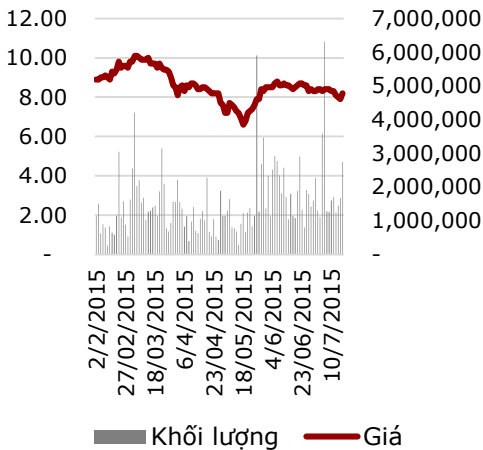


Khuyến nghị

Giá mục tiêu (1 năm) (VND)	15,930
Giá hiện tại (VND)	8,200
Lợi nhuận kỳ vọng (1 năm)	94%

ĐỒ THỊ GIÁ



THÔNG TIN GIAO DỊCH

Giá hiện tại (VND):	8,200
EPS (VND):	1,698
P/E:	4.83
Giá trị sổ sách (VND):	11,890
Hệ số Beta:	1.61
KLGD trung bình:	1,745,152
KLCP đang niêm yết:	107,287,740
KLCP đang lưu hành:	107,287,740
Vốn hóa (Tỷ VND):	879.76

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Lê Thanh Thuận	14.53%
Võ Thị Thanh Tâm	8.01%
Lê Quốc Hưng	4.72%
Nguyễn Mạnh Huy	3.82%
Lê Tuấn Anh	3.73%

THÔNG TIN LIÊN LẠC

326 Hùng Vương, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang

Tel: +84 (76) – 384 0138
Fax: +84 (76) – 384 0139

Website: <http://www.saomaiag.vn/>

Khuyến nghị:

Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư mua ASM với lợi nhuận kỳ vọng của 94% và tầm nhìn đầu tư 1 năm.

Điểm nổi bật:

- ❖ **Sản phẩm chính của ASM là đất nền với giá trung bình trong khu vực ĐBSCL.** Mỗi lô có từ 80m² đến hơn 400m² và được bán với giá rất hấp dẫn từ 0.4 tỷ đến 2.2 tỷ đồng. Ngoài ra, tất cả các dự án của công ty nắm gần hệ thống giao thông và các tiện ích công cộng khác. Các đặc điểm này làm cho sản phẩm bất động sản của ASM rất có giá trị và có giá phải chăng.
- ❖ **Khách hàng mục tiêu của ASM là những người làm việc với thu nhập trung bình.** ĐBSCL có các khu vực công nghiệp và nông nghiệp phát triển nhất ở Việt Nam. Do đó, có rất nhiều người làm việc tại các nhà máy và khu vực nông nghiệp tại đây. Những người có thu nhập trung bình nhưng ổn định có nhu cầu thực sự về nhà ở gần nơi họ làm việc. Các yếu tố này kết hợp với nhau tạo ra nhu cầu rất lớn đối với các sản phẩm bất động sản mà ASM đang cung cấp.
- ❖ **Để tận dụng tối đa lợi thế của sản phẩm, ASM cung cấp cho khách hàng của mình hình thức mua đất trả góp.** Thay vì thanh toán một lần, người mua có thể thực hiện thanh toán trong nhiều năm qua. Điều đó làm cho sản phẩm của ASM có giá phải chăng hơn cho người làm việc ở ĐBSCL. Tốc độ bán hàng của công ty đã được cải thiện đáng kể nhờ vào chiến lược này, như đã thấy trong năm 2010.
- ❖ **Sự phục hồi của nền kinh tế, lãi suất thấp cùng với cải thiện khuôn khổ pháp lý sẽ giúp ngành bất động sản Việt Nam phát triển ổn định và bền vững hơn so với trước đây.** Đô thị hóa sẽ tiến triển nhanh chóng, được thể hiện bởi cả số lượng và tốc độ nhà chung cư và các khu vực đô thị sẽ được xây dựng. Và Việt Nam sẽ bước vào một giai đoạn mới của sự phát triển mà không ai trong số chúng ta đã từng chứng kiến.

Điểm hạn chế:

- ❖ Chiến lược trả góp có ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động của ASM. Qua việc cung cấp các kế hoạch trả góp, ASM hoạt động như một người cho vay, trong khi khách hàng là người đi vay. Để thực hiện thành công chiến lược này đòi hỏi nguồn lực tài chính lớn từ ASM. Thật không may, cuộc khủng hoảng kinh tế và bất động sản trong những năm gần đây khiến mọi thứ khó khăn hơn cho ASM. Công ty đã buộc phải sử dụng nhiều hơn nợ vay với lãi suất cao, làm giảm đáng kể lợi nhuận.

Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính

Chỉ tiêu	2013	2014	2015F	2016F	2017F
DTT (tỷ đồng)	1,135.08	1,199.29	1,283.11	1,421.77	1,576.11
+/- yoy	11.49%	5.66%	6.99%	10.82%	10.86%
LNST (tỷ đồng)	25.48	89.15	128.31	199.05	283.70
+/- yoy	92.45%	249.88%	43.93%	55.13%	42.53%
TTS (tỷ đồng)	1,673.51	2,481.24	4,773.16	5146.90	5,436.67
+/- yoy	6.06%	48.27%	92.37%	7.83%	5.69%
VCSH (tỷ đồng)	702.90	1,267.21	3,709.25	3945.53	4,151.88
+/- yoy	3.76%	80.28%	92.71%	6.37%	5.23%
Nợ/TTS	0.58	0.49	0.22	0.23	0.24
TS LN gộp	10.78%	16.46%	21.27%	23.68%	25.79%
TS LN ròng	2.24%	7.43%	9.99%	14.00%	17.96%
EPS (đồng)	630	1,698	600	620	883.80
ROA	1.52%	3.59%	2.69%	3.67%	5.22%
ROE	3.62%	7.04%	3.46%	5.04%	6.83%

TỔNG QUAN

MỤC LỤC

Tổng quan	P03
Hoạt động SXKD	P04
Phân tích ngành	P05
Phân tích tài chính	P06
Triển vọng	P09
Định giá	P09

Lịch sử thành lập

CTCP Tập đoàn Sao Mai (ASM) được thành lập 1997. Ban đầu, ASM chỉ là một công ty xây dựng nhỏ với vốn điều lệ ít hơn 1 tỷ đồng. Sau 18 năm, công ty đã trở thành nhà phát triển bất động sản lớn nhất và đáng tin cậy nhất ở đồng bằng sông Cửu Long. ASM còn có các doanh nghiệp trong ngành khách sạn và nuôi trồng thủy sản. Vốn điều lệ của công ty đã tăng lên 1,000 tỷ đồng trong cùng kỳ. Cho đến nay, ASM đã có một cuộc hành trình ấn tượng.

Cổ phiếu ASM đã được niêm yết trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh ngày 24/12/2009. Từ đó, công ty đã tăng vốn điều lệ lên gấp 3 lần bằng cách phát hành cổ phiếu thưởng và cổ phiếu mới. Thông tin chi tiết được trình bày dưới đây:

Thời gian	Vốn điều lệ (Triệu VND)
2009	99,126
2011	397,362
2013	476,834
2014	1,072,877

Cơ cấu cổ đông

Tính đến 24/03/2015, các cổ đông lớn nhất của ASM gồm ông Lê Thanh Thuấn, bà Võ Thị Thanh Tâm và ông Lê Quốc Hưng. Thông tin chi tiết được trình bày dưới đây:

Cổ đông	Tỷ lệ %	Tính đến ngày
Lê Thanh Thuấn	14.53%	24/03/2015
Võ Thị Thanh Tâm	8.01%	18/09/2014
Lê Quốc Hưng	4.72%	18/09/2014
Nguyễn Mạnh Huy	3.82%	18/09/2014
Lê Tuấn Anh	3.73%	06/02/2015

Nhà đầu tư nước ngoài đang nắm giữ chỉ một lượng nhỏ, 1,93%, cổ phiếu của ASM. Ngoài ra, cần lưu ý rằng bà Tâm và ông Tuấn Anh là vợ và con trai của ông Thuận. Do đó, ông Thuận và gia đình của ông là nhóm cổ đông lớn nhất, đang nắm giữ hơn 30% của công ty.

Ban lãnh đạo

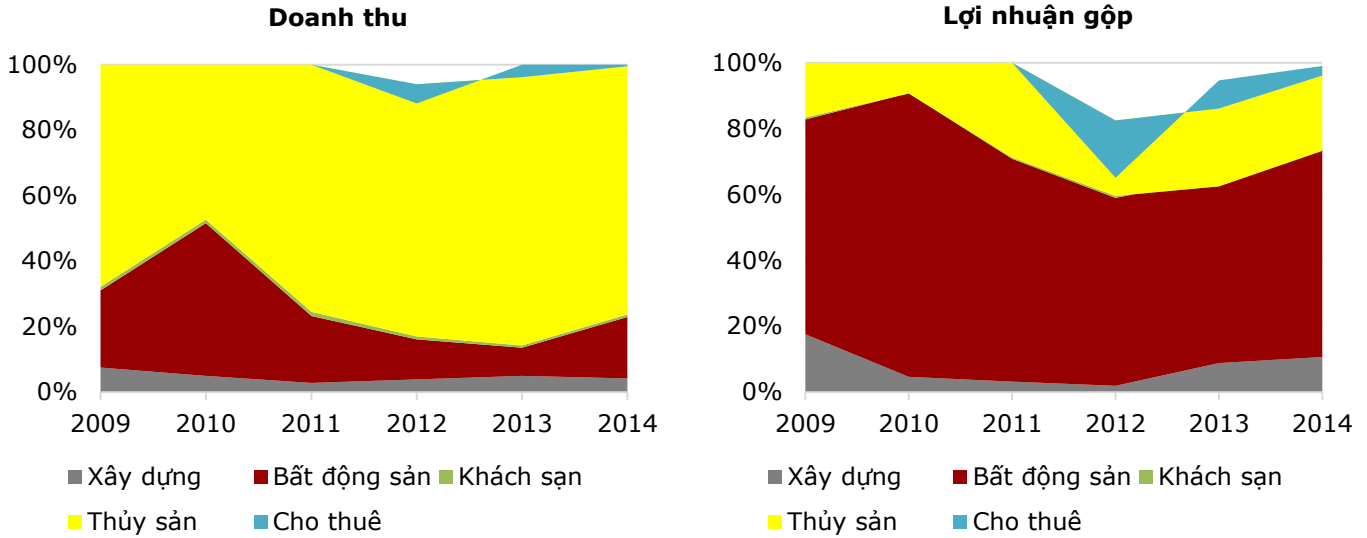
Chủ tịch và Giám đốc điều hành của ASM là ông Lê Thanh Thuấn, một trong những người sáng lập công ty. 10 năm qua không phải là một chuyến đi dễ dàng cho ông Thuận nhưng ông đã thể hiện rằng ông là một người có tầm nhìn và khả năng để chèo lái ASM qua thời gian khó khăn nhất của công ty.

Hội đồng Quản trị	Họ tên	Chức vụ khác
Chủ tịch	Lê Thanh Thuấn	Tổng Giám đốc
Phó Chủ tịch	Nguyễn Văn Hưng	Phó Tổng Giám đốc
Thành Viên	Lê Văn Thủy	
Thành Viên	Võ Thị Hồng Tâm	
Thành Viên	Lê Văn Chung	Phó Tổng Giám đốc
Thành Viên	Lê Xuân Quế	Phó Tổng Giám đốc

Tất cả các thành viên hội đồng quản trị, ngoại trừ ông Nguyễn Văn Hùng, có liên quan đến ông Lê Thanh Thuấn. Họ đều là chị em hoặc anh em của ông Thuận. Vì vậy, ASM giống như một công ty gia đình. Điều này sẽ dễ làm nản lòng các nhà đầu tư bên ngoài. Chúng tôi tin rằng một cơ cấu Ban lãnh đạo mới sẽ tăng cường tính minh bạch và giúp đỡ ASM thu hút các nhà đầu tư bên ngoài trong tương lai, điều mà chính ASM đang tìm kiếm.

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp



Từ năm 2009 đến 2014, 2 hoạt động lớn nhất của ASM là nuôi trồng thủy sản và bất động sản, chiếm lần lượt 76% và 19% tổng doanh thu năm 2014. Trong khi xây dựng, khách sạn và cho thuê bất động sản chỉ chiếm dưới 5% tổng doanh thu.

Mặc dù là hoạt động lớn nhất của ASM, nuôi trồng thủy sản chỉ chiếm 23% lợi nhuận gộp năm 2014. ASM không trực tiếp tham gia vào nuôi trồng thủy sản mà thông qua công ty liên kết như CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia (IDI). ASM mua sản phẩm cá tra, một loại cá thịt trắng, từ IDI và xuất khẩu các sản phẩm này. Do đó, ASM chỉ hành động như là một đại lý bán buôn. Điều này giải thích đặc điểm doanh thu cao và lợi nhuận thấp của hoạt động này. Hoạt động này sẽ được nói tiếp trong phần Phân tích tài chính.

Hoạt động bất động sản, hoạt động tạo ra lợi nhuận gộp lớn nhất cho ASM trong giai đoạn 2009 – 2014, sẽ được phân tích dưới đây.

Bất động sản

ASM bắt đầu hoạt động bất động sản vào năm 2002. Kể từ đó, công ty đã phát triển một số dự án rất thành công như Bình Khánh 3 và khu đô thị Bến Tre. Sau hơn 10 năm, ASM đã trở thành một nhà phát triển bất động sản giàu kinh nghiệm, được định vị cho thành công trong tương lai.

Sản phẩm chính của ASM là đất nền với giá trung bình trong khu vực ĐBSCL. Mỗi lô có từ 80m² đến hơn 400m² và được bán với giá rất hấp dẫn từ 0.4 tỷ đến 2.2 tỷ đồng. Ngoài ra, tất cả các dự án của công ty nằm gần hệ thống giao thông và các tiện ích công cộng khác. Các đặc điểm này làm cho sản phẩm bất động sản của ASM rất có giá trị và có giá phải chăng. Danh sách các dự án chính của công ty được trình bày dưới đây.

Dự án	Vị trí	DT (ha)	Đầu tư (Tỷ)
Khu đô thị cao cấp Sao Mai Bình Khánh 3	Long Xuyên, An Giang	56.57	425.00
Khu đô thị cao cấp Sao Mai	Tịnh Biên, An Giang	23.93	99.25
Khu đô thị Sao Mai Bắc QL 91	Châu Phú, An Giang	21.28	104.79
Khu phức hợp Đông Tri Tôn	Tri Tôn, An Giang	29.82	109.30
Khu đô thị Hội An	Chợ Mới, An Giang	6.66	40.96
Khu đô thị cao cấp Sao Mai Bình Khánh 5	Long Xuyên, An Giang	34.88	1,933.00
Khu đô thị Nam Trà ôn	Long Xuyên, An Giang	5.57	499.00
TTTTM Lấp Vó	Lấp Vó, Đồng Tháp	17.15	145.40
Khu đô thị cao cấp Sao Mai Tân Hiệp	Tân Hiệp, Long An	10.80	100.00

Khách hàng mục tiêu của ASM là những người làm việc với thu nhập trung bình. ĐBSCL có các khu vực công nghiệp và nông nghiệp phát triển nhất ở Việt Nam. Do đó, có rất nhiều người làm việc tại các nhà máy và khu vực nông nghiệp tại đây. Những người có thu nhập trung bình nhưng ổn định có nhu cầu thực sự về nhà ở gần nơi họ làm việc. Các yếu tố này kết hợp với nhau tạo ra nhu cầu rất lớn đối với các sản phẩm bất động sản mà ASM đang cung cấp.

Để tận dụng tối đa lợi thế của sản phẩm, ASM cung cấp cho khách hàng của mình hình thức mua đất trả góp. Thay vì thanh toán một lần, người mua có thể thực hiện thanh toán trong nhiều năm qua. Điều đó làm cho sản phẩm của ASM có giá phải chăng hơn cho người làm việc ở ĐBSCL. Tốc độ bán hàng của công ty đã được cải thiện đáng kể nhờ vào chiến lược này, như đã thấy trong năm 2010.

Tuy nhiên, chiến lược này cũng có ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động của ASM. Qua việc cung cấp các kế hoạch trả góp, ASM hoạt động như một người cho vay, trong khi khách hàng là người đi vay. Để thực hiện thành công chiến lược này đòi hỏi nguồn lực tài chính lớn từ ASM. Thật không may, cuộc khủng hoảng kinh tế và bất động sản trong những năm gần đây khiến mọi thứ khó khăn hơn cho ASM. Công ty đã buộc phải sử dụng nhiều hơn nợ vay với lãi suất cao, làm giảm đáng kể lợi nhuận. Thông tin thêm sẽ được thảo luận trong phần Phân tích tài chính.

Lợi thế lớn nhất của ASM là quỹ đất lớn được mua lại với chi phí thấp và khả năng có được nhiều đất hơn nữa trong tương lai. ASM có khoảng 300ha đất, sẽ tạo ra đủ công việc cho các công ty trong 5 năm tiếp theo. Ngoài ra, quỹ đất đã được mua lại bởi ASM với chi phí thấp trong cuộc khủng hoảng của thị trường bất động sản. Quỹ đất giá thấp sẽ được chuyển hóa thành lợi nhuận lớn cho ASM trong tương lai.

Nhờ danh tiếng của mình ở ĐBSCL, ASM đã được chọn là nhà phát triển các dự án bất động sản lớn của nhiều tỉnh trong khu vực, nghĩa là công ty không có bất kỳ đối thủ cạnh tranh. Nếu điều này tiếp tục được duy trì, ASM sẽ có thể có được nhiều đất hơn cho sự phát triển bền vững. Và chúng tôi thấy ít lý do để điều này thay đổi.

Tóm lại, ASM có sản phẩm hấp dẫn, chiến lược tiếp thị đúng đắn và tiềm năng to lớn cho sự tăng trưởng trong tương lai. **Với nguồn lực tài chính đầy đủ, chúng tôi tin rằng ASM sẽ tạo ra lợi nhuận khổng lồ trong vài năm tới.**

PHÂN TÍCH NGÀNH

Ngành bất động sản của Việt Nam đã có dấu hiệu phục hồi ngày càng rõ nét hơn trong những năm gần đây. Theo Bộ Xây dựng, hàng tồn kho bất động sản đã giảm mạnh trong nửa đầu năm 2015. Tính đến 20/05/2015, tổng hàng tồn kho bất động sản cả nước là 64,400 tỷ đồng, giảm 13% so với cuối năm 2014. Hàng tồn kho hiện nay bao gồm 12,908 căn hộ, 9,066 nhà ở, 8.38 triệu m² đất ở và 1.64 triệu m² đất thương mại.

Sự phục hồi của nền kinh tế và lãi suất thấp là 2 chất xúc tác chính cho sự phục hồi của ngành bất động sản. Trong năm 2014, tăng trưởng GDP đạt 5,98%, vượt xa mọi mong đợi. Tỷ lệ tăng trưởng cũng cao hơn so với năm 2013 và năm 2012, 5,42% và 5,25% tương ứng. Đặc biệt, sự tăng trưởng tăng lên 6,03% trong quý đầu tiên của năm 2015. Sự phục hồi kinh tế không chỉ tăng cường sức mua mà còn củng cố niềm tin của người tiêu dùng.

Đối với chất xúc tác thứ hai, lãi suất thấp hơn và tăng trưởng tín dụng bất động sản của các ngân hàng đang đẩy mạnh với nhu cầu thực tế. Ngoài gói 30,000 tỷ đồng tín dụng từ Chính phủ, các ngân hàng cũng sẵn sàng thực

hiện cho vay các khoản thế chấp lên tới 70% giá trị nhà với mức lãi suất rất hợp lý, khoảng 8% mỗi năm. Tính đến 31/05/2015, tín dụng bất động sản đã tăng lên 11% so với cuối năm 2014. Hiện, nhiều người có thể hiện thực hóa nhu cầu nhà ở của mình nhờ lãi suất thấp hơn và tăng tín dụng bất động sản.

Ngoài những thông tin tích cực từ nền kinh tế, chúng tôi tin rằng Luật Nhà ở mới và Luật Bất động sản mới, có hiệu lực từ ngày 01/07/2015, cũng sẽ có những ảnh hưởng tích cực đối với ngành bất động sản.

Thứ nhất, Luật Nhà ở sửa đổi đã nới lỏng các điều kiện sở hữu nhà ở của các cá nhân và tổ chức nước ngoài tại Việt Nam. Cụ thể, các cá nhân nước ngoài chỉ cần được cấp thị thực nhập cảnh Việt Nam là có thể sở hữu nhà ở trong 50 năm; các tổ chức nước ngoài với hầu hết các loại hình đầu tư cũng được phép sở hữu nhà ở. Với hơn 80,000 người nước ngoài đang sinh sống và làm việc tại Việt Nam cùng rất nhiều khiếu nại trên thế giới, Luật nhà ở sửa đổi sẽ tạo ra một nguồn cầu mới cho thị trường.

Thứ hai, Luật Kinh doanh bất động sản thực sự tạo ra một sân chơi lành mạnh và năng động hơn cho các chủ đầu tư và người tiêu dùng. Luật quy định các chủ đầu tư phải được ngân hàng thương mại bảo lãnh trước khi bán nhà ở hình thành trong tương lai. Điều kiện này cùng với khung giá đất mới giúp sàng lọc, chỉ giữ lại những nhà đầu tư đủ năng lực và uy tín trên thị trường. Điều kiện này còn là sự bảo hộ cho người tiêu dùng, tránh tình trạng chiếm dụng vốn và không hoàn thành dự án theo cam kết của chủ đầu tư.

Sự phục hồi của nền kinh tế, lãi suất thấp cùng với cải thiện khuôn khổ pháp lý sẽ giúp ngành bất động sản Việt Nam phát triển ổn định và bền vững hơn so với trước đây. Đô thị hóa sẽ tiến triển nhanh chóng, được thể hiện bởi cả số lượng và tốc độ nhà chung cư và các khu vực đô thị sẽ được xây dựng. Và Việt Nam sẽ bước vào một giai đoạn mới của sự phát triển mà không ai trong số chúng ta đã từng chứng kiến.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Kết quả hoạt động kinh doanh

Đơn vị: Tỷ đồng	2010	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần	546.93	553.19	873.61	1,018.09	1,135.08
+/- yoy	1.14%	57.92%	16.54%	11.49%	5.66%
Lợi nhuận gộp	174.91	184.85	120.44	122.38	197.42
+/- yoy	82.18%	5.68%	-34.84%	1.61%	61.32%
Lợi nhuận sau thuế	157.10	66.48	13.24	25.48	89.15
+/- yoy	159.84%	-57.68%	-80.08%	92.45%	249.88%
EPS	15,848	1,951	333	630	1,698

Từ năm 2010 đến năm 2014, ASM đạt được tốc độ tăng trưởng doanh thu ấn tượng. Từ 546.93 tỷ đồng trong năm 2010, doanh thu của công ty tăng lên 1,135.08 tỷ đồng trong năm 2014. Điều đó tương đương với tốc độ CAGR là 20.03%. Sự tăng trưởng có được chủ yếu là do sự phát triển của hoạt động nuôi trồng thủy sản. Trong giai đoạn này, doanh thu của hoạt động nuôi trồng thủy sản tăng từ 261.75 tỷ đồng lên 908.29 tỷ đồng.

Mặt khác, lợi nhuận ròng của ASM đã giảm đáng kể từ năm 2010. 2010 có lẽ là năm tốt nhất của ASM nhờ hoạt động có lợi nhuận cao là bất động sản. Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng thị trường bất động sản sau đó đã làm giảm đáng kể lợi nhuận của công ty. Ngoài ra, chi phí tài chính đã trở nên rất cao kể từ năm 2011. Đó là vì các kế hoạch trả góp đã đề cập trong phần Phân tích hoạt động kinh doanh.

Hoạt động bất động sản của ASM đã bắt đầu tăng trở lại vào năm 2014 cùng với sự phục hồi của thị trường bất động sản. Có thể sẽ mất nhiều năm để

ASM có được trở lại mức EPS năm 2010 nhưng không có nghi ngờ rằng ASM đã sống sót sau thời gian khó khăn nhất của mình và sẽ hoạt động tốt hơn trong những năm tiếp theo.

Đầu tư dài hạn

Tổng cộng, ASM đang đầu tư 270.95 tỷ đồng, tương đương 15% tổng tài sản của công ty, vào các công ty con và công ty liên kết. Danh mục đầu tư của ASM được trình bày dưới đây.

Đơn vị: Tỷ đồng	2014
Công ty con	53.05
Công ty TNHH Dũng Thịnh Phát	33.00
CTCP Du lịch Đồng Tháp	20.05
Công ty liên kết	200.37
CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc gia (IDI)	111.21
CTCP Đầu tư Du lịch và Phát triển Thủy sản (Trisedco)	62.00
CTCP Dầu cá Châu Á	24.00
CTCP Đầu tư Tài chính và Truyền thông Quốc tế (IMF)	3.16
Khác	23.94
CTCP Tư vấn và Đầu tư Tài chính (Astar)	7.94
CTCP Nhựt Hồng	15.00
CTCP Phát triển Bông đá Đồng Tháp	1.00
Tổng	270.95

IDI và Trisedco là 2 khoản đầu tư lớn nhất và quan trọng nhất của ASM. IDI là một công ty nuôi trồng thủy sản như đã đề cập trong phần Phân tích hoạt động kinh doanh. Và Trisedco sản xuất dầu cá và bột cá từ phụ phẩm từ nhà máy chế biến cá tra của IDI. Mặt khác, ASM đang thoái vốn khỏi các danh mục đầu tư còn lại.

IDI hiện là công ty sản xuất cá tra lớn thứ 5 tại Việt Nam. ASM mua sản phẩm từ IDI và xuất khẩu ra nước ngoài. Tuy nhiên, ASM đang giảm hoạt động này vì nó tạo ra ít giá trị cho cả hai công ty. Giống như ASM, IDI đang tìm kiếm nguồn vốn mới để đầu tư nuôi trồng thủy sản. Một điểm quan trọng nhà đầu tư cần biết là ASM sẽ tăng tỷ lệ sở hữu tại IDI từ 25% lên 51%. Thông tin chi tiết về IDI có thể được tìm thấy trên Báo cáo Công ty IDI của chúng tôi tại www.apec.com.vn.

Kế hoạch tăng vốn

Tại cuộc họp thường niên của ASM năm 2015, các cổ đông của công ty đã thông qua kế hoạch tăng vốn trong năm 2015. Kế hoạch này sẽ được thực hiện trong 2 giai đoạn. Giai đoạn đầu tiên sẽ được thực hiện trong quý III của năm 2015 và giai đoạn thứ hai trong quý IV.

Trong giai đoạn đầu, ASM sẽ phát hành 5,364,387 cổ phiếu để trả cổ tức và 107,287,740 cho cổ đông hiện hữu với giá 10,000 đồng mỗi cổ phiếu. Nếu cổ đông hiện hữu không đăng ký tất cả các quyền mua, phần còn lại sẽ được bán cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp qua phát hành riêng lẻ.

Trong giai đoạn hai, 109,969,934 cổ phiếu sẽ được phát hành cho cổ đông hiện hữu bằng mệnh giá. Và như trong giai đoạn đầu tiên, phần còn lại sẽ được bán cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp qua phát hành riêng lẻ. Kế hoạch sử dụng nguồn vốn mới được trình bày trong bảng dưới đây.

Mục đích sử dụng	Đầu tư (Tỷ đồng)
Khu đô thị Nam Trà Ôn	200.00
Khu đô thị Sao Mai xã Xuân Thịnh – Thọ Dân	200.00
Khu đô thị Sao Mai xã Lam Sơn – Sao Vàng	200.00
Khu đô thị Sao Mai Bình Khánh 4	200.00
Bệnh viện Quốc tế Sao Mai	300.00
Công ty con và công ty liên kết	700.00
Vốn lưu động	372.58

Tổng cộng, ASM sẽ tăng khoảng 2,200 tỷ đồng trong năm 2015. Trong đó, 1,100 tỷ đồng sẽ được sử dụng cho các dự án như khu đô thị Nam Trà Ôn và Bệnh viện Quốc tế Sao Mai. 700 tỷ đồng sẽ được đầu tư vào các công ty con và công ty liên kết, đặc biệt là IDI. Và 372.58 tỷ đồng sẽ được sử dụng làm vốn lưu động.

Chỉ số tài chính

Chỉ số tài chính	2010	2011	2012	2013	2014
Khả năng thanh toán					
Chỉ số thanh toán hiện hành	1.26	1.52	1.31	1.89	2.51
Chỉ số thanh toán nhanh	0.62	0.55	0.61	0.88	1.30
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.16	0.06	0.07	0.05	0.50
Cấu trúc tài chính					
Vay dài hạn/Tài sản	0.17	0.09	0.10	0.24	0.17
Vốn vay/Tài sản	0.35	0.41	0.42	0.46	0.38
Công nợ/Tài sản	0.68	0.52	0.57	0.58	0.49
Hiệu quả hoạt động					
Thời gian TB thu tiền khách hàng	171	75	73	79	101
Thời gian TB xử lý hàng tồn kho	329	213	182	179	309
Thời gian TB trả cho nhà cung cấp	57	23	37	21	32
Chu kỳ tiền tệ	443	264	219	237	379
Tỉ suất sinh lời					
Lãi gộp/Doanh thu	31.62%	21.16%	11.83%	10.78%	16.46%
Lãi hoạt động/Doanh thu	30.64%	9.90%	1.09%	1.36%	7.75%
Lãi trước thuế/Doanh thu	33.85%	10.04%	1.49%	2.58%	8.99%
Lãi ròng/Doanh thu	28.40%	7.61%	1.30%	2.24%	7.43%
ROA	12.62%	4.82%	0.84%	1.52%	3.59%
ROE	39.25%	9.99%	1.95%	3.62%	7.04%

Khả năng thanh toán: Chỉ số thanh toán hiện hành của ASM được giữ ở mức an toàn. Chúng tôi tin rằng công ty có ít rủi ro thanh toán các khoản nợ ngắn hạn. Tuy nhiên, giảm các khoản vay ngắn hạn sẽ giúp ASM cắt giảm chi phí tài chính của mình.

Cấu trúc tài chính: ASM đang sử dụng nhiều nợ dài hạn và ngắn hạn, chiếm phần lớn nhất trong tổng nguồn vốn. Ở mức hiện tại của lợi nhuận, ASM là sẽ có khó khăn trả nợ dài hạn sau 4 năm. Đó là lý do tại sao nguồn vốn mới là điều ASM cần vào lúc này.

Hiệu quả hoạt động: Trong năm 2014, ASM hoạt động tốt hơn so với các năm trước, đạt được EPS cao nhất kể từ năm 2011. Tuy nhiên, vì công ty chuyển hầu hết chi phí xây dựng cơ bản dở dang sang hàng tồn kho, tỷ lệ hiệu quả hoạt động xấu đi so với các năm trước.

Tỉ suất sinh lời: Từ năm 2010 đến năm 2013, tỷ suất lợi nhuận có xu hướng giảm vì chi phí tài chính và tổng tài sản tăng lên. Tuy nhiên, lợi nhuận bắt đầu tăng trở lại trong năm 2014 nhờ hoạt động bất động sản.

So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Chỉ số	ASM	HLD	CEO	DXG	FLC	VIC
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	879.76	336.00	816.63	1,497.24	4,125.12	69,750.75
EPS cơ bản (VND)	1,698	3,707	2,237	2,346	1,335	8,309
Book Value (VND)	11,890	19,034	13,591	11,575	13,878	16,726
P/E cơ bản	4.83	4.53	5.32	5.70	9.81	9.39
P/B	0.69	0.88	0.88	1.15	0.94	4.66
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.50	0.35	0.36	0.80	1.13	0.61
TSLĐ/Nợ ngắn hạn	2.51	2.40	2.75	1.74	1.72	1.70
Vay dài hạn/Tài sản	0.17	0.01	0.27	0.05	0.00	0.34
Vốn vay/Tài sản	0.38	0.16	0.33	0.05	0.02	0.39
Công nợ/Tài sản	0.49	0.61	0.64	0.48	0.73	0.43
Lãi gộp/Doanh thu	16.46%	28.62%	43.54%	59.63%	7.97%	37.57%
Lãi ròng/Doanh thu	7.43%	18.97%	23.94%	42.09%	6.87%	33.64%

ROA	3.59%	19.52%	19.63%	9.86%	9.39%	47.04%
ROE	7.04%	11.99%	7.51%	16.74%	6.16%	11.07%

So với các công ty khác trong danh sách so sánh, ASM có vốn hóa vừa. Vốn hóa thị trường của công ty là của 879.76 tỷ đồng, nhỏ hơn so với DXG, FLC và VIC.

ASM đang hoạt động kém hiệu quả hơn so với các công ty bất động sản khác. Tuy nhiên, điều đó cũng có nghĩa là nếu ASM có thể có được nguồn vốn mới và giảm chi phí tài chính, công ty có thể cải thiện đáng kể lợi nhuận.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Dựa trên phân tích của chúng tôi về ASM và triển vọng của ngành bất động sản, **chúng tôi đánh giá ASM sẽ phát triển nhanh chóng trong vài năm tới.**

Với quỹ đất lớn và sự phục hồi của thị trường bất động sản, ASM sẽ kiếm được lợi nhuận lớn từ hoạt động bất động sản của mình. Hoạt động nuôi trồng thủy sản của công ty sẽ tiếp tục tạo ra doanh thu lớn. Chúng tôi tin rằng lợi nhuận của hoạt động này cũng sẽ tăng lên nhờ vào các khoản đầu tư mới và các hiệp định tự do thương mại Việt Nam đã ký kết gần đây.

Doanh thu của ASM cho giai đoạn 2015 - 2020 được dự phóng dưới đây.

Dự phóng doanh thu

Đơn vị: Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Xây dựng	52.13	54.74	57.48	60.35	63.37	66.54
Bất động sản	259.11	297.97	342.67	394.07	453.18	521.16
Thủy sản	971.87	1,069.06	1,175.96	1,293.56	1,422.92	1,565.21
Doanh thu	1,283.11	1,421.77	1,576.11	1,747.98	1,939.46	2,152.90

ĐỊNH GIÁ, KHUYẾN NGHỊ

Đối với cổ phiếu ASM, chúng tôi sử dụng 3 phương pháp định giá là phương pháp DFCF, P/E và P/B.

Phương pháp DFCF

Đơn vị: Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh thu	1,283.11	1,421.77	1,576.11	1,747.98	1,939.46	2,152.90
LNST	128.31	199.05	283.70	384.56	465.47	559.75
Lãi suất (1-T)	47.06	44.71	42.47	40.35	38.33	36.42
Khấu hao TSCĐ	3.42	3.76	4.14	4.55	5.01	5.51
Dòng tiền tự do (FCFF)	178.79	247.52	330.31	429.46	508.81	601.68
Giá trị hiện tại (NPV)	178.79	221.00	263.32	305.68	323.36	341.41
Giá trị DN sau 2020						8,535.23
Giá trị doanh nghiệp						6,476.69
Giá trị nợ						1,203.53
Tỷ lệ pha loãng						66%
Số lượng cổ phiếu						107,287,740
Giá trị cổ phiếu (đồng)						16,711

Phương pháp P/E và P/B

	TB ngành	ASM	Giá
P/E	8.50	1,698	14,433
P/B	1.40	11,890	16,646

Khuyến nghị

Mức giá trung bình của 3 kết quả định giá với tỉ trọng ngang nhau là **15,930 VND**. Với mức định giá này, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu ASM, tầm nhìn đầu tư 1 năm và lợi nhuận kỳ vọng 94%.

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

Chuyên viên Phân tích: Nguyễn Khánh

Hội Sở Chính: Tòa nhà Machinco, tầng 3, số 444 Hoàng Hoa Thám, Q. Tây Hồ, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200

Fax: (84- 4) 35771966

Website: <http://www.apec.com.vn>

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của APECS:

VŨ THỊ THU TRANG

Trưởng phòng Phân tích

trangvtt@apec.com.vn

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 692

NGUYỄN KHÁNH

Chuyên viên Phân tích

khanhnguyen@apec.com.vn

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 649