

CTCP ĐẦU TƯ VÀ XÂY DỰNG SAO MAI TỈNH AN GIANG

Mã: ASM (HOSE) Ngành: Bất động sản và Xây dựng

Khuyến nghị

Giá mục tiêu

Giá hiện tại

Thời gian nắm giữ

MUA

22,300 đồng/CP

6,600 đồng/CP

3-5 năm

BÁO CÁO PHÂN TÍCH LẦN ĐẦU

Khuyến nghị: Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu ASM với mức giá mục tiêu 22,300 đồng/cổ phiếu. Thời gian nắm giữ từ 3-5 năm.

Các chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013F	2014F
DTT (tỷ đồng)	873.61	1,018.10	1,150.00	1,725.00
+/- yoy (%)	57.9%	16.5%	13.0%	50.0%
LNST (tỷ đồng)	66.49	13.24	20.00	26.00
+/- yoy	-57.7%	-80.1%	51.0%	30.0%
TTS (tỷ đồng)	1,378.25	1,577.82	2,046.77	2,353.78
+/- yoy	10.7%	14.5%	29.7%	15.0%
VCSH (tỷ đồng)	665.58	677.42	617.94	710.64
+/- yoy	66.3%	1.8%	-8.8%	15.0%
Nợ/TTS	51.6%	57.0%	69.8%	69.8%
TS LN gộp	21.2%	11.8%	0.0%	0.0%
TS LN ròng	7.6%	1.3%	1.7%	1.5%
EPS (đồng)	15,848	1,951	503	654
ROA	5.1%	0.9%	1.0%	1.1%
ROE	12.5%	2.0%	3.2%	3.7%

**KHOÍ PHÂN TÍCH & ĐẦU TƯ
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG
KHOÁN APEC**

Chuyên viên phân tích:

Vu Thi Thu Trang

trangvtt@apec.com.vn

Hà Nội, ngày 10/10/2013

Điểm nhấn đầu tư

- ❖ Hiện nay, ASM hoạt động trong 4 lĩnh vực chính bao gồm: kinh doanh bất động sản, xây dựng, xuất nhập khẩu thủy sản và dịch vụ du lịch trong đó Công ty xác định hoạt động chính, đem lại hiệu quả lớn nhất là kinh doanh bất động sản.
- ❖ Mặc dù không sở hữu và phát triển nhiều dự án ở các thành phố lớn như Hà Nội, Đà Nẵng hay TP Hồ Chí Minh nhưng tại các tỉnh miền Tây Nam Bộ, ASM là một doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực kinh doanh BĐS, có uy tín, thương hiệu và quỹ đất rộng lớn với nhiều dự án đã được đền bù giải phóng mặt bằng.
- ❖ Quỹ dự án của ASM tập trung nhiều vào các dự án khu đô thị, phân lô bán nền, dự kiến sẽ có tốc độ hồi phục nhanh hơn tốc độ phục hồi chung của thị trường BĐS.
- ❖ Thị trường BĐS sau giai đoạn đóng băng lần 3 từ 2008 – 2012 đã có xu hướng ảm đạm trở lại vào giữa năm 2013. Các cổ phiếu bất động sản luôn là các cổ phiếu dẫn dắt và chiến thắng thị trường trong giai đoạn đầu của thời kỳ phục hồi kinh tế.

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG
KHOÁN APEC**

Trụ sở: Toà nhà APEC Building, Số 14

Lê Đại Hành, Hai Bà Trưng, Hà Nội

Điện thoại: 04.35730200 Ext: 692

Fax: 04.35771966

TỔNG QUAN

Thông tin cơ bản	
Giá ngày 09/10/2013 (nghìn đồng)	6.80
EPS trailing (nghìn đồng)	n/a
P/E	n/a
Giá trị sổ sách /cp (nghìn đồng)	17.33
Hệ số beta	1.13
KLGD khớp lệnh trung bình 10 phiên	857,558
KLCP đang lưu hành	39,736,202
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	266.23

Công ty Cổ phần Đầu tư và Xây dựng Sao Mai tỉnh An Giang được thành lập theo Quyết định số 000450/GP/TLĐN-03 do Ủy ban Nhân dân tỉnh An Giang cấp ngày 05/02/1997.

Ngày 15/03/1997, Sao Mai An Giang chính thức đi vào hoạt động theo giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh số 064828 do Sở Kế hoạch và Đầu tư tỉnh An Giang cấp với số vốn điều lệ ban đầu là 905,000,000 đồng.

Cổ phiếu ASM của Sao Mai An Giang được niêm yết và giao dịch trên HOSE từ ngày 18/01/2010. Hiện tại trong cơ cấu cổ đông của ASM, ông Lê Thanh Thuận và vợ là các cổ đông lớn nhất, nắm giữ hơn 18% cổ phần. Các cổ đông tổ chức lớn gồm có Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia I.D.I và CTCP Đầu tư Địa ốc và Khoáng sản Châu Á lần lượt nắm giữ 18% vốn điều lệ.

MÔ HÌNH SẢN XUẤT KINH DOANH

Tổng doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ 2012



Ngành nghề, lĩnh vực hoạt động

Hiện nay, ASM hoạt động trong 4 lĩnh vực chính bao gồm: kinh doanh bất động sản, xây dựng, xuất nhập khẩu thủy sản và dịch vụ du lịch trong đó **Công ty xác định hoạt động chính, đem lại hiệu quả lớn nhất là kinh doanh bất động sản.**

Với gần 20 dự án bất động sản như hiện nay, quỹ đất của ASM khá lớn. Các dự án này tập trung chủ yếu ở các tỉnh miền Tây Nam Bộ như An Giang, Bến Tre, Tiền Giang và một số dự án ở các tỉnh khác như TP. Hồ Chí Minh, Vũng Tàu, Hòa Bình. Trong giai đoạn sắp tới, Công ty cũng có ý định mở rộng khu vực kinh doanh, đầu tư dự án tại những khu vực tiềm năng khác như việc thành lập chi nhánh tại Hà Nội.

Là một trong những hoạt động truyền thống của Công ty, tuy nhiên hiện nay, với chiến lược tập trung phát triển lĩnh vực bất động sản, hoạt động xây dựng của ASM không còn giữ vị trí trọng yếu trong cơ cấu tổng doanh thu. Công ty chỉ tập trung xây dựng các dự án, công trình có khả năng thanh toán nhanh và hiệu quả cao. ASM cũng đứng ra làm nhà thầu chính của các công trình, sau đó giao lại từng hạng mục cho các nhà thầu cấp 2 thi công nhưng trên cơ sở đảm bảo được chất lượng và tiến độ dự án.

Lợi nhuận gộp 2012



Lợi thế là một doanh nghiệp bất động sản với nhiều dự án tại các tỉnh thành khác nhau, Sao Mai An Giang cũng phát triển dịch vụ nhà hàng khách sạn và văn phòng cho thuê. Mặc dù những dự án này trong những năm qua đã đem lại nguồn doanh thu và lợi nhuận ổn định cho ASM nhưng cũng có thể thấy rằng đây không phải là lĩnh vực tạo ra sự khác biệt của Sao Mai An Giang. Hiện nay, doanh thu từ lĩnh vực này đến chủ yếu từ dự án khu chuyên gia Hàn Quốc, Vũng Tàu và khu cư xá Agifish.

Tham gia hỗ trợ cho Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia (IDI) trong những năm đầu thành lập, ASM cũng tham gia vào lĩnh vực kinh doanh xuất khẩu cá tra fillet bằng việc mua thành phẩm và ủy thác xuất khẩu. Thị trường chủ yếu của Công ty là Trung Quốc, EU, Bắc Phi... Mặc dù lĩnh vực này đem lại và chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu thuần của doanh nghiệp nhưng lợi nhuận đem lại từ hoạt động này là không cao. Bên cạnh đó, sau khi IDI phát triển, gây dựng được thương hiệu và có chỗ đứng trên thị trường, Sao Mai An Giang có thể không tiếp tục tham gia vào lĩnh vực này nữa mà tập trung trong việc phát triển hoạt động cốt lõi là kinh doanh bất động sản.

Giá vốn hàng bán



Nguyên vật liệu

Lĩnh vực bất động sản

Hoạt động chủ yếu của Công ty là Xây dựng và Kinh doanh hạ tầng, nhà ở. Do vậy các yếu tố đầu vào chính của Công ty là các quỹ đất nằm trong dự án được quy hoạch, và vật liệu xây dựng như xi măng, cát, đá, sắt, thép...

Đối với hoạt động kinh doanh bất động sản chi phí đầu vào chủ yếu là tiền đền bù, hỗ trợ giải phóng mặt bằng cho người dân, giá trị các hợp đồng ký kết với nhà thầu, với đối tác về tư vấn và thi công các công trình xây dựng trong dự án.

Các khoản tiền đền bù, hỗ trợ giải phóng mặt bằng được xác định dựa trên khung giá đất theo quy định của Ủy ban nhân dân địa phương nơi có các dự án. Có thể thấy rằng khung giá đền bù theo quy định của UBND địa phương có tính ổn định cao và có khả năng dự đoán. Chính vì vậy, mặc dù chi phí đền bù giải phóng mặt bằng chiếm tỷ lệ lớn trong vốn đầu tư của dự án nhưng nguồn chi phí này khá ổn định và doanh nghiệp có thể chủ động tìm kiếm nguồn vốn đáp ứng chi phí này. Sau 13 năm hoạt động, ASM được đánh giá là doanh nghiệp đi đầu trong việc phát triển quỹ đất tại An Giang và một số tỉnh miền Tây Nam Bộ.

Lĩnh vực thủy sản

Hiện tại Sao Mai An Giang chỉ mua thành phẩm từ Công ty CP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia, sau đó ủy thác cho đơn vị này xuất khẩu, do đó công ty không trực tiếp mua nguyên vật liệu.

PHÂN TÍCH NGÀNH

Tổng quan ngành

Thị trường bất động sản (BDS) là một trong những thị trường quan trọng của nền kinh tế thị trường. Tỷ trọng bất động sản trong tổng tài sản xã hội ở các nước có khác nhau nhưng thường chiếm trên dưới 40% lượng của cải vật chất của mỗi quốc gia. Theo thống kê, ở các nước phát triển, lượng tiền ngân hàng cho vay qua thế chấp bằng bất động sản chiếm trên 80% tổng lượng vốn cho vay. Vì vậy, phát triển đầu tư, kinh doanh BDS đóng vai trò quan trọng trong việc chuyển các tài sản thành nguồn tài chính dồi dào phục vụ cho yêu cầu phát triển kinh tế - xã hội đặc biệt là đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng của nền kinh tế.

Ngành BDS là ngành có tương quan chặt chẽ với các chu kỳ kinh tế. Những đợt kinh tế đi xuống tồi tệ nhất trong lịch sử thế giới thường đi sau thời kỳ đầu cơ đất đai do tín dụng dễ dãi từ phía các ngân hàng. Theo nhà lịch sử Philip J Anderson, trong lịch sử Mỹ, bong bóng bất động sản cứ 18 năm lại xảy ra một lần. Không thoát khỏi những đặc điểm chung của thị trường bất động sản toàn cầu, lịch sử hình thành và phát triển của ngành bất động sản Việt Nam cũng trải qua các giai đoạn chính như sau:

Trước 1990: Thời kỳ này nền kinh tế chưa phát triển, quỹ đất còn nhiều, quá trình đô thị hóa diễn ra còn chậm, do đó nhu cầu về sử dụng đất của các tổ chức, cá nhân trong nước còn chưa cao. Trong giai đoạn này, hầu như không tồn tại thị trường bất động sản. Các giao dịch bất động sản trong thời gian này chỉ là các giao dịch ngầm, phi thị trường.

Cơn sốt lần thứ nhất (1993 – 1994): Thị trường BDS Việt Nam đã có Cơn sốt lần thứ nhất diễn ra trong 2 năm 1993, 1994, trong đó thị trường BDS đặc biệt sôi động ở phân khúc Đất và Quyền sử dụng đất. Nguyên nhân là do nhu cầu nhà ở, đất ở của dân cư và đất để sản xuất kinh doanh ngày càng tăng, nhất là ở các đô thị, mà quan hệ chuyển nhượng, mua bán đất đai trong dân cư đã xuất hiện từ những năm trước khi Luật đất đai (1993) ra đời.

Đóng băng lần thứ nhất (1995 – 1999): Trước tình hình thị trường sôi động, nhà nước đã can thiệp vào thị trường bằng 2 nghị định là Nghị định số 18 và 87 về thuê đất, nhằm ngăn chặn hiện tượng đầu cơ. Theo đó người sử dụng đất phải trả tiền 2 lần (tiền chuyển quyền sử dụng đất và tiền thuê đất). Với sự tác động từ 2 nghị định trên đã buộc các nhà đầu cơ sử dụng đòn bẩy tài chính để tham gia thị trường phải bán tháo đất đai đang nắm giữ để trả tiền cho Ngân hàng. Làn sóng xả hàng của các nhà đầu cơ đã làm cho thị trường ở trạng thái cung vượt cầu, thị trường lao dốc. Bên cạnh đó, khủng hoảng kinh tế châu Á khởi nguồn từ Thái Lan đã làm cho một số dự án BDS của nước ngoài đầu tư vào Việt Nam thất bại, góp phần làm thị trường suy thoái.

Con sốt lần thứ hai (2001 – 2002): Sau một thời gian dài bình lặng, từ năm 2000, giá nhà đất bắt đầu biến động, tiếp đó giá cả tăng nhanh liên tục và đạt đỉnh cao vào khoảng Quý II năm 2001.

Con sốt đất lần thứ hai diễn ra do người đầu tư dự đoán và đánh giá chủ trương cho Việt kiều mua nhà và ban hành giá đất mới sẽ có triển vọng cho thị trường nhà đất nên nhiều người đầu tư mua đất khắp nơi ở vùng ven.

Đóng băng lần thứ hai (2002 – 2006): Từ cuối năm 2002 đến 2006, thị trường BĐS diễn ra trầm lắng. Theo số liệu thống kê, năm 2003 giao dịch địa ốc thành công giảm 28%, năm 2004 giảm 56% và năm 2005 giảm 78%.

Thị trường tiếp tục lên cơn sốt vào năm 2001 – 2002, trước thực trạng đó, nhà nước một lần nữa ra tay điều tiết thị trường bằng biện pháp hành chính với “luật đất đai 2003) và “nghị định 181” hướng dẫn thi hành luật đất đai.

Nghị định 181 đã chấm dứt tình trạng “phân lô bán nền”, đã làm cho thị trường nhà đất hạ nhiệt vì đánh trúng vào lợi ích tạo ra giá đầu cơ. Nhưng vì phần lớn vốn đầu tư này là vốn nhàn rỗi của tư nhân nên nhu cầu phải bán thu hồi vốn thanh toán nợ không xảy ra như lần thứ nhất. Do đó dù cơn sốt đã dừng lại nhưng giá đất vẫn không hạ xuống bằng giá trước khi xảy ra cơn sốt. Tác động bằng chính sách của Nhà nước từ năm 2002 đã gây ra lần đóng băng thứ hai của Thị trường BĐS Việt Nam 2002 – 2006 với việc dòng vốn chuyển sang thị trường chứng khoán.

Con sốt đất lần thứ ba (2007 – 2008): Không giống như hai lần sốt đất trước đó, lần sốt đất này tập trung mạnh mẽ vào phân khúc Căn hộ cao cấp và Biệt thự. Một số nguyên nhân chủ chốt:

Nguồn vốn FDI tăng trưởng mạnh đầu tư vào Việt Nam tạo nên tăng trưởng kinh tế ấn tượng trong giai đoạn 2003 – 2007.

Trong năm 2006 – 2007, có thể xem là năm khá huy hoàng với Thị trường Chứng khoán Việt Nam và mọi người đều tham gia cũng như kiếm tiền dễ dàng từ Thị trường Chứng khoán. Điều này tạo ra một nguồn vốn thặng dư lớn của người thắng chứng khoán chuyển dịch sang Thị trường Bất động sản, tạo điều kiện cho phân khúc cao cấp “sốt” mạnh.

Đóng băng lần ba (2008 – 2012): Đứng trước thực trạng bong bóng thị trường bất động sản ngày càng lớn cùng với tốc độ lạm phát tăng một cách chóng mặt, chính phủ đã tiến hành điều tiết thị trường bằng các chính sách tiền tệ với việc kiểm soát tín dụng chặt chẽ, đặc biệt là tín dụng phi sản xuất với hàng loạt các biện pháp được chính phủ thực hiện nhằm ổn định thị trường và kiềm chế lạm phát.

Ngay sau khi có các chính sách thắt chặt tài chính, thị trường BĐS miền Nam lập tức bị ảnh hưởng nặng nề và sự suy giảm cả về giá lẫn giao dịch là điều không tránh khỏi.

Với thị trường miền Bắc, khác biệt cơ bản cũng lại là dòng tài chính. Có thể nói, lượng tài chính dư dả tại miền Bắc đủ để Thị trường BĐS chỉ bị ảnh hưởng tức thời, giao dịch chững lại nhưng giá cả chỉ sụt giảm khoảng 10% vào năm 2008.

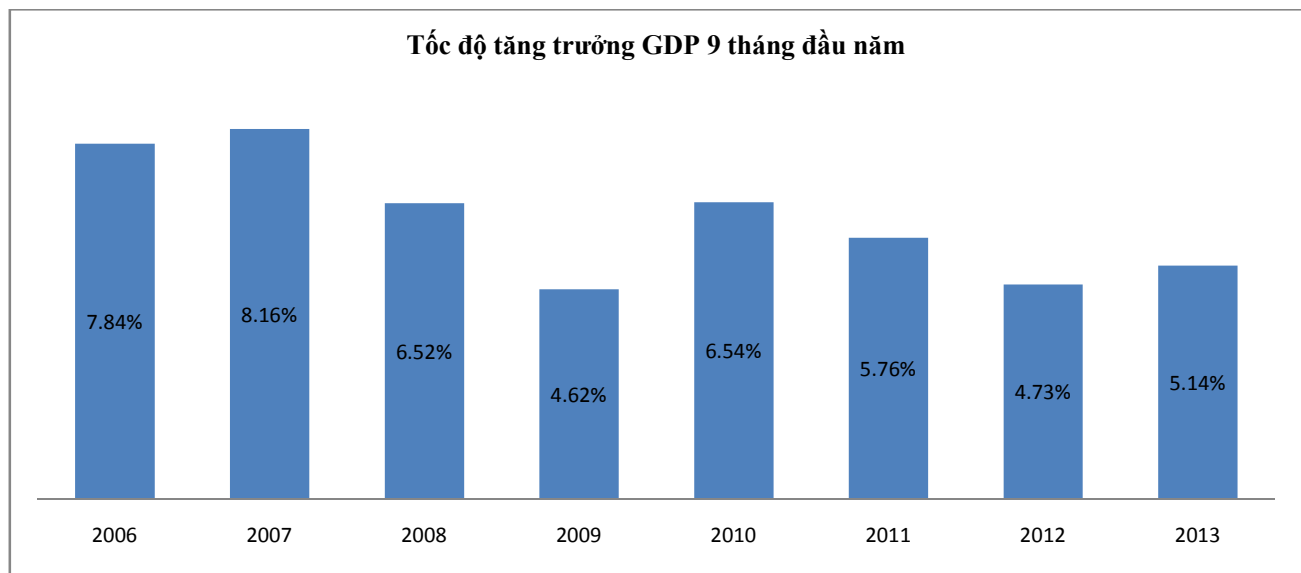
Nghị định 71 và 69 ra đời năm 2010 hướng dẫn thi hành luật đất đai có sửa đổi 2009 và việc thu thuế sử dụng đất càng làm cho thị trường đã trầm lắng nay lại thêm phần ảm đạm.

Bước sang 2011, trước nguy cơ lạm phát tăng cao cùng với sự leo dốc không phanh của giá vàng và USD đã buộc chính phủ phải có nghị quyết số 11 về các biện pháp kiềm chế lạm phát, ổn định tình hình kinh tế vĩ mô. Theo đó thị trường tín dụng năm 2011 bị giới hạn ở con số 20%, dư nợ tín dụng cho vay đối với lĩnh vực phi sản xuất bị giới hạn ở mức 16% càng làm cho thị trường bất động sản thêm phần ảm đạm.

Năm 2012 là năm chứng kiến nhiều doanh nghiệp phá sản nhất trong vòng 10 năm qua. Theo thống kê của VCCI, trung bình những năm qua, mỗi năm có khoảng 5000 – 7000 doanh nghiệp phá sản/giải thể, tức thấp hơn năm 2012 khoảng 8 lần. Đây cũng là năm cạnh tranh khốc liệt của các doanh nghiệp BĐS. Hàng loạt công ty dịch vụ môi giới và cho thuê BĐS đóng cửa, các chủ đầu tư thiếu năng lực về tài chính phải rao bán dự án.

Triển vọng ngành

Tăng trưởng GDP trong quý 3/2013 đạt cao hơn dự kiến (tăng 5.54% so với quý II/2013), góp phần đưa GDP 9 tháng/2013 đạt mức tăng (5.14%) khá hơn đôi chút so với cùng kỳ năm 2012 (5.1%, tính theo giá so sánh 2010). Theo đánh giá của UBGSTCQG dựa trên đặc tính mùa vụ, chỉ số mùa vụ của tổng sản lượng thường đạt mức cao nhất vào quý 4 hàng năm, tăng trưởng GDP quý 4/2013 do đó sẽ tiếp tục đạt tốc độ tăng cao hơn so với quý 3/2013.



Có thể thấy mặc dù tăng trưởng kinh tế vẫn ở mức thấp, tốc độ tăng trưởng kinh tế năm 2013 qua các quý đã cao hơn các tháng cùng kỳ của 2012. Theo đánh giá của chúng tôi, nền kinh tế đã bước qua giai đoạn đáy và bước vào giai đoạn đầu của thời kỳ hồi phục.

Như trên đã phân tích, thị trường bất động sản có mối tương quan chặt chẽ với các chu kỳ kinh tế. Khi nền kinh tế bắt đầu phục hồi cũng là lúc thị trường bất động sản bắt đầu ấm lên.

Báo cáo nghiên cứu thị trường Hà Nội quý 3 năm 2013 của CBRE vừa mới được công bố cho thấy, nguồn cung chào bán căn hộ tương tự như quý 2 đạt khoảng 1900 căn so với những quý của năm 2011 ở mức khá khiêm tốn. Tuy nhiên, một điều dễ nhận thấy trên thị trường là hầu hết các dự án chào bán trong quý đều là những sản phẩm tốt nhất của thị trường, nói cách khác là hiện nay chủ đầu tư bán những gì người mua cần chứ không phải là bán những thứ mà họ có như trước. Do đó, tính thanh khoản ở những dự án chào bán ra khá cao, có những dự án gần như bán gần hết quỹ căn hộ được chào bán.

Báo cáo này chỉ ra rằng, số lượng căn hộ hoàn thành trong quý 3 đạt tới con số 13,000 căn, chủ yếu từ Royal City và Times City. Số lượng giao dịch thành công cải thiện đáng kể so với quý 2, đến từ phân khúc căn hộ dưới 15 triệu đồng/m² và phân khúc trên 40 triệu đồng/m². Đây là tín hiệu rất tốt đối với các chủ đầu tư.

Ông Richard Leech, Giám đốc CBRE Hà Nội cho rằng: “Quý 3 năm 2013 thị trường nhà ở đã ổn định trở lại, tốc độ giảm giá chậm lại và người mua đang tìm đến giá trị thực của bất động sản. Bên cạnh đó, sự dịch chuyển đầu tư của các công ty ngoài ngành, thời gian tới chúng ta sẽ chứng kiến công ty ngoài ngành thoát khỏi thị trường.”

Vị thế của Công ty trong ngành

Sau 13 năm thành lập và phát triển, Công ty Cổ phần Đầu tư và Xây dựng Sao Mai tỉnh An Giang đã đạt được nhiều thành tích trong hoạt động và tạo được uy tín trong lĩnh vực xây dựng và kinh doanh BĐS tại các tỉnh đồng bằng Sông Cửu Long.

Mức vốn điều lệ hiện tại của Công ty là gần 100 tỷ đồng. So với các doanh nghiệp khác trong lĩnh vực kinh doanh BĐS thì đây là một mức vốn không lớn. Tuy nhiên, khi so sánh về hiệu quả thì các chỉ tiêu lợi nhuận của Sao Mai An Giang đều đạt mức khá cao so với các công ty trong ngành.

Mặc dù không sở hữu và phát triển nhiều dự án ở các thành phố lớn như Hà Nội, Đà Nẵng hay TP Hồ Chí Minh nhưng tại các tỉnh miền Tây Nam Bộ, ASM là một doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực kinh doanh BĐS, có uy tín, thương hiệu và quỹ đất rộng lớn với nhiều dự án đã được đền bù giải phóng mặt bằng.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

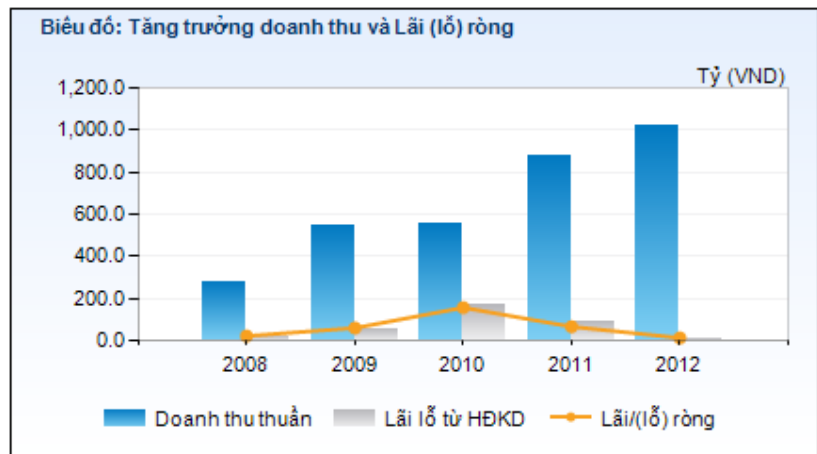
Tốc độ tăng trưởng

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	TTM Q2
Doanh thu thuần	546.93	553.19	873.61	1,018.10	1,104.20
Tăng trưởng doanh thu thuần		1.1%	57.9%	16.5%	8.5%

Tăng trưởng LNST		159.8%	-57.7%	-80.1%	-142.8%
Tổng tài sản	759.21	1,244.89	1,378.25	1,577.82	1,655.05
Tăng trưởng tổng tài sản		64.0%	10.7%	14.5%	4.9%
Vốn chủ sở hữu	299.61	400.25	665.58	677.42	688.62
Tăng trưởng VCSH		33.6%	66.3%	1.8%	1.7%

Có thể thấy, mặc dù doanh thu tăng trưởng liên tục trong giai đoạn từ 2009 trở lại đây, lợi nhuận của công ty lại có xu hướng giảm mạnh sau khi đạt đỉnh vào năm 2010. Nguyên nhân chính không nằm ngoài sự vận động theo xu hướng chung của nền kinh tế và thị trường BĐS.

6 tháng đầu năm 2013, ASM lãi 11.2 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế thu nhập giảm 62.83% tương đương 18.95 tỷ đồng so với cùng kỳ. Theo giải trình từ phía công ty, doanh thu thuần tăng chủ yếu tập trung vào mảng ngoài bất động sản có tỷ suất lợi nhuận thấp. Riêng ngành BĐS có tỷ suất lợi nhuận cao nhưng doanh thu thuần lại giảm nên lợi nhuận gộp giảm.



Các chỉ số tài chính

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	TTM Q2
Khả năng thanh toán					
Hệ số thanh toán hiện hành	1.42	1.26	1.52	1.31	1.34
Hệ số thanh toán nhanh	0.51	0.71	0.83	0.70	0.76
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.02	0.16	0.06	0.07	0.04
Cấu trúc tài chính					
Vay dài hạn/Tài sản	0.26	0.17	0.09	0.10	0.11
Vốn vay/Tài sản	0.39	0.35	0.41	0.42	0.43
Công nợ/Tài sản	0.60	0.68	0.52	0.57	0.58
Hiệu quả hoạt động					
Thời gian TB thu tiền KH	95	130	122	124	166
Thời gian TB xử lý HTK	208	283	199	175	165
Thời gian TB trả cho NCC	60	128	84	32	53
Chu kỳ tiền tệ	243	285	237	267	278
Tỷ suất sinh lời					
Lãi gộp/Doanh thu	17.6%	31.6%	21.2%	11.8%	9.3%
Lãi hoạt động/Doanh thu	10.5%	30.6%	9.9%	1.1%	-0.7%
Lãi trước thuế/Doanh thu	12.5%	33.9%	10.0%	1.5%	-0.7%
Lãi ròng/Doanh thu	11.1%	28.4%	7.6%	1.3%	-0.5%
ROA	7.7%	15.7%	5.1%	0.9%	-0.7%
ROE	22.3%	44.9%	12.5%	2.0%	-0.8%

Điểm nổi bật trong các chỉ tiêu về khả năng thanh toán, cấu trúc tài chính và hiệu quả hoạt động của ASM được duy trì tương đối ổn định trong các năm qua. Điều này cho thấy ASM làm khá tốt công tác quản trị nguồn vốn và dòng tiền cũng như tiến độ triển khai các dự án. Các chỉ tiêu về khả năng sinh lời giảm mạnh trong giai đoạn từ 2010 trở lại đây do các nguyên nhân được giải thích ở phần trên.

Hoạt động đầu tư tài chính

ASM không tham gia đầu tư tài chính ngắn hạn. Các khoản mục đầu tư tài chính dài hạn vào các công ty liên doanh liên kết tính đến hết quý II/2013 là 243.86 tỷ đồng, chiếm 13.36% tổng tài sản.

Các công ty liên doanh, liên kết	Vốn đầu tư
Công ty CP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia	111,211,790,000 VND
Công ty CP ĐT Du lịch và PT Thủy sản	62,000,000,000 VND

Công ty CP Đầu tư Tài chính và Truyền thông Quốc tế	3,110,000,000 VND
Công ty CP Đầu tư Địa ốc và Khoáng sản Châu Á	24,000,000,000 VND

Có thể thấy khoản mục đầu tư lớn nhất của ASM là vào Công ty CP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia (IDI). Theo báo cáo bán niên có soát xét, tính đến cuối quý 2/2013 ASM sở hữu 8.56 triệu cổ phần IDI, tương đương 22.54% vốn điều lệ của IDI, trị giá trên 111 tỷ đồng. Các thành viên HĐQT của ASM đồng thời kiêm nhiệm chức vụ tương đương ở IDI và nắm giữ một lượng lớn cổ phiếu của ASM. Từ 10/9 cho đến 07/10, IDI đã mua vào 2 triệu cổ phiếu của ASM và thành cổ đông lớn, chiếm 5.03% vốn điều lệ.

IDI là công ty do Sao Mai An Giang góp vốn thành lập từ năm 2003, hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất chế biến cá Tra fillet xuất khẩu.

Đầu năm 2011, IDI và Sao Mai đã khởi công xây dựng Nhà máy Tinh luyện dầu cá, thực phẩm chức năng đầu tiên của Việt Nam cũng như của thế giới với tổng số vốn đầu tư là 15 triệu USD, công suất 100 tấn/ngày, sau 3 năm nâng lên 200 tấn/ngày, tương đương 62,400 tấn/năm. Sản phẩm của nhà máy gồm: dầu trộn Salad, nước sốt, dầu dùng chế biến với các loại thực phẩm khác và dầu viên cá bổ sung dinh dưỡng dùng trong dược phẩm... Với việc đầu tư nhà máy tinh luyện dầu cá này sẽ góp phần nâng cao chuỗi giá trị sản phẩm của con cá da trơn, đồng thời hạn chế phụ thuộc nguồn dầu thực phẩm nhập khẩu từ nước ngoài và kích thích sự phát triển nghề nuôi này. Dự kiến nhà máy sẽ chính thức đi vào chạy thử từ tháng 6/2013.

Ngoài ra IDI cũng đang triển khai thực hiện một số dự án BĐS, du lịch tại tỉnh Đồng Tháp gồm Khu liên hợp công nghiệp và Cảng biển quốc tế (liên kết với Sao Mai), khu du lịch Cồn Quạ, Lấp Vò.

Trong lĩnh vực xuất khẩu thủy sản, IDI đang đứng thứ 5 về giá trị xuất khẩu trong danh sách các nhà xuất khẩu cá tra Việt Nam năm 2012.

Điểm đáng lưu ý là, 6 tháng đầu năm 2013, so với báo cáo công ty tự lập, báo cáo soát xét giảm LNST dành cho các cổ đông công ty mẹ 5.9 tỷ đồng. Kết quả 6 tháng ASM lãi ròng hợp nhất 11.2 tỷ đồng (phần dành cho cổ đông công ty mẹ).

Thay đổi chủ yếu đến từ khoản lợi nhuận trong công ty liên kết liên doanh. Trước soát xét, khoản lợi nhuận này của ASM đạt 10.8 tỷ đồng, giảm xuống còn 4.7 tỷ đồng sau soát xét, tương đương mức giảm 6.1 tỷ đồng.

Giải trình của ASM cho biết trong khi công ty tổng hợp báo cáo hợp nhất 6 tháng, báo cáo tài chính của các công ty liên kết là chưa soát xét. Kết quả lợi nhuận 6 tháng sau soát xét của các doanh nghiệp hợp nhất thay đổi, cụ thể: Công ty IDI giảm hơn 4.3 tỷ đồng, Công ty Trisedco giảm 2 tỷ đồng. Ngoài ra, tỷ lệ sở hữu của ASM tại IDI giảm từ 24.65% xuống còn 22.54% sau soát xét. Chính vì vậy kết quả lợi nhuận từ các công ty liên doanh liên kết của ASM giảm 6,1 tỷ đồng như đã nói ở trên.

TÌNH HÌNH THỰC HIỆN CÁC DỰ ÁN

Các dự án đang xây dựng dở dang (tính đến 31/12/2012)

Dự án	Vốn	Diện tích	Số lượng sản phẩm	Tiến độ thực hiện	Tổng vốn đã đầu tư
	Tỷ đồng	Ha			
Khu đô thị cao cấp Sao Mai Bình Khánh 3 (Long Xuyên, An Giang)	425.00	56.57	2,681 nền	Đã bán hết nền giai đoạn 1 và 2. Đang bán nền giai đoạn 3 và hoàn thiện cơ sở hạ tầng giai đoạn 4 để được cấp giấy CN QSD đất.	430.12
Hạ tầng kỹ thuật Khu đô thị cao cấp Sao Mai (Tịnh Biên, An Giang)	99.25	23.93	1,161 nền	Đã được cấp Giấy chứng nhận QSD đất toàn dự án và đang bán nền	99.30
Khu dân cư Sao Mai Bắc QL 91 (Cái Dầu, Châu Phú, An Giang)	104.79	21.28	1,031 nền	Đã hoàn thiện cơ sở hạ tầng, đang xây dựng chợ và chờ cấp giấy CN QSD đất. Dự án được phép bán nền.	68.70
KDC TTTM Hướng Đông thị trấn Tri Tôn	109.30	29.82	1,313 nền	Đã bồi hoàn và san lấp toàn dự án. Hiện đang hoàn thiện phần cơ sở hạ	92.90

				tăng còn lại.	
Chợ và Khu dân cư xã Hội An (Chợ Mới, An Giang)	40.96	6.66	315 nền	Đang hoàn thiện cơ sở hạ tầng.	27.03
Khu đô thị Cao cấp Sao Mai Bình Khánh 5 (Long Xuyên, An Giang)	1,933.00	34.88	1,691 nền	Đã thỏa thuận bồi hoàn được trên 70% diện tích dự án. Đang làm thủ tục xin thu hồi và giao đất. Chuẩn bị SLMB cho phần diện tích đã bồi hoàn.	108.70
Đường giải thoát giao thông khu dân cư Nam Trà Ôn (Long Xuyên, An Giang)	499.00	5.57	259 nền	Đã thương lượng bồi thường được 30% diện tích dự án. Năm 2012 do phải thực hiện điều chỉnh quy hoạch nên không phát sinh chi phí đầu tư.	14.20

Các dự án đang trong giai đoạn chuẩn bị đầu tư (tính đến 31/12/2012)

Dự án	Vốn đầu tư	Diện tích	Tiến độ thực hiện
	Tỷ đồng	Ha	
Dự án khu đô thị mới phường 10, TP Mỹ Tho, tỉnh An Giang	1,500.00	150.00	Đã lập xong quy hoạch 1/500, đợi cơ quan có thẩm quyền phê duyệt
Khu đô thị Sao Mai Nam Trần Hưng Đạo, TP Hòa Bình, tỉnh Hòa Bình	987.50	70.21	Đã lập xong quy hoạch 1/500, đợi cơ quan có thẩm quyền phê duyệt
Khu biệt thự nghỉ dưỡng Thiên Cảnh Sơn, huyện Tịnh Biên, An Giang	85.00	6.08	Đã thỏa thuận xong và nhận chuyển nhượng khoảng 65% diện tích đất của dự án.
Khu du lịch núi Trà Sư, huyện Tri Tôn, An Giang	85.00	6.91	Đang trình cơ quan có thẩm quyền cấp giấy chứng nhận đầu tư
Khu liên hợp công nghiệp và Cảng biển Quốc tế IDI, huyện Lấp Vò, Đồng Tháp	1,885.00	156.80	Đã được chấp thuận về mặt chủ trương
Khu TMDC giải trí cửa khẩu Quốc tế Tịnh Biên, huyện Tịnh Biên, An Giang	234.00	41.06	Đã thỏa thuận xong và nhận chuyển nhượng khoảng 25% diện tích dự án
Khu đô thị Cao cấp Sao Mai, Khóm bình Khánh 4, TP Long Xuyên, An Giang	327.00	45.86	Đã lập xong quy hoạch 1/500, đợi cơ quan có thẩm quyền phê duyệt
Khu dân cư Sao Mai xã Mỹ Tân, Thành phố Cao Lãnh, tỉnh Đồng Tháp	800.00	49.30	Hoàn thành công tác khảo sát địa hình, hiện trạng và đang trình cơ quan có thẩm quyền phê duyệt quy hoạch chi tiết
Bệnh viện quốc tế Sao Mai, TP Long Xuyên (quy mô 500 giường)	578.49	0.44	Đã có quỹ đất sạch để thực hiện dự án. Đang triển khai hồ sơ đề trình cơ quan có thẩm quyền cấp giấy chứng nhận đầu tư

Các dự án đang bán (tính đến 31/12/2012)

Dự án	Diễn giải	Quy mô		Đã bán		Còn lại	
		Số nền	S (m2)	Số nền	S (m2)	Số nền	S (m2)
Khu dân cư bến xe Châu Đốc	Nhà phố	53	7,368.6	18	2,612.3	35	4,756.3
Khu dân cư Bình Khánh 3	Nhà phố	2,681	231,422	2,165	188,115.1	516	43,306.9
Khu dân cư Bến Tre	Nhà phố	467	64,544	597	58,751	50	5,793
	Khác	2	6,801			2	6,801
Khu dân cư Tịnh Biên	Nhà phố	1,068	101,780.2	363	34,354.5	706	67,425.7
	Khác						
Khu dân cư Tri Tôn	Nhà phố	1,247	102,745	303	19,982.9	944	82,762.2
	Khác		39,812				39,812
Khu dân cư Hội An	Nhà phố	297	29,447	77	6,545	220	22,902
Khu dân cư Phú Hòa	Nhà phố	254	15,868.6	244	15,091.3	10	777.3
Đất trại gà	Nhà phố	17,836			17,836		0

DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Phương pháp DCF

Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận năm 2013 lần lượt đạt 1,150 tỷ đồng và 20 tỷ đồng. Doanh thu và lợi nhuận năm 2014 bằng 1.5 lần doanh thu và lợi nhuận năm 2013. Tốc độ tăng trưởng giai đoạn 2014-2015 là 30%, năm 2017 là 15% và từ sau năm 2017 là 6%. Với WACC là 13.30%, chúng ta có bảng dự phóng dòng tiền như dưới đây.

Bảng dự tính dòng tiền tự do 2013 – 2017

Đơn vị tính: tỷ đồng	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu	1,725.00	2,242.50	2,915.25	3,789.83	4,926.77
Lợi nhuận sau thuế	26.00	33.80	43.94	57.12	65.69
Lãi suất (1-T)	64.69	84.09	109.32	142.12	184.75
Khấu hao	48.30	62.79	81.63	106.12	137.95
Đầu tư vào tài sản cố định	64.21	83.48	108.52	141.08	183.40
Đầu tư vào vốn lưu động	33.92	44.10	57.33	74.53	96.89
Dòng tiền tự do (FCFF)	40.85	53.10	69.04	89.75	108.10
Giá trị doanh nghiệp từ sau 2017				1,479.98	
Giá trị doanh nghiệp				1,727.92	
Giá trị nợ				908.34	
Số lượng cổ phiếu lưu hành					39,736,202
Giá trị cổ phiếu (đồng)					20,626

Phương pháp P/B

P/B trung bình của các công ty BĐS đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam là 2.8 lần. Giá trị sổ sách (theo báo cáo tài chính) của ASM là 17.33 nghìn đồng/1 cổ phiếu. **Để đảm bảo tính thận trọng của báo cáo phân tích, chúng tôi giảm đi 1/2 giá trị hàng tồn kho và đầu tư tài chính dài hạn, được BV là 8,562**, theo đó, mức giá của ASM sẽ được ước tính ở mức 23,974 đồng/cổ phiếu.

Trung bình cả 2 phương pháp, cổ phiếu ASM có giá trị nội tại là 22,300 đồng/cổ phiếu. Với mức giá này, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu ASM tại mức giá thị trường hiện tại, với tầm nhìn đầu tư là 3-5 năm.

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC

Hội Sở Chính:

Address: Tòa nhà APEC Building, số 14 Lê Đại Hành, Q.Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200 EXT: 692

Fax: (84- 4) 35771966

Email: research@apex.com.vn; Website: <http://www.apex.com.vn>