

MUA CTCP ĐT & BĐS An Gia (HSX: AGG)

Ngày báo cáo	7 Tháng 2, 2020
Giá hiện tại	VND 29.500
Giá mục tiêu	VND 37.400
Upside	26,78%
Mã Bloomberg	AGG VN Equity
Vốn hóa thị trường	1.875 tỷ VND 81,5 tr USD
Biến động giá 52 tuần	N/A N/A
Giá trị giao dịch bình quân	VND 102bn USD 4,4mn
Giới hạn NĐTNN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN	28,4%

Cổ đông lớn:

CTCP quản lý và đầu tư Trường Giang	36%
Creed Investment Vn-1 Ltd	12,1%
Quỹ KITMC	6,7%
Cổ đông nước ngoài khác	9,6%

Chỉ tiêu	2017	2018
Doanh thu thuần (tỷ đ)	989	1.125
Lợi nhuận gộp	221	401
Lợi nhuận ròng	59,20	292,05
Biên lợi nhuận gộp (%)	22,37	35,67
Biên lợi nhuận ròng (%)	5,99	25,95
EPS (vnd)	5.622	6.490
BVPS (vnd)	16.429	17.758
ROE (%)	31,37	34,80

Cơ hội đầu tư đến từ bất động sản vùng tỉnh

Cơ hội đầu tư

- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu AGG, với **giá mục tiêu 12 tháng là 37.400 đồng/CP** trên cơ sở (i) AGG sẽ bàn giao 4 dự án tại TP. Hồ Chí Minh trong năm 2020, và (ii) DN sở hữu quỹ đất lớn tại các tỉnh như Bình Dương, Long An... giúp duy trì được tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trung bình 30%/năm.
- AGG tập trung vào phân khúc bất động sản tầm trung. Nhờ các tiện ích gia tăng, thiết kế đẹp, bàn giao nhà và sổ đỏ đúng hạn, AGG có được giá bán tốt hơn 15% - 20% so với đối thủ cùng phân khúc. Qua đó duy trì được biên lợi nhuận ở mức hơn 15%/năm.

Điểm nhấn đầu tư

- Kết quả mở bán thuận lợi các dự án tại TP. Hồ Chí Minh đảm bảo tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cho AGG duy trì trên 30% trong 2 năm tới**, bao gồm Paranoma 1&2, Sky89, và Signal Phase 1 với hơn 90% số căn hộ được mở bán thành công. AGG trong quá khứ đã thành công với các dự án chung cư Lacasa tại quận 7, thành phố Hồ Chí Minh.
- Triển khai các dự án tại thị trường tỉnh đem lại triển vọng tăng trưởng hấp dẫn.** Dự án The Sóng tại Vũng Tàu là dự án kinh doanh bất động sản tại tỉnh đầu tiên của AGG và đã mở bán thành công. Chỉ trong vòng 1 tháng kể từ khi mở bán, số sản phẩm tiêu thụ đã đạt 90%, cho thấy tiềm năng hấp thụ bất động sản tại thị trường tỉnh và khả năng thành công của thương hiệu AGG tại đây. Trong tương lai, AGG sẽ tiếp tục triển khai các dự án mới ở Long An, Phan Thiết, Bình Dương với tổng doanh thu dự kiến hơn 14.000 tỷ, đem lại triển vọng tăng trưởng hấp dẫn cho doanh nghiệp trong vòng 3 năm sau khi ghi nhận hết doanh thu và lợi nhuận các dự án tại quận 7.
- Công ty luôn có các đối tác nước ngoài đồng hành cùng phát triển các dự án**, giúp thủ tục pháp lý, tiến độ thi công và bàn giao nhà được đảm bảo (*nhấn 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%. Biên LN gộp của DN sẽ duy trì trung bình 18%/năm trong tương lai.

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu 12 tháng của cổ phiếu AGG là 37.400 đồng/CP** dựa trên phương pháp RNAV tính giá trị của từng dự án bất động sản. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward 5,52 lần (theo EPS 2020F khoảng 4.523 đồng). Định giá này sẽ chính xác với giả định của chúng tôi về các dự án bất động sản triển khai về tình của An Gia trong 5 năm tiếp theo đều hoàn thiện được thủ tục, mở bán thành công hơn 90% và bàn giao nhà đúng tiến độ cho khách hàng.

KQKD dự phóng						
Tỷ đồng	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F	FY24F
Doanh thu từ bán giao	0	2,560	4,289	6,078	7,719	16,853
Doanh thu từ hoạt động vận hành	135	236	198	295	135	23
Tổng doanh thu	400	2,796	4,487	6,373	7,854	13,109
Lợi nhuận gộp	290	327	799	1,147	1,626	6,147
Doanh thu tài chính	273	334	333	350	521	722
Chi phí tài chính	43	43.6	31.6	19.9	10	10
CPBH & CPQLDN	154	126.6	135.2	144.5	154.7	165.9
Lợi nhuận trước thuế	365	510	965	1,333	1,982	2,926
Lợi nhuận sau thuế	331	481	768	1,031	1,514	2,493
EPS	4,373	4,523	4,766	5,104	5,104	5,513

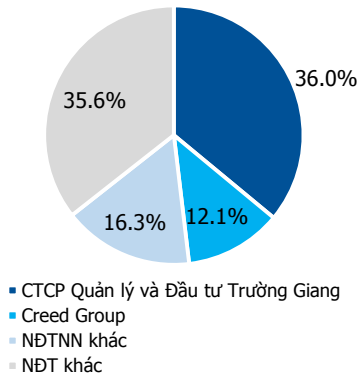
Tổng quan doanh nghiệp

Là DN phát triển BĐS phân khúc tầm trung. Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Bất động sản An Gia (Mã chứng khoán: AGG) được thành lập năm 2008, là doanh nghiệp phát triển phân khúc bất động sản vừa túi tiền và trung cấp tại TP.HCM. Các dự án công ty phát triển chủ yếu nằm ở các quận vùng ven của TP.HCM, đang được hưởng lợi từ xu hướng mở rộng đô thị của thành phố này và tầng lớp trung lưu đang bùng nổ với nhu cầu mua bất động sản trung cấp ngày càng lớn.

Cơ cấu vốn chủ sở hữu đa dạng với nhà đầu tư nước ngoài chiếm 28%. Cổ đông lớn nhất là CTCP Quản lý và Đầu tư Trường Giang – công ty thuộc sở hữu của chủ tịch HĐQT An Gia ông Nguyễn Bá Sáng – chiếm 36% cổ phần.

Năm 2015, An Gia hợp tác với tập đoàn Creed Group – tập đoàn bất động sản của Nhật Bản với danh mục đầu tư trên 5 tỷ USD – để tận dụng nguồn lực từ tập đoàn này nhằm phát triển các dự án trong tương lai. Tính đến thời điểm hiện tại, Creed Group chiếm tới 12% VCSH của AGG.

Cơ cấu cổ đông



Công ty con

CTCP PTN VP Địa chỉ Việt:	99,98%
CRE & AGI:	99,80%
An Gia Phú Thuận:	99,80%
AGI & HSR:	50,05%
An Gia Phú Thịnh:	50,05%

Công ty liên kết

AGI & ACT: Cổ phiếu ưu đãi hoàn lại	
Gia Khánh:	45,01%
Hoàng Ân:	45,01%
AGI & DDC:	30,01%
AGI & GLC:	30,01%
AGI & HVC:	30,01%

(Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, MBS Research)

Mô hình hoạt động của An Gia chủ yếu là đầu tư dự án thông qua công ty con và công ty liên doanh liên kết hợp tác với các đối tác bên ngoài để cùng phát triển dự án. Mô hình này cho phép công ty tận dụng nguồn vốn của các đối tác bên ngoài để thúc đẩy nhiều dự án trong cùng một thời điểm.

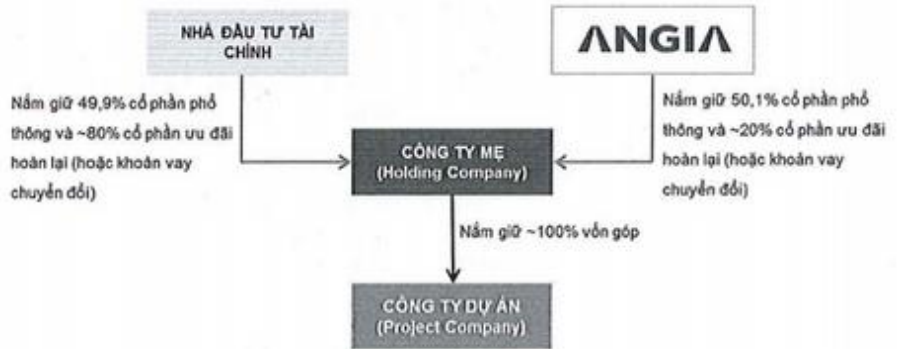
Với sự đồng hành của các đối tác nước ngoài, thủ tục pháp lý, tiến độ thi công và bàn giao nhà được đảm bảo, nhanh hơn 6 tháng đến 1 năm về tốc độ bàn giao so với các đối thủ cùng phân khúc. Tập trung vào phân khúc trung cấp nhưng chất lượng cao cấp giúp AGG luôn có giá bán tốt hơn so với các dự án cùng vị trí và cùng phân khúc khoảng 15 – 20%. Biên gộp của AGG sẽ duy trì trung bình 18%/năm trong tương lai.

Cấu trúc đầu tư của Công ty:

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 mà An Gia nắm giữ từ 30% đến 51% số lượng cổ phần phổ thông và khoảng 20% cổ phần ưu đãi hoàn lại (hoặc khoản vay chuyển đổi), các Nhà đầu tư tài chính nắm giữ từ 49% đến 70% 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 của An Gia. Ví dụ như sau:



Nguồn: An Gia

Công ty	Tổng vốn góp		Cổ phần phổ thông		Cổ phần ưu đãi hoàn lại	
	Giá trị (tỷ đồng)	%	Giá trị (tỷ đồng)	%	Giá trị (tỷ đồng)	%
Nhà đầu tư (Riland và Creed)	280	80%	0.9998	49,99%	279	80,2%
An Gia	70	20%	1,0002	50,01%	69	19,8%
Tổng cộng	350	100%	2	100%	348	100%

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%;

Theo cấu trúc nêu trên, An Gia lập các pháp nhân để nhận chuyển nhượng cổ phần/phần vốn góp (của công ty sở hữu dự án) hoặc nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất. Việc thanh toán cho các Bên Ban được An Gia tài trợ trước cho Công ty mẹ/Công ty dự án thông qua các khoản vay có lãi suất. Song song với đó, An Gia sẽ làm việc với các nhà đầu tư tài chính để thống nhất chi tiết cấu trúc đầu tư, điều khoản hợp đồng cụ thể ... Sau khi hoàn tất các thủ tục phê duyệt nội bộ, các Nhà đầu tư tài chính sẽ thực hiện góp vốn và hoàn trả các khoản vay An Gia đã ứng trước nói trên. Cụ thể như:

- Dự án VT88 (The Sóng): An Gia – Newtecons – Creed. 100% các khoản vay đã được hoàn trả;
- Dự án BC 3.1 (Dự án West Gate): An Gia – Riland – Creed. 100% các khoản vay đã được hoàn trả (ngày 01/10/2019);
- Dự án New Tech: đã nộp hồ sơ chấp thuận chủ trương đầu tư và công nhận chủ đầu tư cho Sở xây dựng TPHCM và Sở đang tiến hành thẩm định hồ sơ theo quy trình;
- Dự án D7: An Gia – ACTIS – Covestcon. Đang hoàn thiện pháp lý dự án để Thịnh Phát nhận chuyển nhượng dự án này từ Đông Á Land;
- Dự án BC27: An Gia – Creed. Đang hoàn thiện pháp lý dự án, nhóm các công ty mẹ và công ty dự án đã hoàn trả hơn 80% các khoản vay hiện số dư tiền vay còn khoảng 53 tỷ.

Điểm nhấn đầu tư

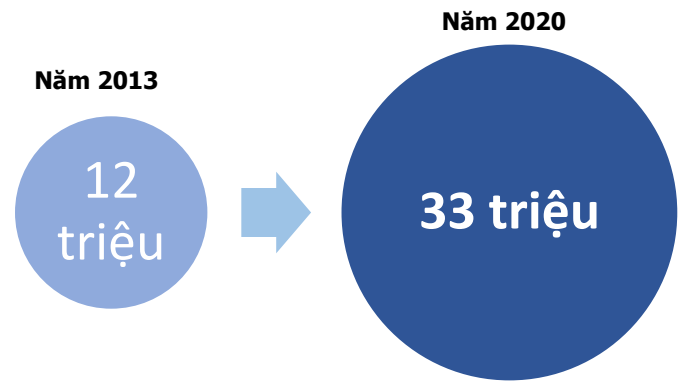
Sự bùng nổ của tầng lớp trung lưu...

Nền kinh tế Việt Nam đang trải qua thời kỳ tăng trưởng tốt nhất từ trước cho tới nay với một vài số liệu thống kê tổng quát như sau:

- Tốc độ tăng trưởng GDP năm 2019 đạt 7,02%, với sự tăng trưởng chủ yếu tới từ khối công nghiệp và dịch vụ;
- Kim ngạch xuất khẩu đạt 263 tỷ USD, tăng 8,1% so với năm 2018, xuất siêu đạt kỷ lục với 9,9 tỷ USD.
- Dự trữ ngoại hối đạt mức 79 tỷ USD, lạm phát duy trì dưới 4%.

Việt Nam là một trong những quốc gia có tốc độ tăng trưởng tầng lớp trung lưu nhanh nhất thế giới. Dự kiến tới năm 2020 sẽ có 33 triệu dân gia nhập tầng lớp trung lưu. Tầng lớp này với các nhu cầu mới bao gồm mua nhà, ô tô, sử dụng dịch vụ hiện đại, ứng dụng công nghệ... sẽ là trụ cột tăng trưởng kinh tế chính của Việt Nam trong dài hạn.

	2016	2017	2018	2019F
GDP danh nghĩa (tỷ USD)	201	220	241	266
Tăng trưởng GDP (%)	6,2%	6,8%	7,1%	7,0%
Tiêu dùng tư nhân (% YoY)	7,3%	7,4%	5,9%	5,5%
Xuất khẩu (tỷ USD)	177	214	244	263
Nhập khẩu (tỷ USD)	174	211	237	253
Thặng dư thương mại	2,5	2,7	7,2	9,9
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	41	51	63	79
Lạm phát (%)	4,7%	3,5%	3,5%	2,8%

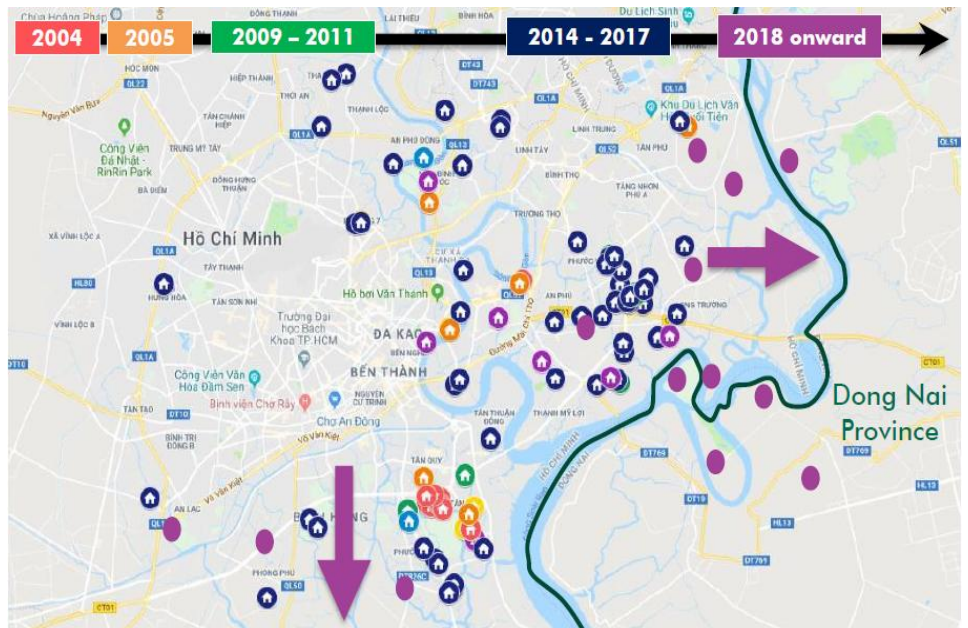
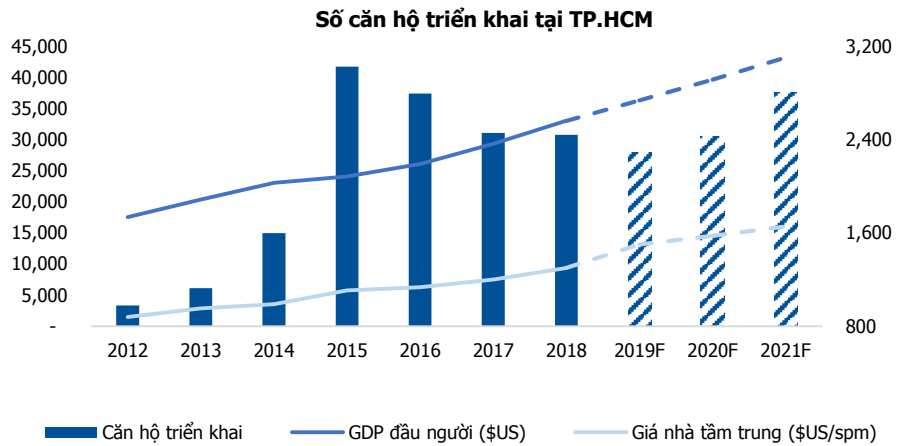


(Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, MBS Research)

... tạo tiền đề duy trì tăng trưởng ngành bất động sản Việt Nam và xu hướng “bất động sản vùng ven lân lượt Sài Gòn”...

Ngành bất động sản tại Việt Nam nói chung và tại TP.HCM nói riêng đã chứng kiến một chu kỳ tăng trưởng mới kể từ năm 2012. Nguyên nhân nằm ở sự bùng nổ của tầng lớp trung lưu tại Việt Nam trong thời gian qua với thu nhập bình quân ngày càng được cải thiện. Cùng lúc đó giá nhà bình quân tăng chậm hơn so với tốc độ tăng thu nhập, khiến cho người dân có cơ sở tài chính ngày càng tốt hơn để mua nhà. Trên thực tế, có khoảng trên 80% số căn hộ cung ứng ra thị trường là các căn hộ phân khúc từ nhà giá rẻ tới nhà ở cấp trung, đáp ứng nhu cầu của tầng lớp trung lưu đang lên tại TP.HCM.

Trong năm 2019, không khó để nhận ra rằng thị trường bất động sản Sài Gòn chứng kiến sụt giảm nguồn cung so với năm 2018 do quá trình phê duyệt dự án và tín dụng tăng trưởng chậm lại. Trong khi đó, nhờ sự phát triển mạnh mẽ của cơ sở hạ tầng (các tuyến metro) và tốc độ đô thị hóa, các địa phương lân cận như Đồng Nai, Bình Dương, Long An hay Bình Phước đang trở thành những thị trường quyết định nguồn cung lớn năm 2019 cho vùng TP HCM nhờ có quỹ đất rộng và giá cả thấp. Xu hướng này sẽ còn tiếp diễn trong những năm tiếp theo.



(Nguồn: MBS Research)

...Định hướng đẩy mạnh đầu tư BĐS ra các tỉnh vùng ven của AGG phù hợp với xu hướng “bất động sản vùng ven”... Tuy là một công ty còn non trẻ so với các doanh nghiệp bất động sản khác nhưng An Gia đang thể hiện là một chủ đầu tư năng động và phát triển nhanh. Kể từ khi thành lập, công ty đã và đang phát triển khoảng 11 dự án, hơn 13.000 căn hộ được chào bán với tỷ lệ hấp thụ bình quân 80% sau 3 tháng mở bán. An Gia vốn có thể mạnh phát triển các dự án tại TP.HCM. Các dự án tại TP. Hồ Chí Minh gần đây như Paranoma 1&2, Sky89, Signal Phase 1 đều có kết quả mở bán thuận lợi, với hơn 90% số căn hộ được mở bán thành công, qua đó đảm bảo tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận duy trì trên 30% trong vòng 2 năm tới.

Ngoài ra, doanh nghiệp cũng đang mở rộng lĩnh vực phát triển bất động sản ra các tỉnh vùng ven như Vũng Tàu, Phan Thiết, Long An,... với dự án BĐS tỉnh đầu tiên là The Sóng – Vũng Tàu. Dự án đã bán hết 90% sản lượng chỉ trong vòng 30 ngày kể từ khi mở bán, trở thành nguồn doanh thu trọng yếu trong 2 năm 2021 và 2022, bước đầu cho thấy tiềm năng hấp thụ bất động sản tại thị trường tỉnh và khả năng thành công của thương hiệu AGG ở thị trường bất động sản vùng tỉnh. *Trong tương lai, AGG sẽ tiếp tục triển khai các dự án mới ở Long An, Phan Thiết, Bình Dương, nhằm đa dạng hóa danh mục dự án của mình cũng như tránh khỏi dư địa ngày càng nhỏ tại TP.HCM, đem lại triển vọng tăng trưởng hấp dẫn cho doanh nghiệp trong vòng 5 năm tới.*

Chúng tôi cho rằng năm 2021 sẽ là năm chuyển mình của AGG khi tỷ trọng ghi nhận doanh thu từ dự án bất động sản tỉnh chiếm hơn 60% và duy trì tỉ trọng đáng kể trong những năm tiếp theo.

	Dự án tiêu biểu của An Gia	Địa điểm	Thời gian thực hiện	Tỷ lệ góp vốn của An Gia	Quy mô dự án	Diện tích sàn (m2)
Dự án đã thực hiện	The Garden	TP.HCM	2014 – 2016	99,80%	390 căn hộ	37.959
	The Star	TP.HCM	2015 – 2017	99,80%	480 căn hộ	35.335
	Riverside	TP.HCM	2015 – 2017	99,80%	246 căn hộ	26.020
	The Skyline	TP.HCM	2015 – 2017	99,80%	471 căn hộ	49.446
	River City	TP.HCM	2016 – 2019	99,80%	4,800 căn hộ	552.528
Dự án thực hiện trong tương lai	River Parnoma	TP.HCM	2017 – 2019	50,05%	503 căn hộ	44.830
	River Parnoma 2	TP.HCM	2017 – 2019	50,05%	503 căn hộ	44.830
	Sky89	TP.HCM	2018 – 2020	50,05%	430 căn hộ	43.823
	Signal	TP.HCM	2019 – 2021	50,05%	1,100 căn hộ	66.903
	The Sóng	Vũng Tàu	2019 – 2022	45,01%	1,526 căn hộ	124.525

(Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, MBS Research)

Công ty còn quỹ đất lên đến 13.000 tỷ doanh thu cho các dự án tại tỉnh Long An, Bình Dương, Đồng Nai... và 2 dự án có tổng quy mô 10.000 tỷ doanh thu tại Bình Chánh – TP. Hồ Chí Minh.

Bảng 1: Cơ cấu doanh thu, biên lợi nhuận sau thuế

VND bn	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F	FY24F
Doanh thu	25,419	31,516	23,357	18,682	16,921
River Panorama 1	1,278				
River Panorama 2	1,282				
Sky 89		1,326			
Signal			1,551		
The Sóng (Vũng Tàu)		2,175	2,175		
BC 3.1 - Phase 1				4,401	
BC 3.1 - Phase 2					523
BC 3.1 - Phase 3					245
BD 6.9		788	1,182		
PT 5.8			938	402	
PT 5.1			232	929	
PT				1,987	497
BC27					4,895
LA 26.4					4,038
ĐN 13.9					2,888
D7					3,767
Biên lợi nhuận sau thuế					
River Panorama 1	13.38%				
River Panorama 2	13.42%				
Sky 89		16.67%			
The Sóng (Vũng Tàu)		21.52%	21.52%		
BC 3.1 - Căn hộ				18.92%	
BC 3.1 - Phase 2					31.14%
BC 3.1 - Phase 3					31.01%
BD 6.9		20.71%	20.71%		
PT 5.8			26.73%	26.73%	
PT 5.1			29.44%	29.44%	
PT				21.62%	21.62%
BC27					27.43%
LA 26.4					13.40%
ĐN 13.9					20.78%
D7					18.74%

Bảng 2: Thông tin các dự án				
VND bn	Quy mô Doanh thu	Biên lợi nhuận sau thuế	Thời gian dự kiến mở bán	Thời gian dự kiến bàn giao
Các dự án nội thành TP. HCM				
River Panorama 1	1.278	13,4%	Xong	2020
River Panorama 2	1.282	13,4%	Xong	2020
Sky 89	1.326	16,7%	Xong	2021
BC27	4.903	27,3%	2022	2024
BC 3.1 - Phase 1	4.401	18,9%	2020	2023
BC 3.1 - Phase 2	523	31,1%	2021	2024
BC 3.1 - Phase 3	245	31,1%	2021	2024
Các dự án vùng tỉnh				
The Sóng (Vũng Tàu)	4.362	21,5%	Xong	2021 & 2022
BD 6.9	1.970	20,7%	2020	2021 & 2022
PT 5.8	1.340	26,7%	2020	2022 & 2023
PT 5.1	1.161	29,4%	2020	2022 & 2023
PT	2.484	21,6%	2020	2023 & 2024
LA 26.4	4.038	13,4%	2021	2024
ĐN 13.9	2.888	20,8%	2022	2024

(Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, MBS Research)

Mô hình dự phóng và định giá

Dự phóng KQKD

Chúng tôi đưa ra dự phóng KQKD như sau:

- Năm 2020 và 2021 doanh thu và lợi nhuận của An Gia sẽ đến từ bàn giao các dự án tại quận 7, TP Hồ Chí Minh. Từ 2022 trở đi do việc cấp phép xây dựng chung cư mới tại nội thành TP. Hồ Chí Minh không được thuận lợi nên doanh nghiệp sẽ tập trung kinh doanh bất động sản tại các tỉnh có tiềm năng thị trường lớn như Bình Dương, Phan Thiết, Long An ...

Bảng 3: KQKD dự phóng						
Tỷ đồng	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F	FY24F
Doanh thu từ bàn giao	0	2,560	4,289	6,078	7,719	16,853
River Panorama 1	6/2020	1,278				
River Panorama 2	6/2020	1,282				
Sky 89	6/2021		1,326			
Signal	3/2022			1,551		
The Sóng (Vũng Tàu)	2021 - 2022		2,175	2,175		
BC 3.1 - Phase 1	9/2021				4,401	
BC 3.1 - Phase 2	12/2021					523
BC 3.1 - Phase 3						245
BD 6.9			788	1,182		
PT 5.8				938	402	
PT 5.1				232	929	
PT					1,987	497
BC27						4,895
LA 26.4						4,038
ĐN 13.9						2,888
D7						3,767
Doanh thu từ hoạt động vận hành	135	236	198	295	135	23
Doanh thu 2% tư vấn từ dự án hiện có		35	68	135	157	132
Doanh thu 1% MKT từ dự án hiện có					79	66
Tổng doanh thu	400	2,796	4,487	6,373	7,854	13,109
Lợi nhuận gộp	290	327	799	1,147	1,626	6,147
Doanh thu tài chính	273	334	333	350	521	722

Chi phí tài chính	43	43.6	31.6	19.9	10	10
CPBH & CPQLDN	154	126.6	135.2	144.5	154.7	165.9
Lợi nhuận trước thuế	365	510	965	1,333	1,982	2,926
Lợi nhuận sau thuế	331	481	768	1,031	1,514	2,493
EPS	4,373	4,523	4,766	5,104	5,104	5,513

(Nguồn: MBS Research)

- Hoạt động bán hàng của AGG rất tốt khi thường xuyên chỉ trong vòng 1 năm kể từ khi mở bán thì số lượng bán đạt trên 80%.

Đặc biệt tốc độ bán hàng của những dự án gần đây như Signal – phase 1 và The Sóng đều đánh dấu sự thành công về nhận diện thương hiệu của AGG khi bán hết ngay trong vòng 1 tháng đầu mở bán. Dự án The Sóng cũng cho thấy tiềm năng kinh doanh bất động sản tại các khu vực tỉnh là rất lớn và thể hiện hướng đi đúng đắn của doanh nghiệp trong giai đoạn 3 năm tiếp theo khi sẽ khai thác các dự án mới tại Bình Dương, Long An, Phan Thiết

Bảng 4: Tốc độ bán hàng của AGG

Dự án	An Gia Riverside		An Gia Skyline		An Gia Panorama 1& 2		An Gia Sky89		Signal - Phase 1 (977 căn)		The Song	
	21/6/2015	%DA	30/10/2015	%DA	29/7/2017	%DA	4/8/2018	%DA	5/5/2019	%DA	5/8/2019	%DA
Mở bán												
30 ngày đầu tiên kể từ khi mở bán	133	54%	280	58.8%	658	68%	329	77%	906	93%	1.602	96%
3 tháng đầu tiên kể từ khi mở bán	170	69%	330	69.3%	762	79%	350	81%	0	0%	0	0%
9 tháng đầu tiên kể từ khi mở bán	191	77%	410	86.1%	927	96%	419	97%	0	0%	0	0%
12 tháng đầu tiên kể từ khi mở bán	197	80%	413	86.8%	967	100%	0	0%	0	0%	0	0%

(Nguồn: MBS Research)

- Giá bán chung cư của AGG thường cao hơn so 10 – 15% so với các chủ đầu tư cùng phân khúc như Phú Hưng, nhờ (i) thiết kế đẹp và chủ thầu xây dựng là Coteccon, (ii) giấy tờ pháp lý đầy đủ, tiến độ bàn giao nhanh hơn 6 tháng – 1 năm so với đối thủ, và (iii) Nhiều tiện ích gia tăng, quy hoạch có lợi cho dân cư dẫn tới giá trị gia tăng cao hơn ...

Bảng 5: Tình hình bán hàng và giá bán					
Dự án	Đã bán	Chưa bán	Tổng	Giá bán	Dự kiến mở bán
River Panorama 1	496	7	503	2.4	Đã xong
River Panorama 2	479	24	503	2.4	Đã xong
Sky 89	419	11	430	3.0	Đã xong
Signal	906	71	1,150	1.5	Đã xong
The Sóng (Vũng Tàu)	1,602	64	1,673	2.6	Đã xong
BC 3.1 - Phase 1	0	1,955	1,955	2.3	2020
BC 3.1 - Phase 2	0	56	56	9.3	2021
BC 3.1 - Phase 3	0	42	42	5.8	2021
BD 6.9	0	374	374	5.3	2020
PT 5.8	0	168	168	8.0	2020
PT 5.1	0	168	168	6.9	2020
PT	0	265	265	9.4	2020
BC27	0	927	927	6.6	2022
LA 26.4	0	1,320	1,320	3.1	2021
ĐN 13.9	0	763	763	3.8	2024
ĐN 13.9	0	3,002	3,002	1.3	2022

(Nguồn: MBS Research)

Định giá

Chúng tôi xác định giá mục tiêu 12 tháng của cổ phiếu AGG là **37.400 đồng/cp** dựa trên phương pháp RNAV tính giá trị của từng dự án bất động sản. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward 5,52 lần (theo EPS 2020F khoảng 4.523 đồng). Định giá này sẽ chính xác với giả định của chúng tôi về các dự án bất động sản triển khai về tình của An Gia trong 5 năm tiếp theo đều hoàn thiện được thủ tục, mở bán thành công hơn 90% và bàn giao nhà đúng tiến độ cho khách hàng.

Bảng 6: Định giá RNAV						
Tỷ đồng	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F	Terminal
Dòng tiền từ dự án		430	620	919	1,225	1,571
	WACC%	12.5%				12.5%
Dòng tiền tự do đã chiết khấu		384	494	654	779	891
	3,201					
Tiền mặt	119					
Chứng khoán kinh doanh	151					
Nợ vay	591					
Giá trị doanh nghiệp	2,880					
Giá trị cổ phiếu (VND)	37,400					

(Nguồn: MBS Research)

MBS Research

STOCK RATING: The recommendation is based on the difference between the 12-month target price and the current price:

Rating	When (target price – current price)/ current price
BUY	>=15%
HOLD	From -15% to +15%
SELL	<= -15%

MB SECURITIES (MBS)

Established since May 2000, MBS was one of the first 5 securities firms operating in Vietnam. After years of continuous development, MBS has become one of the leading securities company in Vietnam, providing a full range of services including: brokerage, research and investment advisory, investment banking and capital markets underwriting. MBS's network of branches and transaction offices has been expanded and operated effectively in many major cities such as Hanoi, Ho Chi Minh City, Hai Phong and other strategic areas. MBS's clients include individual investors and institutions, financial institutions and enterprises, As a member of the MB Group, including MB Land, AMC, MB Capital, VIET R.E.M Joint Stock Company, and MB Finance. MBS is able to leverage substantial human, financial and technological resources to provide its clients with tailored products and services that few securities firms in Vietnam can match.

MBS is proud to be recognized as:

- A leading brokerage firm – ranked No.1 in terms of brokerage market share since 2009.
- A renowned research firm with a team of experienced analysts that provides market-leading research products and commentaries on equity markets and the economy.
- A trusted provider of investment banking services for corporate clients.

MBS HEAD OFFICE

MB Building, 3 Lieu Giai, Ba Dinh, Ha Noi
 Tel: +84 4 3726 2600 – Fax: +84 4 3726 2600
 Website: www.mbs.com.vn

DISCLAIMER: Copyrights. MBS 2014, ALL RIGHTS RESERVED. Authors have based this document on information from sources they believe to be reliable but which they have not independently verified. The views expressed in this report are those of the authors and not necessarily related, by any sense, to those of MBS. Neither any information nor comments were written for advertising purposes or recommendation to buy / sell any securities. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted, on any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying recording, or otherwise, without the prior written permission of MBS.