

HLA

Khuyến nghị Mua	Giá gần nhất 25	Giá trị nt 38.0	Xét mua 28.5	Xét bán 47.5	Rủi ro KD Cao	Quản trị DN Tốt	Ngành Công nghiệp	Nhóm Vật liệu xây dựng
--------------------	--------------------	--------------------	-----------------	-----------------	------------------	--------------------	----------------------	---------------------------

Bộ phận Phân tích - Đầu tư CTCP Chứng khoán Trảng An

Trưởng bộ phận
Vũ Hoàng Sơn

Phó Trưởng bộ phận
Nguyễn Thê Mạnh

Chuyên viên phân tích
Vũ Thị Thu Thủy
Nguyễn Thị Hương
Lê Vũ Diệu

Báo cáo lần đầu ngày 24 tháng
12 năm 2009.

Đơn vị tiền tệ: đồng Việt nam.

Kết luận

Vượt qua những khó khăn trong năm 2008 và các quý đầu năm 2009 CTCP Hữu Liên Á Châu (HLAC) đang tăng trưởng mạnh mẽ và hoàn thành vượt bậc kế hoạch và chỉ tiêu đề ra cho năm 2009. Với giá trị nội tại được xác định là 38,000đ, biên độ an toàn là 25% cổ phiếu HLA hiện đang nằm trong vùng xem xét để mua và khuyến nghị của chúng tôi là **MUA VÀO**.

Mục lục

Chuyên mục	Số trang
1. Rủi ro đầu tư	2
2. Phân tích tài chính	2-4
3. Hồ sơ công ty	4-5
4. Phân tích cạnh tranh ngành	5-6
5. Định giá	6-7
6. Các yếu tố xúc tác	8

Phụ lục

Liên hệ

Khuyến nghị	Giá gànhắt	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Mua	25	38.0	28.5	47.5	Cao	Tốt	Công nghiệp	Vật liệu xây dựng

1. Rủi ro đầu tư

Công ty phải cạnh tranh gay gắt với nhiều đối thủ chuyên nghiệp, có nhiều kinh nghiệm và tiềm lực tài chính mạnh. Trong đó có các công ty thuộc Hiệp hội thép Việt Nam (VSC) như Thép Thái Nguyên, Hòa Phát, Thép Miền Nam... và hàng loạt các công ty liên doanh với VSC như: Việt Nhật, Việt Hàn, Việt Ý, Việt Úc, Việt Nam Đài Loan, Việt Nam Singapore... Bên cạnh đó, nguồn thép nhập khẩu từ Trung Quốc có giá thành rẻ cạnh tranh khốc liệt với các doanh nghiệp trong nước.

Phần lớn sản phẩm của Công ty được sản xuất dựa vào nguyên vật liệu nhập khẩu từ nước ngoài. Chính vì vậy, khi giá nguyên vật liệu nhập khẩu bị biến động mạnh trong đó bao gồm rủi ro về tỷ giá, giá cước vận chuyển sẽ ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty. Trong đó có thể kể đến biến động giá phôi thép của thị trường Trung Quốc, vốn bị coi là đang khủng hoảng sản xuất thừa và thường xuyên bị can thiệp bởi các quyết định của chính phủ. Mới đây, HLAC đã thành công trong việc chuyển bớt một phần nguyên vật liệu đầu vào sang các nguồn trong nước khi sử dụng thép cuộn cán nguội (CRC) do Posco – ông lớn đến từ Hàn Quốc cung cấp, góp phần hạn chế rủi ro biến động giá nguyên vật liệu nhập khẩu.

Ngoài ra, công ty hoạt động trong lĩnh vực sản xuất công nghiệp nên có những rủi ro về tai nạn lao động, tai nạn nghề nghiệp, rủi ro cháy nổ.

2. Phân tích tài chính

Tăng trưởng

Bảng 1: Một số chỉ tiêu tăng trưởng

Chỉ tiêu	2005	2006	2007	2008	Tỷ lệ tăng trưởng kép	9M 2009 so với cuối 2008
Tổng tài sản	-	10.3%	47.7%	37.3%	30.7%	43.1%
Tổng nợ	-	-4.8%	26.8%	69.1%	26.8%	48.6%
Doanh thu thuần	-	6.8%	34.4%	78.6%	36.9%	1.6%
Lợi nhuận kinh doanh	-	-3.5%	88.6%	104%	54.8%	155.7%
Lợi nhuận TT (triệu đ)	-21,733	12,214	45,629	-17,929	-	88,729
Lợi nhuận ST (triệu đ)	-15,653	855	30187	-19,898	-	64,440

(Nguồn: BCTC HLA)

Qui mô tài sản của HLAC tăng trưởng khá nhanh trong giai đoạn 2005-2008 với tốc độ bình quân là 30.7%, tương đương với mức tăng trưởng kép của tổng nợ và doanh thu thuần. Tuy nhiên năm 2008 ghi nhận mức giảm của tổng tài sản ròng -8.8%. Nguyên nhân là do chi phí tài chính cho khoản vay ngắn hạn 555 tỷ phát sinh quá lớn, khiến mức tăng doanh thu 78.6% và lợi nhuận hoạt động 104% không đủ bù đắp.

Bước sang năm 2009, với lợi thế hàng tồn kho nguyên vật liệu giá rẻ cũng như các công ty khác thuộc ngành nguyên vật liệu nói chung và ngành thép nói riêng, chỉ sau 9 tháng HLAC đã hoàn thành vượt mức kế hoạch đề ra cho cả năm 2009. Tổng nợ của HLAC tiếp tục tăng mạnh trong đó riêng vốn vay ngắn hạn 9 tháng đã đạt 900 tỷ nhưng chi phí tài chính lại không tăng nhiều do tận dụng được nguồn vốn từ gói hỗ trợ lãi suất của chính phủ trong năm 2009.

Khuyến nghị Mua	Giá gầnnhất 25	Giá trị nt 38.0	Xét mua 28.5	Xét bán 47.5	Rủi ro KD Cao	Quản trị DN Tốt	Ngành Công nghiệp	Nhóm Vật liệu xây dựng
--------------------	-------------------	--------------------	-----------------	-----------------	------------------	--------------------	----------------------	---------------------------

Sức khỏe tài chính

Bảng 2: Một số chỉ tiêu tài chính

Chỉ tiêu	2005	2006	2007	2008	9M 2009
Hệ số thanh toán hiện thời	0.94	0.91	1.2	1.05	1.09
Hệ số thanh toán nhanh	0.42	0.46	0.55	0.52	0.6
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	360%	250%	160%	310%	370%
Tổng nợ/Tổng tài sản	78.3%	71.6%	61.5%	75.7%	78.7%

(Nguồn: BCTC HLA)

Trong những năm gần đây, sức khỏe tài chính của HLAC đã được cải thiện với hệ số thanh toán hiện thời trên 1.0 và hệ số thanh toán nhanh trên 0.5. Với đặc thù của các công ty kinh doanh vật liệu xây dựng, HLAC có hàng tồn kho, phải thu khách hàng khá lớn và tỷ lệ nợ rất cao (khoảng trên 70%) trong đó chủ yếu là nguồn vốn vay ngắn hạn. Do vậy, mặc dù đã được cải thiện nhưng khả năng thanh toán đúng hạn và đảm bảo dòng tiền lưu thông là vấn đề HLAC luôn phải quan tâm.

Khả năng sinh lời, hiệu quả quản lý và hiệu suất hoạt động

Bảng 3: Khả năng sinh lời, Hiệu quả quản lý, Hiệu suất hoạt động

Chỉ tiêu	2005	2006	2007	2008	9M 2009
Vòng quay khoản phải thu	6.4	6.3	5.7	5.9	3.5
Vòng quay hàng tồn kho	4.4	5.7	3.8	5.3	3.5
Vòng quay tổng tài sản	1.7	1.6	1.5	1.9	1.4
Lợi nhuận biên hoạt động	-1%	4.8%	7.3%	3.7%	4.8%
Lợi nhuận biên ròng	-2.2%	1.1%	2.9%	-1.1%	3.5%
ROA	-7.3%	1.9%	5.1%	-2.4%	4.7%
ROE	-33.6%	7.5%	14.9%	-7.9%	2.2%

(Nguồn: BCTC HLA)

Có thể thấy chỉ số vòng quay khoản phải thu liên tục giảm qua các năm, cho thấy HLAC ngày càng cho khách hàng nợ lâu hơn. Các hệ số vòng quay hàng tồn kho và tổng tài sản đã được cải thiện qua các năm, đặc biệt là trong năm 2008 tuy nhiên số liệu quý 3/2009 lại tương đối thấp, đặt ra bài toán về tốc độ kinh doanh và hiệu suất hoạt động của HLAC trong quá trình hồi phục của nền kinh tế.

Lợi nhuận biên và các chỉ số về hiệu quả quản lý của HLAC biến động khá lớn qua các năm. Xuất phát lỗ trong năm 2005, đã có lãi trong các năm sau đó, đặc biệt ROE năm 2007 nâng lên rõ rệt ở mức 14.9% tuy nhiên kết quả kinh doanh của HLAC đã bị ảnh hưởng lớn từ cuộc khủng hoảng toàn cầu năm 2008, và báo cáo lỗ mặc dù lợi nhuận biên hoạt động vẫn đạt mức 3.7%. Bước sang năm 2009, kết quả 9 tháng đầu năm khá khả quan với tất cả các chỉ tiêu đều dương, đặc biệt ROA tăng lên đáng kể, gần về mức cao nhất của năm 2007. Như vậy, cùng với sự hồi phục của nền kinh tế trong nước cũng như trên toàn thế giới, sức cầu sẽ quay trở lại thì các con số dự phóng cho các năm sau sẽ không thấp hơn kết quả 9 tháng năm 2009.

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Mua	25	38.0	28.5	47.5	Cao	Tốt	Công nghiệp	Vật liệu xây dựng

3. Hồ sơ doanh nghiệp:

Công ty cổ phần HLAC tiền thân là Xí nghiệp Tư doanh Hữu Liên thành lập năm 1978 chuyên sản xuất các loại phụ tùng xe đạp, xe máy, đến năm 2001 chuyển sang hoạt động theo mô hình cổ phần. Hiện nay hoạt động kinh doanh chính của Công ty là sản xuất kinh doanh các sản phẩm ống thép đen (chiếm 58.5% doanh thu); ống inox (chiếm 11.77% doanh thu); xà gỗ thép (chiếm 2.22% doanh thu) sử dụng trong lĩnh vực xây dựng và trang trí nội thất. HLAC là doanh nghiệp đầu tiên tại Việt Nam đưa vào sản xuất mặt hàng Inox theo quy trình công nghệ hiện đại nhất được nhập từ nước ngoài, đảm bảo đầy đủ các yêu cầu về kỹ thuật và thẩm mỹ. Công ty đã đầu tư và đưa vào hoạt động dây chuyền cán nguội với công suất lên đến 3.000 tấn/tháng.

Mặt bằng sản xuất của Công ty nằm tiếp giáp Khu công nghiệp Lê Minh Xuân, với cơ sở hạ tầng ổn định, phù hợp với hoạt động sản xuất nên rất thuận tiện giao thông và vận chuyển hàng hóa. Diện tích mặt bằng của Công ty rộng lớn, thuận lợi cho việc triển khai các mô hình sản xuất kinh doanh mới.

Bên cạnh hoạt động sản xuất thép, Hữu Liên Á Châu còn tham gia góp 61.54% vốn (hiện là 30.5%) sáng lập CTCP Minh Hữu Liên chuyên sản xuất và kinh doanh bàn ghế, thiết bị trường học, kệ thép... với nguyên liệu chủ yếu là thép và inox và công trình tiêu biểu là khu ký túc xá Đại học Bách Khoa. Sản phẩm của Công ty Minh Hữu Liên hiện được đánh giá rất cao tại thị trường quốc tế, các đơn hàng gia công xuất khẩu duy trì tốt nên mức tăng trưởng từ khi thành lập năm 2007 ổn định ở mức cao, là nguồn thu đều đặn cho Hữu Liên Á Châu trong tương lai.

Chiến lược:

Là nhà sản xuất ống thép đen lớn nhất của cả nước, Hữu Liên Á Châu có chiến lược toàn diện để không ngừng gia tăng doanh số, duy trì vị thế dẫn đầu về sản lượng thép tại Việt Nam.

Thứ nhất, chú trọng vào hoạt động cốt lõi là sản xuất thép ống, đảm bảo cho chất lượng sản phẩm. Trong đó chất lượng được đảm bảo bằng đầu tư phát triển công nghệ. Công ty đang sử dụng dây chuyền sản xuất hiện đại của Nhật Bản và phần lớn máy móc thiết bị mới 100% được nhập từ Đài Loan đáp ứng hệ thống tiêu chuẩn về chất lượng. Để đáp ứng được yêu cầu kỹ thuật cao nhất, HLAC đã áp dụng nghiêm ngặt hệ thống quản lý chất lượng ISO 9001:2000 từ năm 2002. Trong bối cảnh kinh tế hồi phục hiện nay, công ty đang tập trung nâng sản lượng ống inox từ 450 tấn lên 700 tấn/tháng, nâng công suất dây chuyền cán, ủ từ 3.000 tấn lên 4.500 tấn/tháng, củng cố các thị trường xuất khẩu truyền thống.

Thứ hai, đảm bảo uy tín với đối tác và khách hàng. Uy tín là yếu tố tuyên quyết trong chiến lược xây dựng thương hiệu của Hữu Liên Á Châu.

Thứ ba, mở rộng quy mô sản xuất, thông qua chiến lược đầu tư máy móc, trang thiết bị hiện đại. Chiến lược phát triển của công ty là đa dạng hóa các sản phẩm mở rộng kinh doanh thương mại một số sản phẩm như: thép lá, thép tấm và thép cuộn và các sản phẩm sử dụng nguyên liệu là thép và inox.

Thứ tư, Công ty Cổ phần Hữu Liên Á Châu đã chủ động mở rộng phạm vi kinh doanh, đầu tư vào một số ngành kinh doanh mũi nhọn như bất động sản và tài chính. Công ty đã ký kết hợp tác chiến lược với 6 nhà đầu tư chiến lược là các Công ty địa ốc, Ngân hàng và Công ty tài chính như Sacomreal, Sacombank, Công ty tài chính BIDV...

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Mua	25	38.0	28.5	47.5	Cao	Tốt	Công nghiệp	Vật liệu xây dựng

4. Phân tích ngành:

Ngành thép là một trong những ngành cung cấp nguyên vật liệu chính cho ngành xây dựng và kiến trúc, đặc biệt quan trọng trong nền kinh tế đang phát triển theo hướng công nghiệp hóa, hiện đại hóa và tiến trình đô thị hóa ngày một sâu rộng như Việt Nam hiện nay. Việt Nam đã xác định ngành thép là ngành công nghiệp ưu tiên phát triển. Sự tăng trưởng ngành thép gắn liền với sự tăng trưởng và phát triển của nền kinh tế. Những năm gần đây đánh dấu sự phát triển nhanh chóng của ngành thép trên toàn thế giới, đặc biệt tại “công trường xây dựng Trung Quốc” và các nước có tên tuổi trong ngành như Úc, Nhật Bản... Nhưng tốc độ tăng trưởng của ngành trên toàn cầu cũng như Việt Nam đã bị đẩy lùi lại đáng kể sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và cuộc khủng hoảng sản xuất thừa tại Trung Quốc, khiến cho giá thép trong năm 2008 đã rơi mạnh. Dự báo sau những tháng hồi phục ấn tượng đầu năm 2009, giá thép cuối năm 2009 sẽ không tăng không đáng kể.

Ngành thép Việt Nam ra đời từ đầu những năm 1960 nhưng phải đến năm 1990 mới thực sự bắt đầu phát triển nhờ sự ra đời của Tổng công ty thép Việt Nam. Thị trường thép Việt Nam trở nên sôi động trong những năm gần đây khi các công ty thép liên tục ra đời với hàng loạt các dự án được cấp phép. Năm 2010 được dự báo là năm cung và cầu ngành thép nội địa cân bằng và các doanh nghiệp thép Việt Nam sẽ phải hướng ra xuất khẩu để tìm hướng đi mới cho mình, tránh một cuộc khủng hoảng thừa sản phẩm thép trong nước.

Chúng tôi đánh giá khả năng cạnh tranh của HLAC trong ngành sản xuất ống thép, chiếm đa số doanh thu của công ty dựa trên 5 yếu tố cạnh tranh theo mô hình phân tích cạnh tranh của Michael Porter.

Rào cản thâm nhập:

Cũng như nhiều ngành công nghiệp khác, ngành sản xuất thép có yêu cầu rất lớn về vốn và các tài sản như máy móc, nhà xưởng. Hơn nữa, các doanh nghiệp trong ngành đều là các doanh nghiệp lớn, có khả năng cạnh tranh rất cao với mạng lưới tiêu thụ ổn định khiến cho rào cản thâm nhập của ngành là khá cao. Mặc dù vậy, do tính hấp dẫn của ngành thép trong hoàn cảnh kinh tế Việt Nam trở dậy thì khá nhiều các công ty và các dự án mới đã được cấp phép và các công ty và dự án mới này hiện đang gặp nhiều khó khăn.

Quyền lực nhà cung cấp:

Nguyên liệu chính để sản xuất ống thép là thép lá cuộn (HRC và CRC) hầu hết được nhập khẩu. Các nhà cung cấp thép lá cũng như dịch vụ vận tải khá phong phú do vậy quyền lực không cao. Tuy nhiên, nhờ lợi thế sản xuất được CRC trong nước, hiện Posco đang cung cấp sản phẩm thép lá này cho HLAC với khối lượng sẽ tăng lên trong thời gian tới. Do vậy để giảm chi phí vận tải và tránh rủi ro tỷ giá cũng như biến động của giá thép nhập khẩu thì HLAC sẽ khá phụ thuộc vào nguồn cung từ Posco.

Quyền lực khách hàng:

Khoảng 85% sản phẩm ống thép của công ty được tiêu thụ ở thị trường nội địa, chủ yếu ở khu vực miền Nam và miền Trung. Xuất khẩu chiếm 15% tổng sản lượng tiêu thụ của HLA với các thị trường chủ yếu là Campuchia, Singapore, Úc và Mỹ. Mạng lưới phân phối của công ty rộng khắp cả nước với trên 1.000 đại lý. Như vậy có thể thấy khách

HLA

Khuyến nghị	Giá gán nhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Mua	25	38.0	28.5	47.5	Cao	Tốt	Công nghiệp	Vật liệu xây dựng

hàng của HLAC rất đa dạng, ngày một tăng lên khi nhu cầu xây dựng trong những năm tới tăng cao và HLAC không phụ thuộc lớn vào bất kỳ khách hàng nào. Tuy vậy trong những năm sau, khi sản xuất thép tăng mạnh và dự báo sẽ vượt lượng cầu nội địa thì các hình thức chiết khấu, hỗ trợ thanh toán cho khách hàng sẽ có thể phải áp dụng khi quyền lực của những khách hàng trong nước lớn mạnh thêm.

Cạnh tranh nội bộ ngành:

HLAC hiện là doanh nghiệp dẫn đầu chiếm 16.2% tổng thị phần ống thép cả nước trong 10 tháng đầu năm 2009. Vào năm 2007, HLAC là Công ty sản xuất ống thép đen lớn nhất của cả nước (chiếm trên 10% thị phần ống thép Việt Nam). Năm 2005, UBND TP.HCM công nhận sản phẩm ống thép của HLAC là sản phẩm công nghiệp chủ lực theo tiêu chuẩn sản phẩm công nghiệp chủ lực của TP.HCM được công bố tại văn bản số 22/TB-U ngày 04/04/2005.

Doanh nghiệp với thị phần lớn nhất chỉ chiếm 16.2% toàn thị trường cho thấy thị trường ống thép là thị trường có mức cạnh tranh rất cao. Tuy nhiên với vị thế là doanh nghiệp đầu ngành, với chiến lược đúng đắn, HLAC có khả năng cạnh tranh rất tốt và có sức ảnh hưởng tới các doanh nghiệp khác cùng ngành.

5. Định giá

Mô hình

Đối với HLAC, chúng tôi sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền để xác định giá trị nội tại của công ty. Mô hình gồm có ba giai đoạn: giai đoạn một là 5 năm, giai đoạn hai từ năm thứ năm đến năm ngay trước giai đoạn bình ổn và giai đoạn thứ ba là giai đoạn bình ổn. Lấy tổng các luồng tiền tự do đã được chiết khấu của ba giai đoạn ta có được giá trị của cả công ty. Sau khi trừ đi nợ dài hạn (nếu có), trừ đi khoản chênh lệch giữa tài sản ngắn hạn (không bao hàm tài sản cố định, goodwill, tài sản có giá trị khó xác định) và nợ ngắn hạn, điều chỉnh với các loại tài sản hay nợ ẩn (như giá trị bất động sản đang bị định giá thấp hoặc quyền chọn cho nhân viên) và điều chỉnh cho các khoản mục ngoài bảng ta có được giá trị vốn chủ sở hữu. Dem chia giá trị này cho số lượng cổ phiếu bình quân trong kỳ (có pha loãng) ta có được giá trị nội tại của cổ phiếu. Dưới đây là những thuộc tính chính của mô hình:

- Giai đoạn một: chúng tôi dự báo chi tiết hoạt động của công ty trong năm năm tới bao hàm tỷ lệ tăng trưởng doanh thu hàng năm, lợi nhuận hoạt động biên, thuế suất và chi tiêu tư bản.
- Giai đoạn hai: Giai đoạn hai kéo dài trong 5 năm với tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư (ROIC) điều chỉnh dần tới khi bằng giá vốn bình quân (WACC).
- Giai đoạn bình ổn: Giai đoạn cuối cùng bao gồm từ sau 5 năm đến mãi mãi khi ROIC bằng WACC và các khoản đầu tư mới sẽ không làm tăng thêm giá trị công ty.
- Tỷ suất chiết khấu: tỷ suất chiết khấu bằng lãi suất phi rủi ro cộng với phần bù rủi ro đầu tư chứng khoán vốn cộng với phần bù rủi ro bản thân doanh nghiệp.

Khuyến nghị	Giá gành nhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Mua	25	38.0	28.5	47.5	Cao	Tốt	Công nghiệp	Vật liệu xây dựng

Giả định

Theo VSC, ngành thép trên toàn thế giới đã tăng trưởng với mức trung bình khoảng 7%/năm trong những năm gần đây và mức tăng trưởng của tiêu thụ thép tại Việt Nam là khoảng 12-15% năm. Đối với HLAC, công ty đã có mức tăng doanh thu rất ấn tượng 78.6% trong năm 2008 dựa vào động lực từ nguồn vốn vay ngắn hạn được hỗ trợ lãi suất. Sang đến năm 2009, chúng tôi cho rằng doanh thu của HLAC sẽ đạt mức tăng trưởng 35% dựa theo tốc độ tăng 35% của 9 tháng đầu năm 2009 so với 9 tháng năm 2008, nhỏ hơn không đáng kể so với mức tăng trưởng kép 37% của các năm 2005-2008. Sau đó doanh thu của HLAC sẽ giảm dần đến mức tăng trưởng bình quân của ngành là 12% vào năm 2013, sau đó tiếp tục giảm dần cho đến bằng tăng trưởng của nền kinh tế là 5% trong giai đoạn bình ổn.

Chi phí mua sắm tài sản được dự báo tiếp tục đà giảm trong năm 2009 với mức -1.75% (CAGR 2005 – 2008) sau đó tăng trưởng với mức tăng trưởng kép là 15% cho đến năm 2013. Cuối cùng tốc độ tăng của chi phí mua sắm tài sản sẽ tương đương chi phí khấu hao và tương đương với tốc độ tăng trưởng của doanh thu.

Lợi nhuận biên hoạt động của HLAC được dự báo bằng mức 3.7% của năm 2008 mặc dù đạt 4.8% trong 9 tháng đầu năm do các tháng cuối năm đã hết nguồn nguyên vật liệu tồn kho giá rẻ. Trong dài hạn, mức lợi nhuận biên hoạt động của HLAC được giả định tăng dần rồi giữ ở mức 4%.

Với kế hoạch tăng vốn trong năm 2010, cơ cấu vốn mục tiêu được dự báo là khoảng là 70% nợ và 30% vốn chủ sở hữu, sau đó giảm dần tỷ trọng vay nợ về mức 50-50 trong dài hạn. Chi phí vốn vay là 15% trong 5 năm đầu do vốn vay ngắn hạn của công ty lớn, sau đó giảm dần xuống mức 9% trong giai đoạn bình ổn. Thuế suất doanh nghiệp giả định là 25% và giá vốn chủ sở hữu là 17%.

Kết quả

Bảng 4: Các chỉ tiêu dự phóng 2009 – 2013 (triệu đồng)

CHỈ TIÊU	9M 2009	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
Doanh thu		2,487,568	3,109,460	3,731,352	4,291,055	4,805,981
EBIT		94,382	119,577	145,413	169,434	192,239
Lợi nhuận ròng		70,786	89,683	109,060	127,075	144,179
Luồng tiền tự do		45,958	68,532	89,988	110,429	129,341
Chi phí vốn		12.98%	12.98%	12.98%	12.98%	12.98%

Với những giả định và ước lượng ở trên chúng tôi có được giá trị nội tại của 1 cổ phiếu Hữu Liên Á Châu là 38,000 VNĐ. Giá này chưa được điều chỉnh tăng theo giá trị quyền sử dụng đất của Hữu Liên Á Châu hiện đang ghi nhận theo giá vốn và là thấp so với giá trị thị trường.

Khuyến nghị Mua	Giá gầnnhất 25	Giá trị nt 38.0	Xét mua 28.5	Xét bán 47.5	Rủi ro KD Cao	Quản trị DN Tốt	Ngành Công nghiệp	Nhóm Vật liệu xây dựng
--------------------	-------------------	--------------------	-----------------	-----------------	------------------	--------------------	----------------------	---------------------------

6. Xúc tác

- 1978 Xí nghiệp Tư doanh Hữu Liên chính thức có mặt trên thị trường với Thương hiệu Hữu Liên chuyên sản xuất các loại phụ tùng xe đạp, xe máy
- 1992 Đổi tên thành Doanh nghiệp Tư nhân Hữu Liên, đồng thời mở rộng phạm vi kinh doanh sang các lĩnh vực sản xuất sản phẩm cơ khí tiêu dùng.
- 1999 Bắt đầu có những cơ sở sản xuất ống thép thì HLAC đã trở thành doanh nghiệp đầu tiên có thể sản xuất ống thép với quy mô công nghiệp.
- 2001 Chuyển thành Công ty Cổ phần HLAC với VDL là 5 tỷ đồng.
- 2002 Công ty tăng vốn điều lệ lên 30 tỷ đồng.
- 2003 Công ty nâng mức vốn lên 60 tỷ đồng.
- 2004 Công ty đạt được mức vốn điều lệ 100 tỷ đồng.
- 2006 Đáp ứng nhu cầu mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh và thị trường Công ty tăng vốn điều lệ lên 140 tỷ đồng.
- 2008 Công ty niêm yết cổ phiếu tại HOSE.
- 2009 Công ty tăng vốn điều lệ lên 190 tỷ đồng.
Công ty Minh Hữu Liên thuộc 30.5% sở hữu của Hữu Liên Á Châu chào sàn HNX.

Khuyến nghị Mua	Giá gắnnhất 25	Giá trị nt 38.0	Xét mua 28.5	Xét bán 47.5	Rủi ro KD Cao	Quản trị DN Tốt	Ngành Công nghiệp	Nhóm Vật liệu xây dựng
-----------------	----------------	-----------------	--------------	--------------	---------------	-----------------	-------------------	------------------------

PHỤ LỤC

BẢN CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (TRIỆU ĐỒNG)	2005	2006	2007	2008	9M 2009
Tài sản	430,017.3	474,235.4	700,339.5	961,524.4	1,127,688.2
<i>Tài sản ngắn hạn</i>					
Tiền	22,357.8	19,541.3	31,413.8	21,568.5	74,342.1
Các khoản đầu tư ngắn hạn	0	0	3,126.4	19,185.7	19,585.7
Khoản phải thu	113,030.7	122,669.7	182,012.9	311,891.0	530,537.6
Hàng tồn kho	159,779.3	125,395.5	241,736.0	319,588.2	473,074.4
Các tài sản ngắn hạn khác	10,030.2	11,214.9	18,169.0	42,373.6	30,148.3
<i>Tài sản dài hạn</i>					
Tài sản cố định hữu hình	71,812.2	53,931.0	119,967.7	128,189.3	115,948.9
Tài sản cố định vô hình	20,259.3	49,168.3	48,177.8	74,416.6	73,128.4
Tài sản dài hạn khác	32,747.8	92,314.6	55,735.9	44,311.4	32,367.2
Nguồn vốn	430,017.3	474,235.4	700,339.5	961,524.4	1,127,688.2
<i>Tổng nợ</i>					
Khoản phải trả	71,945.1	49,359.6	102,150.5	120,768.3	100,361.3
Thuế phải trả	16.7	807.6	7,800.9	1,634.4	11,665.2
Vay và nợ ngắn hạn	251,018.7	255,997.9	275,336.2	555,545.8	900,898.2
Nợ ngắn hạn khác	1,593.8	23.0	10,252.3	5,454.3	21,971.7
Nợ dài hạn	9,565.6	30,809.1	27,971.7	18,648.9	30,590.4
Nợ dài hạn khác	2,647.5	2,647.5	4,655.3	11,732.7	6,385.1
Cổ đông thiểu số	0	0	2,575.5	14,520.4	10,016.7
<i>Vốn chủ sở hữu</i>					
Vốn chủ sở hữu	93,229.8	134,590.6	269,597.0	233,219.6	293,564.2
Vốn chủ sở hữu	100,000.0	140,000.0	183,000.0	190,000.0	190,000.0
Thặng dư vốn	0	0	64,500.0	75,000.0	75,000.0
Các quỹ	0	0	0	6,819.4	3,446.2
Lợi nhuận để lại	(6,770.2)	(5,409.4)	22,097.0	(38,599.7)	-38,599.7

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (TRIỆU ĐỒNG)	2005	2006	2007	2008	9M 2009
Doanh thu thuần	718,614.8	767,745.8	1,031,965.8	1,842,643.1	1,860,392.0
Giá vốn hàng bán	705,093.7	710,442.1	918,760.2	1,695,559.3	1,657,666.1
Lợi nhuận gộp	13,521.1	57,303.7	113,205.6	147,083.8	202,725.9
Chi phí bán hàng, quản lý	9,177.5	9,905.1	24,947.4	53,459.6	30,263.7
Khấu hao và khấu trừ	11,856.0	10,391.5	13,338.9	24,660.6	-
Lợi nhuận HDKD	(7,512.5)	37,007.0	74,919.3	68,963.6	172,463
Chi phí lãi vay	(14,478.7)	(25,987.1)	(32,451.2)	(99,151.9)	89,052.9
Doanh thu hoạt động tài chính	184.5	470.5	1,940.2	7,018.4	5,106.8
Lợi nhuận khác	73.3	723.9	1,221.1	5,241.0	211.9
Lợi nhuận trước thuế	(21,733.4)	12,214.4	45,629.4	(17,929.0)	88,728.7
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(6,080.8)	3,664.0	15,366.2	1,424.4	23,283.5
Lợi nhuận ròng	(15,652.6)	8,550.4	30,187.7	(19,898.2)	64,440.4
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	(75.5)	(544.9)	1.6
Lợi nhuận ròng CĐ Cty mẹ	(15,652.6)	8,550.4	30,187.7	(19,898.2)	64,438.8

Những số liệu, thông tin nêu trong Báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và khách quan, tuy nhiên, TAS không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là chính xác, và không chịu bất cứ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. TAS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất cứ thiệt hại hay sự kiện nào bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào trong Báo cáo này. Báo cáo này thuộc bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Tràng An (TAS). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của TAS đều trái luật.

Khuyến nghị Mua	Giá gầnnhất 25	Giá trị nt 38.0	Xét mua 28.5	Xét bán 47.5	Rủi ro KD Cao	Quản trị DN Tốt	Ngành Công nghiệp	Nhóm Vật liệu xây dựng
--------------------	-------------------	--------------------	-----------------	-----------------	------------------	--------------------	----------------------	---------------------------

LIÊN HỆ

Mọi ý kiến đóng góp vui lòng liên hệ theo địa chỉ:

CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN TRÀNG AN (TAS) HỘI SỞ CHÍNH

Địa chỉ: Tầng 9, 59 Quang Trung, Hai Bà Trưng, Hà Nội.

Tel: (84.4) 3 944 62 18

Fax: (84.4) 3 944 62 13

E-mail: contact@tas.com.vn

PHÒNG GIAO DỊCH TRUNG YÊN:

Địa chỉ: Số 14, Lô 14A Trung Yên, Cầu Giấy, Hà Nội

Tel: 84-4-22209596

Fax: 84-4-22209610

CHI NHÁNH TP. HỒ CHÍ MINH

Địa chỉ: Lầu 3B Tòa nhà VIET NAM BUSINESS CENTER 57-59 Hồ
Tùng Mậu, P. Bến Nghé, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh.

Tel: (84.8) 3 821 82 86

Fax: (84.8) 3 821 84 86

E-mail: contact_hcm@tas.com.vn