

Vài nét về doanh nghiệp

AGG được thành lập từ năm 2012. Sau nhiều lần tăng vốn và hợp tác chiến lược với nhiều quỹ đầu tư, đối tác trong và ngoài nước, AGG đã trở thành một trong các nhà phát triển bất động sản tiêu biểu trên địa bàn TP.HCM và khu vực lân cận với nhiều dự án lớn như The River Panorama, Sky 89, The Sóng,...

Khuyến nghị **MUA**

Giá mục tiêu (VND) **21.532**

Upside 27%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bất động sản
Thị giá (12/06/2025)	17.000
Biến động 1 năm	14.550 – 21.040
KLGD bình quân 52T (cp)	541.557
Vốn hóa (Tỷ đồng)	2.771
P/E	23,43
P/B	0,88

Diễn biến giá



Chuyên viên phân tích

Phạm Văn Trang

phquan@vcbs.com.vn

024 3936 6990 - ext 7183

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

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

Bloomberg: VCBS <GO>

CẢI THIỆN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH TRONG CHU KỲ MỚI

ĐÁNH GIÁ: MUA

Dự án The Gió đã ghi nhận hiệu quả bán hàng tương đối tích cực trong đợt đầu tiên mở bán. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ tiếp tục nhận về sự quan tâm lớn trong các đợt mở bán tiếp theo. Bên cạnh đó, chúng tôi đánh giá tích cực đối với tiềm năng dài hạn của doanh nghiệp nhờ khả năng mở rộng biên lợi nhuận tại các dự án trọng điểm khu vực Bình Chánh giai đoạn 2026-2029. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu AGG với mức định giá hợp lý là **21.532 VND/ cổ phiếu**.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Tiến độ bán hàng tích cực tại The Gió

Đợt 1 của dự án đã ghi nhận tiến độ bán hàng tương đối tích cực với 1.200 sản phẩm tại tháp Gió Nam đã được bán thành công. 400 căn hộ còn lại và các sản phẩm shophouse sẽ được tiếp tục mở bán cùng tháp Gió Đông vào đợt 2 (dự kiến ngày 29/06). Chúng tôi kỳ vọng tiến độ bán hàng đợt 2 sẽ tiếp tục ghi nhận những kết quả khả quan với mức giá bán cao hơn khoảng 10-15% so với đợt 1.

Tiềm năng dài hạn tại các dự án lớn khu vực Bình Chánh

Kỳ vọng Westgate sẽ sớm được UBND TP.HCM đưa vào danh sách các dự án đủ điều kiện tháo gỡ pháp lý. Trong khi đó, The Lá Village hiện đã sở hữu quỹ đất thổ cư và được phê duyệt quy hoạch 1/2000. Dự kiến các dự án sẽ mất khoảng 1-3 năm để hoàn thành hồ sơ pháp lý và sẵn sàng mở bán. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá cao tiềm năng trong dài hạn của các dự án.

Gia tăng BLNG trong chu kỳ mới

AGG đặt mục tiêu đạt biên lợi nhuận gộp tại các dự án mới đạt ngưỡng 30–35%, cao hơn khoảng 10 điểm phần trăm so với mặt bằng biên lợi nhuận gộp giai đoạn 2020–2024. Điều này có được nhờ AGG đã tham gia vào quá trình phát triển dự án ngay từ giai đoạn đầu tiên của khâu pháp lý, qua đó kiểm soát tốt chi phí.

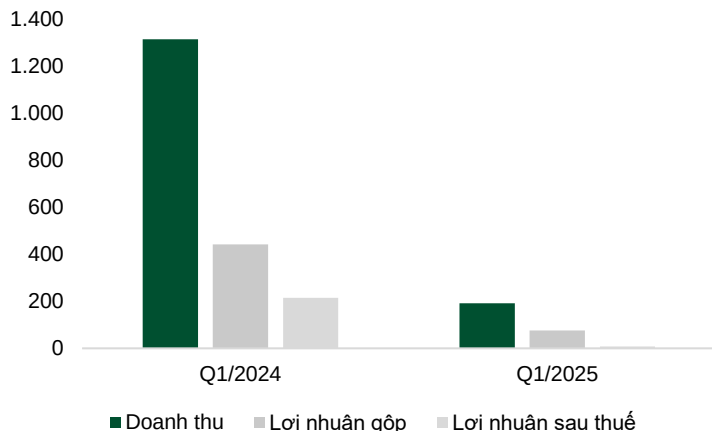
Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
DTT (tỷ đồng)	3.891	1.913	871	3.229
+/- yoy (%)	-37,13%	-50,83%	-56,19%	270,78%
LN thuần (tỷ đồng)	175	298	152	425
+/- yoy (%)	824,40%	69,65%	-45,08%	201,89%
TS LN gộp (%)	25,11%	31%	23,82%	37,37%
TS LN ròng (%)	4,51%	16%	17,49%	13,16%
EPS - TTM (VND)	1.402	1.830	937	2.615

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q1.2025

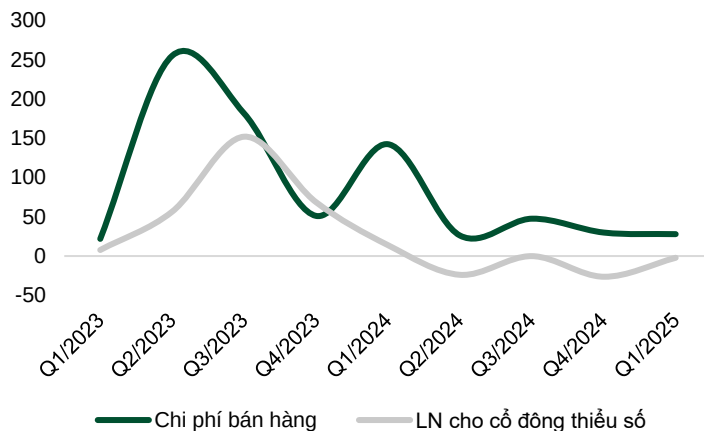
Đơn vị: Tỷ VND	Q1.2024	Q1.2025	%YOY	Đánh giá
Doanh thu thuần	1.313	192	-85%	Doanh thu thuần ghi nhận mức sụt giảm mạnh do đây là giai đoạn khoảng trống bàn giao khi không có dự án mở bán mới. Doanh thu ghi nhận chủ yếu đến từ các sản phẩm đã bán và đang bàn giao dần từ: Westgate và Standard.
Lợi nhuận gộp	441	75	-83%	Biên lợi nhuận gộp đạt 39%, cao hơn so với mức 33% cùng kỳ do bàn giao các sản phẩm thấp tầng có biên lợi nhuận gộp cao hơn.
Doanh thu HĐTC	108	32	-70%	Thu nhập phát sinh liên quan hợp đồng BCC đạt 32 tỷ đồng, tăng 10% svck.
Chi phí tài chính	76	47	-38%	Chi phí tài chính giảm do không phát sinh chi phí cố định phải trả do thực hiện HĐHTKD, chiết khấu thanh toán và lỗ chênh lệch tỷ giá.
Chi phí bán hàng & QLDN	170	46	-73%	Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu thuần đạt 24%, cao hơn mức 13% svck do doanh thu thuần giảm, trong khi chi phí nhân viên, chi phí dịch vụ mua ngoài cố định.
LNST	214	8	-96%	Biên lợi nhuận ròng đạt 4%, thấp hơn đáng kể so với cùng kỳ (16%).

Dự phóng kết quả kinh doanh Q2/2025: Ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 212 tỷ đồng (-84% yoy) và 78 tỷ đồng (-86% yoy) nhờ ghi nhận nốt các sản phẩm bàn giao còn lại tại dự án Westgate và The Standard.

KQKD AGG Q1/2024 - Q1/2025



Chi phí bán hàng và LN cho cổ đông thiểu số



Nguồn: AGG, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

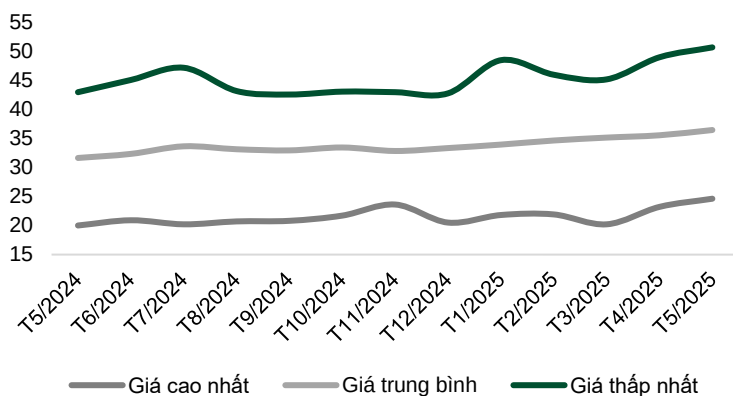
Tiến độ bán hàng tích cực tại The Gió

Đợt 1 của dự án chính thức được mở bán vào quý 1/2025, và ghi nhận tiến độ bán hàng tương đối tích cực với 1.200 sản phẩm tại tháp Gió Nam đã được bán thành công. 400 căn hộ còn lại và các sản phẩm shophouse sẽ được tiếp tục mở bán cùng tháp Gió Đông vào đợt 2 (dự kiến ngày 29/06).

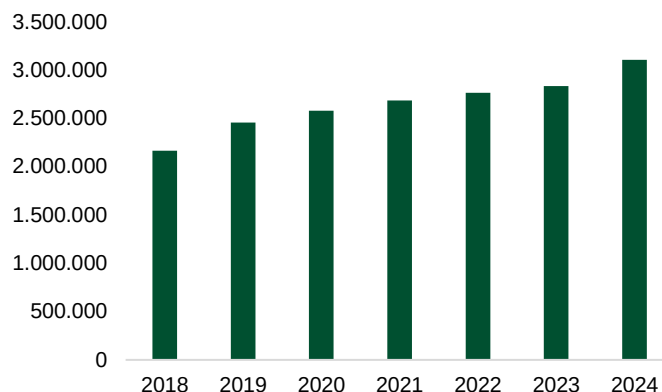
Chúng tôi kỳ vọng tiến độ bán hàng đợt 2 sẽ tiếp tục ghi nhận những kết quả khả quan với mức giá bán cao hơn khoảng 10-15% so với đợt 1 xét đến:

- Thị trường bất động sản tại Bình Dương gần đây ghi nhận thanh khoản có những diễn biến sôi động hơn, đặc biệt sau thông tin về sáp nhập tỉnh thành. Trong 4T/2025, 48,6% nguồn cung tại khu vực TP.HCM và vùng lân cận đến từ tỉnh Bình Dương. Bên cạnh đó, thị trường cũng chứng kiến sức cầu tăng đáng kể, phần lớn giao dịch tập trung ở các dự án mới được triển khai bán hàng tại Bình Dương.
- Tốc độ tăng trưởng dân số cơ học cao đến từ làn sóng di cư của người dân đang sinh sống và làm việc tại TP.HCM do mức giá nhà cao, khó tiếp cận. Những dự án có mức giá khoảng 40-45 triệu đồng/m² như The Gió là tương đối phù hợp với túi tiền của đa số người dân.
- The Gió sở hữu vị trí giáp ranh với TP.HCM và nằm trên các tuyến đường lớn kết nối tới trung tâm thành phố. Do đó, dự án có thể thu hút tốt nhóm dân cư làm việc tại TP.HCM trong bối cảnh thực trạng thiếu cung trong nhiều năm và mặt bằng giá căn hộ bị đẩy cao trong khu vực nội thành TP.HCM thúc đẩy xu hướng mua nhà tại các địa phương lân cận.

Giá bán căn hộ tại TP. Dĩ An



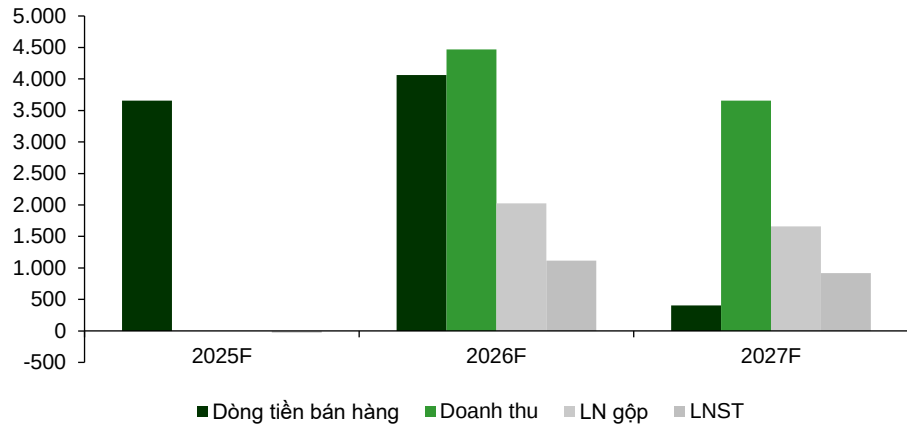
Dân số tỉnh Bình Dương



Nguồn: Batdongsan.com, Niên giám thống kê tỉnh Bình Dương

Với quy mô 3.000 căn hộ và 84 căn shophouse (gấp 1,5 lần dự án West Gate), dự án The Gió kỳ vọng mang lại hơn 8.000 tỷ đồng doanh thu cho AGG. Bên cạnh đó, Dự kiến AGG sẽ hợp nhất pháp nhân dự án vào cuối năm 2026 – đầu năm 2027 và bắt đầu ghi nhận doanh thu và lợi nhuận.

Dòng tiền & KQKD ghi nhận từ dự án The Gió (đv: tỷ đồng)



Nguồn: AGG, VCBS

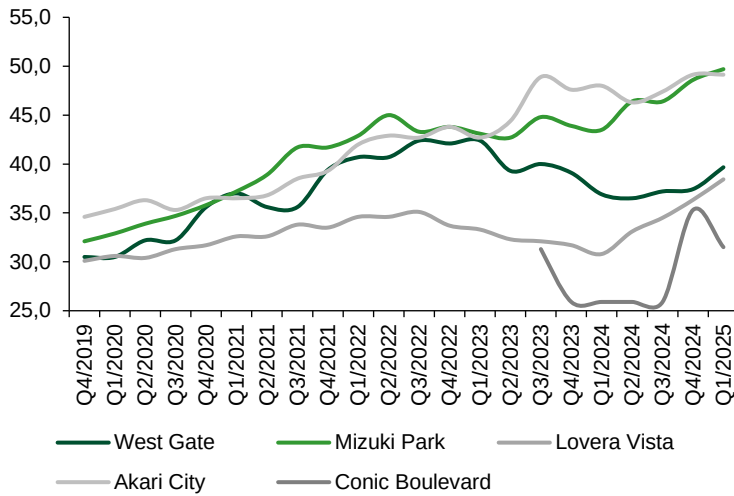
Tiềm năng dài hạn tại các dự án lớn khu vực Bình Chánh

Sau The Gió, An Gia sẽ tiếp tục triển khai hoàn thiện pháp lý hai dự án lớn bao gồm The Lá Village (BC27) và The West Gate 2 (BC3.2). Dự án The Lá Village hiện đã sở hữu quỹ đất thổ cư và được phê duyệt quy hoạch 1/2000. Trong khi đó, dự án Westgate vẫn đang gặp vướng mắc trong quá trình chuyển đổi mục đích sử dụng đất. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ sớm được UBND TP.HCM đưa vào danh sách các dự án đủ điều kiện tháo gỡ pháp lý, tương tự như danh mục các dự án tại Hà Nội được công bố ngày 30/04/2025 (theo [Báo cáo đánh giá – Thí điểm thực hiện dự án NOTM](#) do chúng tôi thực hiện).

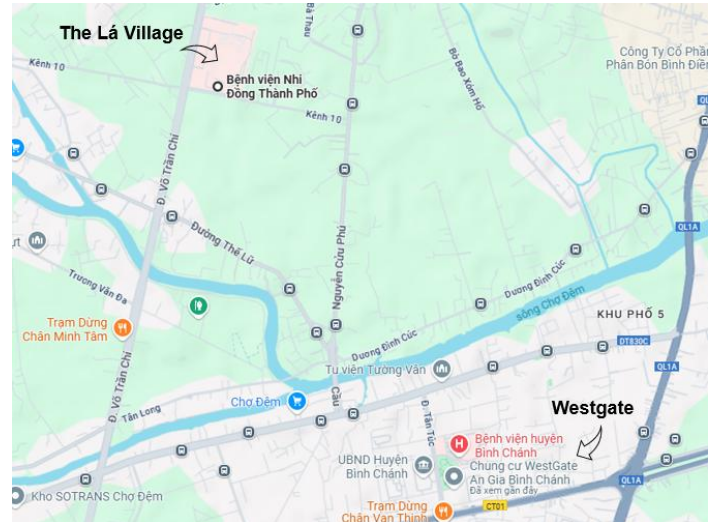
Dự kiến các dự án sẽ mất khoảng 1-3 năm để hoàn thành hồ sơ pháp lý và sẵn sàng mở bán. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá cao tiềm năng trong dài hạn của các dự án dựa trên:

- Vị trí nằm tại Bình Chánh, khu vực cửa ngõ quan trọng kết nối TP.HCM với các tỉnh miền Tây Nam Bộ thông qua các trục giao thông huyết mạch. Đồng thời, giao dịch tại thị trường phía Tây TP.HCM ghi nhận dấu hiệu tích cực trở lại đây, nhờ hàng loạt dự án hạ tầng và khu đô thị quy mô lớn được khởi động hoặc tái triển khai bao gồm: Mizuki Park, The Sholi Bình Tân, Conic Boulevard...
- Các dự án được hưởng lợi đáng kể từ hệ thống hạ tầng và tiện ích đô thị đang phát triển tại các khu vực lân cận. Bên cạnh đó, các dự án có quy mô lớn cho phép AGG linh hoạt chia thành nhiều giai đoạn mở bán, tận dụng tối đa xu hướng tăng giá của thị trường.
- Tiềm năng mở rộng biên lợi nhuận tại The Lá Village: việc triển khai pháp lý ngay từ đầu giúp doanh nghiệp tiết giảm chi phí so với các dự án trước đây vốn phải thực hiện M&A các quỹ đất đã hoàn thiện pháp lý.

Mặt bằng giá bán tại các dự án cao tầng khu vực Tây Nam TP.HCM (đv: triệu đồng/ m2)



Vị trí The Lá Village



Nguồn: VCBS tổng hợp

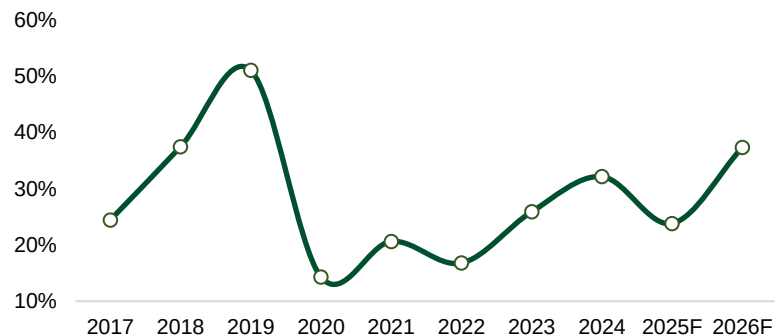
Việc phát triển thành công các dự án quy mô lớn như The Lá Village và Westgate là minh chứng cho năng lực của AGG trong việc triển khai dự án ngay từ những bước pháp lý đầu tiên. Điều này đặt nền tảng cho chiến lược gia tăng tỷ trọng các dự án tự phát triển, qua đó, kiểm soát tốt hơn chi phí, nâng cao hiệu quả triển khai và từng bước mở rộng biên lợi nhuận trong các chu kỳ tăng trưởng tiếp theo.

Gia tăng BLNG trong chu kỳ mới

Tại dự án The Gió, AGG dự kiến sẽ nâng tỷ lệ nắm giữ lên 90%, và đối tác Nhật Bản nắm giữ 10% còn lại. Đối với dự án The Lá Village, AGG gián tiếp sở hữu 21% thông qua công ty liên kết. Đối với dự án Westgate 2, AGG triển khai theo hình thức hợp tác đầu tư với Công ty Vĩnh Nguyên. AGG có kế hoạch gia tăng tỷ lệ sở hữu lên 100% trong tương lai gần tại các dự án, sau khi phía đối tác Nhật thực hiện thoái vốn. Việc gia tăng sở hữu toàn phần sẽ giúp AGG nâng cao khả năng kiểm soát, tối ưu hóa tiến độ và hiệu quả tài chính trong quá trình phát triển dự án.

AGG đặt mục tiêu đạt biên lợi nhuận gộp tại các dự án mới đạt ngưỡng 30–35%, cao hơn khoảng 10 điểm phần trăm so với mặt bằng biên lợi nhuận gộp giai đoạn 2020–2024. Điều này có được nhờ AGG đã tham gia vào quá trình phát triển dự án ngay từ giai đoạn đầu tiên của khâu pháp lý, qua đó kiểm soát tốt chi phí.

Biên lợi nhuận gộp mảng bán căn hộ



Nguồn: AGG

Trước đây, AGG ưu tiên chu kỳ đầu tư ngắn hạn (1–3 năm) thông qua chiến lược M&A các dự án đã hoàn thiện pháp lý. Nguồn vốn chủ yếu đến từ hợp tác kinh doanh và phát hành trái phiếu, giúp huy động nhanh lượng lớn vốn mà không cần tài sản đảm bảo có pháp lý hoàn chỉnh. Chiến lược này cho phép AGG đẩy mạnh tăng trưởng nhưng tiềm ẩn rủi ro tài chính.

Tuy nhiên, trong giai đoạn hiện tại, AGG đang chuyển sang định hướng phát triển bền vững với trọng tâm là giảm phụ thuộc vào nợ vay. Khi thực hiện nghĩa vụ tài chính như nộp bổ sung tiền sử dụng đất, công ty chủ động sử dụng dòng tiền thu được từ việc bán hàng tồn kho tại các dự án cũ. Để đẩy nhanh thu hồi vốn, AGG sẵn sàng chiết khấu giá bán phù hợp, đảm bảo thanh khoản và thực hiện đầy đủ các nghĩa vụ tài chính.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

VCBS dự phóng doanh thu năm 2025 của AGG đạt **871 tỷ đồng (-54% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **142 tỷ đồng (-52% yoy)**, tương ứng với EPS là **873 VND/ cổ phiếu**. Đối với năm 2026, chúng tôi dự báo doanh thu và LN sau thuế lần lượt đạt **3.229 tỷ đồng** và **425 tỷ đồng**.

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu AGG dựa trên một số phương pháp:

Định giá RNAV

Chúng tôi định giá từng dự án và tài sản sinh dòng tiền quan trọng của AGG và đưa ra kết quả định giá hợp lý là **20.759 VND/ cổ phiếu**.

Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)	
Dự án The Gió	1.172
Dự án BC3.2	685
Dự án BC27	2.802
(Nợ vay ròng)	633
(Lợi ích cổ đông không kiểm soát)	652
Giá trị VCSH ròng hợp lý	3.814
Số cổ phiếu (triệu)	163
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	20.759

Định giá tương đối

Chúng tôi sử dụng mức P/B trung vị được giao dịch của các doanh nghiệp tương đồng trên thị trường và đưa ra mức định giá hợp lý là **22.306 VND/ cổ phiếu**.

P/B	
LDG	0,45
SCR	0,62
DXG	1,31
HD2	1,12
KDH	1,71

Trung vị	1,12
BVPS 2025 (VND)	19.916
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	22.306

Kết hợp 2 phương pháp

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá RNAV và định giá tương đối theo tỷ lệ 50:50 và đưa ra kết quả định giá hợp lý của cổ phiếu AGG là **21.532 VND/ cổ phiếu**.

Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)	
Phương pháp định giá RNAV	20.759
Phương pháp định giá tương đối	22.306
Kết hợp 2 phương pháp	21.532

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Dự án The Gió đã ghi nhận hiệu quả bán hàng tương đối tích cực trong đợt đầu tiên mở bán. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ tiếp tục nhận về sự quan tâm lớn trong các đợt mở bán tiếp theo. Bên cạnh đó, chúng tôi đánh giá tích cực đối với tiềm năng dài hạn của doanh nghiệp nhờ khả năng mở rộng biên lợi nhuận tại các dự án trọng điểm khu vực Bình Chánh giai đoạn 2026-2029. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu AGG với mức định giá hợp lý là **21.532 VND/ cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

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

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

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

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân, CFA

Chuyên viên Phân tích Cao cấp

phquan@vcbs.com.vn

Phạm Văn Trang

Chuyên viên Phân tích

phquan@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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

Bloomberg: VCBS <GO>