

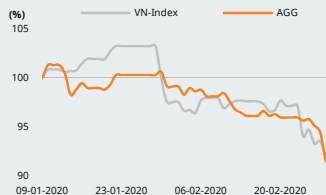
Bất động sản

Báo cáo lần đầu
Ngày 28 Tháng 2 Năm 2020

Khuyến nghị	MUA VÀO
Giá mục tiêu (12M, VND)	33.250
Giá hiện tại (VND)	27.450
Lợi nhuận kỳ vọng	21.1%

Lãi ròng dự báo (20F, VNDbn)	1,030
Kỳ vọng lãi ròng (20F, VNDbn)	N/A
Tăng trưởng EPS (20F, %)	7.9
Tăng trưởng EPS thị trường (20F, %)	9.5
P/E (20F, x)	5.2
P/E Thị trường (hiện tại, x)	14.12
VN-INDEX	882.19
Vốn hóa (VNDbn)	2,059
Số cổ phần lưu hành (triệu)	75
Free Float (%)	96.4
Sở hữu nước ngoài (%)	27.6
Beta (12M)	#N/A
Thấp nhất 52 tuần (VND)	27,400
Cao nhất 52 tuần (VND)	31,300

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	-8.8	#N/A	#N/A
Tương đối	2.2	#N/A	#N/A



Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC.

[Bất động sản]

Trần Tuấn Long
+84-28-3910-2222 (#182)
Long.tt@miraeasset.com.vn

CTCP Đầu tư và Phát triển Bất động sản An Gia (AGG VN)

Triển vọng từ phân khúc nhà trung cấp

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi đánh giá Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Bất động sản An Gia có nhiều tiềm năng phát triển trong tương lai do (i) pháp lý đầy đủ khiến tốc độ bàn giao nhà rất nhanh so với các đối thủ cạnh tranh; (ii) tập trung vào phân khúc trung lưu đang có nhu cầu lớn; và (iii) hiệu quả đầu tư IRR đạt mức cao nhờ cấu trúc góp vốn thuận lợi với các quỹ đầu tư nước ngoài.

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Bất động sản An Gia (mã chứng khoán: AGG) là doanh nghiệp bất động sản tập trung vào phân khúc trung cấp ở thành phố Hồ Chí Minh và một số tỉnh phía Nam với quỹ đất gần 60 ha. AGG hiện đang liên doanh với tập đoàn bất động sản Creed của Nhật (chiếm 12% tổng vốn chủ sở hữu) với vai trò là nhà đầu tư tài chính và một số tổ chức nước ngoài khác như Hoosiers, Acits ... giúp AGG chia sẻ rủi ro và đảm bảo nguồn tài chính trong bối cảnh nguồn tín dụng cho bất động sản đang cạn kiệt.

Điểm quan trọng của doanh nghiệp

Tốc độ xây dựng nhanh và tỷ lệ hấp thụ sản phẩm cao: các dự án của An Gia đều có tốc độ bán hàng cao (trên 80% trong vòng 1 năm) do công ty đã dần tạo thương hiệu uy tín trên thị trường, ngoài ra tốc độ xây dựng và bàn giao nhà nhanh (nhanh hơn từ 6 tháng đến 1 năm so với mặt bằng chung) do tập trung vào khu vực các khu vực vùng ven cũng góp phần giúp An Gia có lợi thế, tạo giá trị cho người mua nhà.

Hưởng lợi lớn từ nghị định mới về Condotel: với việc loại hình Condotel được cấp “sổ đỏ” theo văn bản số 703/BTNMT- TCQLĐĐ của Bộ Tài nguyên và Môi trường sẽ khiến thị trường của loại hình bất động sản này minh bạch hơn và tạo ra cú kích thích lớn đối với nhu cầu của nhà đầu tư thứ cấp. Một số dự án của An Gia có loại hình condotel này, điển hình như dự án The Sóng tại Vũng Tàu, và động thái này của nhà nước sẽ giúp An Gia thu hút thêm khách hàng tới các sản phẩm condotel của công ty.

Chỉ số lợi nhuận cao với sự hỗ trợ tài chính từ các đối tác: như Creed, Hoosier, Ricons; tốc độ xây dựng và bàn giao nhà nhanh, cùng giá tiền phù hợp khiến các chỉ số tài chính của AGG đều rất tốt so với trung bình ngành, cụ thể tỷ lệ tăng trưởng hàng năm đạt 235% trong 5 năm qua (và mục tiêu 89% trong 5 năm tới), ROE và ROA đạt lần lượt đạt 28,4% và 8,5%, cao hơn các công ty cạnh tranh. Đặc biệt tỷ suất thu nhập nội bộ của các dự án của AGG đạt trung bình 70%, cá biệt có dự án lên đến 170%.

Khuyến nghị

Sử dụng phương pháp giá trị tài sản ròng RNAV, chúng tôi xác định giá mục tiêu của AGG là **33.250 đồng / cổ phiếu**, tương ứng với P/E cho năm 2020 là 5,2x. Do đó chúng tôi khuyến nghị **MUA VÀO** đối với cổ phiếu AGG.

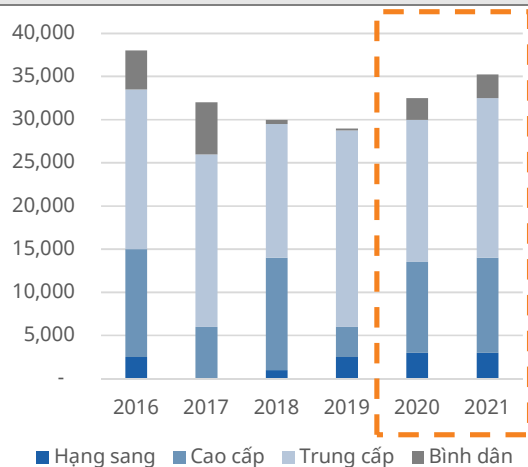
	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020(F)
Doanh thu (VNDbn)	#N/A	989	#N/A	385	2,687
Lãi gộp (Vbn)	#N/A	142	#N/A	147	1,174
Biên lãi gộp (%)	#N/A	14.4	#N/A	38.2	43.7
LNST (VNDbn)	#N/A	59	#N/A	326	901
EPS (VND)	#N/A	#N/A	#N/A	4,588	4,951
ROE (%)	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	47
P/E (x)	#N/A	#N/A	#N/A	5.9	5.2
P/B (x)	#N/A	1.7	#N/A	1.6	2.6
Cổ tức/ Thị giá (%)	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A

I. TỔNG QUAN TÌNH HÌNH KINH DOANH

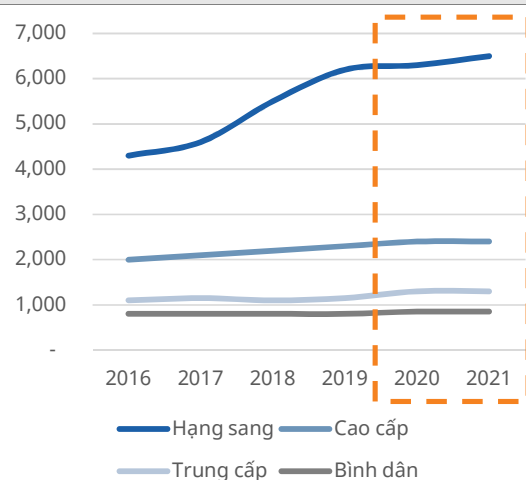
Chiến lược phát triển phân khúc trung cấp phù hợp với xu hướng thị trường

Thị trường bất động sản thành phố Hồ Chí Minh trong năm qua gặp nhiều khó khăn khi phân cấp trung cấp không đủ nguồn cung do vướng mắc trong khâu pháp lý: cả năm 2019 chỉ có 2 dự án được cấp giấy chứng nhận chủ đầu tư. Từ đó đã dẫn đến nhu cầu nhà ở cho người thu nhập trung bình tăng cao: trong năm 2019, tỷ lệ hấp thụ của căn hộ trung cấp và bình dân đạt gần 100%. Trong năm 2020 chúng tôi dự đoán phân khúc này sẽ tiếp tục thu hút thị trường, chiếm khoảng 70% tổng lượng cung của thành phố Hồ Chí Minh. Do đó những dự án AGG vốn tập trung ở khu vực vùng ven có giá chỉ từ 30 – 40 triệu đồng / m² được chúng tôi dự đoán sẽ được thị trường sẵn đón trong năm 2020 và 2021.

Hình 1. Dự phóng số lượng chào bán căn hộ tại TPHCM



Hình 2. Dự phóng giá chào bán căn hộ tại TPHCM



Nguồn: CBRE, Mirae Asset Vietnam Research tổng hợp

Nguồn: CBRE, Mirae Asset Vietnam Research tổng hợp

Quỹ đất tuy còn nhỏ nhưng giấy tờ pháp lý đầy đủ

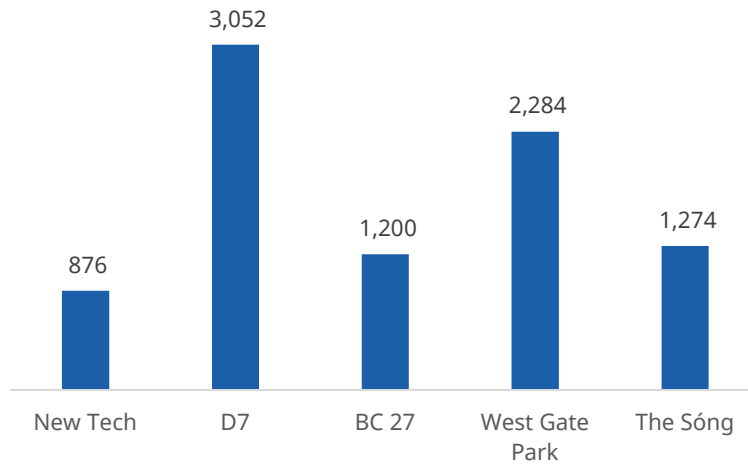
Tính đến đầu năm 2020, An Gia hiện có hơn 60ha, chủ yếu ở các khu vực ngoại ô thành phố Hồ Chí Minh và các tỉnh vùng ven như Vũng Tàu, Phan Thiết, Bình Dương, Long An ... Quỹ đất của AGG được chúng tôi đánh giá là còn hạn chế khi so sánh với các chủ đầu tư khác như Phát Đạt, Khanh Điền, hay 577 ... Hiện nay AGG đã hoàn thành và bàn giao 4 dự án (The Garden, The Star, Riverside, Skyline), với tổng số căn hộ bàn giao lên đến 1.362 căn; trong năm 2020 AGG sẽ bàn giao thêm 2 dự án ở quận 7 (River Panorama 1&2) doanh thu ước đạt hơn 2,600 tỷ đồng. Trong năm nay, AGG cũng đã mở bán dự án The Sóng tại Vũng Tàu và dự án Westgate Park tại Bình Chánh, dự kiến sẽ bàn giao trong năm 2022. Ngoài những dự án đã kể trên, AGG còn 7 dự án khác ở thành phố Hồ Chí Minh, Bình Dương, Phan Thiết, Long An.

Bảng 1: Vị trí, quy mô và hiện trạng triển khai các dự án của AGG

Tên dự án	Vị Trí	Quy Mô	Tình Trạng
The Garden	Tân Phú, TP.HCM	38,000 m2	Đã bàn giao và chuyển nhượng
The Star	Bình Tân, TP.HCM	35,000 m2	Đã bàn giao và chuyển nhượng
Riverside	Q7, TP.HCM	26,000 m2	Đã bàn giao và chuyển nhượng
Skyline	Q7, TP.HCM	49,500 m2	Đã bàn giao và chuyển nhượng
River City	Q7, TP.HCM	550,000 m2	Đã bàn giao và chuyển nhượng
River Panorama 1	Q7, TP.HCM	44,830 m2	Đã mở bán
River Panorama 2	Q7, TP.HCM	44,830 m2	Đã mở bán
Sky 89	Q7, TP.HCM	44,823 m2	Đã mở bán
Signal	Q7, TP.HCM	66,903 m2	Đã mở bán
The Sóng	Thị Sách, Vũng tàu	124,525 m2	Đã mở bán
Westgate Park	Bình Chánh, TP.HCM	3,1 ha	Dự kiến mở bán năm 2020
BC27	Bình Chánh, TP.HCM	27 ha	Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý
D7	Q7, TP.HCM	5,4 ha	Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý
New tech	Q7, TP.HCM	1 ha	Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý
BD 6.9	Bình Dương	7 ha	Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý
HT7.2	Hồ Tràm	7,2 ha	Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý

Nguồn: Báo cáo công ty, MAS Research tổng hợp

Hình 3. Số lượng căn hộ sắp được triển khai



Nguồn: BCTC của Công ty, Mirae Asset Vietnam Research tổng hợp

Tốc độ triển khai dự án nhanh dẫn đến chỉ số lợi nhuận cao

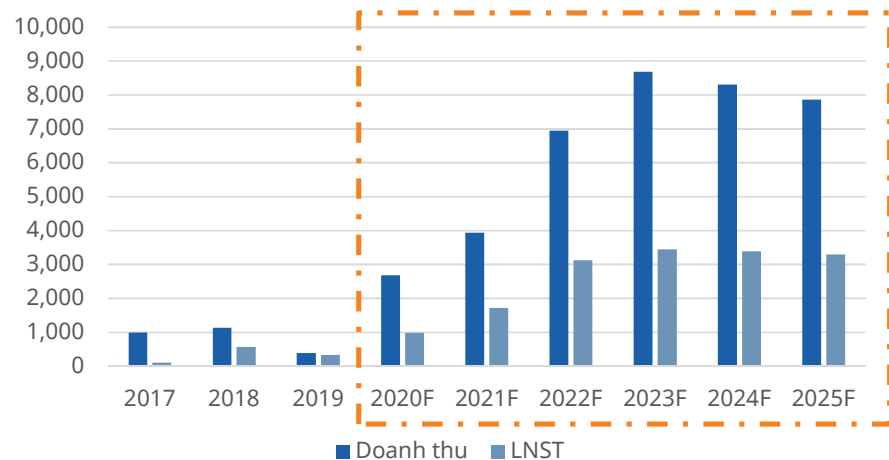
An Gia có quỹ đất tuy khá khiêm tốn (chỉ khoảng 60ha) nhưng do tất cả các dự án đều có giấy tờ pháp lý rõ ràng và nhắm vào phân khúc trung lưu có nhu cầu nhà ở cao nên khả năng hấp thụ trong 3 tháng đầu đạt tỷ lệ khá cao 70 – 80%. Bên cạnh đó AGG với sự hỗ trợ tài chính từ các đối tác như Creed, Hoosier, Ricons ... có khả năng hoàn thành dự án chỉ trong vòng 18 – 30 tháng (so với 24 – 36 tháng thông thường); ngoài ra pháp lý rõ ràng cũng giúp AGG có thể bàn giao giấy chứng nhận cho người mua nhà trong thời gian ngắn (chỉ trung bình 18 tháng). Với tốc độ triển khai nhà nhanh và tập trung vào phân khúc có nhu cầu lớn, các chỉ số tài chính của AGG đều rất tốt so với trung bình ngành, cụ thể tỷ lệ tăng trưởng hàng năm đạt 235% trong 5 năm qua (và mục tiêu 89% trong 5 năm tới), hay ROE và ROA đạt lần lượt đạt 28,4% và 8,5%, cao hơn các công ty cạnh tranh.

Bảng 2: So sánh hiệu suất lợi nhuận giữa AGG và các công ty cùng ngành

Mã cổ phiếu	Tên doanh nghiệp	Biên LN gộp	Biên LN ròng	ROE	ROA
AGG	CTCP Đầu tư và Phát triển Bất động sản An Gia	73.04%	96.94%	28.41%	8.47%
PDR	CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt	38.76%	32.43%	22.15%	6.97%
KDH	CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền	53.37%	43.45%	12.57%	7.83%
NLG	CTCP Đầu tư Nam Long	41.89%	33.12%	16.72%	9.43%
NBB	CTCP Đầu tư Năm Bẩy Bẩy	24.31%	50.59%	16.74%	6.57%

Nguồn: MAS Research tổng hợp

Hình 4. Doanh thu và LNST của An Gia trong quá khứ và dự phóng cho tương lai (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC của Công ty, Mirae Asset Vietnam Research tổng hợp

Nguồn tài chính dồi dào hứa hẹn nhiều dự án mới trong tương lai

Với sự trợ giúp lớn về mặt tài chính từ 2 đối tác là Hoosiers và Creed Investment, AGG trong các năm qua gần như Hiện nay ngoài những dự án đã mở bán và sẽ bàn giao trong năm 2020 như River Panorama 1&2 thì An Gia cũng còn gần 9,000 căn hộ chuẩn bị được chào bán, trong đó chủ yếu ở dự án D7 (hơn 3,00 căn hộ) và dự án West Gate Park (hơn 2,200 căn hộ). Đặc biệt dự án D7 được dự tính là dự án lớn nhất của AGG tính đến thời điểm hiện tại, hứa hẹn đóng góp doanh thu hơn 9,100 tỷ đồng và sẽ hoàn thành bàn giao vào năm 2025. Bên cạnh đó AGG cũng tích cực mở rộng quỹ đất bằng các khoản vay dài hạn, dự tính trong 3 năm tiếp theo AGG sẽ thầu tóm thêm 32,000 căn hộ nữa, chủ yếu tập trung ở khu vực thành phố Hồ Chí Minh và các tỉnh lân cận.

Hình 5. Dự phóng tình hình triển khai của một số dự án



Nguồn: Tài liệu của Công ty, Mirae Asset Vietnam Research tổng hợp

II. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi đánh giá Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Bất động sản An Gia có nhiều tiềm năng phát triển trong tương lai do (i) pháp lý đầy đủ khiến tốc độ bàn giao nhà rất nhanh so với các đối thủ cạnh tranh; (ii) tập trung vào phân khúc trung lưu đang có nhu cầu lớn; (iii) hiệu quả đầu tư IRR đạt mức cao nhờ cấu trúc góp vốn thuận lợi với các quỹ đầu tư Nhật; và (iv) chỉ số tài chính vững mạnh.

Các giả định trong việc định giá của chúng tôi bao gồm (i) AGG sẽ bàn giao trong năm nay dự án River Panorama 1&2 với tổng giá trị hơn 2,600 tỷ đồng (ii) dự án West Gate Park với tổng doanh thu ước đạt hơn 4,000 tỷ đồng cũng sẽ được triển khai trong năm nay và (iii) quỹ đất còn đủ để sử dụng đến 2025 và (iv) WACC ở mức 14%. Sử dụng phương pháp giá trị tài sản ròng RNAV, chúng tôi xác định giá mục tiêu của AGG là **33.250 đồng / cổ phiếu**, tương ứng với P/E cho năm 2020 là 5,2x. Do đó chúng tôi khuyến nghị **MUA VÀO** đối với cổ phiếu AGG.

Tên dự án	Giá trị hiện tại thuần (triệu đồng)
BC 27	894,791
D7	869,758
LaCasa	261,901
BD 7.1	112,730
New Tech	56,365
The Sóng	335,966
West Gate Park	362,344
Các dự án khác	392,303
Tổng giá trị các dự án	3,286,158
Tiền mặt	278,418
Nợ vay	1,070,451
Tổng giá trị doanh nghiệp	2,494,125
Giá trị cổ phiếu (VND)	33,255

CTCP Đầu tư và Phát triển Bất động sản An Gia (VPI VN)

Tóm tắt bảng báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh (tỷ VND)

	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	385	2,687	3,935	6,947	8,682	8,309	7,870
Giá vốn	-104	-1,513	-1,936	-3,068	-4,331	-3,967	-3,720
Lãi gộp	281	1,174	1,999	3,879	4,351	4,342	4,150
Thu nhập tài chính	213	133	173	153	163	158	161
Chi phí tài chính	-40	-30	-32	-34	-32	-33	-33
Chi phí bán hàng	-6	-178	-172	-295	-366	-404	-348
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-128	-69	-73	-83	-88	-78	-81
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	373	1,030	1,895	3,620	4,027	3,984	3,849
Lãi ròng trước thuế	366	1,127	2,013	3,769	4,116	4,097	3,966
Lãi ròng sau thuế	332	901	1,610	3,015	3,293	3,278	3,173
EPS (VND)	4,588	4,951	6,535	8,378	8,983	9,047	8,735

Source: Mirae Asset Research dự phóng

Tóm tắt bảng cân đối kế toán (tỷ VND)

	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	4,247	5,562	6,764	8,109	9,987	12,038	15,979
Tài sản dài hạn	1,151	1,663	2,726	4,305	4,431	3,880	1,356
Tổng cộng tài sản	5,398	7,225	9,490	12,414	14,418	15,919	17,335
Nợ ngắn hạn	2,988	3,885	4,273	5,837	6,596	6,421	7,282
Nợ dài hạn	957	1,436	2,441	2,551	3,826	5,487	6,040
Tổng nợ phải trả	3,945	5,321	6,714	8,388	10,423	11,908	13,321
Vốn chủ sở hữu	1,452	1,905	2,776	4,026	3,995	4,011	4,013
Tổng cộng nguồn vốn	5,398	7,226	9,490	12,414	14,418	15,919	17,334

Nguồn: Mirae Asset Research dự phóng

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

Disclosures

Stock Ratings

Buy	: Relative performance of 20% or greater
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility
Hold	: Relative performance of -10% and 10%
Sell	: Relative performance of -10%

Industry Ratings

Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (■), Not covered (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

* The achievement of the target price may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Mirae Asset Vietnam, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees, and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or maybe expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

APPENDIX 2

Mirae Asset Daewoo International Network

Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul) Global Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea Tel: 82-2-3774-2124	Mirae Asset Securities (HK) Ltd. Suites 1109-1114, 11th Floor Two International Finance Centre 8 Finance Street, Central Hong Kong China Tel: 852-2845-6332	Mirae Asset Securities (UK) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom Tel: 44-20-7982-8000
Mirae Asset Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA Tel: 1-212-407-1000	Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA Tel: 1-213-262-3807	Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia Sao Paulo - SP 04551-060 Brasil Tel: 55-11-2789-2100
PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia Equity Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190 Indonesia Tel: 62-21-515-3281	Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore Tel: 65-6671-9845	Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)
Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 976-7011-0806	Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699	Beijing Representative Office 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China Tel: 86-21-5013-6392	Ho Chi Minh Representative Office 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3910-7715	