

# MUA

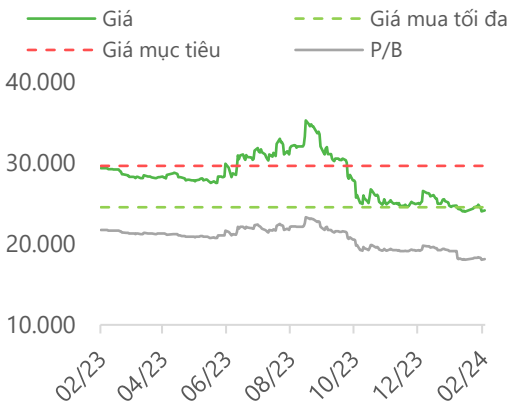
Giá mục tiêu 2024: **29.600 VND**  
Upside: **21%**  
Cập nhật: **27/02/2024**

## TRIỂN VỌNG 2024

**Tích cực:** Cấu trúc tài chính an toàn, linh hoạt; Dự án phát triển bài bản, pháp lý đầy đủ.

**Tiêu cực:** Kết quả kinh doanh không quá khả quan.

**Khuyến nghị:** Mặc dù sẽ không có nhiều khởi sắc về kết quả kinh doanh trong năm 2024, với mức P/B hiện tại chúng tôi vẫn đánh giá cổ phiếu đang ở vùng khá hấp dẫn. Tùy vào điều kiện của thị trường, nhà đầu tư có thể giải ngân tại vùng 23.000-24.500 VND.



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

## Dữ liệu thị trường

|                          |                     |
|--------------------------|---------------------|
| Ngành nghề               | Bất động sản dân cư |
| Giá hiện tại (VND)       | 24.400              |
| Vốn hóa (Tỷ VND)         | 3.053               |
| Số lượng CPLH (triệu cp) | 125,1               |
| EPS 4 quý gần nhất       | 1.401,5             |
| P/E                      | 17,4                |
| Cao nhất 1 năm           | 35.200              |
| Thấp nhất 1 năm          | 24.250              |

# AGG

**Bất động sản An Gia**

**DSC**

## TỔNG QUAN

AGG là doanh nghiệp Bất động sản dân cư có uy tín, chủ yếu đầu tư tại thị trường phía Nam. Công ty nổi bật với cấu trúc tài chính, huy động nguồn lực linh hoạt trong phát triển dự án và đội ngũ môi giới "thiện chiến" nên dự án thường bám sát tiến độ với sức hấp thụ tốt.

## CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

### Cấu trúc tài chính "không đơn độc" với sự đồng hành của các đối tác chiến lược

AGG có mô hình đầu tư dự án khác biệt với cấu trúc góp vốn và phân bổ sở hữu thông qua cổ phần và cổ phần ưu đãi. Việc này giúp doanh nghiệp vẫn nắm hoàn toàn trách nhiệm và phần lớn lợi nhuận từ phát triển dự án (chiếm 51% cổ phần phổ thông) nhưng huy động được nguồn vốn dồi dào không phải nợ vay từ các nhà đầu tư chiến lược, đặc biệt là tổ chức nước ngoài (thường chiếm 80% cổ phần ưu đãi hoàn lại). Vào tháng 9/2023, nhà đầu tư Koratsu đã thỏa thuận đầu tư 10 triệu USD cổ phiếu AGG để có quyền chọn tham gia góp vốn vào dự án The Gió.

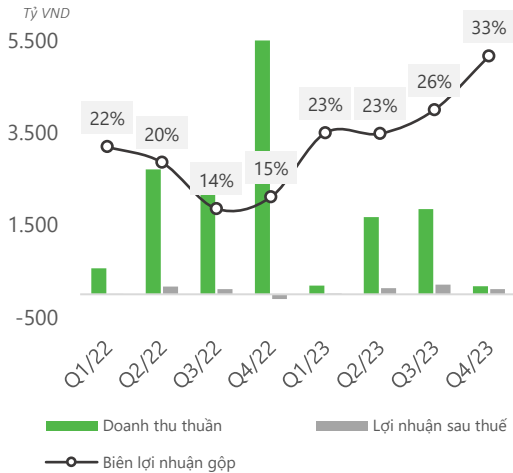
### Dự án được phát triển bài bản, pháp lý đầy đủ

AGG hướng tới chủ yếu các sản phẩm thuộc hạng trung, không quá cao cấp, đồng thời được hỗ trợ bởi bộ phận môi giới năng động (vốn là mảng kinh doanh khởi điểm của doanh nghiệp) nên tốc độ hấp thụ thường khá nhanh. Hơn nữa, các dự án được phát triển bài bản, không quá ồ ạt, pháp lý đầy đủ, cùng chất lượng được bảo chứng bởi các nhà đầu tư chiến lược cũng là một thế mạnh lớn của doanh nghiệp.

### Năm 2024 tập trung cho dự án The Gió

Với động thái thu hút thành công nhà đầu tư Nhật vào cuối quý 3/2023, cùng việc hoàn thành các giấy phép xây dựng và giấy phép bán nhà ở hình thành trong tương lai, chúng tôi đánh giá dự án The Gió có thể được khởi động lại và mở bán vào quý 4/2024, từ đó sẽ trở thành trụ cột về doanh thu cho giai đoạn 2025-2027. Năm 2024, công ty sẽ chủ yếu chỉ ghi nhận doanh thu từ 600 căn còn lại của dự án WestGate, giá trị khoảng 1.500 tỷ.

## KẾT QUẢ KINH DOANH



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

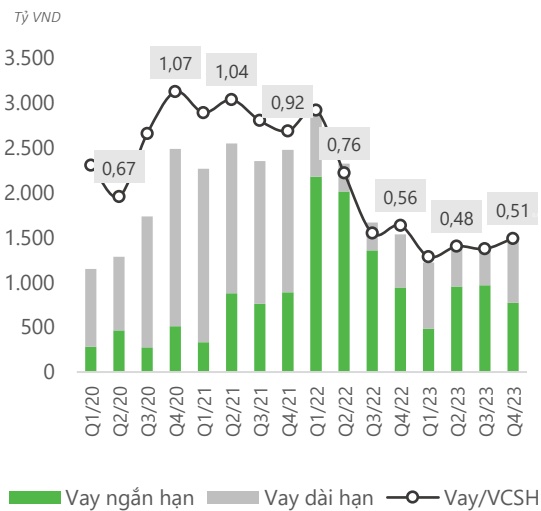
## KẾT QUẢ KINH DOANH

## Kết quả vượt kế hoạch năm

Kết quả kinh doanh quý 4 không quá nổi bật, doanh thu chỉ đạt 177 tỷ (-97% YoY), LNST đạt 109 tỷ (so với lỗ 102 tỷ vào cùng kỳ năm 2023) nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện rõ rệt.

Mặc dù vậy, nhờ vào việc bàn giao khoảng 70% dự án Westgate, Bình Chánh, TP.HCM vào quý 2,3, kết quả kinh doanh cả năm không thể hiện một bộ mặt quá xấu. Cụ thể, doanh thu năm 2023 đạt 3.891 tỷ (-37% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 460 tỷ (+377% YoY), Lợi nhuận sau lợi ích cổ đông thiểu số là 175 tỷ. Như vậy, công ty đã lần lượt vượt 27% và 35% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2023.

## TÌNH HÌNH NỢ VAY



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

## Nợ vay về mức ổn định, chuẩn bị cho dự án mới

Sau khoảng thời gian tập trung cho dự án The Standard và WestGate, công ty đã sử dụng dòng tiền sinh ra từ các dự án này để trực tiếp hạ các khoản nợ vay, đặc biệt là trái phiếu. Từ đó, tổng nợ vay hiện tại đã về mức 1.460 tỷ, tương đương với 0,51 lần vốn chủ (vùng thấp nhất trong vòng 3 năm). Với việc thị trường BĐS nói chung vẫn sẽ yếu thanh khoản và chỉ hồi phục chậm rãi trong khoảng 2-4 năm tới, chúng tôi đánh giá AGG sẽ thận trọng phát triển theo cách "cuốn chiếu" chỉ một đến 2 dự án trong một thời điểm, đi kèm với việc hoàn thiện pháp lý và thu tóm quỹ đất khác. Năm 2024, với việc đã có các động thái về huy động vốn từ cả nhà đầu tư chiến lược và ngân hàng, chúng tôi kì vọng dự án The Gió sẽ khởi động lại, kéo theo mức đòn bẩy cao hơn trong giai đoạn 2024-2025.

## Dự án đang phát triển và kinh doanh

| Dự án    | Địa điểm   | Diện tích (ha) | DT ước tính (tỷ VND) | Cập nhật                                                                                |
|----------|------------|----------------|----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| WestGate | TP. HCM    | 190            | 5000                 | Đã bán 95%, bàn giao khoảng 600 căn năm 2024                                            |
| The Gió  | Bình Dương | 170            | 8000                 | Đã có giấy phép xây dựng, bán nhà ở hình thành trong tương lai, dự kiến mở bán năm 2024 |
| BC3.2    | TP. HCM    | 165            | 4000                 | Đang trong quá trình nhận giao đất thông qua đấu thầu                                   |
| BC27     | TP. HCM    | 43             | 8000                 | Đã phê duyệt nhiệm vụ quy hoạch 1/2000                                                  |

## ĐỊNH GIÁ &amp; DỰ PHÓNG

## Thông tin cổ tức

Lịch sử cổ tức của AGG không quá phong phú với chỉ 2 lần trả cổ tức cổ phiếu trong 5 năm trở lại đây.

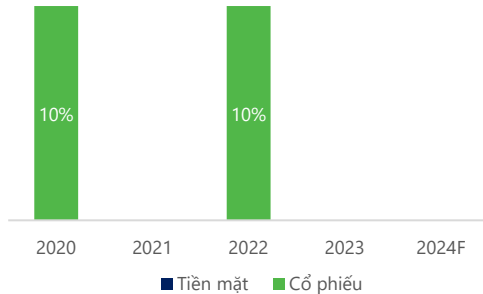
## Định giá

Giá cổ phiếu hiện tại đang tương ứng mức P/B xấp xỉ 1,08 lần, vùng thấp nhất kể từ khi niêm yết. Chính vì thế, mặc dù kết quả kinh doanh thiếu khả quan vào năm 2024, dựa trên các lợi thế và kì vọng trong 3-5 năm tới đến từ quỹ đất của doanh nghiệp, chúng tôi đánh giá đây có thể coi là vùng giá rẻ cho việc đầu tư và nắm giữ trong trung - dài hạn.

## Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính kết quả kinh doanh 2024 sẽ tiếp tục đi xuống do trọng điểm bàn giao đã đi qua. Cụ thể, doanh thu đạt 1.969 tỷ (-49% YoY), chủ yếu đến từ bàn giao phần còn lại của dự án WestGate (1.500 tỷ), lợi nhuận sau thuế đạt 262 tỷ (-43% YoY). Sử dụng phương pháp RNAV, dựa trên các giả định về việc phát triển lần lượt các dự án The Gió, BC27, BC3.2, chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho cổ phiếu AGG cho 1 năm tới là 29.600 VND/ cổ phiếu.

## CỔ TỨC



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

| (Tỷ VND)        | 2022  | 2023  | 2024F |
|-----------------|-------|-------|-------|
| Doanh thu thuần | 6.189 | 3.891 | 1.969 |
| %YoY DTT        | 242%  | -37%  | -49%  |
| Lợi nhuận gộp   | 1.047 | 977   | 1.433 |
| LNST            | 97    | 460   | 262   |
| %YoY LNST       | -77%  | 377%  | -43%  |

## BIỂU ĐỒ GIÁ



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

## Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

## Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

**Trương Thái Đạt,**

GD. Trung tâm Phân tích  
dat.tt@dsc.com.vn

**Nguyễn Vũ Thái Sơn,**

Chuyên viên Phân tích  
son.nvt@dsc.com.vn

**Tiền Quốc Việt,**

Trưởng phòng Phân tích  
viet.tq@dsc.com.vn

**Nguyễn Hoàng Hiệp,**

Trưởng nhóm vĩ mô  
hiep.nh@dsc.com.vn