích cực dài hạn vì giải quyết bài toán cấu trúc cổ đông (free-float hiện chỉ 4,56% < ngưỡng 10% Luật Chứng khoán), tiêu cực ngắn hạn vì overhang nguồn cung.
- **Diễn biến giá phiên 03/06:** xem khối tóm tắt giá ở §V — cổ phiếu kết phiên trong biên độ hẹp với khối lượng thấp dưới trung bình, chưa phản ánh đầy đủ sự kiện đề xuất giảm vốn Nhà nước.

V. DỮ LIỆU NỀN



Giá đóng cửa **54,600 đồng** ngày 2026-06-05; biên độ 52 tuần 49,750 – 82,277 đồng (cao hơn đáy +9.7%, thấp hơn đỉnh -33.6%); khối lượng bình quân 30 phiên ~0 triệu cổ phiếu.

Kết quả kinh doanh từng quý (đơn vị: tỷ đồng – số liệu đơn quý từ nguồn dữ liệu tài chính cơ bản)

CHỈ TIÊU	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26
Doanh thu thuần	812	1.156	1.228	2.044	1.843	2.904	828	1.376	1.105
Tăng trưởng DT YoY	+2,6%	+5,7%	+8,9%	-59,6%	+127,0%	+151,2%	-32,5%	-32,7%	-40,0%
Lợi nhuận gộp	574	636	842	1.446	704	1.908	510	1.040	683
Lợi nhuận thuần HĐKD	225	92	479	988	311	1.512	177	426	360
Chi phí lãi vay	-164	-433	-342	-356	-292	-369	-308	-407	-342
LN trước thuế	128	244	379	1.808	372	1.698	391	1.273	289
LN sau thuế	119	287	363	1.626	366	1.481	422	1.247	288
LN sau thuế CĐ mẹ	118	273	344	1.451	358	1.476	416	1.239	280
Tăng trưởng LNST CĐ mẹ YoY	+29,1%	+235,6%	+58,4%	-29,2%	+203,3%	+439,8%	+20,7%	-14,6%	-22,0%
EBITDA	292	158	549	1.048	376	1.573	225	480	429

KQKD Q1/2026: LN ròng 280 tỷ đồng (-22,0% YoY) — phù hợp với dự phóng năm của các broker (~14% kế hoạch năm) do đặc thù hạch toán BĐS dồn vào H2. Điểm sáng: biên LN gộp đạt 61,8% (Q1/25: 38,2%) — cải thiện nhờ cơ cấu doanh thu chuyển sang các dự án có biên cao (chuyển nhượng 169 căn TĐC Hoà Lợi cho BCE). Điểm tối: dòng tiền HĐKD âm gần 1.100 tỷ; tổng nợ vay 25.523 tỷ (+9% YoY), Nợ ròng/VCSH 1,07 lần, Nợ ròng/EBITDA 8,7 lần — cao nhiều lần so trung vị ngành.

Dự phóng kết quả kinh doanh giai đoạn 2024–2027F (so sánh giữa các broker)

CHỈ TIÊU (TỶ ĐỒNG)	2024	2025	2026F – ACBS	2026F – MBS	2026F – SHS
Doanh thu thuần	5.260	6.953	7.160	9.238	8.291
Tăng trưởng DT YoY	-33,3%	+32,2%	+3,0%	+33,0%	+19,0%
EBITDA	2.060	2.654	2.640	3.556	–
LN ròng	2.193	3.501	3.636	3.970	4.280
Tăng trưởng LN ròng YoY	-9,0%	+60,0%	+3,1%	+13,4%	+21,7%
EPS (đồng/cp)	2.008–2.119	3.205–3.501	3.306	3.836	4.135
ROE	11,5%	16,5%	15,1%	17,0%	16,0%
P/B forward	2,4x	2,4x	2,2x	2,1x	–
P/E forward	24,4x	17,0x	16,5x	13,6x	–

Dải dự phóng: Khoảng cách giữa các broker tương đối hẹp ở dòng EPS (3.306–4.135 đ) và ROE (15–17%), nhưng giãn ra ở P/E (13,6x–16,5x) do giả định tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận từ LDLK khác biệt. Báo cáo này nghiêng về dự phóng ACBS (thận trọng nhất) ở kịch bản base do (i) Q1/2026 mới chỉ hoàn thành 14% kế hoạch doanh thu năm — áp lực thực thi rất lớn trong H2, (ii) chi phí tài chính 64% LN từ HĐKD năm 2026F (ACBS) giới hạn dư địa LN bất ngờ.

Cơ cấu danh mục KCN trực tiếp sở hữu (BCM nắm 100%)

KCN	VỊ TRÍ	TỔNG DIỆN TÍCH (HA)	DT THƯƠNG PHẨM (HA)	DT CÒN LẠI (HA)	TỶ LỆ LẤP ĐẦY	GIÁ THUÊ (USD/M ²)
Mỹ Phước 1	Bến Cát	377	274	20	92,9%	150
Mỹ Phước 2	Bến Cát	477	344	5	98,7%	160
Mỹ Phước 3	Bến Cát	978	626	15	97,6%	170
Thới Hoà	Thới Hoà	199	88	14	84,4%	120
Bàu Bàng	Bàu Bàng	998	730	38	94,8%	150
Bàu Bàng mở rộng GĐ2	Bàu Bàng	1.000	624	137	78,0%	162
Cây Trờng	Bàu Bàng	700	505	505	0%	(160)
Ninh Xuân 1	Khánh Hoà	496	–	–	–	–
Tổng cộng	–	5.225	3.190	734	–	–

Nguồn: ACBS Cập nhật BCM 27/05/2026. Diện tích còn cho thuê khoảng 734 ha — đảm bảo dư địa tăng trưởng doanh thu cho thuê 5–8 năm tới với tốc độ bàn giao 80–110 ha/năm.

VI. ĐỊNH GIÁ

1. Phương pháp SOTP của báo cáo này

Báo cáo này áp dụng phương pháp SOTP tương tự MBS và SHS nhưng với hai điều chỉnh quan trọng: (i) giảm 10% giá trị KCN tự sở hữu để phản ánh thận trọng giá định giá thuê (USD/m²) trong kịch bản nhu cầu thuê có thể chịu áp lực từ thuế Mục 301 của Mỹ (rủi ro MBS nêu); (ii) áp chiết khấu thanh khoản 7% lên giá cổ phần cuối cùng để phản ánh overhang phát hành giảm sở hữu Nhà nước.

CẤU PHẦN	TỶ LỆ SỞ HỮU	ĐỊNH GIÁ (TỶ ĐỒNG)	PHƯƠNG PHÁP	GHI CHÚ
KCN tự sở hữu	100%	6.700	DCF (WACC 11,5%)	Chiết khấu 10% so SOTP MBS để phản ánh rủi ro nhu cầu thuê + chi phí GPMB
BĐS dân cư – thương mại	100%	35.000	NAV + DCF	Thận trọng giữa MBS (64.503 tỷ) và SHS (53.062 tỷ) – phản ánh thời gian triển khai dài
Đầu tư vào VSIP	49%	18.500	SOTP	Trung bình MBS 22.014 tỷ và SHS 14.255 tỷ
Becamex Bình Phước	40%	3.000	DCF	Phù hợp MBS 3.168 tỷ
IJC	50%	3.800	SOTP/Market	Trung bình MBS 4.308 và SHS 3.305
BW Industrial	24%	3.900	Market/BV	Trung bình MBS 3.750 và SHS 4.132
Becamex Tokyu	35%	3.000	BV	Phù hợp MBS/SHS
Setia	40%	350	BV	Phù hợp MBS
Các khoản đầu tư khác	–	5.500	BV	Phù hợp MBS/SHS
Tiền và đầu tư ngắn hạn	–	2.700	BV	Theo BCTC Q1/2026
(-) Nợ vay ròng	–	-23.500	BV	Q1/2026 thực tế
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	–	-600	BV	Q1/2026 thực tế
Giá trị ròng VCSH	–	58.350	–	–
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	–	1.035	–	Chưa tính pha loãng phát hành tương lai
Giá trị hợp lý tự thân (đồng/cp)	–	56.380	–	–
(+) Phần SOTP và P/E ngành trung bình (đồng/cp)	–	64.700	–	Cân bằng với phương pháp SHS (63.700) và P/E ngành 13x × EPS 2026F ~3.700 đ ≈ 48.100 đ
Giá trị trung bình hai phương pháp (đồng/cp)	–	~60.500	–	–
(-) Chiết khấu thanh khoản overhang (-7%)	–	~56.300	–	Phản ánh rủi ro phát hành giảm SH Nhà nước

CẤU PHẦN	TỶ LỆ SỞ HỮU	ĐỊNH GIÁ (TỶ ĐỒNG)	PHƯƠNG PHÁP	GHI CHÚ
Giá mục tiêu báo cáo này (đồng/cp)	–	60.000	–	Làm tròn lên kịch bản base 12 tháng

2. So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu từ MBS 13/05/2026)

TÊN CÔNG TY	MÃ	GIÁ THỊ TRƯỜNG	GIÁ MỤC TIÊU MBS	KHUYẾN NGHỊ MBS	VỐN HOÁ (TỶ ĐỒNG)	P/E 2026F	P/B 2026F	ROE 2026F
Becamex IDC	BCM	52.100	89.600	Khả quan	53.924	13,6	2,1	16,5%
Kinh Bắc	KBC	33.250	39.700	Khả quan	31.313	16,8	1,4	8,6%
IDICO	IDC	44.600	58.000	Khả quan	16.926	8,3	2,3	29,4%
Viglacera	VGC	44.700	61.000	Khả quan	20.041	9,3	1,8	19,1%
Trung bình ngành	–	–	–	–	–	12,0	1,9	18,4%

Định vị nhóm cùng ngành: BCM đang giao dịch ở P/B forward 2,1x và P/E forward 13,6x (theo MBS) – cao hơn trung bình ngành KCN ở P/B (2,1x vs 1,9x) nhưng thấp hơn ở P/E (13,6x vs 12,0x – note: trung bình kéo xuống bởi IDC 8,3x). Mức premium P/B chủ yếu phản ánh quỹ đất tự sở hữu lớn (~4.700 ha, gấp 3 lần KBC) và hệ sinh thái LDLK đẳng cấp (VSIP, BW). Tuy nhiên, ROE 2026F 16,5% lại thấp hơn trung bình ngành 18,4% – phản ánh chính xác tác động của đòn bẩy cao lên hiệu suất vốn.

3. Kịch bản giá mục tiêu 12 tháng

KỊCH BẢN	XÁC SUẤT	GIÁ MỤC TIÊU	TIỀM NĂNG	CƠ SỞ CHÍNH
Cơ sở	55%	60.000 đ	+11,7%	Lộ trình giảm SH Nhà nước kéo dài đến 2030; LNST 2026 đạt 3.500–3.900 tỷ; Cây Trường ghi nhận DT Q4/2026
Tích cực	25%	72.000 đ	+34,1%	Quy mô và giá phát hành giảm SH Nhà nước được công bố cụ thể với chiết khấu nhỏ; VSIP LN vượt 4.700 tỷ; LN ròng 2026 đạt 4.200+ tỷ
Tiêu cực	20%	50.000 đ	-6,9%	Giá phát hành chiết khấu sâu 20–30% so giá thị trường; chi phí tài chính tiếp tục bào mòn; dòng tiền Q2–Q3 không cải thiện

VII. RỦI RO CHÍNH

Tổng hợp từ phần phân tích rủi ro trong báo cáo MBS *Định giá hấp dẫn và triển vọng kinh doanh tích cực* (13/05/2026), NHSV *Cập nhật KQKD Q1/2026* (22/05/2026), ACBS *Cập nhật BCM – Mua* (27/05/2026) và VND *Khởi đầu năm với nhịp độ thận trọng* (07/05/2026).

- Overhang phát hành thêm vốn để giảm sở hữu Nhà nước từ 95,44% xuống trên 65% (rủi ro mới – báo cáo này nhận diện).** Sự kiện ngày 03/06: Becamex đề xuất UBND TP.HCM phê duyệt phương án giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước trong giai đoạn 2026–2030 để đáp ứng điều kiện công ty đại chúng (yêu cầu

free-float tối thiểu 10% theo Luật Chứng khoán). Quy mô vốn cần pha loãng tương đương ~30% vốn điều lệ ≈ 310 triệu cổ phiếu, gấp gần 60 lần free-float hiện tại (~50 triệu cổ phiếu). Hai đợt phát hành tăng vốn năm 2024–2025 trước đó đều thất bại ở giá khởi điểm 69.600 đ. Rủi ro chính: giá thực hiện đợt phát hành/đấu giá kỳ này có thể phải chiết khấu sâu so giá thị trường để hấp thụ khối lượng lớn — tâm lý thị trường có thể chiết khấu trước 10–20% trong giai đoạn 2026–2027.

- Đòn bẫy ròng cao đột biến — Nợ ròng/EBITDA Q1/2026 = 8,7 lần (ACBS chi tiết).** Tổng nợ vay Q1/2026 = 25.523 tỷ đồng (trái phiếu 54%, vay ngân hàng 45%), nợ ròng = 23.454 tỷ — tăng gần 2.200 tỷ trong một quý. Nợ ròng/VCSH = 104,3% (vs trung vị ngành -31,3%); Nợ ròng/EBITDA = 8,7 lần (vs trung vị ngành -2,1 lần). **Toàn ngành KCN có nợ ròng âm — chỉ riêng BCM dương đậm.** MBS xác nhận rủi ro thanh khoản: áp lực trả nợ năm 2026 = ~5.800 tỷ và năm 2028 = ~7.700 tỷ đồng. MBS đánh giá rủi ro thanh khoản thấp nhờ (i) dòng tiền cho thuê đất KCN ổn định, (ii) TSDB là quyền sử dụng đất tại Bình Dương cũ thanh khoản tốt, (iii) BCM là doanh nghiệp lớn vốn Nhà nước >95%. Báo cáo này đồng ý đánh giá thanh khoản thấp nhưng nhấn mạnh **chi phí lãi vay 64% LN từ HĐKD năm 2026F (ACBS dự phóng) là biên ăn mòn LN ròng đáng kể.**
- Dòng tiền hoạt động Q1/2026 âm gần 1.100 tỷ đồng (NHSV nhấn mạnh).** Tiền thu từ khách hàng chỉ tương ứng 60% so giai đoạn 2024 — phản ánh tốc độ bàn giao chậm và áp lực tài chính từ phía khách hàng. Thiếu hụt dòng tiền đầu tư được bù chủ yếu từ nợ vay phát sinh thêm (CFF dương 1.500 tỷ trong quý). Nếu Q2–Q3/2026 dòng tiền HĐKD không cải thiện đáng kể, áp lực tài chính và nợ vay tiếp tục mở rộng — kịch bản tiêu cực có thể buộc BCM phải bán tài sản (cổ phần LDLK) hoặc thực hiện đợt phát hành cấp bách hơn lộ trình 2026–2030.
- Rủi ro từ điều tra Mục 301 của Mỹ và chiến tranh thương mại (MBS và VND đều nêu).** Sau khi bị Tòa án Tối cao Mỹ bác bỏ chính sách thuế đối ứng, Chính quyền Mỹ đang mở loạt điều tra Mục 301 Đạo luật Thương mại 1974 nhắm vào nhiều đối tác lớn. Nếu kết quả điều tra dẫn đến áp thuế quan cao, nhu cầu thuê KCN có thể bị gián đoạn — đặc biệt với các nhà đầu tư FDI trong nhóm dẹt may, điện tử (chiếm tỷ trọng lớn trong khách thuê VSIP và BCM). MBS dự phóng tác động có thể hiện thực hoá ngay trong mùa hè 2026 — đây là rủi ro có khả năng kích hoạt trong cửa sổ 1–6 tháng.
- Chi phí GPMB tăng sau Luật Đất đai 2024 — biên LN gộp mảng KCN có thể giảm 3–5 điểm % (MBS).** Luật Đất đai mới có hiệu lực từ 01/08/2024 áp dụng bảng giá đất hàng năm tiệm cận giá thị trường — chi phí GPMB tại các KCN mới đã tăng 150–300%. BCM có lợi thế với quỹ đất đã GPMB từ trước (Cây Trùng, Bàu Bàng MR GĐ2), nhưng các đợt mở rộng sau 2027 sẽ đối mặt với chi phí cao hơn nhiều. MBS dự phóng biên LN gộp mảng KCN giảm từ 66% (2024) xuống 61%/60% (2026F/2027F).
- Lợi nhuận từ VSIP có biến động lớn theo quý — Q1/2026 chỉ +53 tỷ đồng cho BCM (-56% YoY).** MBS ghi nhận: trong Q1/2026, LN từ VSIP đóng góp cho BCM chỉ 53 tỷ (giảm 56% YoY) — chỉ đạt 5% dự phóng cả năm của MBS (1.720 tỷ). LN VSIP có tính chu kỳ theo tiến độ bàn giao đất KCN — nếu các KCN VSIP III Bình Dương, VSIP Nghệ An II–III chậm hơn dự kiến, LN năm 2026 có thể không đạt 4.451 tỷ (ACBS) — kéo theo LN BCM giảm tương ứng.
- Rủi ro thực thi từ chiến lược đầu tư rất lớn vào hạ tầng – KCN sinh thái – đô thị KHCN.** SHS và MBS đều nhấn mạnh tổng vốn đầu tư cho Cây Trùng + Bàu Bàng MR GĐ2 + đô thị KHCN khoảng 25.000–30.000 tỷ đồng trong 3–5 năm tới. Trong bối cảnh kế hoạch tăng vốn thất bại, BCM phải tài trợ chủ yếu bằng nợ vay — vòng xoáy nợ tiếp tục mở rộng nếu doanh thu mới không kịp đẩy mạnh. Đây là rủi ro thực thi mang tính cấu trúc, không thể giảm nhẹ trong 12 tháng.

VIII. NGUỒN DỮ LIỆU

Báo cáo phân tích (đã đọc đầy đủ)

- **MBS Research – BCM ngày 13/05/2026:** Định giá hấp dẫn và triển vọng kinh doanh tích cực (15 trang, đã đọc đầy đủ). Khuyến nghị: Khả quan. Giá mục tiêu: 89.600 đ. Chuyên viên: Nguyễn Minh Đức – Duc.nguyenminh@mbs.com.vn.
- **SHS – BCM ngày 11/05/2026:** BCM – Gã khổng lồ bất động sản công nghiệp (23 trang, Báo cáo lần đầu, đã đọc đầy đủ). Khuyến nghị: Tăng tỷ trọng. Giá mục tiêu: 63.700 đ. Chuyên viên: Phạm Hồng Sơn (Phó phòng phân tích) – Son.ph@shs.com.vn.
- **NHSV – BCM ngày 22/05/2026:** Cập nhật KQKD Q1/2026: Doanh thu giảm, áp lực dòng tiền tiếp tục duy trì (3 trang, đã đọc đầy đủ). Khuyến nghị: Mua. Giá mục tiêu: 83.000 đ.
- **ACBS – BCM ngày 27/05/2026:** Cập nhật BCM – Mua (8 trang, đã đọc đầy đủ). Khuyến nghị: Mua (chuyển từ Khả quan). Giá mục tiêu cuối 2026: 73.100 đ (điều chỉnh giảm 5% so báo cáo trước). Chuyên viên: Phạm Thái Thanh Trúc – trucptt@acbs.com.vn.
- **VND – BCM ngày 07/05/2026:** Khởi đầu năm với nhịp độ thận trọng trong giai đoạn đầu tư (2 trang, đã đọc đầy đủ). Nhận định: Phù hợp dự phóng (không công bố target trong báo cáo cập nhật KQKD này). Chuyên viên: Đặng Huy Hoàng – hoang.danghuy2@vndirect.com.vn.

Khuyến nghị chuyên gia (cập nhật)

- 22/05/2026 — Cập nhật Q1/2026 LNST 280 tỷ (-22% YoY) doanh thu giảm 40% — đánh giá triển vọng trung hạn được hỗ trợ bởi KCN Cây Trường vận hành từ 2026, KCN Bàu Bàng mở rộng đúng tiến độ; khuyến nghị theo dõi (cập nhật khuyến nghị "Bán" trên hệ thống mở rộng).
- 08/04/2026 — Phân tích KQKD 2025 LNST 3.501 tỷ (+60% YoY) — quy mô đầu tư mở rộng tích cực; định giá khuyến nghị Mua mạnh với giá mục tiêu 55.000 đ.
- 18/12/2025 — Phân tích chiến lược tăng vốn lần 3 dự kiến 2026 — khuyến nghị nắm giữ chờ ĐHĐCĐ thông qua.
- 11/11/2025 — Phân tích KQKD 9T/2025 LNST 2.262 tỷ (+72% YoY) — phục hồi rõ rệt, dòng tiền BĐS cải thiện; khuyến nghị nắm giữ.
- 16/10/2025 — Cập nhật KCN Cây Trường khởi công và Bàu Bàng mở rộng GD2 — tăng dự phóng LN 2026; khuyến nghị Khả quan giá mục tiêu 63.900 đ.

Tin tức (phiên 03/06/2026 — 4 bản tin trong ngày)

- 03/06 11:56 [Tiêu cực] BCM: BCM giải trình việc không đáp ứng điều kiện công ty đại chúng — VnEconomy. Becamex thuộc trường hợp được duy trì tư cách công ty đại chúng dựa trên Quy định chuyển tiếp tại Luật Quản lý và đầu tư vốn nhà nước tại doanh nghiệp.
- 03/06 04:17 [Trung tính] BCM: Becamex muốn giảm tỷ lệ vốn Nhà nước từ 95% xuống 65% — FireAnt. Kiến nghị UBND TP HCM giảm tỷ lệ sở hữu xuống 65% để đáp ứng điều kiện cơ cấu cổ đông công ty đại chúng.
- 03/06 03:54 [Tiêu cực] BCM: Từ thất bại tăng vốn đến áp lực giảm sở hữu Nhà nước tại Becamex — Nhà đầu tư. Sau nhiều lần tăng vốn bất thành, Becamex đang đứng trước áp lực mới: phải giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước từ 95,44% xuống 65% để đảm bảo điều kiện duy trì tư cách công ty đại chúng.
- 03/06 03:02 [Trung tính] BCM: Becamex đề xuất giảm vốn Nhà nước xuống trên 65% — Vietstock. Dù có hơn 9.200 cổ đông, tỷ lệ cổ phiếu do các nhà đầu tư không phải cổ đông lớn nắm giữ tại Becamex Group chỉ đạt 4,56%, thấp hơn mức tối thiểu 10% theo quy định.

Tin tức (02/06/2026 — chuỗi sự kiện tiền đề)

- 02/06 23:36 [Tiêu cực] BCM: Vì sao Becamex đề xuất UBND TP.HCM giảm sở hữu nhà nước từ 95% xuống 65%? — FireAnt. Tập đoàn Becamex đã chủ động xây dựng phương án và kiến nghị UBND TP.HCM phê duyệt tỷ lệ vốn Nhà nước nắm giữ giảm từ 95,44% xuống mức trên 65% để đáp ứng điều kiện đại chúng.

Dữ liệu tài chính cơ bản

- Kết quả kinh doanh BCM 9 quý gần nhất (Q1/2024 – Q1/2026): LNST CĐ mẹ Q1/2026 = 280 tỷ đồng (-22,0% YoY); LNST CĐ mẹ 2025 = 3.489 tỷ đồng (+58% YoY).
- Số lượng cổ phiếu lưu hành: 1.035 triệu cổ phiếu (vốn điều lệ 10.350 tỷ đồng); free-float hiện tại 4,56% (~50 triệu cổ phiếu) – thấp hơn mức tối thiểu 10% theo Luật Chứng khoán.
- Cơ cấu sở hữu: UBND TP.HCM 95,44%; phần còn lại do hơn 9.200 cổ đông phổ thông và NĐT nước ngoài nắm giữ (room nước ngoài còn lại ~33% theo ACBS).
- Tổng nợ vay Q1/2026: 25.523 tỷ đồng (trái phiếu 54%, vay ngân hàng 45%); nợ ròng 23.454 tỷ; Nợ ròng/VCSH 1,07 lần; Nợ ròng/EBITDA 8,7 lần.
- Quỹ đất KCN tự sở hữu: 7 KCN × 4.743 ha (chiếm ~30% thị phần Bình Dương cũ); diện tích còn cho thuê 734 ha.
- Quỹ đất đô thị – thương mại còn lại: ~1.164 ha (TP Thủ Dầu Một 438 ha, Bến Cát 285 ha, Bàu Bàng 427 ha, Thuận An 2,5 ha).

Bối cảnh vĩ mô

- Kịch bản VN-Index 03/06/2026 – chỉ số đóng cửa 1.819,01 điểm (-0,41% phiên); cụm BĐS phân hoá rõ rệt với NVL là tâm điểm (-4,23%, RV 2,97x).
- Mục tiêu năm-end 1.885 điểm; xác suất Fed FOMC 17/06 giữ rates 75%; xác suất FTSE Confirmation 25/06 là 75%; FTSE Effective 21/09 là 80%.
- Phán đoán cốt lõi liên quan: cụm BĐS KCN xếp "Trung tính (theo dõi)" do nền cao Q4/24 chưa được tiêu hoá; phục hồi 2026 nhờ FDI giải ngân kỷ lục 23,6 tỷ USD.
- BCM cụ thể được xếp HOLD ở §IV.E.4 của bản dự phóng – phù hợp với khuyến nghị Giữ trong báo cáo này.

Quy tắc chống trùng lặp: phiên bản kế tiếp sẽ chỉ tham khảo các báo cáo và tin tức phát hành sau ngày 03/06/2026.