

Ngày 15/11/2023

BÁO CÁO DOANH NGHIỆP



CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN BĐS AN GIA – HOSE: AGG

Ngành Bất động sản

XẾP HẠNG 12 THÁNG

MUA

Giá mục tiêu 12 tháng	33,200đ
Lợi nhuận kỳ vọng	27%
Giá đóng cửa 15/11/2023	26,050đ

THÔNG TIN GIAO DỊCH

KLGD TB 52 tuần	317,154
Khối lượng lưu hành	125,118,368
Biên độ 52 tuần	24,900 đ – 35,200 đ
Vốn hóa doanh nghiệp	3,146 tỷ VNĐ
Beta	0.36

Lũy kế 9T23 vượt kế hoạch năm, hướng đến 2024

Kết quả kinh doanh tích cực trong bối cảnh thị trường đầy thách thức khi tăng trưởng vượt kế hoạch chỉ trong 9T23, với doanh thu thuần bán hàng và cung cấp dịch vụ chỉ trong Q3 đạt 1.849 tỷ đồng, chủ yếu đến từ việc bàn giao 640 căn hộ thuộc dự án Westgate. LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 54 tỷ đồng, tăng 27,7% so với cùng kỳ.

Cơ cấu tài sản thu hẹp đáng kể. Vào cuối Q3/2023, AGG có tổng tài sản 8.457 tỷ đồng (31/12/2022: 11.099 tỷ đồng, -24%) tương ứng với mức giảm 2.642 tỷ đồng trên tổng tài sản, chủ yếu nhờ giảm 1.558 tỷ đồng lượng hàng tồn kho so với thời điểm 31/12/2022, chủ yếu tại dự án Westgate (Bình Chánh) và dự án The Standard (Bình Dương).

Lợi nhuận 2023 sẽ có sự tăng trưởng mạnh mẽ trên nền thấp của 2022. Với doanh thu chưa ghi nhận các dự án đang triển khai ở mức cao, chúng tôi cho rằng việc ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng với AGG trong 2023 là khả dĩ. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của 2023 phụ thuộc nhiều vào tiến độ hai dự án trọng điểm Westgate (Bình Chánh) và The Standard (Bình Dương). Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2023 là 3.892 tỷ (so với kế hoạch 2023 là 3.000 tỷ) và lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ là 154 tỷ (so với kế hoạch 2023 là 100 tỷ).

Tổng nợ vay tài chính cuối Q3/2023 của AGG là 1,406 tỷ VNĐ, tỷ lệ đòn bẩy tổng nợ vay/VCSH là 0.46 cải thiện hơn so với đầu năm với tỷ lệ 0.56. Trong 9T/2023 tình hình kinh doanh của AGG khá là ổn định hơn so với các công ty bất động sản khác do đó áp lực trả nợ của AGG 12 tháng tới khá là thấp. Trong 2024, AGG có lô trái phiếu 312 tỷ đồng đáo hạn. AGG dự kiến tiếp tục mở bán dự Westgate (Tháp Mekong và Tháp Thames) và dự án The Standard và sẽ dùng tiền thu được để trả nợ lô trái phiếu 312 tỷ đồng này

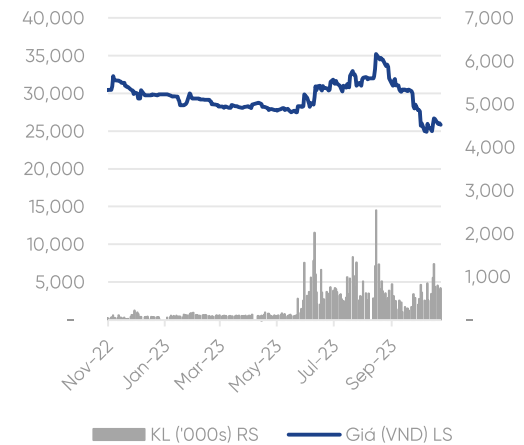
Định giá

Sử dụng phương pháp RNAV, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của AGG là 33,200 đồng/ cổ phiếu, theo đó **chúng tôi khuyến nghị MUA đối với AGG** dựa trên những điểm nhấn về: (i) Lợi nhuận có sự tăng trưởng khả quan trong 2023, (ii) Việc mở bán lần lượt các dự án trọng điểm sắp tới cùng tiềm lực M&A các dự án gối đầu kỳ vọng mang đến sự tăng trưởng bền vững trong dài hạn.

Rủi ro

Bên cạnh rủi ro chung về tình hình khó khăn hiện tại của ngành bất động sản dân cư, dự phóng của chúng tôi phụ thuộc rất lớn vào những giả định về tiến độ triển khai và ghi nhận doanh thu/ lợi nhuận các dự án trọng điểm (tham khảo thêm trang 5-6 của báo cáo này).

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU AGG



Đơn vị: tỷ đồng	2022A	2023F	2024F
Doanh thu	6,189	3,892	2,968
EBIT	276	293	224
LNST CĐT M	19	154	106
EPS (VNĐ)	159	1,106	757
Tăng trưởng EPS (%)	-96%	596%	-32%
P/E (x)	167.9	24.1	35.3
P/B (x)	1.4	1.3	1.2
ROE (%)	1%	5%	3%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	56%	44%	42%

Chuyên viên phân tích

Trần Thái Bình

binhtt@vpbanks.com.vn

Huỳnh Minh Trung

trunghm@vpbanks.com.vn

Báo cáo này được thực hiện bởi VPBankS Research, và được sử dụng như một nguồn tham khảo. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư tìm đọc các phương pháp xếp hạng, cam kết của chuyên viên phân tích, tuyên bố miễn trừ trách nhiệm, và các công bố quan trọng khác bởi VPBankS, được trình bày trong phụ lục tại cuối báo cáo.

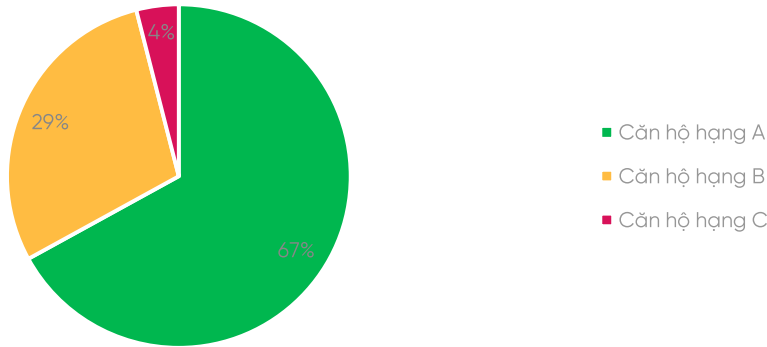
PHÂN TÍCH THỊ TRƯỜNG

Cập nhật thông tin thị trường quý 3/2023

Trong quý 03/2023, Phân khúc Căn hộ tại Thành phố Hồ Chí Minh và khu vực lân cận ghi nhận tín hiệu khởi sắc so với Q2/2023 với 4.542 căn hộ mới, đạt tỉ lệ tiêu thụ nguồn cung mới đạt 72% với lượng tiêu thụ tăng 13% so với cùng kỳ (DKRA 2023).

Trong Q3/2023, phân khúc hạng A chiếm 2/3 nguồn cung mới mở bán, phân khúc căn hộ hạng B và hạng C lần lượt chiếm khoảng 29% và 4% tổng nguồn cung căn hộ mới.

TỶ LỆ NGUỒN CUNG MỚI THEO PHÂN KHÚC



Tình hình đầu tư công khu vực miền Nam

Trong Q3/2023, các dự án hạ tầng giao thông kết nối TP. HCM với các tỉnh phụ cận tiếp tục được khởi động, kỳ vọng sẽ là cơ sở cho sự phục hồi của thị trường bất động sản, đặc biệt là tại khu vực TP. HCM và các địa phương lân cận.

VỊ TRÍ	ĐỊA PHƯƠNG	TIN DỰ ÁN
1	TP. HCM	Khởi công gói thầu nhà ga T3 sân bay Tân Sơn Nhất
2	TP. HCM	Cầu Long Kiểng chính thức thông xe sau 22 năm
3	TP. HCM	Thông xe một phần đường song hành cao tốc TP. HCM - Long Thành - Dầu Giây
4	TP. HCM	Thông xe cầu Vàm Sát 2 vốn đầu tư gần 350 tỷ
5	Đồng Nai	Khởi công 2 tuyến đường kết nối sân bay Long Thành trị giá khoảng 2.630 tỷ
6	Đồng Nai	8.000 tỷ mở đường ĐT. 770B đi qua nhiều huyện kết nối sân bay Long Thành
7	Bình Dương	Đầu tư 7.000 tỷ làm 16 km phố đi bộ ven sông Sài Gòn
8	Long An	Đẩy nhanh tiến độ thi công ĐT. 823D, vốn đầu tư hơn 1.100 tỷ

Dự báo thị trường quý 4/2023

Thị trường bất động sản dân dụng dự kiến sẽ dần cải thiện trong những tháng cuối năm trong bối cảnh Chính phủ đang có những chính sách, quyết sách và hướng dẫn quyết liệt nhằm tháo gỡ vướng mắc cho các dự án. Cụ thể, ngày 13/10/2023, văn phòng Thủ tướng đã ban hành Công điện số 965/CP-TT hướng dẫn giải quyết vướng mắc trong thực hiện quản lý, sử dụng đất, giao đất, định giá đất. Một số điểm chính của Công điện như sau:

Thủ tướng giao Bộ trưởng Bộ Tài nguyên và Môi trường:

- Trình Chính phủ xem xét, ban hành Nghị định sửa đổi, bổ sung Nghị định số 44/2014/NĐ-CP về giá đất để đơn giản hóa quy trình định giá đất trước ngày 25/10/2023.
- Nghiên cứu điều chỉnh quy hoạch sử dụng đất.
- Đơn giản hóa việc cấp quyền sử dụng đất và giấy chứng nhận quyền sở hữu.

Thủ tướng giao Chủ tịch Ủy ban nhân dân các tỉnh, thành phố:

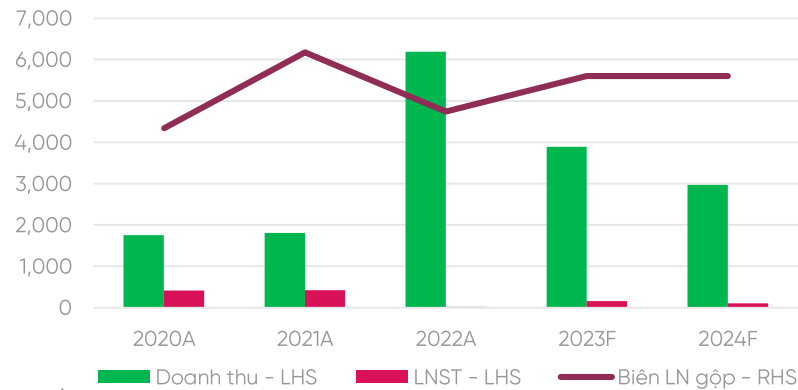
- Tập trung chỉ đạo công tác định giá đất, quyết định giá đất kịp thời theo chỉ đạo của Chính phủ.
- Đơn giản hóa thủ tục hành chính việc cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, quyền sở hữu nhà ở và tài sản gắn liền với đất.

Nguồn: Báo cáo thị trường BĐS quý 3/ 2023 DKRA, VPBankS Research tổng hợp

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

BIỂU 1. DOANH THU & LỢI NHUẬN DỰ PHÓNG

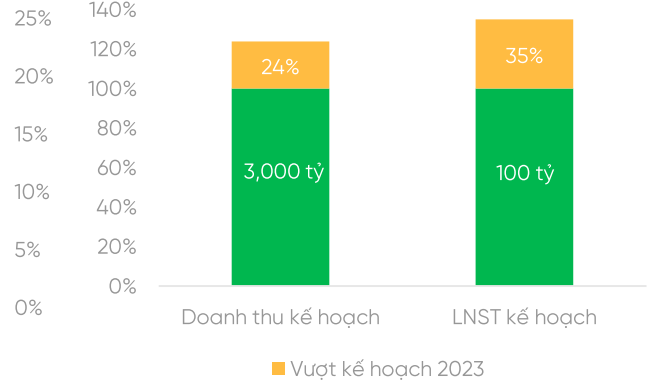
Đơn vị: Tỷ VNĐ



Nguồn: BCTC AGG, VPBankS Research phân tích

BIỂU 2. KẾ HOẠCH NĂM & THỰC HIỆN 9T23

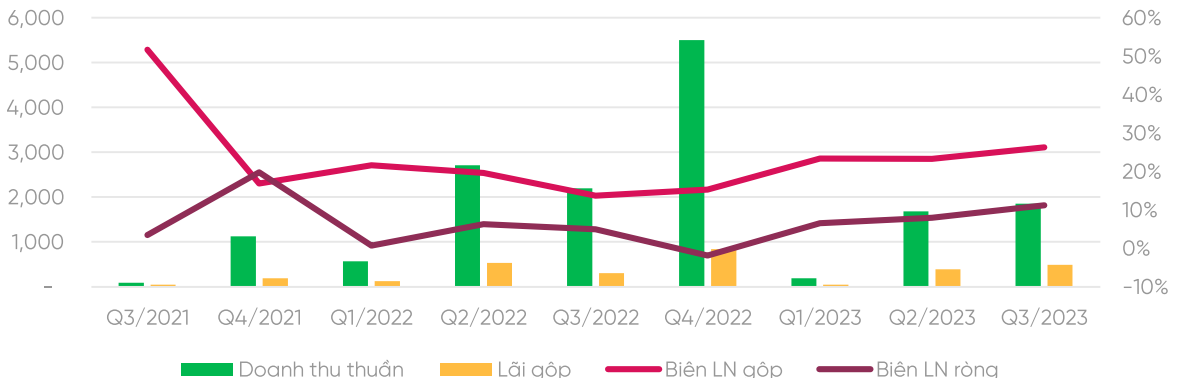
Đơn vị: Tỷ VNĐ



- Trong Q3/2023, AGG ghi nhận doanh thu thuần bán hàng và cung cấp dịch vụ đạt 1,849 tỷ VNĐ**, chủ yếu đến từ bàn giao 640 căn hộ của hai tòa tháp Seine và Danube thuộc dự án Westgate, và một số ít các căn hộ tại các dự án đã bàn giao như River Panorama, Sky89, The Sóng và The Standard. LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số đạt 54 tỷ đồng, tăng 27.7% so với Q3/2022. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng tốc độ bàn giao tại dự án Westgate vẫn duy trì tốt trong các quý sau, cụ thể tại 2 tòa tháp Mekong và Thames – cùng với bàn giao tại dự án The Standard sẽ giúp AGG đạt và vượt được mục tiêu LN ròng của công ty mẹ cả năm 2023. Tính đến cuối Q3/2023, giỏ hàng của dự án Westgate còn 79 căn trên tổng số 2,056 căn, tương đương tỷ lệ hấp thụ 95%.
- Biên lợi nhuận gộp trong Q3/2023 là 26%, tăng 300 bps so với 6 tháng đầu năm 2023.** Trừ giai đoạn khó khăn 6 tháng cuối năm 2022, biên lợi nhuận gộp của AGG giữ khá ổn định ở mức trên 20%. Chúng tôi kỳ vọng mức biên lợi nhuận gộp này sẽ duy trì trong các quý tới cũng như giai đoạn 2023-2024. Chúng tôi lưu ý biên lợi nhuận gộp ghi nhận thấp so với thông thường do cấu trúc thương vụ. Công ty thường ghi nhận các khoản lãi từ cổ tức cổ phần ưu đãi, lãi cho công ty dự án vay. Biên lợi nhuận trước thuế của AGG vẫn ở mức phù hợp so với công ty khác trong ngành.
- Tỷ lệ hấp thụ dự án tích cực nhờ sản phẩm phù hợp khẩu vị thị trường.** Trong Q4/2023, AGG sẽ tiếp tục tiến hành bàn giao 2 tòa tháp Mekong và Thames tại khu phức hợp Westgate. Tính riêng đợt mở bán trong 2022, Westgate đã ghi nhận tỷ lệ hấp thụ hơn 90%, vượt trội so với các đối thủ cùng phân khúc. Hiện tại, giỏ hàng của dự án Westgate còn 79 căn trên tổng số 2.056 căn, tương ứng với tỷ lệ hấp thụ 96% tính đến 30/09/2023. Đây là một kết quả ấn tượng đối với hoạt động bán hàng của AGG trong bối cảnh lãi suất tăng ảnh hưởng đến nhu cầu đầu tư BĐS. Tính trên tổng thể toàn dự án Westgate, AGG dự kiến thu dòng tiền về 5.930 tỷ đồng, đồng thời hạch toán toàn bộ doanh thu của công ty con sở hữu dự án Westgate trong giai đoạn 2023 – 2024.
- Kế hoạch mở bán sắp tới.** Thời gian tới, AGG sẽ tập trung bán hàng cho các dự án đang triển khai đồng thời tiếp tục hoàn thiện các thủ tục pháp lý dự án, đảm bảo tiến độ cung cấp cho thị trường thêm hơn 10.000 căn hộ trung cấp giai đoạn 2023 – 2026. Cụ thể, dự án trọng điểm năm 2023 là Westgate sẽ tiếp tục bàn giao 2 tòa tháp Danube và Seine trong nửa cuối năm 2023. Dự án trọng điểm sau Westgate là The Gió Riverside, TP. Dĩ An, Bình Dương cũng đã hoàn thành các thủ tục pháp lý về đất đai và dự án. Bên cạnh đó, AGG cũng đang trong quá trình due diligence 02 dự án với tổng số sản phẩm khoảng 4,000 căn, tuy nhiên do thương vụ vẫn đang tiến hành cả về mặt thẩm định và nguồn vốn (AGG chuẩn bị nhiều kịch bản huy động cho các thương vụ này), **chúng tôi chưa có cơ sở để đưa các dự án này vào dự phóng KQKD.** Ngoài ra, các quỹ đất chiến lược khác ở Bình Chánh là BC3.2 và BC27 đang trong quá trình chờ phê duyệt nhiệm vụ Quy hoạch 1/2000 của UBND TP. HCM.

BIỂU 3. KẾT QUẢ KINH DOANH THEO QUÝ

Đơn vị: Tỷ VNĐ

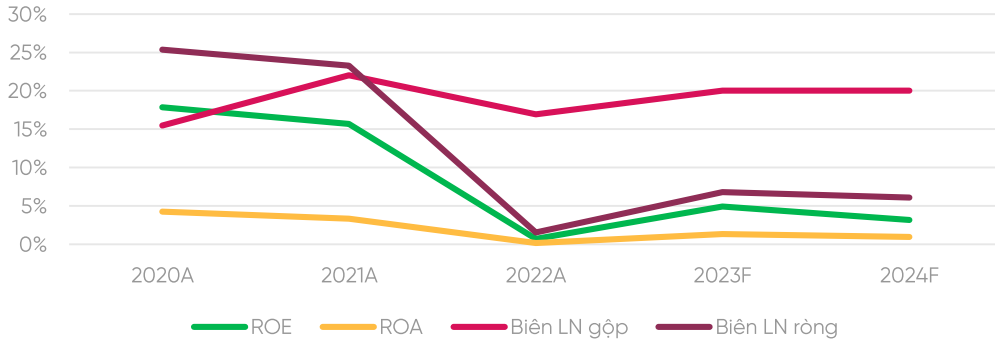


Nguồn: BCTC AGG, VPBankS Research phân tích

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

BIỂU 4. CÁC CHỈ SỐ LỢI NHUẬN

Đơn vị: Tỷ VND

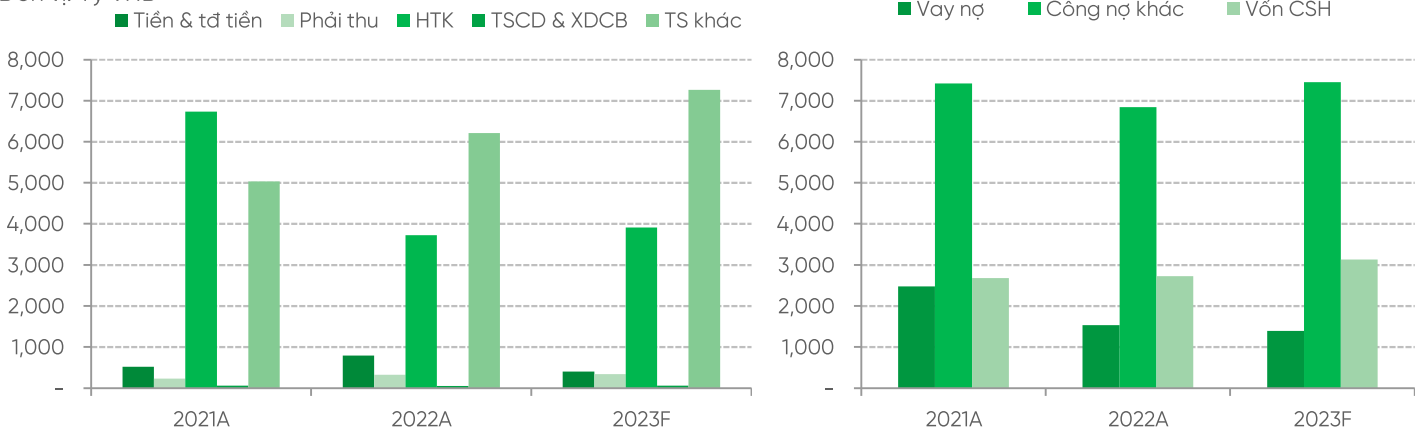


Nguồn: BCTC AGG, VPBankS Research phân tích

- Tổng tài sản tại 30/09/2023 thu hẹp đáng kể so với thời điểm cuối Q4/2022**, đạt 9,609 tỷ VND (-22.7%), tương ứng với mức giảm 2.614 tỷ đồng trên tổng tài sản, chủ yếu nhờ giảm các khoản phải thu dài hạn liên quan đến nghiệp vụ cho vay, góp vốn vào hợp đồng hợp tác kinh doanh, và lượng hàng tồn kho. Tài sản ngắn hạn chiếm hơn 89% tổng tài sản, tài sản dài hạn chiếm gần 11%. Tài sản tập trung chủ yếu ở hàng tồn kho (bất động sản dở dang), các khoản phải thu ngắn hạn.
- Hàng tồn kho ròng giảm 1,558 tỷ VND (-40.9%) còn 2,165 tỷ VND.** Lượng lớn hàng tồn kho này chủ yếu bao gồm bất động sản dở dang của các dự án Westgate, The Standard, Signal, The Sóng, ... cũng như hàng hóa bất động sản và các chi phí dịch vụ dở dang / hàng hóa khác. Tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản chiếm 25% tổng tài sản vào cuối Q3/2023, sau khi An Gia giải phóng được 10% lượng hàng tồn kho so với thời điểm 31/12/2022, chủ yếu tại các dự án Westgate và The Standard.
- Các khoản phải thu ngắn hạn đạt 4,953 tỷ VND, tăng 1,312 tỷ VND (+36%),** chủ yếu đến từ các khoản phải thu của khách hàng (tăng 125 tỷ VND, +38%), phải thu về cho vay ngắn hạn (tăng 775 tỷ VND, +39%) và phải thu khác (tăng 405 tỷ, +30%). **Các khoản phải thu dài hạn đạt 577 tỷ VND, giảm 1,511 tỷ VND (-72%),** chủ yếu nhờ giảm phải thu về cho vay dài hạn (giảm 1,054 tỷ, -91%) và phải thu dài hạn khác (giảm 456 tỷ, -49%). Chúng tôi cho rằng việc tăng các khoản phải thu về cho vay ngắn hạn và giảm các khoản phải thu về cho vay dài hạn chủ yếu là do bút toán phân loại lại khoản phải thu các bên liên quan từ dài hạn về ngắn hạn do thời hạn trả gốc dưới 12 tháng.
- Các khoản phải thu về cho vay nhóm các công ty liên quan.** Các khoản phải thu về cho vay tăng từ 2,520 tỷ đồng xuống 2,862 tỷ đồng vào cuối Q3/2023. Nguyên nhân chính là do khoản cho vay Công ty Gia Linh để tìm kiếm và phát triển dự án BĐS đã được hoàn trả lại cho AGG. Phần lớn các khoản phải thu về cho vay ngắn hạn này (1,516 tỷ đồng ~ 53% tổng các khoản phải thu về cho vay) là do AGG cho Nhà An Gia (CTCP Phát triển Nhà An Gia) vay để bổ sung vốn lưu động, còn lại là cho các công ty con vay để phát triển các dự án trọng điểm BC27 (1,196 tỷ đồng ~43%) và The Gió (114 tỷ đồng ~4%).
- Tình hình tài chính có cải thiện so với đầu năm.** Tính đến 30/09/2023, số dư tiền và tương đương tiền của AGG là 175 tỷ, chiếm 3% tổng tài sản so với mức 6.5% vào đầu năm. Về nợ vay, giá trị nợ vay là 1,406 tỷ, giảm 127 tỷ so với đầu năm. Tỷ lệ nợ vay/ TTS là 0.16 và tỷ lệ nợ vay/ VCSH ở mức 0.46, ở mức khỏe mạnh so với các doanh nghiệp cùng ngành. **Xét cấu trúc các khoản nợ,** các khoản vay ngân hàng, trái phiếu và khác chiếm lần lượt 34%/ 22%/44%. Các khoản trái phiếu dài hạn đến hạn trả là 312 tỷ, không lớn so với quy mô tổng tài sản. Các khoản phải thu từ dự án The Standard, Westgate và tiền mặt hiện hữu đủ để đảm bảo thanh toán cho trái phiếu đáo hạn, do đó chúng tôi cho rằng AGG đảm bảo khả năng thanh toán cho các khoản trái phiếu đáo hạn trong 2023.

BIỂU 5. BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Đơn vị: Tỷ VND

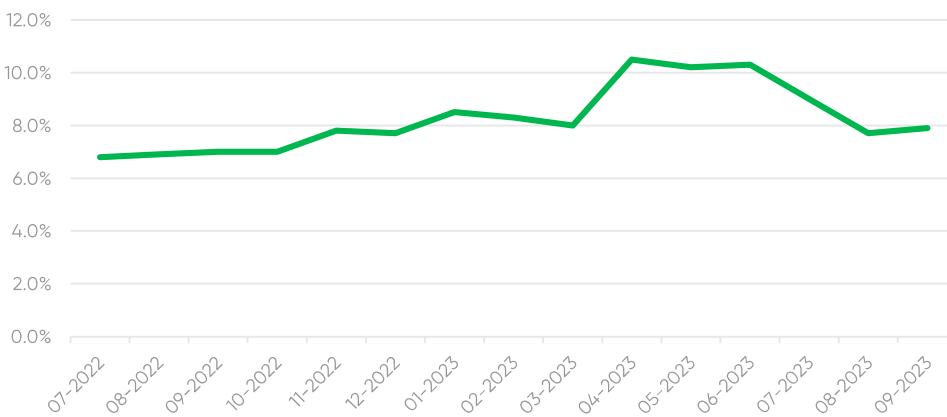


Nguồn: BCTC AGG, VPBankS Research phân tích

TRIỂN VỌNG KINH DOANH: KỶ VỌNG DÀI HẠN, ÁP LỰC TRUNG HẠN

- **Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ có sự tăng trưởng mạnh mẽ** trên nền thấp của 2022. Với doanh thu chưa ghi nhận các dự án đang triển khai ở mức cao, chúng tôi cho rằng việc ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng với AGG trong 2023 là khả dĩ. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của giai đoạn này phụ thuộc nhiều vào tiến độ hai dự án trọng điểm Westgate (Bình Chánh) và The Standard (Bình Dương). **Tuy nhiên trong 2024, chúng tôi đang nhận thấy áp lực tăng trưởng doanh thu – lợi nhuận** khi các sản phẩm của 02 dự án trọng điểm trên đã được ghi nhận phần lớn trong 2023, theo đó AGG sẽ phải rất tích cực tìm kiếm các dự án gối đầu có thể triển khai nhanh trước khi dự án BC3.2 kỳ vọng mở bán trong 2025.
- **Trong 2024-2025, dự án The Gió (Bình Dương) sẽ là dự án quan trọng dự kiến đem về cho AGG hơn 8,000 tỷ đồng. Về dài hạn hơn (từ 2025 trở đi), triển vọng tăng trưởng của AGG sẽ phụ thuộc lớn vào hai dự án trọng điểm BC3.2 và BC27.** Cả hai dự án đều đang trong quá trình xin chấp thuận chủ trương đầu tư, kỳ vọng trong quý 4/2023 và kỳ vọng có giấy phép xây dựng trong quý 4/2025 – quý 1/2026.
- **Chúng tôi nhận thấy những thách thức trong 2022 tác động không tích cực đến triển vọng ngành BĐS trong năm 2023 đã có sự phân hóa về mức độ:** (i) Chính sách: Kiểm soát các khoản vay ngân hàng vào lĩnh vực BĐS và giám sát chặt chẽ hơn việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp hạn chế khả năng huy động vốn của công ty BĐS trong 2022 đã ghi nhận sự thay đổi rõ ràng khi một loạt các chính sách đã được đưa ra nhằm hỗ trợ sự phát triển lành mạnh của ngành BĐS; (ii) Lãi suất: Lãi suất tăng trong 2022 cản trở quyết định mua nhà đang có xu hướng điều chỉnh sau hàng loạt động thái cắt giảm lãi suất điều hành của NHNN; tuy nhiên yếu tố (iii) Tâm lý: Những bất ổn trong 2022 vẫn còn gây tâm lý thận trọng cho cả chủ đầu tư và người mua nhà. **Hơn nữa, chúng tôi nhận thấy những diễn biến tỷ giá gần đây đã làm dấy lên mối lo ngại** của các nhà đầu tư chứng khoán và tâm lý người mua nhà rằng NHNN có thể tăng lãi suất điều hành để kiểm soát tỷ giá, tương tự như giai đoạn tháng 9 – 10/2022. Mặc dù chúng tôi tin rằng ưu tiên chính sách trước mắt của NHNN là ổn định tiền tệ, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhưng sự cải thiện chậm hơn về tâm lý của người mua nhà có thể là thách thức đối với triển vọng ngành trong thời gian tới.
- **Do đó, thị trường BĐS có thể sẽ tiếp tục trải qua các tháng cuối 2023 – đầu 2024 với nhiều thách thức cho đến khi (1) sự cải thiện về niềm tin của người mua nhà và hoạt động môi giới BĐS cũng như (2) các thủ tục pháp lý thuận lợi hơn khi chúng tôi kỳ vọng chính quyền địa phương sẽ đẩy nhanh quá trình phê duyệt cho các dự án mới và dự án tồn đọng khi bộ luật có hiệu lực vào năm 2024.** Theo đó, đối với AGG chúng tôi cho rằng việc mở bán các dự án mới sẽ có sự phục hồi rõ rệt hơn trong 2024 nhờ các chính sách hỗ trợ mới. Dù sao, các sản phẩm của AGG sẽ vẫn được thị trường quan tâm và hỗ trợ bởi phân khúc sản phẩm vừa túi tiền (affordable mid-end) đáp ứng được nhu cầu thực của tầng lớp trung lưu đang ngày càng gia tăng ở Việt Nam khi dòng vốn đầu cơ vẫn còn tâm lý e ngại như phân tích ở trên.

BIỂU 6. LÃI SUẤT VAY THẾ CHẤP BĐS ƯU ĐÃI (*), 07/2022 – 09/2023



(*): trung bình 26 NHTM, gồm: ABBank, ACB, Eximbank, HDBank, Hong Leong Bank, HSBC, MBBank, Maritime Bank, OCB, PVCombank, Sacombank, SeaBank, SHB, Shinhan Bank, Standard Chartered, Techcombank, TPBank, UOB, VIB, Viet Capital Bank, VPBank, Woori Bank, Agribank, BIDV, Vietcombank, Vietinbank

BIỂU 7. TIẾN ĐỘ DỰ ÁN KỶ VỌNG

Dự án	Diện tích (m ²)	Địa điểm	Sở hữu	2023	2024	2025	2026	Từ 2027
The Sóng, River Panorama & Sky 89			50%	■	■			
Westgate	31,005.0	Bình Chánh	50%	■	■			
The Standard	69,352.0	Bình Dương	100%	■	■			
The Gió	28,000.0	Bình Dương	100%			■	■	■
BC3.2, BC27 và Khác	151,988.0						■	■
Tổng	280,345							

CÁC DỰ ÁN ĐANG VÀ SẮP TRIỂN KHAI

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu chưa thực hiện cao tại Westgate và The Standard sẽ là động lực chính cho lợi nhuận 2023–2024, bên cạnh các căn hộ tại các dự án đã bàn giao như River Panorama, Sky89, và The Sóng. Xa hơn, AGG sẽ mở bán dự án trọng điểm The Gió Riverside, TP. Dĩ An, Bình Dương với quy mô 3.000 sản phẩm cao tầng, dự kiến mở bán trong 2024.

Westgate: Khu căn hộ trung tâm hành chính Tây Sài Gòn

Mô tả: Dự án căn hộ trung tâm hành chính Tây Sài Gòn.

Địa điểm: 349 đường Tân Túc, Bình Chánh, TP.HCM.

Tổng diện tích dự án: 31.005 m².

Tổng diện tích sàn kinh doanh (NSA): 132.380 m².

Tổng giá trị phát triển (GDV): 5.935 tỷ VND.

Sản phẩm: 2.056 căn hộ/ shophouse

Hiện trạng: Đang bàn giao 2 tòa tháp Danube và Seine. Đang mở bán những căn còn lại của dự án.



The Standard: Cuộc sống thượng lưu

Mô tả: Dự án nhà ở liên kế khép kín.

Địa điểm: Tân Uyên, Bình Dương.

Tổng diện tích dự án: 69.352 m².

Tổng diện tích sàn kinh doanh (NSA): 34.434 m².

Tổng giá trị phát triển (GDV): 2.044 tỷ VND.

Sản phẩm: 374 nhà phố/ villa

Hiện trạng: Bàn giao từ Q1/2022.



The Gió: Khu phức hợp ven sông Đông Sài Gòn

Mô tả: Dự án căn hộ liên kế trục đường Xa lộ Hà Nội và tuyến Metro số 1

Địa điểm: Dĩ An, Bình Dương.

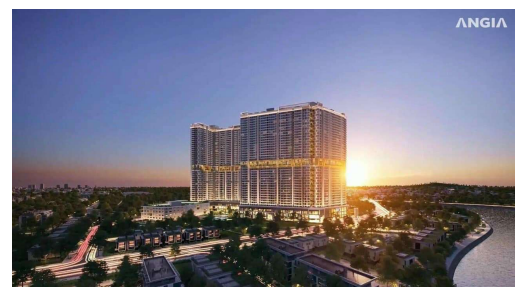
Tổng diện tích dự án: 28.000 m².

Tổng diện tích sàn kinh doanh (NSA): 202.000 m².

Tổng giá trị phát triển (GDV): 8.217 tỷ VND.

Sản phẩm: 3.000 căn hộ/ shophouse

Hiện trạng: Đã phê duyệt quy hoạch 1/500 và đóng tiền sử dụng đất. Được cấp giấy phép xây dựng.



BC3.2: Hướng lợi từ sự đón nhận Westgate

Mô tả: Dự án căn hộ trung tâm hành chính Tây Sài Gòn.

Địa điểm: Bình Chánh, TP.HCM.

Tổng diện tích dự án: 32.000 m².

Tổng diện tích sàn kinh doanh (NSA): 97.689 m².

Tổng giá trị phát triển (GDV): 3.800 tỷ VND.

Sản phẩm: 1.750 căn hộ/ shophouse

Hiện trạng: Đang trong quá trình xin chấp thuận chủ trương đầu tư.



BC27: Dự án quy mô lớn ngay trong lòng TP.HCM

Mô tả: Dự án phức hợp căn hộ & nhà ở liên kế.

Địa điểm: Bình Chánh, TP.HCM.

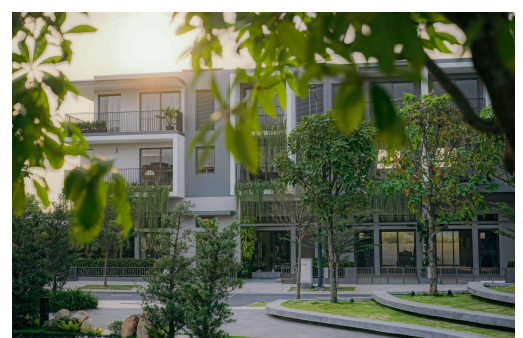
Tổng diện tích dự án: 270.000 m².

Tổng diện tích sàn kinh doanh (NSA): 277.093 m².

Tổng giá trị phát triển (GDV): 12.200 tỷ VND.

Sản phẩm: 3.000 căn hộ & 1.000 nhà ở liên kế

Hiện trạng: Đang trong quá trình xin chấp thuận chủ trương đầu tư.

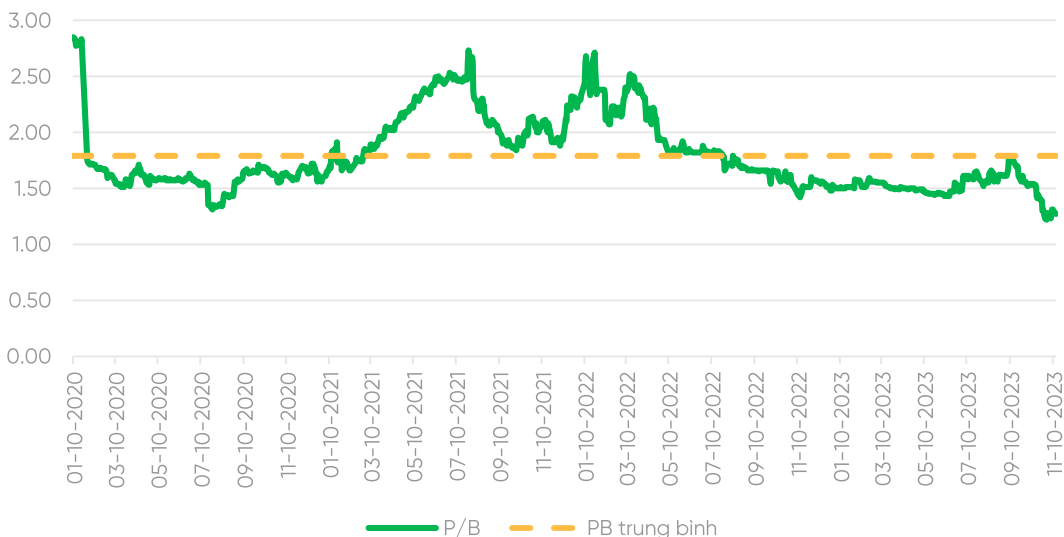


KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

Luận điểm đầu tư

- **Thị trường bất động sản bị ảnh hưởng bởi việc chính phủ thanh tra đấu thầu đất đai, các vi phạm về phát hành trái phiếu doanh nghiệp, lãi suất vay thế chấp neo ở mức cao và tín dụng thắt chặt đối với cả chủ đầu tư và người mua nhà trong 2022.** Những yếu tố này dẫn đến sự chậm trễ trong việc giới thiệu và bàn giao dự án, cản trở việc mở rộng quỹ đất và doanh số bán lẻ chậm lại.
- **Tuy nhiên, chính phủ đã đưa ra những biện pháp hỗ trợ để phục hồi một trong những ngành quan trọng nhất của nền kinh tế** thông qua việc giảm lãi suất chính sách, phê duyệt gói hỗ trợ dự án nhà ở xã hội và nhà ở công nhân 120.000 tỷ đồng, ban hành Thông tư 02/2023 về Cơ cấu lại thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ và Thông tư 03 về hoạt động kinh doanh trái phiếu doanh nghiệp của các tổ chức tín dụng cũng như ban hành Nghị định 10/2023/NĐ-CP về bổ sung sửa đổi một số điều trong các nghị định hướng dẫn thi hành Luật đất đai như cấp chứng nhận quyền sử dụng đất và nhà ở gắn liền với đất tại các dự án bất động sản không phải nhà ở và đẩy nhanh quá trình tính tiền sử dụng đất, thời gian giao đất, v.v. **Do đó, chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS sẽ bớt khó khăn hơn trong các quý tới và các chủ đầu tư sẽ tự tin hơn khi mở bán các dự án** do bối cảnh kinh tế năm 2023 khác với giai đoạn khó khăn của thị trường bất động sản trong chu kỳ trước (giai đoạn 2010-2012) khi mà sự quan tâm của nhà đầu tư suy giảm trầm trọng. Chúng tôi cho rằng đợt suy thoái khắc nghiệt của một thập kỷ trước rất khác so với chu kỳ suy giảm hiện tại, khi nhu cầu thực vẫn mạnh mẽ do sự phát triển của tầng lớp trung lưu và sự đẩy mạnh đô thị hóa.
- **Hiện tại, các nhà phát triển bất động sản rõ ràng phải tiếp tục đối mặt với những thách thức trong việc đảm bảo nguồn vốn và quá trình xin phê duyệt các thủ tục hành chính cho dự án.** Dù vậy, chúng tôi quan sát thấy các dấu hiệu tích cực bao gồm (i) việc quay trở lại tiếp tục thực hiện các dự án bị đình trệ của một số nhà phát triển đang gặp khó khăn về tài chính, và (ii) chi phí tín dụng dân thấp hơn 10% sẽ có thể thúc đẩy hoạt động kinh doanh. Như vậy, chu kỳ suy giảm hiện tại có thể không kéo dài lâu như chu kỳ năm 2010- 2012. Điều này không có nghĩa là thị trường có khả năng sẽ phục hồi trong ngắn hạn, nhưng chúng tôi cho rằng thị trường sẽ có những tín hiệu tích cực hơn rõ rệt từ quý 2 – quý 3/ 2024.
- **Chúng tôi cho rằng AGG sẽ đứng vững trong giai đoạn thử thách hiện tại và triển vọng dài hạn vẫn khả quan** nhờ danh mục dự án gối đầu dồi dào, sức khỏe tài chính lành mạnh (tỷ lệ nợ vay ngắn dài hạn /vốn chủ sở hữu giảm từ 107% xuống 56% trong giai đoạn 2020-2022, sau đó giảm tiếp còn 47% trong Q3/2023), khả năng huy động vốn tốt và chiến lược hướng đến phân khúc tầm trung phục vụ nhu cầu thực. **Sử dụng phương pháp RNAV, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý cho AGG với các giả định thận trọng là 33,200 đ/cp.** Chúng tôi đã thận trọng đưa ra chiết khấu cao hơn cho dự án trọng điểm tiếp theo The Gió (Bình Dương) phản ánh điều kiện thị trường kém thuận lợi hơn có thể gây ra sự chậm trễ trong triển khai và doanh số bán trước thấp hơn dự kiến đồng thời giả định WACC cao hơn đối với ngành BĐS nhà ở và AGG để phản ánh rủi ro vẫn còn khó lường trong giai đoạn hiện nay (xem trang sau).
- **Mặc dù chúng tôi không lạc quan về triển vọng ngành BĐS trong năm 2023, nhưng chúng tôi cho rằng AGG vẫn hấp dẫn để đầu tư dài hạn** bởi phân khúc hỗ trợ nhu cầu ở thực, danh mục dự án gối đầu dồi dào và mức định giá hấp dẫn. Giá cổ phiếu hiện tại khá tiềm năng với P/B 2024F là 1.2x, đáng cân nhắc nếu so với P/B trung bình 1.79 từ lúc niêm yết.
- **Đối với kế hoạch mở bán hai dự án trọng điểm BC3.2 và BC27:** Dự án BC3.2 (đối diện dự án Westgate) và BC27 dự kiến sẽ triển khai từ 2025 và được kỳ vọng là động lực cho doanh thu – lợi nhuận của AGG từ 2027. Hiện tại, hai dự án này vẫn đang trong quá trình xin chấp thuận chủ trương đầu tư. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, AGG đang kỳ vọng nhận được giấy phép xây dựng cho dự án BC3.2 vào quý 4/2025 và BC27 vào quý 1/2026. **Vi đây là tiến độ pháp lý dự kiến, chúng tôi chưa đưa các dự án này vào dự báo và định giá của chúng tôi.**

BIỂU 8. DIỄN BIẾN PB TỪ LÚC NIÊM YẾT



Nguồn: Fiiipro, VPBankS Research phân tích

KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

Rủi ro

- **Với việc thị trường vốn bị siết chặt hơn, rủi ro liên quan khả năng huy động vốn để tài trợ các dự án đang dần hiện hữu.** Tuy nhiên, cũng chính vì thế dòng vốn sẽ mang tính chọn lọc cao hơn, ưu tiên những công ty minh bạch, chuyên nghiệp và/ hoặc đã có mối quan hệ đối tác chặt chẽ với các nhà phát triển/ nhà đầu tư nước ngoài như AGG.
- **Rủi ro pháp lý:** Vấn đề pháp lý vẫn là rủi ro hàng đầu đối với các công ty phát triển BĐS. Bất kỳ trở ngại pháp lý nào cũng có thể kéo dài đáng kể thời gian phê duyệt và thời gian chuẩn bị cần thiết cho việc khởi động dự án, điều này có thể kéo theo vấn đề về dòng tiền đối với các DN BĐS. Dù vậy, với việc dự án trọng điểm The Gió (đã nhận Giấy phép xây dựng, có thể mở bán trong Q1-Q2/2024), chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ đóng góp tích cực cho tình hình dòng tiền của AGG trong 2024.
- **Rủi ro thực thi:** Dự án trọng điểm BC27 là dự án lớn nhất từ trước đến giờ của AGG với quy mô 27 ha. Phát triển dự án lớn đòi hỏi phải có kinh nghiệm chuyên sâu và do đó thường mang lại nhiều rủi ro thực thi hơn. Bất kỳ sự kiện không mong muốn nào làm gián đoạn sự phát triển có thể dẫn tới việc một lượng vốn lớn bị “ngâm” lại, thậm chí trong thời gian dài. Điều này có thể gây ra vấn đề về dòng tiền trọng yếu. Tuy nhiên, do dự án này sẽ chỉ được triển khai từ 2027, chúng tôi cho rằng AGG sẽ có đủ thời gian để lên một lộ trình cần thiết cho sự phát triển theo từng giai đoạn cho BC27.
- **Cấu trúc vốn trong phát triển dự án là điểm mạnh mà cũng là điểm hạn chế của AGG.** Từ những phân tích trên, chúng tôi nhận thấy rủi ro đối với hoạt động bán hàng, tài chính đối với AGG trong ngắn hạn chỉ ở mức thấp. Mặc dù cấu trúc đầu tư của AGG có nhiều ưu điểm rõ rệt (tham khảo trang 2 của báo cáo [này](#)), từ một góc nhìn khác cách doanh nghiệp cấu trúc vốn cho các dự án cũng có thể được nhìn nhận là điểm hạn chế đối với AGG. Cấu trúc vốn này dẫn đến việc đánh giá về hiệu quả dự án, xác định tỷ lệ sở hữu của AGG trở nên khó khăn hơn.

Dự án	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu	NAV - AGG
Dự án đã hoàn thành			
The Sóng, River Panorama & Sky 89	DCF	50%	181
Dự án đang phát triển			
Westgate	DCF	50%	3,176
The Standard	DCF	100%	422
Pipeline			
The Gió	DCF	100%	816
Khác	BV		(816)
Tổng			3,780
Tiền & tương đương tiền			258
Đầu tư ngắn hạn			45
Tài sản khác			5,989
Nợ vay			(1,406)
Nợ khác			(4,030)
Lợi ích của cổ đông thiểu số			(476)
Tổng giá trị vốn doanh nghiệp			4,160
Số lượng cổ phiếu			125,118,368
Giá trị mỗi cổ phiếu			33,200

Nguồn: AGG, VPBankS Research phân tích

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 25, tòa nhà VPBANK, số 89 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: research@vpbanks.com