

MUA - Giá mục tiêu: 43,300 VND (+51%)

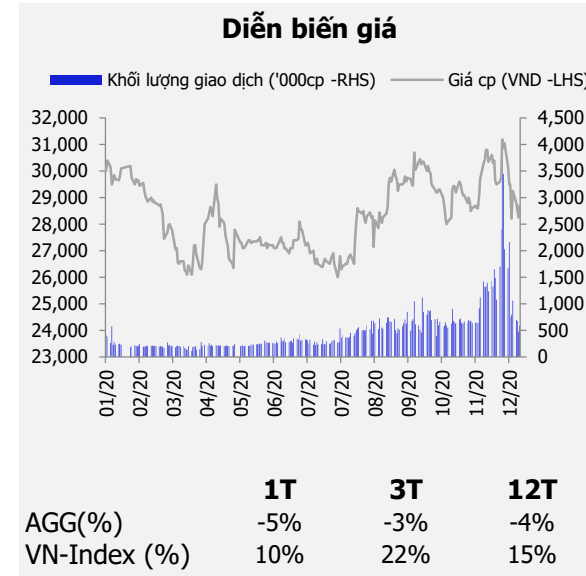
Cập nhật

- ❖ Ghi nhận 9 tháng đầu năm, doanh thu của AGG đạt 73.7 tỷ (-70.3% CK) và lợi nhuận thuần 195.5 tỷ (+149% CK), hoàn thành 3% và 40.6% kế hoạch cả năm. Dự kiến quý 4, AGG sẽ ghi nhận doanh thu từ 2 dự án River Panorama 1 và 2 ở Q7 HCM và thực hiện khoảng 1,800 tỷ doanh thu cả năm.
- ❖ Trong quý 2, AGG đã hoàn tất việc mua thêm cổ phần để kiểm soát và hợp nhất dự án The Sóng, qua đó ghi nhận 190.6 tỷ thu nhập từ đánh giá lại khoản đầu tư. Trong 6 tháng cuối năm, AGG đã chuyển nhượng toàn bộ phần vốn tại Công ty Sơn Lâm và dự kiến thu về khoản lãi 68 tỷ đồng liên quan đến một dự án ở Phan Thiết.
- ❖ Trong năm 2021, AGG dự kiến bàn giao toàn bộ dự án Sky89 và một phần các dự án The Sóng, The Standard. Dòng tiền doanh nghiệp được đảm bảo nhờ tỷ lệ bán hàng tốt, nhờ vậy chúng tôi cho rằng doanh thu của AGG vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng CAGR trung bình là 36% trong các năm tới.

Khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu AGG dựa trên phương pháp RNAV với giá mục tiêu VND 43.300 trên cơ sở:

- ❖ **Sở hữu các dự án trong khu vực HCM đang ngày càng hạn chế về quỹ đất:** với vị trí tốt, pháp lý rõ ràng, các dự án của An Gia được thị trường đón nhận tốt.
- ❖ **Triển khai các dự án tại thị trường tỉnh trong tình hình thị trường Sài Gòn chậm thi công vì rà soát pháp lý:** dự án The Sóng tại Vũng Tàu là dự án đầu tiên và mở bán thành công với **99%** dự án đã được đặt mua. Trong tương lai, AGG sẽ tiếp tục triển khai các dự án ở Bình Dương, Bình Chánh với tổng doanh thu dự kiến hơn 20,000 tỷ, đem lại triển vọng tăng trưởng hấp dẫn cho doanh nghiệp trong các năm tới.
- ❖ **Công ty luôn có các đối tác nước ngoài đồng hành cùng phát triển các dự án,** đảm bảo dòng vốn đầu tư, tiến độ thi công và bàn giao nhà theo cam kết (nhanh hơn 6 tháng đến 1 năm về tốc độ bàn giao so với các đối thủ cùng phân khúc). Tập trung vào phân khúc trung cấp nhưng chất lượng cao cấp giúp AGG luôn có giá bán tốt hơn so với các dự án cùng vị trí và cùng phân khúc khoảng 15 – 20%.
- ❖ **Cấu trúc vốn đặc thù** phù hợp với quy mô hiện tại và mạng lại suất sinh lời cao.



Ngày báo cáo	31/12/2020
Thị giá ngày báo cáo	28,700 VND/cp
Giá mục tiêu (VND)	43,300 VND/cp
Tăng / giảm (%)	51%
Mã Bloomberg	AGG VN
Vốn hóa	2,368 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 26,000 – VND 31,200
KLGDBQ	14 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Sở hữu nước ngoài	14%

	Đơn vị	2019A	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	Tỷ VND	385	1,817	3,992	4,352
Tăng trưởng doanh thu	%	-66%	372%	120%	9%
Biên lợi nhuận gộp	%	73%	35%	36%	38%
EBIT	Tỷ VND	147	157	399	500
LNST	Tỷ VND	333	423	967	1,185
EPS (VND)	VND	4,353	4,512	4,796	5,223
Tăng trưởng EPS (%)	%	-33%	4%	6%	9%
P/E (x)	Lần	-	6.4	6.0	5.5
P/B (x)	Lần	-	1.2	0.8	0.7
ROE (%)	%	23%	22%	31%	26%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	%	74%	110%	69%	47%

Nguồn: MBS Research

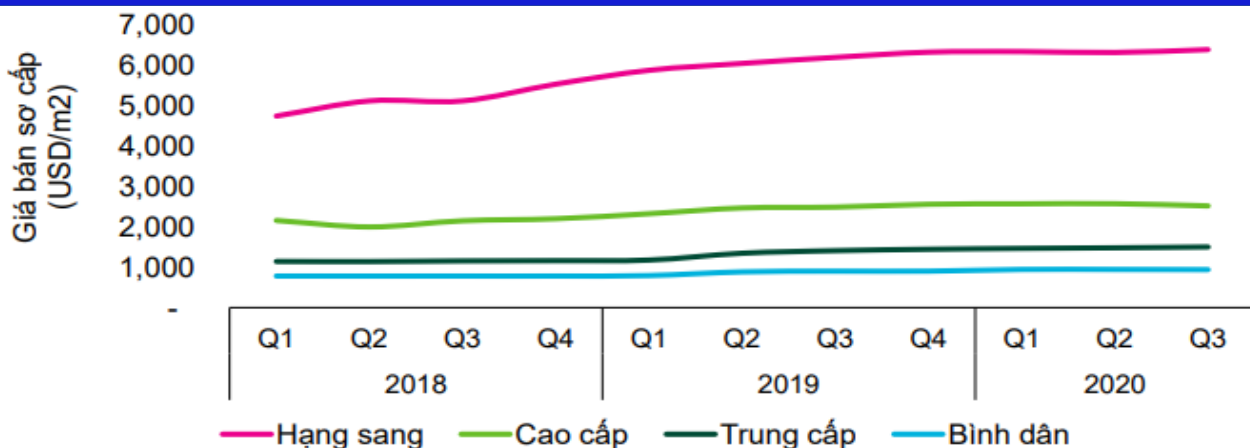
Cập nhật thị trường bất động sản phía Nam – tiếp tục xu hướng dịch chuyển về vùng ven do quỹ đất hạn chế

Nhu cầu BDS trong nước hiện vẫn còn tương đối nóng do tốc độ đô thị hóa cao và các yếu tố kinh tế vĩ mô thuận lợi bao gồm tăng trưởng GDP cao, dòng vốn FDI vào và lãi suất và lạm phát thấp. **Đổi với TP HCM**, phân khúc trung cấp và cấp thấp sẽ tiếp tục là động lực chính. Địa điểm cho các dự án mới sẽ phải di chuyển xa hơn về phía đông và nam của thành phố. Trong khi đó, phân khúc cao cấp dự kiến sẽ có sự chậm lại, do giá hiện tại đã ở mức khá cao khiến cho việc mua đầu tư trở nên kém hấp dẫn.

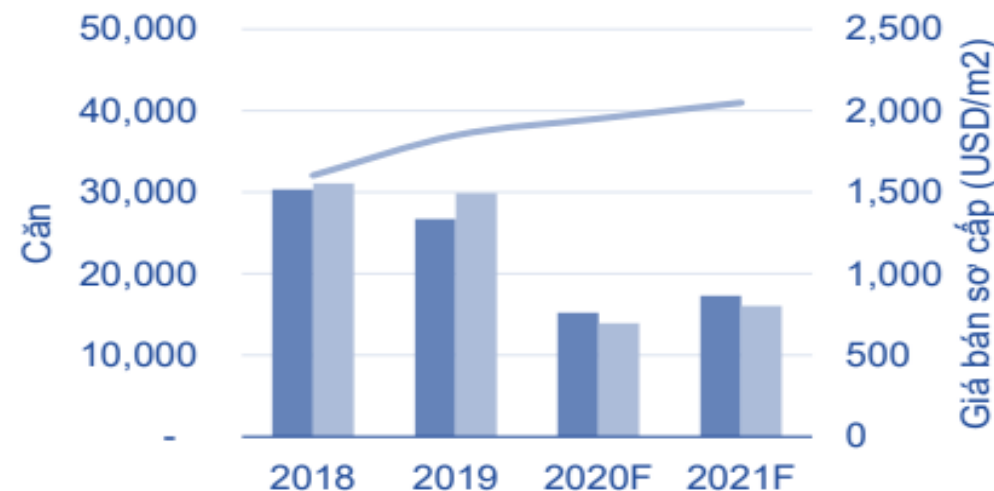
- Cập nhật Q3 2020, nguồn cung chào bán phần lớn đến từ phân khúc cao cấp ở phía Đông thành phố (quận 2, quận 9, Thủ Đức) và căn hộ trung cấp ở Bình Dương. Theo CBRE, giá sơ cấp ở Bình Dương tăng 21% CK. Trong Q3, toàn thị trường có hơn 3,500 căn hộ được hấp thụ, giảm 73% CK và chủ yếu đến từ phân khúc cao cấp. Do nguồn cung hạn chế, giá bán sơ cấp ở các phân khúc tăng nhẹ, dẫn đầu và phân khúc trung cấp (+7% CK) do nhu cầu của người dân với phân khúc này còn lớn.
- Do ảnh hưởng của Covid-19, nguồn cung toàn thị trường tăng trưởng chậm, tập trung chủ yếu ở khu Đông thành phố. Trong 5 năm qua, giá đất tại khu vực này tăng mạnh mẽ, dẫn đầu là Thủ Thiêm (+50%), An Phú (+20%), Thạch Mỹ Lợi (+20%), Thảo Điền (+20%).

Giá bán tại Q3 2020	Siêu sang	Cao cấp	Trung cấp	Thấp cấp
HCM	6.371 USD/m ² ▲ 3% YoY ▲ 0% QoQ	2.518 USD/m ² ▲ 1% YoY ▲ 0% QoQ	1.499 USD/m ² ▲ 7% YoY ▲ 1% QoQ	935 USD/m ² ▲ 4% YoY ▲ 0% QoQ

Giá sơ cấp trung bình, Q3 2020



Thị trường căn hộ bán và dự phóng



■ Nguồn cung chào bán ■ Số căn bán được
— Giá bán sơ cấp trung bình

(*) Giá bán: USD/m² (không bao gồm VAT và tính trên diện tích thông thủy)

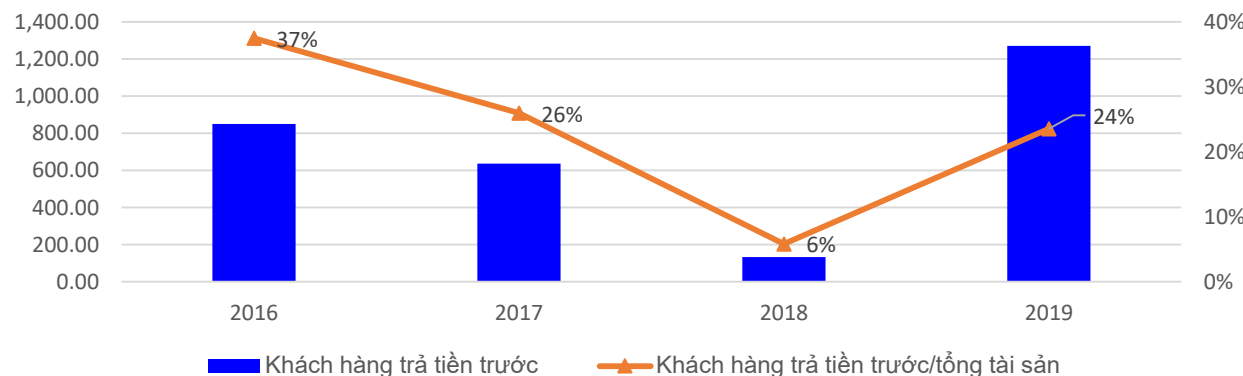
Quy mô tăng dần, sở hữu quỹ đất ven TP.HCM tiềm năng

Mã	Quỹ đất (ha)	Vốn hóa (tỷ VND)	Nợ/Vốn CSH	Biên LN gộp	Biên LN ròng	ROE	ROA	P/E	P/B
VHM	1,490	314,478	1.80	37.4%	34.8%	33.0%	11.4%	10.3	3.2
NVL	750	64,109	3.15	34.4%	82.3%	21.3%	5.5%	11.3	2.0
DXG	333	8,811	1.45	72.1%	-8.1%	4.2%	1.8%	13.8	0.6
NLG	681	8,203	0.90	36%	31%	12%	7%	8.6	1.1
KDH	650	16,429	0.89	45%	28%	15%	8%	11.9	1.8
AGG	60	2,429	0.91	62%	214%	24%	5%	5.0	1.3

Lưu ý: Số liệu lấy tại ngày 30/09/2020, cộng gộp 4 quý gần nhất

So với các doanh nghiệp trên thị trường BĐS căn hộ khu vực miền nam, AGG còn khá mới với quy mô nhỏ. Phân khúc chủ yếu của AGG là chung cư cao tầng với số lượng sản phẩm lớn, dự kiến phát triển 15,200 sản phẩm. Với sự hỗ trợ của cổ đông chiến lược Creed, AGG đã từng bước mở rộng quy mô tài sản và mở rộng danh mục đầu tư của mình. Chúng tôi đánh giá với quy mô vốn hiện tại, AGG có thể độc lập đi thu xếp các khoản vay tài trợ cho các dự án tương lai, đồng thời phát triển các dự án đa dạng phân khúc phù hợp với khẩu vị của từng nhà đầu tư riêng. So với kết quả kinh doanh và chất lượng sản phẩm, P/E và P/B của AGG khá hấp dẫn.

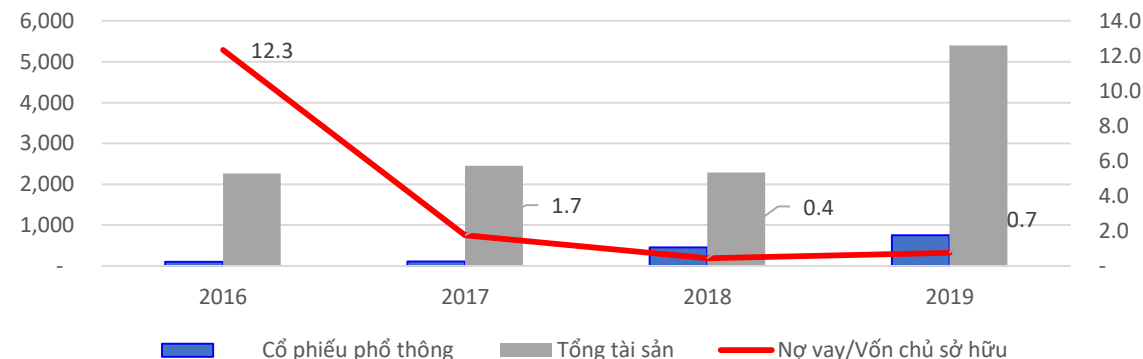
Khách hàng trả tiền trước



Xu hướng của các doanh nghiệp các năm tới:

- VHM: Hà Nội, Tp. HCM – các khu cách trung tâm 10-20km, Quảng Ninh, Hải Phòng, Hưng Yên
- NVL: quận 9, Đồng Nai, condotels và BĐS nghỉ dưỡng
- NLG: Quận 2, quận 9, Đồng Nai, Hải Phòng, Long An
- DXG: Quận 2, Long Thành
- KDH: quận 2, Bình Chánh

Quy mô tài sản



Với tỷ trọng khách hàng trả tiền trước tương đối tốt là 24% (NLG là 12%, KDH là 21%..), AGG đang huy động tốt dòng vốn từ khách hàng (thông qua hình thức đặt cọc, thanh toán nhanh...) để xây dựng các dự án. Nhờ vậy, doanh nghiệp này không cần huy động nhiều dòng vốn vay ngân hàng, qua đó duy trì hệ số đòn bẩy thấp. Với quy mô và năng lực hiện tại, AGG chưa có nhiều áp lực về dòng tiền. Kỳ vọng trong tương lai, dòng tiền và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp sẽ ổn định nhờ danh mục dự án tăng lên nên dòng tiền được dàn trải hơn.

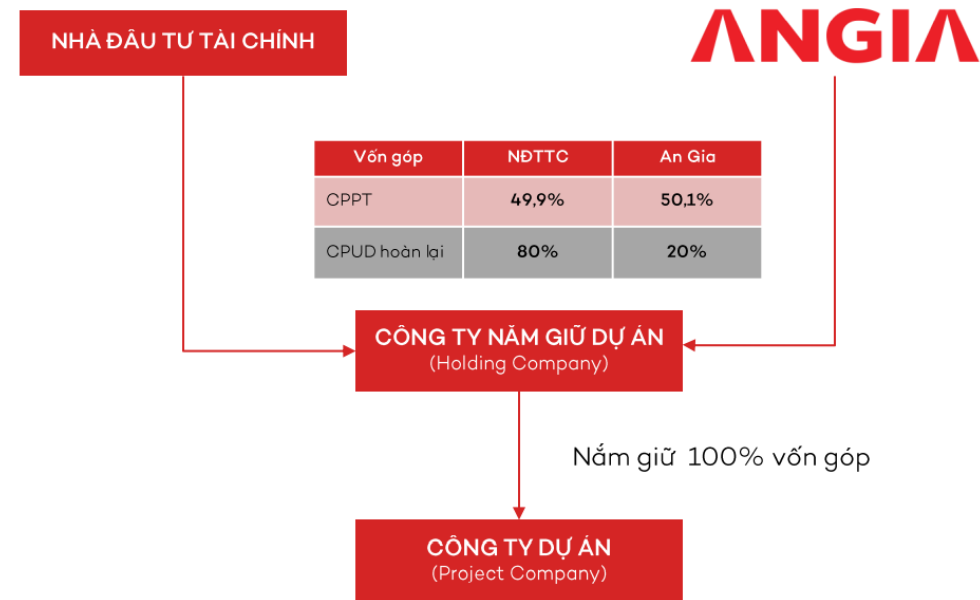
Cấu trúc đầu tư đặc thù, phù hợp quy mô doanh nghiệp nhỏ

Do những quy định của lĩnh vực phát triển bất động sản và pháp lý đất đai, An Gia duy trì mô hình cấu trúc đầu tư đặc thù thông qua hệ thống các công ty mẹ (Holding Company) và công ty dự án (Project Company). Hệ thống này sẽ là những đơn vị đứng tên để nhận chuyển nhượng dự án, nhận chuyển nhượng phần vốn góp (của công ty sở hữu dự án). An Gia và các nhà đầu tư tài chính (Co-developer) tài trợ cho các Công ty mẹ và Công ty dự án thông qua việc góp vốn hoặc cung cấp khoản vay.

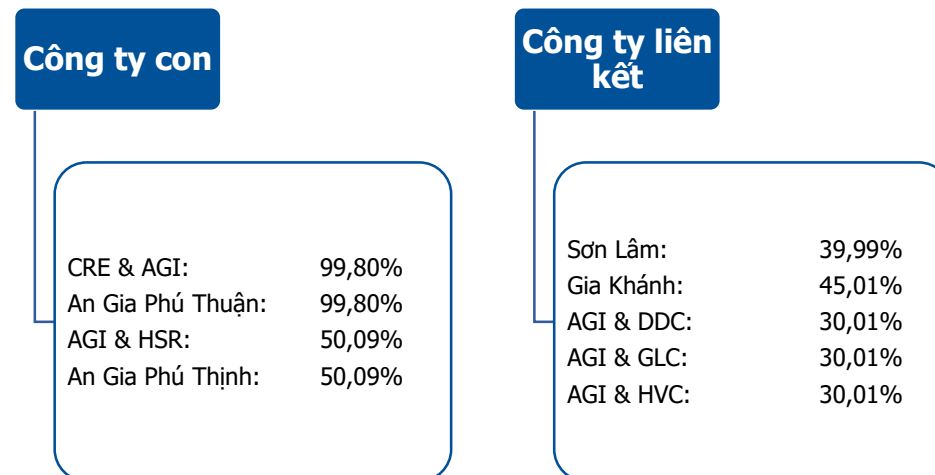
Với cấu trúc nêu trên, tại Công ty mẹ hiện có 2 dạng cổ phần: cổ phần phổ thông và cổ phần ưu đãi hoàn lại. Cụ thể là: tùy theo cấu trúc đầu tư của mỗi dự án, An Gia **luôn** nắm giữ trên 50% số lượng cổ phần phổ thông (là loại cổ phần dùng để xác định quyền kiểm soát và phân chia lợi nhuận) và khoảng 20% cổ phần ưu đãi hoàn lại (hoặc khoản vay chuyển đổi), các Nhà đầu tư tài chính nắm giữ khoảng 49% số lượng cổ phần phổ thông và 80% cổ phần ưu đãi hoàn lại (hoặc khoản vay chuyển đổi). Khi Công ty dự án có dòng tiền dương (thông thường sau 02 đến 03 năm kể từ khi phát triển dự án), Công ty dự án sẽ chia trả cổ tức cho Công ty mẹ. Lúc này Công ty mẹ sẽ mua lại số lượng cổ phần ưu đãi (hoặc hoàn trả khoản vay chuyển đổi) của cổ đông và giảm vốn điều lệ. Như vậy, tại thời điểm này tỷ lệ vốn góp và phân chia lợi nhuận của các bên là: An Gia (khoảng 50,1%) – Nhà đầu tư tài chính (khoảng 49,9%). Đồng thời, Công ty mẹ sẽ trở thành công ty **con** của An Gia. Một yếu tố đặc biệt khác khi áp dụng mô hình đầu tư này là An Gia được nhận thêm khoảng 3% từ doanh thu bán hàng của dự án, do An Gia là đơn vị tổ chức các hoạt động quảng bá và bán hàng cho dự án.

Cấu trúc đầu tư của An Gia có những ưu điểm nổi trội như sau:

- 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 sau khi hoàn tất dự án;
- Các nhà đầu tư tài chính cùng với An Gia (Creed, Hoosiers, Ricons, Riland ...) có thể đồng giám sát công tác thực hiện, triển khai thông qua công ty mẹ; đảm bảo minh bạch tài chính, tách bạch dòng tiền của từng dự án với nhau và với chính An Gia;
- Các rủi ro về tài chính, rủi ro về pháp lý, hệ thống... của từng dự án được tách biệt với An Gia;
- Hiệu quả đầu tư (IRR) của An Gia tại các dự án đạt mức cao. Do An Gia góp vốn thực tế khoảng 20% (capital contribution) nhưng hưởng tỷ lệ phân chia lợi nhuận khoảng 50,1%;
- Phù hợp với nhiều nhóm đầu tư theo khẩu vị đầu tư bất động sản trung cấp – là phân khúc đang được quan tâm nhất trên thị trường.

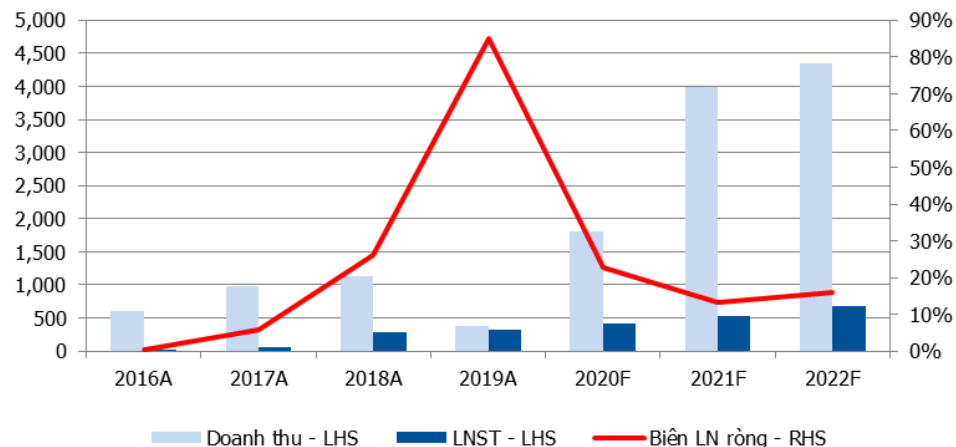


* An Gia thu thêm khoảng 3% trên tổng doanh thu của mỗi dự án

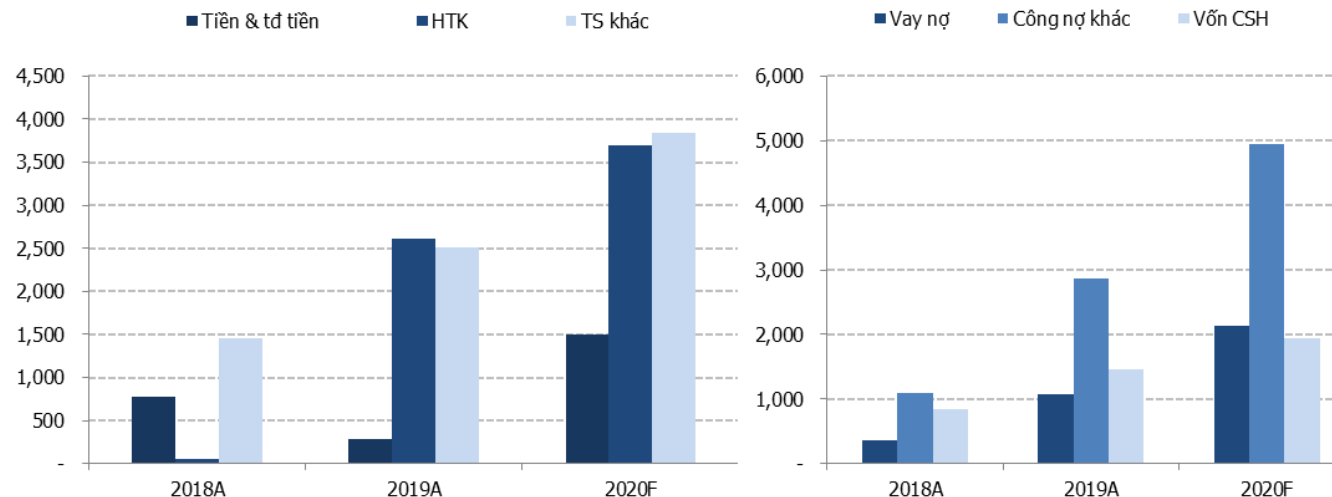


MUA - Giá mục tiêu: 43,300 VND (+51%)

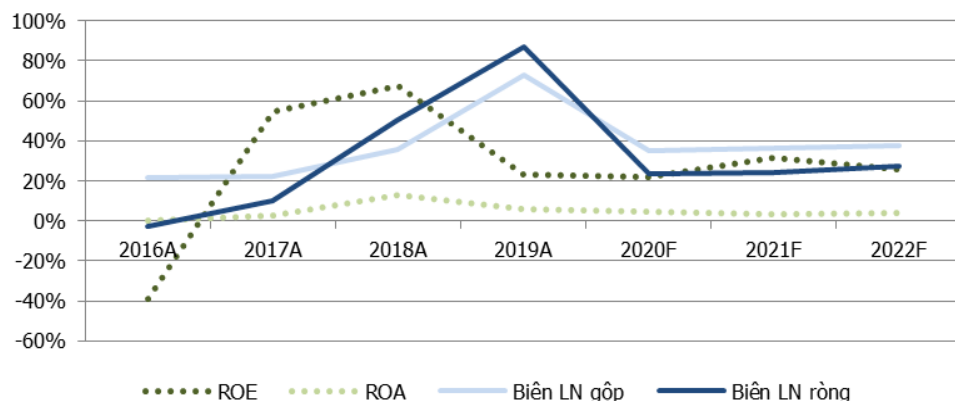
Doanh thu & lợi nhuận



Bảng cân đối kế toán



Các chỉ số lợi nhuận



Các chỉ số tài chính

Dupont	2019A	2020F	2021F	2022F
LNST / Doanh thu	0.87x	0.23x	0.24x	0.27x
Tài sản / Vốn chủ sở hữu	3.71x	4.63x	4.91x	3.78x
Doanh thu / Tài sản	0.07x	0.20x	0.26x	0.25x
ROE	22.9%	21.7%	31.3%	25.9%

Số ngày vòng quay	2019A	2020F	2021F	2022F
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	108 ngày	27 ngày	13 ngày	12 ngày
Thời gian tồn kho bình quân	4688 ngày	3429 ngày	1143 ngày	1143 ngày
Thời gian trả tiền bình quân	1118 ngày	146 ngày	70 ngày	68 ngày
Chu kỳ tiền mặt	3678 ngày	3310 ngày	1086 ngày	1087 ngày

Liên hệ: Equity Research

Trưởng Nhóm- Nghiên cứu cổ phiếu

Trương Thùy Dương

(Duong.TruongThuy@mbs.com.vn -Tel/ 0942434432)

Dầu khí

Chu Thế Huynh

(Huynh.ChuThe@mbs.com.vn – Tel: 0919336595)

Vật liệu xây dựng, Bất động sản

Trương Thùy Dương

(Duong.TruongThuy@mbs.com.vn -Tel/ 0942434432)

Gas, năng lượng và thủy sản

Nguyễn Quốc Trung

(Trung.NguyenQuoc@mbs.com.vn– Tel: 0352253024)

Nhựa, hàng tiêu dùng

Đình Công Luyện

(Luyen.DinhCong@mbs.com.vn– Tel: 0978877784)

Ngân hàng

Kiều Thị Huyền Trang

(Trang.kieuthihuyen@mbs.com.vn – Tel: 0982209621)

Hàng tiêu dùng, bán lẻ, IT

Trần Minh Phương

(Phuong.TranMinh@mbs.com.vn– Tel: 0869083297)

Hàng không, Logistic

Phạm Thu Yên

(Yen.PhamThu@mbs.com.vn – Tel: 0376965910)

Đệt may

Phạm Thị Phương Anh

(Anh1.PhamThiPhuong@mbs.com.vn – Tel: 0886721196)

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Tel: +84 24 3726 2600 - Fax: +84 24 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.