

I. Điểm nhấn đầu tư:

- Công ty Cổ phần Tập đoàn Đức Long Gia Lai là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất và chế biến các sản phẩm gỗ. Ngoài hoạt động chế biến gỗ công ty còn kinh doanh trên nhiều lĩnh vực như Trồng và chế biến các sản phẩm từ cây cao su; đầu tư xây dựng giao thông bằng các hình thức BOT - BT; đầu tư xây dựng thủy điện; khai thác và chế biến các loại khoáng sản; dịch vụ bến xe, bãi đỗ, xe buýt đô thị; đầu tư -kinh doanh bất động sản...
- Tập đoàn Đức Long Gia có một chiến lược phát triển bền vững với tầm nhìn dài hạn. Đặc điểm của các ngành nghề lĩnh vực mà Tập đoàn đang tập trung đầu tư như: trồng và chế biến các sản phẩm từ cây cao su; đầu tư xây dựng giao thông bằng các hình thức BOT, BT; đầu tư xây dựng thủy điện; khai thác và chế biến các loại khoáng sản; kinh doanh bến xe; đều là những lĩnh vực đòi hỏi vốn đầu tư lớn và thời gian đầu tư dài hơi song lại có triển vọng rất chắc chắn.
- Về cơ bản, doanh thu và lợi nhuận có chuyển biến khá tích cực trong năm 2013 trong đó việc bán một phần Đức Long Tower cho BIDV đã mang về hơn 87 tỷ đồng doanh thu cho DLG. Kết thúc năm 2013, DLG đạt 801 tỷ đồng doanh thu tăng 13,1% so với cùng kỳ nhờ sự tăng trưởng chung của các mảng hoạt động. Lũy kế cả năm DLG lãi 1,8 tỷ đồng tăng 28,5% so với cùng kỳ do các khoản thuế TNDN hiện hành và hoãn lại được ghi nhận âm.
- **Về dự án xây dựng cầu đường:** DLG đang gấp rút thi công 150 km QL14 đoạn đường HCM-Tây nguyên với hoạt động thu phí dự kiến vào 2015. Với 5 trạm thu phí ước tính sẽ mang về cho DLG khoảng 1.000 tỷ doanh thu/năm.
- **Về dự án bến xe, bãi đỗ, vận tải:** DLG hiện có 3 bến xe đạt tiêu chuẩn bến xe loại I trong đó bến xe Đức Long Bảo Lộc và bến xe Đức Long Gia Lai mở rộng đã được hoàn thành và đưa vào khai thác từ 4/2010. Theo thông tin từ Công ty, khả năng sẽ giải quyết xong những vướng mắc và đưa BX Đức Long Đà Nẵng vào khai thác trong tháng 4/2014. Doanh thu dự kiến của mảng này khoảng 120 tỷ/năm trong đó dự kiến BX Đà Nẵng sẽ đóng góp lớn nhất khoảng 100 tỷ/năm.
- **Về dự án khai thác khoáng sản:** Hiện tại, DLG đang thi công hoàn thiện nhà máy khai thác tuyển quặng chì kẽm của Chư Mố và dự kiến vận hành vào QII/2014. Trong giai đoạn 1, nhà máy sẽ vận hành công suất 350 tấn quặng/ngày với khoảng 10%-15% tinh quặng với hợp đồng bán tại hầm cho đối tác TQ. Dự kiến sẽ mang về doanh thu khoảng 195 tỷ/năm.

- **Về hoạt động nông nghiệp:** Đây là một lĩnh vực mới nhưng rất tiềm năng của DLG. Công ty dự kiến triển khai trồng 1000 ha các loại cây có hiệu quả cao Bắp ngô, đậu, sắn mang về doanh thu khoảng 75 tỷ trong 2014 lợi nhuận khoảng 28 tỷ.
- Dự phóng doanh thu của DLG năm nay đạt khoảng 1000 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế của DLG trong năm 2014 sẽ khoảng 103 tỷ VNĐ. EPS dự phóng sẽ vào khoảng 1.490 VNĐ/cp. **Với sự kỳ vọng cho mức độ hồi phục nhanh về HDSXKD mức PE kỳ vọng cho DLG từ 11 đến 13 (PE thị trường là 14,3 lần) là hợp lý, giá hợp lý của DLG là 16,400 đồng/CP – 19,300 đồng/CP.**

II. Phân tích HD.SXKD (DLG – HOSE)

1. Thông tin cơ bản:

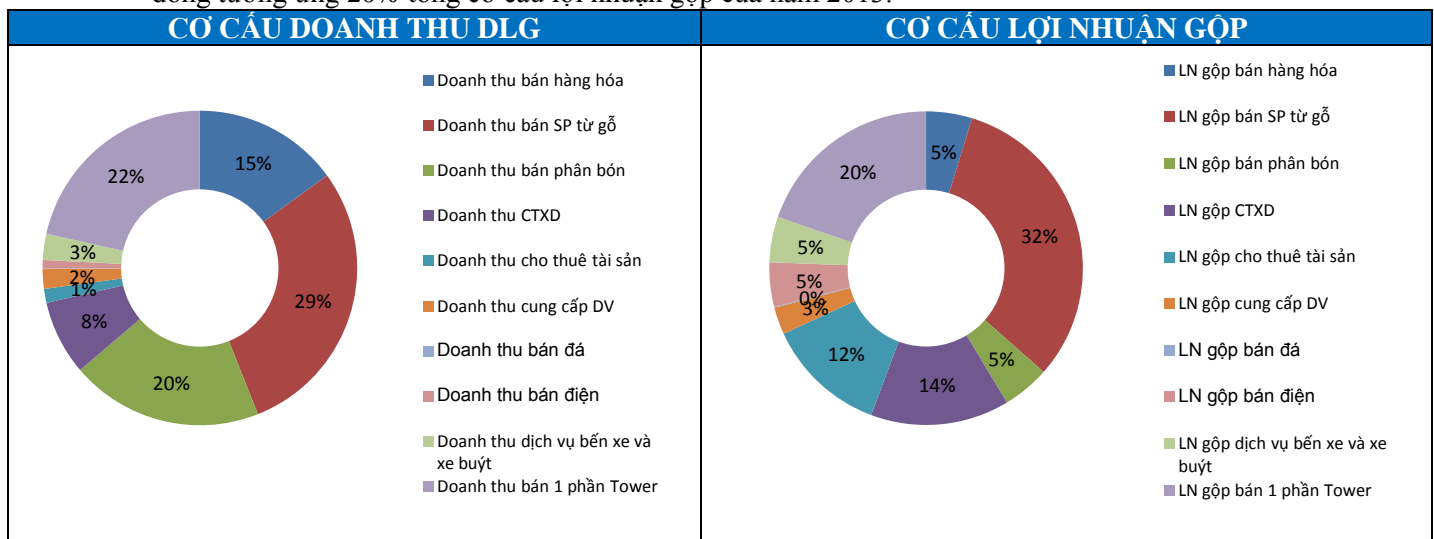
- Công ty Cổ phần Tập đoàn Đức Long Gia Lai là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất và chế biến các sản phẩm gỗ. Vốn điều lệ đăng ký đạt 697,448.98 tỷ VNĐ, vốn chủ sở hữu là 809,195 tỷ VNĐ. Sản phẩm gỗ của công ty bao gồm 2 dòng sản phẩm chính là đồ gỗ nội thất và đồ gỗ ngoại thất sân vườn. Trong đó sản phẩm đồ gỗ nội thất chiếm tỷ trọng trên 50% doanh thu và là dòng sản phẩm chiến lược của công ty trong những năm tới. Công ty đang sở hữu 150.000 m² mặt bằng nhà xưởng, 3 nhà máy chế biến gỗ được đặt tại Pleiku, Gia Lai với tổng công suất thiết kế là 14.040 m³/năm. Công suất thực tế của 3 nhà máy này hiện tại là 10.800 m³/năm. Hệ thống phân phối gỗ và đá của công ty gồm 15 đại lý trong nước và 3 văn phòng đại diện tại Singapore, Nhật Bản, Mỹ.
- Ngoài hoạt động chế biến gỗ công ty còn kinh doanh trên nhiều lĩnh vực như Trồng và chế biến các sản phẩm từ cây cao su; đầu tư xây dựng giao thông bằng các hình thức BOT - BT; đầu tư xây dựng thủy điện; khai thác và chế biến các loại khoáng sản; dịch vụ bến xe, bãi đỗ, xe buýt đô thị; đầu tư -kinh doanh bất động sản...
- Dòng tiền chính của DLG trong những năm qua chủ yếu đến từ các mảng chính như: Mảng chế biến đồ gỗ chiếm tới 33% trong cơ cấu Doanh thu 2013. Đây là một trong những mảng cốt lõi, cơ bản của DLG. Thứ hai là Mảng kinh doanh phân bón chiếm 22% cơ cấu doanh thu 2013, đây là mảng thương mại quan trọng trong HDKD của DLG. Thứ ba là mảng kinh doanh bán hàng hóa(cung ứng xăng dầu, thiết bị dân dụng, công nghiệp...) chiếm 17% trong cơ cấu doanh thu, đây là một trong 3 mảng chính của DLG. Doanh thu từ công trình BOT-BT hiện đóng góp không nhiều trong cơ cấu doanh thu khi chỉ chiếm 9%. Các mảng khác hiện tại chiếm tỷ trọng thấp trong cơ cấu doanh thu.
- **Trong các năm tới, Công ty định hướng :**Tập đoàn đầu tư đa ngành mạnh hàng đầu của Việt Nam vào năm 2015 cả về quy mô vốn, thương hiệu, công nghệ, năng lực quản trị, có khả năng hợp tác và hội nhập thành công trong nước và quốc tế; cung cấp các sản phẩm, dịch vụ đồng bộ và chất lượng cao. DLG xác định, ngoài các ngành nghề truyền thống như chế biến gỗ, đá granit, bến xe và bãi đỗ, thương mại và dịch vụ... **DLG đã và đang tập trung vào các ngành nghề chiến lược: Trồng và chế biến các sản phẩm từ cây cao su; đầu tư xây dựng giao thông bằng các hình thức BOT, BT; đầu tư xây dựng thủy điện; khai thác và chế biến các loại khoáng sản và đầu tư, kinh doanh bất động sản.**

2. Hoạt động SXKD trong những năm gần đây:

2.1. Hoạt động SXKD 3 năm trở lại đây:

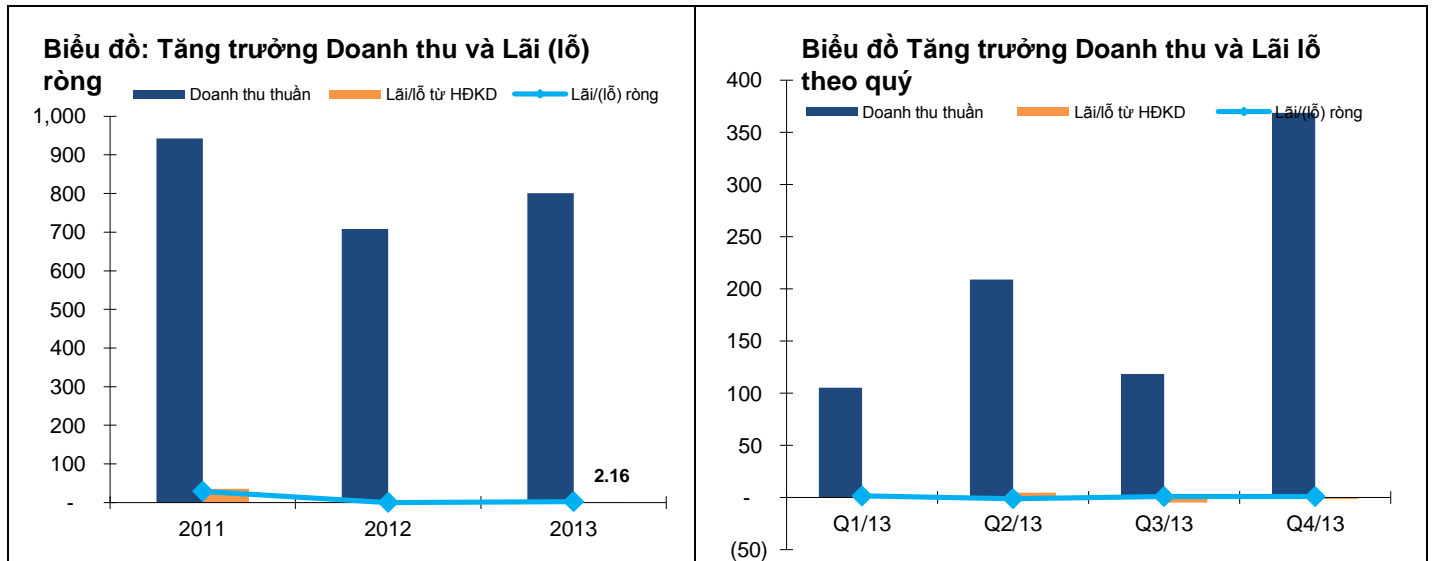
Trong 3 năm trở lại đây, doanh thu và lợi nhuận của DLG có sự sụt giảm mạnh mẽ so với 2011 do ảnh hưởng chung của suy thoái kinh tế, nhu cầu thị trường giảm sút, mặt bằng lãi suất tăng cao và tiếp cận vốn rất khó khăn. Trong đó, một số dự án lớn của DLG không đủ vốn để triển khai theo kế hoạch cùng với giá cả nguyên vật liệu đầu vào liên tục tăng cao, chi phí hoạt động tăng mạnh mà phần lớn là chi phí tài chính là nguyên nhân khiến KQKD của DLG ngày càng thấp.

- Theo số liệu 2013, doanh thu của DLG hiện tại tập trung vào 3 mảng chính là: **Mảng kinh doanh sản phẩm gỗ chiếm 29% doanh thu, Mảng kinh doanh phân bón chiếm 20% doanh thu, Mảng bán hàng hóa chiếm 15% doanh thu.** Riêng năm 2013, DLG tiến hành chuyển giao một phần tòa tháp Đức Long Tower (từ tầng 14 trở xuống) cho BIDV khiến doanh thu từ mảng này đóng góp 172 tỷ đồng vào doanh thu của Công ty.
- Tuy nhiên, trong cơ cấu lợi nhuận gộp, Mảng kinh doanh sản phẩm gỗ chiếm tỷ trọng cao nhất khi chiếm đến 32%, Mảng công trình xây dựng BOT-BT chiếm 11,2%, và mảng cho thuê tài sản đứng thứ 3 khi đạt 9%. Trong đó, lợi nhuận gộp từ việc bán phần tòa tháp Đức Long Tower đóng góp 15,4 tỷ đồng tương ứng 20% tổng cơ cấu lợi nhuận gộp của năm 2013.



Nguồn: BCTC hợp nhất các quý của DLG 2013

- Về cơ bản, doanh thu và lợi nhuận có chuyển biến khá tích cực trong năm 2013 trong đó việc bán một phần Đức Long Tower cho BIDV đã mang về hơn 87 tỷ đồng doanh thu cho DLG. Kết thúc năm 2013, DLG đạt 801 tỷ đồng doanh thu tăng 13,1% so với cùng kỳ nhờ sự tăng trưởng chung của các mảng hoạt động. Tuy nhiên, tỷ trọng giá vốn cao khiến LN gộp của DLG giảm 11%, LN HỖSXKD giảm 83% so với năm trước. Lũy kế cả năm DLG lãi 1,8 tỷ đồng tăng 28,5% so với cùng kỳ do các khoản thuế TNDN hiện hành và hoãn lại được ghi nhận âm.



2.2. Đánh giá các mảng hoạt động kinh doanh tiềm năng của DLG:

❖ Mảng xây dựng công trình giao thông bằng các hình thức BOT – BT:

- Hiện DLG đang tập trung vào Dự án đầu tư nâng cấp, mở rộng đường Hồ Chí Minh đoạn Pleiku - Cầu 110 tỉnh Gia Lai theo hình thức hợp đồng xây dựng - kinh doanh - chuyển giao (BOT), với tổng mức đầu tư gần 1.700 tỷ đồng, trong đó BIDV sẽ tài trợ gần 1.400 tỷ đồng (chiếm 85% tổng vốn đầu tư dự án). Thời gian vay là 15 năm trong đó có 3 năm ân hạn và 12 năm trả nợ, phần còn lại là nguồn vốn tự có của doanh nghiệp.
- Tập đoàn Đức Long Gia Lai là nhà đầu tư thi công 150 Km đường trên toàn tuyến Quốc lộ 14 (Đường Hồ Chí Minh đoạn qua khu vực Tây Nguyên) bao gồm Dự án BOT Đăk Nông; Dự án BOT Gia Lai và một số Km được Bộ GTVT giao bằng nguồn Trái phiếu Chính phủ. Hiện toàn bộ các gói thầu thuộc 3 dự án này đều đang được triển khai đồng loạt, gấp rút hoàn thành các hạng mục công trình để đi vào thông tuyến vào đầu năm 2015.
- Dự án BOT Gia Lai đã thi công được 8/9 gói thầu, khối lượng xây lắp đạt gần 20%. Công ty CP BOT và BT Đức Long Gia Lai (trực thuộc Tập đoàn ĐLGL) liên tục đốc thúc các đơn vị nhà thầu gấp rút thi công dự án, đẩy nhanh tiến độ thực hiện để phấn đấu hoàn thành sớm hơn 8 tháng so với cam kết. Dự án BOT Đăk Nông hiện tại được kỳ vọng sẽ hoàn thành sớm hơn 1 năm so với cam kết, cụ thể là cuối năm 2014 sẽ cơ bản hoàn thành việc thông tuyến để đến năm 2015 đi vào khai thác.
- Sau khi hoàn thành DLG có thể đưa vào thu phí với mức bằng 3 lần tại Thông thư 159/2013/TT-BTC và đến 01/2016 thu với mức 3,5 lần so với mức cơ bản tại Thông tư 90/2004/TT-BTC ngày 07/9/2004 của Bộ Tài chính. **Với 5 trạm thu phí, dự án được ước tính thu về ít nhất 1.000 tỷ đồng/ năm. Có thể thấy triển vọng về mảng xây dựng, phát triển hạ tầng sẽ có triển vọng rất lớn trong dài hạn.**

- Việc mức thu phí được điều chỉnh tăng mạnh đã tạo thuận lợi cực lớn cho Tập đoàn trong sản xuất kinh doanh, giúp gia tăng biên lợi nhuận, giảm thời gian hoàn vốn qua đó làm tăng hiệu quả sinh lời một cách đáng kể. Ước tính sơ bộ, chỉ tính riêng 150 Km thuộc hai dự án này, mỗi năm sẽ mang về cho Tập đoàn ít nhất 1,000 tỷ đồng.



DLG đang gấp rút triển khai QL 14. Toàn bộ đá làm đường đều do các mỏ đá của DLG cung cấp

❖ **Mảng Dịch vụ bến xe bãi đỗ và vận tải đường bộ:**

Về dự án bến xe:

- DLG hiện có 3 bến xe đạt tiêu chuẩn bến xe loại I trong đó bến xe Đức Long Bảo Lộc và bến xe Đức Long Gia Lai mở rộng đã được hoàn thành và đưa vào khai thác từ 4/2010.
- Với quy mô hơn 22.000 m² cùng hệ thống phục vụ khép kín, chuyên nghiệp, tọa lạc tại trung tâm thành phố Pleiku, bến xe Đức Long Gia Lai đã được Tập đoàn đưa vào sử dụng gần 4 năm và có hiệu quả kinh tế cao. Các Bến xe Đức Long Bảo Lộc, bến xe Phía Nam Đà Nẵng, bến xe Đắk Lắk... tiếp tục được đầu tư và đưa vào khai thác trong thời gian qua. Riêng bến xe Phía Nam Đà Nẵng, hiện tại chưa khai thác hiệu quả do các tuyến xe khách vẫn tiếp tục sử dụng bến xe tại trung tâm thành phố. Điều này, khiến Tập đoàn Đức Long Gia Lai đang tạm thời phải chịu lỗ để duy trì bến xe này.
- Tuy nhiên, sau khi Tập đoàn Đức Long Gia Lai có kiến nghị, Bộ GTVT đã có văn bản gửi UBND TP Đà Nẵng nhằm tháo gỡ những khó khăn về cơ chế, đảm bảo Bến xe phía Nam có thể đưa vào hoạt động. Theo Bộ GTVT, trong năm 2014, bộ sẽ chính thức phân luồng tuyến Bắc - Nam trên phạm vi cả nước, trong đó có TP Đà Nẵng. Bộ GTVT sẽ có quy hoạch mạng lưới tuyến vận tải hành khách cố định từ các bến xe của TP Đà Nẵng (có Bến xe phía Nam) đến các tỉnh, thành phố khác. Đây sẽ là cơ sở để tổ chức hoạt động vận tải hành khách liên tỉnh theo tuyến cố định từ Bến xe phía Nam TP Đà Nẵng đi các tỉnh, thành phố khác trong cả nước. Như vậy, với giải pháp của Bộ GTVT, bến xe phía Nam TP Đà Nẵng của Đức Long Gia Lai chắc chắn sẽ hoạt động hiệu quả hơn trong thời gian tới. Theo thông tin từ Công ty, khả năng sẽ giải quyết xong những vướng mắc và đưa BX Đức Long Đà Nẵng vào khai thác trong tháng 4/2014.

Về phương tiện vận tải hành khách:

- Với số lượng 24 chiếc xe buýt (hiện đang tiếp tục đầu tư nâng tổng số xe buýt lên 40 chiếc) DLG tiếp tục đảm bảo việc vận chuyển hành khách công cộng từ thành phố Pleiku về các huyện của tỉnh Gia Lai, đặc biệt là các huyện biên giới, góp phần giải quyết vấn đề giao thông công cộng của tỉnh nhà.
- Hiện nay Tập đoàn ĐLGL là doanh nghiệp có số lượng xe buýt phục vụ vận tải hành khách công cộng lớn nhất tỉnh Gia Lai.
- **Doanh thu dự kiến của mảng này khoảng 120 tỷ/năm trong đó dự kiến BX Đã nã sẽ đóng góp lớn nhất khoảng 100 tỷ/năm với khả năng sớm đi vào hoạt động trong thời gian tới.**

❖ **Mảng khai thác khoáng sản:**

- ĐLGL được Chính Phủ, các bộ ban ngành TW và tỉnh Gia Lai chấp thuận được khai thác và chế biến quặng sắt, chì, kẽm có trữ lượng và **hàm lượng lớn nhất Miền Trung và Tây nguyên**. DLG đang sở hữu công ty TNHH một thành viên KT & CB Khoáng sản ĐLGL. Các loại khoáng sản chủ yếu là sắt, chì, kẽm. Bên cạnh đó, Đăk Nông, Đăk Lak, Gia Lai cũng đã chấp nhận cấp phép cho ĐLGL khai thác phục vụ chế biến các loại khoáng sản như đá Bazan trụ, đá Granite, cát, đá xây dựng với tổng số gần 30 mỏ với thời gian khai thác là 30 năm.
- Hiện tại, DLG đang thi công hoàn thiện nhà máy khai thác tuyển quặng chì kẽm của Chư Mố và dự kiến vận hành vào QII/2014. Trong giai đoạn 1, nhà máy sẽ vận hành công suất 350 tấn quặng/ngày với khoảng 10%-15% tinh quặng với hợp đồng bán tại mỏ cho đối tác. Với giá bán hiện tại khoảng 25 triệu đồng/tấn, thuế khoáng sản hiện tại là 10%, dự kiến sẽ mang về doanh thu khoảng 195 tỷ/năm.



Mỏ Chư Mố (ảnh chụp 31/3)



Máy chế biến quặng, bắt đầu hoạt động từ giữa tháng 4 (ảnh chụp 31/3/2014)

- Công ty hiện tại đã sở hữu thêm mỏ đá xây dựng: Cung cấp cho các dự án BOT và BT địa bàn Gia Lai, Dak Lak, Dak Nông. Doanh thu đem về khoảng 50 tỷ/năm --> LN khoảng 30% = 30% 15 tỷ. Hiện DLG đang sở hữu 19% nhà máy đá Đá Granit.

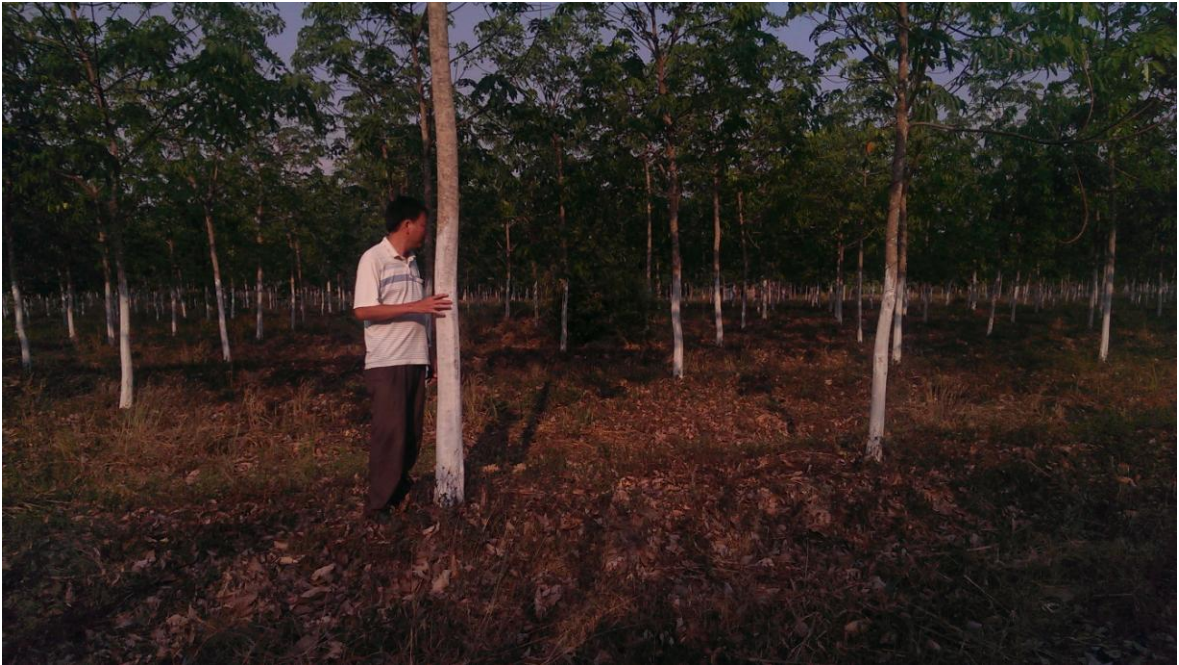


Xưởng chế biến đá Granit của DLG (ảnh chụp 31/3/2014)

❖ **Lĩnh vực trồng , khai thác và chế biến cao su:**

- Về hoạt động trồng và chế biến các sản phẩm từ cây cao su, trong giai đoạn 2008 - 2013, Tập đoàn đã tổ chức khai hoang, trồng và chăm sóc hơn 9,000 ha cao su. Với kết quả kiểm tra hàng năm, vườn cây được đánh giá tăng trưởng đồng đều và sẽ đạt năng suất tốt. Mục tiêu dài hạn của Tập đoàn là tiếp tục trồng mới cây cao su tại các tỉnh Gia Lai, Đắk Nông và Bình Phước, nâng tổng diện tích lên 20,000 ha.
- Trong năm 2014, có khoảng 1,000 ha cao su của vườn Ia Triêm, Gia Lai đi vào giai đoạn khai thác bắt đầu đem lại dòng tiền cho Công ty. Lợi thế của Đức Long Gia Lai trong lĩnh vực này là tìm được quỹ

đất tập trung có giá rẻ vị trí giao thông thuận lợi, nguồn lao động rẻ, thổ nhưỡng đạt tiêu chuẩn và phù hợp cho sự phát triển của cây Cao su. Nhờ đó, giá vốn mù cao su của Công ty rất có tính cạnh tranh chỉ khoảng 1.5 USD/kg, đảm bảo cho Công ty một biên lợi nhuận gộp khá cao mặc dù giá mù cao su hiện nay được đánh giá là đang ở mức thấp. Trong các năm tới khi các diện tích cao su còn lại được dần đưa vào khai thác, lợi nhuận từ lĩnh vực này của DLG hứa hẹn sẽ tiếp tục tăng trưởng khả quan. So sánh với các công ty đang trồng và khai thác cao su hiện nay, khi 20,000 ha cao su của Tập đoàn đi vào khai thác ổn định, doanh thu có thể đạt mức 2,400 tỷ VNĐ và lợi nhuận có thể đạt mức 600 tỷ một năm.



1 góc nhỏ rừng cây cao su của DLG (ảnh chụp 31/3/2014)

❖ **Lĩnh vực thủy điện:**

- DLG sở hữu khá nhiều dự án thủy điện với quy mô từ trung bình đến bé. Tuy nhiên dự án lớn nhất là Thủy điện Sông Sen chưa tiến hành đầu tư, một số dự án khác bị thu hồi hoặc không được duyệt. Trong các dự án thủy điện của DLG hiện tại chỉ có Thủy điện Tà Nung – Đà Lạt đang cung cấp điện thương phẩm khi chính thức hòa vào lưới điện quốc gia ngày 27/01/2011.
- Hiện tại, Đức Long Gia Lai tiếp tục hoàn thiện các thủ tục pháp lý và công tác chuẩn bị đầu tư các dự án thủy điện có quy mô khá lớn như: Thủy điện Đồng Nai 6 & 6A, Thủy điện Sông Sen... với tổng công suất gần 600 MW tại các tỉnh Lâm Đồng, Bình Phước, Đắk Nông, Nghệ An, Quảng Trị.

Trong 2014 DLG dự kiến triển khai 2 dự án Thủy Điện tại Gia Lai và Kontum với tổng công suất khoảng 30 MW, điện lượng mỗi năm 120 triệu KWh. Khi đi vào hoạt động doanh thu khoảng 120 tỷ/năm (khoảng đầu 2016 xong).

❖ **Về lĩnh vực chế biến gỗ:**

- Đây là một trong những lĩnh vực core chính của DLG và là hoạt động sản xuất kinh doanh tạo ra sản phẩm truyền thống ngay từ những ngày đầu thành lập Công ty. Mặc dù năm 2013 vẫn còn ảnh hưởng của những tác động tiêu cực của nền kinh tế nhưng ngành chế biến gỗ của DLG vẫn mang lại hiệu quả khá ổn định khi đóng góp lớn nhất với 29% doanh thu và 32% lợi nhuận gộp.

- Để có được kết quả đó là nhờ ĐLGL tiếp tục đổi mới công nghệ, đa dạng hóa mẫu mã sản phẩm, chú trọng đầu tư chiều sâu và thực hiện tốt chính sách bán hàng, đáp ứng mọi nhu cầu của các khách hàng khó tính nhất trong nước và quốc tế nhằm tạo thế cạnh tranh với các đối thủ cùng ngành. Với thương hiệu mạnh đã được khẳng định trên thị trường trong nước và quốc tế hơn 15 năm qua, sản phẩm đồ gỗ của ĐLGL đã được nhiều người tiêu dùng tin nhiệm. Do đó việc sản xuất của Công ty luôn ổn định, việc làm và thu nhập cho công nhân luôn được đảm bảo, góp phần ổn định an sinh xã hội tại địa bàn tỉnh Gia Lai nói riêng và khu vực Miền Trung – Tây Nguyên nói chung.

❖ **Về lĩnh vực nông nghiệp:**

- **Nông nghiệp là lĩnh vực mới của DLG. Dựa trên lợi thế quỹ đất lớn tập trung ở khu vực Gia lai, Dak Lắc, Dak Nông, Công ty đang dự định đầu tư và triển khai trong 2014 với diện tích là trên 1000 ha. Các sản phẩm chủ yếu là Bắp ngô, đậu, sản mang về doanh thu khoảng 75 tỷ trong 2014 lợi nhuận khoảng 28 tỷ.**

Dự phóng lợi nhuận 2014:

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của DLG trong năm 2014 sẽ khởi sắc nhờ khoản lợi nhuận cơ bản từ các lĩnh vực core kinh doanh như **Mảng sản xuất và chế biến các sản phẩm gỗ, Kinh doanh bán hàng hóa, mảng doanh thu bến xe và mảng khoáng sản sẽ đóng góp phần lớn doanh thu năm nay.**

Dự phóng	2014F
Doanh thu bán hàng hóa	135
Doanh thu bán gỗ	400
Doanh thu xây lắp	240
Doanh thu bán điện	8
Doanh thu bến xe	61
Doanh thu bất động sản	50
Doanh thu khoáng sản	40
Doanh thu nông nghiệp	75
Doanh thu thuần	1009
Giá vốn hàng hóa	110
Giá vốn bán gỗ	320
Giá vốn xây lắp	195
Giá vốn bán điện	4
Giá vốn bến xe	42.7
Giá vốn khoáng sản	28
Giá vốn bất động sản	61
Giá vốn nông nghiệp	45
Giá vốn hàng bán	805.7
Lợi nhuận gộp	203.3
Doanh thu tài chính	60
Chi phí tài chính	100
Chi phí bán hàng	4
Chi phí quản lý	26
Lợi nhuận khác	0
Lợi nhuận trước thuế	133.3

Lợi nhuận sau thuế	103.974
EPS (VNĐ)	1,491.74

Dự phóng doanh thu của DLG năm nay đạt khoảng 1000 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế của DLG trong năm 2014 sẽ khoảng 103 tỷ VNĐ. EPS dự phóng sẽ vào khoảng 1.490 VNĐ/cp. Với sự kỳ vọng cho mức độ hồi phục nhanh về HDSXKD mức PE kỳ vọng cho DLG từ 11 đến 13 (PE thị trường là 14,4 lần) là hợp lý, giá hợp lý của DLG là 16,400 đồng/CP – 19,300 đồng/CP.

3. Đánh giá tài chính

❖ Doanh thu:

- Doanh thu của DLG có sự chững lại và suy giảm trong 3 năm gần đây do hai yếu tố cơ bản. Thứ nhất, nền kinh tế trầm lắng trong các năm 2011, 2012 và 2013 khiến các mảng kinh doanh như đồ gỗ, bất động sản bị suy giảm đáng kể. Thứ hai, các dự án đầu tư với nguồn vốn lớn của DLG như trồng cao su, khoáng sản và bến xe Đà Nẵng chưa đi vào khai thác khiến doanh thu không được cải thiện nhiều.
- Chúng tôi đánh giá doanh thu của DLG trong các năm tới sẽ được cải thiện mạnh nhờ diện tích cao su đi vào khai thác ngày càng cao (trước mắt 1000 ha đi vào khai thác năm 2014), Bến xe Đà Nẵng sẽ giải quyết được vấn đề phân tuyến và có triển vọng doanh thu cao do Đà Nẵng là một đô thị năng động và đang phát triển. Lĩnh vực khoáng sản của Công ty có tiềm năng khi nhu cầu về khoáng sản sẽ tăng cao trong các năm tới.
- Từ năm 2015 trở đi khi tuyến đường BOT mở rộng quốc lộ 14 bắt đầu đưa vào khai thác, doanh thu của Công ty có khả năng cải thiện mạnh hơn nữa do lưu lượng xe dự kiến trên tuyến đường này khá lớn.

Total Revenue	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	2 2%
DLG		358.96	465.02	450.90	431.80	426.67	
Construction & Materials	455.90	489.37	600.84	675.99	604.56	546.58	
%Δ diff of indus		-27%	-23%	-33%	-29%	-22%	
Revenue Growth	2009	2010	2011	2012	ave 4y	0 2%	
DLG		0.0%	29.5%	-3.0%	-4.2%		7.4%
Construction & Materials		7.3%	22.8%	12.5%	-10.6%		14.8%
%D diff of indus			30%	-124%	-60%		-50%

❖ Lợi nhuận:

- Lợi nhuận của DLG suy giảm đều trong 3 năm gần đây và ở mức rất thấp. Công ty gần như không có lãi trong năm 2013 do chi phí tài chính tăng cao và biên lợi nhuận gộp giảm, mặc dù doanh thu vẫn khá tốt. Nguyên nhân chủ yếu vẫn là tình hình kinh tế suy giảm khiến Công ty phải bán rẻ bất động sản thương mại và các dự án dở dang chưa đem lại doanh thu và lợi nhuận trong khi gây áp lực về tài chính lên Công ty.

- Trong năm 2013, lãi suất cho vay giảm mạnh, song không giúp Công ty có lợi nhuận do nợ vay của Công ty khá lớn trong khi các yếu tố cơ bản là lợi nhuận gộp vẫn không có sự tiến triển nào rõ nét.
- Vấn đề của Công ty hiện tại là thiếu hụt dòng tiền để trả bớt nợ vay qua đó giảm chi phí đáng kể nhất là chi phí tài chính. Chúng tôi nhận thấy triển vọng lợi nhuận 2014 của Công ty khả quan hơn năm 2013 khi 1000 ha cao su của Công ty đi vào khai thác và đem lại dòng tiền ổn định cho Công ty.

NI / Profit	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0
DLG		14.25	21.82	11.31	3.75	12.78	2%
Construction & Materials	28.46	40.05	41.06	23.77	5.48	25.85	
%Δ diff of indus		-64%	-47%	-52%	-32%	-51%	

❖ Hiệu quả quản lý:

- Nhìn chung, nhóm chỉ số khả năng sinh lời đều có xu hướng giảm. Chỉ số biên lợi nhuận gộp biến đổi khá thất thường. Hai nguyên nhân chính là do sự tăng trưởng không ổn định của doanh thu và tốc độ tăng của giá vốn hàng bán nhanh hơn so với doanh thu trong những năm qua. Chỉ số biên lợi nhuận ở mức chấp nhận được, trong khi đó chỉ số biên lợi nhuận ròng ở mức khá thấp. Có thể thấy doanh nghiệp đang gặp cho thấy doanh nghiệp đang gặp rất nhiều khó khăn trong việc bán hàng và quản lý chi phí. Chỉ số ROE ở mức khá thấp chứng tỏ doanh nghiệp đang sử dụng đồng vốn của cổ đông ngày càng kém hiệu quả.
- Nhóm chỉ số hoạt động đều ở mức khá thấp và đều có xu hướng giảm. Vòng quay hàng tồn ngày càng giảm chứng tỏ hoạt động bán hàng đang gặp rất nhiều khó khăn, phù hợp với việc phân tích ở trên. Bên cạnh đó, doanh nghiệp đang bị các đối tác tích cực chiếm dụng vốn. Điều này thể hiện thông qua xu hướng giảm của vòng quay các khoản phải thu. Vòng quay tài sản cố định giảm đồng nghĩa với việc hiệu quả sử dụng tài sản cố định của công ty đang đi xuống.
- Mặt bằng lãi suất tăng cao trong các năm 2011 và 2012 khiến chi phí lãi vay tăng vọt cũng khiến hiệu quả sinh lời giảm. Trong năm 2013 và các năm sau nhiều khả năng lãi suất sẽ ổn định làm giảm áp lực lên Công ty.
- Có thể thấy ROE đang có xu hướng giảm mạnh trong những năm vừa qua. Nguyên nhân chính là do sự giảm của hệ số lợi nhuận ròng, hiệu suất sử dụng tổng tài sản và đòn bẩy tài chính. Quy mô tài sản tăng nhanh do Công ty gia tăng đầu tư vào các dự án đòi hỏi vốn lớn như trồng cao su và dự án đường BOT. Các dự án này có tiềm năng song thời gian thu hồi vốn dài nên đã tạm thời làm giảm hiệu quả kinh doanh của Công ty một cách đáng kể.
- Chúng tôi đánh giá hiệu quả kinh doanh của DLG sẽ cải thiện mạnh từ năm 2014 trở đi khi lĩnh vực khai thác cao su, bến xe Đà Nẵng, khoáng sản và khai thác dự án giao thông BOT bắt đầu phát huy hiệu quả. Đây là hai lĩnh vực dự kiến có biên lợi nhuận cao (hơn hẳn lĩnh vực kinh doanh gỗ của DLG hiện nay).

ROE	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0
DLG		0.03	0.05	0.02	0.01	0.03	2.5%
Construction & Materials	0.14	0.17	0.14	0.08	0.02	0.10	
%Δ diff of indus		-82%	-68%	-69%	-50%	-72%	
ROA	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0
DLG		0.01	0.02	0.01	0.00	0.01	2.5%

Construction & Materials	0.04	0.05	0.04	0.02	0.00	0.03
%D diff of indus		-74%	-63%	-70%	-55%	-69%

❖ **Cơ cấu vốn:**

- Mức độ sử dụng vốn vay của công ty khá cao khiến hoạt động của Công ty trở nên khá rủi ro và nhạy cảm với sự biến động của lãi suất. Lượng tiền thu được từ hoạt động kinh doanh chính của Công ty không nhiều và không đủ để trả bớt vay nợ và điều này khiến cho Công ty rất dễ thua lỗ khi doanh thu giảm và lãi suất có diễn biến bất lợi.
- Chỉ số thanh toán hiện hành, chỉ số tiền mặt đều ở mức khá thấp. Điều này sẽ gây ra những rủi ro nhất định đối với khả năng thanh toán của công ty. Chỉ số thanh toán nhanh, chỉ số vốn lưu động/ doanh thu đều ở mức chấp nhận được. Nhóm chỉ số thanh khoản đều có xu hướng tăng mạnh trong những năm vừa qua. Nguyên nhân chủ yếu là do các khoản nợ ngắn hạn giảm một cách đáng kể. Nguyên nhân là do Công ty đã cơ cấu được phần lớn nợ ngắn hạn sang nợ dài hạn. Điều này làm giảm rủi ro thanh khoản cho Công ty tuy nhiên áp lực tài chính với Công ty vẫn còn khá lớn. Chúng tôi cho rằng tình trạng này sẽ được cải thiện nếu các dự án Bến xe Đà Nẵng và trồng cao su của Công ty bắt đầu cho dòng tiền tốt từ năm 2014 trở đi.
- Nhìn chung sức khỏe tài chính của DLG là đang quan ngại song chúng tôi cho rằng đó là tình trạng tạm thời. Các khoản đầu tư của Công ty vào bến xe Đà Nẵng, cao su và khoáng sản có triển vọng đem lại dòng tiền tốt. Mức độ nợ vay chắc chắn sẽ giảm mạnh và các chỉ tiêu thanh khoản và cơ cấu vốn sẽ trở về mức bình thường.

Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	6 3.3%
DLG		1.64	2.46	3.29	2.66	2.16	
Construction & Materials	2.54	2.40	2.40	2.52	2.51	2.48	
%Δ diff of indus	-	-31%	3%	31%	6%	-13%	
Current Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	4 3.3%
DLG		1.57	2.13	2.58	1.87	1.74	
Construction & Materials	1.59	1.52	1.56	1.72	1.73	1.69	
%D diff of indus	-	3%	37%	50%	8%	3%	
Longterm Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	9 3.3%
DLG		0.07	0.32	0.70	0.78	0.42	
Construction & Materials	1.09	0.94	0.88	0.84	0.91	0.82	
%D diff of indus	-	-92%	-63%	-16%	-14%	-49%	

Năm 2013, Công ty đã tái cơ cấu một phần đáng kể nợ ngắn hạn sang nợ dài hạn và do đó giảm áp lực thanh khoản đáng kể lên Công ty.

Định giá:

PB của DLG hiện nay đều ở mức khá thấp trong khi PE rất cao do EPS năm 2013 rất thấp. Hiện tượng trên cho thấy thị trường đang không kỳ vọng nhiều vào triển vọng tăng trưởng tương lai của Công ty và đang đánh giá thấp giá trị tài sản của Công ty. Chúng tôi đánh giá mức kỳ vọng của thị trường chưa phản ánh được kỳ vọng về các dự án của Công ty.

P/E	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0
DLG			23.60	11.73	33.29	20.95	6.7%
Construction & Materials	4.86	8.13	6.87	5.23	13.87	6.73	
%Δ diff of indus			244%	124%	140%	211%	
P/B	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	7
DLG			1.35	0.35	0.33	0.68	6.7%
Construction & Materials	0.88	1.86	1.26	0.56	0.50	0.94	
%D diff of indus			7%	-37%	-34%	-28%	
Dividend in 2012			No of company		Paid	Plan	4
DLG					0	1,400	6.7%
Construction & Materials			151		1,364	1,431	
%Δ diff of indus						-2%	
MBS valuation						2012	0
DLG						3,816	10%
Price						6,700	
%Δ diff of indus						-43%	

Dự phóng doanh thu của DLG năm nay đạt khoảng 1000(++) tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế của DLG trong năm 2014 sẽ khoảng 103 tỷ VNĐ. EPS dự phóng sẽ vào khoảng 1.490 VNĐ/cp. Với sự kỳ vọng cho mức độ hồi phục nhanh về HDSXKD mức PE kỳ vọng cho DLG từ 11 đến 13 (PE thị trường là 14,4 lần) là hợp lý, **giá hợp lý của DLG là 16,400 đồng/CP – 19,300 đồng/CP.**

Kết luận:

Chúng tôi đánh giá DLG là một công ty có một số dự án tiềm năng song đang tạm thời gặp khó khăn do hoạt động đầu tư được mở rộng quá nhanh và vào các dự án thu hồi vốn chậm như cơ sở hạ tầng và trồng cao su. Điều này một mặt khiến Công ty căng thẳng về nhu cầu vốn và tạo áp lực vay nợ cao, mặt khác khiến quy mô tài sản tăng nhanh làm giảm hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời. Mức giá hiện nay đã phản ánh hoạt động kinh doanh của Công ty song chưa phản ánh triển vọng một số lĩnh vực như cao su, khoáng sản và bến xe Đà Nẵng của Công ty. Chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại của Công ty là mức giá có thể xem xét để MUA.

Phòng phân tích DVCSpeculator

Đại diện: Nguyễn Tuấn Anh - Số ĐT 097 436 1111