

BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Ngày 25 tháng 02 năm 2020

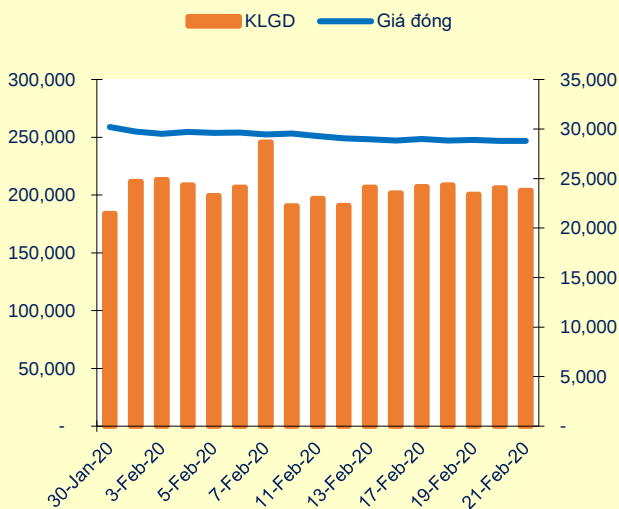
AGG (HOSE)

Giá hiện tại (24/02/2020)	28.700
Giá mục tiêu	39.600
Lợi nhuận kỳ vọng	37,9%

Giá cao nhất 52 tuần qua	31.300
Lượng CP đang lưu hành (trCP)	75,0
Free-float (trCP)	37,8
Vốn hóa (tỷ VND)	2.216,3
KLGD Trung bình 10 ngày (CP)	207.489
Beta	0,08

Chỉ số trượt 12T	AGG	Ngành	VNIndex
P/E (lần)	6,62	7,07	14,40
P/B (lần)	1,71	1,06	2,15
EV/EBITDA (lần)	21,04	18,91	11,98
Nợ vay/VCSH (lần)	0,74	0,46	0,57
Biên LN ròng (%)	86,38	25,21	21,00
ROE (%)	28,41	16,06	19,65
ROA (%)	8,47	7,64	7,81

DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU



Nguồn: SHS, FiinPro

Giới thiệu:

- ❖ Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Bất động sản An Gia, được thành lập năm 2012, hoạt động chính hiện nay là phát triển và kinh doanh bất động sản. Vốn điều lệ hiện tại của AGG là 750 tỷ đồng. AGG đang sở hữu quỹ đất khoảng 58ha, tập trung tại khu vực nội thành tp. HCM và các khu vực lân cận.
- ❖ Tính đến thời điểm cuối 31/12/2019, AGG có tổng tài sản đạt 5.398 tỷ đồng, trong đó tiền và tương đương tiền chiếm 138,2 tỷ đồng; tổng nợ vay ở mức 1.070 tỷ đồng (trong đó nợ vay dài hạn chiếm ~75%) và VCSH đạt 1.452 tỷ đồng. Tỷ lệ Nợ vay/VCSH ở mức 0,74 lần.

Phòng phân tích SHS đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu của AGG với giá mục tiêu **39.600 đồng/cổ phiếu**, tương đương tiềm năng tăng giá 37,9% trong 12 tháng tới với những luận điểm chính như sau:

- ❖ **AGG tận dụng rất tốt nguồn vốn ngoại để phát triển.** Hầu hết các dự án mà An Gia thực phát triển đều có sự tham gia và hỗ trợ tài chính của các đối tác chiến lược. An Gia chỉ góp vốn vào khoảng 30-51% vào cổ phần phổ thông và khoảng 20% cổ phần ưu đãi. Do đó số tiền thực tế mà An Gia góp để xây dựng dự án không lớn. Nhờ đó mà với số vốn chủ sở hữu khiêm tốn nhưng An Gia vẫn có thể tham gia phát triển các dự án có tổng quy mô đầu tư lớn. Điều này là đặc biệt quan trọng cho AGG trong bối cảnh NHNN chủ trương tiếp tục siết chặt tín dụng bất động sản.
- ❖ **Năm 2020, AGG dự kiến ghi nhận 2.462 tỷ doanh thu và 146 tỷ lợi nhuận trước thuế** còn lại từ 2 dự án River Panorama 1 & 2.
- ❖ **AGG sở hữu quỹ đất lớn với khoảng 58ha**, hầu hết những dự án này nằm trong khu vực nội thành tp. Hồ Chí Minh và các khu vực lân cận. Quỹ đất hiện tại có thể đảm bảo cho AGG khai thác và bán hàng trong vòng ít nhất 3 năm tới.
- ❖ **Từ năm 2020, AGG sẽ tập trung triển khai khai thác quỹ đất hiện tại** với các dự án trọng điểm, bao gồm các dự án trong cụm phức hợp Lacasa (Sky89, Signial), dự án The Sóng Vũng Tàu, dự án BD6.9 ở Bình Dương, dự án New Tech tại Q.7 và dự án PT5.8 tại Phan Thiết để đảm bảo hoạt động kinh doanh của AGG trong một vài năm tới.
- ❖ **Năm 2020**, SHS dự báo doanh thu thuần đạt 2.722,3 tỷ đồng (tăng 607% theo năm) và LNST đạt 449,0 tỷ đồng (tăng 37,8% theo năm). EPS năm 2020 sau pha loãng dự báo đạt 4.989 VND/cổ phiếu.
- ❖ **Năm 2021**, SHS dự báo doanh thu thuần đạt 4.419,6 tỷ đồng (tăng 62,3% theo năm) và LNST đạt 538,3 tỷ đồng (tăng 20% theo năm). EPS năm 2021 sau pha loãng dự báo đạt 4.984 VND/cổ phiếu.
- ❖ **Cổ phiếu AGG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 2020 là 5,8x và P/E trượt là 6,62x**, tương đối thấp so với P/E trượt trung bình của ngành Bất động sản (theo mẫu chọn) là 7,07x và trung bình của thị trường Việt Nam là 14,40x.
- ❖ **Kết hợp 2 phương pháp RNAV và phương pháp so sánh P/E với tỷ trọng tương ứng 80% và 20%**, SHS xác định giá trị hợp lý đối với cổ phiếu AGG là **39.600 đồng/cp**, cao hơn giá đóng cửa ngày 24/02/2020 là 37,9%.
- ❖ **Rủi ro đầu tư:** bao gồm rủi ro cạnh tranh; rủi ro quản lý; Rủi ro pha loãng.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo

1. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1.1. Lịch sử hình thành và phát triển

Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Bất động sản An Gia (AGG) được thành lập vào năm 2012 với Vốn điều lệ 100 tỷ đồng, lĩnh vực hoạt động chính là môi giới và mua/sell bất động sản.

Năm 2014, tận dụng sự hồi phục của thị trường bất động sản, nhu cầu về nhà ở gia tăng mạnh mẽ, AGG đã nhanh chóng vươn lên trở thành một nhà phát triển bất động sản trong phân khúc trung cấp và nhà ở vừa túi tiền tại thị trường Tp. Hồ Chí Minh. Trong vòng 5 năm, thông qua các hoạt động M&A (kết hợp với các đối tác chiến lược để cùng phát triển các dự án), AGG đã có 4 dự án đã hoàn thành bàn giao, bao gồm: The Star tại quận Bình Tân; The Garden tại quận Tân Phú; và 2 dự án Skyline, Riverside trong cụm dự án Lacasa tại quận 7, Tp. Hồ Chí Minh cùng hàng loạt các dự án khác đang trong quá trình xây dựng, mở bán và chuẩn bị khởi công.

Danh mục dự án hiện tại của AGG bao gồm 4 dự án đang triển khai (bao gồm River Panorama 1 & 2, Sky89, và Signial) với tổng diện tích có thể bán (NSA) là 208.332 m² và 5 dự án đang phát triển với tổng NSA dự kiến đạt 842.871 m². Các sản phẩm của AGG đa dạng từ căn hộ chung cư, khách sạn, shophouses cho đến mô hình condotels không cam kết lợi nhuận.

Tại thời điểm 30/09/2019, Vốn điều lệ của AGG là 750 tỷ đồng, tương ứng với 75 triệu cổ phiếu đang lưu hành. Quá trình tăng vốn của AGG:

01/2012: Vốn thành lập ban đầu dưới hình thức Công ty cổ phần

07/2017: Phát hành riêng lẻ 526.316 cổ phần cho Hoosiers VN-1 LTD

09/2018: Phát hành riêng lẻ 2.631.579 cổ phần hoán đổi khoản vay của Creed Investment

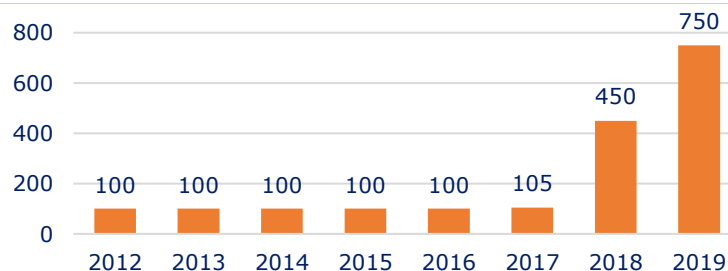
10/2018: Phát hành cổ phiếu để tăng vốn từ nguồn VCSH và trả cổ tức bằng cổ phiếu

12/2018: Phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu

03/2019: Phát hành cổ phiếu cho cán bộ công nhân viên và phát hành cổ phiếu để tăng vốn từ nguồn VCSH

09/2019: Phát hành riêng lẻ 5.000.000 cổ phần cho KIM Vietnam IPO Balanced Fund và KIM KOIC Vietnam IPO Private Fund

Vốn điều lệ qua các năm(tỷ đồng)

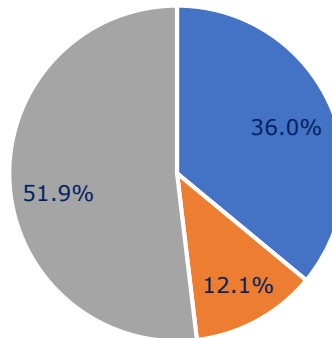


Nguồn: AGG, SHS Research

1.2. Cơ cấu sở hữu

Tại thời điểm 25/11/2019, AGG có 2 cổ đông lớn nắm giữ từ 5% vốn cổ phần trở lên. Trong đó, 36% vốn cổ phần AGG sở hữu bởi CTCP Quản lý và Đầu tư Trường Giang (đây là công ty liên quan đến chủ tịch HĐQT của AGG) và 12,11% vốn cổ phần thuộc sở hữu nước ngoài Creed Investment VN-1 Ltd. Tổng tỉ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài tại AGG là 28,4%.

Cơ cấu cổ đông



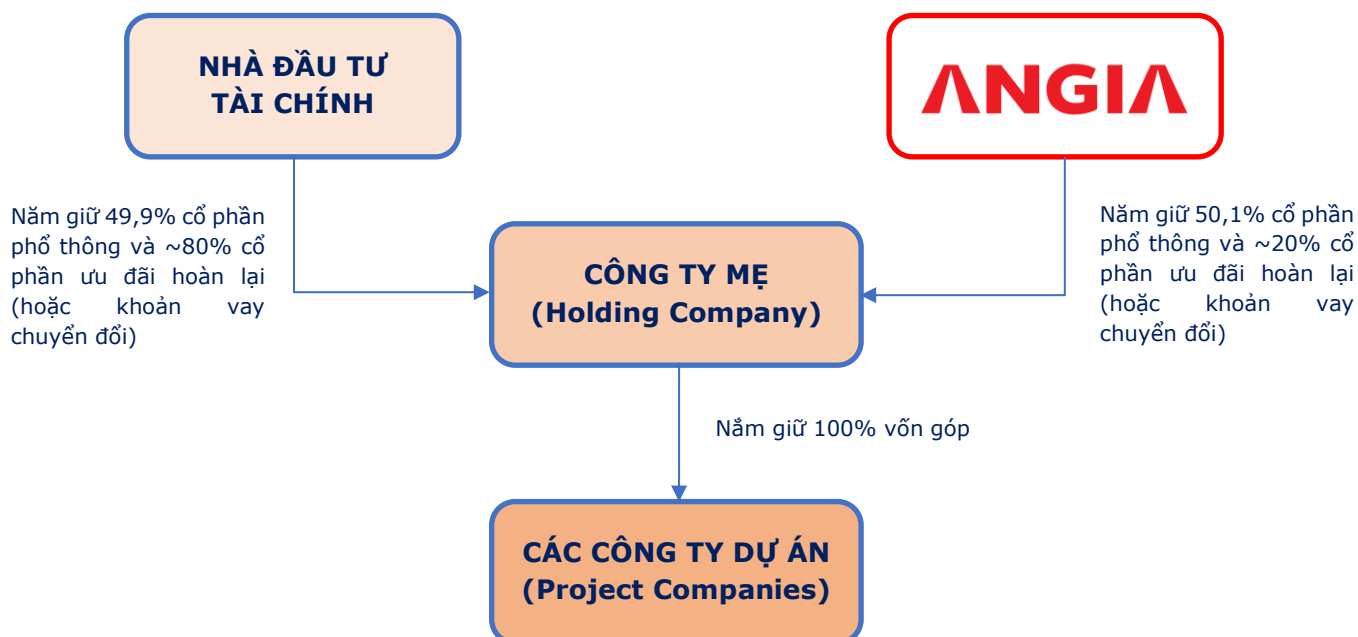
■ CTCP Quản lý và Đầu tư Trường Giang ■ Creed Investment VN-1 Ltd ■ Cổ đông khác

Nguồn: AGG, SHS Research

1.3. Cơ cấu tổ chức và cấu trúc đầu tư

STT	Tên công ty	Kí hiệu	Tỷ lệ biểu quyết (%)	Tỷ lệ lợi ích (%)
I Công ty con				
1	CTCP Tư vấn CRE & AGI	CRE & AGI	99,80	99,80
2	Công ty TNHH Đầu tư Bất động sản An Gia Phú Thuận	Phú Thuận	100,00	99,80
3	CTCP tư vấn Gia Ân	Gia Ân	51,99	99,98
4	CTCP Phát triển nhà văn phòng Địa chỉ Việt	Địa chỉ Việt	99,98	99,98
II Công ty liên kết				
1	CTCP Tư vấn AGI & HSR	AGI & HSR	25,00	50,05
2	CTCP An Gia Phú Thịnh	Phú Thịnh	25,00	50,05
3	CTCP Tư vấn AGI & GLC	AGI & GLC	30,01	50,01
4	CTCP Bất động sản Gia Linh	Gia Linh	30,01	50,01
5	CTCP Tư vấn AGI & DDC	AGI & DDC	30,01	50,01
6	CTCP Phát triển BĐS Đăng Dương	Đăng Dương	30,01	50,01
7	CTCP Tư vấn AGI & HVC	AGI & HVC	30,01	50,01
8	CTCP Quản lý và Phát triển BĐS Hưng Vượng	Hưng Vượng	30,01	50,01
9	CTCP Tư vấn Hoàng Ân	Hoàng Ân	45,01	45,01
10	CTCP Đầu tư Xây dựng Du lịch Phước Lộc	Phước Lộc	45,01	45,01
11	Công ty TNHH Quản lý và Phát triển Gia Khánh	Gia Khánh	45,01	45,01
12	Công ty TNHH Western City	Western	45,01	45,01
13	CTCP Tư vấn Kiến Văn	Kiến Văn	49,00	49,00

Cấu trúc đầu tư của AGG bao gồm hệ thống công ty mẹ (Holding Company) và các công ty dự án (Project Companies). Hệ thống này sẽ là những đơn vị đứng tên để nhận chuyển nhượng dự án. AGG và các nhà đầu tư tài chính (co-developer) tài trợ cho công ty mẹ và các công ty dự án thông qua việc góp vốn hoặc cung cấp các khoản vay.



Nguồn: AGG, SHS Research

Hầu hết các dự án mà AGG phát triển đều có sự tham gia của các đối tác chiến lược. Cấu trúc đầu tư như trên sẽ giúp:

(1) tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà đầu tư tài chính nước ngoài đồng đầu tư và phát triển dự án, thoái vốn nhanh khi dự án hoàn tất, đồng giám sát thực hiện và triển khai thông qua Công ty mẹ, đảm bảo minh bạch tài chính và tách bạch dòng tiền của từng dự án với nhau;

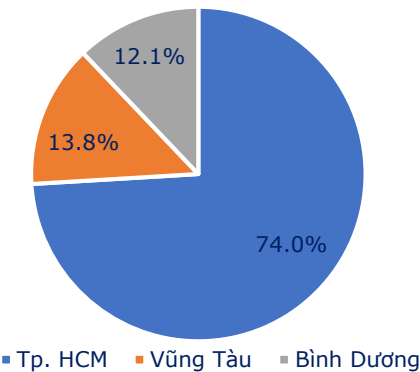
(2) AGG cũng được hưởng lợi do AGG góp vốn thực tế chỉ khoảng 20% nhưng được hưởng tỷ lệ phân chia lợi nhuận khoảng 50,1%. Có được điều này là nhờ AGG có năng lực tìm kiếm các dự án có vị trí phù hợp với tiềm năng lớn cũng như năng lực triển khai quản lý dự án tốt. Do đó hiệu quả đầu tư dự án (IRR) ở mức cao, có những dự án ghi nhận IRR lên đến hơn 90%. Nhờ cách làm này mà với số vốn chủ sở hữu khoảng 1.000 tỷ đồng nhưng AGG vẫn có thể tham gia phát triển các dự án có tổng quy mô đầu tư lên đến hàng chục ngàn tỷ đồng;

2. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

AGG có quỹ đất lớn, tập trung tại tp. Hồ Chí Minh

AGG đang sở hữu quỹ đất khoảng 58ha bao gồm các dự án đã mở bán và đang phát triển. Hầu hết những dự án này nằm trong khu vực nội thành tp. Hồ Chí Minh (42,9ha) và các khu vực lân cận. Quỹ đất hiện tại có thể đảm bảo cho AGG khai thác và bán hàng ít nhất trong vòng 3 năm tới. Ban lãnh đạo tích cực tìm kiếm và chọn lọc các dự án tiềm năng để đảm bảo phát triển trong tương lai, tiêu chí gồm có (1) đất có nguồn pháp lý rõ ràng, không phải đền bù giải tỏa (2) quy mô 3 hecta trở lên (3) vị trí các khu đất phù hợp với phân khúc, nếu ở TP Hồ Chí Minh thì ở các quận Bình Tân, Tân Bình, Quận 9, Bình Chánh, Nhà Bè, còn nếu ở tỉnh thì ở khu trung tâm của tỉnh, dân cư tập trung và gần đường lớn.

Quỹ đất theo khu vực



Nguồn: AGG, SHS Research

Các dự án của AGG

Trong vòng 5 năm, thông qua các hoạt động M&A và kết hợp với các đối tác chiến lược có năng lực triển khai dự án tốt. Tổng cộng, AGG đã có 19 dự án, trong đó có 4 dự án đã hoàn thành bàn giao, 6 dự án đang triển khai, 7 dự án đang phát triển, và 2 dự án đã chuyển nhượng.

Bảng 1: Các dự án đã hoàn thành bàn giao

Dự án	Địa điểm	Mở bán	Bàn giao	NSA (m²)	Giá bán (triệu VND/m²)	Số lượng (căn)
The Garden	Tân Phú	2014	2016	25.470	30	390
The Star	Bình Tân	2015	2017	27.783	23	480
Riverside	Quận 7	2015	2017	21.137	36	246
Skyline	Quận 7	2015	2017	40.040	34	471

Nguồn: AGG, SHS Research

Bảng 2: Các dự án đang triển khai

Dự án	Địa điểm	Mở bán	Bàn giao	NSA (m²)	Giá bán (triệu VND/m²)	Số lượng (căn)
River Pananoma 1	Quận 7	2017	2020	36.748	34	503
River Pananoma 2	Quận 7	2017	2020	36.748	34	503
Sky 89	Quận 7	2018	2020	34.100	39	430
Signal	Quận 7	2019	2021-2022	43.420	41	1.150
The Sóng	Vũng Tàu	2019	2021	92.295	40	1.274
West Gate Park	Bình Chánh	2019	2023-204	147.436	35	2.284

Nguồn: AGG, SHS Research

Bảng 3: Các dự án đang phát triển

Dự án	Địa điểm	Mở bán	Bàn giao	NSA (m²)	Giá bán (triệu VND/m²)	Số lượng (căn)
PT 5.8	Phan Thiết	2020	2022-2023	25.632	55	168
BD 6.9	Bình Dương	2020	2021	82.778	23	374
New Tech	Quận 7	2020	2022	63.195	35	876
D7	Quận 7	2020	2022	230.727	40	3.052
BC 27 (GĐ1)	Bình Chánh	2020	2021	154.609	39	600
BC 27 (GĐ2)	Bình Chánh	2021	2022	154.609	39	600
Mũi Kê Gà	Phan Thiết	2021	2023-2024	41.077	55	270

Các dự án đã hoàn thành của AGG là các dự án chung cư thuộc phân khúc vừa túi tiền (The Garden tại Tân Phú và The Star tại Bình Tân) và phân khúc trung cấp (Riverside và Skyline nằm trong tổ hợp Lacasa tại Quận 7).

Hình 1: Khu phức hợp Lacasa và dự án River Panorama



Nguồn: AGG

Trong quý 3 năm 2020, AGG dự kiến sẽ bàn giao các dự án River Panorama 1 & 2. Đây là dự án căn hộ thuộc phân khúc trung cấp nhưng tiệm cận chất lượng xây dựng của phân khúc cao cấp, nằm trong khu phức hợp Lacasa với quy mô 6,6ha. Dự án này nằm trên trục đường “vàng” của Quận 7, với nhiều dự án quy mô có giá trị đầu tư hàng trăm triệu USD (Như dự án Q7 của Công ty BĐS Hưng Thịnh, dự án Mũi Đèn Đỏ của Vạn Thịnh Phát, dự án Sunshine River City của Công ty BĐS Sunshine v.v..).

Hình 2: Vị trí của dự án



Nguồn: SHS tổng hợp

Hai dự án khác đang được triển khai cũng nằm trong khu phức hợp này là Sky89 và Signal.

Hình 3: Dự án Sky89



Hình 4: Dự án Signal

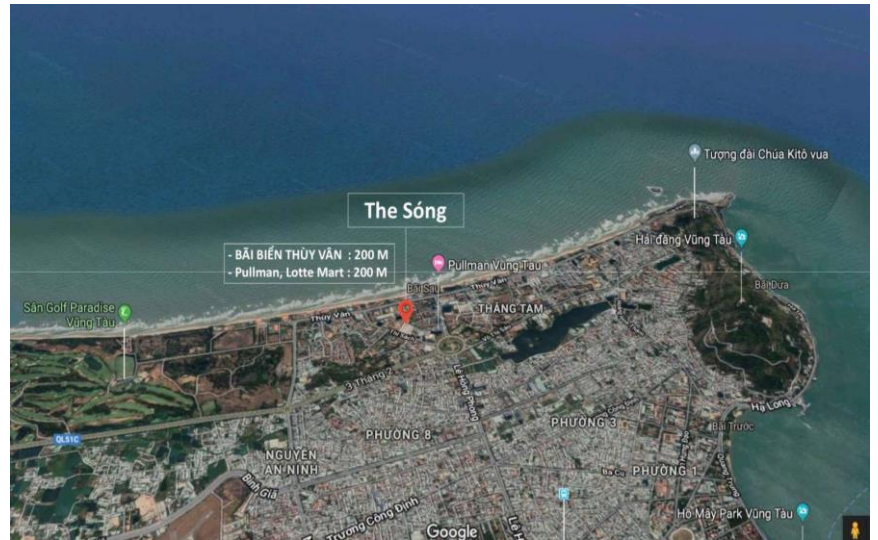


Nguồn: AGG

- Sky89 là dự án căn hộ thuộc phân khúc trung – cao cấp được mở bán từ năm 2018 với tỷ lệ hấp thụ 93%. Dự án đã hoàn thành phần móng cọc và đang xây dựng đến tầng 3. Dự kiến bắt đầu bàn giao từ Quý 3/2021;
- Signal là dự án chung cư với diện tích căn hộ nhỏ (diện tích trung bình 35m²). Được mở bán từ tháng 05/2019, dự án đã bán được 85% số lượng căn hộ. Dự kiến bắt đầu bàn giao từ Quý 2/2022.

Các dự án mới mở bán trong năm 2019 bao gồm The Sóng ở Vũng Tàu và BC3.1 (tên thương mại: West Gate) ở Bình Chánh.

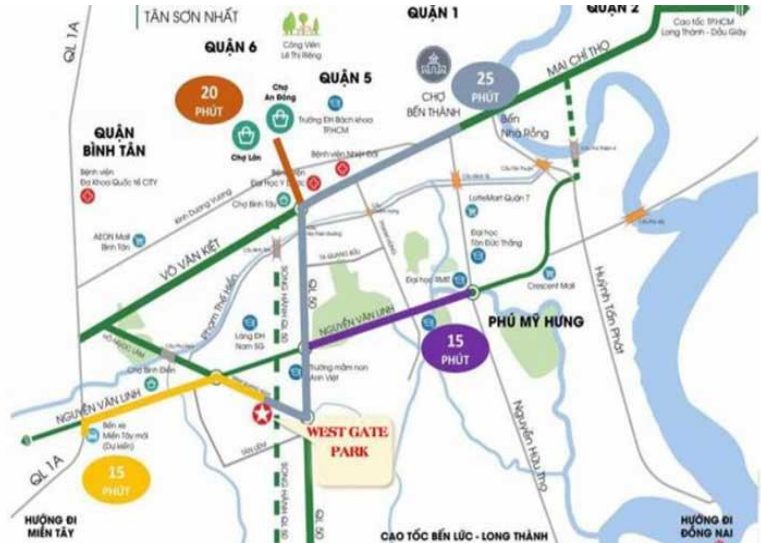
Hình 5: Dự án The Sóng



Nguồn: AGG, SHS tổng hợp

The Sóng là dự án thuộc phân khúc bất động sản nghỉ dưỡng condotel (không cam kết lợi nhuận) tại đường Thi Sách, thành phố Vũng Tàu với tổng mức đầu tư dự kiến 2.200 tỷ đồng. Dự án đã hoàn thành phần móng, mở bán trong tháng 09/2019, đã bán được 90% căn hộ và dự kiến bàn giao từ năm 2021.

Hình 6: Dự án West Gate



Nguồn: AGG, SHS tổng hợp

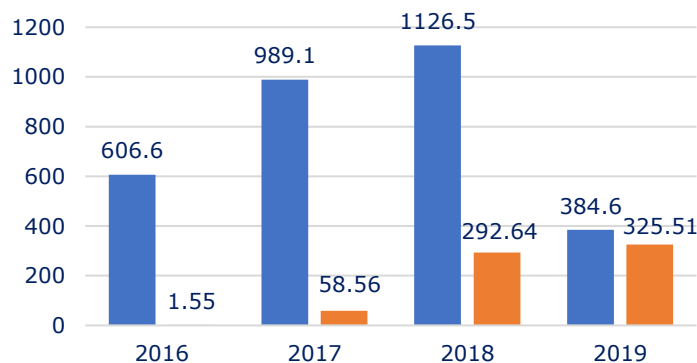
West Gate là dự án căn hộ thuộc phân khúc trung cấp nằm trên đường Tân Túc, huyện Bình Chánh, bao gồm 4 khối nhà với trên 2.000 căn hộ, diện tích trung bình 59m²/căn. Dự án dự kiến mở bán Quý I 2020, bàn giao từ Q3 2023.

3. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

KẾT QUẢ KINH DOANH

Doanh thu của AGG chủ yếu đến từ hoạt động bán căn hộ (trung bình chiếm trên 90% cơ cấu tổng doanh thu), ngoài ra Công ty còn có doanh thu từ hoạt động tư vấn và môi giới bất động sản. Trong đó, doanh thu môi giới đến từ việc AGG là chủ thể phân phối cho các dự án của công ty liên kết, phần lớn nguồn doanh thu này được AGG chuyển lại cho các đại lý cấp 1 và 2 nên lợi nhuận gần như không có. Doanh thu từ dịch vụ tư vấn đến từ 2% tính trên doanh số tiêu thụ các căn hộ và do các đơn vị đồng phát triển dự án trả.

Tổng doanh thu và lợi nhuận CTM (tỷ đồng)



Nguồn: AGG, SHS Research

Tổng doanh thu của AGG đã tăng gần gấp đôi từ 606,6 lên 1.126,5 tỷ đồng trong giai đoạn 2016-2018, chủ yếu đến từ việc bàn giao và ghi nhận doanh thu từ hoạt động bán căn hộ. Cụ thể, năm 2016 Công ty chỉ bàn giao 348 căn hộ của dự án The Garden, năm 2017 đã

bàn giao 670 căn hộ của dự án The Star và Riverside. Năm 2018 bàn giao và ghi nhận doanh thu bán bất động sản từ các dự án Skyline và Riverside thuộc cụm Lacasa.

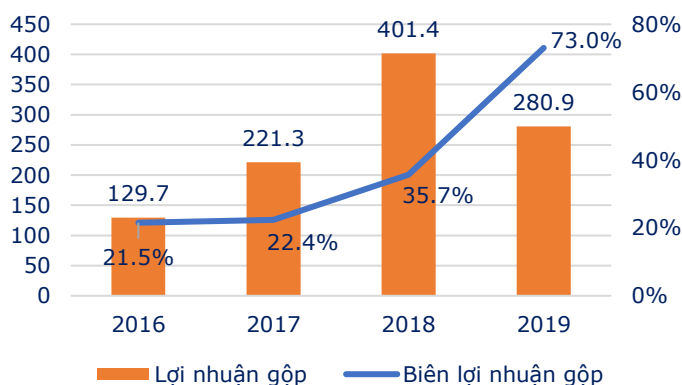
Bảng 5: Kết quả hoạt động kinh doanh năm 2019 và năm 2018

tỷ đồng	2018	2019	% thay đổi	% KH 2019
Doanh thu thuần	1.125,4	384,6	(65,8%)	107,1%
Giá vốn	724,0	103,7	(85,7%)	
Lợi nhuận gộp	401,4	280,9	(30,0%)	
Biên lợi nhuận gộp	35,7%	73,0%		
Doanh thu tài chính	53,7	212,6	295,9%	
Chi phí tài chính	27,3	40,0	46,5%	
Lãi/lỗ trong công ty liên kết	0	53,2		
Chi phí bán hàng	49,1	6,2	(87,4%)	
Chi phí QLDN	64,3	127,8	98,8%	
Lợi nhuận khác	387,7	7,0	(98,2%)	
Lợi nhuận trước thuế	702,2	365,8	(47,9%)	
Lợi nhuận sau thuế	565,8	332,2	(41,3%)	
Lợi nhuận sau thuế Công ty mẹ	292,6	325,5	11,2%	108,5%

Nguồn: BCTC AGG, SHS Research tổng hợp

Năm 2019, AGG không bàn giao nhà và hạch toán doanh thu từ hoạt động này, do đó đã có sự sụt giảm lớn trong doanh thu khi chỉ đạt 384,6 tỷ đồng, giảm 65,8% so với năm 2018. Doanh thu 2019 phần lớn đến từ hoạt động tư vấn (do AGG tập trung mở bán dự án Signial và dự án The Sóng) và hoạt động môi giới.

Lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp



Nguồn: AGG, SHS Research

Năm 2018, tổng lợi nhuận gộp hợp nhất của AGG đạt 401,4 tỷ đồng, tăng trưởng 81% so với năm 2017, do biên lợi nhuận gộp toàn công ty tăng mạnh từ 22,4% lên 35,7%, trong đó chủ yếu nhờ lợi nhuận gộp của hoạt động bán căn hộ tăng từ 24,4% lên 37,7%, nguyên nhân là do các chi phí như chi phí nhà mẫu, marketing đã phân bổ và ghi nhận từ các năm trước. Các hoạt động môi giới và tư vấn chỉ chiếm một phần nhỏ doanh thu và lợi nhuận gộp. Riêng trong năm 2019, biên lợi nhuận gộp tăng đột biến lên 73% do nguồn doanh thu chính đến từ hoạt động môi giới và tư vấn bất động sản, giá vốn của dịch vụ là chi phí nhân lực và dịch vụ mua ngoài (không có tiền đất và chi phí xây dựng) nên tỷ suất lợi nhuận cao hơn nhiều so với kinh doanh bất động sản.

Trong năm 2019, AGG đẩy mạnh hoạt động marketing, truyền thông, quảng cáo nhằm đưa thương hiệu của Công ty trở nên phổ biến hơn và để hỗ trợ cho công tác bán hàng trong tương lai. Đồng thời, AGG cũng phải trả một số các chi phí thuê ngoài liên quan đến hoạt động IPO, chào bán cổ phiếu riêng lẻ và niêm yết của công ty. Các hoạt động này đã đẩy chi phí quản lý doanh nghiệp của AGG lên 127,8 tỷ đồng, tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm 2018. Bên cạnh đó, chi phí tài chính cũng tăng mạnh 46,5% so với năm 2018 lên mức 40 tỷ đồng do chi phí lãi vay tăng.

Năm 2018, AGG ghi nhận khoản lợi nhuận khác cao đột biến, gần 388 tỷ đồng chủ yếu là khoản thu nhập thu được từ tiền bồi thường hợp đồng của: (i) Trị giá 342,3 tỷ đồng từ Công ty cổ phần phát triển bất động sản Phát Đạt thuộc dự án Nhà ở Cao tầng River City tại quận 7 và (ii) Trị giá 45,7 tỷ đồng từ Công ty cổ phần Tae Kwang Vina.

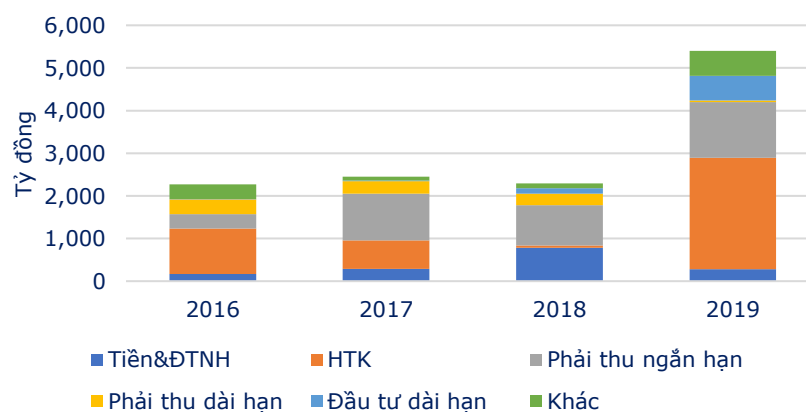
Còn trong năm 2019, AGG ghi nhận doanh thu lớn từ hoạt động tài chính, đạt 212 tỷ đồng. Ngoài 52,2 tỷ đồng lãi từ tiền gửi và hoạt động cho vay, *đáng chú ý là khoản ghi nhận doanh thu tài chính 160 tỷ đồng, doanh thu này đến từ việc mua và đánh giá lại công ty con AGI & HSR (đơn vị sở hữu nhóm dự án Paronama và Sky 89 tại Quận 7). Đặc thù của ngành bất động sản là dòng tiền từ các dự án sẽ đến sớm hơn việc thực tế ghi nhận doanh thu và lợi nhuận. Do vậy, đây bản chất là một phần lợi nhuận có được từ việc phát triển các dự án trên, được AGG ghi nhận trước do khi AGI & HSR trở thành công ty con của AGG thì phải đánh giá lại giá trị khoản đầu tư theo nguyên tắc kế toán.*

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Cơ cấu tài sản nguồn vốn

Trong giai đoạn 2016-2019, giá trị tổng tài sản của AGG tăng trưởng ở mức CAGR 33,5%, đạt 5.397,9 tỷ đồng tại thời điểm 31/12/2019, Trong đó, hàng tồn kho và phải thu ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn nhất, lần lượt ở mức 48,4% và 24,2% tổng tài sản. Cụ thể, hàng tồn kho tăng mạnh đạt 2.611,8 tỷ đồng, chủ yếu là giá trị bất động sản dở dang tại cụm dự án Khu dân cư Phường Phú Thuận gồm: Dự án River Panorama 1 & 2, Sky 89, và The Signial. Trong khi đó, các khoản phải thu ngắn hạn đạt 1.306,9 tỷ đồng, tăng gần 38% so với năm 2018, chiếm phần lớn là các khoản cho vay ngắn hạn các bên liên quan và các khoản tạm ứng đầu tư mà AGG và các công ty con đã đặt cọc, ký quỹ để mua và phát triển các dự án bất động sản. Trong năm 2019, các khoản phải trả khác đóng góp tỷ trọng tương đối cao so với các năm trước, đạt 10,8%, tương đương 466 tỷ đồng, chủ yếu là 431 tỷ đồng chi phí hoa hồng môi giới.

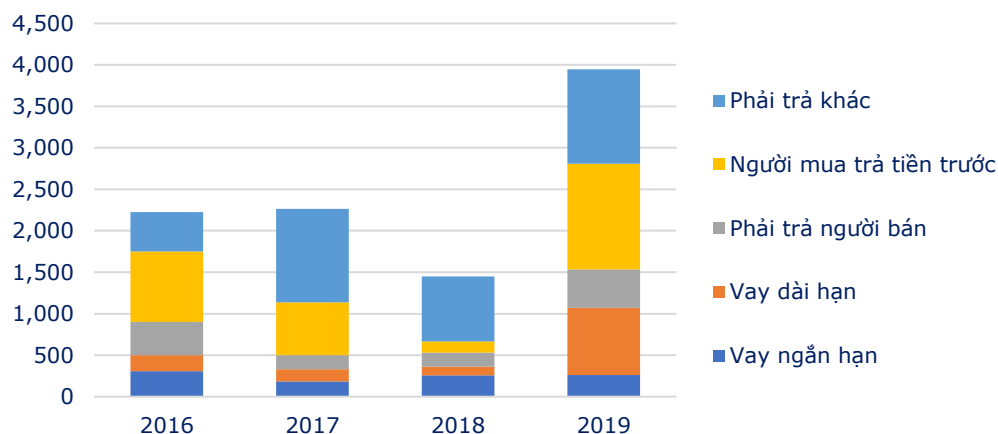
Cơ cấu tài sản của AGG



Nguồn: AGG, SHS Research

Tại thời điểm 31/12/2019, tổng nợ phải trả của AGG đạt 3.945,5 tỷ đồng, gấp 2,7 lần so với 2018, trong đó, khoản mục Người mua trả tiền trước chiếm tỷ trọng lớn nhất với 32,3% với phần lớn là tiền của khách hàng cá nhân mua căn hộ của dự án và sẽ được ghi nhận thành doanh thu khi AGG bàn giao căn hộ. Khoản mục phải trả khác cũng chiếm tỷ trọng lớn hàng năm với 28,8% tổng nợ phải trả năm 2019, tuy nhiên chủ yếu vẫn là tiền nhận đặt cọc từ khách hàng mua căn hộ, chiếm 751,5 tỷ đồng.

Cơ cấu nợ của AGG



Nguồn: AGG, SHS Research

Dư nợ vay của AGG tại 31/12/2019 ở mức 1.070,5 tỷ đồng, bao gồm 260,8 tỷ đồng vay ngắn hạn và 809,7 tỷ đồng vay dài hạn, trong đó, các khoản vay chịu lãi ngân hàng chiếm 709,5 tỷ đồng, còn lại là các khoản vay từ các bên liên quan. Trong khi các khoản vay ngắn hạn không có sự biến động đáng kể, giá trị các khoản vay dài hạn đã tăng mạnh trong năm 2019 để phục vụ cho việc triển khai các dự án Bất động sản.

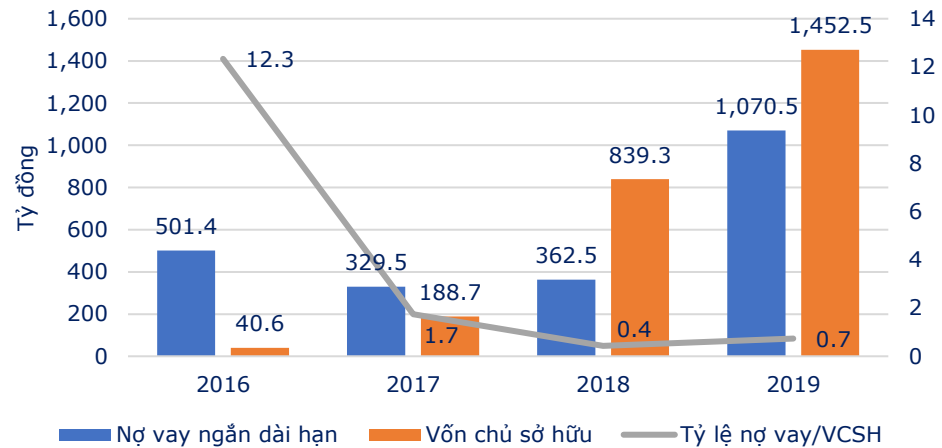
Bảng 6: Chi tiết các khoản vay của AGG

Khoản vay	Giá trị	Lãi suất	Thời hạn trả gốc
Ngắn hạn	(tỷ đồng)		
Ngân hàng Vietcombank	8,36	7,5%	30/09/2020
CTCP ĐT - XD Du lịch Phước Lộc	73,70	10,0%	31/12/2020
Gia Khánh	1,50	6,0%	12/06/2020
Dài hạn			
Ngân hàng Vietinbank - CN11	696,58	9,9-10,5%	04/08/2023
Ngân hàng Vietinbank	0,24	10,5%	27/06/2020
Ngân hàng United Overseas Bank VN	4,38	7,9-8,25%	05/03/2024
Hoosiers	285,69	5,0%	0/06/2022

Nguồn: BCTC AGG, SHS Research tổng hợp

Trong khi triển khai các dự án giai đoạn 2016-2017, vốn điều lệ của AGG còn khiêm tốn, hệ số nợ vay do đó ở mức rất cao so với VCSH. Năm 2018, AGG đã tăng vốn điều lệ từ 105 tỷ lên 450 tỷ đồng, và tiếp tục tăng lên 750 tỷ trong năm 2019 để mở rộng quy mô, có nguồn lực thực hiện các dự án lớn hơn. Điều này đã giúp tỷ lệ nợ vay/VCSH giảm mạnh, trở về mức hợp lý, thậm chí còn tương đối thấp như năm 2018, ở mức 0,4 lần.

Tỷ lệ nợ vay/VCSH



Nguồn: AGG, SHS Research

Triển vọng phát triển trong 3 năm tới

Trong giai đoạn 2020-2022, AGG sẽ chủ yếu tập trung phát triển các dự án nằm trong khu phức hợp Lacasa tại Quận 7, tp. HCM; dự án Condotel tại Vũng Tàu; dự án nhà phố tại Bình Dương và 2 dự án nhà biệt thự tại Phan Thiết.

Bảng 7: Các dự án bàn giao và phát triển trong giai đoạn 2020-2022

Dự án	Địa điểm	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích đất	Mô hình	Số lượng căn hộ	Doanh thu dự kiến (tỷ đồng)	Thời gian bàn giao
River Panorama 1	Quận 7	50,05%	6.6ha	Căn hộ	503	1.231	2020
River Panorama 2				Căn hộ	503	1.231	2020
Sky89				Căn hộ	430	1.308	2021
The Signal				Căn hộ	1.150	1.540	2022
The Sóng	Vũng Tàu	50,05%	0,88ha	Condotel	1.274	4.195	2021-2022
BD6.9	Bình Dương	100%	6,9ha	Nhà phố	374	1.901	2021-2022
PT5.8	Phan Thiết	100%	5,8ha	Biệt thự	168	1.409	2021
New Tech (*)	Quận 7	50,05%	1,2ha	Căn hộ	634	1.730	2022

Nguồn: AGG, SHS tổng hợp

(*) Dự án New Tech đã có Giấy chấp thuận chủ trương đầu tư, đã được chuyển đổi 100% đất ở và đóng tiền sử dụng đất, dự kiến có thể đủ tiêu chuẩn mở bán vào cuối năm 2020. Do đó dự án có thể được ghi nhận một phần doanh thu tài chính từ việc mua và đánh giá lại công ty liên kết sở hữu dự án New Tech trong năm 2021.

Phương án tăng vốn năm 2020

SHS dự phóng AGG sẽ tăng vốn điều lệ từ 750 lên 900 tỷ đồng trong năm 2020 và lên 1.080 tỷ đồng trong năm 2021 bằng việc mỗi năm: (1) phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, tỷ lệ 10%; (2) Trả cổ tức bằng cổ phiếu, tỷ lệ 10% từ nguồn lợi nhuận để lại của doanh nghiệp.

Dự phóng KQKD

Năm 2020, SHS ước tính doanh thu của AGG đạt 2.722,3 tỷ đồng, tăng 607,9% và lợi nhuận sau thuế thuộc CĐ công ty mẹ đạt 447,5 tỷ đồng, tăng 37,3% theo năm, EPS điều chỉnh do pha loãng năm 2020 dự báo đạt 4.989 đồng/cổ phiếu, dựa trên các giả định:

- ❖ Doanh thu mảng bán căn hộ đạt 2.462,7 tỷ đồng từ việc hạch toán doanh thu của dự án chính gồm River Panorama 1 và 2, tăng mạnh so với cùng kỳ năm 2019 do trong năm 2019 AGG không có dự án nào được bàn giao.
- ❖ Doanh thu mảng tư vấn Bất động sản đóng góp 170 tỷ đồng (tăng 25,9% so cùng kỳ) do số dự án hợp tác cùng các đơn vị đồng phát triển dự án mà AGG là đơn vị trực tiếp triển khai và vận hành dự án tăng so với năm 2019.
- ❖ Doanh thu từ hoạt động môi giới đạt 86 tỷ đồng (giảm 39,1% so cùng kỳ) do AGG đẩy mạnh hoạt động bán hàng thông qua các hệ thống môi giới cấp 1 & 2 thay vì trực tiếp là chủ thể phân phối cho các dự án của công ty liên kết.
- ❖ Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh từ 73% xuống còn 20% trong năm 2020 do năm 2019 nguồn doanh thu chính đến từ hoạt động môi giới và tư vấn bất động sản có biên lãi gộp cao tới 85%; và 1 phần lợi nhuận của dự án Panorama 1 & 2 đã được ghi nhận qua doanh thu tài chính trong 2019.
- ❖ Theo đó, lợi nhuận gộp ước đạt 542,8 tỷ đồng, tăng 93,2% so cùng kỳ.
- ❖ Doanh thu tài chính dự báo tăng trưởng gần 55%, đạt 329 tỷ đồng, trong đó 309 tỷ đồng đến từ việc đánh giá lại khoản đầu tư tại các công ty liên kết thực hiện dự án The Sóng và BD6.9 khi AGG mua lại cổ phần để trở thành công ty con.
- ❖ Chi phí tài chính tăng gần 35%, chủ yếu là chi phí lãi vay để phục vụ nhu cầu triển khai các dự án. Chi phí bán hàng & quản lý dự báo duy trì ở mức khá cao là 196,5 tỷ đồng do AGG vẫn tiếp tục xây dựng thương hiệu, cần đẩy mạnh các hoạt động marketing, truyền thông, quảng cáo...
- ❖ Theo đó, dự báo LNST hợp nhất đạt 499,0 tỷ đồng và LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ ở mức 449,0 tỷ đồng, theo đó EPS sau pha loãng dự báo đạt 4,989 đồng. Với giá cổ phiếu hiện tại, cổ phiếu AGG hiện giao dịch với P/E dự phóng tương đương 5,8 lần.

Năm 2021, SHS ước tính doanh thu của AGG đạt 4.419,6 tỷ đồng, tăng 62,3% và lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ đạt 538,3 tỷ đồng, tăng 20% theo năm, EPS điều chỉnh do pha loãng năm 2021 dự báo đạt 4.984 đồng/cổ phiếu, dựa trên các giả định:

- ❖ Doanh thu mảng bán căn hộ đạt 4.166,0 tỷ đồng từ việc hạch toán doanh thu của dự án chính gồm Sky89 và The Sóng, tăng 69,2% so với cùng kỳ năm 2020.
- ❖ Doanh thu mảng tư vấn Bất động sản đóng góp 180 tỷ đồng (tăng 5,9% so cùng kỳ) do số dự án hợp tác cùng các đơn vị đồng phát triển dự án mà AGG là đơn vị trực tiếp triển khai và vận hành dự án tiếp tục tăng so với năm 2020.
- ❖ Doanh thu từ hoạt động môi giới đạt 70 tỷ đồng (giảm 18,6% so cùng kỳ) do AGG đẩy mạnh hoạt động bán hàng thông qua các hệ thống môi giới cấp 1 & 2.
- ❖ Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm nhẹ xuống 19% trong năm 2021 do một phần lợi nhuận của dự án The Sóng được ghi nhận trong doanh thu tài chính năm 2020.

- ❖ Doanh thu tài chính dự báo đạt 281,8 tỷ đồng (tăng nhẹ 1,9% so với năm 2020), trong đó 254 tỷ đồng đến từ việc đánh giá lại khoản đầu tư tại các công ty liên kết thực hiện dự án PT5.8 và New Tech khi AGG mua lại cổ phần để trở thành công ty con.
- ❖ Chi phí tài chính giảm 21,9% xuống 40,7 tỷ đồng nhờ việc giảm bớt các khoản vay nợ. Chi phí bán hàng & quản lý dự báo tăng 8,3% so với năm 2020, ở mức 212,9 tỷ đồng.
- ❖ Theo đó, dự báo LNST hợp nhất đạt 691,3 tỷ đồng và LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ ở mức 538,3 tỷ đồng, tăng 20% theo đó EPS sau pha loãng dự báo đạt 4.984 đồng.

Định giá cổ phiếu

Phương pháp RNAV

SHS định giá cổ phiếu AGG dựa trên ước tính RNAV vào cuối Q4/2019 để đánh giá các dự án hiện tại đang khai thác, mở bán trong năm 2020, và chắc chắn về khả năng triển khai của AGG. Các dự án chưa tiến hành xây dựng sẽ được ghi nhận theo giá trị sổ sách.

Với hệ số beta điều chỉnh 1,23, lãi suất phi rủi ro 3,11% và phần bù rủi ro cho thị trường Việt Nam ở mức 8,87%. Chi phí vốn bình quân gia quyền WACC xác định ở mức 11,6%.

Bảng định giá theo dự án (tỷ đồng)

Dự án	Phương pháp	Giá trị thẳng dư (tỷ đồng)	Tỷ lệ lợi ích	Giá trị thẳng dư hiệu lực (tỷ đồng)	Chiết khấu về hiện tại (tỷ đồng)
River Panorama 1	RNAV	177,3	50,05%	88,8	79,4
River Panorama 2	RNAV	177,3	50,05%	88,8	79,4
Sky89	RNAV	238,6	50,05%	119,5	95,4
Signal	RNAV	184,8	50,05%	92,6	65,3
The Sóng	RNAV	1.127,5	50,05%	564,9	427,0
BD6.9	RNAV	457,8	100,00%	457,8	342,1
PT5.8	RNAV	449,6	100,00%	449,6	264,1
West Gate Park (Cần hộ)	RNAV	790,4	50,05%	452,8	287,3
New Tech (Cần hộ)	RNAV	360,0	50,05%	180,4	121,3
Tổng thẳng dư chiết khấu					1.757,5
(+) Vốn chủ sở hữu(*)					1.452,5
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số					159,5
Tổng giá trị tài sản ròng					3.050,4
Số lượng CPLH (triệu cp)					75,0
Giá cổ phiếu (làm tròn)					40.700

(*) số liệu trên BCTC tại thời điểm 31/12/2019

Phương pháp so sánh P/E

SHS kết hợp phương pháp so sánh P/E để phản ánh yếu tố pha loãng của cổ phiếu AGG.

Bảng so sánh với các doanh nghiệp trong ngành

Tên Công ty	Mã CK	Vốn hóa (tỷ đồng)	ROA (%)	ROE (%)	Vay nợ/VCSH	P/E	P/B
			12T	12T	12T	12T	12T
Tập đoàn CEO	CEO	2.187,4	5,44%	14,60%	0,64	3,91	0,73
Địa ốc Đất Xanh	DXG	6.459,0	7,24%	15,77%	0,48	4,61	0,92
Địa ốc First Real	FIR	632,3	17,83%	32,39%	0,00	7,10	1,89

Báo cáo phân tích doanh nghiệp

Đầu tư Hải Phát	HPX	5.269,9	6,25%	16,02%	0,67	11,86	1,78
Bất động sản Thế Kỷ	CRE	1.820,0	15,73%	23,21%	0,04	4,62	0,99
Phát triển Nhà BR-VT	HDC	1.193,2	6,31%	14,11%	1,01	9,97	1,43
Xây dựng Hà Đô	HDG	3.233,2	6,88%	28,67%	1,83	3,84	1,38
Địa ốc Hoàng Quân	HQC	481,4	0,63%	0,97%	0,08	11,56	0,11
PT Nhà Đà Nẵng	NDN	685,4	3,58%	11,19%	0,04	9,50	1,04
BDS Nam Long	NLG	6.579,7	9,43%	16,72%	0,14	6,78	1,30
Đô thị Từ Liêm	NTL	1.268,6	14,24%	22,79%	0,16	5,40	1,19
Sacomreal	SCR	1.956,3	2,62%	6,16%	0,48	6,88	0,43
Thủ Đức House	TDH	920,9	3,15%	6,16%	0,48	5,95	0,52
Trung bình			6,31%	15,77%	0,46	7,07	1,06
An Gia	AGG	2.208,7	8,47%	28,41%	0,74	6,62	1,71

Nguồn: FiinPro, SHS

Với Lợi nhuận sau thuế hợp nhất thuộc CĐ công ty mẹ năm 2020 dự phóng ở mức 449,0 tỷ đồng, EPS dự phóng của AGG tương ứng đạt 4.989 đồng/cổ phiếu. Với mức P/E trung bình ngành 7,07x như trên, giá trị hợp lý của cổ phiếu AGG được xác định ở mức **35.300 đồng/cổ phiếu**.

SHS định giá cổ phiếu AGG ở mức 39.600 đồng/cổ phiếu (làm tròn), tương ứng với tiềm năng tăng giá 37,9%, kết hợp 2 phương pháp RNAV và phương pháp so sánh P/E với tỷ lệ 80%-20% như sau:

Phương pháp	Giá cổ phiếu	Tỷ trọng
RNAV	40.700	80%
P/E	35.300	20%
Tổng hợp	39.600	

Cổ phiếu AGG ngày 24/02/2020 đóng cửa tại mức giá 28.700 VND/cổ phiếu, tương ứng với P/E trượt 12T là 6,62x, thấp hơn với trung bình ngành và Vn-Index lần lượt là 7,07x và 14,40x.

Mặc dù thị trường bất động sản đến nay đã có dấu hiệu bão hòa, kết quả kinh doanh tăng trưởng cao, dòng tiền bán hàng khả quan, tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ liên tục được cải thiện sẽ là điểm nhấn của AGG cho năm 2020. Tuy nhiên, với kỳ vọng tương đối dài về dòng tiền và lợi nhuận từ các dự án bất động sản của AGG, nhà đầu tư cũng cần xem xét lựa chọn thời điểm hợp lý để tích lũy cổ phiếu.

Rủi ro đầu tư

- ❖ **Rủi ro cạnh tranh:** nguồn cung căn hộ hiện tại khá dồi dào, đặc biệt là các dự án lân cận các dự án hiện tại của AGG trên địa bàn tp. Hồ Chí Minh của các doanh nghiệp có tên tuổi hơn và có nguồn lực tài chính mạnh hơn. Theo dự báo của Savills, tổng cộng có 154.000 căn hộ từ 108 dự án sẽ được gia mắt cho đến năm 2022, trong đó khoảng 57.000 căn hộ được đưa ra thị trường trong năm 2020. An Gia mới tham gia phát triển dự án từ năm 2014, độ nhận diện thương hiệu còn thấp so với các chủ đầu tư khác có thâm niên.

- ❖ **Rủi ro quản lý:** AGG đang sử dụng đòn bẩy tài chính tương đối cao để đầu tư các dự án, trong trường hợp thị trường bất động sản khó khăn thì việc sử dụng đòn bẩy cao có thể dẫn đến những rủi ro rất lớn. Đồng thời, AGG cũng chỉ mới tham gia phát triển dự án trong một vài năm gần đây, do đó trình độ quản lý có thể sẽ không theo kịp với tốc độ phát triển và quy mô của Công ty.
- ❖ **Rủi ro pha loãng:** Cổ phiếu AGG sẽ chịu rủi ro pha loãng EPS với kế hoạch tăng vốn điều lệ từ 750 tỷ lên 1.080 tỷ đồng dự kiến trong 2 năm tới, ảnh hưởng trực tiếp đến quyền lợi của các cổ đông hiện hữu.

PHỤ LỤC

KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu thuần	1.125,4	384,6	2.722,3	4.419,6
Giá vốn hàng bán	724,0	103,6	2.179,4	3.583,8
Lãi gộp	401,4	280,9	542,8	835,8
Thu nhập tài chính	53,7	212,6	329,5	281,8
Chi phí tài chính	26,0	40,0	50,7	40,7
Chi phí bán hàng	49,1	6,2	43,8	71,1
Chi phí QLDN	64,3	127,8	152,7	141,8
Lãi/lỗ từ HĐ Kinh doanh	314,5	319,6	623,8	864,1
Lãi/lỗ từ CT con, liên kết	0,0	53,2	0,0	0,0
Thu nhập/(chi phí) khác	387,7	-7,0	0,0	0,0
Lãi/(lỗ) trước thuế	702,2	365,9	623,8	864,1
Thuế TNDN	136,4	33,6	124,8	172,8
Lãi/(lỗ) sau thuế	565,8	332,3	499,0	691,3
Lợi ích cổ đông thiểu số	273,2	6,4	50,0	153,0
LN thuần của CĐCT mẹ	292,7	325,9	449,0	538,3

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2018A	2019A	2020F	2021F
SLCP lưu hành (tr CP)	45,0	75,0	90,0	108,0
EPS (VND)	10.541	4.596	4.989	4.984
BVS (VND)	30.232	20.486	22.626	26.101
P/E (x)	n/a	6,6	5,8	5,8
P/B (x)	n/a	1,4	1,3	1,1

Chỉ số tăng trưởng

Doanh thu thuần	13,8%	-65,8%	607,9%	62,3%
Lợi nhuận gộp	35,7%	73,0%	19,9%	18,9%
Lợi nhuận ròng	399,7%	11,4%	37,8%	19,9%
Tổng tài sản	-6,5%	135,6%	-8,8%	27,7%
Vốn chủ sở hữu	344,7%	73,0%	34,4%	35,4%

Chỉ số sinh lời

Tỷ suất LN gộp	35,7%	73,0%	19,9%	18,9%
Tỷ suất LN HĐKD	27,9%	83,1%	22,9%	20,8%
Tỷ suất EBIT	30,4%	93,5%	24,8%	19,6%
Tỷ suất EBITDA	30,6%	94,3%	25,0%	20,6%
Tỷ suất LN ròng	26,0%	84,7%	16,5%	12,2%
ROA	12,8%	6,0%	9,1%	8,6%
ROE	34,9%	22,4%	23,0%	20,4%

Hiệu quả hoạt động

Vòng quay phải thu	1,1	0,3	2,4	3,7
Vòng quay Hàng tồn kho	2,0	0,1	0,8	1,2
Vòng quay Tổng tài sản	0,5	0,1	0,7	0,9

Khả năng thanh toán

Tiền mặt	0,59	0,09	0,16	0,16
Nhanh	1,33	0,55	0,58	0,64
Hiện hành	1,37	1,42	1,75	1,68

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2018A	2019A	2020F	2021F
Tiền và tương đương tiền	331,1	138,2	237,6	379,7
Đầu tư ngắn hạn	450,5	140,3	140,3	140,3
Các khoản phải thu	948,4	1.306,9	930,6	1.491,1
Hàng tồn kho, ròng	52,8	2.611,9	2.750,0	3.326,0
TS lưu động khác	27,2	49,3	49,3	49,3
Tổng tài sản Ngắn hạn	1.810,0	4.246,5	4.107,7	5.386,3
Phải thu dài hạn	269,0	37,4	37,4	37,4
Tài sản Cố định ròng	6,9	11,0	16,5	20,5
Bất động sản đầu tư	44,9	44,6	44,6	44,6
Tài sản dở dang dài hạn	5,8	3,2	2,0	4,2
Đầu tư tài chính dài hạn	129,2	583,0	241,2	317,8
Tài sản dài hạn khác	25,1	472,3	472,3	472,3
Tổng Tài sản dài hạn	481,0	1.151,4	814,0	896,7
Tổng Tài sản	2.291,1	5.397,9	4.921,7	6.283,1

Vay ngắn hạn	255,4	260,8	189,3	136,8
Phải trả nhà cung cấp	169,4	466,6	435,9	716,8
Người mua trả tiền trước	133,6	1.271,7	816,7	1.325,9
Nợ ngắn hạn khác	763,1	989,6	905,3	990,7
Công nợ ngắn hạn	1.321,4	2.988,7	2.347,1	3.170,1

Vay dài hạn	107,1	809,7	607,3	404,8
Nợ dài hạn khác	23,1	147,1	17,0	20,2
Công nợ dài hạn	130,3	956,7	624,3	425,1

Vốn góp	450,0	750,0	900,0	1.080,0
Thặng dư vốn cổ phần	71,4	179,6	179,6	179,6
Vốn khác	-	-	-	-
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
Các quỹ	-	-	-	-
Lãi chưa phân phối	277,7	363,3	662,4	1.020,6
Vốn chủ Sở hữu	799,1	1.293,0	1.742,0	2.280,2
Lợi ích cổ đông thiểu số	40,2	159,5	209,5	362,5

Tổng công nguồn vốn	2.291,1	5.397,9	4.922,9	6.283,1
----------------------------	----------------	----------------	----------------	----------------

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2018A	2019A	2020F	2021F
LCTT từ hoạt động kinh doanh	738.9	(15.6)	(8.0)	287,2
LCTT từ hoạt động đầu tư	(1,032.8)	(86.6)	331.1	(163.9)
LCTT từ hoạt động tài chính	339.5	(90.8)	(223.6)	18,8
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	45.6	(193.0)	99.4	142.1
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	285.4	331.1	138.2	237.6
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	331.0	138.1	237.6	379.7

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ:

Phòng Phân tích - Công ty Cổ Phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội**Trụ sở chính tại Hà Nội**

Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex, Số 41
Ngô Quyền, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84-24)-3818 1888

Fax: (84-24)-3818 1688

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 1&3, Tòa nhà AS, 236-238
Nguyễn Công Trứ, P, Nguyễn
Thái Bình, Quận I

Tel: (84-8)-3915 1368

Fax: (84-8)-3915 1369

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2, số
1-3 Lê Đình Lý, Đà Nẵng

Tel: (84-511)-352 5777

Fax: (84-511)-352 5779

Kiểm duyệt**Ngô Thế Hiển**

Phó Trưởng phòng Phân tích

Hien.nth@shs.com.vn

Thực hiện**Nguyễn Khắc Thành**

Chuyên viên phân tích

Thank.nk@shs.com.vn

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Những quan điểm được trình bày trong báo cáo đã phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chuyên viên phân tích về công ty này, Chúng tôi xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan tới các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ cổ phiếu, Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo, Ngoài yếu tố nội tại, tâm lý thị trường có thể ảnh hưởng tới biến động giá cổ phiếu, Quá trình định giá doanh nghiệp cũng có thể có những thay đổi tùy thuộc vào diễn biến nền kinh tế vĩ mô, chính sách của nhà nước đối với ngành nghề kinh doanh, sự phát triển chung của ngành và biến động liên quan đến tình hình hoạt động, kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Việc diễn giải các khuyến nghị này cần được thực hiện một cách linh hoạt và chúng tôi không có bất cứ trách nhiệm nào nếu việc sử dụng khuyến nghị này gây ra thiệt hại cho nhà đầu tư.