



Công ty Cổ phần Tập đoàn Đức Long Gia Lai (HOSE: DLG)

Địa chỉ: 02 Đặng Trần Côn, TP. Pleiku, Tỉnh Gia Lai

Điện thoại: 84-(59) 374 83 67

Website: <http://duclonggroup.com>

Cổ đông lớn:

Bùi Pháp 22,67%

CTCP Đầu tư và Phát triển điện năng Đức Long Gia Lai 2,43%

Nguyễn Đình Trạc 0,53%

Thông tin giao dịch:

Giá hiện tại (16/1/2015) 11.600

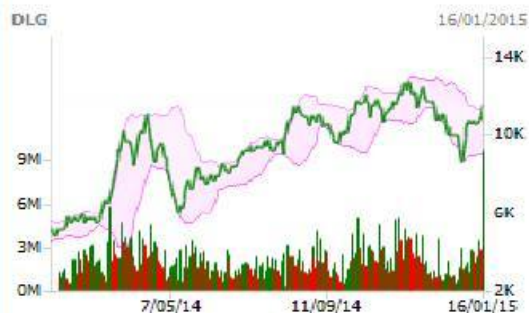
CPLH (triệu cổ) 172,4

KLTB 10 ngày (triệu cổ) 3,5

Giá thấp nhất 52T (Đ) 4.300

Giá cao nhất 52T (Đ) 12.800

Diễn biến giao dịch:



DLG – SỰ CHUYỂN MÌNH TỪ NỘI LỰC

Chúng tôi khuyến nghị MUA MẠNH trung và dài hạn đối với cổ phiếu DLG với mức giá mục tiêu kỳ vọng 1 năm là 16.570 đồng, tăng 43% so với mức giá ngày 16/1/2014 dựa trên phương pháp định giá FCFE và so sánh P/E. Mức EPS forward 2015 được dự báo ở mức 1.084 đồng căn cứ trên những số liệu có thể tính toán được từ kế hoạch kinh doanh năm 2015 của DLG.

DLG đang có những bước chuyển mình tích cực sau khi tiến hành tái cơ cấu hoạt động sản xuất kinh doanh theo hướng tập trung vào các dự án sinh lời ngắn hạn sau một thời gian dài tập trung đầu tư vào các lĩnh vực dài hạn chậm thu hồi vốn như bất động sản, cao su. Sự chuyển dịch này sẽ giúp DLG có những bước tiến vượt bậc trong thời gian tới với doanh thu, lợi nhuận tiếp tục có sự tăng trưởng tốt hơn trong năm 2015 nhờ các yếu tố sau:

- (1) Các dự án hạ tầng BOT đang trong quá trình gấp rút triển khai, dự kiến sẽ thông tuyến vào giữa Quý 2/2015 để đưa vào khai thác hoàn vốn
- (2) Hoạt động trồng trọt cây nông nghiệp ngắn ngày tận dụng được lợi thế đất, điều kiện khí hậu thuận lợi, thời gian quay vòng vốn nhanh sẽ đem lại lợi nhuận đột biến trong năm 2015.
- (3) Các lĩnh vực sản xuất kinh doanh khác tiếp tục duy trì ổn định
- (4) Tình hình tài chính lành mạnh hơn. Dự triển năm 2015 sẽ trả hết các khoản nợ ngắn hạn, giảm tối đa chi phí hoạt động tài chính
- (5) Quỹ đầu tư GEM sẽ sớm tham gia HĐQT ngay trong Q1 sau khi nâng tỷ lệ sở hữu lên 20% tại DLG.

Dự báo KQKD 2015: Dự báo doanh thu 2.000 tỷ đồng và 200 tỷ lợi nhuận, chưa kể phần hợp nhất khoản doanh thu và lợi nhuận rất lớn từ mảng sản xuất và kinh doanh linh kiện điện tử ngay trong năm nay sau khi thương vụ giao dịch hoán đổi cổ phiếu với công ty Massnoble hoàn tất trong quý 1/2015.

I. TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Được thành lập vào ngày 13/06/2007 theo Giấy Chứng nhận đăng ký kinh doanh số 5900415863 do Sở Kế hoạch và Đầu tư tỉnh Gia Lai cấp; ➤ Ngày 14/7/2008, Công ty chính thức được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước công nhận trở thành công ty đại chúng; ➤ Ngày 22/6/2012 cổ phiếu chính thức giao dịch tại sàn HOSE; 			
Ngành nghề hoạt động	<ul style="list-style-type: none"> ➤ CTCP Tập đoàn Đức Long Gia Lai (DLG) là một tập đoàn đầu tư đa ngành với các lĩnh vực kinh doanh truyền thống như chế biến gỗ, đá granit, phân bón, bến xe và bãi đỗ xe, thương mại và dịch vụ.. ➤ Công ty hiện đang tập trung phát triển một số ngành nghề chiến lược mới 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; đầu tư - kinh doanh bất động sản; cung cấp dịch vụ bảo vệ... ➤ Trong thời gian tới dự kiến DLG sẽ tiếp tục mở rộng sang các ngành nghề chiến lược khác, đặc biệt là lĩnh vực điện tử tiêu dùng. Đây là lĩnh vực kinh doanh có tiềm năng tăng trưởng rất cao trong thời gian tới; 			
Cơ cấu tập đoàn – Đơn vị thành viên	CÔNG TY CON	Lĩnh vực SXKD	Vốn góp (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu (%)
	CTCP chế biến gỗ ĐLGL	Sản xuất các sản phẩm từ gỗ, mua bán gỗ các loại	35	91,71
	CTCP Đầu tư & kinh doanh bất động sản ĐLGL	Kinh doanh bất động sản, xây dựng công trình dân dụng	100	55
	CTCP Đầu tư phát triển dịch vụ công trình công cộng ĐLGL	Hoạt động dịch vụ vận tải, dịch vụ bến xe, bãi đỗ, ...	28,564	54,67
	CTCP trồng rừng và cây công nghiệp ĐLGL	Trồng rừng và chăm sóc rừng trồng, trồng cây cao su,...	30	95
	CTCP Dịch vụ công cộng Đức Long Bảo Lộc	Hoạt động dịch vụ vận tải, dịch vụ bến xe, bãi đỗ, ...	12	55,56
	CTCP Dịch vụ bảo vệ Đức Long Gia Lai	Tuyển dụng và đào tạo vệ sĩ.	3,4	48

CTCP Đức Long Đà Nẵng	Vận tải bằng xe buýt, dịch vụ hỗ trợ vận tải bến xe,...	25	85
Công ty CP Đầu tư xây dựng Đức Long Gia Lai.	Xây dựng công trình kỹ thuật dân dụng,...	2	51
Cty TNHH đầu tư xây dựng cầu đường Phước Hoàng Long	Xây dựng công trình đường bộ, hoạt động xây dựng chuyên dụng khác, ...	30	80
Công ty CP xây dựng giao thông Minh Long Gia Lai	Xây dựng công trình đường bộ,...	30	51
Công ty cổ phần BOT&BT Đức Long Đắk Nông	Khai thác quặng sắt, xây dựng công trình cầu đường,...	210	65
Công ty cổ phần BOT&BT Đức Long Gia Lai	Khai thác quặng sắt, xây dựng công trình cầu đường,...	270	60
Công ty cổ phần xây dựng giao thông Đức Long Gia Lai	Đầu tư và xây dựng các công trình giao thông, hạ tầng đô thị,...	50	51
Công ty cổ phần đầu tư và phát triển giáo dục Đức Long Gia Lai	Đầu tư và phát triển giáo dục	65	55
Công ty TNHH Một thành viên KT &CB Khoáng sản ĐLGL	Khai thác và chế biến khoáng sản	30	100
CÔNG TY LIÊN KẾT	Lĩnh vực SXKD	Vốn góp (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu (%)
CTCP dịch vụ bảo vệ Tây Bình – Tây Sơn	Dịch vụ bảo vệ. Đào tạo bảo vệ, vệ sỹ	30	18,6
CTCP tư vấn xây dựng giao thông Gia Lai	Xây dựng cầu đường	2,961	20
Cty TNHH cung ứng vật tư nguyên liệu Tây Nguyên	Cung ứng vật tư nguyên liệu	60	33,33

II. HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Chúng tôi nhận thấy kể từ năm 2015 DLG sẽ có sự chuyển mình tích cực ngay sau khi chiến lược tái cấu trúc mạnh mẽ tập đoàn với 3 lĩnh vực mũi nhọn là nông nghiệp, năng lượng và cơ sở hạ tầng được cổ đông thông qua. Những tác động tích cực lên doanh thu, lợi nhuận ngay trong năm 2015 đã có thể được dự báo trước tại những mảng kinh doanh chiến lược của tập đoàn.

➤ Mảng xây dựng hạ tầng công trình giao thông bằng các hình thức BT-BOT:

Tập đoàn Đức Long – Gia Lai là một trong những doanh nghiệp thi công cầu đường theo hình thức BOT & BT lớn nhất Việt Nam. Đây được xác định là một trong những mảng kinh doanh chiến lược của tập đoàn trong thời gian tới nhờ sự ổn định từ dòng tiền đem lại hàng năm cũng như những thuận lợi của các chính sách hỗ trợ từ

Chính Phủ

Tập đoàn Đức Long Gia Lai được bộ GTVT chọn làm nhà đầu tư thi công 150km đường trên toàn tuyến Quốc lộ 14 (Đường Hồ Chí Minh đoạn qua khu vực Tây Nguyên) bao gồm:

Dự án BOT Đắk Nông (Quốc lộ 14A, km 817 – 887)

Dự án “Nâng cấp, mở rộng Quốc lộ 14, đoạn km817 -887, tỉnh Đắk Nông” được thực hiện theo hợp đồng BOT số 01/HĐBOT ngày 01/09/2010 của UBND tỉnh Đắk Nông ký kết với CTCP BOT & BT Đức Long Đắk Nông (Công ty con) với tổng mức đầu tư 1.391.061.609.000 đồng trong đó 80% vốn vay Ngân hàng và 20% vốn tự có và huy động khác. Bắt đầu triển khai từ năm tháng 9/2010, hiện tại khối lượng hoàn thành đã đạt trên 70%. Hiện dự án đã triển khai thảm nhựa lớp 1 gần 43 Km, và trên 15 Km đã được thảm nhựa lớp 2.

Dự án BOT Gia Lai (Quốc lộ 14, Km 1610 – 1667+570)

Đây là dự án nâng cấp, mở rộng đường Hồ Chí Minh (QL14) đoạn Pleiku (km 1610) – cầu 110 (km 1667 +570) thuộc tỉnh Gia Lai dài 57,5 km theo hình thức hợp đồng BOT, giao cho chủ đầu tư là CTCP BOT & BT Đức Long Gia Lai (công ty con DLG nắm giữ 65%). Tổng mức đầu tư điều chỉnh của dự án là 1.775.568.000.000 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 15% là nguồn vốn tự có và nguồn vốn khác. Bắt đầu triển khai từ tháng 6/2013, dự án bị chậm tiến độ vài tháng do những nguyên nhân khách quan từ điều kiện thời tiết đem lại. Tuy vậy, nhờ đẩy nhanh tiến độ thi công, hiện tại khối lượng hoàn thành đạt trên 50% đang tiến hành hoàn thành những km cuối của thảm lớp 1 và tiến hành thảm lớp 2.

Hiện toàn bộ các gói thầu thuộc 2 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 giữa năm 2015 để đưa vào khai thác hoàn vốn. DLG đã được chấp thuận xây dựng 4 trạm thu phí thuộc 2 dự án trên. Mức thu phí áp dụng theo thông tư 159/2013/TT-BTC bằng 3 lần (trong năm 2015) và đến tháng 01/2016 thu phí bằng 3,5 lần mức cơ bản tại Thông tư 90/2004/TT-BTC. Cụ thể, mức thu phí sẽ được thực hiện theo biểu khung sau:

Đơn vị tính: Đồng/vé/lượt

STT	Phương tiện chịu phí	Khung mức phí
1	Xe dưới 12 ghế ngồi, xe tải có tải trọng dưới 2 tấn; các loại xe buýt vận tải khách công cộng.	15.000 - 52.000
2	Xe từ 12 ghế ngồi đến 30 ghế ngồi; xe tải có tải trọng từ 2 tấn đến dưới 4 tấn	20.000 - 70.000
3	Xe từ 31 ghế ngồi trở lên; xe tải có tải trọng từ 4 tấn đến dưới 10 tấn	25.000 - 87.000
4	Xe tải có tải trọng từ 10 tấn đến dưới 18 tấn; xe chở hàng bằng Container 20 fit	40.000 - 140.000

5	Xe tải có tải trọng từ 18 tấn trở lên; xe chở hàng bằng Container 40 fit	80.000 - 200.000
---	--	------------------

Việc mức thu phí được điều chỉnh tăng mạnh theo Thông tư mới sẽ giúp gia tăng biên lợi nhuận, giảm thời gian thu hồi vốn dự án qua đó tăng mạnh hiệu quả sinh lời từ mảng hoạt động kinh doanh này trong thời gian tới. Từ dữ liệu của Cục quản lý đường bộ cung cấp với lưu lượng xe trung bình khoảng 8.230 lượt/ngày đêm tại 2 trạm thuộc dự án BOT Gia Lai và 7.211 lượt/ngày đêm tại 2 trạm dự án BOT Đăk Nông với mức phí bình quân 80.000 đồng/xe. Chúng tôi ước tính doanh thu chi tính riêng 6 tháng cuối năm 2015 thu được từ 2 dự án sẽ khoảng 222,3 tỷ đồng.

Ngoài ra, do phân mặt đường chiếm giá trị đáng kể trên tổng giá trị đầu tư do vậy năm 2015 doanh thu mảng thi công cầu đường sẽ chiếm tỷ trọng lớn *tập trung ở Q1 và đầu Quý 2/2015* với doanh thu đem lại từ mảng này sẽ ở mức khoảng 350 tỷ và gần 40 tỷ đồng lợi nhuận. Đồng thời, nó sẽ kéo theo mảng cung ứng vật liệu (đá cấp phối các loại) về khoản 200 tỷ đồng doanh thu và 10 tỷ lợi nhuận.

➤ **Mảng trồng trọt chăn nuôi nông nghiệp:**

Đối với mảng trồng trọt:

Nhu cầu nông sản dùng làm thức ăn gia súc hiện tại ở Việt Nam ở mức cao (hằng năm phải nhập khẩu hơn 2 tỷ USD phần lớn là bắp và đậu nành phục vụ nhu cầu trong nước). Hơn nữa DLG là DN tại Tây Nguyên nên lĩnh vực nông nghiệp là phù hợp và mang lại rất nhiều lợi thế cho DN.

DLG có lợi thế rất lớn khi được giao gần 20.000 ha đất nông nghiệp liên thửa và có hàm lượng dưỡng chất rất tốt tại các tỉnh Tây Nguyên, rất thích hợp với các cây nông nghiệp ngắn ngày. Chính vì vậy chi phí đất hầu như không đáng kể, cộng với việc canh tác hoàn toàn bằng cơ giới , tạo ra lợi thế cạnh tranh về giá thành rất lớn trong lĩnh vực nông nghiệp.

Đây là lĩnh vực khá mới, được đưa vào triển khai từ năm 2014 với quy mô dự án khoảng 1.000 ha trồng bắp lai CP 333 và CP 888, DK 6191 và DK 8868 tại xã Ia Blứ, huyện Chư Puwh, tỉnh Gia Lai. Tổng mức đầu tư cho dự án này khoảng 157,9 tỷ. DLG sử dụng nguồn vốn tự có để triển khai dự án và dùng chính dự án để thế chấp vay Ngân hàng, lấy nguồn vốn tự có để tiếp tục tiến hành triển khai đầu tư. Dự kiến trong năm 2015 diện tích trồng bắp sẽ được mở rộng quy mô lên tới 5.000ha.

Dự án có vòng đời 21 năm. Toàn bộ sản phẩm sau quá trình sơ chế được các khách hàng lớn là CP Thái Lan và Vinamilk bao tiêu đầu ra. Với đặc thù là cây nông nghiệp ngắn ngày như bắp, đậu tương, sắn.. mảng kinh doanh này là nguồn bổ xung dòng tiền rất ổn định và đều đặn hàng năm cho DLG. Ước tính trong năm 2015, doanh thu từ trồng trọt cây ngắn ngày sẽ đem lại cho DLG khoảng 200 tỷ doanh thu tương ứng mức lợi nhuận thu được khoảng 80 tỷ đồng.

Ngoài ra, nhờ hệ thống dây truyền sơ chế nông sản có sẵn cùng mối quan hệ tích cực với các đối tác lớn thu mua nông sản, DLG sẽ tiến hành mở rộng hoạt động thu mua và chế biến nông sản của nông dân tại khu vực

Tây Nguyên trong năm 2015 (với diện tích bắp hiện hữu của bà con nông dân hơn 20.000ha).

Đối với mảng chăn nuôi:

Trong tháng 9/2014, DLG đã tiến hành ký kết với VNM tiến hành thực hiện dự án chăn nuôi bò quy mô lớn có vốn đầu tư gần 11.000 tỷ đồng với sự phối hợp cùng Vinamilk và Tập đoàn Delaval (Thụy Điển). Theo đó, Đức Long Gia Lai sẽ đầu tư các trang trại bò sữa quy mô lớn với khoảng 80.000 con bò sữa, 45.000 con bò thịt trên tổng diện tích đất khoảng 7.500 - 8.000 hecta. VNM chịu trách nhiệm tư vấn về kỹ thuật, con giống, nguồn nhân lực và sẽ bao tiêu toàn bộ sản phẩm sữa đầu ra cho DLG. Đây là dự án rất lớn nếu xét về quy mô đàn bò hiện tại của VNM với số lượng 9.500 con và của TH Milk với số lượng 45.000 con. Dự án sẽ được triển khai đàn bò mẫu tại huyện Krông Nông, tỉnh Đắk Nông. Dự kiến đến quý I năm nay, sẽ đưa đàn bò thịt về nuôi và đến quý II/2015 sẽ đưa đàn bò sữa về. Theo kế hoạch, đàn bò thịt của DLG sẽ đạt 10.000 con vào cuối năm nay.

Trang trại nuôi bò cần từ 5-6 năm để đạt trạng thái hoạt động ổn định và có thể cạnh tranh thương mại. Do vậy, mặc dù không tạo được hiệu quả ngay lập tức nhưng việc triển khai dự án này sẽ tạo động lực phát triển dài hạn cho DLG trong đó nông nghiệp là một trong những lĩnh vực phát triển mũi nhọn trong thời gian tới.

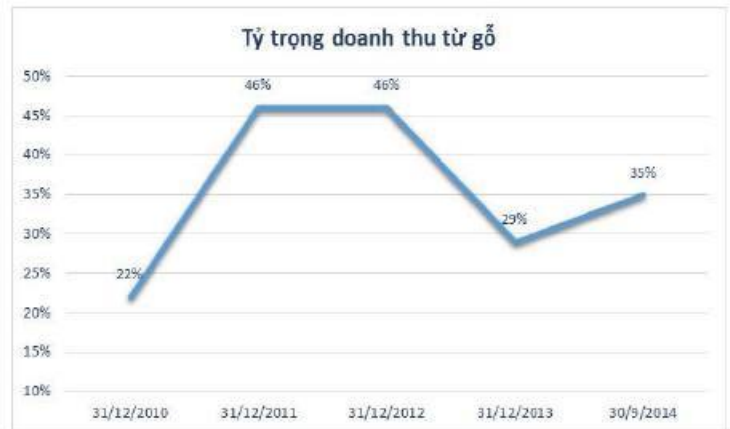
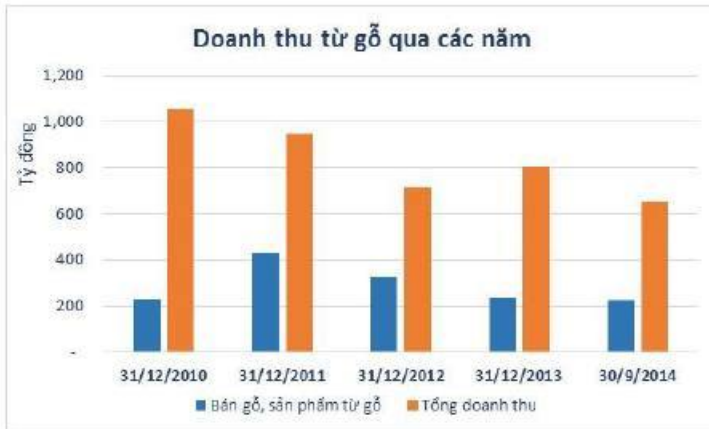
➤ Lĩnh vực trồng, khai thác và chế biến mủ cao su:

Lợi thế đối với tập đoàn Đức Long Gia Lai trong lĩnh vực này là có quỹ đất tập trung giá rẻ, thổ nhưỡng phù hợp cho sự phát triển của cây cao su, vị trí giao thông thuận lợi, nguồn nhân công giá rẻ. Chính vì vậy giá vốn từ mảng khai thác chế biến cao su của DLG khá cạnh tranh với chỉ khoảng 1,5 USD/Kg giúp đảm bảo mức biên lợi nhuận gộp cao từ mảng kinh doanh này.

Tuy vậy, khó khăn trước mắt từ mảng kinh doanh này vẫn là những diễn biến bất lợi từ giá cao su thế giới. Giá cao su thế giới suy giảm liên tục từ năm 2011 và hiện tại vẫn chưa có dấu hiệu hồi phục. Đây là vấn đề nan giải và là một thách thức rất lớn với các doanh nghiệp trồng và khai thác cao su tự nhiên. Chính vì lý do như vậy, DLG không có kế hoạch mở rộng diện tích cao su trong thời gian tới mà tập trung quỹ đất cho cây nông nghiệp ngắn ngày (bắp) và chăn nuôi (bò thịt, sữa). Hiện tại DLG có 4.000 ha cao su trồng từ năm thứ 2 đến năm thứ 6. Doanh thu năm 2015 của mảng cao su ước đạt khoản 70 tỷ đồng và lợi nhuận 6 tỷ đồng.

➤ Khai thác, chế biến và xuất khẩu gỗ, sản phẩm từ gỗ:

Đây là mảng kinh doanh chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu của DLG trong các năm trước.



Nguồn cung ứng chủ yếu cho mảng kinh doanh này đến từ khu vực rừng cao su mà Công ty tự trồng và cây gỗ cao su thanh lý từ Tổng Công ty Cao su Việt Nam với diện tích khoảng 2.520 ha/năm. Ngoài ra, DLG cũng nhập khẩu gỗ nguyên liệu từ Mỹ, Canada và Nam Phi. Hiện tại DLG có 3 nhà máy sản xuất đồ gỗ với công suất thiết kế 14.040 m³/năm. Tuy nhiên, công suất thực tế mới chỉ đạt khoảng 77% (xấp xỉ 10.800 m³/năm). Trong năm 2015 DLG sẽ không đặt mục tiêu cao tại mảng sản xuất này do tập trung năng lực tại một số mảng kinh doanh chiến lược khác. Doanh thu kỳ vọng của mảng sản xuất gỗ trong năm nay khoảng 120 tỷ đồng, chiếm khoảng 8% trong cơ cấu doanh thu.

➤ **Mảng dịch vụ bến xe bãi đỗ và vận tải đường bộ:**

Về mảng dịch vụ bến xe:

DLG hiện tại có 3 bến xe đạt tiêu chuẩn bến xe loại I: 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 tháng 4/2010. Các Bến xe này hàng năm đều có sự tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tích cực. Bến xe Đức Long Gia Lai được trao cúp vàng “Sản phẩm Việt uy tín chất lượng năm 2006”. Đây là bến xe duy nhất trên địa bàn tỉnh Gia Lai, Đăk Lăk. Bến xe Bảo Lộc đã hiệp thương thành công với các hãng xe lớn chạy các tỉnh miền Đông nam Bộ, TPHCM như Phương Trang, Thành Bưởi. Qua đó, tất cả các đầu xe đều ra vào bến góp phần làm tăng doanh thu trong năm tới.

Đối với Bến xe Đà Nẵng: Mới đây Bộ GTVT cũng đề nghị UBND TP Đà Nẵng chỉ đạo các cơ quan có liên quan nghiên cứu xây dựng và trình UBND TP Đà Nẵng phê duyệt, công bố quy hoạch mạng lưới tuyến nội tỉnh tại Đà Nẵng theo quy định tại Điều 12 Thông tư số 18/2013/TT-BGTVT, trong đó có quy hoạch mạng lưới tuyến nội tỉnh và xe buýt đi và đến Bến xe phía Nam, tạo điều kiện cho bến xe này được phục vụ các tuyến vận tải hành khách nội tỉnh và xe buýt của thành phố. Bên cạnh đó, để tạo điều kiện cho Bến xe phía Nam hoạt động thuận lợi, Bộ GTVT cũng đề nghị UBND TP Đà Nẵng chỉ đạo các đơn vị có liên quan tích cực thực hiện việc giải phóng mặt bằng phía trước bến xe theo tiến độ và kế hoạch đã đề ra. Do đó, năm 2015 Bến xe Đà Nẵng cũng sẽ đóng góp một phần doanh thu đáng kể cho mảng dịch vụ Bến xe bãi đỗ cho DLG.

Đối với mảng phương tiện vận tải hành khách:

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. 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.

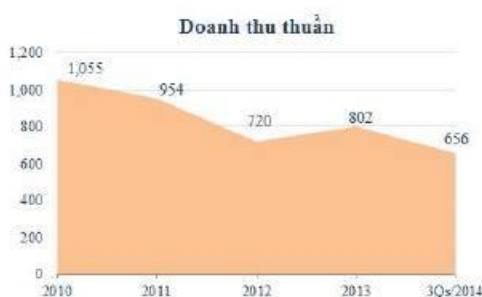
Doanh thu dự kiến từ mảng này trong năm 2015 sẽ đạt khoảng 40 tỷ trong đó bên xe Đà Nẵng sẽ đóng góp doanh thu đáng kể nhất. Đây cũng là mảng có mức lợi nhuận biên lớn nhất với lợi nhuận dự kiến khoảng 12 tỷ.

➤ Sản xuất điện năng:

Trong khuôn khổ chuyến thăm và làm việc của Thủ tướng Chính phủ Nguyễn Tấn Dũng tới EU trong tháng 10/2014 đã diễn ra lễ ký kết hợp tác toàn diện dự án “Giải pháp đầu tư sản xuất, quản lý điện năng toàn diện và bền vững: Động lực thúc đẩy phát triển kinh tế Côn Đảo nói riêng và Việt Nam nói chung” giữa Tập đoàn Đức Long Gia Lai và Tập đoàn Merica (Merica Group “MGC”). Theo đó, liên doanh DLG và Merica Group sẽ hợp tác đầu tư, sản xuất và cung cấp điện năng liên tục 24/7 và đáp ứng 100% nhu cầu điện năng cho phát triển kinh tế Côn Đảo nói riêng và Việt Nam nói chung. Dự có tổng mức đầu tư 150 triệu USD và sẽ khởi công trong năm 2015. Dự án được kỳ vọng sẽ đáp ứng được nhu cầu điện năng đang thiếu hụt tại Côn Đảo. Mô hình đầu tư này sẽ được nhân rộng ra các đảo và đất liền Việt Nam sau khi dự án này được triển khai thành công.

III. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Tình hình hoạt động kinh doanh



Doanh thu suy giảm mạnh trong các năm trước do tác động của suy thoái kinh tế và các dự án đầu tư chưa mang lại hiệu quả sinh lời. Mảng nông nghiệp bắt đầu ghi nhận doanh thu từ 2014.

Doanh thu có sự chững lại và suy giảm trong giai đoạn 2010 – 2012 do chịu tác động khá mạnh của sự suy thoái kinh tế khiến các mảng kinh doanh chính của công ty là đồ gỗ và bất động sản bị suy giảm mạnh. Ngoài ra, trong giai đoạn này công ty tập trung đẩy mạnh đầu tư vào các mảng kinh doanh mới đòi hỏi nguồn lực vốn lớn như trồng cao su, khoáng sản và xây dựng bến xe Đà Nẵng. Các dự án này đều chưa đem lại hiệu quả sinh lời trong ngắn hạn khiến doanh thu không có sự cải thiện. Năm 2013 doanh thu có sự tăng trưởng nhẹ trở lại (11,4%) do DLG ghi nhận doanh thu từ bán căn hộ của các dự án bất động sản trước đó. Doanh thu trong Q3/2014 của DLG có mức tăng trưởng rất ấn tượng, đạt 191 tỷ, tăng 80% so với cùng kỳ. Đóng góp rất lớn cho sự tăng trưởng đó tới từ mảng nông nghiệp. Diện tích 1.500ha bắp lai đã bắt đầu ghi nhận doanh thu về cho DLG, đóng góp 16% trong tổng cơ cấu doanh thu nhưng lại chiếm tỷ trọng rất cao trong cơ cấu lợi nhuận Q3.

Trong dài hạn chúng tôi đánh giá 2 mảng kinh doanh mũi nhọn là hạ

tàng và nông nghiệp (trồng cây nông nghiệp ngắn ngày, chăn nuôi bò sữa, bò thịt) sẽ hỗ trợ cho sự tăng trưởng mạnh về doanh thu của DLG trong các năm tới.



Lợi nhuận suy giảm trong các năm trước do tác động của suy thoái kinh tế và áp lực tài chính đem lại. Sự cải thiện về lợi nhuận sẽ diễn ra ngay trong Q1 này. Trong năm 2015 lợi nhuận sẽ tăng trưởng đột biến



Tương tự như tình hình doanh thu trong giai đoạn 2010 – 2012, lợi nhuận trong giai đoạn này của DLG có xu hướng suy giảm khá mạnh và ở mức rất thấp. Nguyên nhân chủ yếu vẫn đến từ sự suy giảm chung của tình hình kinh tế khiến công ty phải bán rẻ các dự án bất động sản nhằm duy trì hoạt động, cộng thêm việc các dự án dở dang chưa đưa vào hoạt động cùng nhu cầu vốn tăng cao đã gây áp lực lớn lên kết quả lợi nhuận hàng năm. Trong năm 2013 DLG gần như không có lãi mặc dù doanh thu tăng trưởng trở lại do biên lợi nhuận gộp suy giảm và chi phí tài chính tăng cao. Mặc dù lãi suất có chiều hướng giảm nhưng nợ vay khá lớn trong cơ cấu vốn đã khiến áp lực lãi vay vẫn tác động mạnh tới lợi nhuận của DLG.

Trong Quý 3/2014 DLG đạt mức lãi ròng đột biến 25 tỷ đồng, gấp 118 lần cùng kỳ năm 2013. Đóng góp lớn nhất trong cơ cấu lợi nhuận trong Quý 3 đến từ mảng nông nghiệp (chiếm tới 70%). Cây trồng này bắt đầu được ghi nhận doanh thu từ Quý 3/2014 và sẽ tiếp tục tạo dòng tiền ổn định ở mức cao trong thời gian tới.

Dự kiến cả năm 2014 DLG sẽ hoàn thành 90% kế hoạch lợi nhuận 91 tỷ đã đề ra. Nguyên nhân chủ yếu do vụ mùa bắp thứ 2 thu hoạch trễ so với kế hoạch 35 ngày. Do đó doanh thu và lợi nhuận từ mảng này sẽ được hạch toán sang Q1/2015. Như vậy, với lợi nhuận lớn hạch toán từ mảng thi công cầu đường, cung ứng vật liệu từ các dự án hạ tầng BOT đang gấp rút triển khai và lợi nhuận từ vụ bắp thứ 2 trong năm 2014 hạch toán sang Q1/2015 sẽ giúp đem lại doanh thu và lợi nhuận đột biến cho DLG ngay trong Q1/2015.

Chúng tôi nhận thấy kể từ năm 2015 triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của DLG là rất khả quan khi các dự án trồng cây nông nghiệp, hạ tầng BOT giao thông, dự án trồng cây cao su đi vào khai thác giúp đem lại dòng tiền ổn định cộng thêm việc công ty có kế hoạch sẽ trả hết nợ ngắn hạn trong năm 2015 sẽ giúp cải thiện rõ rệt biên lợi nhuận.

2. Hiệu quả quản lý



Khả năng sinh lời suy giảm: Do yếu tố doanh thu lợi nhuận liên tục suy giảm trong giai đoạn trước đây nên các chỉ tiêu sinh lời đa số đều ở mức rất thấp và đều có chiều hướng suy giảm mạnh. Chỉ số ROE suy giảm cho thấy việc sử dụng đồng vốn của cổ đông chưa hiệu quả trong giai đoạn chưa tiến hành tái cơ cấu hoạt động kinh doanh trong các năm trước.



Chỉ số ROA cũng theo chiều hướng giảm liên tục trong giai đoạn trước. Nguyên nhân chủ yếu do trong giai đoạn này DLG phải tiến hành tập trung nguồn lực đầu tư cho các dự án mang tính lâu dài và tạm thời không đem lại hiệu quả sinh lời trong ngắn hạn. Chính vì vậy áp lực đòn bẩy tài chính bị đẩy lên cao khiến hệ số lợi nhuận ròng giảm sút nghiêm trọng trong khi quy mô tài sản gia tăng liên tục khiến hiệu suất sử dụng tài sản và hiệu suất sử dụng vốn suy giảm.



Cơ cấu nguồn vốn phụ thuộc khá lớn vào các khoản vay. Trong năm 2013, chỉ số Nợ/Tổng tài sản ở mức 62% (tăng 3,3% so với 2012). Chỉ số nợ/Vốn chủ sở hữu ở mức 187% (tăng 11,3% so với năm 2012). Nguyên nhân chủ yếu do DLG trong quá trình triển khai các dự án lớn cần lượng vốn lớn để tài trợ cho các hoạt động đầu tư này. Điều này cũng khiến DLG chịu áp lực chi phí tài chính khá lớn, nhất là trong giai đoạn lãi suất giữ ở mức cao trong các năm trước.



Chúng tôi đánh giá áp lực về tài chính của DLG sẽ giảm trong các năm tới khi các dự án đưa vào hoạt động đem lại dòng tiền đều đặn hàng năm. Công ty cũng đang rất tích cực chủ động tái cơ cấu các khoản nợ thông qua hình thức phát hành trái phiếu (chuyển đổi và không chuyển đổi). Gần đây nhất vào ngày 6/1/2015, DLG đã phát hành thành công 500 tỷ trái phiếu không chuyển đổi với kỳ hạn 3 – 5 năm nhằm tái cơ cấu khoản nợ ngắn hạn 366 tỷ của BIDV và 134 tỷ trả cho Công ty TNHH Đầu tư Xây dựng Cầu đường Phước Hoàng Long (70 tỷ đồng) và Công ty cổ phần Đầu tư Xây dựng Đức Long Gia Lai (64 tỷ đồng). Trước đó ĐHCĐ bất thường cũng đã thông qua chủ trương phát hành 500 tỷ trái phiếu chuyển đổi lãi suất 0% kỳ hạn 2 năm.



DLG cũng đang tích cực tìm kiếm các kênh huy động vốn đầu tư khác cho các dự án sắp tới của mình. Mới đây nhất, DLG và Quỹ đầu tư Global Emerging Markets (GEM) đã ký biên bản hợp tác chiến lược. Theo đó, GEM sẽ giải ngân đầu tư vào DLG với giá trị gần 400 tỷ đồng. Trong năm 2015, GEM sẽ tiếp tục đầu tư vào DLG thông qua hình thức phát hành riêng lẻ (dự kiến sẽ hoàn tất trước Q2) đưa tỷ lệ sở hữu cổ phần của quỹ này tại DLG tăng lên 40% vào năm 2015. GEM cũng sẽ hỗ trợ DLG trong việc huy động thêm nguồn vốn giá rẻ tại thị trường Mỹ trong năm 2015. Dự kiến GEM sẽ cử người tham gia trực tiếp HĐQT ngay trong Q1 này.

IV. ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU & KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

1. Ước lượng kết quả kinh doanh trong năm 2015

Chúng tôi cho rằng kế hoạch **2.000 tỷ đồng** doanh thu và 200 tỷ đồng lợi nhuận trong năm 2015, tăng đột biến gần **2,5 lần** so với KQKD năm 2014, tương đương mức **EPS 1.084 đồng/cp** của DLG là hoàn toàn khả thi. Những ngành nghề mũi nhọn của DLG như cơ sở hạ tầng, nông nghiệp bắt đầu tạo hiệu quả sinh lời từ năm nay sau quãng thời gian dài đầu tư trong các năm vừa qua.

Hai dự án BOT trên tuyến quốc lộ 14 sẽ được thông tuyến đưa vào thu phí kể từ giữa quý 2 năm nay dự kiến sẽ đem lại lợi nhuận ở mức trên 30 tỷ đồng. Ngoài ra mảng thi công cầu đường cũng sẽ đem lại lợi nhuận rất lớn (trên dưới 60 tỷ đồng) từ hoạt động xây dựng cầu đường và cung ứng vật liệu (dự kiến sẽ hạch toán chủ yếu trong Q1 và nửa đầu Q2).

Mảng nông nghiệp nhờ có lợi thế rất lớn nhờ quỹ đất lớn, thông thửa, cùng điều kiện thổ nhưỡng thuận lợi và có mối quan hệ tốt với các đối tác lớn hứa hẹn sẽ là lĩnh vực kinh doanh chủ đạo, giúp đem lại lợi nhuận lớn nhất trong năm 2015 của DLG. Dự kiến mảng này sẽ thu về khoảng 80 tỷ đồng lợi nhuận trong năm 2015.

Các lĩnh vực kinh doanh khác đều có những chuyển biến tích cực nhờ chiến lược tái cấu trúc tập đoàn mạnh mẽ trong thời gian qua.

2. Định giá cổ phiếu DLG

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá là FCFF và P/E với tỷ trọng mỗi phương pháp là 50 – 50 để tiến hành định giá cổ phiếu DLG.

Phương pháp so sánh P/E:

EPS forward của DLG trong năm 2015 sẽ ở mức khoảng **1.084 đồng/cp**. Với P/E ngày 16/1 của DLG ở mức 20,32. P/E trung bình ngành trong 1 năm là 24 và P/E của VN-Index ở mức 13,5. Chúng tôi tạm lấy mức P/E 13



để định giá cổ phiếu DLG. Qua đó giá cổ phiếu DLG sẽ đạt **14.086 đồng/cp**.

Phương pháp FCFF:

Phương pháp này được chúng tôi sử dụng dựa trên những biến đổi tích cực về doanh thu và lợi nhuận của DLG kể từ năm 2015 khi 2 dự án BOT được tiến hành khai thác và mảng trồng trọt nông nghiệp cho dòng tiền ổn định hàng năm. Một số mảng kinh doanh khác chiếm tỷ trọng thấp trong cơ cấu doanh thu được giả định tiếp tục duy trì ở mức ổn định trong các năm tiếp theo. Chúng tôi cũng dựa trên căn cứ của việc DLG sẽ tiếp tục tiến hành triển khai các dự án tiếp theo trong thời gian sắp tới (dự án chăn nuôi bò sữa, bò thịt, dự án năng lượng) để tiến hành giả định những biến động về cơ cấu tài chính của DLG trong các năm tiếp theo. Chi tiêu WACC được chúng tôi sử dụng ở mức 13,48% với tốc độ tăng trưởng bình quân $g = 5\%$

Giá cổ phiếu được tính theo phương pháp này đạt **19.055 đồng**.

Tổng hợp 2 phương pháp định giá P/E và FCFF, giá hợp lý trên mỗi cổ phiếu của DLG sẽ là **16.570 đồng/cp**

3. Quan điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị mua mạnh và dài hạn cổ phiếu DLG với mức giá mục tiêu 1 năm là 16.570 đồng/cp, tăng 43% so với mức giá ngày 16/1/2014.

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ:

Phòng Phân tích - Công ty Cổ Phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính tại Hà Nội

Tầng 3, Tòa nhà Trung tâm Hội nghị Công đoàn, Số 01 Yên Kiêu, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84-4)-3818 1888

Fax: (84-4)-3818 1688

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, Tòa nhà Artex Sài Gòn, Số 236-238

Ng.Công Trứ, P.Nguyễn Thái Bình, Q.1, HCM

Tel: 84.8.39151368

Fax: 84.8.39151369

Chi nhánh Đà Nẵng

97 Lê Lợi, Hải Châu, Đà Nẵng

Tel: (84-511)-352 5777

Fax: (84-511)-352 5779

Website: www.shs.com.vn

Đỗ Quang Hợp

Email: hop.dq@shs.com.vn

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo.

SHS có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng SHS có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo nghiên cứu phân tích này.