

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)	20.024
Upside	28,8%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bất động sản
Thị giá (28/10/2024)	15.550
Biến động 1 năm	14.950 – 21.720
KLGD bình quân 52T (cp)	845.504
Vốn hóa (Tỷ đồng)	2.527
P/E	6,7x
P/B	0,76x

Diễn biến giá



Chuyên viên phân tích

Phạm Hồng Quân, CFA

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>

ĐỘNG LỰC TỪ CHUỖ DỰ ÁN MỚI

ĐÁNH GIÁ: MUA

Trong giai đoạn 2025 – 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 khởi động lại hoạt động thi công, xúc tiến hoàn thiện pháp lý các dự án BĐS. Về dài hạn, việc triển khai thành công các dự án quy mô lớn tại Bình Chánh kỳ vọng giúp gia tăng đáng kể vị thế và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu AGG với mức định giá hợp lý là **20.024 VND/ cổ phiếu**.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Bắt đầu đưa vào kinh doanh dự án The Gió (Bình Dương)

AGG đã thực hiện khởi công dự án trong tháng 06.2024, dựa kiến có thể bắt đầu ra mắt và nhận đặt cọc thiện chí ngay từ cuối năm 2024 – đầu năm 2025. 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.

Chờ đợi sự bùng nổ từ các dự án lớn tại Bình Chánh

Trong chu kỳ đầu tư mới, khu vực Bình Chánh (TP.HCM) tiếp tục được AGG xác định là địa bàn kinh doanh trọng điểm với 2 dự án The Lá Village (BC27) và The West Gate 2 (BC3.2). VCBS đánh giá cao tiềm năng tăng giá trong dài hạn tại các dự án nhờ: (1) Hưởng lợi từ mật độ dân cư và mật bằng giá bán đã được xác lập bởi West Gate, (2) Khu vực Bình Chánh có nhiều dư địa để phát triển thành vùng đô thị mới của TP.HCM.

Kỳ vọng cải thiện hiệu quả lợi nhuận tại các dự án mới

Đối với các dự án thuộc chu kỳ đầu tư mới, hiệu quả lợi nhuận của AGG dự báo được cải thiện đáng kể xét đến: (1) Các dự án được AGG tích lũy quỹ đất và hoàn thiện dần tình trạng pháp lý từ các bước đầu, (2) Giảm phụ thuộc vào nguồn vốn huy động trái phiếu, hợp tác đầu tư và áp lực phải bán nhanh dự án để hoàn trả nghĩa vụ.

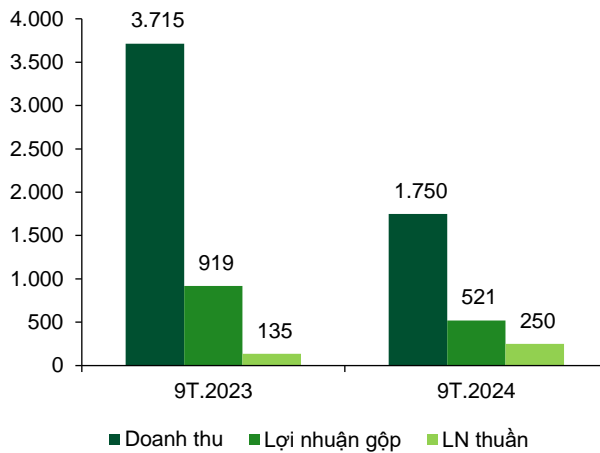
Chỉ tiêu tài chính	2023	2024F	2025F	2026F
DTT (tỷ đồng)	3.891	1.988	871	3.925
+/- yoy (%)	-37,13%	-48,91%	-56,19%	350,77%
LN thuần (tỷ đồng)	175	277	152	336
+/- yoy (%)	824,40%	58,14%	-45,08%	120,87%
TS LN gộp (%)	25,11%	24,99%	23,82%	36,97%
TS LN ròng (%)	4,51%	13,95%	17,49%	8,57%
EPS - TTM (VND)	1.402	1.707	937	2.070

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 9T.2024

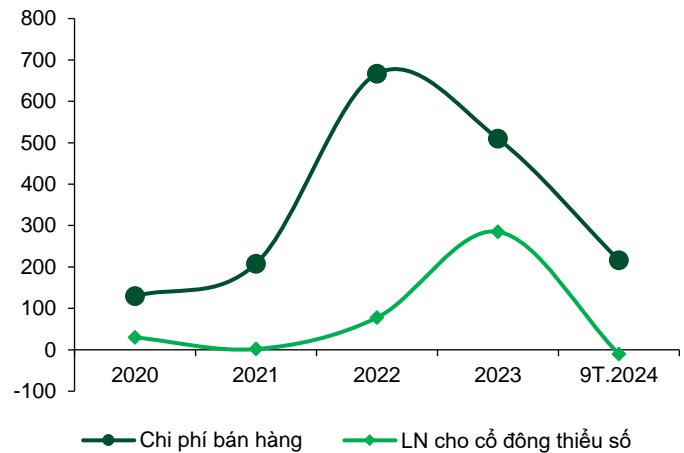
Doanh thu 3 quý đầu năm 2024 đạt 1.750 tỷ đồng (-52,9% yoy), chủ yếu đến từ sự suy giảm trong hoạt động chuyển nhượng bất động sản do trong kì AGG chỉ thực hiện bàn giao nốt các sản phẩm còn lại tại dự án West Gate Bình Chánh, trong khi các dự án gói đầu vẫn đang trong giai đoạn triển khai và chưa đem lại doanh thu.

LN thuần đạt 250 tỷ đồng, tăng trưởng 85,6% so với cùng kì dù doanh thu suy giảm. Điều này đến từ các yếu tố: (1) Biên lợi nhuận gộp cải thiện do các căn hộ còn lại tại Westgate Bình Chánh chủ yếu nằm tại các phân khu mở bán sau và có giá bán cao hơn, (2) Chi phí bán hàng được tiết giảm, (3) Lợi ích cổ đông thiểu số giảm mạnh do AGG đã hoàn tất nâng tỷ lệ sở hữu tại doanh nghiệp dự án West Gate lên gần 100% tại cuối năm 2023.

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



Hình 2: CP bán hàng và lợi nhuận cho cổ đông thiểu số (đv: tỷ đồng)



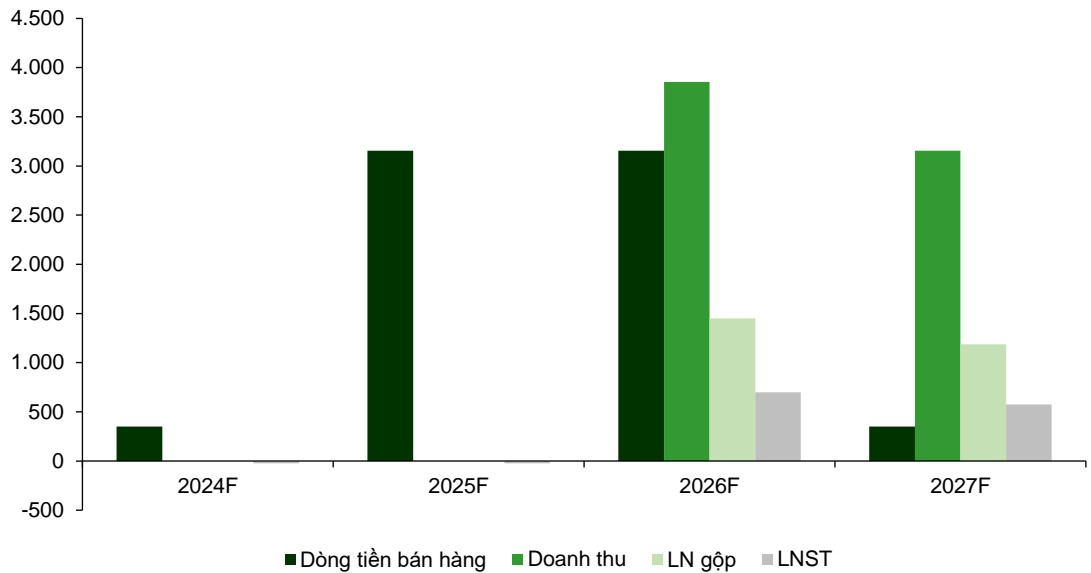
Nguồn: AGG, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP
Bắt đầu đưa vào kinh doanh dự án The Gió (Bình Dương)

Sau khi dự án West Gate (Bình Chánh, TP.HCM) cơ bản hoàn thành bàn giao trong năm 2024, dự án căn hộ The Gió (Dĩ An, Bình Dương) là dự án gói đầu quan trọng của doanh nghiệp trong giai đoạn 2025 – 2026. Tính đến hiện tại, The Gió đã hoàn thiện phần lớn các điều kiện pháp lý quan trọng và AGG đã tổ chức lễ khởi công dự án vào tháng 06.2024, dự kiến có thể bắt đầu ra mắt và nhận đặt cọc thiện chí ngay từ cuối năm 2024 – đầu năm 2025.

VCBS cho rằng tiến độ bán hàng tại dự án The Gió sẽ tương đối thuận lợi sau khi ra mắt xét đến:

- Thị trường BĐS khu vực phía Nam dần hồi phục từ cuối năm 2023, đặc biệt tại các dự án nằm trong bán kính cư trú thực tế và đáp ứng nhu cầu ở thực.
- 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 và dự báo có khả năng hấp thụ tốt.
- 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 3: Dòng tiền & KQKD ghi nhận từ dự án The Gió (đv: tỷ đồng)


Nguồn: AGG, VCBS

Với quy mô 3.000 căn hộ (gấp 1,5 lần dự án West Gate), dự án The Gió kỳ vọng mang lại hơn 7.000 tỷ đồng doanh thu cho AGG, ghi nhận chủ yếu trong giai đoạn 2026 - 2027. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng AGG có thể hạch toán trước một phần lợi nhuận tiềm năng của dự án dưới dạng doanh thu tài chính trong năm 2025 – khi doanh nghiệp tiến hành hợp nhất pháp nhân dự án và đánh giá lại khoản đầu tư (như đã từng làm đối với dự án West Gate trong năm 2020).

Chờ đợi sự bùng nổ từ các dự án lớn tại Bình Chánh

Trong chu kỳ đầu tư mới, khu vực Bình Chánh (TP.HCM) tiếp tục được AGG xác định là địa bàn kinh doanh trọng điểm với 2 dự án The Lá Village (BC27) và The West Gate 2 (BC3.2). Trong đó, The Lá Village hiện đã có đất thổ cư trên diện tích dự án, qua đó đáp ứng điều kiện quan trọng cho thủ tục chuyển mục đích sử dụng đất. VCBS dự báo AGG sẽ cần thêm 1 – 2 năm để tiếp tục hoàn thiện các bước pháp lý và có thể bắt đầu kinh doanh 2 dự án trên từ năm 2026 – 2027.

Bảng 1: Các dự án trọng điểm của AGG trong chu kỳ đầu tư 2024 - 2027

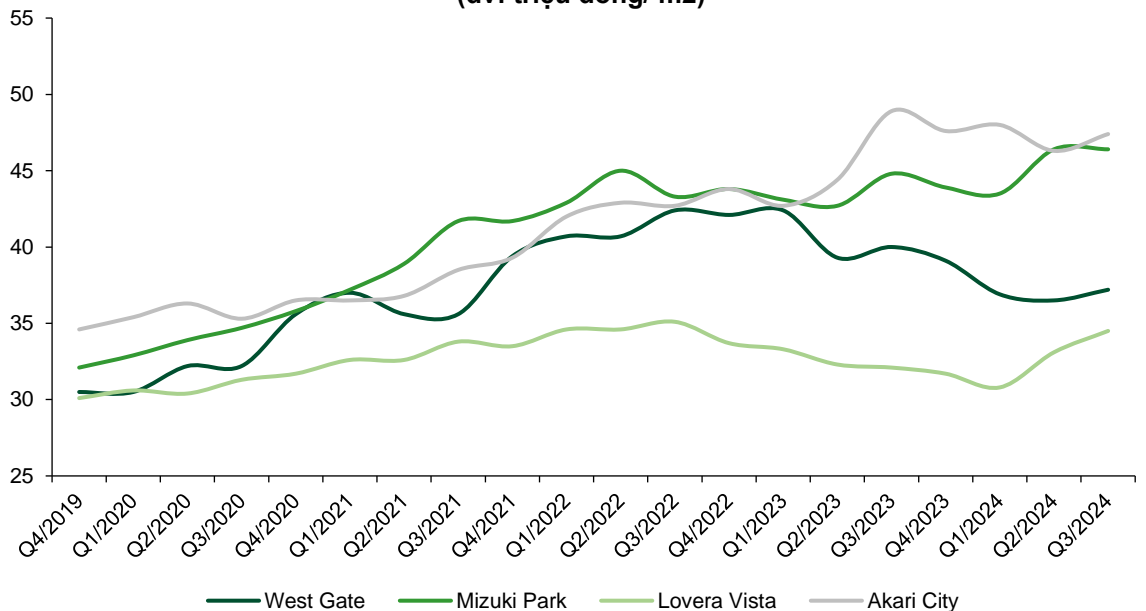
Dự án	Địa điểm	Diện tích (m2)	Sản phẩm	Tiến độ
The Gió	Bình An, TP.Dĩ An, Bình Dương	31.000	3.000 căn hộ	Đã khởi công. Dự kiến ra mắt cuối năm 2024 – đầu năm 2025
The West Gate 2 (BC3.2)	TT Tân Túc, Bình Chánh, TP.HCM	32.000	2.000 căn hộ	Đang hoàn thiện quy hoạch 1/2000 và thủ tục chấp thuận chủ trương đầu tư
The Lá Village (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

Do quy mô tương đối lớn của dự án The Lá Village và West Gate 2, chúng tôi cho rằng AGG sẽ cần khoảng 3 – 5 năm để dần kinh doanh các phân khu dự án sau khi đủ điều kiện bán hàng. Mặt khác, VCBS đánh giá cao tiềm năng tăng giá và cải thiện hiệu quả kinh doanh trong dài hạn tại các dự án xét đến:

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



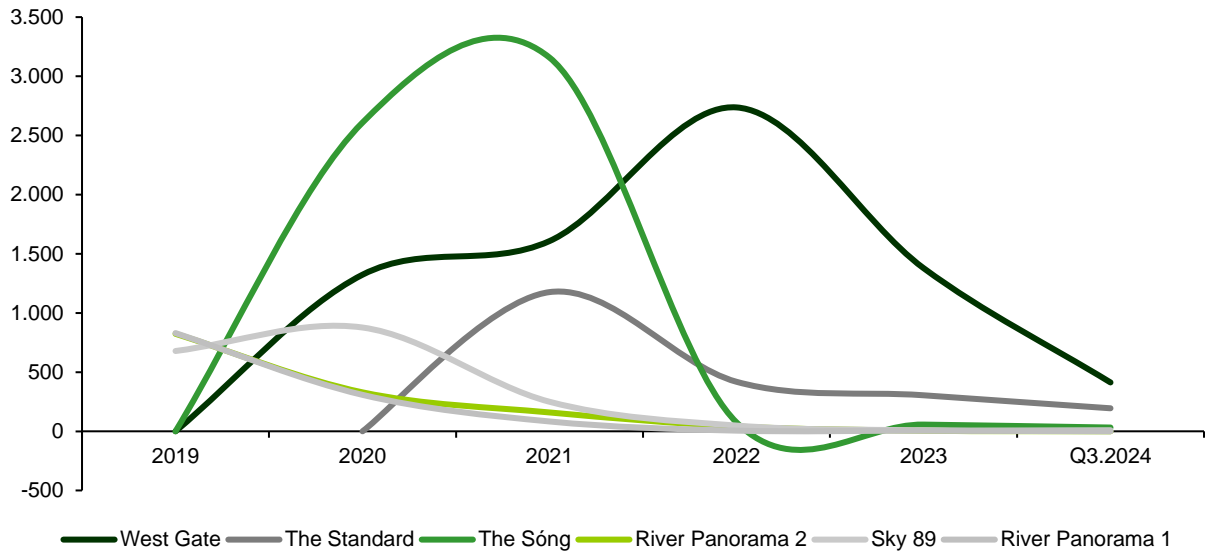
Nguồn: VCBS tổng hợp

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.

Kỳ vọng cải thiện hiệu quả lợi nhuận tại các dự án mới

Trong giai đoạn trước, AGG thường hướng đến chu kỳ đầu tư, kinh doanh dự án tương đối ngắn (1 – 3 năm) nhờ chiến lược phát triển dựa vào M&A các dự án đã hoàn thiện pháp lý với nguồn vốn chủ yếu từ hợp tác kinh doanh của đối tác và huy động trái phiếu (có thể huy động lượng tiền lớn trong thời gian ngắn mà không cần đáp ứng yêu cầu quá nghiêm ngặt về tình trạng pháp lý của dự án để làm tài sản đảm bảo).

Hình 5: Số dư tồn kho các dự án BĐS của AGG (đv: tỷ đồng)

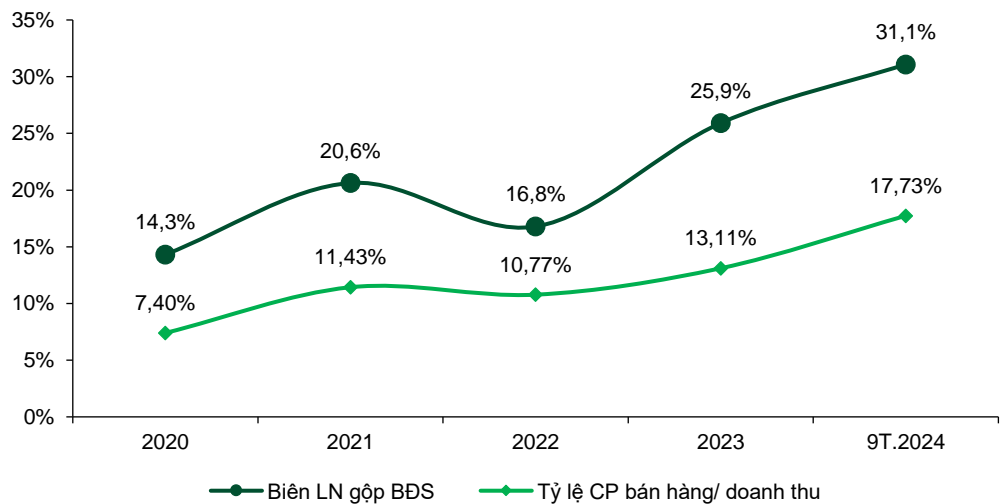


Nguồn: AGG, VCBS tổng hợp

Một mặt, 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, tuy vậy mang đến một số hạn chế nhất định:

- Biên lợi nhuận gộp tại các dự án thường khá thấp (15 – 20%) khi giá vốn dự án M&A bị đẩy cao do đã hoàn thành phần lớn tiến trình pháp lý.
- Áp lực cần bán hàng nhanh để hoàn trả các nghĩa vụ nợ trái phiếu, hợp tác đầu tư và phân bổ lợi ích cho đối tác khi: (1) Chi phí bán hàng duy trì ở mức cao, (2) Doanh nghiệp không tận dụng được nhiều xu hướng tăng giá qua thời gian của dự án, (3) Hoạt động kinh doanh của AGG tương đối nhạy cảm với biến động thị trường trong trường hợp doanh nghiệp phải tăng cường sử dụng chiết khấu hoặc các gói hỗ trợ để bán hàng trong giai đoạn thị trường trầm lắng.

Hình 6: Biên LN gộp bán BĐS và tỷ lệ CP bán hàng/ doanh thu của AGG



Nguồn: AGG, VCBS tổng hợp

Tuy vậy đối với các dự án thuộc chu kỳ đầu tư mới (The Gió, West Gate 2 và The Lá Village), VCBS đánh giá hiệu quả lợi nhuận phân bổ đến AGG sẽ được cải thiện đáng kể xét đến:

- Các dự án được AGG tích lũy quỹ đất và hoàn thiện dần hồ sơ pháp lý từ các bước đầu. Ngoài ra, quy mô dự án tương đối lớn và bao gồm nhiều phân khu giúp AGG có điều kiện để kinh doanh dần dự án và tận dụng xu hướng tăng giá qua các đợt mở bán.
- Thành công tại các dự án trước đó đã giúp AGG sở hữu nguồn lực tài chính và uy tín nhất định. Do đó, doanh nghiệp và đối tác liên doanh về cơ bản có thể tự chủ nguồn vốn trong giai đoạn chuẩn bị dự án, đến khi đủ điều kiện pháp lý để huy động vốn vay tín dụng (tiêu biểu dự án The Gió đã nhận được gói tín dụng 1.000 tỷ đồng từ VPBanks).

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 **277 tỷ đồng (+58,1% yoy)**, tương ứng với EPS là **1.707 VND/ cổ phiếu**. Đối với năm 2025 & 2026, chúng tôi dự báo LN thuần lần lượt đạt **152 tỷ đồng** và **336 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 **19.226 VND/ cổ phiếu**.

	Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)
Dự án The Gió	1.358
Dự án BC3.2	1.387
Dự án BC27	1.756
(Nợ vay ròng)	(633)
(Lợi ích cổ đông không kiểm soát)	(743)
Giá trị VCSH ròng hợp lý	3.124
Số cổ phiếu (triệu)	163
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	19.226

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 **20.821 VND/ cổ phiếu**.

	P/B
NLG	1,10
TAL	1,36
DXG	0,75
IJC	1,00
TDC	1,10
Trung vị	1,10

BVPS TB 2024 (VND)	18.929
--------------------	--------

Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	20.821
--------------------------------------	---------------

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 **20.024 VND/ cổ phiếu**.

Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)	
Phương pháp định giá RNAV	19.226
Phương pháp định giá tương đối	20.821
Kết hợp 2 phương pháp	20.024

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Trong giai đoạn 2025 – 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 khởi động lại hoạt động thi công, xúc tiến hoàn thiện pháp lý các dự án BĐS. Về dài hạn, việc triển khai thành công các dự án quy mô lớn tại Bình Chánh kỳ vọng giúp gia tăng đáng kể vị thế và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu AGG với mức định giá hợp lý là **20.024 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

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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

Bloomberg: VCBS <GO>