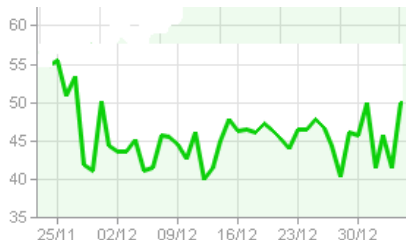




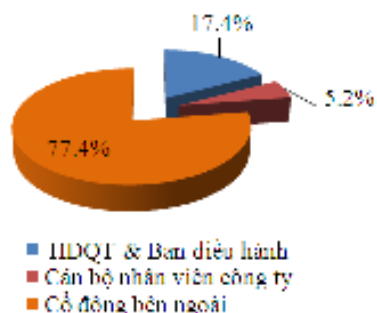
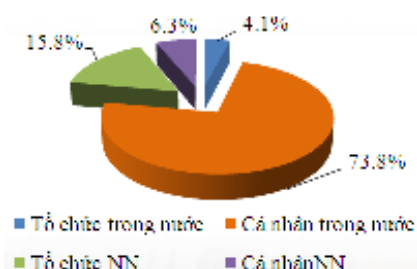
## BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP

Công ty Cổ phần Đầu tư và Xây dựng Sao Mai An Giang

### DIỄN BIẾN GIÁ GIAO DỊCH



### THÔNG TIN SỞ HỮU



### NHỮNG ĐIỂM LƯU Ý

- Sao Mai An Giang (SMAG) kinh doanh trong 2 lĩnh vực chính: BĐS và thủy sản. Định hướng lâu dài công ty không tham gia kinh doanh trực tiếp lĩnh vực thủy sản mà thông qua công ty con và công ty liên kết.
- SMAG sở hữu chỉ 41,11% Trisedco tuy nhiên công ty giữ quyền kiểm soát nên coi Trisedco là công ty con và đưa vào BCTC hợp nhất.
- 9 tháng đầu năm, SMAG đạt doanh thu 454,8 tỷ, lợi nhuận sau thuế 30,1 tỷ. Tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 12,3%. EPS 3Q đầu năm 2009 đạt 6.091 đồng/cp (trước thời điểm tăng vốn điều lệ).
- EPS ước tính cả năm 2009 đạt 8.685 đồng/cp (do tăng VDL lên gấp đôi vào tháng 11.2009 nên tính số cổ phiếu mới lưu hành chỉ trong 2 tháng cuối năm 2009).
- Lợi nhuận của mảng BĐS trong năm 2009, 2010 dự kiến vẫn tập trung vào các dự án Sao Mai Bình Khánh 3, dự án phường 7 TX Bến Tre, dự án bến xe thị xã Châu Đốc, dự án Tịnh Biên và dự án Thành Đội.
- Các dự án của SMAG phân bố trên phạm vi rộng và tiếp cận nhu cầu thực của người dân) vì vậy công ty ít có khả năng xảy ra rủi ro mang tính hệ thống.
- Các dự án lớn của SMAG đều là các dự án được UBND các tỉnh giao đất để triển khai và nộp thuế sử dụng đất. Đến nay SMAG đã cơ bản đền bù giải phóng mặt bằng xong nhiều dự án với giá đền bù, thu hồi đất áp dụng khung cũ (trước khi Nghị định 69 của Chính Phủ ban hành). Vì vậy, chi phí đầu vào của SMAG ở mức rất thấp.
- Công ty có định hướng tăng nhanh quỹ đất sạch và bán thành phẩm ở mức độ vừa phải để tận dụng xu hướng tăng giá của đất theo thời gian.
- Lợi nhuận trước thuế năm 2010 ước đạt 80 tỷ VND

Đơn vị: triệu VND

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã giao dịch: ASM  
Sàn giao dịch: HOSE  
Giá thấp nhất 52 tuần:  
Giá cao nhất 52 tuần:  
Giá trị vốn hóa (tỷ VNĐ): 9.912.600  
Lượng phiếu đang lưu hành:  
KLGD trung bình 10 ngày:

Năm	2007	2008	3Q.09	2009e
Doanh thu	203.324	280.646	453.649	540.000
LNTT	53.700	25.286	32.335	54.000
Thuế TNDN	11.371	3.021	2.174	3.780
LNST	42.315	22.251	30.133	50.220
EPS (VND)	12.724	4.495	6.091	8.685

Nguồn: Báo cáo bạch CTCP ĐT&XD Sao Mai

Phạm Xuân Anh, Phụ trách nhóm ngành  
ĐT +84 22206832 Email: [pxuananh@bsc.com.vn](mailto:pxuananh@bsc.com.vn)

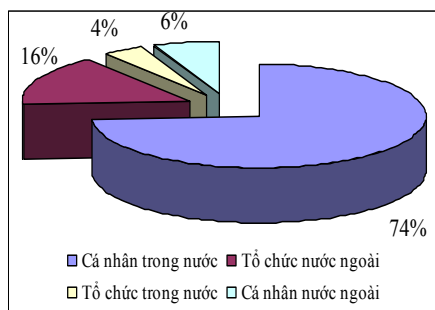
Đỗ Thanh Phong, Cán bộ phân tích 1  
ĐT +84 22206832 Email: [phongdt@bsc.com.vn](mailto:phongdt@bsc.com.vn)

Trần Thăng Long, Cán bộ phân tích 2  
ĐT +84 22206832  
Email: [longtt@bsc.com.vn](mailto:longtt@bsc.com.vn)

## I. GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

Tên công ty	Công ty CP Đầu tư và Xây dựng Sao Mai An Giang
Thông tin cơ bản	<p>Tên viết tắt: SAOMAI CONSCORP.</p> <p>Địa chỉ: 326 Hùng Vương, P. Mỹ Long, Long Xuyên, tỉnh An Giang.</p> <p>Điện thoại: 076 3840 138 Fax: 076 3840 139.</p> <p>Website : www.saomaiag.vn</p> <p>VĐL: 99,126 tỷ VND</p>
Ngành nghề kinh doanh chính	Bất động sản; Xây dựng; Dịch vụ nhà hàng, khách sạn và văn phòng cho thuê; Xuất khẩu cá.
Các công ty con và liên kết:	<p><b>Công ty con: CTCP Đầu tư Du lịch và Phát triển Thủy Sản - Trisedco</b></p> <p>Vốn điều lệ: 90 tỷ, đến 31/12/2009 đã góp 29,262 tỷ (chiếm 26%). Còn phải góp 7,739 tỷ để chiếm 41,11%.</p> <p>Mục đích: để đầu tư nhà máy chế biến phụ phẩm cá Tra thành các sản phẩm có giá trị như bột cá, tinh dầu, thức ăn thủy sản.</p> <p><b>Công ty con: CTTNHH Dũng Thịnh Phát (tại TP. HCM)</b></p> <p>Vốn điều lệ: 50 tỷ, đã góp khoảng 33,88 tỷ (chiếm 67,76%).</p> <p>Mục đích: để quản lý và khai thác dự án Sao Mai Tower - Tổ hợp chung cư cao cấp và văn phòng cho thuê tại phường 16, quận 8, TP. HCM.</p> <p><b>Công ty liên kết: CT CP Đầu tư và Phát Triển Đa Quốc Gia – IDI</b></p> <p>Vốn điều lệ: khoảng 228 tỷ, đã góp 83 tỷ (chiếm 30%)</p> <p>IDI đã quyết định đầu tư Cụm công nghiệp Vàm Cống với quy mô ban đầu là một nhà máy chế biến thủy sản công suất 300 tấn nguyên liệu/ngày. Toàn bộ máy móc thiết bị của nhà máy – đều là những thiết bị tiên tiến nhất hiện nay, được IDI nhập khẩu 100% từ Nhật Bản, Châu Âu và Mỹ. Giữa năm 2008, giai đoạn 1 của nhà máy đã vận hành và đi vào hoạt động. Hiện tại, IDI đã hoàn thiện cơ sở hạ tầng cho giai đoạn 02 của nhà máy và đang nhập khẩu thiết bị. Dự kiến đầu năm 2010, nhà máy sản xuất chế biến thủy sản với công suất 600 tấn nguyên liệu/ngày của IDI sẽ chính thức vận hành và đi vào hoạt động.</p>

### Cơ cấu cổ đông

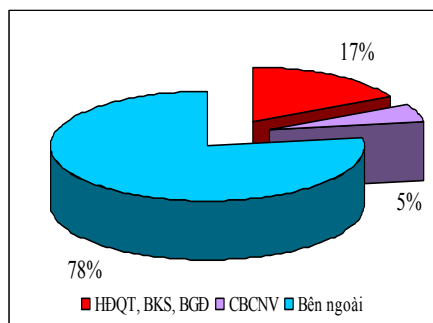


### ➤ Theo pháp nhân - thể nhân

TT	Cổ đông	Số cổ phiếu
1	Cổ đông nhà nước	-
2	Cổ đông trong nước	7.716.400
	+ Cổ đông là tổ chức	402.000
	+ Cổ đông là cá nhân	7.314.400
3	Cổ đông nước ngoài	2.196.200
	+ Cổ đông là tổ chức	1.567.600
	+ Cổ đông là cá nhân	628.600
	<b>Tổng</b>	<b>9.912.600</b>

Nguồn: Báo cáo bạch CTCP ĐT&XD Sao Mai

## ➤ Theo thành phần



TT	Cổ đông	Số cổ phiếu
1	Cổ đông nhà nước	-
2	Cổ đông trong Công ty gồm HDQT, BKS, BGD, KTT.	1.720.000
3	Cổ đông trong Công ty là CBCNV.	519.800
4	Cổ đông bên ngoài	7.672.800
	<b>Tổng cộng</b>	<b>9.912.600</b>

Nguồn: Bản cáo bạch CTCP ĐT&XD Sao Mai

## II. THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN AN GIANG VÀ TRIỂN VỌNG PHÂN KHÚC BĐS GIÁ TRUNG BÌNH

Vùng kinh tế trọng điểm Đồng bằng sông Cửu Long

An Giang là tỉnh nông nghiệp nằm trong vùng kinh tế trọng điểm đồng bằng sông Cửu Long (còn gọi là khu vực phát triển kinh tế động lực ở miền Tây Nam Bộ Việt Nam gồm các tỉnh, thành phố: Cần Thơ, An Giang, Kiên Giang và Cà Mau). Đề án thành lập vùng kinh tế trọng điểm này đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt ngày 16/4/2009. Vùng kinh tế trọng điểm này sẽ là trung tâm lớn về sản xuất lúa gạo, nuôi trồng, đánh bắt và chế biến thủy sản; đóng góp lớn vào xuất khẩu nông thủy sản của cả nước. An Giang vừa có điều kiện phát triển thành địa bàn nông nghiệp trọng điểm vừa có điều kiện phát triển thương mại qua cửa khẩu quốc tế Tịnh Biên với Campuchia. Thành phố Long Xuyên là thành phố phát triển thứ 2 trong khu vực chỉ sau Cần Thơ. Các thị xã nằm gần biên giới Campuchia như TX Châu Đốc và TX Tân Châu cũng phát triển khá năng động

Dân số lớn với mật độ dân cư khá cao

An Giang là một tỉnh nông nghiệp có dân số lớn, mật độ dân cư khá cao: Tỉnh An Giang gồm có 01 thành phố trực thuộc Long Xuyên, 2 thị xã Châu Đốc, Tân Châu và 8 huyện. Tổng dân số toàn Tỉnh hiện nay xấp xỉ 2,3 triệu người với mật độ dân số trên 640 người/km<sup>2</sup>. Dân số phân bố khá đều tại các huyện do mức độ phát triển của các huyện và thành phố không có khoảng cách lớn. Các địa phương có mật độ dân số cao là TP Long Xuyên, thị xã Châu Đốc, huyện Chợ Mới và TX Tân Châu. Xét về mật độ dân số, các dự án đất nền vùng đồng bằng thường có tính khả thi cao khi triển khai tại trung tâm các địa phương có mật độ dân số trên 800 người/km<sup>2</sup>.

TT	Địa phương	Dân số (người)	Diện tích (km2)	Mật độ (người/m2)
1	TP Long Xuyên	275,519	115.43	2386.9
2	TX Châu Đốc	118,615	104.68	1133.1
3	Huyện Chợ Mới	369,443	369.62	999.5
4	TX Tân Châu	164,548	170.45	965.4
5	Huyện An Phú	187,767	217.78	862.2
6	Huyện Phú Tân	243,117	328.06	741.1
7	Huyện Châu Phú	252,066	451.01	558.9
8	Huyện Châu Thành	177,630	355.11	500.2
9	Huyện Thoại Sơn	191,303	468.72	408.1
10	Huyện Tịnh Biên	123,948	355.5	348.7
11	Huyện Tri Tôn	127,106	600.4	211.7

Nguồn: UBND tỉnh An Giang

*Tỷ lệ đô thị hóa thấp*

An Giang có diện tích đất nông nghiệp lớn nhưng lại bị chia cắt bởi hệ thống sông ngòi dày đặc nên tỷ lệ đô thị hóa còn thấp. Tốc độ đô thị hóa tăng với tốc độ thấp trong 5 năm gần đây (từ 25,8% năm 2004 lên 28,5% năm 2008). Năm 2008, tỷ lệ dân sống tại đô thị mới ở mức 28%. Theo khảo sát của chúng tôi, dân cư các huyện tập trung khá đông tại trung tâm các huyện và thường gắn với các chợ nông sản lớn là đầu mối giao thương nông sản của địa phương. Dự kiến trong 5 năm tới, tốc độ đô thị hóa của An Giang sẽ đạt mức cao hơn (4-5%/năm) do các chính sách phát triển các đô thị địa phương

Diễn giải	2000	2003	2004	2007	2008
Dân số toàn tỉnh	2.077.017	2.146.756	2.170.138	2.231.062	2.253.865
Thành thị	446.732	523.403	559.896	634.313	641.225
Nông thôn	1.630.285	1.623.353	1.610.242	1.596.749	1.612.640
Tỷ lệ đô thị hóa	21,5%	24,4%	25,8%	28,4%	28,5%

*Nguồn: UBND tỉnh An Giang*

*Nhu cầu về nhà ở cho người lao động trẻ ở các thành phố và thị xã ở mức khá cao. Nhu cầu chủ yếu tập trung ở phân khúc nhà giá thấp và giá trung bình*

Hiện nay An Giang có cơ cấu dân số trẻ với trên 70% dân số nằm trong độ tuổi lao động. Đối tượng lao động trẻ hiện nay là lực lượng lao động chủ đạo, có xu hướng tập trung về thành phố và các thị xã, hoạt động trong các lĩnh vực phi nông nghiệp. Tại địa bàn thành phố Long Xuyên, mặc dù diện tích khá rộng lên tới trên 100 km<sup>2</sup> nhưng mật độ dân số tại đây đã lên tới gần 2.400 người/km<sup>2</sup>. Nhu cầu về nhà ở cho người lao động trẻ tại các khu đô thị như Long Xuyên, Châu Đốc và Tân Châu là khá cao. Nhưng với thu nhập thu nhập còn chưa cao (GDP bình quân đầu người năm 2009 của An Giang khoảng 750 USD/người) thì nhu cầu thực sự chỉ có ở các phân khúc nhà giá thấp và giá trung bình. Mặt khác với đặc điểm của tỉnh là đồng bằng rộng và sở thích người dân sống tại khu vực này là sở hữu nhà đất riêng nên chỉ có phân khúc đất nền mới có khả năng tiêu thụ được

*Một số kết luận về nhu cầu BĐS tại An Giang*

- *Thị trường BĐS An Giang chủ yếu là nhu cầu về sản phẩm đất nền.*
- *Nhu cầu về đất nền giá trung bình và thấp tại thành phố, thị xã và các trung tâm huyện tại An Giang là nhu cầu thực. Thành phố Long Xuyên có dư địa thị trường cao.*
- *Mức độ phát triển của các địa phương khá đồng đều nên các dự án phù hợp ở các thị xã và trung tâm một số huyện cũng có khả năng tiêu thụ tốt (thị xã Châu Đốc, Tân Châu, huyện Chợ Mới)*
- *Một số huyện có mật độ dân cư thấp, thu nhập thấp sẽ có rủi ro thu hồi vốn chậm: Châu Phú, Châu Thành, Thoại Sơn, Tịnh Biên, Tri Tôn.*

## TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG BĐS PHÂN KHÚC GIÁ TRUNG BÌNH

*Nhu cầu 35 triệu m<sup>2</sup> nhà/năm*

Theo chiến lược phát triển đô thị của Việt Nam, diện tích đất đô thị sẽ tăng từ 105.000 ha hiện nay lên 460.000 ha vào năm 2020, tỷ lệ đô thị hóa 28% hiện nay dự kiến sẽ đạt 45% vào năm 2025. Nếu chỉ tính riêng nhu cầu nhà ở đô thị, trung bình mỗi năm Việt Nam cần tối thiểu 35 triệu m<sup>2</sup> nhà để phân đấu đạt 20m<sup>2</sup> nhà ở/ người vào năm 2020. Đây sẽ là cơ sở quan trọng cho các doanh nghiệp trong ngành tiếp tục đầu tư vào các dự án có tiềm năng vừa đáp ứng nhu cầu xã hội vừa đảm bảo hiệu quả vốn đầu tư của công ty.

Nhìn tổng thể thị trường bất động sản Việt Nam, nhu cầu vẫn tăng mạnh và cung vẫn chưa đáp ứng đủ cầu trên tất cả các phân khúc: nhà ở, văn phòng, khách sạn,

Cung mới chỉ đáp ứng 60% cầu

khu bán lẻ. Xét riêng phân khúc bất động sản giá trung bình và thấp hiện tại nguồn cung chỉ đáp ứng được khoảng 60% nhu cầu thực trong khi đó nhu cầu tiếp tục tăng nhanh do quy mô dân số lớn 86 triệu người và cơ cấu dân số trẻ (70% dân số Việt Nam có độ tuổi dưới 30). Thanh niên vẫn lập gia đình sớm và xu hướng sống độc lập ngày càng tăng. Vì vậy nguồn cung mới chỉ đáp ứng một phần nhu cầu không lồ về nhà ở đặc biệt là phân khúc nhà giá trung bình và thấp. Phân khúc nhà ở giá trung bình và thấp được đánh giá là dư địa rất lớn chưa thể bão hòa trong nhiều năm nữa

Một số chỉ tiêu chính của các DN cùng ngành (4 quý gần nhất)

	P/E	P/B	Tổng TS (tỷ VND)	VCSH (tỷ VND)	ROA (%)	ROE (%)
<b>Ngành</b>					<b>7,24</b>	<b>16,88</b>
<b>BCI</b>	18,96	2,28	2.543,08	1.096,84	6,29	14,74
<b>DIG</b>	14,11	6,17	2.667,38	820,91	18,87	55,23
<b>HAG</b>	19,48	6,17	9.231,94	3.774,83	9,57	22,61
<b>HDC</b>	13,00	3,81	585,64	137,64	8,13	34,39
<b>LCG</b>	8,67	2,81	1.018,13	523,56	18,51	37,64
<b>NBB</b>	14,26	2,23	941,57	424,85	5,4	11,96
<b>NTL</b>	8,66	6,77	1.018,90	265,75	23,91	90,42
<b>SJS</b>	20,92	5,80	1.618,85	1.174,69	20,36	31,76
<b>STL</b>	15,39	3,97	1.220,73	142,53	2,45	26,66

Nguồn :R&D BSC

Các thông số của ngành

Chỉ tiêu	Tổng (tỷ VND)	Trung bình
P/E		22,4
P/B		4
Vốn hóa TT ( tỷ VND)	91.864,0	3.827,7
Tổng TS ( tỷ VND)	54.167,2	2.257
Vốn CSH ( tỷ VND)	23.228,4	967,8
Tăng trưởng tài sản (%)		33,4
Tăng trưởng doanh thu (%)		28
ROA (%)		7,58
ROE (%)		17,67
Lợi nhuận gộp biên		0,37
Nợ/Vốn CSH		1,28

Nguồn :R&D BSC

Khảo sát 24 doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn giao dịch chứng khoán HSX và HOSE cho thấy mức vốn hóa thị trường trung bình là 3,827 tỷ đồng; vốn chủ sở hữu là 967,8 tỷ đồng, tăng trưởng bình quân tổng tài sản của các doanh nghiệp hàng năm đạt 33,4%, tăng trưởng doanh thu bình quân đạt 28%, ROA, ROE lần lượt đạt 7,58% và 17,67%. Lợi nhuận gộp biên trung bình của ngành đạt mức cao so với các ngành khác (37%). Các doanh nghiệp trong ngành sử dụng đòn bẩy tài chính thấp với tỷ lệ nợ/vốn CSH ở mức thấp 1,28.

### III. CÁC HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH CỐT LÕI CỦA DOANH NGHIỆP

#### Hoạt động chính 1. *Phát triển các dự án bất động sản*

Công ty có 17 dự án, trong đó: 6 dự án đã hoàn thiện xong, đang khai thác, 6 dự án đang bồi hoàn và xây dựng và 5 dự án đang xúc tiến đầu tư. Sản phẩm của các dự án này hầu hết là đất nền.

#### 2. *Dịch vụ nhà hàng, khách sạn và văn phòng cho thuê*

Khu chuyên gia Hàn Quốc với quy mô hiện tại là 150 phòng, hàng tháng hoạt động gần như hết công suất.

Khu cư xá Agifish với quy mô 96 phòng, diện tích 28 m<sup>2</sup>/phòng được Công ty CP XNK Thủy Sản An Giang thuê toàn bộ trong 10 năm.

#### 3. *Xuất khẩu thủy sản*

Từ giữa năm 2008, Sao Mai An Giang đã tham gia lĩnh vực kinh doanh xuất khẩu cá Tra fillet, bằng việc mua thành phẩm và ủy thác xuất khẩu.

Trên thực tế, hiện tại Sao Mai An Giang tham gia lĩnh vực xuất khẩu là để hỗ trợ IDI vì doanh nghiệp này mới thành lập và hoạt động, chưa tạo được thương hiệu lớn trên thị trường để xuất khẩu sản phẩm. Do đó, trong những năm tới, khi IDI tạo được thương hiệu xuất khẩu, Sao Mai An Giang có thể sẽ không trực tiếp tham gia phát triển lĩnh vực này.

#### 4. *Xây dựng*

Xây dựng là ngành nghề truyền thống của Sao Mai An Giang. Trong những năm gần đây, do số lượng công trình và dự án khá nhiều nên Công ty tập trung làm chủ đầu tư hoặc đơn vị nhận thầu chính, sau đó giao lại cho các nhà thầu khác thi công trên cơ sở đảm bảo chất lượng và tiến độ do Công ty đề ra.

#### Tỷ trọng doanh thu của các hoạt động chính trong tổng doanh thu

TT	Khoản mục	Năm 2007		Năm 2008		1/1 - 30/09/09	
		Giá trị (tỷ VND)	Tỷ trọng (%)	Giá trị (tỷ VND)	Tỷ trọng (%)	Giá trị (tỷ VND)	Tỷ trọng (%)
1	BDS	142,4	70,0	42,1	15,0	86,7	19,1
2	Xây dựng	58,3	28,7	45,8	16,3	5,9	1,3
3	Dịch vụ, khách sạn	2,5	1,3	6,4	2,3	3,6	0,8
4	Xuất khẩu cá	-	-	185,5	66,1	357,3	78,8
5	Hàng hóa khác	-	-	0,7	0,3	0,12	0,003
<b>Tổng doanh thu thuần</b>		<b>203,3</b>	<b>100,0</b>	<b>280,6</b>	<b>100,0</b>	<b>453,6</b>	<b>100,0</b>

**Nguyên vật liệu** *Lĩnh vực BDS:* Đối với một doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực đầu tư bất động sản như Sao Mai An Giang thì yếu tố đầu vào chủ yếu là quyền sử dụng đất.

Sau hơn 12 năm hoạt động, Sao Mai An Giang được đánh giá là doanh nghiệp tiêu biểu đi đầu trong công tác phát triển quỹ đất ở An Giang và một số tỉnh đồng bằng sông Cửu Long như Bến Tre, Đồng Tháp. Với 12 dự án đang triển khai thì tổng quỹ đất của công ty triển khai dự án lên tới 1,8 triệu m<sup>2</sup>...

Quỹ đất được Công ty CP Thông tin và Định giá Tây Nam Bộ định giá tương đương 1,000 tỷ đồng theo giá thị trường, Sao Mai An Giang đang nắm giữ lợi thế có quỹ



đất ổn định để khai thác kinh doanh trong từ 5 đến 10 năm tới.

**Lĩnh vực XD:** Đối với hoạt động kinh doanh xây lắp, nguyên vật liệu chủ yếu là sắt thép, xi măng, gạch, đá, cát. Đây là các nguyên liệu phổ thông.

**Lĩnh vực thủy sản:** Sao Mai chỉ mua thành phẩm từ Công ty CP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia (IDI), sau đó ủy thác cho đơn vị này xuất khẩu do đó công ty không trực tiếp mua nguyên vật liệu.

#### Tiêu thụ sản phẩm

Sản phẩm công ty được phân phối trực tiếp đến khách hàng có nhu cầu với phương thức thanh toán đa dạng.

Công ty có thể bán hàng trực tiếp cho khách từ khi triển khai dự án dưới hình thức góp vốn đầu tư hoặc bán với giá cao hơn khi thực hiện xong toàn bộ dự án.

## IV. TÌNH HÌNH TRIỂN KHAI CÁC DỰ ÁN BĐS

### 1. Dự án Khu đô thị cao cấp Sao Mai Bình Khánh 3 tại phường Bình Khánh, TP. Long Xuyên, tỉnh An Giang



#### Thông tin dự án:

Đây là dự án đang khai thác có quy mô lớn nhất của SMAG, dự kiến sẽ đóng góp doanh thu và lợi nhuận chính trong năm 2009-2010. Dự án có tổng diện tích 560.240 m<sup>2</sup> nằm trên địa bàn Phường Bình Khánh, TP. Long Xuyên, tỉnh An Giang và tổng vốn đầu tư 425,721 tỷ đồng, giá trị định giá lại là 733,396 tỷ đồng.

#### Tiềm năng dự án:

Dự án có vị trí rất thuận lợi nằm trong khu vực dân cư đông đúc phường Bình Khánh thành phố Long Xuyên, đồng thời nằm gần đường quốc lộ 91 nối An Giang với các tỉnh miền Tây. Sau khi SMAG hoàn thành bán đất nền giai đoạn I&II, mật độ xây dựng ở đây đã lên đến trên 30%. Công trình đến nay đã xây dựng xong hạ tầng giai đoạn 3 và đang khai thác. Riêng giai đoạn 4 đã san lấp mặt bằng xong. Đất nền Bình Khánh 3 đang được tiêu thụ khá tốt nhờ giá bán hợp lý (trực tiếp không qua trung gian, tập trung vào đối tượng có nhu cầu thật) và cơ sở hạ tầng đầy đủ (trường học, đường giao thông, điện nước và cây xanh).

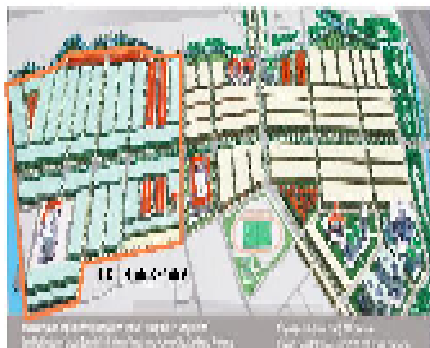
Hơn 1.300 nền liên kế đã được SMAG bán ra thị trường đã đem lại doanh thu 333 tỷ đồng (tương đương với bình quân 2,9 triệu đồng/m<sup>2</sup>). Phần dự án còn lại được định giá ở mức 400 tỷ đồng (giá bán từ 3,85 triệu/m<sup>2</sup> đến 6,2 triệu/m<sup>2</sup>).



Tổng VĐT (tỷ đồng)	Quy mô diện tích	Tiến độ	Đã bán	Còn lại
425	Gđ 1&2: 255.673 m <sup>2</sup>	Vừa khai thác Vừa xây dựng	Số nền: 1.397	Số nền: 1.284
	Gđ 3: 150.618 m <sup>2</sup>		Diện tích: 116.002 m <sup>2</sup>	Diện tích: 115.330 m <sup>2</sup>
	Gđ 4: 153.949 m <sup>2</sup>		Doanh số: 333,396 tỷ đồng	Doanh số: 400 tỷ đồng

Nguồn: BCB CP ĐT&XD Sao Mai An Giang

## 2. Dự án Khu đô thị cao cấp Sao Mai Bình Khánh 5 tại phường Bình Khánh, TP. Long Xuyên, tỉnh An Giang



### Thông tin dự án

Dự án Bình Khánh 5 nằm ngay sát dự án Bình Khánh 3 đang khai thác và là dự án đang triển khai có quy mô lớn nhất của SMAG, dự kiến sẽ đóng góp doanh thu và lợi nhuận chính trong giai đoạn 2011-2039. Dự án có tổng diện tích 348.800 m<sup>2</sup> nằm trên địa bàn Phường Bình Khánh, TP. Long Xuyên, tỉnh An Giang và tổng vốn đầu tư dự kiến 1.601 tỷ đồng.

### Tiềm năng dự án

Dự án có vị trí thuận lợi nằm cạnh khu đô thị Bình Khánh 3 tạo nên một tổng thể khu đô thị Sao Mai thống nhất. Lợi thế lớn nhất của Bình Khánh 5 là giá đền bù giải phóng mặt bằng thấp.

Chỉ tính riêng quyền sử dụng 144.020 m<sup>2</sup> đã giải phóng tại khu vực này, giá trị là 88,8 tỷ đồng. Tuy nhiên công ty không có sức ép nào về lợi nhuận nên dự án sẽ được triển khai dần theo 3 giai đoạn và kết hợp xây dựng nhà liên kế và biệt thự thay vì bán đất nền. Trong dài hạn, đây sẽ là nguồn doanh thu và lợi nhuận ổn định cho SMAG

Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Quy mô diện tích	Tiến độ	Đã bán	Còn lại
1.601	348.800 m <sup>2</sup>			

Nguồn: BCB CPĐT&XD Sao Mai An Giang

## 3. Dự án Khu Dân cư Sao Mai tại phường Mỹ Long, TP. Long Xuyên, tỉnh An Giang

### Thông tin dự án

Dự án nằm trên khu đất Thành Đội, đã được SMAG đấu giá thành công năm 2007 với giá bình quân 13,3 triệu/m<sup>2</sup>. Đây là dự án đang khai thác, dự kiến sẽ đóng góp doanh thu và lợi nhuận trong năm 2009-2010. Dự án có tổng diện tích 2.332 m<sup>2</sup> với tổng vốn đầu tư 31 tỷ đồng, giá trị định giá lại là 51 tỷ đồng.

### Tiềm năng dự án

Dự án có vị trí đắc địa, hai mặt đường Bạch Đằng và Nguyễn Đình Chiểu tại trung tâm của thành phố Long Xuyên. Người mua đã tiến hành xây dựng nhà ngay sau khi SMAG đã hoàn thành bán đất 10/20 nền liên kế tại đây. Dự án đang được bán với mức bình quân 22 triệu đồng/m<sup>2</sup>.

10 nền liên kế bán đợt 1 đã đem lại doanh thu 23,5 tỷ đồng (tương đương với giá bình quân 22,1 triệu đồng/m<sup>2</sup>). 10 nền liên kế còn lại được định giá ở mức 28 tỷ đồng (tương đương với giá bình quân 22 triệu đồng/m<sup>2</sup>).

Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Quy mô diện tích	Tiến độ	Đã bán	Còn lại
31	2.332,27 m <sup>2</sup>	đang khai	Số nền:10	Số nền:10





		thác	Diện tích: 1.061 m <sup>2</sup>	Diện tích: 1.271 m <sup>2</sup>
			Doanh số: 23.567 trđ	Doanh số: 28.000 trđ

Nguồn: BCB CPĐT&XD Sao Mai An Giang

#### 4. Khu nghỉ mát Sao Mai tại xã Tân Phước, huyện Tân Thành, Bà Rịa – Vũng Tàu



Tổng mức vốn đầu tư 25,8 tỷ đồng trên diện tích: 15.757,2 m<sup>2</sup>. Sao Mai Resort có 150 phòng theo tiêu chuẩn 3 sao với công suất sử dụng phòng lên tới 95%. Đem lại nguồn doanh thu ổn định khoảng 5-6 tỷ/năm.

Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Quy mô diện tích	Doanh Thu	Tỷ lệ lấp đầy trong năm
25,8	15.757,2 m <sup>2</sup>	5-6 tỷ/năm	95%

Nguồn: BCB CPĐT&XD Sao Mai An Giang

#### 5. Dự án Khu dân cư Sao Mai, phường 7, thị xã Bến Tre, tỉnh Bến Tre

##### Thông tin dự án

Dự án nằm tại Khu phố 4, phường 7, thị xã Bến Tre, tỉnh Bến Tre. Dự án có tổng diện tích 127.000 m<sup>2</sup> với tổng vốn đầu tư 76,88 tỷ đồng, đã hoàn thành cơ sở hạ tầng và đang khai thác bán nền.

##### Tiềm năng dự án

Dự án có vị trí tại trung tâm của thị xã Bến Tre. SMAG đã bán được 67% diện tích dự án, phần còn lại đang được chào bán với mức bình quân 6,5 triệu đồng/m<sup>2</sup>.

Khu đất còn lại (141 nền liền kề với tổng diện tích 13.715m<sup>2</sup>) được định giá 84 tỷ đồng

Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Quy mô diện tích	Tiến độ	Đã bán	Còn lại
76,88	127.000 m <sup>2</sup>	đang khai thác	Số nền: 506	Số nền: 143
			Diện tích: 47.612 m <sup>2</sup>	Diện tích: 13.715 m <sup>2</sup>
			Doanh số: 105.888 trđ	Doanh số: 89.000 trđ

Nguồn: BCB CPĐT&XD Sao Mai An Giang

#### 6. Dự án Khu Dân cư Sao Mai tại thị trấn Cái Dầu, huyện Châu Phú, tỉnh An Giang

##### Thông tin dự án

Khu đô thị Sao Mai nằm trong thị trấn Cái Dầu – Huyện Châu Phú, trên đường quốc lộ 91, gần thành phố Long Xuyên. Dự án có tổng diện tích 202.500 m<sup>2</sup> và tổng vốn đầu tư dự kiến 94,4 tỷ đồng. Công trình đến nay đã san lấp được trên 40% khối lượng toàn dự án và đang triển khai xây dựng cơ sở hạ tầng tiến tới hoàn thành đưa vào khai thác trước năm 2011.

**Tiềm năng dự án**

Huyện Châu Phú dân cư đông đúc, dự án Sao Mai Cái Dầu gần với sông và quốc lộ, tuy nhiên tiến độ tiêu thụ của dự án này sẽ chậm hơn các dự án hiện tại.



Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Quy mô diện tích	Tiến độ	Đã bán	Còn lại
94,4	20,25 ha	Đã bồi hoàn xong, san lấp 40%	Số nền: 289	Số nền: 621
			Diện tích: 24.600 m <sup>2</sup>	Diện tích: 97.330 m <sup>2</sup>
			Số tiền cọc: 12.800 trđ	Doanh số: 172.431 trđ

Nguồn: BCB CPĐT&XD Sao Mai An Giang

### 7. Dự án Khu dân cư – Trung tâm thương mại về hướng Đông thị trấn Tri Tôn, huyện Tri Tôn, tỉnh An Giang

**Thông tin dự án**

Khu dân cư - Trung tâm Thương mại về hướng Đông thị trấn Tri Tôn - huyện Tri Tôn được phê duyệt quy hoạch với diện tích 31,29 ha . Vốn đầu tư dự kiến 121 tỷ đồng.

**Tiềm năng dự án:**

Thị trấn Tri Tôn là thị trấn huyện lỵ, trung tâm Chính trị, Kinh tế - Xã hội, Thương mại - Dịch vụ - Du lịch của huyện Tri Tôn.



Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Quy mô diện tích	Tiến độ	Đã bán	Còn lại
121,5	312.924 m <sup>2</sup>	đã bồi hoàn 3/4, đang xây dựng và khai thác	Số nền: 227	Số nền: 1.020
			Diện tích: 14.824 m <sup>2</sup>	Diện tích: 23.366 m <sup>2</sup>
			Số tiền cọc: 14.028 trđ	Doanh số: 185.645 trđ

Nguồn: BCB CPĐT&XD Sao Mai An Giang

### 8. Dự án Khu Dân cư – Thương mại – Dịch vụ Sao Mai tại phường Châu Phú B, thị xã Châu Đốc, tỉnh An Giang

**Thông tin dự án**

Dự án nằm trên Công trình bến xe Châu Đốc có tổng diện tích 11.136 m<sup>2</sup> (giá đầu 44,6 tỷ đồng), tại trung tâm thị xã Châu Đốc. Dự án Khu dân cư Sao Mai gồm 55 nền nhà phố liền kề, kích thước từ 55 m<sup>2</sup> đến 56,28 m<sup>2</sup>. Thời gian thực hiện dự án: 2008 – 2009.

**Tiềm năng dự án**

Đây là một trong số các dự án có vị trí đắc địa nhất của SMAG, nằm trên hai mặt đường trung tâm Thị Xã Châu Đốc. Tính đến hết Q3/2009, SMAG đã bán được 4/55 lô đất nền với giá bình quân 16 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Một phần của khu đất (có diện tích khoảng 1.100m<sup>2</sup>) được bán để xây dựng đại lý xe Honda.

Tính đến thời điểm khảo sát, đa số 80% diện tích nền đã được chuyển nhượng với mức



giá từ 7-20 triệu đồng/m<sup>2</sup>. So với tổng đầu tư mức 44,6 tỷ đồng, lợi nhuận sẽ hạch toán trong quý VI/2009 đến 2010 từ khu đất này ước tính khoảng 30-35 tỷ đồng.



Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Quy mô diện tích	Tiến độ	Đã bán	Còn lại
44,6	11.136 m <sup>2</sup>	vừa khai thác vừa xây dựng	Số nền: 4	Số nền: 51
			Diện tích: 960 m <sup>2</sup>	Diện tích: 6.313 m <sup>2</sup>
			Doanh số: 15,478 tỷ đồng Lợi nhuận 6,1 tỷ đồng	Doanh số: 60 tỷ đồng

Nguồn: BCB CPĐT&XD Sao Mai An Giang

#### 9. Dự án Đầu tư xây dựng hạ tầng kỹ thuật Khu đô thị cao cấp Sao Mai tại thị trấn Tịnh Biên, huyện Tịnh Biên, tỉnh An Giang

##### Thông tin dự án

Khu đô thị Sao Mai nằm trong thị trấn Tịnh Biên cách cửa khẩu quốc tế Tịnh Biên khoảng 02 km, cửa khẩu này nối với Quốc lộ 02 cách thủ đô PhnomPênh – Campuchia 120 km đường bộ. Dự án có tổng diện tích 203.124 m<sup>2</sup> nằm trên địa bàn và tổng vốn đầu tư dự kiến 65 tỷ đồng.

##### Tiềm năng dự án:

Do gần cửa khẩu với Campuchia và các khu du lịch điểm trong Tỉnh Giá trị quyền sử dụng đất đã giải phóng tại khu vực này là khoảng 56 tỷ đồng Địa điểm gần cửa khẩu Campuchia và các khu du lịch điểm trong Tỉnh. Giá trị quyền sử dụng đất đã giải phóng tại khu vực này là khoảng 56 tỷ đồng.



Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Quy mô diện tích	Tiến độ	Đã bán	Còn lại
65,1	203.124 m <sup>2</sup>	Đã đền bù xong, đang thi công	Số nền: 244	Số nền: 599
			Diện tích: 18.056 m <sup>2</sup>	Diện tích: 84.893 m <sup>2</sup>
			Số tiền cọc: 12,8 tỷ đồng	Doanh số: 130,982 tỷ đồng

Nguồn: BCB CPĐT&XD Sao Mai An Giang

#### 10. Dự án xây dựng Chợ & Khu dân cư trung tâm xã Hội An, huyện Chợ Mới, tỉnh An Giang

##### Thông tin dự án

Khu trung tâm phía Bắc xã Hội An nằm trên tỉnh lộ 942, đường giao thông chính của khu vực đi thị trấn Chợ Mới và thị xã Cao Lãnh. Đây là địa điểm thuận lợi để phát triển kinh tế. Tổng vốn đầu tư dự kiến là 42,5 tỷ đồng trên diện tích 6,7 ha.

**Tiềm năng dự án:**

Tuy dự án đang trong giai đoạn bồi hoàn nhưng đã có nhiều khách hàng đến tìm hiểu và đăng kí đặt cọc

Tổng số nền	Diện tích (m2)	Số nền đặt cọc	Diện tích (m2)	Số nền chưa bán	Diện tích (m2)	Tổng thu dự kiến (triệu VND)
297	29.447	28	2369	269	23.366	81.564

Nguồn: BCB CPĐT&XD Sao Mai An Giang

**11. Dự án Khu Chung cư cao cấp & Văn phòng Sao Mai cho thuê tại phường 16, quận 8, TP. Hồ Chí Minh**

**Thông tin dự án**

- Phía Bắc giáp đại lộ Đông Tây lộ giới 60 m;
- Phía Nam giáp đường quy hoạch lộ giới 12 m;
- Phía Đông giáp đường đất hiện hữu;
- Phía Tây giáp đường quy hoạch lộ giới 12 m.

Tổng diện tích sàn khối chung cư cao 18 tầng là 14.019 m<sup>2</sup>, bố trí 102 căn hộ cao cấp, dân số dự kiến 476 người. Đối với khối văn phòng cho thuê cao 16 tầng tổng diện tích sàn là 19.400 m<sup>2</sup>. Tổng vốn đầu tư dự kiến 360 tỷ đồng.

**Tiềm năng dự án**

Dự án nằm ngay giao lộ giữa Đại lộ Đông - Tây và Đường vành đai trong, một trong những giao lộ lớn của thành phố, gần siêu thị Big C An Lạc, siêu thị Metro, chợ An Lạc, chợ Kiến Đức. Hiện nay Công ty đang điều chỉnh qui mô của dự án từ 16 – 18 tầng lên 33 tầng

Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Quy mô diện tích	Tiến độ	Đã bán	Còn lại
360	4.327,22 m <sup>2</sup>	Đang điều chỉnh dự án từ 16-18 tầng thành 33 tầng		

Nguồn: BCB CPĐT&XD Sao Mai An Giang

**CÁC DỰ ÁN ĐƯỢC CHẤP THUẬN ĐẦU TƯ**

TT	DỰ ÁN	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Quy mô diện tích
1	Khu dân cư Sao Mai phường 10, TP. Mỹ Tho, tỉnh Tiền Giang	700	150 ha
2	KĐT Sao Mai Nam Trần Hưng Đạo tại TP. Hòa Bình, tỉnh Hòa Bình	500	130 ha
3	Dự án Khu du lịch Núi Trà Sur	85	106.094 m <sup>2</sup>
4	Dự án Khu biệt thự nghỉ dưỡng Núi Cấm	100	86.000 m <sup>2</sup>
5	Dự án Khu liên hợp Công nghiệp và Cảng biển quốc tế IDI	1200	156 ha

**ƯỚC DOANH THU, LỢI NHUẬN CÁC DỰ ÁN ĐANG THỰC HIỆN**

TT	DỰ ÁN	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Tiến độ khai thác	Đã bán	Còn lại	Doanh thu bình quân năm từ 2009	Tỷ suất LN Gộp
1	Sao Mai Bình Khánh 3, TP. Long Xuyên, An Giang	425	2007-2015	333.396	400.000	57000	35%
2	KDC Mỹ Long, TP. Long Xuyên, An Giang	31	2009-2010	23.567	28.000	26.000	60%
3	KDC Ấp Thị huyện Chợ Mới, An Giang	8	2005-2006	14000 LN 6100			
4	KDC Châu Phú B, thị xã Châu Đốc, tỉnh An Giang	44,6	2009-2011	15.478	60.000	33.000	62%
5	KDC Sao Mai, phường 7, thị xã Bến Tre, Bến Tre	76,88	2007-2012	105.888	89.000	22.200	33%
6	Sao Mai Resort Tân Thành, Bà Rịa – Vũng Tàu	25,8	2009-2039			5500	50%
7	Sao Mai Bình Khánh 5, TP. Long Xuyên, An Giang	1.601( cả XD)	2010-2039			50.000	15%
8	KDC Hội An, Chợ Mới, An Giang	42,5	2010-2013	Nhận cọc: 1.531	81.564	27.100	40%
9	KĐT Tịnh Biên, huyện Tịnh Biên, An Giang	65,1	2010-2014	Nhận cọc: 12.800	130.982	26.000	35%
10	KDC trấn Tri Tôn, huyện Tri Tôn, tỉnh An Giang	121,5	2010-2015	Nhận cọc: 14.028	185.645	30800	30%
11	KDC Cái Dầu, huyện Châu Phú, tỉnh An Giang	94,4	2010-2015	Nhận cọc: 12.800	172.431	28.000	35%
12	Sao Mai Tower, quận 8, TP. HCM (67.76%)	360	2010-2050			40.000	25%

**BẢNG ƯỚC DT, LN THEO THỜI GIAN**



Chỉ tiêu	Đã hoàn thành, khai thác hết	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Bình Khánh 3 - GĐ 1,2	Bình Khánh 3 - GĐ 3,4						
	Áp Thị, Chợ Mới							
	KDC Mỹ Long							
	KDC Châu Phú, TX Châu Đốc							
	KDC P7 Bến Tre							
	Resort Sao Mai BR-VT							
	Sao Mai Bình Khánh 5							
	KDC Hội An, Chợ Mới							
	KDC Tịnh Biên							
	KDC Tri Tôn							
	KDC Cái Dầu, Châu Phú							
	Sao Mai Tower							
DT BĐS		110	295	324				
LN từ BĐS		40	103	95				
DT Thủy sản		300	300	300				
LN từ thủy sản		6	6	6				
DT XD, dịch vụ		50	50	50				
LN XD, dịch vụ		8	8	10				
LNTT		54	80	111				

## V. PHÂN TÍCH SWOT

- Điểm mạnh** Công ty có quỹ đất rộng, nằm ở những địa thế đẹp ở tỉnh An Giang  
Công ty chỉ tập trung vào ngành nghề chính là xây lắp và kinh doanh bất động sản cho nên hoạt động không bị dàn trải sang nhiều lĩnh vực vốn không phải là thế mạnh của SMAG.
- Điểm yếu** Địa bàn hoạt động hiện nay mới chỉ tập trung ở An Giang  
Công ty có tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu cao dẫn đến việc bị phụ thuộc bởi nguồn vốn bên ngoài. Chi phí hoạt động chịu tác động lớn bởi chi phí lãi vay.  
Một số dự án của công ty đặt ở những huyện có dân cư thưa và thu nhập thấp nên khả năng tiêu thụ trong tương lai không cao.
- Cơ hội** Thị trường bất động sản khá tiềm năng, dân số lớn đặc biệt là nhu cầu về nhà ở hạng trung và rẻ tại An Giang và trong cả nước.  
Thị trường bất động sản đã có những dấu hiệu ấm lên trong thời gian gần đây đặc biệt là ở phân khúc nhà ở mức trung bình và thấp.

Nền kinh tế Việt Nam đã sớm vượt qua khỏi cơn bão khủng hoảng

**Mối đe dọa** Công ty đang triển khai rất nhiều dự án với khối lượng vốn yêu cầu cao. Điều này có thể tạo ra rủi ro về thanh khoản đối với công ty.

Lĩnh vực thủy sản tiềm ẩn nhiều rủi ro có khả năng làm giảm lợi nhuận của công ty

## VI. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP

Tổng hợp chỉ tiêu tài chính  
DN qua các năm

Chỉ tiêu	2007	2008	Tại thời điểm 30/09/2009
<i>Chỉ tiêu về khả năng thanh toán (lần)</i>			
+ Hệ số thanh toán ngắn hạn (Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn)	2,22	1,31	1,17
+ Hệ số thanh toán nhanh (Tài sản ngắn hạn – Hàng tồn kho)/Nợ ngắn hạn	1,66	0,66	0,51
<i>Chỉ tiêu về cơ cấu vốn (lần)</i>			
+ Hệ số nợ/Tổng tài sản	0,61	0,69	0,67
+ Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	1,57	2,22	2,01
<i>Chỉ tiêu về năng lực hoạt động (lần)</i>			
+ Vòng quay hàng tồn kho (Giá vốn hàng bán/hàng tồn kho bình quân)	1,07	1,22	1,48
+ Doanh thu thuần/Tổng tài sản	0,32	0,32	0,50
<i>Chỉ tiêu về khả năng sinh lợi</i>			
+ Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần	21%	8%	7%
+ Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu	17%	8%	10%
+ Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	7%	3%	3%
+ Lợi nhuận từ HĐKD/Doanh thu thuần	26%	9%	7%

### Nhận xét chung:

**Nhóm chỉ tiêu thanh toán:** Hệ số thanh toán ngắn hạn và hệ số thanh toán nhanh giảm trong hai năm gần đây do tài sản ngắn hạn tăng chậm hơn nợ ngắn hạn. Tuy nhiên so với các công ty khác trong ngành hai chỉ tiêu thanh toán của công ty ở mức trung bình.

**Nhóm chỉ tiêu về cơ cấu vốn:** Công ty sử dụng mức đòn bẩy tài chính cao hơn mức trung bình chung của ngành (1.28 lần)

**Nhóm chỉ tiêu về năng lực hoạt động:** các chỉ tiêu về vòng quay hàng tồn kho và doanh thu/tổng tài sản tăng theo thời gian do công ty có hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực thủy sản.

**Nhóm chỉ tiêu sinh lời:** Tỷ suất lợi nhuận biên giảm mạnh do doanh thu từ lĩnh vực bất động sản giảm từ 80% - 2007 xuống 19% trong năm 2009 trong khi doanh thu thủy sản tăng từ 0% -2007 lên 78% -2009 . Các chỉ tiêu ROA, ROE năm 2008 thấp hơn 2007 do ảnh

hưởng của khủng hoảng tài chính thế giới trong. Trong 9 tháng đầu năm 2009 các chỉ tiêu này có cải thiện và sẽ tăng mạnh hơn trong cả năm 2009 do lợi nhuận lĩnh vực bất động sản thường tập trung vào quý IV hàng năm.

**Phân tích ROE  
theo Hệ thống  
Du Pont (5 nhân tố)**

**(1) Tỷ lệ chịu thuế TNDN (EAT/EBT)**

*Tỷ lệ thuế TNDN phải nộp của Sao Mai trong các năm qua luôn thấp hơn mức thuế suất thuế TNDN hiện hành.* Điểm đáng lưu ý là tỷ lệ chịu thuế đang tăng dần trong những năm trở lại đây cho thấy doanh nghiệp đã giảm đáng kể được tỷ suất thuế TNDN bình quân phải trả, góp phần tăng ROE. Nguyên nhân là do:

*Về yếu tố vĩ mô,* nhằm ngăn chặn đà suy giảm và duy trì tăng trưởng kinh tế, Chính phủ đã cắt giảm 30% thuế TNDN trong quý IV.2008 và năm 2009 theo Nghị quyết số 30/NQ-CP ngày 11/12/2008.

*Về chủ quan,* Sao Mai đã khai thác khá tốt chính sách ưu đãi thuế TNDN của nhà nước đối với từng dự án đầu tư. Cụ thể, thuế TNDN từ khu dân cư Bình Khánh và khu dân cư Ấp Thị được giảm 50% từ 2009 đến 2011. Dự án Phú Hoà được áp dụng thuế suất 20%, giảm 50% thuế TNDN trong năm 2009, 2010.

*Thuế TNDN bình quân phải nộp chỉ ở mức 15% trong năm 2010 và 2010 do Sao Mai duy trì tốt quyền được hưởng chính sách ưu đãi thuế TNDN đối với các dự án đầu tư*

Tỷ lệ chịu thuế TNDN của Sao Mai trong năm 2010 và 2011 sẽ giảm dần so với năm 2009 (tức là tỷ lệ thuế TNDN phải nộp tăng dần) do doanh nghiệp không còn được hưởng mức ưu đãi giảm trừ chung là 30% so với mức thuế TNDN hiện hành 25%. Song, Doanh nghiệp vẫn duy trì tốt quyền được hưởng chính sách ưu đãi thuế TNDN đối với các dự án đầu tư với mức giảm trừ trung bình khoảng 10%. Như vậy, theo ước tính của chúng tôi, thì tỷ lệ chịu thuế TNDN của Sao Mai trong năm nay và năm 2011 vào khoảng 0,85, tương đương với mức TNDN bình quân là 15%.

**(2) Tỷ lệ chịu lãi vay (EBT/EBIT)**

*Tỷ lệ chịu lãi vay tuy giảm trong 9 tháng đầu năm 2009 do chính sách khai thác vốn vay với chi phí thấp của Sao Mai nhưng sẽ sớm tăng và duy trì ổn định trong năm 2010*

Tuy tỷ lệ chịu lãi vay của Sao Mai đã giảm từ 0,91 năm 2007 xuống mức bình quân 0,7 trong 9 tháng đầu năm 2009 phản ánh chi phí lãi vay tăng, tác động giảm ROE trong ngắn hạn nhưng lại cho thấy yếu tố tích cực. Cụ thể là, Sao Mai đã khai thác khá tốt các khoản vay ngắn hạn trong năm 2009 với chi phí vốn vay bình quân khá thấp (khoảng 4,47%/năm) so với khả năng tạo lợi nhuận trên một đơn vị tài sản tương ứng của doanh nghiệp để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh trong năm<sup>1</sup>. Tính đến 31/12/2009, Sao Mai đã hoàn trả được số nợ gốc và lãi vay ngắn hạn tăng thêm nêu trên (công ty đã trả hết nợ 80 tỷ cho VCB, giảm 15% vốn vay của VDB). Do vậy, theo tính toán của chúng tôi, tỷ lệ chịu lãi vay của Sao Mai trong năm 2010 và 2011 có thể giữ được ở mức trên 0,8.

**(3) Tỷ lệ tạo lợi nhuận từ một đồng doanh thu (EBIT/Doanh thu thuần)**

Tỷ lệ này có xu hướng giảm nhẹ do chịu tác động bởi sự gia tăng giá vốn hàng bán chung, hệ quả của sự thay đổi trong cơ cấu giá vốn hàng bán (GVHB)<sup>2</sup>.

**Chi phí hoạt động của Sao Mai theo doanh thu (%)**

<sup>1</sup> Không bao gồm chi phí lãi vay liên quan trực tiếp đến việc đầu tư xây dựng hoặc sản xuất tài sản dở dang được vốn hoá trực tiếp vào giá trị tài sản.

<sup>2</sup> Trong phân tích này, chúng tôi đã tách tác động của chi phí lãi vay thành một đối tượng để xem xét riêng nên không đưa vào xem xét trong phần này.

Chi phí hoạt động	2007	2008	9T.09
Giá vốn hàng bán	66,9	85,2	87,7
Chi phí tài chính (ko kể lãi vay)	0,0	0,76	0,0
Chi phí bán hàng	0,0	4,0	3,8
Chi phí quản lý doanh nghiệp	4,5	3,1	1,6

Nguồn: R&D BSC

Sao Mai kiểm soát khá tốt các loại chi phí hoạt động. GVHB tăng chủ yếu do sự chuyển dịch tạm thời về cơ cấu tổng doanh thu và giá vốn từ lĩnh vực bất động sản và xây dựng sang lĩnh vực thủy sản

Điểm đáng lưu ý là Sao Mai kiểm soát khá tốt các loại chi phí, đặc biệt là giá vốn hàng bán. Sao Mai đã có chính sách thích hợp để duy trì sự tăng trưởng doanh thu thông qua việc tăng nguồn thu từ lĩnh vực kinh doanh cá tra xuất khẩu. Vì vậy, GVHB bình quân theo doanh thu của Sao Mai tăng trong 9 tháng đầu năm 2009 chủ yếu do sự chuyển dịch về cơ cấu doanh thu và giá vốn từ lĩnh vực xây dựng và bất động sản sang lĩnh vực thủy sản (xem bảng dưới). Nếu xét theo cơ cấu trong tổng lãi gộp biên, thì có sự chuyển dịch tạm thời từ những lĩnh vực có lãi gộp biên cao sang lĩnh vực có lãi gộp biên thấp hơn.

#### Tỷ trọng doanh thu của từng lĩnh vực (%)

Tổng doanh thu	100%	100%	100%
Bất động sản	70,0	15,0	19,1
Xây dựng	28,7	16,3	1,3
Thủy sản	0,0	66,1	78,8
Dịch vụ	1,3	2,6	0,8

Nguồn: R&D BSC

#### Đánh giá GVHB và tỷ lệ lợi nhuận biên theo từng lĩnh vực

**Bất động sản:** Khi xem xét tỷ lệ lãi gộp biên theo từng lĩnh vực thì GVHB theo doanh thu thuộc ngành cốt lõi của Sao Mai là bất động sản giảm dần nên mức lợi nhuận gộp biên khá cao (bình quân đạt khoảng 40%/năm). Điều này cho thấy, tuy quy mô của lĩnh vực này thu hẹp có thể xuất phát từ nhiều yếu tố chủ quan lẫn khách quan nhưng hiệu quả hoạt động trong lĩnh vực cốt lõi này của Sao Mai đang tăng dần. Hay nói cách khác là lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của Sao Mai đã tác động tích cực đối với GVHB theo doanh thu.

Chuyển dịch phương thức kinh doanh làm giảm bớt lợi nhuận gộp biên do chia sẻ cho các đơn vị thầu phụ trong lĩnh vực xây dựng

**Xây dựng:** là ngành truyền thống của Sao Mai có tỷ lệ GVHB theo doanh thu tăng trong 9 tháng đầu năm 2009. Nguyên nhân là do số lượng công trình xây dựng khá nhiều trong những năm gần đây, Sao Mai đã có sự dịch chuyển phương thức kinh doanh từ việc tiến hành xây lắp trực tiếp sang chủ yếu làm chủ đầu tư hoặc đơn vị nhận thầu chính, sau đó giao lại cho các đơn vị thầu phụ thực hiện. Do vậy, một phần lợi nhuận gộp đã được chia sẻ cho các đơn vị thầu phụ. Ngoài ra, một phần chi phí xây dựng cơ bản dở dang của các công trình đã được hoạch toán dần vào GVHB trong khi vẫn chưa được hạch toán doanh thu tương ứng. Tuy nhiên, nếu xét theo tỷ trọng trong tổng doanh thu thì lĩnh vực xây dựng chỉ chiếm một tỷ trọng khá nhỏ (1,3%) nên mức độ làm gia tăng GVHB bình quân

theo doanh thu là không lớn.

*GVHB theo doanh thu tăng nhanh chủ yếu do sự dịch chuyển tạm thời cơ cấu doanh thu sang lĩnh vực xuất khẩu thủy sản - lĩnh vực thường có tỷ lệ lãi gộp biên thấp hơn bất động sản*

*Thủy sản:* Sự gia tăng nhanh chóng doanh thu và giá vốn tương ứng từ lĩnh vực kinh doanh thủy sản là nhân tố chủ yếu làm tăng GVHB theo doanh thu bình quân của Sao Mai. Tuy so với các doanh nghiệp trong ngành kinh doanh cá tra xuất khẩu, tỷ lệ lợi nhuận gộp biên của Sao Mai trong lĩnh vực này chưa cao nhưng xét về tốc độ chuyển biến về doanh thu thì đây là lĩnh vực có sự tăng trưởng ngoạn mục. Tuy nhiên, Sao Mai không có định hướng lâu dài là tham gia trực tiếp vào lĩnh vực này mà thông qua các công ty con và công ty liên kết. Vì vậy, cơ cấu doanh thu của lĩnh vực này tăng nhanh trong thời gian qua nhằm thực hiện mục tiêu mở rộng thị phần xuất khẩu.

#### Tỷ lệ lãi gộp biên theo từng lĩnh vực (%)

Năm	2007	2008	3Q.09
Bất động sản	35.9	40.7	44.8
Xây dựng	23.5	20.5	8.6
Thủy sản	0	6.8	4.6
Dịch vụ	0	36.0	-8.7

*Tóm lại,* theo chúng tôi, Sao Mai có thể kiểm soát tốt được GVHB theo doanh thu bình quân ở mức hợp lý và bền vững (khoảng từ 75-80%) trong thời gian tới. *Với quỹ đất khá lớn giúp khả năng phân phối các sản phẩm bất động sản của Sao Mai có thể kéo dài tới hơn 30 năm trong khi Công ty chủ yếu tham gia thị trường bất động sản ở phân khúc giá trung bình với cầu thường lớn hơn cung thì việc chủ động thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận gộp từ lĩnh vực cốt lõi này là khả thi cả trong ngắn hạn và dài hạn.*

#### Các chi phí hoạt động khác ổn định

Nếu tách riêng phần tác động của chi phí lãi vay, các chi phí hoạt động khác được Sao Mai kiểm soát khá hiệu quả. Do doanh nghiệp không đầu tư chứng khoán, nên chi phí tài chính của doanh nghiệp gần như bằng 0. Riêng năm 2008, tỷ lệ chi phí tài chính/doanh thu chỉ tăng 0,76% là do Sao Mai bị lỗ chênh lệch tỷ giá đã thực hiện (0,73%), chiết khấu thanh toán, lãi bán hàng trả chậm và chi phí tài chính khác (0,03%). Hai chi phí hoạt động cơ bản khác là chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp được Sao Mai kiểm soát ở mức khá hợp lý, đã góp phần nâng cao khả năng tạo lợi nhuận từ một đồng doanh thu của doanh nghiệp.

**Kết luận:** *Tuy tỷ lệ tạo lợi nhuận từ một đồng doanh thu của Sao Mai có xu hướng giảm nhẹ trong thời gian gần đây nhưng chỉ là xu hướng tạm thời do có sự dịch chuyển về cơ cấu doanh thu và GVHB giữa các lĩnh vực kinh doanh. Theo đánh giá của chúng tôi, tỷ lệ này sẽ tăng trở lại trong năm nay và các năm tới nhờ sự tăng trưởng mạnh trở lại của lĩnh vực kinh doanh cốt lõi là bất động sản ở phân khúc giá trung bình. Theo đó, tỷ lệ này có thể đạt mức 0,15 trong năm 2009 và 0,20 trong năm 2010.*



*Khai thác tài sản hiệu quả góp phần mở rộng và nâng cao nguồn doanh thu cho doanh nghiệp*

#### (4) Tỷ lệ tạo doanh thu từ một đồng tài sản (Doanh thu thuần/Tổng tài sản)

Nếu như chỉ tiêu trên cho biết một đồng doanh thu thì tạo ra bao nhiêu đồng lợi nhuận thì chỉ tiêu này xem xét hiệu quả sử dụng tài sản của Sao Mai, cho biết một đồng tài sản sẽ tạo ra bao nhiêu đồng doanh thu. *Tỷ lệ này đang tăng khá nhanh lên 0,5 trong 9 tháng đầu năm 2009 cho thấy khả năng sử dụng tài sản của Sao Mai khá hiệu quả.* Để đánh giá chỉ tiêu này, chúng tôi phân tích sự tăng trưởng và cơ cấu của hai nhân tố cấu thành.

**Tăng trưởng doanh thu:** Sao Mai đã thành công trong việc duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm khá cao (năm 2008 tăng 38%/2007, 9T.09 tăng 61,6%/2008) đã góp phần nâng cao hiệu quả sử dụng tài sản. Khi xem xét về cơ cấu tăng trưởng của doanh thu, sự tăng trưởng ấn tượng của lĩnh vực bất động sản và thủy sản được xem là hai lĩnh vực đóng góp lớn vào tốc độ tăng trưởng doanh thu.

#### **Tăng trưởng tài sản**

Tốc độ tăng trưởng của tổng tài sản chậm hơn so với tăng trưởng doanh thu đã làm tăng tỷ lệ nêu trên.

Xét về cơ cấu tổng tài sản, có sự chuyển dịch cơ cấu từ tài sản ngắn hạn sang tài sản dài hạn tuy tài sản ngắn hạn vẫn chiếm một tỷ trọng lớn trong tổng tài sản. Khi xem xét hiệu quả sử dụng tài sản, chúng tôi xem xét sự biến động của những nhóm tài sản chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản.

**Hàng tồn kho:** Đây là nhóm tài sản có thể trực tiếp và tạo ra doanh thu trong ngắn hạn cho Công ty. Sự tăng trưởng của hàng tồn kho đã đóng góp đáng kể vào sự tăng trưởng của tổng tài sản. Khi xem xét cơ cấu hàng tồn kho, nhóm hàng hoá bất động sản và chi phí sản xuất kinh doanh dở dang tăng mạnh trong thời gian qua là yếu tố chủ yếu làm tăng hàng tồn kho. Sự sụt giảm doanh thu bất động sản trong năm 2008 chủ yếu do tồn kho, chưa bán hàng hoá BĐS, không phải do hoạt động kinh doanh BĐS của Sao Mai bị thu hẹp. Theo chúng tôi, bên cạnh sự khó khăn về thị trường đầu ra của sản phẩm, Sao Mai cũng chủ động chưa đẩy mạnh bán hàng vào thời điểm nền kinh tế gặp khó khăn do giá bán sản phẩm không được hấp dẫn.

**Tài sản cố định:** Đây là nhóm tài sản có thể trực tiếp và tạo ra doanh thu nhưng thường trong trung hạn cho Công ty. Sự gia tăng cơ cấu tài sản cố định trong tổng tài sản chủ yếu do sự tăng nhanh của chi phí xây dựng cơ bản dở dang. Đây có thể được xem là nguồn chủ yếu tạo ra doanh thu cho Sao Mai trong thời gian tới. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang của Sao Mai trong 9 tháng đầu năm khá lớn, chiếm tới 22,8% trong tổng tài sản so với mức 10,1% của năm 2008 và 3,2% trong năm 2007. Như vậy, việc đa dạng hoá và trải rộng đầu tư các dự án của Sao Mai có thể tạo ra những khó khăn ngắn hạn về nguồn vốn kinh doanh nhưng lại tạo ra sức bật mạnh về tăng trưởng doanh thu BĐS cho công ty trong thời gian tới.

**Phải thu của khách hàng:** Sao Mai đã duy trì một tỷ lệ khá hợp lý trong tổng tài sản (khoảng 10%) cho thấy Công ty kiểm soát khá tốt khoản mục này. Trên thực tế, đây là phần tài sản đã được hạch toán vào doanh thu nhưng Công ty cho khách hàng trả chậm

*Sự sụt giảm doanh thu BĐS trong năm 2008 chủ yếu do tồn kho, chưa bán hàng hoá BĐS, không phải do hoạt động kinh doanh BĐS của Sao Mai bị thu hẹp*

trong ngắn hạn. Đây có thể được xem như chính sách của công ty trong việc lôi kéo khách hàng, đặc biệt đối tượng khách hàng mua hàng hoá bất động sản là chủ yếu có mức thu nhập thấp và trung bình.

Tóm lại, chúng tôi nhận thấy, sự tăng trưởng của tổng tài sản nói chung bắt nguồn từ những nhóm tài sản tạo ra doanh thu trực tiếp và ngắn hạn cũng như những nhóm tài sản tạo ra nguồn doanh thu gián tiếp và trung hạn cho Sao Mai. Đây là bằng chứng cho thấy sự sụt giảm doanh thu từ lĩnh vực BĐS trong thời gian qua chỉ có tính tạm thời khi nguồn cung hàng của Công ty từ lĩnh vực này còn rất lớn, có thể tạo ra sự tăng trưởng đột phá về doanh thu trong năm nay và nhiều năm tới. Theo đánh giá của chúng tôi, tỷ lệ này trong năm 2010 có thể duy trì được ở mức 0,5.

#### **(5) Đòn bẩy tài chính**

*Khai thác tốt đòn bẩy tài chính làm tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh*

Tính đến 30/09/2009, tỷ lệ nợ/vốn chủ đạt 2,01 lần. Theo ước tính chi phí lãi vay bình quân của cả năm 2009 chỉ khoảng 4,47%/năm. Trong khi đó, tính đến hết quý III/2009, ROA (EBIT/Tổng tài sản) đã đạt 5,06%, cao hơn chi phí lãi vay bình quân của cả năm 2009. Vì vậy, theo đánh giá của chúng tôi, Sao Mai đã khai thác khá tốt đòn bẩy tài chính để gia tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh. Với khả năng này, chúng tôi dự tính trong năm 2010, Sao Mai sẽ duy trì mức đòn bẩy với tỷ lệ nợ/vốn chủ đạt 2,0 lần.

**Tóm lại, kết hợp cả 5 nhân tố trên, tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu sẽ đạt mức ổn định khoảng 20,04% trong năm 2010.**

## VI. ĐỊNH GIÁ

Hiện nay, có 2 phương pháp được sử dụng khá phổ biến vì tính đơn giản, dễ hiểu, dễ sử dụng, sát với thực tế và rất hiệu quả: đó là phương pháp so sánh P/E và phương pháp so sánh P/Bv.

### 1. Phương pháp so sánh P/E:

Tại thời điểm 30/09/2009, EPS của 4 Quý gần nhất (*Quý IV/2008 cộng với 3 Quý năm 2009*) là **9.038 đồng/cổ phiếu**, ứng với tổng số cổ phiếu là 4.956.300 cổ phiếu. Tuy nhiên, tháng 11 năm 2009, Sao Mai An Giang thực hiện chia thưởng theo tỷ lệ 1:1, theo đó EPS điều chỉnh của Công ty là **4.519 đồng/cổ phiếu**, ứng với tổng số cổ phiếu là 9.912.600.

- Hệ số P/E ngành bình quân ngành (tại ngày 9/12/2009): **21,15** (Phụ lục 1).
- Hệ số P/E ngành điều chỉnh hợp lý:  $60\% \times 21,15 = \mathbf{12,69}$ .
- Giá một cổ phiếu:  $4.519 \times 12,69 = \mathbf{57.346}$  đồng/cổ phiếu.

### 2. Phương pháp so sánh P/Bv:

Đây là phương pháp tính giá cổ phiếu dựa trên giá trị sổ sách của Sao Mai An Giang và mức bình quân của hệ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của các công ty đang niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán TP. HCM và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội.

- Tại thời điểm 30/09/2009, Giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu (Book Value) là **29.047** đồng/cổ phiếu, ứng với tổng số cổ phiếu là 9.912.600.
- Hệ số P/ Bv bình quân ngành (tại ngày 9/12/2009): **3,74** (Phụ lục 1).
- Hệ số P/Bv ngành điều chỉnh hợp lý:  $60\% \times 3,74 = \mathbf{2,08}$
- Giá một cổ phiếu:  $29.047 \times 2,08 = \mathbf{60.417}$  đồng/cổ phiếu.

### 3. Phương pháp tài sản ròng

Theo chứng thư thẩm định giá của Công ty cổ phần thông tin và thẩm định giá Tây Nam Bộ định giá quyền sử dụng đất và công trình xây dựng của 22 hạng mục thuộc sở hữu của Sao Mai An Giang theo giá thị trường tại thời điểm đầu tháng 10/2009. Tổng giá trị của 22 hạng mục này là 1.046 tỷ.

Stt	Tên tài sản	Giá trị thẩm định (VND)
01	Quyền sử dụng đất của lô đất tại khu dân cư Bình Khánh 3, TP. Long Xuyên, tỉnh An Giang	398.705.954.000
02	Quyền sử dụng đất tại đường Giải thoát giao thông Khu dân cư Nam Trà Ôn, phường Bình Khánh, TP. Long Xuyên, tỉnh An Giang	14.520.022.000
03	Quyền sử dụng đất Khu dân cư Bình Khánh 5, phường Bình Khánh, TP. Long Xuyên, tỉnh An Giang	88.800.448.000

04	Quyền sử dụng đất tại thị trấn Xuân Biên, huyện Tịnh Biên, tỉnh An Giang	51.217.128.000
05	Quyền sử dụng đất khu hạ tầng kỹ thuật Chợ & Khu dân cư, Trung tâm xã Hội An, huyện Chợ Mới, tỉnh An Giang	29.050.282.000
06	Quyền sử dụng đất (Khu đất Thành đội) phường Mỹ Long, TP. Long Xuyên, tỉnh An Giang	42.537.886.000
07	Quyền sử dụng đất (Khu đất Kho An Giang 1) tại đường Trần Hưng Đạo, phường Mỹ Bình, TP. Long Xuyên, tỉnh An Giang.	43.813.320.000
08	Quyền sử dụng đất (khu đất bến xe Châu Đốc) tại phường Châu Phú B, thị xã Châu Đốc, tỉnh An Giang	63.166.704.000
09	Quyền sử dụng đất và công trình xây dựng tại số 326 đường Hùng Vương, phường Mỹ Long, TP. Long Xuyên, tỉnh An Giang	13.842.739.000
10	Quyền sử dụng đất và công trình xây dựng tại số 72 đường Trần Nhật Duật, phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, tỉnh An Giang	6.495.649.000
11	Quyền sử dụng đất và công trình xây dựng tại số 706 đường Hà Hoàng Hổ, phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, tỉnh An Giang	1.851.327.000
12	Quyền sử dụng đất và công trình xây dựng tại số 645/33 đường Trần Hưng Đạo, phường Bình Đức, TP. Long Xuyên, tỉnh An Giang.	2.387.340.000
13	Quyền sử dụng đất tại đường tỉnh lộ 943, khóm Tây Khánh, phường Mỹ Hòa, TP. Long Xuyên, tỉnh An Giang.	2.042.860.000
14	Quyền sử dụng đất và công trình xây dựng tại số 647B/33 đường Tôn Thất Thuyết, phường Bình Đức, TP. Long Xuyên, tỉnh An Giang.	1.181.040.000
15	Quyền sử dụng đất và công trình xây dựng tại khóm Bình Khánh 5, phường Bình Khánh, TP. Long Xuyên, tỉnh An Giang.	894.476.000
16	Quyền sử dụng đất tại ấp 1, xã Mỹ Tân, TP. Cao Lãnh, tỉnh Đồng Tháp	10.130.394.000
17	Công trình xây dựng Khu cư xá Agifish tại khu dân cư Bình Khánh 3, phường Bình Khánh, TP. Long Xuyên, tỉnh An Giang	7.382.238.000
18	Quyền sử dụng đất và công trình xây dựng tại số 9 Nguyễn Kim, phường 12, quận 5, TP. Hồ Chí Minh.	16.145.877.000
19	Quyền sử dụng đất và công trình xây dựng tại thửa đất số 134 + 135 + 160 + 161, xã Phước Hòa, huyện Tân Thành, tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu	58.576.118.000
20	Quyền sử dụng đất của các lô đất tại kh dân cư Sao Mai tại phường 7, thị xã Bến Tre, tỉnh Bến Tre	84.585.156.000
21	Quyền sử dụng đất tại khu dân cư Tri Tôn, huyện Tri Tôn, tỉnh An Giang	56.515.082.000
22	Quyền sử dụng đất khu dân cư Cái Dầu, thị trấn Cái Dầu, huyện Châu Phú, tỉnh An Giang	52.280.690.000
	<b>Tổng cộng</b>	<b>1.046.122.730.000</b>

Tổng các khoản mục hàng tồn kho, chi phí xây dựng cơ bản dở dang tại thời điểm 30/9/2009 là 474,9 tỷ. Giá trị chênh lệch của tài sản so với giá thị trường của 22 hạng mục này là 571,2 tỷ. Vốn chủ sở hữu là 304 tỷ, NAV cổ phiếu Sao Mai An Giang theo giá thị trường là  $875/99.1 = 88.290 \text{ VND}$

#### Xác định giá:

Kết quả định giá	Giá VND)	Tỷ trọng (%)	Bình quân (VND/cp)
Phương pháp P/E	57.346	34%	19.498
Phương pháp P/B	60.417	33%	19.993
Phương pháp NAV	88.920	33%	29.344
<b>Tổng bình quân</b>			<b>68.779</b>

*Mức giá hợp lý 68.779 VND/CP tương ứng PE cho 2009 là 7,9 lần và PE(f)2010 là 9,9 lần*

## VII. NHẬN ĐỊNH CHUNG VÀ KẾT LUẬN VỀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

*Với nghiên cứu chi tiết về tiềm năng và hiệu quả của từng dự án mà công ty đang khai thác được trình bày ở trên, vai trò quản trị điều hành sáng suốt với tầm nhìn chiến lược của Bộ máy Lãnh đạo Sao Mai, cũng như sức khỏe về tài chính của CTCP Đầu tư & Xây dựng Sao Mai, chúng tôi cho rằng với vùng giá 55.000-60.000 là vùng giá an toàn để đầu tư vào cổ phiếu Sao Mai An Giang cho cả nhà đầu tư ngắn hạn và dài hạn.*



**Phụ lục 1**  
**Bảng chỉ tiêu PE,PB ngành BĐS ngày 9/12/2009**

	<b>P/E</b>	<b>P/B</b>
<b>Ngành bất động sản</b>	<b>21.15</b>	<b>3.74</b>
BCI	16.98	2.04
CII	10.29	2.26
D2D	9.72	1.8
DIG	12.67	5.54
HAG	17.38	3.21
HBC	20.63	0.72
HDC	11.29	3.31
ITA	23.92	1.33
ITC	21.67	1.08
KBC	88.86	3.86
KHA	4.29	1.18
LCG	7.74	2.51
LGL	11.97	1.87
NBB	13.22	2.07
NTL	7.69	6.01
RCL	5.12	2.41
SDU	40.16	4.66
SJS	19.14	5.3
STL	12.81	3.3
SZL	28.41	3.74
TDH	6.4	1.74
TIX	11.28	1.47
VIC	123.11	8.13
VNI	1314.3	2.64
VPH	16.41	4.24

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NHĐT&PT VIỆT NAM

**BSC Trụ sở chính**

Tầng 10 – Tháp A Vincom  
191 Bà Triệu – Hai Bà Trưng – Hà Nội  
Tel: 84 4 22200668  
Fax: 84 4 22200669  
Website: [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)

**Phòng Giao dịch BSC Nam Kỳ Khởi Nghĩa**

12-14 Nam Kỳ Khởi Nghĩa  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: 84 8 8214803  
Fax: 84 8 8214804

**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: 84 8 3 8128885  
Fax: 84 8 3 8128510

**Phòng Giao dịch Hàng Tre**

20 Hàng Tre - Hoàn Kiếm - Hà Nội  
Tel: 3 9261278, 3 9261276  
Fax: 3 9261279

**Nhóm Phân tích**

**Đỗ Thanh Phong**  
**Trần Thăng Long**  
**Nguyễn Thanh Hoa**

**Trần Kim Oanh**  
**Bùi Nguyệt Ánh**  
**Vũ Phương Nga**

**Trưởng nhóm**  
**Vũ Thăng Bình**  
**Phụ trách nhóm Ngành**  
**Phạm Xuân Anh**

**Khuyến cáo sử dụng:** Bản báo cáo này của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin tổng quan chung về ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật.

Bản quyền của Công ty chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

**Công ty Chứng khoán BIDV (BSC)**

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Chứng khoán BIDV.