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)	28.760
Tiềm năng tăng giá	28,9%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bất động sản
Thị giá (15/03/2024)	22.300
Biến động 1 năm	21.700 – 35.200
KLGD bình quân 52T (cp)	461.730
Vốn hóa (Tỷ đồng)	2.790
P/E	15,9x
P/B	0,97x
%NN sở hữu	5,19%

Chuyên viên phân tích

Phạm Hồng Quân
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>

KHỞI ĐỘNG CHU KÌ PHÁT TRIỂN DỰ ÁN MỚI

ĐÁNH GIÁ: MUA

Trong giai đoạn 2024 – 2026, VCBS đánh giá hoạt động triển khai, bán hàng của AGG sẽ sôi nổi hơn khi thị trường dần hồi phục và doanh nghiệp chủ trương khởi động lại hoạt động M&A, xúc tiến hoàn thiện pháp lý các dự án BĐS.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu AGG với mức định giá hợp lý là **28.760 VND/ cổ phiếu**.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tiếp tục ghi nhận lợi nhuận từ dự án West Gate Bình Chánh

Trong giai đoạn 2024 – nửa đầu năm 2025, AGG sẽ tiếp tục thực hiện bàn giao và ghi nhận doanh thu đối với các sản phẩm còn lại tại dự án West Gate (Bình Chánh, TP.HCM). Ngoài ra, hiệu quả lợi nhuận hoạt động chuyển nhượng BĐS của AGG dự báo sẽ được cải thiện đáng kể nhờ mặt bằng giá bán cao hơn.

Dự án The Gió bắt đầu đưa vào kinh doanh từ giai đoạn 2024 – 2025

Dự án The Gió (Dĩ An, Bình Dương) hiện đã hoàn thành phần lớn thủ tục pháp lý và dự kiến đưa vào kinh doanh sau khi tính toán xong tiền sử dụng đất cần nộp bổ sung. Chúng tôi đánh giá The Gió sẽ mang lại hơn 7.000 tỷ đồng doanh thu và là nguồn đóng góp chủ đạo đến KQKD của AGG trong giai đoạn 2025 – 2027.

Khởi động chu kì phát triển dự án mới

Bên cạnh việc triển khai The Gió, trong giai đoạn 2024 – 2025 AGG dự kiến đẩy mạnh triển khai các dự án quy mô lớn tại khu vực trung tâm hành chính huyện Bình Chánh (BC27 và BC3.2), theo đó hưởng lợi từ mật độ dân cư và mặt bằng giá bán đã được xác lập bởi West Gate.

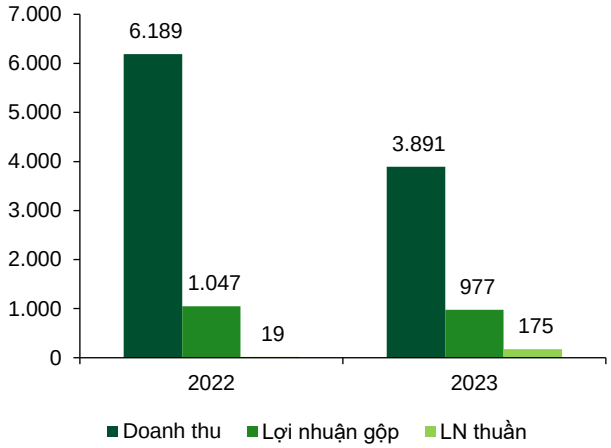
Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F	2026F
DTT (tỷ đồng)	6.189	3.891	1.988	2.273	2.874
+/- yoy (%)	240,25%	-37,13%	-48,91%	14,34%	26,45%
LN thuần (tỷ đồng)	19	175	236	375	473
+/- yoy (%)	-95,48%	824,40%	34,40%	59,26%	26,12%
TS LN gộp (%)	16,92%	25,11%	24,99%	32,78%	37,41%
TS LN ròng (%)	0,31%	4,51%	11,86%	16,52%	16,47%
EPS - TTM (VND)	152	1.402	1.884	3.000	3.784

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2023

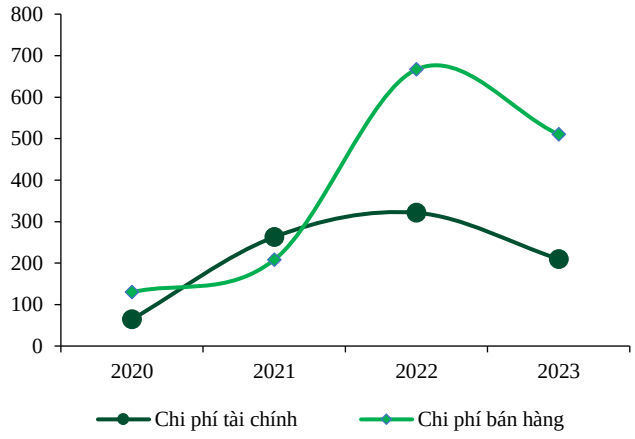
Trong năm 2023, AGG ghi nhận doanh thu thuần đạt 3.891 tỷ đồng (-37,1% yoy), chủ yếu đến từ sự suy giảm trong doanh thu chuyển nhượng bất động sản do trong năm AGG chỉ thực hiện bàn giao và ghi nhận doanh thu tại dự án West Gate (Bình Chánh, TP.HCM) – so với tiến độ bàn giao khoảng 2 – 3 dự án cùng lúc trong giai đoạn 2020 - 2022.

Lợi nhuận thuần đạt 175 tỷ đồng, tăng mạnh so với cùng kì (19 tỷ đồng). Mặc dù lợi nhuận gộp suy giảm do lượng sản phẩm bàn giao thấp, chi phí tài chính và bán hàng được tiết giảm đáng kể nhờ: (1) AGG đã tích cực giảm đòn bẩy nợ vay trong giai đoạn 2021 – 2022 khi thị trường bất động sản đảo chiều, (2) Trong năm 2022, AGG ghi nhận chi phí bán hàng lớn do hạch toán toàn bộ các chi phí hoa hồng môi giới, xúc tiến dự án tại The Signal (Q.7, TP.HCM).

Hình 1: Kết quả kinh doanh hợp nhất của AGG (đv: tỷ đồng)



Hình 2: Chi phí tài chính và chi phí bán hàng của AGG (đv: tỷ đồng)



Nguồn: AGG, VCBS tổng hợp

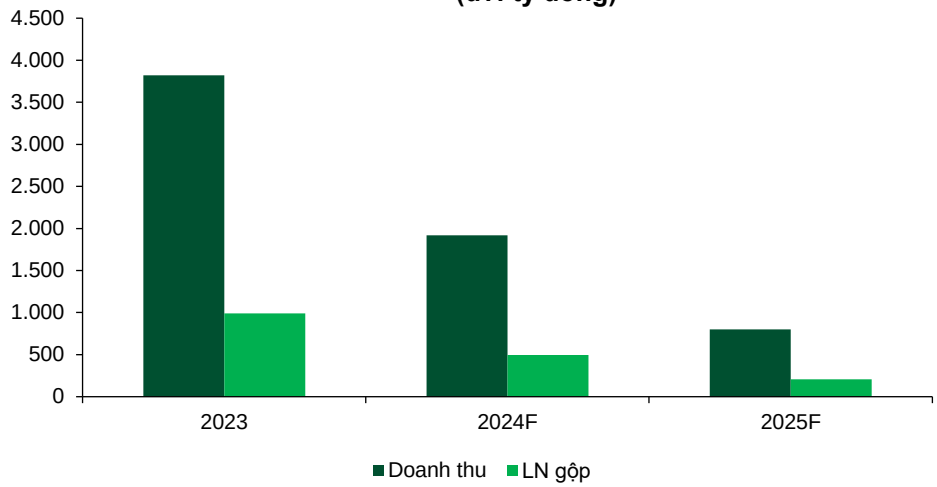
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tiếp tục ghi nhận lợi nhuận từ dự án West Gate Bình Chánh

Trong giai đoạn 2024 – nửa đầu năm 2025, hoạt động bàn giao và ghi nhận doanh thu bất động sản của AGG chủ yếu vẫn đến từ dự án West Gate (Bình Chánh) do doanh nghiệp đã gần như tạm dừng hoạt động phát triển dự án mới từ giữa năm 2022.

Tính đến hiện tại, cơ bản toàn bộ các sản phẩm tại West Gate đã được bán hàng thành công và doanh nghiệp đã bắt đầu thực hiện bàn giao đến khách hàng từ 2023. VCBS ước tính AGG có thể tiếp tục ghi nhận khoảng 2.700 tỷ đồng doanh thu từ các dự án BĐS đã hoàn thành, trong đó phần lớn là các sản phẩm còn lại tại West Gate.

Hình 3: KQKD ghi nhận từ sản phẩm còn lại tại các dự án hiện hữu (đv: tỷ đồng)

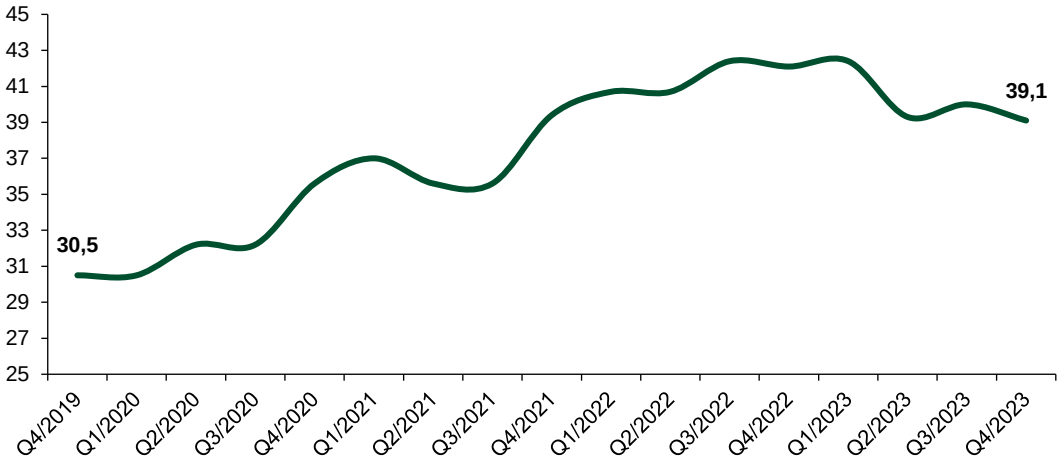


Nguồn: AGG, VCBS tổng hợp

Chúng tôi cho rằng hiệu quả lợi nhuận hoạt động chuyển nhượng BĐS của AGG sẽ được cải thiện đáng kể trong năm 2024 xét đến:

- Các sản phẩm còn lại tại West Gate Bình Chánh chủ yếu nằm tại tháp C (Thames) và tháp D (Mekong) với mặt bằng giá bán cao hơn.
- Chi phí bán hàng và chi phí lãi vay kì vọng được tiết giảm trong năm 2024 do: (1) AGG đã hoàn tất trích lập chi phí cho dự án The Signal (bị vướng mắc pháp lý và ban lãnh đạo đánh giá không còn nhiều khả năng triển khai), (2) AGG đã giảm thiểu đáng kể quy mô nợ vay tài chính nhờ dòng tiền bán hàng tại dự án.

Hình 4: Mặt bằng giá bán phổ biến tại dự án West Gate Bình Chánh (đv: triệu VND/ m2)



Nguồn: batdongsan.com, VCBS

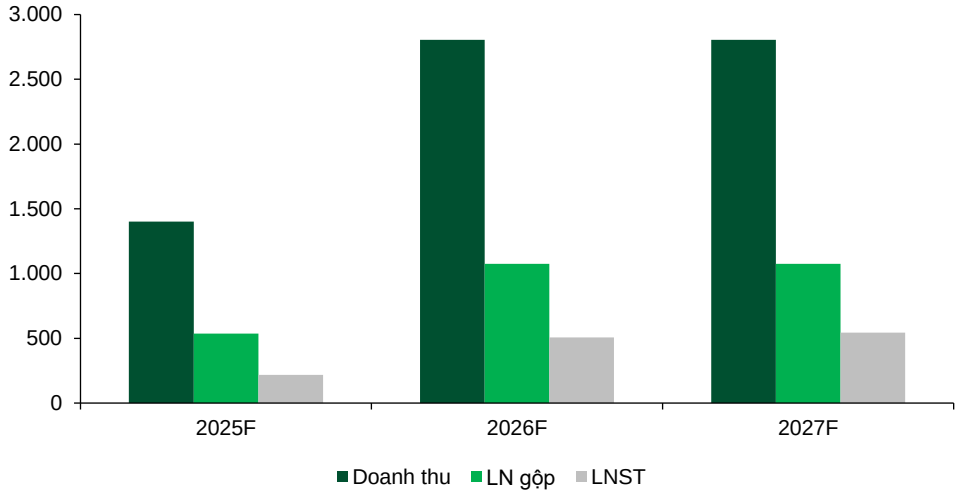
Dự án The Gió bắt đầu đưa vào kinh doanh từ giai đoạn 2024 - 2025

Dự án căn hộ The Gió (Dĩ An, Bình Dương) được AGG lên kế hoạch triển khai từ năm 2022 (gối đầu West Gate Bình Chánh), nhưng được lùi tiến độ triển khai khi thị trường BĐS đảo chiều và doanh nghiệp ưu tiên bảo toàn vị thế tài chính.

Với quy mô 3.000 căn hộ (gấp 1,5 lần dự án West Gate), chúng tôi đánh giá dự án sẽ mang lại hơn 7.000 tỷ đồng doanh thu cho AGG khi đưa vào kinh doanh. Việc bán hàng tại The Gió kì vọng sẽ tương đối thuận lợi xét đến:

- Với giá bán dự kiến khoảng 38 – 40 triệu đồng/ m2 (tương đương 2 – 2,5 tỷ đồng cho 1 căn hộ 2PN), The Gió tương đối phù hợp với nhu cầu của đông đảo người dân, do đó dự báo có khả năng hấp thụ tốt ngay cả khi thị trường chưa hồi phục hoàn toàn.
- 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

Hình 5: KQKD ghi nhận từ dự án The Gió (đv: tỷ đồng)



Nguồn: VCBS

AGG đã hoàn thành phần lớn hồ sơ, thủ tục đầu tư tại dự án và đã nhận Giấy phép xây dựng vào đầu năm 2024. Hiện tại, dự án đang trong quá trình xác định lại tiền sử dụng đất theo quy định pháp luật và mặt bằng giá đất mới. Sau khi hoàn thành nộp bổ sung tiền đất, doanh nghiệp có kế hoạch bắt đầu đưa vào kinh doanh 1.000 – 1.500 sản phẩm đầu tiên và giúp đóng góp gần 3.000 tỷ đồng dòng tiền bán hàng trong giai đoạn 2024 - 2025.

Khởi động chu kì phát triển dự án mới

Bên cạnh việc triển khai The Gió, trong giai đoạn 2024 – 2025 AGG dự kiến đẩy mạnh triển khai các dự án quy mô lớn tại khu vực trung tâm hành chính huyện Bình Chánh (BC27 và BC3.2), theo đó hưởng lợi từ việc:

- Nhờ vị trí tương đối liền kề với West Gate và có thể liên kết thành một quần thể, các dự án trên có thể tận dụng mật độ dân cư và mặt bằng giá bán đã được xác lập bởi West Gate. Mô hình trên trước đó đã được AGG thực hiện tương đối thành công đối với chuỗi dự án An Gia Riverside – Skyline – River Panorama – Sky 89 (Q.7, TP.HCM).
- Thị trường BĐS Bình Chánh (TP.HCM) sở hữu nhiều tiềm năng tăng trưởng trong các năm tới nhờ: (1) Định hướng lên Quận năm 2025, (2) Tình trạng thiếu cung tại nội thành TP.HCM hỗ trợ nhu cầu mua nhà và tiềm năng tăng giá tại khu vực vùng ven, (3) Bình Chánh đóng vai trò cửa ngõ kết nối TP.HCM với khu vực Đồng bằng Sông Cửu Long (qua cả QL 1A và tuyến cao tốc Trung Lương – Mỹ Thuận), theo đó có thể thu hút tốt nhóm lao động nhập cư từ các tỉnh thành Tây Nam Bộ.

Hình 6: Các dự án được AGG đầu tư tại khu vực Bình Chánh

Dự án	Địa điểm	Diện tích (m2)	Sản phẩm	Tiến độ
West Gate	TT Tân Túc, Bình Chánh, TP.HCM	31.000	2.000 căn hộ	Bắt đầu bàn giao từ 2023
BC3.2	TT Tân Túc, Bình Chánh, TP.HCM	32.000	2.000 căn hộ	Đang hoàn thiện quy hoạch 1/2000 và thủ tục chấp thuận chủ trương đầu tư
BC27	Tân Kiên, Bình Chánh, TP.HCM	270.000	2.000 – 3.000 căn hộ; 1.500 căn thấp tầng	Phê duyệt nhiệm vụ lập quy hoạch 1/2000

Nguồn: AGG, VCBS tổng hợp

Việc triển khai thành công các dự án khu đô thị quy mô lớn với đầy đủ hạ tầng, tiện ích sẽ giúp nâng tầm AGG như một nhà phát triển BĐS lớn trong khu vực, đồng thời giúp doanh nghiệp tận dụng tốt hơn xu hướng tăng giá qua thời gian tại khu vực dự án.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

VCBS dự phóng doanh thu năm 2024 của AGG đạt **1.988 tỷ đồng (-48,9% yoy),** lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **236 tỷ đồng (+34,4% yoy),** tương ứng với EPS là **1.884 VNĐ/ cổ phiếu**.

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 quan trọng của AGG và đưa ra kết quả định giá hợp lý là **30.479 VND/ cổ phiếu.**

	Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)
Các dự án bất động sản	**4.553**
(Nợ vay ròng)	(633)
(Lợi ích cổ đông không kiểm soát)	(106)
Giá trị VCSH ròng hợp lý	**3.814**
Số cổ phiếu (triệu)	125
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	**30.479**

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 **27.040 VNĐ/ cổ phiếu**.

Doanh nghiệp	P/B
PDR	2,24
NLG	1,13
TAL	1,52
DXG	0,79
IJC	1,00
TDC	1,10
Trung vị	**1,12**
BPVS 2024 (VND)	24.251
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	**27.040**

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 **28.760 VND/ cổ phiếu**.

	Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)
Phương pháp định giá RNAV	30.479
Phương pháp định giá tương đối	27.040
Kết hợp 2 phương pháp	**28.760**

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Nhờ chiến lược phát triển quỹ đất dựa vào M&A các dự án đã cơ bản hoàn pháp lý và có thể sẵn sàng triển khai, chu kì đầu tư dự án của AGG thường khá ngắn. Điều này giúp AGG khá linh hoạt trong việc thu hồi dòng tiền, bảo toàn nguồn lực kinh doanh trong giai đoạn khó khăn và sẵn sàng khởi động lại chu kì đầu tư khi thị trường thuận lợi hơn.

Trong giai đoạn 2024 – 2026, VCBS đánh giá hoạt động triển khai, bán hàng của AGG sẽ sôi nổi hơn khi thị trường dần hồi phục và doanh nghiệp chủ trương khởi động lại hoạt động M&A, xúc tiến hoàn thiện pháp lý các dự án BĐS. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu AGG với mức định giá hợp lý là **28.760 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

Mạc Đình Tuấn

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

mdtuan@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân

Chuyên viên Phân tích Cao cấp

phquan@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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

Bloomberg: VCBS <GO>