

Ngành : Bất động sản (Báo cáo gần nhất: [Link](#))

Khuyến nghị

MUA

CTCP Tập đoàn An Gia (HSX: AGG) Bước chuyển mình

Giá hiện tại:	62.100
Giá mục tiêu trước đây	47.000
Giá mục tiêu mới:	N/A
Tỷ suất cổ tức	0%
Tiềm năng tăng giá	32.0%

Ngày viết báo cáo:	19/05/2021	Cơ cấu cổ đông	
Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	83	CTCP QLQ Trường Giang	37.6%
Vốn hóa (tỷ đồng)	3,881	Nguyễn Thị Kim Hoa	4.92%
Thanh khoản bình quân 6 tháng:	2,846,180	KIMTC	4.46%
Sở hữu nước ngoài	5.67%	Hoosiers VN	0.38%

Chuyên viên phân tích ngành:

Phan Quốc Bửu
(Bất động sản, Bán lẻ)
buupq@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn
Giá khuyến nghị: N/A VND
Giá cắt lỗ: N/A VND

Định giá

- BSC đưa ra khuyến nghị **MUA** cổ phiếu AGG với GMT là 62.100 đồng/cp (+32% so với mức giá đóng cửa ngày 17/05/2021 dựa trên phương pháp RNAV:
 - Đưa vào thêm dự án BD27 và BD45 vào danh mục định giá dự án dựa trên tính khả thi của việc triển khai dự án.
 - Thị trường bất động sản phục hồi và tiến độ xử lý pháp lý tại thành Hồ Chí Minh sẽ bắt đầu khởi thông từ năm 2022
 - Đưa ra mức chiết khấu WACC dự án ở mức 11%

Dự báo kết quả kinh doanh

- Năm 2021, BSC ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ ước đạt lần lượt 3,813 tỷ đồng (+117% YoY) và 519 tỷ đồng (+25% YoY), nhờ vào bàn giao các dự án (1) The Sóng, (2) River Panorama, (3) Sky89. EPS 2021 FW =5,974 đồng/cp. PE 2021 FW = 7.9 lần.

Điểm nhấn đầu tư

- Quy mô vốn ở mức thấp tuy nhiên sở hữu danh mục dự án hấp dẫn, quy mô dự án giai đoạn 2021-2026 gấp 8 lần so với giai đoạn trước đó.
- Điểm nhấn “pháp lý” thành phố Hồ Chí Minh được giải phóng và xu hướng chuyển dịch quỹ đất sang các thành phố vệ tinh sẽ là bệ đỡ cho tăng trưởng định giá của AGG.
- 2021-2022: Điểm rơi lợi nhuận nhờ vào việc bàn giao hàng loạt các dự án.
- Hiệu quả sinh lời của AGG nằm trong top các doanh nghiệp đầu ngành bất động sản

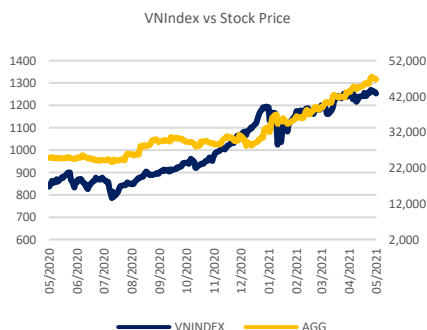
Catalyst

- Phát hành cho cổ đông hiện hữu vào Q3-Q4/2021.

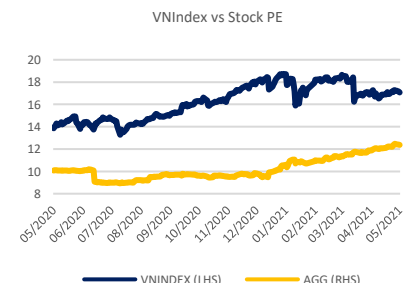
Rủi ro

- Kế hoạch mở bán các dự án bị chậm lại do vấn đề pháp lý và dịch Covid-19
- Rủi ro chung ngành bất động sản (lãi suất cho vay, tính chu kỳ ngành)

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index

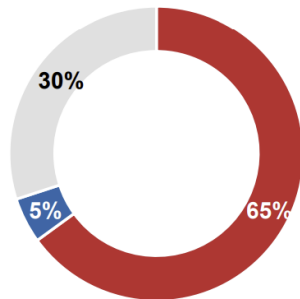


	2020	2021	Peer	VN-Index		2019	2020	2021F	2022F
PE (x)	9.2	8.0	13.7	17.9	Doanh thu	385	1,754	3,813	4,357
PB (x)	2.3	1.9	1.7	2.4	Lợi nhuận gộp	281	272	1,201	1,504
PS (x)	76.5	55.7	3.6	2.0	Lợi nhuận sau thuế	326	415	519	654
ROE (%)	25.2%	24.3%	17.8%	13.7%	EPS	4,136	4,776	5,974	7,529
ROA (%)	6.1%	4.3%	5.5%	2.2%	Tăng trưởng EPS	17%	-33%	15%	26%
EV/ EBITDA (x)	9.0	7.9	3.6	17.3	Nợ ròng/ VCSH	45%	83%	145%	80%

BÁO CÁO CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

Thông tin doanh nghiệp

CTCP Đầu tư và phát triển BDS An Gia (AGG) thành lập năm 2006 và chuyển đổi sang hình thức CTCP vào năm 2012 với mức vốn điều lệ 100 tỷ. Từ 2012 đến nay, AGG tăng vốn từ 100 tỷ lên 827.5 tỷ qua hình thức thưởng cổ phần, hoán đổi khoản vay cho Creed Group... Giai đoạn tăng vốn nhanh là từ 2018 -2019 với tổng vốn điều lệ tăng thêm là 745 tỷ...



■ Founders & Employees ■ Financial investors ■ Others

Cơ cấu cổ đông cô đặc: Ban lãnh đạo và thành viên công ty chiếm đến hơn 65% tổng số lượng cổ phiếu, trong đó CTCP Quản lý và đầu tư Trường Giang sở hữu 37.67%. Sau khi cổ đông lớn là Creed Investment thoái vốn hơn 5.5%, tỷ lệ cổ phần thuộc sở hữu từ cổ đông nước ngoài (KIMTC và Hoosiers VN) hiện chỉ còn khoảng 5.2%.

Nguồn: BSC Research

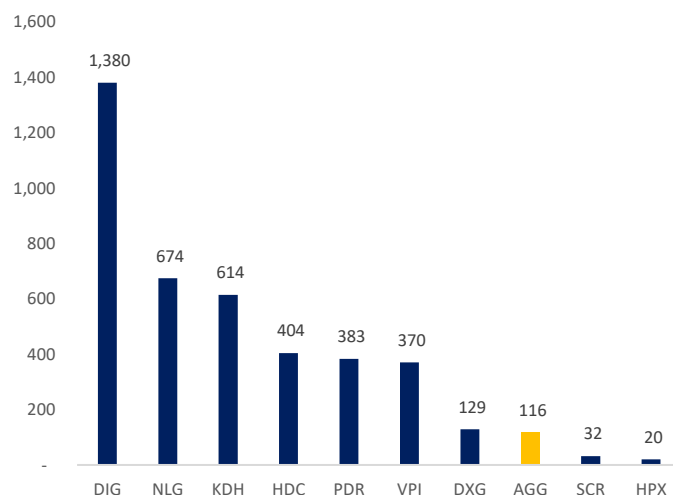
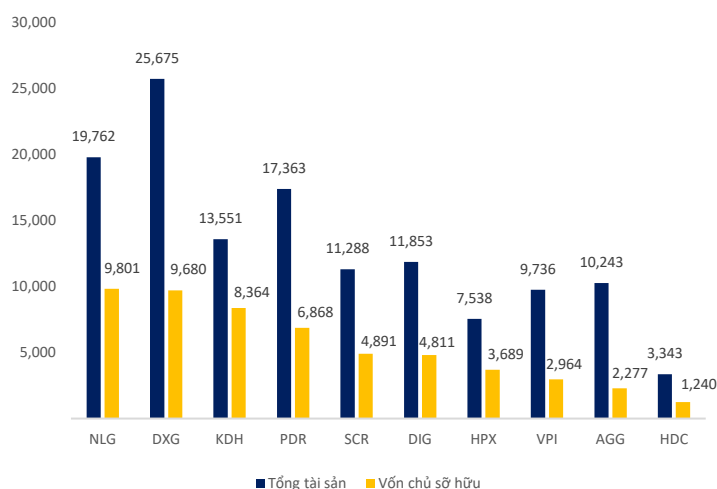
An Gia: Chủ đầu tư mới nổi có thương hiệu uy tín trong phân khúc trung cấp tại thị trường Hồ Chí Minh.

AGG với xuất phát điểm là một công ty chuyên cung cấp dịch vụ bất động sản từ năm 2008, đến năm 2014 AGG bắt đầu chuyển dần sang hình thức chủ đầu tư phát triển dự án.

- **Công ty đã đầu tư phát triển một số dự án nhà ở tiêu biểu tại khu vực thành phố Hồ Chí Minh và Vũng Tàu như:** Dự án The Star tại quận Bình Tân, dự án The Garden tại quận Tân Phú, dự án Skyline, Riverside, River City, cụm dự án Lacasa (River Panorama 1, River Panorama 2, Sky 89 và Signial tại quận 7, và The Sóng tại thành phố Vũng Tàu.
- Trong giai đoạn đầu, do hạn chế về quy mô vốn so với các doanh nghiệp trong ngành, **AGG lựa chọn phương án hợp tác với các đối tác như** Creed Group, Horries, Riland... trong việc phát triển quỹ đất. Cấu trúc hợp tác giữa AGG và đối tác thường là 50.05% và 49.95%.
- **AGG sẽ bắt đầu nâng tỷ lệ sở hữu và hợp nhất dự án về công ty mẹ sau khi hoàn tất việc bán hàng và bắt đầu triển khai xây dựng.** Chiến lược trên cũng khá tương đồng với doanh nghiệp BĐS khác trên sàn là NLG, điều này giúp AGG có thể nhanh chóng gia tăng quỹ đất để có thể cạnh tranh trực tiếp với các chủ đầu tư lớn khác như DXG, NLG, KDH, Hưng Thịnh Land.
- **Sản phẩm của AGG có chất lượng tốt nhờ đi cùng với các thương hiệu nhà thầu xây dựng uy tín.** Theo đánh giá của chúng tôi, các sản phẩm chung cư nhà ở của AGG có chất lượng tương đối tốt dựa trên (1) tỷ lệ hấp thụ dự án ở mức cao, (2) Hợp tác với các chủ thầu uy tín như Cottecons, Riccons... Ngoài ra nhóm sản phẩm AGG hướng đến chủ yếu là phân khúc trung cấp phù hợp với nhu cầu của phần đông người mua nhà hiện tại, điều này sẽ đảm bảo tỷ lệ hấp thụ cao cho các dự án dự kiến triển khai của AGG.

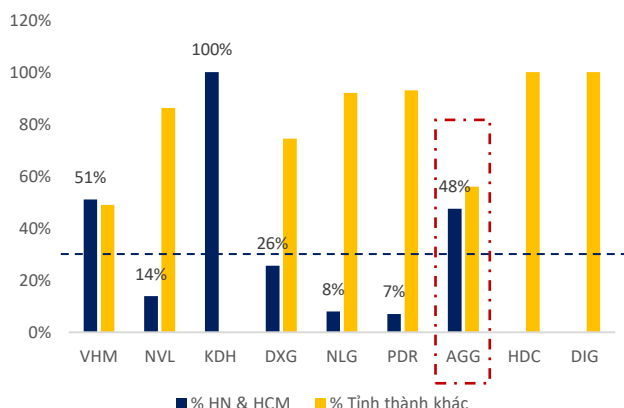
Quy mô vốn ở mức thấp tuy nhiên sở hữu danh mục dự án hấp dẫn, quy mô dự án giai đoạn 2021-2026 gấp 8 lần so với giai đoạn trước đó.

AGG đã sở hữu quỹ đất với quy mô 103 ha, diện tích thương phẩm khoảng 2.1 triệu m2 tổng diện tích sàn xây dựng, tương đương với hơn 22,000 sản phẩm (~11 dự án). So với quy mô doanh nghiệp hiện tại với các doanh nghiệp trên sàn, AGG chỉ vốn vụn ở nhóm cuối trong số doanh nghiệp bất động sản niêm yết, với vốn chủ sở hữu 2,277 tỷ đồng. Tuy nhiên, quỹ đất bất động sản thương mại AGG đang sở hữu ở mức tương đối so với bình quân ngành, có vị trí đẹp. Ngoài ra, AGG là số ít có tỷ lệ quỹ đất tại thành phố HCM đạt mức cao (47.5% tổng quỹ đất) so với một số doanh nghiệp quy mô cấp trung như KDH (100%), NLG (8%), DXG (26%).



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Giai đoạn 2021-2026, giai đoạn chuyển mình của AGG từ doanh nghiệp bất động sản quy mô nhỏ sang quy mô tầm cỡ lớn hơn. Trong với giai đoạn 2015-2021, AGG đã triển khai được 6 dự án, tương đương 2,593 sản phẩm đã bán. So sánh với triển vọng giai đoạn 2021-2026, chúng tôi tin rằng đây là giai đoạn 2021-2026 sẽ đánh dấu sự chuyển mình của AGG với **tổng số dự án triển khai gấp gần 2 lần, số sản phẩm gấp 8.48 lần, quy mô diện tích sàn thương mại gấp 8.97 lần so với giai đoạn 2015-2021.** Điều này chứng tỏ tham vọng của BLĐ trong việc đưa AGG chuyển mình trở thành một trong những chủ đầu tư uy tín quy mô lớn khu vực phía Nam – Hồ Chí Minh.



<u>2014-2020</u>	6	2,593	186,920
	Tổng số dự án	Số lượng sản phẩm	NSA
<u>2021-2026</u>	11	21,488	1,677,920
	Tổng số dự án	Số lượng sản phẩm	NSA

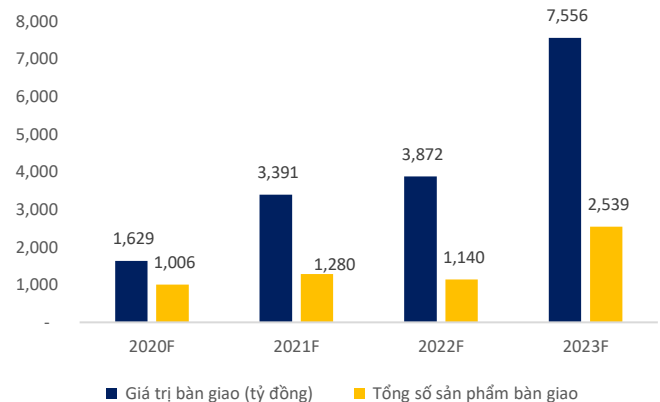
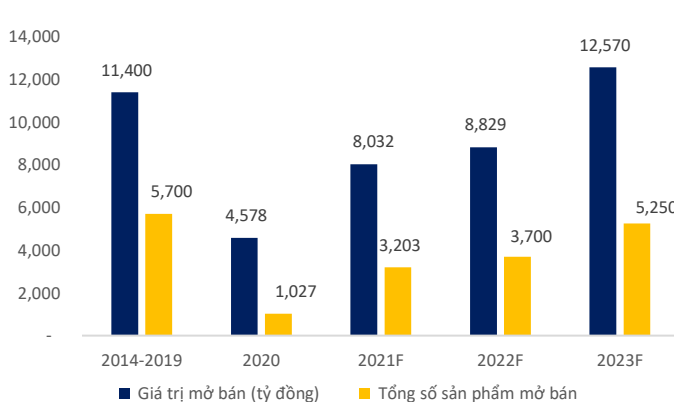
Nguồn: AGG, BSC Research

Theo đó, tổng giá trị mở bán hàng mới (pre-sales) giai đoạn 2020-2023 tăng gấp 3 lần so với giai đoạn 2014-2019. Cụ thể, trong năm 2021, BSC ước tính tổng giá trị mở bán mới (pre-sales) của AGG đạt khoảng 8,032 tỷ đồng, tăng mạnh gấp 1.75 lần so với cùng kỳ, được đóng góp chủ yếu từ (i) dự án Westgate, (ii) Dự án Standard và (iii) dự án BD 2.8 (The Gió). Đối với các dự án West-Gate và dự án Standard, AGG dự kiến sẽ hoàn tất công tác bán hàng trong năm 2021 và triển khai mở bán dự án mới The Gió (BD 2.8).

Trong giai đoạn 2022-2024, AGG sẽ tập trung đẩy mạnh công tác bán hàng với các dự án mới như The A, D7, BC27 và BC 25. Chi tiết thông tin các dự án nằm ở bảng 1 ở phía dưới.

Tổng giá trị bán hàng giai đoạn 2020-2023 tăng gấp 3 lần so với giai đoạn 2014-2019

Điều này đảm bảo triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của AGG giai đoạn 2021-2025



Nguồn: BSC Research dự báo

Điểm nghẽn “pháp lý” thành phố Hồ Chí Minh được giải phóng và xu hướng chuyển dịch quỹ đất sang các thành phố vệ tinh sẽ là bệ đỡ cho tăng trưởng định giá của AGG

- (1) Điểm nghẽn pháp lý kỳ vọng được khởi thông. Chúng tôi tin rằng các vướng mắc về pháp lý hiện tại sẽ dần được cởi trói trong nửa cuối năm 2021 nhờ vào các bộ luật mới được sửa đổi và có hiệu lực trong Q1/2021 như (i) Luật xây dựng sửa đổi 2020, (ii) Luật đầu tư 2020, (iii) Luật bất động sản sửa đổi, Nghị định 148. Ngoài ra, một số thông tin về việc rút ngắn thủ tục xin cấp phép dự án tại thành phố Hồ Chí Minh cũng sẽ là tín hiệu tích cực cho triển vọng thị trường BĐS trung hạn. (Chi tiết [báo cáo triển vọng ngành năm 2021](#), và [báo cáo triển vọng thị trường bất động sản Q4/2020](#) của BSC)

Nguồn cung và tỷ lệ hấp thụ dần phục hồi khởi sắc trong Q4/2020



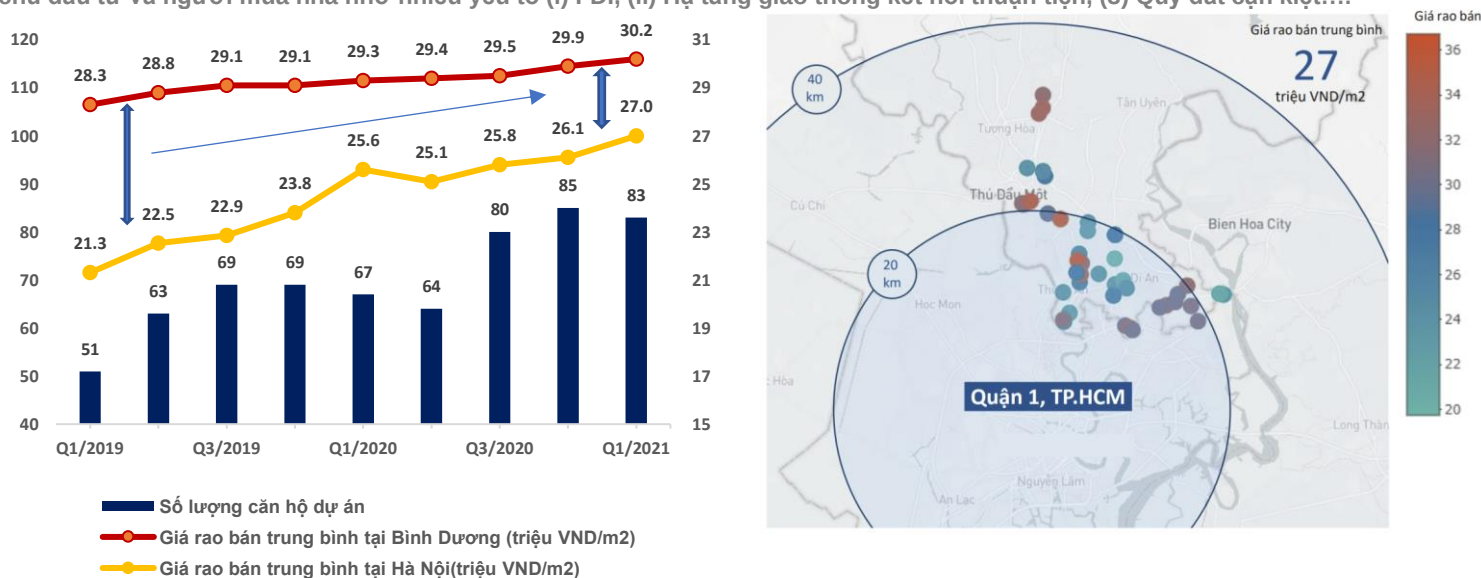
Phân khúc cao cấp và sang trọng chiếm lĩnh thị trường bất động sản HCM năm 2020



Nguồn: BSC Research thu thập, CBRE

- (2) Xu hướng dịch chuyển quỹ đất sang khu vực ngoại thành và các tỉnh/thành phố lân cận của nhiều doanh nghiệp bất động sản do (1) Tốc độ đô thị hóa nhanh đi kèm với (2) Quỹ đất trong khu vực trung tâm thành phố ngày càng hạn hẹp và (3) Vấn đề pháp lý tại hai thành phố lớn HCM và HN bị tắc nghẽn dẫn đến nguồn cung tại đây bị thiếu hụt trầm trọng. Tỷ lệ đô thị hóa Việt Nam năm 2019 là 38,4% và dự kiến sẽ vượt mốc 40% vào năm 2020, duy trì tốc độ tăng trưởng CAGR = 2.3% cao nhất khu vực Đông Nam Á (theo JLL). Dựa trên tỷ lệ trên, BSC ước tính mỗi năm, nhu cầu nhà ở mỗi năm sẽ ước tính rơi vào khoảng 80,000-100,000 căn hộ/cả nước/mỗi năm.

Khoảng cách mặt bằng giá bán được thu hẹp và mức độ quan tâm thị trường bất động sản Bình Dương tăng nhanh từ cả phía chủ đầu tư và người mua nhà nhờ nhiều yếu tố (i) FDI, (ii) Hạ tầng giao thông kết nối thuận tiện, (3) Quỹ đất cạn kiệt....



Nguồn: Batdongsan.com.vn

- (3) Hạ tầng kết nối giữa các tỉnh thành được cải thiện sẽ là động lực thúc đẩy quá trình đô thị hóa và xu hướng dịch chuyển hiện hữu. Ngoài ra, việc thành lập các khu vực trung tâm kinh tế và thành phố vệ tinh mới (Thủ Đức và Bình Dương) sẽ giúp giảm tải áp lực dân số lên thành phố Hồ Chí Minh.

Dự án	Tổng vốn đầu tư (VND bn)	Dự kiến khởi công	Dự kiến hoàn thành
Metro 1 (Bến Thành - Suối Tiên)	43,757	2012	Q4/2021
Metro 2 (Bến Thành - Tham Lương)	47,800	2021	2026
Cao tốc HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành	24,150		2021-25
Cao tốc HCM - Mộc Bài	10,668	2021	2026
Đường song song cho tuyến đường 50	3,816		2021-25
Vành đai 2 (HCM)	6,500		2021-25
Vành đai 3 (HCM)	19,871		2022-25
Dự án Nạo vét Soài Rạp (Giai đoạn 2)	8,977		2021-25
Dự án cải thiện môi trường nước (Giai đoạn 2)	11,282	2015	2021
Sân bay quốc tế Long Thành	114,451	2021	2025
11 dự án khác thuộc dự án Cao tốc Bắc - Nam	101,218	2020	2021-25

Nguồn: BSC

2021-2025: Điểm rơi lợi nhuận nhờ vào việc bàn giao hàng loạt các dự án.

BSC nhận thấy điểm rơi lợi nhuận của AGG sẽ bắt đầu từ năm 2021, với tổng số lượng dự án lên đến 11 dự án, điều này sẽ giúp đảm bảo cho việc duy trì tốc độ tăng trưởng lợi nhuận với CAGR dự báo đạt 23.5% giai đoạn 2021-2024. Riêng trong năm 2021, một số dự án bàn giao chính của AGG bao gồm The Sóng, Sky 89 sẽ giúp AGG đảm bảo hoàn thành kế hoạch kinh doanh.

Bảng 1: Danh mục dự án của AGG

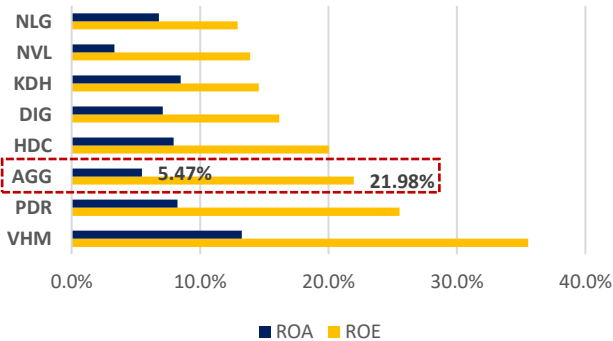
STT	Tên dự án	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Quy mô (ha)	Số lượng sản phẩm (căn)	Thời gian dự kiến bàn giao	Tỷ lệ hấp thụ tính đến cuối năm 2020
1	River Panorama 1	Quận 7	100%	4.48	483	2020	100.0%
2	River Panorama 2	Quận 7	100%	4.48	494	2020	100.0%
3	West Gate Park	Bình Chánh	50%	3.10	2,000	2023-2024	48.0%
4	The Standard	Bình Dương	50%	6.94	374	2022	36.0%
5	The Sóng	Vũng Tàu	50%	0.88	1,659	2021-2022	98.0%
6	Sky 89	Quận 7	50%	6.13	380	2021	100.0%
Đang phát triển							
7	The A	Quận 7	50%	6.13	1,000	2024-2025	N/A
8	BD 2.8 (The Gio)	Bình Dương	50%	2.80	3,000	2024-2025	N/A
9	BC27	Bình Chánh	50%	27.00	8,500	2026-2027	N/A
10	D7	Quận 7	50%	5.43	2,575	2026-2027	N/A
Đang đàm phán							
11	BD 45	Bình Dương	50%	45.00	2,000	2023-2024	N/A

Tuy nhiên, hiện tại một vài dự án trên của AGG đang gặp những vấn đề trực tiếp về pháp lý khiến cho việc mở bán dự án chậm hơn kế hoạch trước đó. Cụ thể:

- Dự án West Gate Park: AGG đã triển khai giai đoạn 1 với việc ghi nhận mở bán thành công khoảng 760 sản phẩm (chiếm 48% tổng quy mô dự án). Dự án đang trong quá trình xin điều chỉnh 1/500, tuy nhiên chúng tôi lưu ý do nguồn gốc đất dự án trên đến từ việc đấu giá đất, do đó tính pháp lý tương đối ổn định. AGG dự kiến sẽ sớm hoàn thiện pháp lý trong Q3.2021.
- Dự án BC 27: Đã hoàn tất đền bù và đang thực hiện pháp lý. Hiện tại vướng mắc lớn nhất của dự án có khoảng 7,000 m2 là đất kênh rạch xen kẽ. Trong năm 2021, chúng tôi kì vọng việc các chính sách mới ([link](#)) có hiệu lực có thể giúp AGG tháo gỡ được điểm tắc nghẽn trên và sớm đưa vào triển khai bán hàng từ năm 2022.

Hiệu quả sinh lời của AGG nằm trong top các doanh nghiệp đầu ngành bất động sản

Năm 2020, AGG ghi nhận lần lượt mức ROE và ROA lần lượt đạt 21.98% và 5.47%. Hiệu quả sinh lời tốt đến từ một số yếu tố như (1) Tốc độ bán hàng nhanh, (2) Cấu trúc cơ cấu vốn dự án hiệu quả (AGG thường góp khoảng 20% tổng vốn đầu tư, tuy nhiên lại được hưởng đến 50% tổng lợi nhuận), (3) Mức lợi nhuận bình quân 3%/dự án của dịch vụ tư vấn môi giới và tiếp thị do An Gia chịu trách nhiệm và (4) Hưởng lợi từ việc giá vốn các dự án ở mức hợp lý.

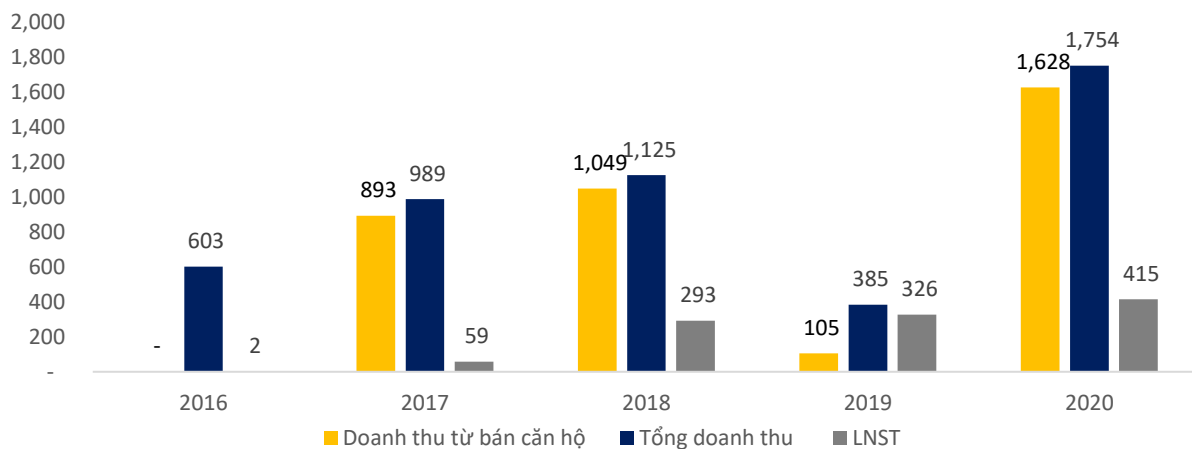


2020: Doanh thu tài chính từ đánh giá lại dự án hỗ trợ chính cho lợi nhuận của AGG.

Doanh thu thuần năm 2020 tăng 353.9% YoY, được đóng góp chủ yếu từ việc bàn giao dự án River Panorama 1 và 2. Trong khi đó, doanh thu từ cung cấp dịch vụ môi giới và dịch vụ tư vấn giảm mạnh -60.8% YoY chủ yếu do bị ảnh hưởng tiêu cực do dịch Covid-19.

Tuy nhiên, doanh thu tài chính tăng mạnh đạt 445 tỷ đồng (+109.5% YoY), chiếm đến 93% lợi nhuận trước thuế, giúp lợi nhuận sau thuế công ty mẹ của AGG ghi nhận mức tăng trưởng +27% YoY, đạt 415 tỷ đồng. Doanh thu tài chính tài chính tăng mạnh chủ yếu đến từ (1) việc đánh giá lại giá trị hợp lý của nhóm công ty Hoàng Ân và nhóm công ty Gia Khánh, ghi nhận 338.8 tỷ đồng (Sở hữu dự án The Sóng và dự án West Gate) và (2) Chuyển nhượng dự án Phan Thiết thông qua chuyển nhượng cổ phần tại CTCP Quản lý và đầu tư Sơn lâm, ghi nhận 71.3 tỷ đồng.

Lợi nhuận 2020 bị ảnh hưởng do việc thiếu hụt dự án bàn giao và ảnh hưởng dịch Covid-19 (tỷ đồng)



Nguồn: FiinPro, BSC Research

	2019	2020	% YoY
Doanh thu	385	1,754	356%
Mảng bán căn hộ	105	1,629	1454%
Mảng môi giới dịch vụ & tư vấn	280	125	-55%
Lợi nhuận gộp	281	272	-3%
<u>Biên lợi nhuận gộp</u>	<u>73%</u>	<u>16%</u>	
Chi phí bán hàng & QLDN	134	217	62%
<u>SG&A/DTT</u>	<u>35%</u>	<u>12%</u>	
EBIT	642	149	-77%
Doanh thu tài chính	213	446	110%
Chi phí tài chính	40	65	61%
Lãi/Lỗ từ công ty liên kết	54	(14)	-126%
LN trước thuế	367	479	31%
Thuế TNDN	27	114	
Lợi nhuận sau thuế	333	445	33%
Lợi ích cổ đông thiểu số	7	30	
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	326	415	27%
EPS cơ bản (đồng)	4,136	4,776	
Biên LNG	73%	16%	
Biên LN ròng	85%	24%	
ROE	25%	24%	

Kết quả kinh doanh Q1 lần lượt hoàn thành 9.5% và 1% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận 2021, điểm rơi lợi nhuận sẽ từ Q2/2021 và Q3/2021.

	Q1/2020	Q1/2021	% YoY	Ghi chú
Doanh thu	43	343	700%	Trong Q1/2021, doanh thu bất động ghi nhận doanh thu đạt 300 tỷ đồng đến từ dự án Paranoma, so với việc không ghi nhận dự án nào trong cùng kỳ. Doanh thu dịch vụ tư vấn môi giới tiếp thị sụt giảm do trong Q1/2021, AGG chưa mở bán dự án mới. Trong năm 2020, AGG sẽ tập trung mở bán các dự án (i) Westgate, (ii) The Standard và (iii) BD 2.8.
<i>Bán căn hộ</i>	-	330		
<i>Dịch vụ tư vấn môi giới & Tiếp thị</i>	41	11	-74%	
<i>Dịch vụ khác</i>	2	2	-11%	
Lợi nhuận gộp	(2)	1	291%	Chi phí bán hàng tăng mạnh so với cùng kỳ do hạch toán chi phí bán hàng dự án Paranoma.
<u>Biên lợi nhuận gộp</u>	<u>53%</u>	<u>37%</u>		
<i>Bán căn hộ</i>		41%		
<i>Dịch vụ tư vấn môi giới & Tiếp thị</i>	55%	59%		
Chi phí bán hàng&Quản lý DN (SG&A)	21	76	268%	Chi phí tài chính cũng giảm mạnh so với cùng kỳ nhờ vào giảm chiết khấu thanh toán
<u>%SG&A/DT</u>	<u>48.0%</u>	<u>22.1%</u>		
Doanh thu tài chính	5.2	31.7		
Chi phí tài chính	9.1	57.8		
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	0.74	5.41	636%	
<u>Biên lợi nhuận ròng</u>	<u>2%</u>	<u>2%</u>		

Nguồn: AGG, BSC Research

AGG đặt kế hoạch kinh doanh 2021 ở mức tăng trưởng 20.6% LNST công ty mẹ so với cùng kỳ. ĐHCĐ thông qua kế hoạch 2021 với doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt ước đạt 3,600 tỷ đồng (+105.2% YoY) và 500 tỷ đồng (+20.6% YoY). Nguồn lợi nhuận chủ yếu được đóng góp chính từ việc bàn giao (1) Dự án The Sóng trong Q2/2021 và dự án (2) Sky89 vào Q3/2021. Chúng tôi cho rằng kế hoạch trên tương đối khả thi nhờ vào việc tỷ lệ hấp thụ dự án >90% và tiến độ thi công được đảm bảo.

Phát hành cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 1:1 và trả cổ tức tỷ lệ 10%. Theo đó, ĐHCĐ thường niên đã thông qua kế hoạch phát hành cho cổ đông hiện hữu và trả cổ tức với tổng số phiếu dự kiến phát hành là 91 triệu cổ phiếu. Tổng số tiền thu được chủ yếu để bổ sung cho vốn đầu tư, xây dựng các dự án hiện hữu và gia tăng thêm quỹ đất mới.

Rủi ro đầu tư

- **Rủi ro chu kỳ ngành bất động sản:** Sức khỏe của ngành bất động sản có tính liên kết cực kỳ chặt chẽ với sức khỏe nền kinh tế nói chung. Do đó, bất kỳ ảnh hưởng nào tác động lên triển vọng tăng trưởng hoặc làm suy giảm tốc độ tăng trưởng kinh tế như dịch Covid-19 có thể tác động tiêu cực đến triển vọng ngành bất động sản. Ngoài ra, ngành bất động sản cũng chịu ảnh hưởng trực tiếp từ các chính sách và pháp lý liên quan, điển hình nguồn cung bất động sản đang bị thắt chặt trong vòng 1-2 năm trở lại đây hoặc các chính sách liên quan đến sản phẩm condotel, du lịch nghỉ dưỡng..
- **Rủi ro liên quan đến tiến độ thực hiện dự án:** Một trong những rủi ro đặc thù của ngành kinh doanh BĐS liên quan trực tiếp đến tiến độ thực hiện dự án, vốn có thể bị ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố như: (1) tiến độ đền bù giải tỏa mặt bằng, (2) giải quyết các vấn đề pháp lý, (3) tiến độ giải ngân nguồn vốn...
- **Rủi ro pháp lý:** AGG hiện đang sở hữu 2 quỹ đất lớn tại thành phố Hồ Chí Minh đang chờ đợi hoàn tất các thủ tục pháp lý như BC27 và D7 dự kiến được triển khai từ năm 2023-2024. Chúng tôi kỳ vọng việc đẩy mạnh xử lý các vấn đề pháp lý liên quan sẽ được triển khai từ năm 2022.

Phân tích tình hình tài chính

Bảng cân đối kế toán của AGG

CĐKT (Tỷ đồng)	2016	2017	2018	2019	2020
Tiền và tương đương tiền	163	285	331	138	519
Đầu tư ngắn hạn	2	1	451	140	109
Phải thu ngắn hạn	335	1,095	948	1,307	1,878
Tồn kho	1,072	674	53	2,611	5,734
TS ngắn hạn khác	279	52	27	488	777
TS ngắn hạn	1,851	2,107	1,810	4,685	9,016
TS hữu hình	16	15	13	19	45
Khấu hao	(3)	(5)	(6)	(8)	(8)
TS dở dang dài hạn	0	6	6	3	-
ĐT dài hạn	-	17	45	45	44
TS dài hạn khác	403	312	423	655	656
TS dài hạn	416	345	481	714	737
Tổng TS	2,267	2,452	2,291	5,399	9,753
Nợ phải trả	1,319	971	514	1,898	3,717
Vay ngắn hạn	309	185	255	262	509
Nợ ngắn hạn khác	406	955	552	829	234
Tổng Nợ ngắn hạn	2,034	2,111	1,321	2,990	4,461
Vay dài hạn	193	145	107	808	1,974
Nợ dài hạn khác	0	7	23	148	998
Tổng Nợ dài hạn	193	152	130	956	2,972
Tổng Nợ	2,227	2,263	1,452	3,945	7,433
Vốn góp	100	105	450	750	825
Thặng dư vốn cổ phần	-	40	71	180	180
LN chưa phân phối	(31)	28	278	364	704
Vốn chủ khác	-	-	-	-	40
Cổ đông thiểu số	(28)	16	40	159	613
Tổng Vốn chủ sở hữu	41	189	839	1,453	2,362
Tổng nguồn vốn	2,267	2,452	2,291	5,399	9,795
Số lượng cổ phiếu lưu hành	10	11	45	75	82

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Tài sản

Cơ cấu tài sản chủ yếu là tài sản ngắn hạn (~92%TTS). Tại ngày 31/12/2020, tổng tài sản của AGG ở mức 9,753 tỷ đồng (+81% yoy), mức tăng này chủ yếu đến từ hàng tồn kho (+120%yoy) sau khi nâng tỷ lệ sở hữu tại hai dự án The Sóng và The GateWay. Hàng tồn kho hiện đang chiếm 63.6% tổng tài sản của AGG.

Tiền và tương đương tiền đạt 519 tỷ đồng (+275% so với cuối năm 2019). Trong đó, tiền đạt 429.85 tỷ đồng, chiếm 82.9% tiền và tương đương tiền (+3.88 lần YoY)

Các khoản phải thu chiếm 20.8% tổng tài sản (+44% YoY), trong đó đáng chú ý là (1) Phải thu về cho vay ngắn hạn đạt 718 tỷ (+50% YoY) do phát sinh từ các khoản cho vay khác của doanh nghiệp và (2) Phải thu ngắn hạn khác đạt 761 tỷ đồng (+29% YoY) do đặt cọc trong các hợp đồng hợp tác kinh doanh với CTCP quản lý và phát triển Nam Phương & CTCP ĐT BĐS Lê Gia nhằm phát triển quỹ đất.

Chỉ số(%)	2017	2018	2019	2020
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	1.4	1.6	2.0	1.8
Hsố TT nhanh	1.3	0.7	0.7	1.0
Cơ cấu vốn				
Hsố Nợ/TTS	13%	16%	20%	25%
Hsố Nợ/VCSH	190%	45%	83%	145%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	415	183	4,688	1,028
Số ngày phải thu	264	331	1,070	331
Số ngày phải trả	N/A	N/A	83	43
CCC	N/A	N/A	5,675	1,316
Tỉ suất lợi nhuận				
Biên Lợi nhuận gộp	22.4%	35.7%	73.0%	15.5%
Biên Lợi nhuận LNST	5.9%	26.0%	84.9%	23.6%
ROE	33.8%	36.6%	25.2%	24.3%
ROA	2.4%	12.8%	6.1%	4.3%
Định Giá				
PE trượt	7.2	6.2	9.2	8.0
PB trượt	2.4	2.3	2.3	1.9
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	64.1%	13.8%	-65.8%	355.9%
Tăng trưởng EBIT	-945.6%	102.6%	-49.0%	-62.4%
Tăng trưởng LNTT	-835.0%	426.8%	-47.8%	30.6%
Tăng trưởng EPS	3496.6%	16.9%	-33.1%	15.5%

- **Chỉ tiêu thanh toán: Hệ số thanh toán của AGG trong giai đoạn 2017 – 2020 duy trì ở mức an toàn.** Hệ số thanh toán hiện hành tại 31/12/2020 đạt 2.0 lần cho thấy doanh nghiệp có khả năng bù đắp những khoản phải trả ngắn hạn bằng tài sản ngắn hạn. Tuy nhiên, các chỉ số thanh toán nhanh và thanh toán tức thời của AGG đang ở mức khoảng 0.8 lần, chủ yếu là các khoản cho vay và ký quỹ để phát triển quỹ đất và đặc thù ngành bất động sản khi HTK luôn chiếm tỷ trọng lớn.
- **Cơ cấu vốn: Cơ cấu nợ chủ yếu là vay dài hạn** (chiếm khoảng 20% TTS). Trong năm 2020, AGG đẩy mạnh gia tăng nợ vay để gia tăng thêm quỹ đất, hệ số nợ/VCSH ghi nhận mức 145%, cao hơn mức bình quân ngành là 67.3%. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng dòng tiền đến từ các dự án đã hoàn tất bán hàng và dự kiến bàn giao năm 2021 và năm 2022 sẽ hỗ trợ giúp cho AGG có thể giảm hệ số Nợ/VCSH từ năm 2021.

Dự báo kết quả kinh doanh:

BSC đánh giá với danh mục dự án hiện tại của AGG đủ duy trì (1) tăng trưởng lợi nhuận mảng bất động sản trong năm 2021 và năm 2022 và (2) Phục hồi của mảng dịch vụ bất động sản hậu dịch Covid-19. Đối với triển vọng giai đoạn 2023-2025 sẽ phụ thuộc nhiều vào tiến độ pháp lý các dự án trọng điểm như BC27, The Singial, D7. Tuy nhiên, AGG hiện đang đàm phán để mua thêm quỹ đất tại khu vực Bình Dương, Long An, đây có thể là nguồn dự án bổ sung trong khi chờ đợi nút thắt pháp lý tại thành phố Hồ Chí Minh được tháo gỡ.

Năm 2021, BSC ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ ước đạt lần lượt 3,813 tỷ đồng (+117% YoY) và 519 tỷ đồng (+25% YoY), nhờ vào bàn giao các dự án (1) The Sóng, (2) River Panorama, (3) Sky89. EPS 2021 FW =5,974 đồng/cp. PE 2021 FW = 7.9 lần.

Đơn vị: Tỷ đồng	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Doanh thu	989	1,125	385	1,754	3,813	4,357
% YoY	64%	14%	-66%	356%	117%	14%
Giá vốn hàng bán	768	724	104	1,482	2,611	2,853
Lợi nhuận gộp	221	401	281	272	1,201	1,504
Chi phí bán hàng	48	49	6	130	191	174
Chi phí QLDN	31	64	128	87	114	131
EBIT	142.2	1,013	642	149	433	433
Doanh thu tài chính	17.5	53.7	212.7	445.5	141.7	185.5
Chi phí tài chính	22.0	27.3	40.0	64.5	73.8	68.3
Lãi/Lỗ từ công ty liên kết	(1)	(0)	54	(14)	-	-
LN trước thuế	133	702	367	479	964	1,316
Thuế TNDN	10	159	27	114	154	211
Lợi nhuận sau thuế	103	566	333	445	810	1,106
Lợi ích cổ đông thiểu số	44	273	7	30	291	452
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	59	293	326	415	519	654
% YoY	3686%	400%	12%	27%	25%	26%
EPS cơ bản (đồng)	5,285	6,178	4,136	4,776	5,974	7,535
Biên LNG	22%	36%	73%	16%	32%	35%
Biên LN ròng	6%	26%	85%	24%	14%	15%
ROE	34%	37%	25%	24%	23%	23%

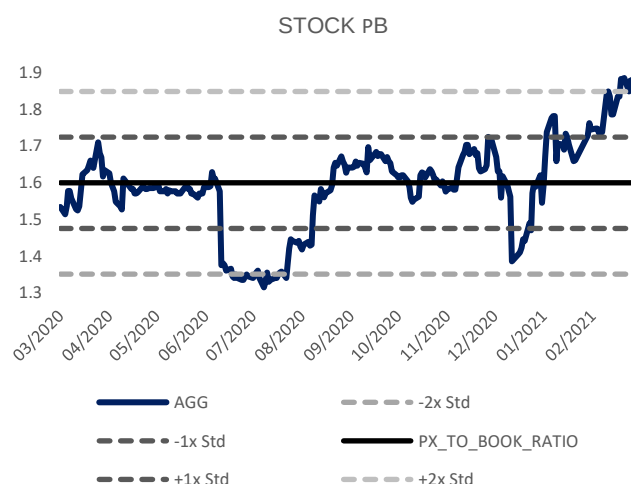
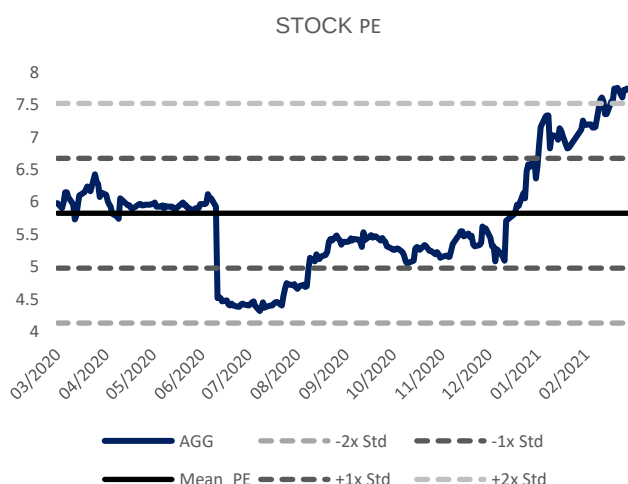
Nguồn: BSC Research

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cổ phiếu AGG và **đưa ra giá mục tiêu 62,100 đồng/cp** (+32% so với mức giá đóng cửa ngày 17/05/2021) dựa trên phương pháp RNAV và một số giả định sau:

- Đưa vào thêm dự án BD27 và BD45 vào danh mục định giá dự án dựa trên tính khả thi của việc triển khai dự án.
- Thị trường bất động sản phục hồi và tiến độ xử lý pháp lý tại thành Hồ Chí Minh sẽ bắt đầu khởi thông từ năm 2022
- Đưa ra mức chiết khấu WACC dự án ở mức 11%

Định giá				
Tỷ Đồng	Phương pháp	Tổng giá trị	Tỷ lệ sở hữu	AGG
Bất Động Sản				6,162
River Panorama	DCF	223	50%	111
Sky89	DCF	198	100%	198
The Sóng	DCF	191	50%	96
The Standard	DCF	886	50%	443
WestGate	DCF	1,924	50%	963
The A	DCF	337	50%	169
BD 2.8	DCF	1,708	50%	855
BC27	DCF	2,411	50%	1,205
D7	DCF	2,204	50%	1,102
BD45	DCF	2,041	50%	1,020
(+) Tài sản		1,232		1,232
(-) Nợ vay		2,261		2,261
Tổng giá trị đánh giá lại				5,133
Tổng số lượng cổ phiếu				82,750,677
Giá ngày 17/05/2021				47,000
Chiết khấu				0%
Giá trị hợp lý				62,100
Tiềm năng tăng trưởng				32%
WACC				11.00%



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	385	1,754	3,813	4,357
Giá vốn hàng bán	104	1,482	2,611	2,853
Lợi nhuận gộp	281	272	1,201	1,504
Chi phí bán hàng	(6)	(130)	(191)	(174)
Chi phí QLDN	(128)	(87)	(114)	(131)
Lãi/lỗ HĐKD	147	55	896	1,199
Doanh thu tài chính	213	446	142	186
Chi phí tài chính	(40)	(65)	(74)	(69)
Chi phí lãi vay	(38)	(50)	(66)	(61)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	54	(14)	-	-
Lãi/lỗ khác	(7)	57	-	-
Lợi nhuận trước thuế	367	479	964	1,316
Thuế thu nhập DN	(34)	(34)	(154)	(211)
LN sau thuế	333	445	810	1,105
CĐTS	7	30	291	452
LNST - CĐTS	326	415	519	654
EBITDA	150	59	915	1,222
EPS	4,136	4,776	5,974	7,529

CĐKT (Tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F
Tiền và tương đương tiền	131	512	361	434
Đầu tư ngắn hạn	326	415	519	654
Phải thu ngắn hạn	1,307	1,878	2,089	2,387
Tồn kho	2,611	5,734	5,800	6,000
TS ngắn hạn khác	488	777	1,690	1,931
TS ngắn hạn	4,678	9,009	10,049	10,861
TS hữu hình	11	37	107	184
Khấu hao	352	1,292	1,802	2,115
TS dở dang dài hạn	3	-	-	-
ĐT dài hạn	584	327	327	327
TS dài hạn khác	34	46	337	385
TS dài hạn	714	737	1,097	1,223
Tổng TS	5,392	9,746	11,146	12,084
Nợ phải trả	466	842	380	434
Vay ngắn hạn	262	509	712	771
Nợ ngắn hạn khác	2,261	3,109	4,439	4,849
Tổng Nợ ngắn hạn	2,990	4,461	5,531	6,054
Vay dài hạn	808	1,974	1,785	1,546
Nợ dài hạn khác	148	998	998	998
Tổng Nợ dài hạn	956	2,972	2,783	2,544
Tổng Nợ	3,945	7,433	8,314	8,598
Vốn góp	750	825	825	825
Thặng dư vốn cổ phần	180	180	180	180
LN chưa phân phối	364	704	1,223	1,877
Vốn chủ khác	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	159	613	613	613
Tổng Vốn chủ sở hữu	1,294	1,707	2,226	2,880
Tổng nguồn vốn	5,399	9,753	11,153	12,091
Số lượng cổ phiếu lưu hành	75	82	82	82

LCTT (Tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F
(LỖ)/LNST	326	415	519	654
Khấu hao và phân bổ	3	4	19	23
Thay đổi vốn lưu động	(16)	27	(75)	353
Điều chỉnh khác	124	850	-	-
LCTT từ HĐ KD	(16)	27	(75)	353
Tiền chi mua TSCĐ	(11)	(41)	(88)	(101)
Đầu tư khác	(1,148)	(967)	-	-
LCTT từ HĐ Đầu tư	(87)	(218)	(88)	(101)
Tiền chi trả cổ tức	(286)	-	-	-
Tiền từ vay ròng	19	573	13	(180)
Tiền thu khác	176	0	-	-
LCTT từ HĐ Tài chính	(91)	572	13	(180)
Dòng tiền đầu kỳ	324	131	512	361
Tiền trong kì	(193)	380	(151)	73
Dòng tiền cuối kỳ	131	512	361	434

Chỉ số(%)	2019	2020	2021F	2022F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	1.6	2.0	1.8	1.2
Hsố TT nhanh	0.7	0.7	0.8	0.7

Cơ cấu vốn				
Hsố Nợ/TTS	16%	20%	25%	22%
Hsố Nợ/VCSH	45%	83%	145%	80%

Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	183	4688	1028	515
Số ngày phải thu	331	1070	331	247
Số ngày phải trả	-209	83	43	49
CCC	724	5675	1316	714

Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	35.7%	73.0%	15.5%	34.5%
Lợi nhuận LNST	26.0%	84.9%	23.6%	15.0%
ROE	36.6%	25.2%	24.3%	22.7%
ROA	12.8%	6.1%	4.3%	5.4%

Định Giá				
PE	7.3	10.8	9.4	6.3
PB	2.7	2.7	2.3	1.4

Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	13.8%	-65.8%	355.9%	-0.5%
Tăng trưởng EBIT	102.6%	-49.0%	-62.4%	33.8%
Tăng trưởng LNTT	426.8%	-47.8%	30.6%	36.4%
Tăng trưởng EPS	16.9%	-33.1%	15.5%	26.0%

Nguồn: BSC Research.

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

