Báo cáo cổ phiếu: BCM

Liên doanh gánh lợi nhuận, bán đất chậm và nợ vay tăng; P/B thấp nhất lịch sử nhưng giá vẫn cao hơn giá trị tài sản ròng – nắm giữ

Tập đoàn Đầu tư và Phát triển Công nghiệp Becamex – CTCP (HOSE: BCM) · KCN, BĐS đô thị, dịch vụ, liên doanh VSIP · BCTC hợp nhất đến Q3/2026, dự báo Q4/2026 và 2027 · giá tham chiếu 37,6 nghìn đ (09/11/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	LNST MẸ 9T/2026	LNST MẸ 2026F	P/B	NỢ VAY RÒNG
37,6 nghìn đ · 09/11/2026	**34,2** nghìn đ · −9% · RNAV 27,3	**855** tỷ đ · cùng kỳ 2.250	**1.947** tỷ đ · −44% · KH 3.883	**1,74x** thấp nhất từ 2019 · phân vị 3%	**24,6** nghìn tỷ · 1,10 lần vốn chủ

GÓC NHÌN AAS	GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	VÙNG TÍCH LŨY	VÙNG GIẢM TỶ TRỌNG	LNST MẸ 2027F
NẮM GIỮ	**37,6** nghìn đ	**34,2** nghìn đ	**29,0–34,2** nghìn đ	**> 41,1** nghìn đ	**2.751** tỷ đ

Hành động: người đang nắm giữ tiếp tục giữ và nhận cổ tức cổ phiếu 14%; chưa mua mới ở 37,6 nghìn, chỉ tích lũy trong vùng 29,0–34,2 nghìn; giảm tỷ trọng trên 41,1 nghìn nếu chưa có hợp đồng bán đất lớn. **Nâng lên TÍCH LŨY** nếu LNST 2026 ≥ 2.800 tỷ hoặc giá dưới 34,2 nghìn. **Hạ về THEO DÕI** nếu phát hành ra công chúng dưới giá trị sổ sách hoặc nợ ròng vượt 27 nghìn tỷ.

KẾT LUẬN

9T/2026 LNST mẹ 855 tỷ (−62%): doanh thu BĐS chỉ 1.556 tỷ vì chưa có hợp đồng chuyển nhượng lớn, lãi vay tăng; phần lãi liên doanh 1.440 tỷ (+7%) gánh gần hết lợi nhuận. AAS dự báo quý 4 ~1.091 tỷ, cả năm ~1.947 tỷ, khoảng một nửa kế hoạch 3.883 tỷ; 2027 ~2.751 tỷ nếu bán đất về mức bình quân.

RNAV 27,3 nghìn đ/cp (liên doanh chưa niêm yết P/E 10x, quỹ đất bán dần 12 năm, Cây Trường hạng B, trừ chi phí chung); P/B 1,9x cho 41,1 nghìn; giá trị hợp lý 34,2 nghìn, thấp hơn giá 9%. P/B 1,74x thấp nhất lịch sử, nhưng ROE ~9%, nợ vay ròng 24,6 nghìn tỷ, CFO âm và nguy cơ pha loãng khi giảm sở hữu Nhà nước giữ AAS ở mức NẮM GIỮ.

BĐS, QUỸ ĐẤT

1.031 tỷ LN gộp BĐS 9T/2026 (−61%)

- Biên gộp 66%, đất giá gốc thấp
- 1.164 ha đất ở, ~230 ha KCN trống
- Cây Trường 700 ha chưa cho thuê

LIÊN DOANH, LIÊN KẾT

1.440 tỷ phần lãi 9T/2026 (+7%)

- VSIP 49%, BW, Tokyu, IJC
- Ghi sổ 24,7 nghìn tỷ
- Tiền về ~48% phần lãi

TÀI CHÍNH, CỔ ĐÔNG

26,3 nghìn tỷ nợ vay 30/09/2026

- Lãi vay thực trả 9T 1.868 tỷ
- CFO 9T −2.615 tỷ
- Nhà nước 95,44%, kế hoạch giảm

TÓM TẮT ĐIỀU HÀNH

1. **9T/2026:** doanh thu 2.591 tỷ (−54%), LNTT 796 tỷ (−68%, 19% kế hoạch năm), LNST mẹ 855 tỷ (−62%); quý 3 563 tỷ.
2. **Liên doanh gánh lợi nhuận:** phần lãi liên doanh, liên kết 9T 1.440 tỷ (+7%), trong khi BĐS chỉ 1.556 tỷ doanh thu (−64%) và lãi vay 1.255 tỷ (+30%).
3. **Dự báo cơ sở:** LNST mẹ quý 4/2026 1.091 tỷ (271 đến 2.747); năm 2026 1.947 tỷ (−44%, ~50% kế hoạch); 2027 2.751 tỷ.
4. **Định giá:** RNAV 27,3 nghìn (thận trọng 13,0 – tích cực 41,4); P/B 1,9x 41,1 nghìn; giá trị hợp lý 34,2 nghìn đ/cp (−9%).
5. **NẮM GIỮ**: P/B 1,74x thấp nhất từ 2019 nhưng nợ ròng 1,10 lần vốn chủ, CFO âm, nguy cơ pha loãng. Tích lũy 29,0–34,2 nghìn, mua mạnh dưới 29,0 nghìn, giảm tỷ trọng trên 41,1 nghìn.

1 Mô hình kinh doanh: hệ sinh thái công nghiệp – đô thị; lợi nhuận đến từ bán quỹ đất giá gốc thấp và phần lãi liên doanh với VSIP, Tokyu, BW

- **Ba nguồn lợi nhuận:** (1) chuyển nhượng đất KCN, đất ở, đất thương mại từ quỹ đất tích lũy từ những năm 1990–2000 ở Bình Dương cũ (giá gốc thấp nên biên gộp 60%–66%); (2) phần lãi 19 công ty liên doanh, liên kết, lớn nhất là VSIP (49%, 12 KCN VSIP cả nước), BW (kho xưởng cho thuê), Becamex Tokyu (đô thị mới), IJC (BOT, BĐS); (3) dịch vụ KCN, hàng hóa, cho thuê.
- **Biến số của mô hình lợi nhuận:** (1) doanh thu BĐS theo hợp đồng chuyển nhượng lớn, ghi nhận một lần, không đều giữa các quý; (2) phần lãi liên doanh, liên kết, dồn về quý 4; (3) lãi vay trên ~26,3 nghìn tỷ nợ; (4) quản lý doanh nghiệp tăng mạnh quý 4.
- **Vốn chạy trong chuỗi:** hàng tồn kho 23.497 tỷ và 24.718 tỷ góp vốn liên doanh, liên kết được tài trợ bằng vốn chủ 22.398 tỷ và nợ vay 26.259 tỷ. Đất giữ lâu nên vòng quay chậm; tiền về chủ yếu từ chuyển nhượng đất và cổ tức liên doanh.



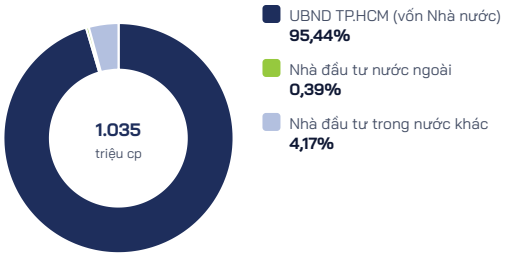
Nguồn: BCTC hợp nhất quý 3/2026, soát xét 6T/2026 (doanh thu, giá vốn theo loại, công ty liên doanh, liên kết); BCTN 2025 của BCM; AAS tính.

Cổ đông: UBND TP.HCM nắm 95,44%; khối ngoại 0,39%, cổ phiếu tự do dưới 5%

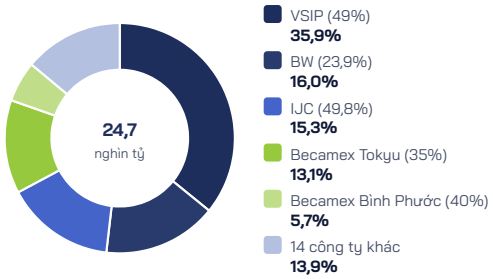
- **Cổ đông Nhà nước 95,44%** (987,8 triệu cp, đại diện vốn là UBND TP.HCM sau sáp nhập Bình Dương). Danh sách cổ đông 25/05/2026: 9.220 cổ đông nhỏ chỉ giữ 4,56% vốn, dưới mức 10% bắt buộc của công ty đại chúng; BCM giữ tư cách đại chúng nhờ là doanh nghiệp cổ phần hóa đang trong lộ trình.

- **Lộ trình giảm sở hữu Nhà nước xuống trên 65% (2026–2030)** đã được đề xuất, chủ yếu bằng phát hành cổ phiếu ra công chúng; đang chờ sửa quy định của Thủ tướng trước khi triển khai. Kế hoạch chào bán 150 triệu cp năm 2025 không được thông qua. Nếu thực hiện, có thể phát hành tới ~30% vốn: nguồn cung lớn với một cổ phiếu thanh khoản mỏng.
- **Khối ngoại chỉ nắm 0,39%** (room 351,9 triệu cp, còn trống 347,9 triệu). Cổ tức năm 2025 14% đã được ĐHĐCĐ 2026 duyệt trả bằng cổ phiếu (144,9 triệu cp mới, vốn điều lệ lên 11.799 tỷ) hoặc tiền nếu không phát hành được; đến 30/09/2026 chưa thực hiện.

Cơ cấu cổ đông — % vốn



Đầu tư vào liên doanh, liên kết 30/09/2026 — % giá trị ghi sổ



Nguồn: BCTN 2025 (cơ cấu cổ đông 28/08/2025), danh sách cổ đông ĐHĐCĐ 2026 (thông tin công khai); room khối ngoại phiên 09/11/2026; thuyết minh V.2b BCTC quý 3/2026.

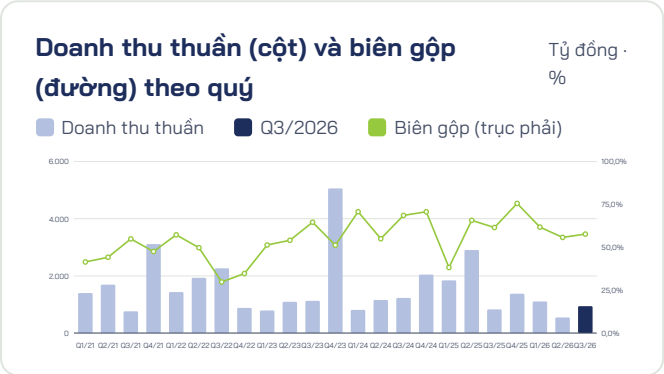
2 Kết quả kinh doanh: 9T/2026 LNTT 796 tỷ (−68%), mới đạt 19% kế hoạch; doanh thu BĐS giảm 64% vì không có hợp đồng chuyển nhượng lớn

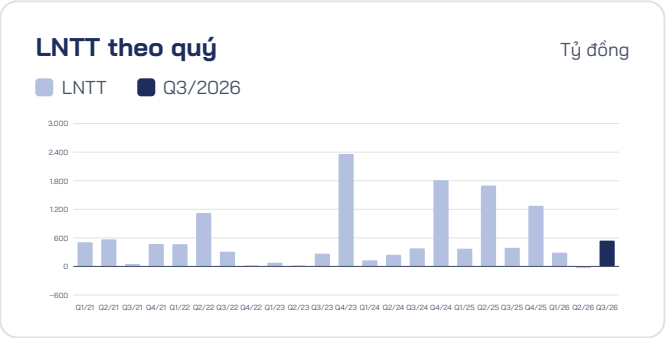
Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026	9T so cùng kỳ
Doanh thu thuần	6.982	6.565	7.883	5.239	6.953	5.574	2.591	−54%
LN gộp trước khấu hao	3.289	2.842	4.342	3.591	4.226	3.168	1.601	−49%
Biên trước khấu hao	47,1%	43,3%	55,1%	68,5%	60,8%	56,8%	61,8%	+5,0 điểm
CPBH trừ khấu hao	−563	−692	−772	−962	−905	−637	−580	n/m
QLDN trừ khấu hao	−538	−483	−523	−583	−667	−354	−351	n/m
EBITDA	**2.188**	**1.666**	**3.047**	**2.047**	**2.654**	**2.177**	**670**	**−69%**
Khấu hao	−186	−190	−264	−262	−238	−178	−159	n/m
EBIT	2.002	1.477	2.783	1.785	2.417	1.999	512	−74%
Tài chính ròng (chủ yếu lãi vay)	−761	−806	−775	−1.143	−1.255	−837	−1.164	n/m
Phần lãi liên doanh, liên kết	**1.022**	**1.143**	**798**	**1.948**	**2.633**	**1.344**	**1.440**	**+7%**
Thu nhập khác ròng	−472	139	−108	−31	−52	−45	9	n/m
LNTT	1.791	1.952	2.697	2.559	3.743	2.462	796	−68%
LNST cổ đông mẹ	**1.451**	**1.700**	**2.423**	**2.187**	**3.501**	**2.250**	**855**	**−62%**

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026	9T so cùng kỳ
Biên gộp báo cáo (sau KH)	46,2%	42,3%	53,9%	66,8%	59,9%	56,0%	59,0%	+3,0 điểm

Nguồn: BCTC hợp nhất BCM (năm theo BCTC năm; 9T theo BCTC quý, quý 2/2026 theo soát xét bán niên); AAS tính. Khấu hao trong CPBH, QLDN theo tỷ lệ thuyết minh quý 3/2026 (55%) và quý 3/2025 (74%); năm trước 2025 dùng bình quân hai tỷ lệ.

- **Quý 3/2026 tốt hơn nửa đầu năm nhưng vẫn thấp:** doanh thu 941 tỷ (+14%), LNTT 542 tỷ (+39%), LNST mẹ 563 tỷ (+36%); phần lãi liên doanh, liên kết 707 tỷ (+33%) là động lực chính. Khu tái định cư Hòa Lợi (~400 nền được thị trường kỳ vọng ghi nhận quý 3) chưa vào kết quả.
- **9T/2026 giảm vì so với nửa đầu 2025 có hợp đồng lớn:** doanh thu BĐS 9T 1.556 tỷ so với 4.375 tỷ cùng kỳ (quý 2/2025 riêng ~3,3 nghìn tỷ); LN gộp 9T 1.530 tỷ (−51%). Lãi vay vào chi phí 9T 1.255 tỷ (+30%).
- **Quý 4 thường quyết định cả năm:** 2018–2025 quý 4 chiếm trung vị 36% doanh thu năm và là quý doanh thu cao nhất 5/8 năm; phần lãi liên doanh quý 4 cao nhất 7/9 năm.





Nguồn: BCTC hợp nhất BCM; AAS tính.

3 Bức tranh theo khối: liên doanh, liên kết tạo 1.440 tỷ (+7%) trong 9T/2026, gấp 1,8 lần LNTT; BĐS giảm mạnh, lãi vay tăng

Doanh thu, LN gộp theo loại	DT 9T/2025	DT 9T/2026	Tăng	LNG 9T/2025	LNG 9T/2026	Biên 9T/26
Kinh doanh BĐS, BĐS đầu tư (đất KCN, đất ở)	**4.375**	**1.556**	**−64%**	**2.639**	**1.031**	**66%**
Dịch vụ, hàng hóa, thành phẩm	1.142	991	−13%	437	474	48%
Xây dựng	9	0	−100%	0	0	–
Hoạt động khác	70	57	−18%	67	38	66%
Tổng (sau giảm trừ)	**5.574**	**2.591**	**−54%**	**3.122**	**1.530**	**59%**

Nguồn: thuyết minh VI.1, VI.3 BCTC quý 3/2026 và soát xét 6T/2026 (doanh thu, giá vốn theo loại); 9T = 6T + quý 3; tổng các loại trừ giảm trừ doanh thu khớp doanh thu thuần hợp nhất. AAS tính.

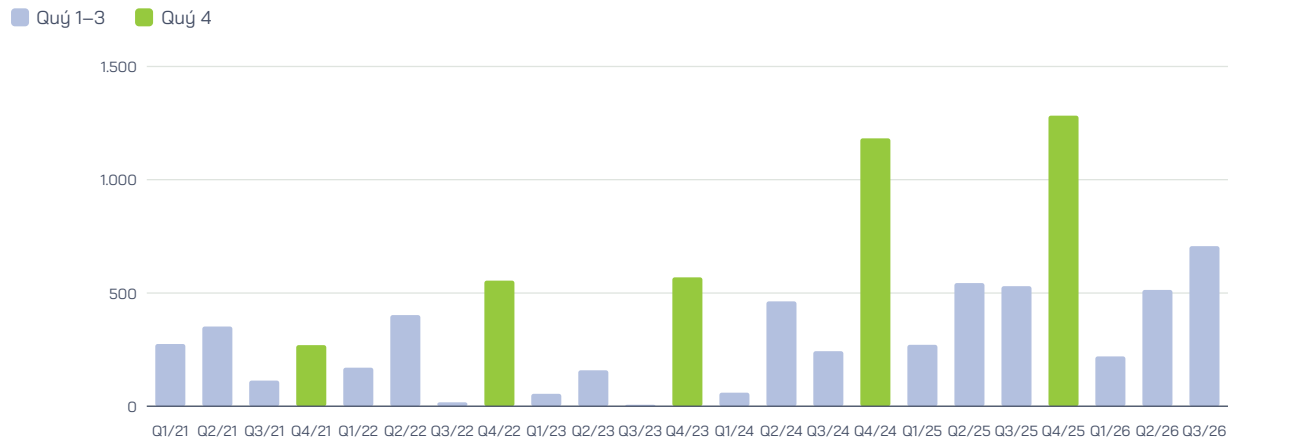
Khối lợi nhuận, tỷ đồng	9T/2025	9T/2026	Chênh lệch
LN gộp BĐS	2.639	1.031	−1.608
LN gộp dịch vụ, hàng hóa, xây dựng, khác	483	498	+15
Chi phí bán hàng, quản lý	−1.123	−1.018	+105
Doanh thu tài chính	163	103	−60
Chi phí tài chính (lãi vay)	−1.000	−1.267	−267

Khối lợi nhuận, tỷ đồng	9T/2025	9T/2026	Chênh lệch
Phần lãi liên doanh, liên kết	**1.344**	**1.440**	**+95**
Thu nhập khác ròng	−45	9	+53
LNTT	**2.462**	**796**	**−1.665**

Nguồn: BCTC hợp nhất BCM; AAS tính. LN gộp dịch vụ, khác đã trừ giảm trừ doanh thu.

- **BĐS: doanh thu giảm 64%, biên tăng:** 1.556 tỷ so với 4.375 tỷ, biên gộp 66% so với 60%. Biên cao vì quỹ đất có giá gốc thấp; mức doanh thu phụ thuộc vào số hợp đồng chuyển nhượng lớn (khách KCN, đối tác mua đất đô thị) ký được trong kỳ.
- **Liên doanh, liên kết là trụ lợi nhuận:** 9T/2026 1.440 tỷ (+7%); quý 3 707 tỷ. Trong 4 quý gần nhất (2.723 tỷ), phần của IJC, TDC, BCE niêm yết chỉ ~378 tỷ; ~2.345 tỷ đến từ các công ty chưa niêm yết, chủ yếu VSIP.
- **Lãi vay tăng nhanh hơn lợi nhuận hoạt động:** chi phí tài chính 9T 1.267 tỷ (+27%) so với LN gộp trừ bán hàng, quản lý 512 tỷ. Bỏ phần lãi liên doanh, BCM lỗ 644 tỷ trước thuế trong 9T/2026.

Phần lãi liên doanh, liên kết theo quý



Nguồn: BCTC hợp nhất BCM; AAS tính.

4 Liên doanh, liên kết: 24,7 nghìn tỷ ghi sổ, VSIP chiếm 36%; lợi nhuận dồn quý 4 nhưng chỉ ~40%–48% về thành tiền

- **VSIP là tài sản lớn nhất:** 49% liên doanh KCN Việt Nam – Singapore, ghi sổ 8.862 tỷ (giá gốc 2.548 tỷ + lãi giữ lại 6.314 tỷ). VSIP có quỹ đất KCN ở nhiều tỉnh; BCM không công bố lợi nhuận riêng VSIP, nhưng phần lãi từ các công ty chưa niêm yết 4 quý gần nhất ~2.345 tỷ, phần lớn từ VSIP.
- **Mùa vụ quý 4 rõ:** phần lãi liên doanh quý 4 chiếm trung vị 43% cả năm, cao nhất 7/9 năm (VSIP, BW bàn giao đất, kho cuối năm). Quý 4/2025: 1.283 tỷ.
- **Lãi ghi nhận khác tiền:** phần lãi là lợi nhuận kế toán theo tỷ lệ sở hữu; tiền chỉ về khi công ty liên kết chia cổ tức. Năm 2025 thực thu 1.054 tỷ (40%), 9T/2026 698 tỷ (48%). Lãi vay thực trả 9T là 1.868 tỷ, nhiều hơn cổ tức nhận về.
- **Ba công ty niêm yết thấp hơn giá trị sổ sách:** IJC, TDC, BCE theo giá thị trường 2.723 tỷ so với giá trị ghi sổ 4.693 tỷ; ngược lại BWE (đầu tư khác, 17%) ghi giá gốc 375 tỷ nhưng giá thị trường ~1.830 tỷ.

5 Quỹ đất: KCN hiện hữu còn ~230 ha, 1.164 ha đất ở, Cây Trường 700 ha chưa cho thuê; tồn kho 23,5 nghìn tỷ theo giá gốc

- **KCN hiện hữu gần đầy:** 6 KCN (Mỹ Phước 1–3, Bàu Bàng, Bàu Bàng mở rộng, Thới Hòa) 2.685 ha đất cho thuê, lấp đầy trên 90% trừ Bàu Bàng mở rộng (78%) và Thới Hòa (84%); còn ~230 ha, chủ yếu ở Bàu Bàng mở rộng (~137 ha).

- **Quỹ đất KCN mới:** Cây Trường 700 ha (tổng đầu tư 5.459 tỷ, khởi công 17/05/2025) và Bàu Bàng giai đoạn 2 (380 ha); chưa đủ điều kiện ghi nhận doanh thu trong 2026. Ngoài ra là các KCN qua liên doanh (VSIP, Becamex Bình Phước, Becamex Bình Định).
- **Đất ở, tái định cư 1.164 ha** ở Thủ Dầu Một, Bến Cát, Bàu Bàng là nguồn doanh thu BĐS các năm tới (khu tái định cư Hòa Lợi: các đợt 118, 152, 169, 183 nền từ cuối 2025). Sau sáp nhập vào TP.HCM, giá đất khu vực được kỳ vọng tăng, nhưng tốc độ bán vẫn theo hợp đồng lớn.
- **Cách ghi nhận:** chuyển nhượng đất (phân lô bán nền, đất KCN thuê trả tiền một lần) ghi nhận một lần khi bàn giao; cho thuê hoạt động phân bổ đều. Vì vậy lợi nhuận BĐS là lợi nhuận theo đợt; AAS định giá quỹ đất theo dòng tiền, không nhân P/E.

KCN đang vận hành	Diện tích cho thuê (ha)	Lấp đầy 2025	Còn trống (ha, ước)	Tổng đầu tư (tỷ)
Mỹ Phước 1	274	92,8%	20	452
Mỹ Phước 2	343	98,7%	4	747
Mỹ Phước 3	626	97,6%	15	2.865
Bàu Bàng	730	94,8%	38	3.334
Bàu Bàng mở rộng	624	78,0%	137	5.766
Thới Hòa	88	84,4%	14	666
Cộng 6 KCN	**2.685**	**91,5%**	**229**	**13.830**
KCN Cây Trường (khởi công 05/2025)	700 (tổng)	–	chưa cho thuê	5.459
Bàu Bàng giai đoạn 2	380 (tổng)	–	chuẩn bị đầu tư	–

Nguồn: BCTN 2025 (diện tích, lấp đầy, tổng đầu tư, quỹ đất ở); thuyết minh hàng tồn kho, chi phí phải trả BCTC quý 3/2026; AAS ước diện tích còn trống = diện tích cho thuê × (1 – lấp đầy 2025).

6 Tài chính: nợ vay 26,3 nghìn tỷ (+10% từ đầu năm), CFO 9T âm 2.615 tỷ; lãi vay thực trả 1.868 tỷ lớn hơn cổ tức liên doanh nhận về

Tỷ đồng, cuối kỳ	12/2023	12/2024	12/2025	06/2026	09/2026
Nợ vay	19.738	23.628	23.948	26.334	26.259
Tiền + đầu tư ngắn hạn	1.420	2.505	2.689	1.579	1.629
Nợ vay ròng	**18.319**	**21.123**	**21.259**	**24.754**	**24.630**
Vốn chủ cổ đông mẹ	18.213	19.589	22.714	21.884	22.398
Nợ ròng / vốn chủ (lần)	**1,01**	**1,08**	**0,94**	**1,13**	**1,10**
Hàng tồn kho	22.449	21.056	22.193	23.058	23.497
Đầu tư liên doanh, liên kết	16.652	18.901	24.154	24.038	24.718

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026
LNST hợp nhất	1.724	2.280	2.395	3.525	2.269	886
CFO	**504**	**−3.151**	**−646**	**−223**	**−387**	**−2.615**
Chi đầu tư TSCĐ	−212	−115	−320	−156	−93	−29

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026
Cổ tức đã trả	−724	−828	−1.035	−11	−6	−1.139

Cơ cấu nợ vay 30/09/2026	Tỷ đồng	Tỷ trọng
Vay ngắn hạn ngân hàng	3.487	13%
Vay dài hạn đến hạn trả	1.949	7%
Vay dài hạn ngân hàng	9.553	36%
Trái phiếu phát hành	11.119	42%
Tổng	**26.259**	**100%**

Tỷ đồng	2025	9T/2026
Phần lãi liên doanh, liên kết (KQKD)	2.633	1.440
Cổ tức, lãi được chia thực thu (LCTT)	1.054	698
Tỷ lệ tiền về	**40%**	**48%**

Nguồn: BCTC hợp nhất BCM, thuyết minh vay và nợ BCTC quý 3/2026; AAS tính.

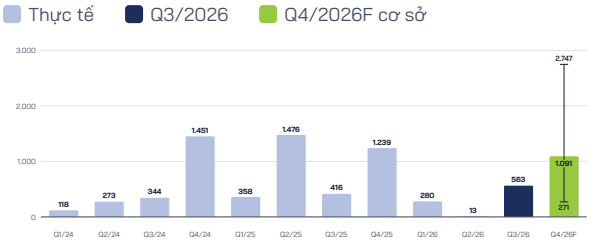
- **Đòn bẩy cao và tăng:** nợ vay ròng 24.630 tỷ, bằng 1,10 lần vốn chủ cổ đông mẹ. Vay dài hạn tăng 6.398 tỷ trong 9T (vay ngân hàng dài hạn 3.046 → 9.553 tỷ) để trả nợ ngắn hạn và tài trợ hàng tồn kho. Trái phiếu 11.119 tỷ (năm 2025 phát hành 4.500 tỷ).
- **Lãi vay vốn hóa che một phần chi phí:** lãi vay vào KQKD 9T 1.255 tỷ, trong khi lãi vay thực trả trên LCTT 1.868 tỷ (2025: 1.376 so với 2.275 tỷ). Phần chênh được vốn hóa vào dự án và sẽ đi vào giá vốn khi bán đất.
- **CFO âm ba quý liên tiếp** (−2.615 tỷ 9T): tiền bán đất ít, trả lãi 1.868 tỷ, tồn kho và phải thu tăng. Tiền về chủ yếu từ vay mới (vay 10,9 nghìn tỷ, trả 8,6 nghìn tỷ trong 9T) và cổ tức liên doanh (698 tỷ).
- **Phải thu khách hàng 5.786 tỷ**, trong đó bên liên quan 3.763 tỷ (IJC 1.357 tỷ, BCE 949 tỷ, Đông Sài Gòn 846 tỷ, TDC 468 tỷ): tiền bán đất, thi công cho các công ty trong hệ sinh thái chưa thu.
- **Cổ tức tiền:** 1.100 đ/cp trả 02/2026 (lợi suất 2,9%); cổ tức 2025 (14%) dự kiến bằng cổ phiếu. Với CFO âm và nợ tăng, cổ tức tiền các năm tới phụ thuộc vào hợp đồng bán đất lớn.

7 Dự báo: quý 4/2026 LNST mẹ ~1.091 tỷ, cả năm ~1.947 tỷ (−44%), chỉ ~50% kế hoạch; 2027 ~2.751 tỷ nếu doanh thu BĐS về mức bình quân

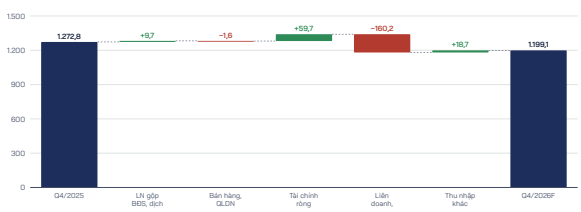
Q4/2026F, tỷ đồng	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực	Q3/2026	Q4/2025
DT BĐS	500	1.300	3.500	578	892
LN gộp BĐS	300	862	2.380	378	–
LN gộp dịch vụ, khác	180	188	194	165	–
Doanh thu thuần	872	1.688	3.900	941	1.376
LN gộp	480	1.050	2.574	543	1.040
CPBH + QLDN	−671	−615	−556	−362	−614
Tài chính ròng	−415	−358	−325	−354	−418
Phần lãi liên doanh, liên kết	**792**	**1.123**	**1.440**	**707**	**1.283**
LNTT	186	1.199	3.133	542	1.273
Thuế, thiểu số	85	−17	−386	22	−34
LNST cổ đông mẹ	**271**	**1.091**	**2.747**	**563**	**1.239**

Nguồn: AAS dự báo; Q3/2026, Q4/2025 thực tế. Q4/2025 không tách được giá vốn BĐS (tổng giá vốn quý chỉ 336 tỷ).

LNST cổ đông mẹ theo quý, Q4/2026F có vạch thận trọng – tích cực Tỷ đồng



Cầu nối LNTT Q4/2025 → Q4/2026F (cơ sở) Tỷ đồng



Nguồn: AAS tính.

Năm, tỷ đồng	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực	Kế hoạch / thực tế
DT thuần 2026F	3.463	4.278	6.491	KH tổng DT 10.230 (gồm DT tài chính, liên doanh); 2025 DT thuần 6.953
LNTT 2026F	982	**1.995**	3.929	KH 4.130 (48%); 2025: 3.743
LNST mẹ 2026F (9T 855 + Q4)	**1.126**	**1.947**	**3.602**	**KH LNST 3.883; 2025: 3.501 (–44%)**
LNTT 2027F	873	3.042	5.544	
LNST mẹ 2027F	**1.048**	**2.751**	**5.055**	**+41% so 2026F**
EPS 2027F (đồng, 1.035 triệu cp)	1.012	2.657	4.884	P/E 2027F cơ sở 14,1x; sau thưởng 14%: EPS 2.331 đ

Nguồn: AAS dự báo; kế hoạch ĐHĐCĐ 2026 (tổng doanh thu 10.230 tỷ, LNTT 4.130 tỷ, LNST 3.883 tỷ hợp nhất).

- **Kế hoạch 4.130 tỷ LNTT khó đạt:** cần LNTT quý 4 ~3.334 tỷ, tức doanh thu BĐS quý 4 ~4,5–5 nghìn tỷ (mức chỉ có ở quý 4/2023). Kịch bản tích cực (3,5 nghìn tỷ BĐS) cho LNTT năm 3.929 tỷ.
- **Cơ sở dựa vào liên doanh:** quý 4 cơ sở có 1.123 tỷ phần lãi liên doanh, trong khi phần lõi (BĐS + dịch vụ – chi phí – lãi vay) chỉ ~76 tỷ. Mỗi 1.000 tỷ doanh thu BĐS thêm ≈ 530 tỷ LNST.
- **2027 ~2.751 tỷ** nếu doanh thu BĐS về ~4,3 nghìn tỷ (Hòa Lợi, đất ở Thủ Dầu Một, Bàu Bàng mở rộng) và liên doanh +8%; lãi vay ~1.600 tỷ ăn gần hết LN gộp trừ chi phí.
- **Mốc theo dõi:** hợp đồng chuyển nhượng đất lớn, bàn giao Hòa Lợi trong quý 4; BCTC quý 4/2026 (cuối 01/2027); phát hành cổ phiếu trả cổ tức 14%; phương án giảm sở hữu Nhà nước; tiến độ cho thuê Cây Trường.

8 Định giá: RNAV 27,3 nghìn, P/B 1,9x 41,1 nghìn; giá trị hợp lý 34,2 nghìn (–9%) – giá đã phản ánh đủ dù P/B ở đáy lịch sử

Thành phần (phần cty mẹ, 30/09/2026)	Giá trị sổ sách (tỷ)	Giá trị AAS (tỷ)	Chênh lệch (tỷ)	Đ/cp
Vốn chủ cổ đông mẹ		22.398		21.640
Công ty liên kết, đầu tư niêm yết (IJC, TDC, BCE, BWE) theo giá thị trường	5.068	4.553	–515	–497
Liên doanh, liên kết chưa niêm yết (VSIP, BW, Tokyu...): P/E 10 × phần lãi 4 quý	20.293	23.720	+3.427	+3.311
Quỹ đất BĐS, KCN trong hàng tồn kho: biên 66%, bán hết trong 12 năm, chiết khấu 13%	23.447	27.769	+4.322	+4.176

Thành phần (phần cty mẹ, 30/09/2026)	Giá trị sổ sách (tỷ)	Giá trị AAS (tỷ)	Chênh lệch (tỷ)	Đ/cp
KCN Cây Trường (700 ha, 68% thương phẩm, 130 USD/m², hạng B ×0,75)	–	4.110	+4.110	+3.971
Chi phí chung (SG&A vượt LN gộp dịch vụ) × 7, sau thuế	–	−5.505	−5.505	−5.319
RNAV (giá trị tài sản ròng điều chỉnh)		**28.237**	**+5.839**	**27.282**
+ Bàu Bàng giai đoạn 2 (hạng C ×0,40)		1.009		28.257

Nguồn: AAS tính; số cổ phiếu 1.035 triệu (chưa gồm 144,9 triệu cp thưởng 14%); số dư tại 30/09/2026; giá IJC, TDC, BCE, BWE phiên 09/11/2026.

Phương pháp	Đ/cp	Trọng số	Ghi chú
RNAV (cơ sở)	27.282	50%	thận trọng 12.960 – tích cực 41.435
P/B 1,9x × BVPS 21.640	41.116	50%	P/B 1,9x ≈ phân vị 10% từ 2019; không dùng trung vị 3,4x của giai đoạn 2021–2023
Giá trị hợp lý	**34.199**		**−9% so với giá 37,6 nghìn; sau thưởng 14%: 29.999 đ/cp**

Nguồn: AAS tính.

- **Vì sao RNAV, không P/E:** lợi nhuận BĐS là chuyển nhượng đất một lần từ quỹ đất hữu hạn; phần lãi liên doanh là lợi nhuận kế toán chỉ ~40–50% về thành tiền. P/E 4 quý 18,6x không phản ánh giá trị quỹ đất.

Hiện tại (09/11/2026)	Giá trị	Phân vị từ 2019	Phân vị 3 năm	z 3 năm	Trung vị 3 năm
P/B (vốn chủ mẹ 30/09/2026)	1,74x	3%	1%	−2,25	3,42x
P/E 4 quý (đến quý 3/2026)	18,6x	28%	21%	−0,67	25,5x
P/E 2026F (cơ sở)	20,0x				
P/E 2027F (cơ sở)	14,1x				
Lợi suất cổ tức tiền gần nhất	2,9%				

Nguồn: giá đóng cửa, BCTC BCM; AAS tính. Phân vị và z lịch sử dùng BCTC sau 45 ngày kể từ cuối quý; dòng hiện tại dùng BCTC quý 3/2026.

P/B	LS 250 phiên trung vị	Tỷ lệ có lãi	Số phiên
≤ 1,5x	+207%	100%	22
1,5–2,0x	+77%	97%	168
2,0–2,5x	+30%	72%	173
2,5–3,0x	+40%	93%	175
3,0–4,0x	+5%	59%	669
> 4,0x	−16%	36%	461

z P/B (750 phiên)	LS 250 phiên trung vị	Tỷ lệ có lãi	Số phiên
< −1,5	+5%	55%	93
−1,5 … −0,5	+1%	52%	462
−0,5 … 0,5	+2%	64%	144
0,5 … 1,5	−12%	46%	381
> 1,5	+18%	83%	339

Nguồn: AAS tính; mỗi phiên từ 02/2019 xếp theo P/B hoặc z P/B, lợi suất 250 phiên tới theo giá điều chỉnh. Các phiên P/B ≤ 2x có kết quả 12 tháng (190 phiên) đều thuộc năm 2019, 2020: trước giai đoạn tăng bội số, không phải bằng chứng độc lập.

Vùng giá (nghìn đ)	P/B (BVPS 30/09)	Căn cứ	Hành động
≤ 29,0	≤ 1,34x	Dưới RNAV cơ sở + 6% (27,3 nghìn); P/B ≤ 1,34x chưa từng xuất hiện từ 2019	**MUA**
29,0 – 34,2	1,34 – 1,58x	Từ RNAV đến giá trị hợp lý 34,2 nghìn (50% RNAV + 50% P/B 1,9x)	**TÍCH LŨY TỪNG PHẦN**
34,2 – 41,1	**1,58 – 1,90x**	**Giá hiện tại 37,6 nghìn (P/B 1,74x): cao hơn giá trị hợp lý 9%, nhưng P/B thấp nhất lịch sử; cổ phiếu tự do ít**	**NẮM GIỮ**
> 41,1	> 1,90x	Trên P/B 1,9x: cao hơn RNAV tích cực khi không có hợp đồng bán đất lớn; trên lịch sử P/B > 4x có lãi chỉ 36% số phiên	**CHỐT LỜI TỪNG PHẦN**

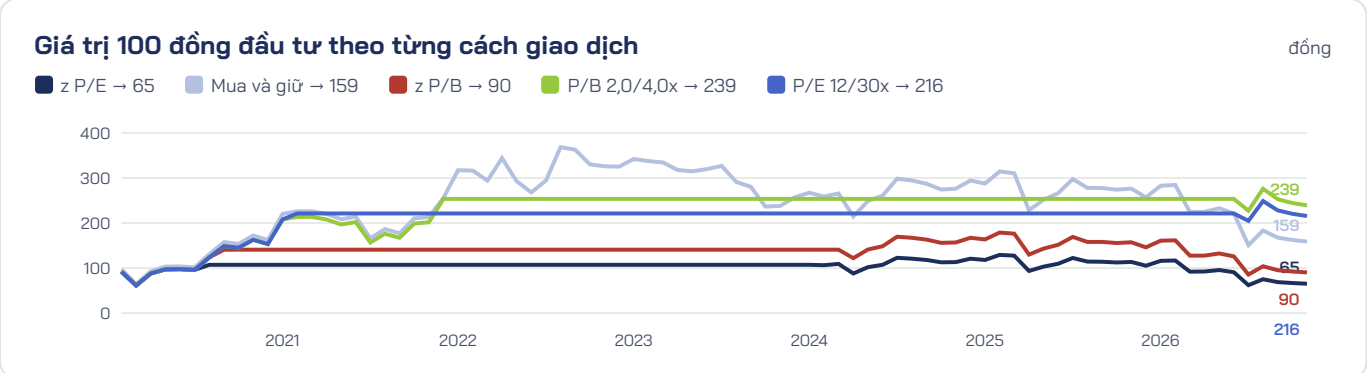
Nguồn: AAS tính trên BVPS 30/09/2026 21.640 đ.

9 Giao dịch: quy tắc z-score thua mua và giữ vì BCM bị hạ bội số liên tục; P/B thấp chưa phải tín hiệu mua đủ tin cậy

- **z-score là gì:** z đo bội số hiện tại cao hay thấp so với trung bình 3 năm gần nhất (750 phiên), tính bằng số độ lệch chuẩn; z < −1 là rẻ bất thường so với chính BCM. Hiện z P/B −2,25, z P/E −0,67.
- **Cách kiểm tra:** chạy lại từ 02/2020 (khi đủ 250 phiên để tính z) trên giá điều chỉnh; lợi nhuận và vốn chủ chỉ lấy từ BCTC đã công bố (trễ 45 ngày sau quý); lệnh khớp phiên sau tín hiệu; mỗi chiều trừ phí 0,4%. Không dùng thông tin tương lai.
- **Kết quả:** hai quy tắc z đặt trước đều thua mua và giữ (−6,2% và −1,5% so với +7,1%/năm): BCM bị hạ bội số liên tục từ 2024 nên "rẻ so với 3 năm" không đủ để tăng giá. Ngưỡng P/B 2,0/4,0x thắng (+13,9%/năm) nhưng chỉ có 2 lệnh và được đặt sau khi xem bảng P/B.
- **Ý nghĩa hiện tại:** cả bốn quy tắc đều đang giữ cổ phiếu từ vùng giá cao hơn hiện tại (lệnh z mua 2025–2026). P/B 1,74x thấp nhất lịch sử, nhưng tín hiệu giá rẻ đã sai liên tục trong 2 năm; AAS không dựa vào tín hiệu này để mua mới.

Quy tắc (02/2020–11/2026)	100 đồng thành	Lợi suất/năm	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Đang mở lệnh
z P/E < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	65	−6,2%	−56%	2	Có
z P/B < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	90	−1,5%	−56%	2	Có
P/B < 2,0x mua, > 4,0x bán (đặt sau khi xem bảng P/B)	239	+13,9%	−41%	2	Có
P/E < 12x mua, > 30x bán (đặt sau khi xem bảng P/E)	216	+12,1%	−41%	2	Có
Mua và giữ	**159**	**+7,1%**	**−62%**	**1**	**Có**

Nguồn: AAS tính trên giá điều chỉnh đến 09/11/2026; phí 0,4% mỗi chiều.



Nguồn: AAS tính; giá điều chỉnh, đã trừ phí; số cuối mỗi đường ghi ở chú giải.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH BCM

- **Chưa có cổ phiếu:** chưa mua ở 37,6 nghìn (cao hơn giá trị hợp lý 34,2 nghìn). Bắt đầu tích lũy 1/3 trong vùng 29,0–34,2 nghìn, hoặc sớm hơn khi BCTC quý 4 xác nhận hợp đồng bán đất lớn (DT BĐS quý 4 ≥ 2.500 tỷ) và có lịch phát hành, thoái vốn rõ ràng; mua mạnh dưới 29,0 nghìn.
- **Đang nắm giữ:** giữ, nhận cổ tức cổ phiếu 14%; giảm tỷ trọng nếu giá hồi trên 41,1 nghìn (P/B 1,9x) mà chưa có hợp đồng bán đất mới, hoặc nếu nợ vay ròng vượt 1,3 lần vốn chủ.
- **Kỳ vọng thời gian:** 12–24 tháng; câu chuyện chính là bán quỹ đất sau sáp nhập TP.HCM và giảm sở hữu Nhà nước, cả hai có thời điểm chưa chắc chắn.
- **Nâng lên TÍCH LŨY** nếu LNST 2026 đạt ≥ 2.800 tỷ (quý 4 có hợp đồng lớn) hoặc giá dưới 34,2 nghìn. **Hạ về THEO DÕI** nếu phương án phát hành ra công chúng ở giá thấp hơn giá trị sổ sách, hoặc CFO tiếp tục âm và nợ ròng vượt 27 nghìn tỷ.
- **Mốc theo dõi:** hợp đồng chuyển nhượng, Hòa Lợi quý 4; BCTC quý 4/2026 (cuối 01/2027); ngày chốt quyền cổ tức cổ phiếu 14%; phương án giảm sở hữu Nhà nước; cho thuê Cây Trường.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 10/11/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

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