

Ngành Bất động sản

Báo cáo cập nhật

Tháng 12, 2021

Mã giao dịch: AGG

Reuters: AGG.HM

Bloomberg: AGG VN

Triển vọng 2022 khả quan, định giá còn hấp dẫn

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ) **65.200**

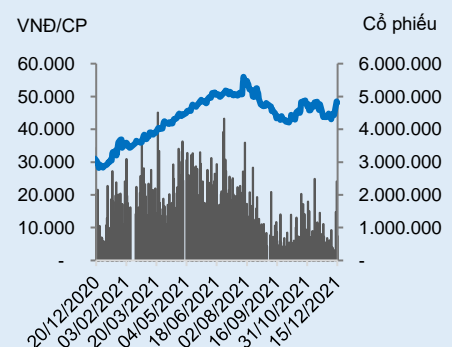
Giá thị trường (15/12/2021) 48.100

Lợi nhuận kỳ vọng **35%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	28.200-56.000
Vốn hóa	3.980 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	82.750.577
KLGD bình quân 10 ngày	780.240
% sở hữu nước ngoài	10,9%
Room nước ngoài	50%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	0,4

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
AGG	65,3%	4,8%	9,3%	-5,7%
VNIndex	31,7%	0,4%	9,1%	4,6%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

(84 28) 3914.6888 ext. 252

Nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Hoàn thành pháp lý dự án West Gate giúp triển vọng kinh doanh phục hồi

Dự án quy mô lớn là WestGate với khoảng 2.284 căn. Hiện tại, AGG hoàn tất điều chỉnh 1/500 và có giấy phép xây dựng cho dự án. Công ty đang đẩy mạnh công tác bán hàng để sớm kết thúc kinh doanh trong Q1.2022. Như vậy với tiến độ mới từ WestGate, triển vọng lợi nhuận của AGG trong 2022-2023 là tích cực với doanh số chưa ghi nhận lên đến **16.000 tỷ**. Lợi nhuận gộp từ 5 dự án ước tính lên đến **5.500 tỷ**, và phần lợi nhuận thuộc sở hữu của AGG là **3.180 tỷ**.

Lợi nhuận 2022-2023 sẽ tăng trưởng nhanh với nhiều dự án bàn giao

Với tiến độ các dự án đang triển khai, BVSC ước tính doanh thu năm 2022 là 3.548 tỷ, tăng 31% so với ước 2021. Lợi nhuận sau thuế trừ cổ đông thiểu số là 577 tỷ, tăng 36% yoy. EPS 2022 là 6.996 đồng/cp, tương đương mức PE2022 là khoảng 7x. Về kết quả kinh doanh 2023, BVSC kỳ vọng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ở mức cao 30-35% so với năm 2022.

Quỹ đất ở Bình Chánh nhiều tiềm năng với câu chuyện lên Thành Phố

Bên cạnh dự án đang triển khai, AGG sở hữu dự án BC27 có quy mô 27ha, ở Tân Kiên, Bình Chánh. Dự án có vị trí liền kề với dự án KDT Tân Tạo của Khang Điền. Giá trị quỹ đất này vẫn gia tăng từ 2018 đến nay do thị trường bất động sản vẫn duy trì ổn định. Dự kiến từ 2021 đến 2024 với định hướng mới lên Thành phố của Bình Chánh (vào 2025) thì thị trường bất động sản ở khu Nam vẫn còn nhiều điểm nhấn. Với giá thị trường đất nông nghiệp hiện tại khoảng 7-8 triệu/m², quỹ đất này của AGG ước tính sơ bộ khoảng **1.800-2.000 tỷ**.

Lợi nhuận tăng trưởng, quỹ đất tiềm năng trong khi định giá vẫn hấp dẫn

BVSC sử dụng phương pháp định giá NAV và so sánh để xác định giá trị hợp lý của AGG. Kết quả, giá trị hợp lý xác định của AGG là **65.146 đồng/cp**, tương ứng với mức thặng dư 35% so với giá thị trường ngày 15/12/2021.

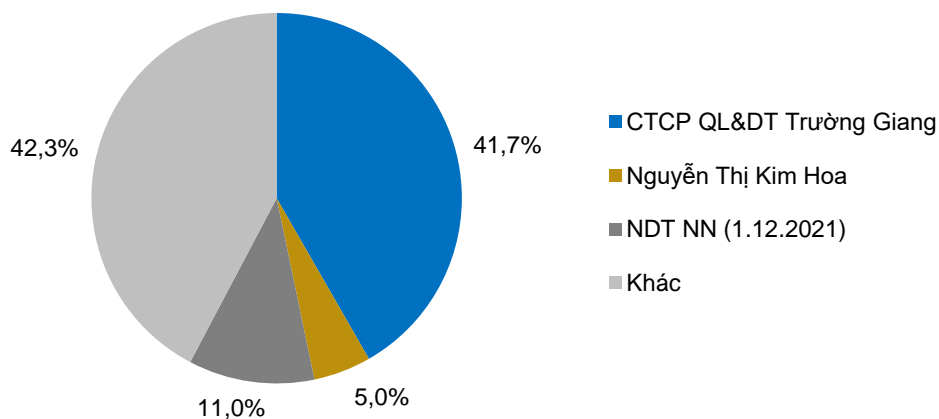
Khuyến nghị

Từ những đánh giá trên, BVSC cho rằng AGG là cơ hội đầu tư tốt cho năm 2022 khi mà nhiều cổ phiếu ngành bất động sản được định giá lại nhanh trong thời gian qua. Chúng tôi kỳ vọng những điểm nhấn mới về i) kế hoạch phát hành điều chỉnh; ii) LN tăng trưởng 36% trong 2022; iii) thông tin mới về tiến độ lên Thành Phố ở Bình Chánh sẽ giúp AGG được định giá lại phù hợp đúng với tiềm năng của doanh nghiệp. Với kết quả từ 3 phương pháp, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với lợi nhuận kỳ vọng là 35%, tương ứng giá mục tiêu là **65.200 đồng/cp**. Thời gian nắm giữ 3-6 tháng. **Rủi ro:** sự điều chỉnh chung của nhóm bất động sản có thể ảnh hưởng đến AGG trong ngắn hạn.

Công ty cổ phần Đầu tư Phát triển Bất động sản An Gia (AGG – HSX)

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 824 tỷ qua hình thức thường cổ phần, hoán đổi khoản vay cho Creed Group... Từ 2012 đến nay, Công ty dần dần xây dựng thương hiệu là một nhà phát triển BDS phân khúc trung bình khá thông qua các dự án như: The Garden, The Star, Riverside, Skyline, River Panorama 1&2. Hiện tại, An Gia được xem đối thủ cạnh tranh trực tiếp với những doanh nghiệp Bất động sản lớn như Nam Long, Khang Điền, Hưng Thịnh, Đất Xanh.

Cơ cấu cổ đông chính thức hiện tại:



Kinh doanh bất động là mảng hoạt động chính với phân khúc trung bình khá là trọng tâm

Định hướng hoạt động của AGG có sự tương đồng với hai doanh nghiệp BDS tiêu biểu ở TP.HCM là Nam Long và Khang Điền. Công ty phát triển sản phẩm căn hộ phân khúc trung bình khá nhưng có chất lượng xây dựng, cảnh quan, tiện ích được hoàn thiện tốt. Đối với sản phẩm thấp tầng, mô hình nhà phố khép kín được AGG lựa chọn cho dự án đang phát triển như The Standard ở Bình Dương. Một điểm tương đồng khác có thể thấy là việc lựa chọn quỹ đất để phát triển của AGG đề cao tính pháp lý. Công ty hướng đến quỹ đất sạch qua đấu giá (West Gate) hoặc quỹ đất có sẵn pháp lý (The Standard, cụm thành phần thuộc dự án La Casa của Vạn Phát Hưng). Điều này giúp AGG sớm tạo được thương hiệu, và uy tín với khách hàng thông qua sản phẩm được bàn giao đúng hạn (River Panorama 1&2, Skyline...). Nếu công ty tiếp tục duy trì, câu chuyện trong trung hạn với AGG là hiện hữu khi Nam Long, Khang Điền cho thấy sự phát triển rất bền vững.

Các dự án đã hoàn thành của AGG:



Sky 89 (bàn giao Q4.2021)



Panorama (2020)



The Riverside (2017)



The Skyline (2018)

Hoàn thành pháp lý dự án West Gate giúp triển vọng kinh doanh phục hồi

Công ty đang có 5 dự án đang triển khai có thể mang lại doanh thu trong 2022-2023. Trong đó, dự án quy mô lớn nhất là WestGate với khoảng 2.284 căn đã mở bán sớm vào năm 2020 với khoảng 50% sản phẩm. Tuy nhiên, dự án gặp vướng mắc do điều chỉnh quy hoạch 1/500 dẫn đến bị trì hoãn kinh doanh. Đến quý 3 năm 2021, AGG hoàn tất điều chỉnh 1/500 và có giấy phép xây dựng cho dự án. Hiện tại, công ty đang đẩy mạnh công tác bán hàng để sớm kết thúc kinh doanh trong Q1.2022. Giá bán chào bán hiện tại theo quan sát của BVSC đã cải thiện tốt hơn với giá khoảng 38-40 triệu/m² (chưa VAT), so với giá chào bán năm 2020 khoảng 30-33 triệu/m² (chưa VAT).

Như vậy với tiến độ mới từ WestGate, triển vọng lợi nhuận của AGG trong 2022-2023 là tích cực với doanh số chưa ghi nhận lên đến **16.000 tỷ**. Lợi nhuận gộp từ 5 dự án ước tính lên đến **5.500 tỷ**, và phần lợi nhuận thuộc sở hữu của AGG là **3.180 tỷ**. Chi tiết các dự án của AGG như sau:

Dự án của AGG	Tỷ lệ sở hữu (%)	Sản phẩm	DT chưa ghi nhận (tỷ VND)	Tiến độ bàn giao
Sky 89	50%	430	1.367	Bàn giao quý 4.2021
Signal	50%	1.150	2.141	Bàn giao 2023
The Standard	100%	375	3.487	Bàn giao Q4.2021

The Sóng	50%	1.526	6.919	Bàn giao từ Q1.2022
West Gate	50%	2.284	2.057	Bàn giao vào 2023
Tổng		5.765	15.971	

Lợi nhuận 2022-2023 sẽ tăng trưởng nhanh với nhiều dự án bàn giao

Căn cứ tiến độ dự án đang triển khai, BVSC cho rằng lợi nhuận của AGG sẽ tăng trưởng nhanh hơn trong thời gian tới. Tiến độ bàn giao các dự án giả định như sau:

Dự án đang triển khai của AGG

Dự án	LNG thuộc AGG	2021	2022	2023
Sky 89	134 tỷ	80%	20%	
Signal	370 tỷ			100%
The Standard	822 tỷ	30%	70%	
The Sóng	643 tỷ		50%	50%
West Gate	1.210 tỷ			50%
	3.181 tỷ	354	924	1.298

Với tiến độ trên, BVSC ước tính doanh thu năm 2022 là 3.548 tỷ, tăng 31% so với ước 2021. Lợi nhuận sau thuế trừ cổ đông thiểu số là 577 tỷ, tăng 36% yoy. EPS 2022 là 6.996 đồng/cp, tương đương mức PE2022 là khoảng 7x. Về kết quả kinh doanh 2023, BVSC kỳ vọng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ở mức cao 30-35% so với năm 2022. Chi tiết về dự phóng kết quả kinh doanh 2021-2022:

Kết quả kinh doanh – tỷ VND	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	1.753	2.298	3.548
Lợi nhuận gộp	271	579	1.301
Thu tài chính ròng	380	96	-50
SG&A	217	302	401
LNTT	422	454	849
LNST - MI	414	425	577
EPS (VND/cp)	5.027	5.126	6.996

Quỹ đất ở Bình Chánh nhiều tiềm năng với câu chuyện lên Thành Phố

Bên cạnh dự án đang triển khai, AGG đang hoàn thiện pháp lý một số dự án như BC27, BD03 và một số quỹ đất ở Long An. Trong đó, dự án BC27 có quy mô 27ha, ở Tân Kiên, Bình Chánh. Dự án có vị trí liền kề với dự án KDT Tân Tạo của Khang Điền. Thông tin chính về dự án như sau:

Dự án	Diện tích (ha)	Thông tin chính
BC27	27ha	<ul style="list-style-type: none"> Tiến độ GPMB: > 90%. Tiến độ pháp lý: vướng 7.000m² là đất kênh rạch do NN quản lý. Thời điểm mua: 2018 với giá khoản 450-550 tỷ, tương đương giá vốn 1,9 -2 triệu/m². Tiến độ dự kiến triển khai: từ 2023. Tỷ lệ sở hữu dự kiến ban đầu là 50%. Phần còn lại hợp tác với Creed. Hiện tại, Creed đã thoái vốn khỏi AGG nên AGG hiện nắm giữ 100%.

Mặc dù, dự án đang vướng mắc pháp lý liên quan diện tích đất công xen kẹt làm cho tiến độ triển khai bị trì hoãn. Giá trị quỹ đất này vẫn gia tăng từ 2018 đến nay do thị trường bất động sản vẫn duy trì ổn định. Dự kiến từ 2021 đến 2024 với định hướng mới lên Thành phố của Bình Chánh (vào 2025) thì thị trường bất động sản ở khu Nam vẫn còn nhiều điểm nhấn. Với giá thị trường đất nông nghiệp hiện tại khoảng 7-8 triệu/m², quỹ đất này của AGG ước tính sơ bộ khoảng **1.800-2.000 tỷ**.

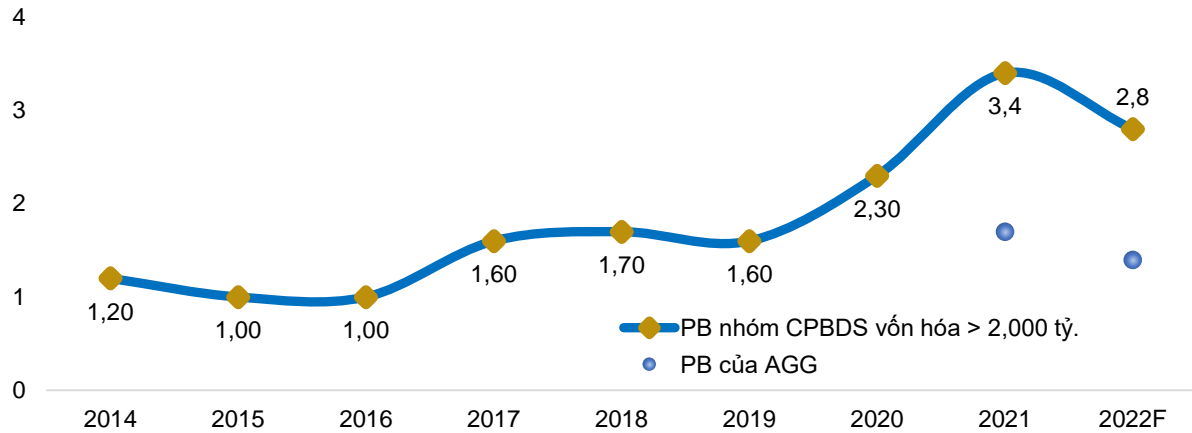
Lợi nhuận tăng trưởng, quỹ đất tiềm năng trong khi định giá vẫn hấp dẫn

BVSC so sánh chỉ số P/B giữa AGG với các doanh nghiệp BDS có quy mô vốn hóa từ 2.000 tỷ đồng. Kết quả, P/B2022 của AGG thấp hơn 50-60% so với mức bình quân hiện tại (khoảng 3,4x). Lý giải cho điều này, BVSC cho rằng i) Kế hoạch phát hành tỷ lệ cao 1:1 trước đây tạo ra áp lực cho cổ đông hiện hữu; ii) LNST năm 2021 bị ảnh hưởng do Covid19 dẫn đến đi ngang so với 2020; iii) Hoạt động thoái vốn của Creed Group trong 2021.

Từ 2022, hoạt động của AGG có chuyển biến theo hướng tích cực hơn, cùng với những câu chuyện mới như i) kế hoạch huy động vốn điều chỉnh với tỷ lệ thấp hơn là 10:2,5 với giá vốn 10.000 đồng/cp; ii) lợi nhuận tăng trưởng 36% yoy; iii) Bình Chánh thay đổi định hướng sẽ phân đấu lên Thành phố vào năm 2025 giúp quỹ đất BC27 gia tăng giá trị. Với những thay đổi trên cùng với mức định giá P/B còn dư địa, BVSC cho rằng triển vọng cổ phiếu AGG trong 2022 là hấp dẫn cho đầu tư trung hạn.

PB mục tiêu cho 2022 ở mức 2.5 – 3x cho nhóm bất động sản

Nguồn: Fiinpro, BVSC tổng hợp


Định giá

BVSC sử dụng phương pháp định giá NAV và so sánh để xác định giá trị hợp lý của AGG. Kết quả, giá trị hợp lý xác định của IDC là **65.146 đồng/cp**, tương ứng với mức thặng dư 35% so với giá thị trường ngày 15/12/2021.

Phương pháp	Target	Giá	Tỷ trọng	Kết quả
NAV		67.112	50%	33.556
PE	10,0	62.968	25%	15.742
PB	2,0	63.391	25%	15.848
Target				65.146

Định giá theo NAV

Kết quả ước tính theo NAV là **67.112 đồng/cp** khi i) xác định giá trị hợp lý các dự án đang triển khai; ii) dự án tích lũy quỹ đất nhưng chưa hoàn thiện pháp lý chưa tính đến; iii) chiết khấu 10-20% cho khoản tạm ứng, phải thu khác có giá trị lớn, nhưng không có thuyết minh chi tiết. BVSC lưu ý do dự án BC27 hiện nằm dưới các công ty liên kết, công ty liên quan nên chưa hợp nhất trên BCTC. Do đó, trên cơ sở thận trọng, BVSC chưa xác định lại giá trị tăng thêm từ dự án này. Nếu dự án được hợp nhất, giá trị NAV của AGG sẽ gia tăng cao hơn so với ước tính hiện tại khoảng **15-18%**.

Phương pháp so sánh:

BVSC sử dụng mức PE và PB trung bình các doanh nghiệp quy mô vốn hóa từ 2.000 tỷ. Mức trung bình nhóm doanh nghiệp này là 12x và 3,4x. BVSC lựa chọn mức PE, PB mục tiêu với chiết khấu 20% so với trung bình của nhóm tham chiếu. Theo đó, giá hợp lý theo PE là **62.968 đồng/cp**, và **62.391 đồng/cp** cho PB.

Khuyến nghị

Từ những đánh giá trên, BVSC cho rằng AGG vẫn cơ hội đầu tư tốt cho năm 2022 khi mà nhiều cổ phiếu ngành bất động sản được định giá lại nhanh trong thời gian qua. Chúng tôi kỳ vọng những điểm nhấn mới về i) kế hoạch phát hành điều chỉnh; ii) LN tăng trưởng 36% trong 2022; iii) thông tin mới về tiến độ lên Thành Phố ở Bình Chánh sẽ giúp AGG được định giá lại phù hợp đúng với tiềm năng của doanh nghiệp. Với kết quả từ 3 phương pháp, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với lợi nhuận kỳ vọng là 35%, tương ứng giá mục tiêu là **65.200 đồng/cp**. Thời gian nắm giữ 3-6 tháng.

Rủi ro: sự điều chỉnh chung của nhóm bất động sản có thể ảnh hưởng đến AGG trong ngắn hạn.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2017	2018	2019	2020
Doanh thu thuần	989	1.125	385	1.754
Giá vốn	(768)	(724)	(104)	(1.482)
Lợi nhuận gộp	221	401	281	272
Doanh thu tài chính	17	54	213	446
Chi phí tài chính	(22)	(27)	(40)	(65)
Lợi nhuận sau thuế	59	293	326	415

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2017	2018	2019	2020
Tiền & khoản tương đương tiền	285	331	138	519
Các khoản phải thu ngắn hạn	50	94	133	275
Hàng tồn kho	674	53	2.611	5.734
Tài sản cố định hữu hình	10	7	11	36
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	11	129	584	327
Tổng tài sản	2.452	2.291	5.399	9.753
Nợ ngắn hạn	2.111	1.321	2.990	4.461
Nợ dài hạn	152	130	956	2.972
Vốn chủ sở hữu	189	839	1.453	2.321
Tổng nguồn vốn	2.452	2.291	5.399	9.753

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2017	2018	2019	2020
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	64,1%	13,8%	-65,8%	355,9%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	3.685,9%	399,7%	11,6%	27,0%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	22,4%	35,7%	73,0%	15,5%
Lợi nhuận thuần biên (%)	5,9%	26,0%	84,9%	23,6%
ROA (%)	2,5%	12,3%	8,5%	5,5%
ROE (%)	51,1%	56,9%	28,5%	22,0%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	92,3%	63,4%	73,1%	76,2%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	1198,9%	173,0%	271,5%	320,3%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	5.563	6.503	4.353	5.027
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	17.930	18.652	19.379	28.133

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Chí Hồng Ngọc**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, Dịch vụ tiêu dùng, CNTT

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô

hoangthiminhhuyen@baoviet.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS, Cao su tự nhiên

tranphuongthaoa@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Dịch vụ tiêu dùng, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Hàng tiêu dùng, Tiện ích công cộng

nguyenhaminhanh@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Công nghiệp, Vật liệu cơ bản, Ngân hàng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón, Dầu khí

nguyenduchoang@baoviet.com.vn

Nguyễn Ngọc Quý Đức

Dược phẩm, Công nghiệp, CNTT

nguyennngocquyduc@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888